

2022年01月04日

华兴源创 (688001.SH)

半导体检测打开成长空间，Mirco OLED、新能源车前景可期

■立足面板检测设备，半导体打开成长空间：公司为国内领先的面板检测设备供应商，传统业务以 OLED 面板检测为主，收购欧立通加码穿戴设备检测，并积极开拓半导体、微显示、新能源车相关检测设备。根据公告，在半导体上，公司主打 SOC、射频测试机以及 SiP 测试机，其中公司的 SOC 测试机可满足 32 位 MCU、高像素 CIS、指纹、复杂 SOC 芯片 CP 测试，多项指标可对标同类型海外畅销机型，且于近期完成了客户端批量装机。在射频测试机上，公司是国内首家拥有自主研发 Sub-6G 射频矢量信号收发板卡的厂商，打破了国内在 5G 射频专用测试领域完全依赖进口设备和进口射频矢量板卡的局面，并获得韦尔股份批量订单。在 SiP 上，公司推出了 PXIe 测试机搭载并测 128 工位 SLT 分选机的测试解决方案，目前已被可穿戴设备的歌尔电子等上游 SIP（先进封装）厂商认可进入大规模采购阶段。公司半导体测试事业从无到有，已成功渡过技术研发期和客户开拓初期，除苹果手机定制 BMS 芯片测试设备以外已有四款标准测试机和两款标准分选机形成了批量销售收入。未来公司将进一步开拓国内一二线大型封测厂及独立第三方测试工厂客户，推进公司标准测试设备的装机量，充分受益半导体后道测试设备的国产替代化趋势。

■Mirco OLED、新能源车检测前景可期：Micro OLED 技术将 OLED 附着于硅晶圆上，可实现超高分辨率，是目前最契合 AR/VR 近眼显示的技术。公司在 Micro OLED 检测设备布局业内领先，相关产品已经获得了下游客户索尼及国际消费电子终端客户验证，正在配合下游客户为后续的产品量产进行前期的研发试做，未来有望充分受益 Micro OLED 在 AR/VR/MR 应用中的普及。在新能源车上，根据公告，公司已形成多项自主研发的技术专利，公司已经获得了特斯拉的供应商资格，并且已经有设备交付给上海特斯拉。除特斯拉以外公司也在积极推进国内一线电动车厂的合作，匹配客户需求。

■半导体检测设备国产替代空间广阔：据 SEMI 数据，后道测试设备市场规模 2020 年为 60.1 亿美元，预计 2021/2022 年为 75.8/80.3 亿美元，同比增长 26.3%/5.9%。在后道测试设备中，2020 年测试机、分选机、探针台分别占比 63%、17%、15%，对应市场规模分别为 38 亿美元、10 亿美元、9 亿美元。在测试机中，2020 年 SoC、存储、模拟、射频测试机占比分别为 58%、22.5%、15%、4.5%。目前，全球测试设备市场绝大部分被爱德万、泰瑞达、科休等海外厂商占据，国内

公司快报

证券研究报告

仪器仪表

投资评级 **买入-A**

首次评级

6 个月目标价：**50.60 元**
 股价 (2022-01-04) **35.98 元**

交易数据

总市值 (百万元)	15,809.25
流通市值 (百万元)	1,813.39
总股本 (百万股)	439.39
流通股本 (百万股)	50.40
12 个月价格区间	33.38/51.09 元

股价



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.92	1.28	-13.34
绝对收益	-0.03	3.28	-8.54

马良

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518060001
 maliang2@essence.com.cn
 021-35082935

郭旺

分析师

SAC 执业证书编号：S1450521080002
 guowang@essence.com.cn

相关报告

在模拟测试机上率先突破，国产化率已经达到较高水平，但是在 SoC、存储、射频测试机上基本处于空白，公司瞄准占比较高的 SoC 以及射频测试机，产品布局国内领先，未来有望充分受益后道测试设备国产替代趋势。

■发行可转债加码穿戴、微显示、SiP 检测设备： 公司可转债顺利发行，募集资金总额 8 亿元，主要用穿戴设备、微型显示以及 SiP 相关检测设备。其中“新建智能自动化设备、精密检测设备生产项目”一期主要投资智能手表检测及组装设备，二期投资无线耳机检测设备，此项目的实施不仅能够巩固公司在智能手表检测的优势，还可以丰富公司在可穿戴设备领域的产品体系，充分把握穿戴设备市场需求的高增长。在微显示方面，公司的“新型微显示检测设备研发及生产项目”瞄准 Micro OLED 市场，发挥公司在平板检测领域深厚的技术积累，助力公司卡位 Micro OLED 黄金赛道。另外，此次可转债还将投资“半导体 SIP 芯片测试设备生产项目”。随着晶圆代工制程的物理极限临近，封装技术对芯片性能的重要性日益凸显，目前主流晶圆代工厂商均开始布局 SIP 等先进封装技术。通过此次可转债加码 SiP 检测设备，将进一步强化公司领先优势，未来有望持续受益 SiP 封装的快速发展。

■投资建议： 预计 2021-2023 年公司营业收入分别为 20.83 亿元、25.18 亿元、30.16 亿元，归母净利润分别为 3.42 亿元、4.05 亿元、5.51 亿元，EPS 分别为 0.75 元、0.92 元和 1.25 元。参考半导体设备指数 (8841321.WI) 2022 年的 PE 55 倍 (按照 wind 一致预期，截止 2022 年 1 月 4 号)，给予目标价 50.60 元 (对应 2022 年 55 倍 PE)，给予“买入-A” 的投资评级。

■风险提示： 客户拓展不及预期、下游需求不及预期、国产替代不及预期。

(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	1,257.7	1,677.5	2,082.7	2,518.9	3,016.3
净利润	176.5	265.1	342.0	405.3	551.4
每股收益(元)	0.40	0.60	0.78	0.92	1.25
每股净资产(元)	4.32	7.21	8.00	8.92	10.17
盈利和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率(倍)	89.6	59.6	46.2	39.0	28.7
市净率(倍)	8.3	5.0	4.5	4.0	3.5
净利润率	14.0%	15.8%	16.4%	16.1%	18.3%
净资产收益率	9.3%	8.4%	9.7%	10.3%	12.3%
股息收益率	0.3%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	27.4%	26.4%	16.8%	21.0%	24.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,257.7	1,677.5	2,082.7	2,518.9	3,016.3	成长性					
减:营业成本	672.2	871.5	986.9	1,187.4	1,382.1	营业收入增长率	25.1%	33.4%	24.2%	20.9%	19.7%
营业税费	10.6	11.6	8.3	10.1	12.1	营业利润增长率	-32.5%	41.9%	39.5%	18.9%	36.6%
销售费用	91.7	109.0	171.2	207.1	247.9	净利润增长率	-27.5%	50.2%	29.0%	18.5%	36.0%
管理费用	107.0	151.1	212.4	274.3	307.7	EBITDA 增长率	-12.8%	51.0%	15.8%	16.2%	32.2%
研发费用	193.0	252.7	347.8	433.3	506.7	EBIT 增长率	-21.2%	53.6%	15.1%	18.9%	36.6%
财务费用	-3.4	22.0	-	-	-	NOPLAT 增长率	-27.3%	52.2%	32.3%	18.9%	36.6%
资产减值损失	-6.1	-9.8	-0.6	-2.5	-4.7	投资资本增长率	57.9%	107.6%	-4.8%	18.8%	7.9%
加:公允价值变动收益	9.5	-	-14.8	-0.1	0.0	净资产增长率	108.2%	66.9%	10.9%	11.5%	14.1%
投资和汇兑收益	3.1	18.5	15.0	15.0	15.0						
营业利润	180.1	255.7	356.8	424.2	579.6	利润率					
加:营业外净收支	7.1	34.8	7.0	7.0	7.0	毛利率	46.6%	48.0%	52.6%	52.9%	54.2%
利润总额	187.3	290.5	363.8	431.2	586.6	营业利润率	14.3%	15.2%	17.1%	16.8%	19.2%
减:所得税	10.8	25.4	21.8	25.9	35.2	净利润率	14.0%	15.8%	16.4%	16.1%	18.3%
净利润	176.5	265.1	342.0	405.3	551.4	EBITDA/营业收入	18.9%	21.4%	20.0%	19.2%	21.2%
						EBIT/营业收入	16.0%	18.5%	17.1%	16.8%	19.2%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	93	73	57	43	32
						流动营业资本周转天数	124	143	118	120	140
货币资金	325.4	928.0	1,392.6	1,439.4	1,811.7	流动资产周转天数	377	437	423	411	416
交易性金融资产	609.0	220.0	205.0	205.0	205.0	应收帐款周转天数	132	159	134	130	150
应收帐款	595.1	883.5	669.8	1,149.5	1,364.1	存货周转天数	51	48	47	45	44
应收票据	-	0.0	1.6	0.7	0.6	总资产周转天数	484	620	650	593	561
预付帐款	5.2	14.7	3.4	18.2	9.2	投资资本周转天数	225	317	337	297	280
存货	193.6	256.5	284.0	347.9	387.6						
其他流动资产	22.3	19.5	17.9	19.9	19.1	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	9.3%	8.4%	9.7%	10.3%	12.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	8.3%	7.3%	8.8%	9.2%	11.1%
长期股权投资	-	11.8	11.8	11.8	11.8	ROIC	27.4%	26.4%	16.8%	21.0%	24.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	326.6	349.4	315.4	281.4	247.4	销售费用率	7.3%	6.5%	8.2%	8.2%	8.2%
在建工程	4.6	58.0	100.4	100.4	100.4	管理费用率	8.5%	9.0%	10.2%	10.9%	10.2%
无形资产	32.6	277.2	252.3	227.5	202.6	研发费用率	15.3%	15.1%	16.7%	17.2%	16.8%
其他非流动资产	22.3	626.7	618.6	620.5	620.6	财务费用率	-0.3%	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%
资产总额	2,136.8	3,645.4	3,872.8	4,422.1	4,980.1	四费/营业收入	30.9%	31.9%	35.1%	36.3%	35.2%
短期债务	20.0	-	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	180.3	300.8	249.5	402.9	361.5	资产负债率	11.2%	13.1%	9.3%	11.4%	10.2%
应付票据	-	54.2	26.9	19.3	52.4	负债权益比	12.6%	15.1%	10.2%	12.8%	11.4%
其他流动负债	34.9	90.9	69.0	64.5	75.2	流动比率	7.44	5.21	7.45	6.54	7.76
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	6.62	4.63	6.63	5.82	6.97
其他非流动负债	4.0	31.6	13.6	16.4	20.5	利息保障倍数	-59.99	14.11			
负债总额	239.2	477.5	359.0	503.0	509.7	分红指标					
少数股东权益	-	-	-	-	-	DPS(元)	0.12	0.18	-	-	-
股本	401.0	438.5	439.4	439.4	439.4	分红比率	30.7%	30.6%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	1,495.6	2,732.3	3,074.3	3,479.7	4,031.0	股息收益率	0.3%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	1,897.6	3,167.9	3,513.7	3,919.1	4,470.4						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	176.5	265.1	342.0	405.3	551.4	EPS(元)	0.40	0.60	0.78	0.92	1.25
加:折旧和摊销	36.2	51.9	58.9	58.9	58.9	BVPS(元)	4.32	7.21	8.00	8.92	10.17
资产减值准备	19.1	5.8	-	-	-	PE(X)	89.6	59.6	46.2	39.0	28.7
公允价值变动损失	-9.5	-	-14.8	-0.1	0.0	PB(X)	8.3	5.0	4.5	4.0	3.5
财务费用	1.0	2.7	-	-	-	P/FCF	-67.0	-20.0	36.1	324.2	42.5
投资损失	-3.1	-18.5	-15.0	-15.0	-15.0	P/S	12.6	9.4	7.6	6.3	5.2
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	70.7	44.8	34.1	29.3	21.6
营运资金的变动	-371.7	97.4	87.0	-417.2	-238.0	CAGR(%)	31.9%	27.6%	12.0%	31.9%	27.6%
经营活动产生现金流量	-107.3	332.8	458.1	31.8	357.2	PEG	2.8	2.2	3.8	1.2	1.0
投资活动产生现金流量	-690.1	22.6	2.6	15.0	15.0	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	748.2	246.3	1.0	-	-	REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034