

公司研究

微显示技术快速发展，检测设备市场空间广阔

——华兴源创（688001.SH）跟踪报告之四

要点

Micro LED、Micro OLED 等新型微显示技术应用广泛，市场空间广阔。 (1) Micro LED 均是继小间距 Mini LED 后 LED 显示技术升级的新产品，除了继承小间距 LED 所具有的无缝拼接、宽色域、低功耗和长寿命等优点，还拥有防护性好、可视角度大、PPI 高、亮度高和对比度高、更高像素等优势，有望成为未来高端头显及高端户外穿戴终端的主要微显示解决方案之一。(2) Micro OLED 被称为“最适用于近眼显示行业的微显示技术”，集电子、光学、材料、半导体等技术于一体，除拥有 OLED 技术自发光、响应速度快、工作温度范围宽、全固态等特点外，还兼具体积小、重量轻、功耗低、PPI 高等特点，主要用于近眼式显示系统，是近眼式显示系统的核心器件。

平板检测设备：与 A 客户、三星建立良好的合作关系，20 年收购欧立通，拓展了在 A 客户的业务线从 iPhone 与 iPad 延伸至 Apple Watch、AirPods、HomePod。(1) 在传统显示技术方面，公司实现了对主流平板显示器 LCD 和 OLED 检测的覆盖，柔性 OLED 的 Mura 补偿设备持续在国内保持累计装机量领先地位。(2) 除此之外，公司积极拓展新兴显示技术检测业务，目前在 MiniLED、Micro-LED 及 Micro-OLED 三条技术路线上均有技术储备并且持续投入研发，Micro-LED 系列测试设备已供给终端客户进行试做验证，Micro-OLED 系列测试设备积极配合多家终端客户进行产品测试和新产品研发。根据 IDC 预测，2024 年全球 VR/VR 头显出货量将超 4000 万台。受益于新兴消费电子产品的需求拉动，Mini/Micro LED 和 Micro OLED 等新型微显示技术未来将具有广阔的市场前景，未来也将带动配套平板显示检测设备需求增长。

其他业务：(1) 半导体检测业务：目前公司半导体测试业务主要集中在后道测试领域，自主研发第二代 SOC 测试机 T7600 系列产品，已在指纹、图像传感、MCU、TOF 等芯片测试上实现量产。(2) 新能源车检测业务：公司为国内知名客户提供首条 PMU 工艺制程产线，实现了业务突破；在动力电池领域，为国内知名客户提供了高价值 BMS 测试产线；在海外市场方面，携手海外头部客户，在热管理、车载芯片、高压模块和 ICT 测试等领域全面深入合作。

盈利预测、估值与评级：公司是国内领先的平板和智能穿戴检测设备的供应商，新能源车检测、MR 设备有望逐步放量，由于消费电子需求较弱，传统面板检测业务下滑，我们下调公司 23 年的归母净利润为 2.59 亿元 (-56.8%)，下调 24 年归母净利润为 3.53 亿元 (-56.0%)，新增 25 年归母净利润为 4.58 亿元，对应的 PE 为 35x/26x/20x，维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧的风险，新市场开拓不及预期，客户集中度较高的风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2,020.21	2,319.99	1,754.50	2,359.37	3,155.07
营业收入增长率	20.43%	14.84%	-24.37%	34.48%	33.73%
净利润 (百万元)	313.97	331.04	258.59	352.66	458.26
净利润增长率	18.43%	5.44%	-21.88%	36.38%	29.94%
EPS (元)	0.71	0.75	0.59	0.80	1.04
ROE (归属母公司) (摊薄)	8.89%	8.71%	6.59%	8.39%	10.06%
P/E	29	28	35	26	20
P/B	3	2	2	2	2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-02-05；2021/2022/2023 年股本分别为 4.39/4.41/4.42 亿元

买入（维持）

当前价：20.69 元

作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

021-52523849

kailiu@ebsec.com

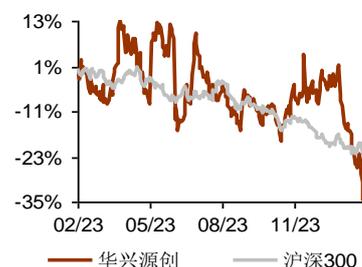
联系人：王之舍

wangzhihan@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	4.42
总市值(亿元)	91
一年最低/最高(元)	21.06/41.43
近 3 月换手率	30.15%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-24.30	-17.25	-12.24
绝对	-30.18	-28.54	-34.81

