

华兴源创 (688001.SH)

买入

国内领先面板检测设备厂商，半导体等业务拓展新空间

核心观点

2021 年收入同比增长 20.43%，归母净利润同比增长 18.43%。公司 2021 年实现营收 20.20 亿元，同比增长 20.43%；归母净利润 3.14 亿元，同比增长 18.43%，增长主要系自动化检测设备产品的需求稳步增长，其中半导体业务占比进一步提升。

2021 年盈利能力保持稳健，期间费用率有所提升。2021 年公司毛利率/净利率 53.04%/15.54%，同比变动+4.99/-0.26 个 pct，毛利率增长明显。2021 年度公司销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率 8.36%/9.62%/0.16%/17.46%，同比变动+1.86/+0.62/-1.15/+2.40 个 pct，研发费用增长的原因是在公司扩大了研发队伍，同时本期向激励对象首次授予限制性股票产生的股份支付费用增加。

传统赛道保持领先，半导体检测与智能穿戴组装和测试业务顺利切入。公司是行业领先的工业自动化测试设备与整线系统解决方案提供商，为客户提供从整机、系统、模块、SIP、芯片各个工艺节点的自动化测试设备，目前公司产品主要应用于 LCD 与 OLED 平板显示及微显示、半导体、可穿戴设备、新能源汽车等行业。公司 2021 年消费电子检测及自动化设备/半导体检测设备营业收入分别为 14.97/4.17 亿元，同比增长 83.62%/36.45%。在面板检测行业方面，公司紧跟显示技术迭代，平板显示检测技术全面向 OLED 屏幕提升，MiniLED、Micro-LED 及 Micro-OLED 等新一代显示检测技术储备不断升级，其中 Micro-OLED 系列检测设备在报告期内获得终端客户首条试验线订单，在技术和市场两个维度保持了业内领先水平。同时随着半导体检测业务包括测试机、分选机、AOI 缺陷检测设备在内的多个标准设备的陆续进入量产以及欧立通并购为契机智能穿戴组装和检测业务的顺利切入，已经初步形成平板、半导体、智能穿戴三大主营业务板块支撑公司发展的良好格局，另外随着新能源车检测业务顺利获得了美国以及国内多家造车新势力新能源汽车企业的认可，有望在未来几年内逐渐发展成支撑公司可持续发展的业务第四极。

风险提示：客户突破不及预期；新产品拓展不及预期。

投资建议：考虑到公司新产品的不断突破以及行业国产化的持续推进，我们预计 2022-24 年归母净利润为 4.04/5.25/6.65 亿元，对应 PE 26/20/16 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,677	2,020	2,466	2,989	3,595
(+/-%)	33.4%	20.4%	22.1%	21.2%	20.3%
净利润(百万元)	265	314	404	525	665
(+/-%)	50.2%	18.4%	28.8%	29.9%	26.6%
每股收益(元)	0.60	0.71	0.92	1.20	1.51
EBIT Margin	16.8%	17.0%	15.6%	17.0%	17.9%
净资产收益率 (ROE)	8.4%	8.9%	10.6%	12.5%	14.2%
市盈率 (PE)	39.8	33.7	26.1	20.1	15.9
EV/EBITDA	33.3	30.1	27.8	21.0	17.0
市净率 (PB)	3.33	2.99	2.77	2.51	2.25

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

机械设备·通用设备

证券分析师：吴双

联系人：王向远

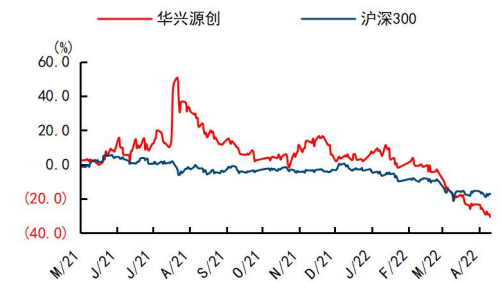
0755-81981362

wushuang2@guosen.com.cn wangxiangyuan@guosen.com.cn
S0980519120001

基础数据

投资评级	买入(首次覆盖)
合理估值	
收盘价	23.50 元
总市值/流通市值	10317/1175 百万元
52 周最高价/最低价	55.20/23.00 元
近 3 个月日均成交额	26.39 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

