



买入（首次）

所属行业：电子
当前价格(元)：20.96

证券分析师

陈海进

资格编号：S0120521120001
邮箱：chenhj3@tebon.com.cn

陈蓉芳

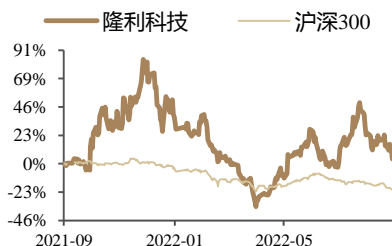
资格编号：S0120522060001
邮箱：chenrf@tebon.com.cn

研究助理

陈妙杨

邮箱：chenmy@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-15.72	6.94	-18.73
相对涨幅(%)	-9.40	15.40	-6.47

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

隆利科技 (300752.SZ)：背光模组行业龙头，Mini LED 开启新篇章

投资要点

- 隆利科技十五年深耕背光模组领域，降本增效+产品结构优化助力盈利水平企稳回升。**隆利科技成立于2007年8月，于2018年11月在深交所上市，自成立以来15年专注于背光显示模组的研发、生产和销售。随着中国大陆成为液晶显示的制造大国和消费大国，公司充分抓住历史性机遇，目前客户已经覆盖主流优质面板厂。但是随着智能机进入存量竞争时代以及中美贸易摩擦等因素，公司盈利压力增大。因此公司积极扩张中大尺寸背光模组，叠加前瞻布局的Mini LED业务终端进入放量增长时期，目前公司的盈利水平已企稳回升，未来有望进一步提升。
- 前瞻布局Mini-LED，车载/VR领域进入大客户供应链，先发优势明显。**Mini LED作为新一代显示技术，凭借显示效果、使用寿命和成本上的综合优势有望成为主流显示方案，尤其适用于车载和VR领域。根据CINNO research和Arizton，预计2021-2024年全球Mini LED将以149%的CAGR增至23.2亿美元，2025年Mini LED背光模组出货量有望达到1.7亿片。公司2016年开始布局Mini-LED背光模组设计方案，2019年正式推出方案并开始车厂认证。车载显示屏领域由于验证需要1.5-2年时间，公司提前布局得以享受先发优势，目前公司汽车客户包含蔚来、理想、小鹏、比亚迪、上汽等。2020-2025年，全球VR出货量预计将从535万台增长至3419万台，CAGR为44.9%。目前公司搭载Mini LED技术的VR产品已向北美知名VR企业交付。
- 手机背光行业等待花开，中大尺寸应用增加动能。**公司传统LED背光模组应用以智能手机为主。目前手机出货增速连续四个季度5%以上负增长，已进入历史低点区间，下半年有望企稳回升。公司也积极将传统产品的应用领域向中大尺寸拓展，包括盈利水平更好的车载显示屏、受益于线上线下混合模式而出货量大增的笔记本电脑和显示屏产品等。
- 投资建议：**公司作为背光模组龙头企业，在Mini LED业务积极布局，先发优势明显，有望充分受益行业增长。我们预计公司2022/2023/2024年实现收入20.6/27.4/36.0亿元，实现归母净利润0.67/2.14/3.76亿元，以9月23日市值对应PE分别为66/21/12。首次覆盖，给予公司“买入”评级。
- 风险提示：**手机市场继续下行风险、原材料大幅涨价风险、扩产进度不及预期

股票数据

总股本(百万股)：	207.68
流通A股(百万股)：	133.97
52周内股价区间(元)：	13.21-37.12
总市值(百万元)：	4,352.95
总资产(百万元)：	2,288.17
每股净资产(元)：	5.18

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,012	1,976	2,061	2,744	3,596
(+/-)YOY(%)	18.3%	-1.8%	4.3%	33.1%	31.0%
净利润(百万元)	43	-107	67	214	376
(+/-)YOY(%)	-49.1%	-346.1%	162.3%	220.8%	75.8%
全面摊薄EPS(元)	0.23	-0.54	0.32	1.02	1.79
毛利率(%)	12.4%	5.9%	13.5%	19.0%	21.6%
净资产收益率(%)	4.9%	-9.9%	5.8%	15.7%	21.7%

资料来源：公司年报(2020-2021)，德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润



内容目录

1. 专业化发展终成背光模组龙头	4
1.1. 十五年深耕背光模组	4
1.2. 受益下游扩张, 产能不断增加并向中尺寸进军	4
1.3. 产品结构优化, 公司盈利企稳回升	6
2. 先发布局 Mini-LED, 高需求场景有望拉动第二增长线	8
2.1. 下一代显示技术, 综合优势明显	8
2.2. Mini-LED 市场快速扩张, 公司先发优势明显	9
2.3. 车载背光认证周期长, 公司充分享受先发优势	10
2.4. VR 市场高增长, 领先布局进入龙头供应链	11
2.5. 积极募资扩增 Mini LED 产能, 未来放量可期	13
3. 手机背光或触底回升, 新应用增加动能	14
3.1. 智能手机市场低谷已现, 静待复苏	14
3.2. 传统车载显示屏预期放量, 笔电和显示屏需求上台阶	14
4. 盈利预测	16
5. 风险提示	16

图表目录

图 1: 公司股权结构图 (截至 2022H1)	4
图 2: 液晶显示行业产业链	5
图 3: 全球 LCD 产能分布	5
图 4: 背光显示模组示意图	5
图 5: 公司产能 (万片/年)	6
图 6: 公司 2015-2021 营收及增速情况 (亿元, %)	6
图 7: 公司 2015-2021 归母净利润及增速情况 (亿元, %)	6
图 8: 2020Q4-2022Q1 毛利率和净利率 (%)	7
图 9: LCD、OLED 显示器发光单元示意图	8
图 10: Mini LED 可用于背光和直显	8
图 11: 2021-2024 年 Mini-LED 全球市场规模及预测 (单位: 亿美元)	9
图 12: 车载中控显示屏大尺寸化加速	10
图 13: 单车显示屏数量提升	10
图 14: 全球车载显示器细分市场规模 (单位: 亿美元)	11
图 15: 全球车载显示器出货量及预测 (单位: 亿片)	11
图 16: 搭载 Mini-LED 的蔚来 ET7 内饰	11
图 17: 搭载 Mini-LED 的理想 L9 内饰	11
图 18: VR 技术发展路线规划	12
图 19: VR 镜片结构	12
图 20: VR 出货量将快速增长 (万台)	12
图 21: AR 出货量将快速增长 (万台)	12
图 22: 全球智能手机出货	14
图 24: 全球笔记本电脑出货量迈上新台阶 (亿台)	15
图 25: 全球显示屏出货量实现突破(百万台)	15
表 1: OLED、Mini LED、Micro LED 性能比较	9
表 2: Mini-LED 产业链布局情况	10
表 3: 公司积极扩充 Mini LED 产能	13
表 4: 主营业务拆分	16
表 5: 可比公司估值分析 (采用 2022/09/23 收盘价)	16

1. 专业化发展终成背光模组龙头

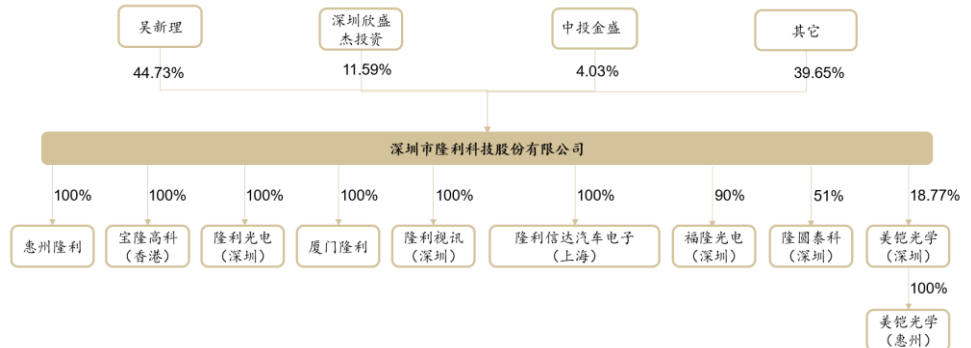
1.1. 十五年深耕背光模组

十五年专注背光模组，产品优质提高份额。隆利科技成立于 2007 年 8 月，于 2018 年 11 月在深交所上市，自成立至今 15 年专注于背光显示模组的研发、生产和销售。随着中国大陆成为液晶显示的制造大国和消费大国，公司充分抓住历史性机遇，成功打入国内和国际液晶显示产品厂家的核心供应链，长期的专业化发展积累了一批优质、稳定的客户群体。对同行业中的韩国、日本和中国台湾企业产品形成了有效的替代，进而提高了市占率。

公司客户覆盖主流优质面板厂，产品向中尺寸拓展。公司 2007 年成立，2014 年切入深天马、京东方、信利等客户供应链，2015 年实现小米、三星、LG、SONY、HTC、华硕等大客户的大批量供货，2017 年拓展了工控、车载、平板等领域的背光模组产品及客户，同年成为 vivo 的供应商。2018 年成为 OPPO 的供应商，2020 年成立车载事业部。目前下游客户主要为京东方、深天马、深超光电、TCL 集团、信利光电、帝晶光电、合力泰、同兴达、东山精密、群创、友达等国内外液晶显示模组行业的知名企业，产品终端应用于为三星、小米、vivo、OPPO、SONY、LG 等名企的产品上。

创始人吴新理先生持股 44.73%，为公司实际控制人。吴新理先生 2007 年 8 月创立隆利科技。截至 2022 年 H1，吴新理先生持有公司 44.73% 股权，为公司实际控制人。第二大股东为欣盛杰投资，持股比例 11.59%，其它股东持股份额均不足 5%，公司股权主要集中于创始人及实控人，有利于公司长期战略的部署和实施。

图 1：公司股权结构图（截至 2022H1）

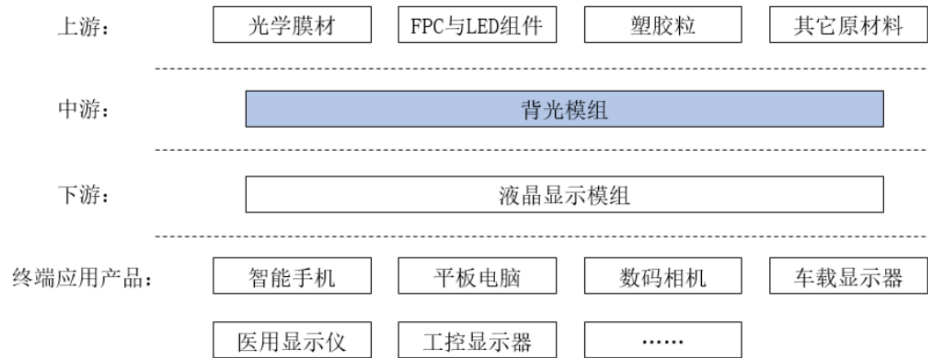


资料来源：Wind，公司公告（2022 年半年报），德邦研究所

1.2. 受益下游扩张，产能不断增加并向中尺寸进军

背光模组位处产业链中游，终端应用场景丰富。背光显示模组位处液晶显示行业产业链的中游，其上游为遮光胶、增光膜、扩散膜、反射膜等光学膜材，以及 FPC 与 LED 组件、双面胶、导光板、胶铁一体等，下游的直接客户为液晶显示模组厂商，终端产品广泛应用于智能手机、平板电脑、车载显示器、医用显示仪、工控显示器等。

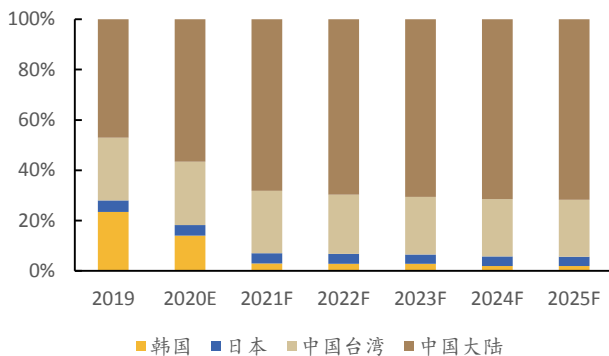
图 2：液晶显示行业产业链



资料来源：隆利科技招股说明书，德邦研究所

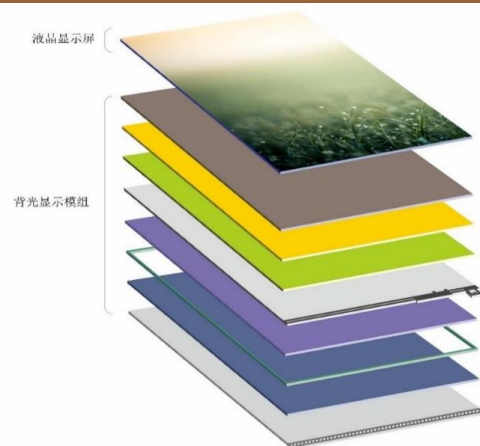
中国大陆全球 LCD 产能占比超过 50%并将继续提升，背光模组作为关键组件受益下游客户产能扩张。背光显示模组行业的发展与液晶显示行业的发展密切相关，而液晶板产值主要集中在韩国、日本、中国台湾和中国大陆。根据 DIGITIMES Research，2020 年中国大陆 LCD 面板产能已超过全球产值的 50%，到 2023 年，中国大陆的 LCD 产能占比将会超过 70%。背光显示模组的功能主要在于供应充足的亮度与分布均匀的光源，使液晶显示面板能正常显示影像，是液晶显示模组的关键配套组件之一，客户以 LCD 面板厂为主，因此下游面板厂的产能扩张将提升背光模组的需求。

图 3：全球 LCD 产能分布



资料来源：DIGITIMES Research，立鼎产业研究院，德邦研究所

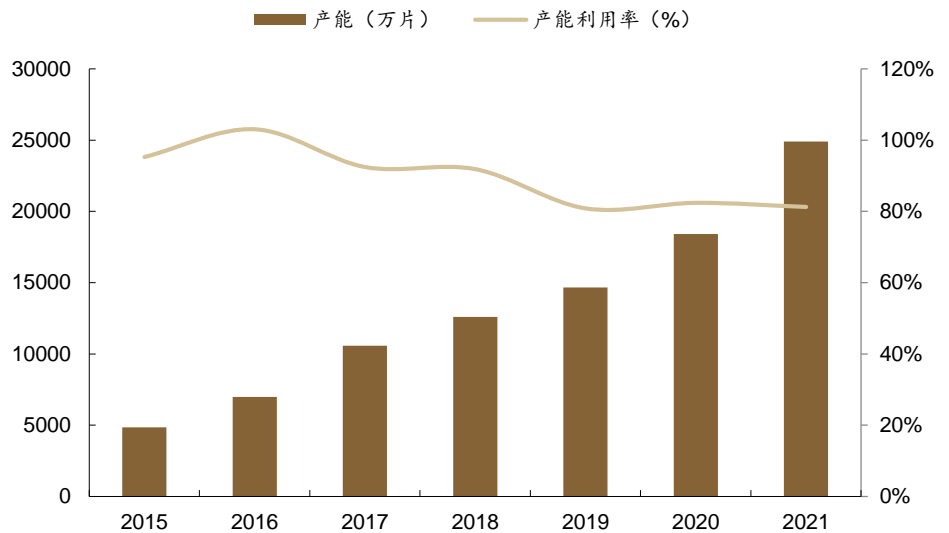
图 4：背光显示模组示意图



资料来源：隆利科技招股说明书，德邦研究所

公司产能匹配终端市场需求扩充，积极加码 MiniLED 及中大尺寸产品。截止到 2021 年底，公司实际背光模组产能达到 2.49 亿片，同比 2020 年增长 35%。公司 2015-2018 年 6 月末，生产线由 19 条扩大到 33 条，产能由 4842.5 万片扩增至 1.26 亿片，上市所募集资金进一步用于生产中尺寸 LED 背光模组。公司产能高速扩张仍能维持产能利用率长期在 80% 以上，既有国内客户整体需求提升的原因，更是公司强大客户开拓能力的体现。2020 年 10 月，公司公告扩建新增 Mini-LED 显示模组生产线。2022 年 5 月，公司公告拟扩增中大尺寸 Mini-LED 显示模组产能。从历年公司产能建设来看，公司顺应终端市场需求，产品从 LED 背光模组扩张到 Mini-LED 背光模组，目前正处于积极布局 Mini-LED 及中大尺寸产品。

图 5: 公司产能 (万片/年)

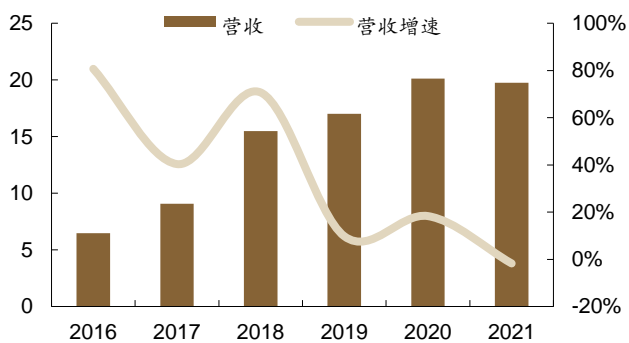


资料来源: 公司公告, 德邦研究所

1.3. 产品结构优化, 公司盈利企稳回升

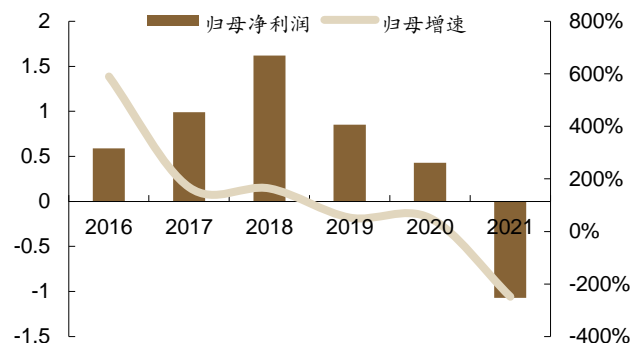
智能机进入存量时代, 行业竞争加剧造成公司业绩由快速增长转为承压状态。随着中国及全球代表性地区的手机市场趋于饱和, 自 2016 年以后, 公司主要下游智能手机全球出货量整体呈现下滑趋势。公司凭借国产替代趋势和产能扩张, 出货量仍快速上升, 2016-2018 年, 营收从 6.47 亿元增长至 15.50 亿元, 归母净利润从 0.59 亿元增长至 1.62 亿元。2019 年以来中美贸易摩擦造成下游大客户需求锐减, 叠加 OLED 面板渗透率逐步提高, 背光模组环节竞争加剧使得公司业绩下滑, 2019/2020 年营收为 17.01/20.12 亿元, 同比+9.74%/+18.28%, 归母净利润分为为 0.85/0.43 亿元。2021 年公司营收下滑至 19.76 亿元, 同比减少 1.79% 并进入亏损状态。

图 6: 公司 2015-2021 营收及增速情况 (亿元, %)



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 7: 公司 2015-2021 归母净利润及增速情况 (亿元, %)

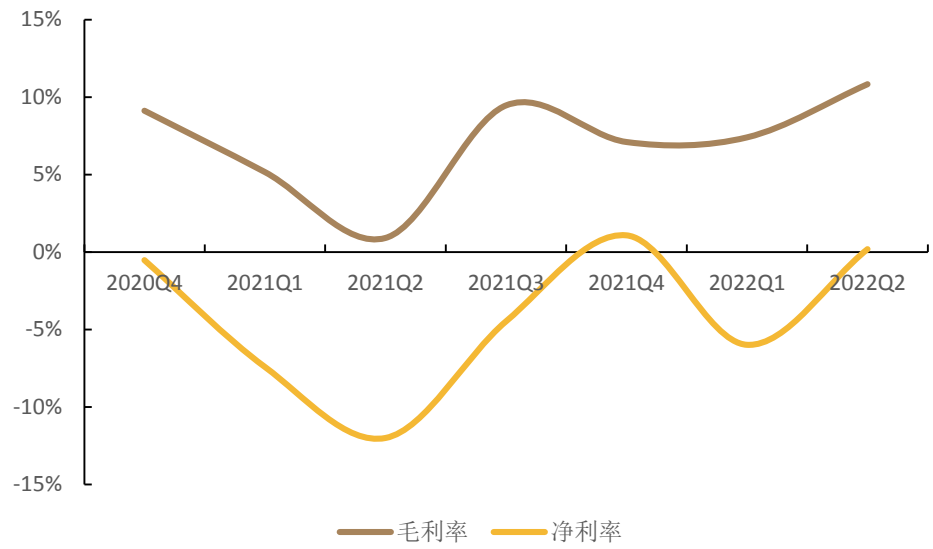


资料来源: Wind, 德邦研究所

降本增效+产品结构优化, 公司盈利水平已企稳回升。面对手机市场的下滑压力, 公司积极采取改进方案。成本端, 公司积极优化人员管理, 加快科技赋能; 产品端, 由于中尺寸背光模组盈利水平更高, 公司加大中尺寸平板、笔记本电脑、车载显示屏背光模组的出货; 并且积极布局 Mini LED、工控、医疗等新兴领域。在公司积极行动下, 公司毛利率和净利率水平从 2021Q2 最低点开始企稳恢复。2022 年二季度, 公司毛利率水平已恢复至 10.83%, 随着下半年传统车载 LED

背光模组升量以及新业务 Mini-LED 产能释放, 公司的产品结构将进一步优化, 毛利水平或将进一步提升。

图 8: 2020Q4-2022Q1 毛利率和净利率 (%)



资料来源: Wind, 德邦研究所

Mini-LED 在显示效果、使用寿命和价格上综合优势明显，有望成为高端显示主流方案。目前消费级市场上主要存在传统 LCD、OLED、Mini-LED 三种显示技术。1、传统的 LCD 成本较低，但是显示亮度、发光效率、对比度等性能表现不佳。从参数看，Mini LED 背光综合性能指标优于传统 LCD 和 OLED。2、从实际显示效果看，Mini LED 相比传统 LCD 显示效果优越；与 OLED 显示各有优劣，但具备寿命优势。综上，Mini LED 背光显示屏无论从画质、饱和度、对比度均能达到高端显示方案所需的显示效果，且产品寿命和性价比均显著优于 OLED 显示方案，将有望成为各主流厂商高端显示终端产品的最适宜选择。

表 1: OLED、Mini LED、Micro LED 性能比较

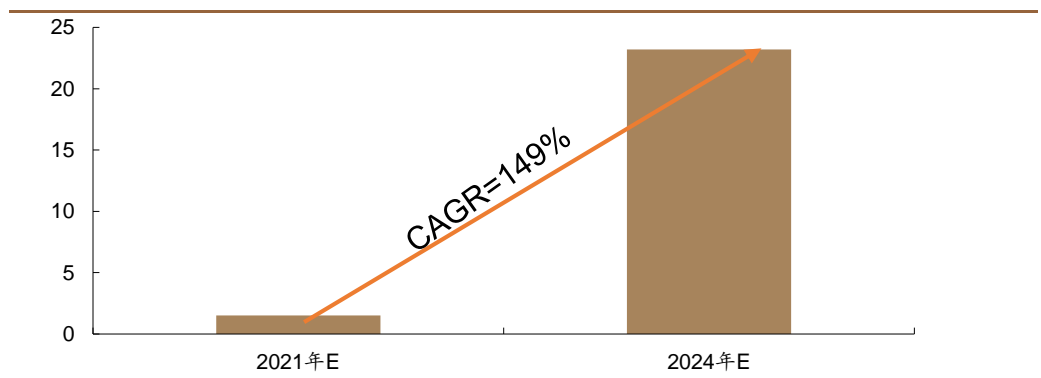
显示技术	OLED	Mini LED	Micro LED
技术类型	自发光	MiniLED 背光发光/自发光	自发光
弯曲特性	可弯曲	可弯曲	可弯曲
寿命	下	上	上
色域 (NTSC)	>100%	>110%/>130%	>130%
对比度	∞	∞	∞
亮度	<500nit	>1000nit	>1000nit
厚度	较厚	较厚/薄	薄
工作温度范围	-30℃至 85℃	-40℃至 100℃	-40℃至 100℃
产业链	较成熟，日韩专利	较成熟/不成熟	不成熟，欧美、日韩专利
成本	中	高	高

资料来源: TrendBank, 德邦研究所

2.2. Mini-LED 市场快速扩张，公司先发优势明显

终端应用场景丰富，21-24 年市场规模预计以 150% 的 CAGR 飞速增长。随着 Mini-LED 技术逐步趋于成熟，成本开始下降，在电视、笔记本电脑、车载显示、VR、显示器等应用的成本优势逐步显现。2021 年苹果、三星先后发布 Mini-LED 重磅消费级产品，成为 MiniLED 商业化元年。在旺盛的终端需求刺激下，未来 Mini LED 市场规模有望飞速成长。电视、VR、显示器等消费类产品预计率先起量，笔记本电脑、平板发展潜力大，而车载显示市场认证周期较长，且具备良好的稳定性和可靠性，也将成为 MiniLED 的重要市场。CINNO Research 预测，2025 年 Mini-LED 背光模组出货量有望达到 1.7 亿片。根据 Arizton 数据，2021-2024 年全球 miniled 市场规模 CAGR 约为 150%，2024 年将达到 23.2 亿美元。

图 11: 2021-2024 年 Mini-LED 全球市场规模及预测 (单位: 亿美元)



资料来源: Arizton, 前瞻产业研究院, 德邦研究所

品牌龙头引领，产业链公司纷纷加码 Mini-LED 相关项目，未来 2-4 年是产能高速扩张期。Mini-LED 具备优秀的综合性能，市场普遍看好，目前已有多款应用了 Mini-LED 背光技术的产品问世，包括苹果 12.9 寸的二代 iPad Pro、华为

75 寸智慧屏、三星 49 寸曲面电竞显示器以及韩国 LG 旗下的 QNED99/90 电视等。在全球消费电子龙头品牌的引领下，产业链企业也积极加码 Miniled 相关产品产能，未来 2-4 年将是 Mini-LED 行业产能大幅增加的时期。

表 2: Mini-LED 产业链布局情况

序号	企业	项目	项目总投资	产能爬坡年限 (年)
1	宝明科技	LED 背光源扩产建设项目	4.7 亿	未披露
2	南极光	LED 背光源生产基地建设项目	3.4 亿	2
3	聚灿光电	高光效 LED 芯片扩产升级项目	9.5 亿	4
4	华灿光电	MINI/MICRO LED 的研发与制造项目	13.9 亿	5
5	瑞丰光电	次毫米发光二极管 (MINILED) 背光封装生产项目	4.1 亿	3
6	奥拓电子	MINILED 智能制造基地建设项目 (技改)	0.7 亿	3
7	华兴源创	新型微显示检测设备研发及生产项目	1.7 亿	未披露
8	中图科技	MINI/MICRO LED 用图形化衬底产业化项目	6.4 亿	未披露
9	三安光电	MINI/MICRO 显示产业化项目	120 亿	未披露
10	洲明科技	大亚湾 LED 显示屏智能化产线建设项目	9.6 亿	4

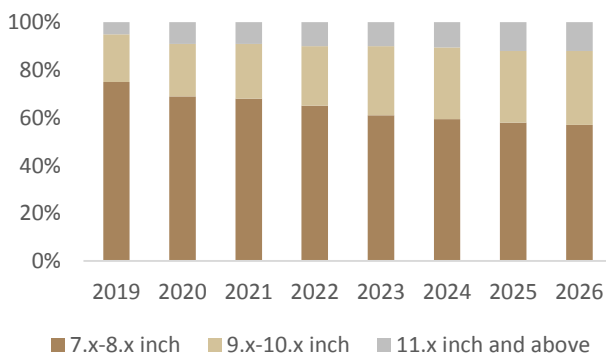
资料来源：公司公告，德邦研究所

率先布局 Mini-LED 产品，新能源汽车客户实现出货，进入 VR 全球头部企业供应链，产品、客户、技术上先发优势明显。产品上，公司 2016 年开始前瞻布局 Mini LED 技术的研发，分别在 IC 驱动、电路设计、结构、光学以及柔性板封装方面进行了研究和整合，率先研发出包括车载显示、平板电脑、笔记本电脑、电视、显示器以及智能穿戴等多种应用 Mini-LED 技术的产品。客户上，公司已经实现向新能源及传统汽车厂商、消费电子品牌供货，VR 领域进入全球知名企业供应体系。技术储备上，截至 2022 年 6 月 30 日，公司在 Mini-LED 相关领域有效申请专利 153 项，其中发明专利 67 项，已获得专利共 86 项。

2.3. 车载背光认证周期长，公司充分享受先发优势

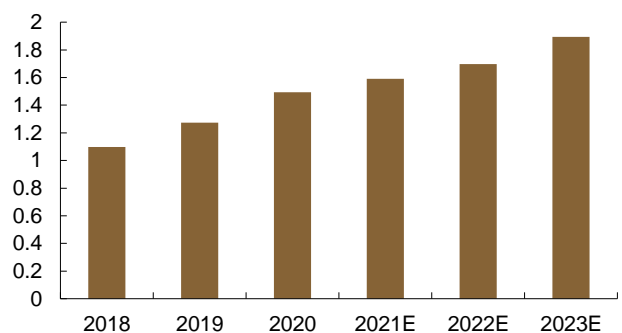
车载显示屏呈现大屏化、多屏化发展趋势。车载显示屏主要应用在中控、仪表和副驾显示领域。车载显示作为人机交互的重要器件，在汽车智能化发展趋势下，呈现大屏化、高清化、交互化、以及多屏化的发展趋势。7-8 英寸屏幕已经成为目前中控屏的主流尺寸。根据 IHS Markit, 2021 年 7-8 英寸/9-10 英寸/11+英寸车载中控屏占比分别约为 68%/23%/9%。预计到 2026 年 9 英寸以上显示屏占比将从 21 年的 32% 升至约 45%，大屏化将持续推进。同时，随着后座屏幕等兴起，单车屏幕数量预计将从 2020 年的约 1.5 块/辆上升至 2023 年的 1.9 块/辆。

图 12: 车载中控显示屏大尺寸化加速



资料来源：IHS Markit，德邦研究所

图 13: 单车显示屏数量提升

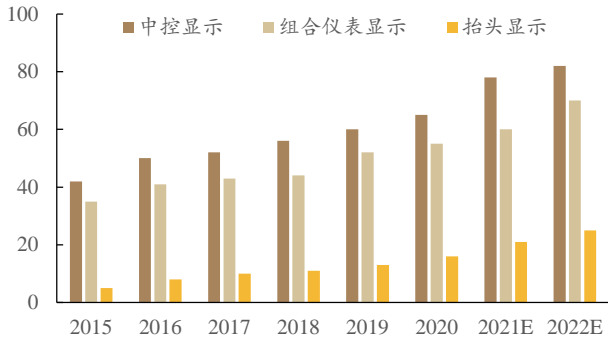


资料来源：中玻网，德邦研究所

细分市场以中控显示和组合仪表显示为主，抬头显示成长迅速，2021-2025 年预计车载显示器出货量 CAGR 为 10.3%。从细分市场来看，车载显示器市场

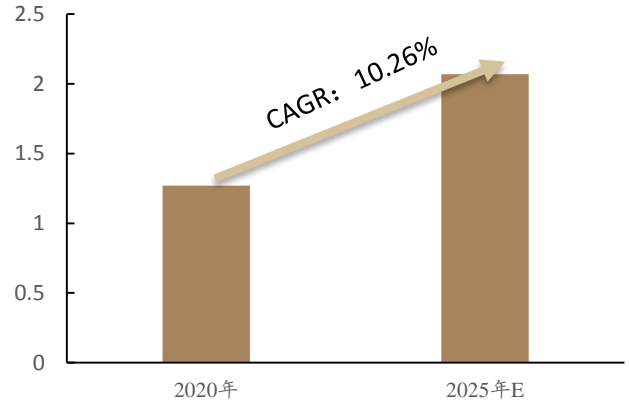
主要由抬头显示、中控显示和组合仪表显示为主，2015-2021 年合计全球市场规模从 82 亿增长至 177 亿美元，CAGR 为 11.7%。预计到 2022 年三者市场规模分别为 25/70/82 亿美元。从出货量看，根据 Omdia 数据，2020 年全球汽车中控显示屏出货 7380 万片，仪表显示出货 4680 万片，车载显示屏合计出货量达到 1.27 亿片。Omdia 预计到 2025 年达到 2.07 亿片，五年 CAGR 为 10.26%。

图 14：全球车载显示器细分市场规模（单位：亿美元）



资料来源：Global Market Insights, 华经产业研究院, 德邦研究所

图 15：全球车载显示器出货量及预测（单位：亿片）



资料来源：Omdia, 华经产业研究院, 德邦研究所

Mini LED 在车显市场优势突出，公司提前布局充分享受先发优势。 Mini LED 亮度、寿命和稳定性的优势在车载显示领域更加突出，因此得到了新能源汽车厂商的积极采用，如蔚来 ET7 和理想 L9 车型均搭载了使用 Mini led 技术的显示屏。Mini-LED 是新兴技术，因此车厂和 tier1 厂都需要一定时间的认证。2016 年隆利科技就开始布局 Mini-LED，目前已经实现了向新能源汽车和传统汽车厂商的供货，包括蔚来、理想、小鹏等客户，充分享受到先发优势。

图 16：搭载 Mini-LED 的蔚来 ET7 内饰



资料来源：蔚来官网, 德邦研究所

图 17：搭载 Mini-LED 的理想 L9 内饰



资料来源：理想官网, 德邦研究所

2.4. VR 市场高增长，领先布局进入龙头供应链

VR 技术达到深度沉浸阶段，出货开始上量，生态初现繁荣，行业应用前景广阔。2021 年 4 月信通院联合华为和京东方撰写《虚拟（增强）现实白皮书》，指出目前全球正处于 VR/AR 沉浸与成长培育期，在当下信息消费与产业数字化转型中应用前景广阔。目前下游应用包括互动视频、无界办公、智慧教育、沉浸会展、工业互联网等多样化场景。白皮书将虚拟现实分为五个发展阶段，不同发展阶段对应相应的沉浸体验层次。2019-2021 年随着 5G 技术的起步，VR 将实现部分沉浸的视觉效果，预计到 2026 将通过单机智能网联云控有机融合技术带给使用者完全沉浸的体验。

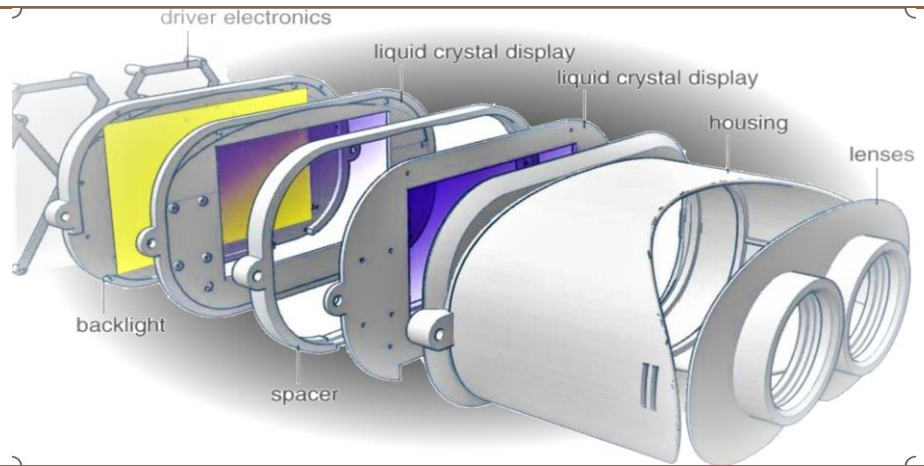
图 18: VR 技术发展路线规划



资料来源: 中国信通院《虚拟(增强)现实白皮书》, 德邦研究所

Mini LED 背光技术通过提升 VR 对比度、饱和度带来更深沉浸感。 Mini-LED 背光技术通过分区控制攻克了 VR 产品对比度低、色彩不饱和的技术难题, 大幅度提高 VR 产品的感观效果, 为用户带来更为精细化的视觉效果。

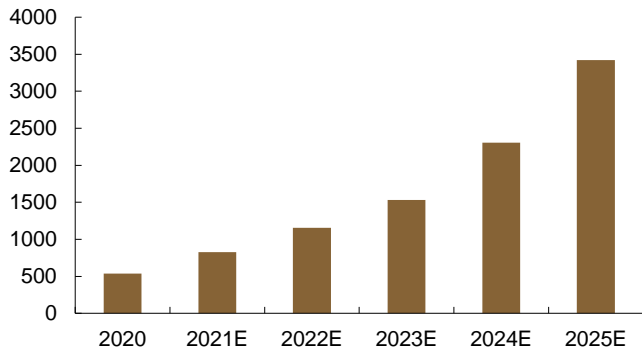
图 19: VR 镜片结构



资料来源: 熊猫办公, 德邦研究所

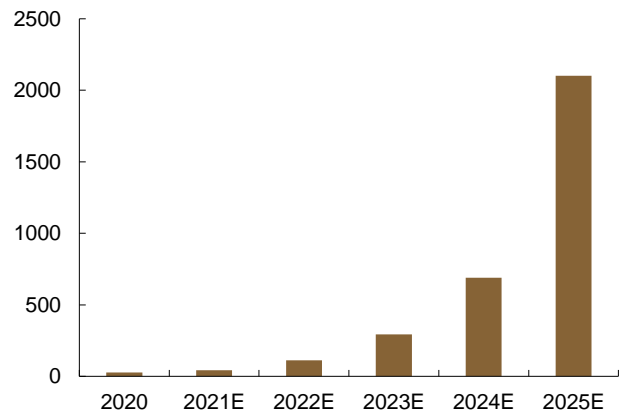
VR/AR 飞速增长带来相关 Mini LED 需求。 随着芯片、显示技术、通讯手段的不断进步以及元宇宙的催化, VR/AR 行业进入飞速增长期。根据工研院数据, 2020 年至 2025 年, 全球 VR 出货量将从 535 万台增长至 3419 万台, CAGR 为 44.9%; 全球 AR 出货量将从 27 万台增长至 2101 万台, CAGR 为 138.9%。

图 20: VR 出货量将快速增长 (万台)



资料来源: 工研院, 德邦研究所

图 21: AR 出货量将快速增长 (万台)



资料来源: 工研院, 德邦研究所

公司搭载 Mini-LED 技术的 VR 产品可应用于 VR 眼镜等领域，目前公司已经具备量产能力，并已开始向芬兰高端头显制造商 Varjo 和北美知名 VR 企业交付。

2.5. 积极募资扩增 Mini LED 产能，未来放量可期

扩增 Mini-LED 产能，打破产能瓶颈。随着 Mini-LED 进入商业化发展快车道，公司也积极着手为未来爆发性市场扩增产能。2020 年公告投资 2.56 亿元新建 Mini LED 显示模组生产线，其中车载 10 条年产能为 96.72 万件；平板/NB/显示器类生产线 6 条，年产能为 187.2 万件；智能穿戴类生产线 1 条，年产能为 249.6 万件。2022 年公司公告拟投资 8.5 亿元建设中大尺寸的 Mini-LED 显示模组智能制造基地，设计年产能 262.08 万件。

表 3：公司积极扩充 Mini LED 产能

公告时间	项目名称	投资总额	设计年产能
2020 年	Mini-LED 显示模组新建项目	2.56 亿	533.52 万件
2022 年	中大尺寸 Mini-LED 显示模组智能制造基地项目	8.5 亿	262.08 万件

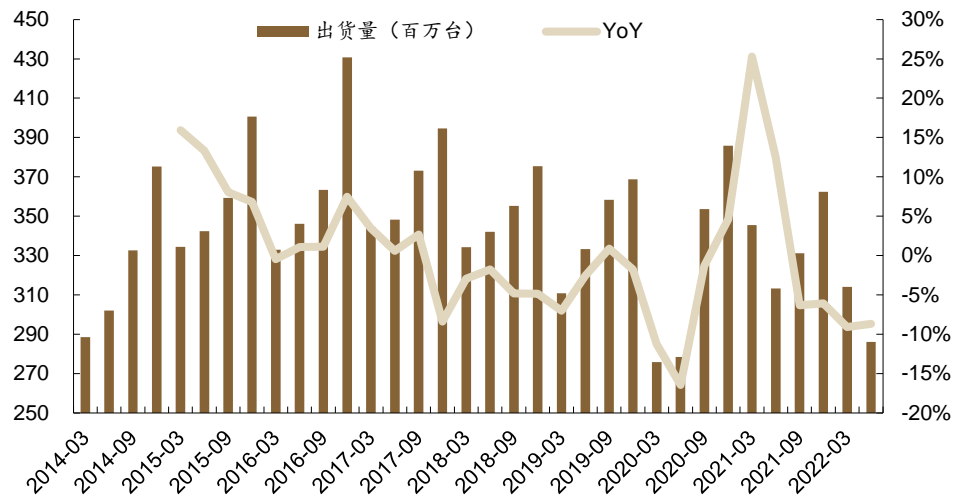
资料来源：公司公告，德邦研究所

3. 手机背光或触底回升，新应用增加动能

3.1. 智能手机市场低谷已现，静待复苏

智能手机出货增速进入历史低点，下半年有望企稳回升。除了新兴业务 Mini-LED 之外，公司还有终端产品以手机为主的传统 LED 背光模组业务。近几年随着手机行业竞争加剧，公司产品也受到一定的影响。此外由于中美贸易摩擦，公司终端大客户受到较大影响，俄乌战争冲击产业链和需求。根据 IDC 数据显示，全球手机出货量呈现逐步下滑的趋势，目前已经连续四个季度同比 5% 以上负增长，Q1 更是同比-9%，出货量冰点已现。随着进入下半年的传统旺季，全球智能手机市场出货量有望企稳回升，带来公司手机业务的改善。

图 22: 全球智能手机出货



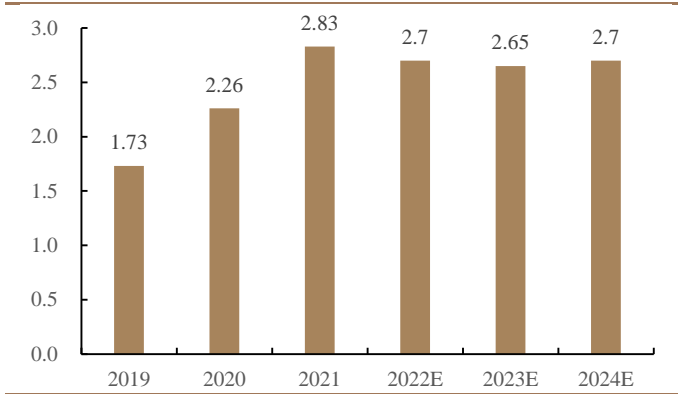
资料来源: Wind, IDC, 德邦研究所

3.2. 传统车载显示屏预期放量，笔电和显示屏需求上台阶

公司在传统车载背光模组行业进展顺利。车载背光模组由于产品性能要求高，验证和订单周期长，相对手机背光模组有较为明显的盈利优势。公司背光模组终端产品绝大部分应用于手机领域，在行业承压之际，公司大力布局传统车载背光显示领域，目前已经与比亚迪、上汽、长城、丰田等品牌达成合作。

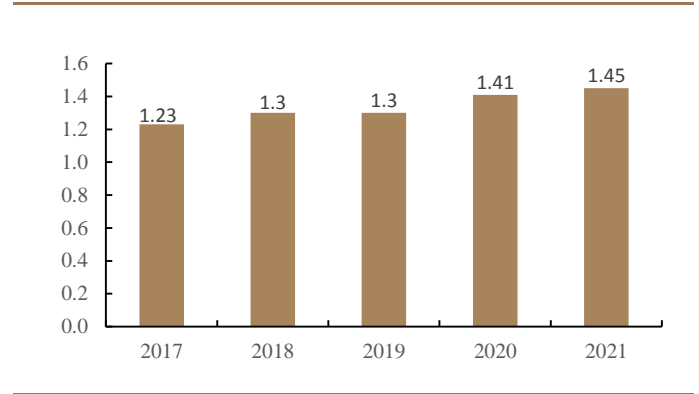
混合办公、教学助推笔电出货迈上新台阶，居家办公娱乐需求助力显示屏出货突破。疫情让线上、线下结合的混合办公、教学成为常态，人们对笔记本电脑的需求明显增加，使 2020 年之后的笔记本电脑市场规模维持在 2 亿台以上，出货量迈上新台阶。随着混合办公的接受程度提高，未来预计将继续维持较高出货量。居家办公、学习和娱乐的需求也保证了显示屏市场的持续强劲，全球 21 年出货约为 1.45 亿台。

图 23: 全球笔记本电脑出货量迈上新台阶 (亿台)



资料来源: 集微咨询, 德邦研究所

图 24: 全球显示屏出货量实现突破(百万台)



资料来源: 群智咨询, 惠科股份招股说明书, 德邦研究所

4. 盈利预测

公司积极布局 Mini LED 背光新技术，目前已经进入大客户供应链，有望充分受益于行业增长。公司传统背光模组积极开拓新中大尺寸和车载新领域，为公司打开成长空间。我们预计 2022/2023/2024 年公司背光显示模组业务实现收入 20.52、27.35、35.87 亿元，毛利率分别为 13.36%、18.90%、21.57%。

表 4：主营业务拆分（百万）

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
业务收入	1,701.42	2,012.34	1,975.93	2,061.00	2,744.00	3,596.00
增长率 YoY	9.75%	18.27%	-1.81%	4.31%	33.14%	31.05%
毛利	265.72	249.90	115.80	277.30	520.07	776.87
毛利率	15.62%	12.42%	5.86%	13.45%	18.95%	21.60%
背光显示模组	1,696.38	2,004.13	1,967.04	2,052.00	2,735.00	3,587.00
增长率 YoY	9.75%	18.14%	-1.85%	4.32%	33.28%	31.15%
毛利	260.90	246.20	112.33	274.15	516.92	773.72
毛利率	15.38%	12.28%	5.71%	13.36%	18.90%	21.57%
其它收入	5.04	8.21	8.89	9.00	9.00	9.00
增长率 YoY	11.58%	62.74%	8.32%	1.20%	0.00%	0.00%
毛利	4.83	3.70	3.46	3.15	3.15	3.15
毛利率	95.65%	45.06%	38.94%	35.00%	35.00%	35.00%

资料来源：公司公告，德邦研究所

表 5：可比公司估值分析（采用 2022/09/23 收盘价）

公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE (X)		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
三安光电	17.93	803.15	21.25	30.58	40.84	37.80	26.27	19.66
国星光电	8.36	51.70	2.90	3.93	4.76	17.83	13.16	10.86
鸿利智汇	7.35	52.03	4.34	5.60	6.78	12.00	9.29	7.68
平均			平均			23.94	17.23	13.49
隆利科技	20.96	43.53	0.67	2.14	3.76	66.07	20.60	11.71

资料来源：Wind，德邦研究所

注：三安光电、国星光电、鸿利智汇 2022、2023、2024 年归母净利润为 Wind 一致预期

投资建议：

公司作为背光模组龙头企业，在 Mini LED 业务积极布局，先发优势明显，有望充分受益行业增长。我们预计公司 2022/2023/2024 年实现收入 20.6/27.4/36.0 亿元，实现归母净利润 0.67/2.14/3.76 亿元，以 9 月 23 日市值对应 PE 分别为 66/21/12。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

5. 风险提示

手机市场继续下行风险、原材料大幅涨价风险、扩产进度不及预期

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	-0.54	0.32	1.02	1.79
每股净资产	5.15	5.50	6.49	8.25
每股经营现金流	0.32	1.29	0.87	2.59
每股股利	0.08	0.02	0.03	0.03
价值评估(倍)				
P/E	—	66.07	20.60	11.71
P/B	6.75	3.81	3.23	2.54
P/S	2.23	2.14	1.60	1.22
EV/EBITDA	-222.57	24.87	12.47	7.94
股息率%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
盈利能力指标(%)				
毛利率	5.9%	13.5%	19.0%	21.6%
净利润率	-5.4%	3.2%	7.8%	10.4%
净资产收益率	-9.9%	5.8%	15.7%	21.7%
资产回报率	-4.2%	2.1%	5.4%	8.1%
投资回报率	-7.1%	2.8%	8.4%	13.0%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-1.8%	4.3%	33.1%	31.0%
EBIT 增长率	-457.2%	147.0%	263.8%	75.8%
净利润增长率	-346.1%	162.3%	220.8%	75.8%
偿债能力指标				
资产负债率	57.9%	64.2%	65.7%	62.6%
流动比率	1.2	1.1	1.0	1.1
速动比率	1.1	1.0	0.9	1.0
现金比率	0.3	0.4	0.3	0.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	132.7	128.2	130.4	129.3
存货周转天数	28.2	37.6	41.0	40.3
总资产周转率	0.8	0.6	0.7	0.8
固定资产周转率	3.4	2.7	3.1	3.6

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	-107	67	214	376
少数股东损益	-0	0	0	0
非现金支出	138	121	149	180
非经营收益	-25	37	55	62
营运资金变动	61	47	-236	-74
经营活动现金流	67	270	182	544
资产	-292	-334	-424	-328
投资	4	-11	-8	-1
其他	1	5	3	4
投资活动现金流	-288	-341	-429	-325
债权募资	78	597	250	-43
股权募资	0	0	0	0
其他	-31	-42	-56	-121
融资活动现金流	48	555	195	-164
现金净流量	-173	485	-52	55

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 9 月 23 日
 资料来源：公司年报 (2020-2021)，德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,976	2,061	2,744	3,596
营业成本	1,860	1,784	2,224	2,819
毛利率%	5.9%	13.5%	19.0%	21.6%
营业税金及附加	6	7	9	12
营业税金率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	26	19	28	39
营业费用率%	1.3%	0.9%	1.0%	1.1%
管理费用	91	83	113	142
管理费用率%	4.6%	4.0%	4.1%	4.0%
研发费用	105	107	145	189
研发费用率%	5.3%	5.2%	5.3%	5.3%
EBIT	-131	62	225	395
财务费用	14	23	45	50
财务费用率%	0.7%	1.1%	1.6%	1.4%
资产减值损失	-41	-7	0	0
投资收益	0	5	3	4
营业利润	-148	73	233	412
营业外收支	-0	0	0	0
利润总额	-148	73	233	412
EBITDA	-32	176	374	575
所得税	-41	6	19	36
有效所得税率%	27.9%	8.6%	8.2%	8.7%
少数股东损益	-0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	-107	67	214	376

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	387	872	820	876
应收账款及应收票据	817	831	1,120	1,459
存货	144	177	250	311
其它流动资产	322	220	369	421
流动资产合计	1,670	2,101	2,560	3,067
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	579	764	882	1,010
在建工程	78	111	266	285
无形资产	79	87	94	101
非流动资产合计	900	1,129	1,410	1,559
资产总计	2,570	3,230	3,969	4,626
短期借款	184	781	1,018	974
应付票据及应付账款	979	995	1,213	1,532
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	226	207	262	321
流动负债合计	1,389	1,983	2,494	2,827
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	99	92	113	66
非流动负债合计	99	92	113	66
负债总计	1,488	2,074	2,607	2,894
实收资本	210	210	210	210
普通股股东权益	1,081	1,155	1,362	1,732
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	2,570	3,230	3,969	4,626

信息披露

分析师与研究助理简介

陈海进，电子行业首席分析师，6年以上电子行业研究经验，曾任职于民生证券、方正证券、中欧基金等，南开大学国际经济研究所硕士。电子行业全领域覆盖。

陈蓉芳，电子行业研究助理，曾任职于民生证券、国金证券，香港中文大学硕士，覆盖汽车电子、车载半导体等领域。

陈妙杨，电子行业研究助理，上海财经大学金融硕士，覆盖PCB、面板、LED等领域。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。