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,020	2,320	1,754	2,359	3,155
营业成本	949	1,112	822	1,115	1,475
折旧和摊销	61	69	74	92	111
税金及附加	12	17	14	19	25
销售费用	169	224	167	224	300
管理费用	194	236	184	248	331
研发费用	353	420	351	448	584
财务费用	3	-25	-25	-30	-28
投资收益	7	9	3	3	3
营业利润	310	336	337	344	475
利润总额	318	333	264	360	468
所得税	4	2	5	7	9
净利润	314	331	259	353	458
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	314	331	259	353	458
EPS(元)	0.71	0.75	0.59	0.80	1.04

现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	265	279	561	368	407
净利润	314	331	259	353	458
折旧摊销	61	69	74	92	111
净营运资金增加	260	248	-537	311	401
其他	-370	-369	765	-388	-563
投资活动产生现金流	-801	112	-171	-202	-202
净资本支出	-318	-366	-205	-205	-205
长期投资变化	25	23	0	0	0
其他资产变化	-508	455	34	3	3
融资活动现金流	739	-140	-102	-27	-57
股本变化	1	1	1	0	0
债务净变化	748	4	6	20	20
无息负债变化	393	125	-448	174	214
净现金流	196	292	287	140	147

主要指标

盈利能力 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	53.0%	52.1%	53.1%	52.8%	53.3%
EBITDA 率	22.2%	19.8%	14.4%	17.4%	18.0%
EBIT 率	18.9%	16.7%	10.2%	13.5%	14.5%
税前净利润率	15.7%	14.3%	15.0%	15.3%	14.8%
归母净利润率	15.5%	14.3%	14.7%	14.9%	14.5%
ROA	6.1%	6.0%	4.9%	6.2%	7.3%
ROE (摊薄)	8.9%	8.7%	6.6%	8.4%	10.1%
经营性 ROIC	11.0%	9.7%	4.9%	7.8%	10.0%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	31%	32%	25%	26%	28%
流动比率	4.19	3.80	6.16	5.12	4.45
速动比率	3.59	3.24	5.71	4.65	3.98
归母权益/有息债务	4.72	5.05	5.18	5.40	5.71
有形资产/有息债务	5.70	6.20	5.77	6.23	6.82

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总资产	5,150	5,547	5,231	5,701	6,287
货币资金	1,127	1,475	1,762	1,902	2,049
交易性金融资产	686	171	154	154	154
应收账款	1,087	1,177	833	964	1,199
应收票据	4	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	9	14	7	9	12
存货	495	526	232	319	427
其他流动资产	17	92	92	92	92
流动资产合计	3,440	3,542	3,151	3,508	3,999
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	25	23	23	23	23
固定资产	374	444	636	795	926
在建工程	354	562	511	474	445
无形资产	262	248	241	233	227
商誉	601	601	601	601	601
其他非流动资产	9	13	12	12	12
非流动资产合计	1,710	2,005	2,080	2,193	2,287
总负债	1,618	1,747	1,305	1,499	1,733
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	553	537	329	446	590
应付票据	78	72	41	56	74
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	0	1	0	1	2
流动负债合计	822	932	511	685	898
长期借款	28	0	20	40	60
应付债券	707	738	738	738	738
其他非流动负债	1	12	11	12	13
非流动负债合计	797	816	794	814	835
股东权益	3,532	3,800	3,926	4,201	4,554
股本	439	441	442	442	442
公积金	2,316	2,397	2,421	2,457	2,493
未分配利润	698	900	1,001	1,241	1,557
归属母公司权益	3,532	3,800	3,926	4,201	4,554
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	8.36%	9.65%	9.50%	9.50%	9.50%
管理费用率	9.62%	10.16%	10.50%	10.50%	10.50%
财务费用率	0.16%	-1.08%	-1.40%	-1.28%	-0.88%
研发费用率	17.46%	18.09%	20.00%	19.00%	18.50%
所得税率	1%	1%	2%	2%	2%

每股指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股红利	0.22	0.30	0.18	0.24	0.31
每股经营现金流	0.60	0.63	1.27	0.83	0.92
每股净资产	8.04	8.62	8.88	9.51	10.30
每股销售收入	4.60	5.27	3.97	5.34	7.14

估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	29	28	35	26	20
PB	3	2	2	2	2
EV/EBITDA	20	21	35	22	16
股息率	1.0%	1.3%	0.8%	1.1%	1.4%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP