华兴源创（688001）

Q3 业绩大幅增长，欧立通并表+充裕订单保障全年业绩

增持（维持）

2020 年 10 月 28 日

证券分析师 陈显帆
执业证号：S0600515090001
chenxf@dwzq.com.cn
证券分析师 周尔双
执业证号：S0600515110002
13915521100
zhouersh@dwzq.com.cn
证券分析师 朱贝贝
执业证号：S0600520090001
zhubb@dwzq.com.cn

事件： 公司 2020 年前三季度实现营收 11.92 亿，同比+19.9%；归母净利润 2.27 亿，同比+23.7%；扣非归母净利润 1.95 亿元，同比+8.9%。

投资要点

■ **三季度欧立通并表，业绩大幅增厚**

单三季度公司实现收入 5.8 亿元，同比+97.5%，归母净利润 1.1 亿元，同比+129.9%。Q3 业绩实现大幅增长，主要原因为三季度开始公司欧立通收购完成，纳入公司合并报表范围。Q3 子公司贡献收入 1.85 亿元，我们预计其中欧立通贡献约 1.8 亿元收入。剔除并表影响，Q3 母公司实现收入 3.99 亿元，同比+36.2%，仍然实现高速增长，预计主要系随着疫情逐渐好转，公司订单逐步释放所致。

欧立通致力于提供可穿戴产品的自动化智能组装、检测设备，是国内苹果智能手表检测领域的主供商，2017-2019 年，欧立通超 94%的收入来自苹果公司及其代工厂广达、仁宝、立讯等。前三季度欧立通无线耳机等订单超预期，目前在手订单充足，随着苹果新款 iWatch、Airpods 发布临近，订单有望进一步释放，华兴源创在公告中预计欧立通 2020 年已通过样机验证的项目能够取得约 2.5 亿-3 亿元订单。

■ **盈利能力保持稳定，研发投入维持高位**

2020 年前三季度综合毛利率 48.1%，同比-0.7pct；净利率为 19.1%，同比+0.6pct，基本维持稳定。Q3 综合毛利率 49.4%，同比+1.8pct，环比+1.6pct；净利率 19.2%，同比+2.7pct，环比-4.9pct。前三季度期间费用率 27.1%，同比+0.9pct。其中销售、管理（含研发）和财务费用率分别为 5.5%/20.9%/0.7%，分别同比-0.1pct/-0.6pct/+1.6pct。前三季度研发投入 1.6 亿元，同比+33.1%，研发费用率为 13.7%，同比+1.4pct，研发投入增长主要由于公司新增新加坡和韩国两个子公司，主要从事半导体检测设备研究。

■ **激励方案业绩考核彰显未来发展信心**

9 月 2 日晚公司发布公告，拟向 147 名激励对象授予 400 万股限制性股票，约占总股本的 0.93%，其中首次授予 320 万股，预留 80 万股，授予价格为 20.26 元/股。激励方案中，首次授予的限制性股票业绩考核以 2019 年净利润或营业收入为基数，2020-2022 年净利润或营业收入增速不低于 30%、40%、50%，CAGR 为 14.5%。以公司 2019 年营业收入 12.58 亿元、净利润 1.76 亿元估算，首次激励部分解禁的业绩考核要求 2020/2021/2022 年营业收入分别不低于 16.35/17.61/18.87 亿元，或净利润分别不低于 2.29/2.46/2.64 亿元。我们认为，股权激励方案的推出以及相应的业绩考核要求彰显了公司对中长期发展的高度信心。

■ **半导体测试设备爆发在即，加码研发推动进口替代**

公司是国内仅有的定制化 BMS 芯片检测设备解决方案提供商。标准化检测设备方面，公司 SoC 和 CIS 测试机已取得国内领先的 IC 设计公司和封测厂的小批量订单。芯片可以分为数字芯片（难度高）、模拟芯片（难度低）、数模混合芯片（难度中），目前模拟测试机国产化率已经达到 85%，而数模混合和数字测试机目前仍由爱德万和泰瑞达两大全球半导体测试设备龙头垄断。SoC 和 CIS 测试机属于数模混合测试机，国产替代空间大、难度中等，公司从这一领域切入，有望较快完成测试设备的国产率提升。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计 2020-2022 年的净利润分别为 2.74、3.27、3.80 亿，对应当前股价 PE 为 66、55、48 倍，维持“增持”评级。

■ **风险提示：**面板产线投资不及预期；半导体检测设备业务拓展不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	42.20
一年最低/最高价	30.00/59.50
市净率(倍)	6.50
流通 A 股市值(百万元)	1622.64