图1：华兴源创 2021 年营业收入同比增长 20.43%



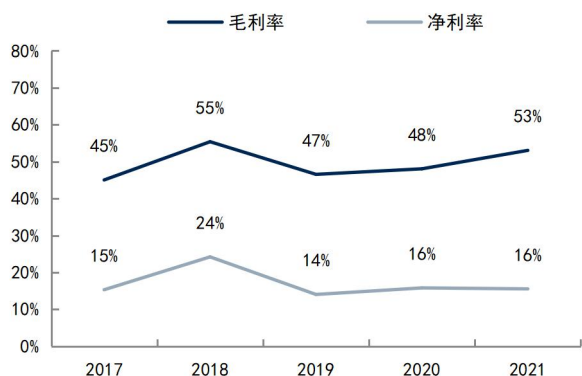
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：华兴源创 2021 年归母净利润同比增长 18.43%



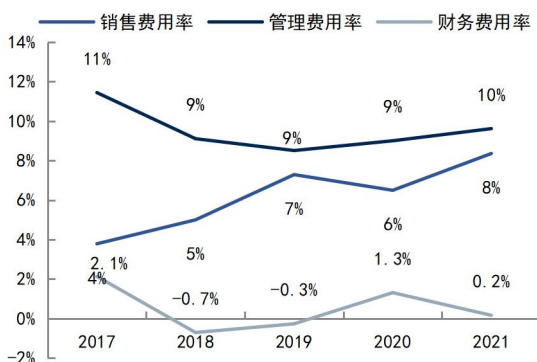
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：华兴源创盈利能力稳中有升



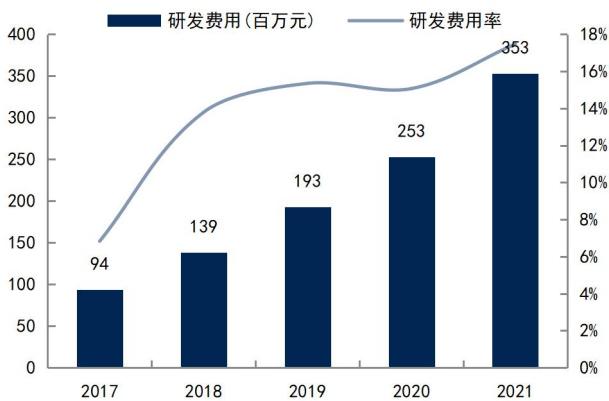
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：华兴源创期间费用率有所上涨



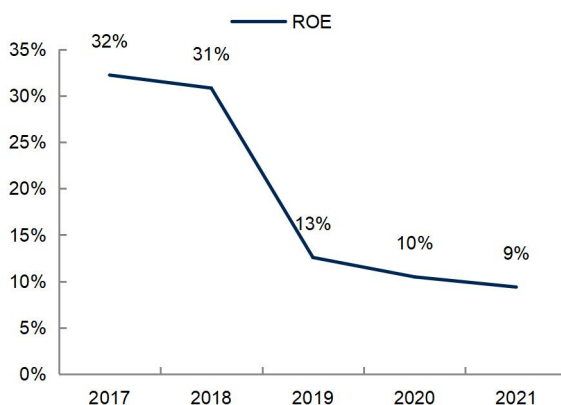
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：华兴源创研发费用持续增长



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：华兴源创 ROE 有所下降



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				投资评级
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	
300604	长川科技	31.86	192.54	0.27	0.35	0.70	1.14	122.48	93.29	47.24	29.01	未评级
002371	北方华创	261.38	1,374.38	1.08	-	2.89	3.93	242.62	-	90.67	66.67	未评级
688012	中微公司	106.65	657.22	0.92	1.64	1.73	2.17	117.50	65.91	62.49	49.82	未评级
688200	华峰测控	379.50	232.74	7.15	10.39	13.53	17.61	53.81	37.06	28.46	21.86	买入
	平均值			2.36	4.13	5.32	6.97	134.10	65.42	57.21	41.84	
688200	华兴源创	23.50	103.26	0.60	0.71	0.92	1.20	38.87	32.89	25.53	19.66	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 长川科技、北方华创、中微公司为 Wind 一致预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	928	1127	1510	1335	1342	营业收入	1677	2020	2466	2989	3595
应收款项	884	1100	1269	1580	1903	营业成本	871	949	1158	1407	1697
存货净额	257	495	423	545	713	营业税金及附加	12	12	18	20	24
其他流动资产	34	33	48	56	66	销售费用	109	169	231	256	297
流动资产合计	2322	3440	3937	4203	4709	管理费用	151	194	219	259	305
固定资产	407	728	872	1064	1220	研发费用	253	353	455	538	628
无形资产及其他	277	262	251	241	230	财务费用	22	3	5	9	4
投资性房地产	627	694	694	694	694	投资收益	18	7	10	12	10
长期股权投资	12	25	38	51	64	资产减值及公允价值变动	10	37	21	23	27
资产总计	3645	5150	5793	6254	6919	其他收入	(285)	(427)	(455)	(538)	(628)
短期借款及交易性金融负债	0	13	500	300	200	营业利润	256	310	410	534	677
应付款项	353	631	513	698	897	营业外净收支	35	7	16	20	14
其他流动负债	93	178	139	194	247	利润总额	290	318	427	553	692
流动负债合计	446	822	1152	1193	1344	所得税费用	25	4	22	28	27
长期借款及应付债券	0	735	735	735	735	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	32	62	91	120	149	归属于母公司净利润	265	314	404	525	665
长期负债合计	32	797	826	855	885	现金流量表 (百万元)					
负债合计	478	1618	1977	2048	2229	净利润	265	314	404	525	665
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(13)	26	35	16	14
股东权益	3168	3532	3815	4206	4690	折旧摊销	49	61	67	92	109
负债和股东权益总计	3645	5150	5793	6254	6919	公允价值变动损失	(10)	(37)	(21)	(23)	(27)
关键财务与估值指标						财务费用	22	3	5	9	4
每股收益	0.60	0.71	0.92	1.20	1.51	营运资本变动	(717)	(101)	(206)	(155)	(205)
每股红利	0.13	0.19	0.28	0.31	0.41	其它	13	(26)	(35)	(16)	(14)
每股净资产	7.22	8.04	8.68	9.57	10.67	经营活动现金流	(413)	236	244	440	542
ROIC	11.77%	11.11%	10%	12%	14%	资本开支	0	(420)	(215)	(267)	(241)
ROE	8.37%	8.89%	11%	12%	14%	其它投资现金流	389	(466)	0	0	0
毛利率	48%	53%	53%	53%	53%	投资活动现金流	377	(900)	(228)	(280)	(254)
EBIT Margin	17%	17%	16%	17%	18%	权益性融资	(6)	806	0	0	0
EBITDA Margin	20%	20%	18%	20%	21%	负债净变化	0	28	0	0	0
收入增长	33%	20%	22%	21%	20%	支付股利、利息	(55)	(82)	(121)	(135)	(181)
净利润增长率	50%	18%	29%	30%	27%	其它融资现金流	755	163	487	(200)	(100)
资产负债率	13%	31%	34%	33%	32%	融资活动现金流	638	862	366	(335)	(281)
股息率	0.5%	0.8%	1.1%	1.3%	1.7%	现金净变动	603	199	383	(175)	7
P/E	39.8	33.7	26.1	20.1	15.9	货币资金的期初余额	325	928	1127	1510	1335
P/B	3.3	3.0	2.8	2.5	2.3	货币资金的期末余额	928	1127	1510	1335	1342
EV/EBITDA	33.3	30.1	27.8	21.0	17.0	企业自由现金流	0	(121)	10	153	283
						权益自由现金流	0	70	493	(55)	179

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032