

# 京东方 A (000725)

## 全球面板龙头有望率先受益行业反转 买入 (首次)

2023年05月30日

证券分析师  
陈睿彬

(852)39823212

chenrobin@dwzq.com.hk

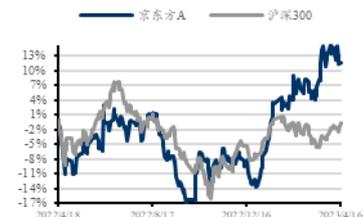
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	178,414	207,919	233,305	250,002
同比	-19%	17%	12%	7%
归属母公司净利润 (百万元)	7,551	8,980	14,688	18,965
同比	-71%	19%	64%	29%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.20	0.24	0.38	0.50
P/E (现价&最新股本摊薄)	22.00	18.50	11.31	8.76

关键词: #产能扩张

### 投资要点

- LCD 面板业务领跑全球，行业龙头优势持续发力：**京东方为全球 LCD 面板龙头供应商，LCD 面板厂商维持控产，供给下降面板价格企稳回升。随着 TV 需求回暖，大尺寸 LCD 面板供给需求将恢复均衡。中小尺寸 LCD 面板应用需求转型，智能手机面板需求减弱，车载屏幕需求将随着汽车市场景气度上升而逐步上升。
- OLED 促进业绩增长，新需求推动面板产量：**OLED 市场规模将实现快速爬升，中国出货量占比不断提高。随着整体需求准备迎来复苏，OLED 面板渗透率将持续提升。折叠屏、智能电视、智能手表等新市场不断开拓行业新领域。公司持续深化生产规模，OLED 出货量也在稳步上升。
- “1+4+N+生态链”全面布局，迎智能物联时代大机遇：**基于“屏之物联”战略设计且持续受益于政策红利，公司已形成“1+4+N+生态链”业务布局，政府补贴逐年高速增长彰显核心竞争力。“1”：公司作为半导体显示业内龙头，业绩伴随面板价格企稳回升与产品结构不断优化有望稳步修复；“4”：物联网创新/传感器及解决方案/智慧医工业务飞速发展，控股华灿光电助力 MLED 业务快速提升，四大高潜航道有望成为未来营收主力；“N”：公司积极开拓细分应用场景，落实物联网转型发展；“生态链”：公司积极推动供应链本地化，扶持上下游共同发展。
- 盈利预测与投资评级：**我们看好公司抢先受益面板行业周期反转与快速布局 MLED 赛道以完善“1+4+N+生态链”业务架构，预测公司 2023-2025E 每股净资产为 3.5/3.8/4.3 元，2023-2025E 净资产为 1430.7/1547.6/1707.2 亿元，可比公司 TCL 科技（全球大尺寸面板龙头企业）与三利谱（上游偏光片核心供应商）2023-2025PB 均值为 2.2/1.9/1.6 倍。公司当前市值对应 PB 分别为 1.2/1.1/1.0 倍，低于行业平均估值。我们给予公司 2023 年 2 倍 PB，对应目标市值为 2861 亿元，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：**1) TV 液晶显示屏需求不及预期风险；2) OLED 技术进展不及预期风险；3) 显示面板行业竞争加剧风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	4.36
一年最低/最高价	3.22/4.54
市净率(倍)	1.30
流通 A 股市值(百万元)	162,587.64

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	3.35
资产负债(% ,LF)	51.96
总股本(百万股)	38,196.36
流通 A 股(百万股)	37,290.74

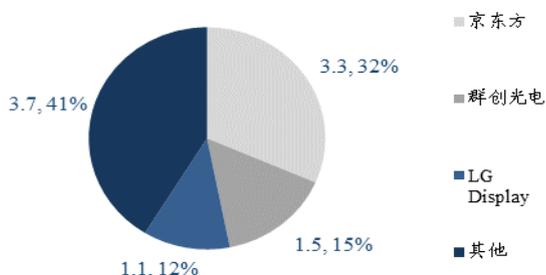
### 相关研究

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢马天翼、唐权喜和金晶的指导。

## 1. LCD 面板业务领跑全球，行业龙头优势持续发力

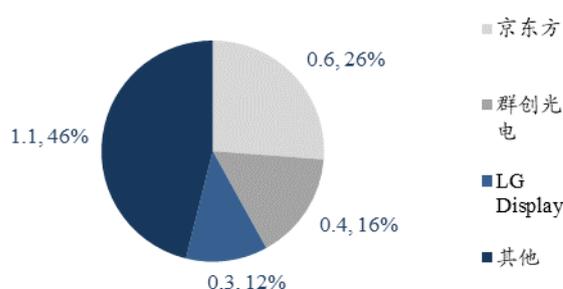
国产厂商主导大尺寸 LCD 面板市场，京东方龙头地位稳固。

图1: 2021 年全球大尺寸 TFT-LCD 出货量 (亿台) 及占比



数据来源: Omdia, 东吴证券 (香港)

图2: 2021 年全球大尺寸 TFT-LCD 出货面积 (亿 m<sup>2</sup>) 及占比



数据来源: Omdia, 东吴证券 (香港)

LCD 面板厂商维持控产，价格企稳回升。面板厂减产已对供给形成有效控制，一季度供给持续下降。整体供需环境趋于平衡，二季度价格有望迎来结构性上涨。预计二季度面板供应伴随需求稳步恢复后比率进一步回落至 4.6%，整体供需趋于紧张。

大尺寸面板整体价格略有回升。中小尺寸方面，监视器与笔电面板价格基本企稳。大尺寸 LCD 需求回暖，中小尺寸 LCD 需求转型。TV 市场需求回暖备货增加，大尺寸面板采购需求提升。中小尺寸 LCD 面板需求转移，整体出货量维持低位。LCD 面板车载应用无可替代，有望取代智能手机成为 LCD 面板成长动力。

## 2. OLED 促进业绩增长，新需求推动面板产量

全球 OLED 市场规模渐增，中国市场占比逐步增大。根据 Omdia 数据，2022 年全球 OLED 面板市场规模达到 433 亿美元，预计到 2027 年市场规模将达到 577 亿美元，CAGR 为 5.9%。中国 OLED 行业的规模不断增长，预计 2022 年中国 OLED 行业市场规模将达到 393 亿美元。

OLED 面板渗透率上升，新需求推动行业发展。OLED 产业链日趋成熟，柔性面板价格逐渐下降。据 TrendForce 预测，OLED 下游占比最大的智能手机市场中 2023 年渗透率将达 50.8%，2026 年则会超过 60%。折叠屏、智能电视、智能手表等新市场持续打开行业天花板。LTPO 技术有望成为未来行业新增长点。

公司 OLED 业务平稳增长，多条产线稳步扩产规模化生产构筑护城河，OLED 业务远景光明。2022 年京东方 OLED 智能手机面板出货量已位居全球第二，2023 年全球 OLED 面板出货量占比有望会从 2022 年的 9% 升至 13%。在 OLED 产能年均增长率方面，2021 年至 2027 年间预计为 9%。

表1: 京东方 OLED 产线汇总 (更新至 2023 年 1 月)

地区	产线	技术路线	投产时间	投资金额 (人民币)	设计产能 (K/M)	建设情况
鄂尔多斯	5.5 代 (B6)	AMOLED/LTPS	2013.11	220 亿元	5.4 万片	投产
成都	6 代 (B7)	OLED	2017.5	465 亿元	4.8 万片	投产
绵阳	6 代 (B11)	AMOLED/LTPS	2019.7	465 亿元	4.8 万片	投产
重庆	6 代 (B12)	AMOLED	2021.12	465 亿元	4.8 万片	投产
福州	6 代 (B15)	AMOLED	/	465 亿元	4.8 万片	签约
北京	6 代	LTPO	2025	290 亿元	5 万片	计划

数据来源: 中华液晶网, 东吴证券 (香港)

### 3. “1+4+N+生态链”全面布局, 迎智能物联时代大机遇

半导体显示业内龙头, 业绩有望稳步修复。公司拟发力车载与 VR/AR 等高价值领域以提升显示器件业务水平。产品结构方面, 产能规划方面, 公司积极投建产线以抢占车载与 VR 市场份额。已于 2022 年投产的成都京东方精电车载显示基地达产后年产车载显示屏约 1500 万片, 覆盖 5-35 英寸液晶车载显示模组。公司拟建设采用 LTPO 为主要技术的北京京东方第 6 代新型半导体显示器件生产线, 主要生产元宇宙核心器件显示屏与 Mini LED 直显背板等高端显示产品。

高潜航道飞速发展, 持续赋能华灿光电布局高潜航道, 增添未来主力。物联网创新/传感器及解决方案/智慧医工业务飞速发展, 持续深度布局。MLED 业务快速提升, 持续赋能华灿光电。积极开拓细分应用场景, 落实物联网转型发展。协同合作伙伴共进, 确保产业生态安全。

### 4. 盈利预测及投资建议

我们看好公司抢先受益面板行业周期反转与快速布局 MLED 赛道以完善 “1+4+N+生态链” 业务架构, 预测公司 2023-2025E 每股净资产为 3.5/3.8/4.3 元, 2023-2025E 净资产为 1430.7/1547.6/1707.2 亿元, 可比公司 TCL 科技 (全球大尺寸面板龙头企业) 与三利谱 (上游偏光片核心供应商) 2023-2025PB 均值为 2.2/1.9/1.6 倍。公司当前市值对应 PB 分别为 1.2/1.1/1.0 倍, 低于行业平均估值。我们给予公司 2023 年 2 倍 PB, 对应目标市值为 2861 亿元, 首次覆盖给予 “买入” 评级。

### 5. 风险提示

1) TV 液晶显示屏需求不及预期风险; 2) OLED 技术进展不及预期风险; 3) 显示面板行业竞争加剧风险。

## 京东方 A 三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>142,231</b>	<b>149,896</b>	<b>153,842</b>	<b>171,219</b>	<b>营业总收入</b>	<b>178,414</b>	<b>207,919</b>	<b>233,305</b>	<b>250,002</b>
货币资金及交易性金融资产	85,988	92,715	88,200	107,159	营业成本(含金融类)	157,531	171,631	187,102	195,508
经营性应收款项	29,005	30,973	36,803	35,815	税金及附加	1,275	1,486	1,667	1,787
存货	22,788	21,387	24,085	23,222	销售费用	4,233	4,824	5,249	5,625
合同资产	72	83	93	100	管理费用	6,248	6,425	7,092	7,575
其他流动资产	4,378	4,737	4,660	4,923	研发费用	11,101	11,768	12,995	13,925
<b>非流动资产</b>	<b>278,331</b>	<b>295,035</b>	<b>306,715</b>	<b>313,684</b>	财务费用	2,445	2,388	2,367	2,682
长期股权投资	12,422	12,422	12,422	12,422	加:其他收益	5,486	2,079	2,333	2,500
固定资产及使用权资产	206,674	243,771	266,248	279,215	投资净收益	6,094	2,079	2,333	2,500
在建工程	43,386	24,193	14,597	9,798	公允价值变动	159	0	0	0
无形资产	8,948	7,748	6,548	5,348	减值损失	-7,356	-3,530	-3,030	-4,030
商誉	661	661	661	661	资产处置收益	11	1	1	1
长期待摊费用	557	557	557	557	<b>营业利润</b>	<b>-25</b>	<b>10,027</b>	<b>18,469</b>	<b>23,870</b>
其他非流动资产	5,682	5,682	5,682	5,682	营业外净收支	76	76	76	76
<b>资产总计</b>	<b>420,562</b>	<b>444,931</b>	<b>460,558</b>	<b>484,903</b>	<b>利润总额</b>	<b>51</b>	<b>10,103</b>	<b>18,545</b>	<b>23,946</b>
<b>流动负债</b>	<b>85,670</b>	<b>103,148</b>	<b>105,455</b>	<b>111,728</b>	减:所得税	1,788	1,212	2,225	2,874
短期借款及一年内到期的非流动负债	25,078	25,078	25,078	25,078	<b>净利润</b>	<b>-1,737</b>	<b>8,891</b>	<b>16,320</b>	<b>21,073</b>
经营性应付款项	30,785	38,051	37,010	41,435	减:少数股东损益	-9,288	-89	1,632	2,107
合同负债	2,412	3,433	3,742	3,910	<b>归属母公司净利润</b>	<b>7,551</b>	<b>8,980</b>	<b>14,688</b>	<b>18,965</b>
其他流动负债	27,396	36,587	39,625	41,306	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.20	0.24	0.38	0.50
非流动负债	132,841	132,841	132,841	132,841	EBIT	3,460	13,895	21,562	28,111
长期借款	123,143	123,143	123,143	123,143	EBITDA	37,961	51,191	63,881	75,143
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	11.70	17.45	19.80	21.80
租赁负债	539	539	539	539	归母净利率(%)	4.23	4.32	6.30	7.59
其他非流动负债	9,159	9,159	9,159	9,159	收入增长率(%)	-19.28	16.54	12.21	7.16
<b>负债合计</b>	<b>218,512</b>	<b>235,990</b>	<b>238,297</b>	<b>244,570</b>	归母净利润增长率(%)	-70.91	18.92	63.57	29.12
归属母公司股东权益	136,089	143,069	154,757	170,722					
少数股东权益	65,961	65,872	67,504	69,611					
<b>所有者权益合计</b>	<b>202,050</b>	<b>208,941</b>	<b>222,261</b>	<b>240,333</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>420,562</b>	<b>444,931</b>	<b>460,558</b>	<b>484,903</b>					

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	43,022	65,173	54,677	77,984	每股净资产(元)	3.35	3.53	3.84	4.26
投资活动现金流	-35,973	-57,994	-57,740	-57,573	最新发行在外股份(百万股)	38,196	38,196	38,196	38,196
筹资活动现金流	-21,173	-6,452	-7,452	-7,452	ROIC(%)	-32.77	3.45	5.21	6.51
现金净增加额	-12,241	727	-10,515	12,959	ROE-摊薄(%)	5.55	6.28	9.49	11.11
折旧和摊销	34,500	37,296	42,320	47,031	资产负债率(%)	51.96	53.04	51.74	50.44
资本开支	-29,372	-53,923	-53,923	-53,923	P/E(现价&最新股本摊薄)	22.00	18.50	11.31	8.76
营运资本变动	5,056	13,160	-9,034	3,975	P/B(现价)	1.30	1.23	1.13	1.02

数据来源:Wind,东吴证券(香港),全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券(香港)预测。

#### 分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

#### 利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

#### 免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及 / 或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

### 特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

### 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。

东吴证券国际经纪有限公司  
Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong  
香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼  
Tel 电话：(852) 39830888 (公司) (852) 39830808 (客户服务)  
公司网址：<http://www.dwzq.com.hk/>