基础数据

每股净资产(元)	6.49
资产负债率(%)	22.66
总股本(百万股)	429.09
流通 A 股(百万股)	38.45

相关研究

1、《华兴源创（688001）：激励方案彰显发展信心，订单充裕+欧立通并表保障全年增长》2020-09-09

2、《华兴源创（688001）：疫情影响短期业绩，半导体检测设备订单超预期》2020-08-28

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 1：2020Q1-Q3 实现营收 11.92 亿，同比+19.9%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：2020Q1-Q3 实现归母净利润 2.27 亿，同比+23.7%



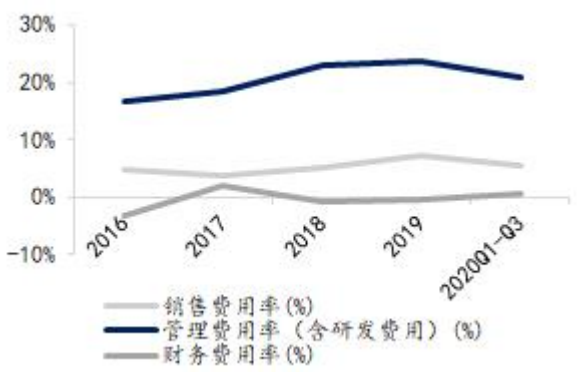
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 3：2020Q1-Q3 毛利率 48.1%，同比-0.7pct；净利率为 19.1%，同比+0.6pct



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4：2020Q1-Q3 期间费用率为 27.1%，同比+0.9pct



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 5：重大在手订单情况

序号	客户	订单号	订单金额	产品应用	签订日期	备注说明
1	客户一	008200331577090	12,284.07	BMS 芯片检测设备	2020-4-29	
2	客户二	71200001488	6,869.90	BMS 芯片检测设备	2020-3-13	
3	客户三	DCSB(20)054	4,998.91	BMS 芯片检测设备	2020-3-20	
4	客户四	DCSB(20)121	1,642.12	BMS 芯片检测设备	2020-5-7	
5	客户五	68191000166	2,306.67	MVTAOI 检测设备	2019-10-22	
6	客户六	4500198747	1,078.02	光学 AOI 检测设备	2020-7-14	
7	客户七	241-200600096	2,472.36	触控检测设备	2020-6-4	
8	合计		31,652.05			

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

华兴源创三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**1751**	**1999**	**2345**	**2741**
现金	325	758	938	1175
应收账款	595	738	842	937
存货	194	249	304	361
其他流动资产	637	254	261	268
非流动资产	**386**	**396**	**383**	**368**
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	331	342	331	317
在建工程	5	4	4	4
无形资产	33	32	30	29
其他非流动资产	18	18	18	18
资产总计	**2137**	**2394**	**2728**	**3110**
流动负债	**235**	**281**	**338**	**398**
短期借款	20	20	20	20
应付账款	180	214	260	309
其他流动负债	35	48	58	69
非流动负债	**4**	**4**	**4**	**4**
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	4	4	4	4
负债合计	**239**	**285**	**342**	**402**
少数股东权益	0	28	85	152
归属母公司股东权益	1898	2081	2300	2555
负债和股东权益	**2137**	**2394**	**2728**	**3110**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-107	162	315	389
投资活动现金流	-690	361	-27	-26
筹资活动现金流	748	-91	-108	-125
现金净增加额	-47	433	180	237
折旧和摊销	36	37	39	41
资本开支	-76	-27	-27	-26
营运资本变动	-334	-176	-109	-99

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**1258**	**1496**	**1809**	**2137**
减:营业成本	672	798	973	1155
营业税金及附加	11	9	11	13
营业费用	92	75	90	107
管理费用	854	308	372	439
财务费用	-3	-15	-24	-31
资产减值损失	-6	0	0	0
加:投资净收益	3	0	0	0
其他收益	-206	11	11	11
营业利润	**180**	**333**	**398**	**465**
加:营业外净收支	7	10	10	10
利润总额	**187**	**343**	**408**	**475**
减:所得税费用	11	20	24	27
少数股东损益	0	48	58	67
归属母公司净利润	**176**	**274**	**327**	**380**
EBIT	376	307	364	424
EBITDA	412	344	403	465

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.44	0.64	0.76	0.89
每股净资产(元)	4.73	4.85	5.36	5.96
发行在外股份(百万股)	401	429	429	429
ROIC(%)	30.8%	20.7%	22.5%	24.8%
ROE(%)	9.3%	13.2%	14.2%	14.9%
毛利率(%)	46.6%	46.7%	46.2%	45.9%
销售净利率(%)	14.0%	18.3%	18.1%	17.8%
资产负债率(%)	11.2%	11.9%	12.5%	12.9%
收入增长率(%)	25.1%	18.9%	20.9%	18.2%
净利润增长率(%)	-27.5%	55.4%	19.2%	16.3%
P/E	95.90	66.00	55.38	47.63
P/B	8.92	8.70	7.87	7.09
EV/EBITDA	41.65	53.42	45.77	39.76

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn