

清越科技 (688496.SH)

22 年业绩短期承压，电子纸+硅基 OLED 有望构筑新引擎

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	694	1,044	1,124	1,277	1,500
增长率 yoy (%)	39.4	50.4	7.7	13.6	17.4
归母净利润 (百万元)	59	56	73	94	130
增长率 yoy (%)	1.9	-5.7	30.7	29.5	37.9
ROE (%)	8.3	3.2	4.4	5.3	6.8
EPS 最新摊薄 (元)	0.13	0.12	0.16	0.21	0.29
P/E (倍)	81.6	86.5	66.2	51.1	37.1
P/B (倍)	10.1	3.8	3.7	3.4	3.2

资料来源: 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 4 月 26 日收盘价

事件: 公司发布了 2022 年年度报告、2023 年一季度报告, 2022 年全年公司实现营收 10.44 亿元, 同比增长 50.04%; 实现归母净利润 0.56 亿元, 同比下降 5.72%; 实现扣非净利润 0.30 亿元, 同比下降 10.35%。公司 2023 年 Q1 实现营收 2.41 亿元, 同比增长 32.25%, 环比下降 14.97%; 实现归母净利润 0.04 亿元, 同比大幅扭亏, 环比下降 83.17%; 实现扣非净利润-0.03 亿元, 同比增长 39.56%, 环比下降 128.19%。

业绩小幅承压, 电子纸+硅基 OLED 业务推动营收高增: 在“能源结构调整”和“物联数字转型”的产业变革驱动下, 硅基 OLED 技术和电子纸技术革新不断提速, 市场需求愈加旺盛, 公司业务规模显著提升。2022 年, 公司电子纸模组营业收入 7.12 亿元, 同比增长 164.28%, 毛利率为 12.08%, 同比 +3.52pcts; 硅基 OLED 营业收入 0.05 亿元, 同比增长 7914.77%, 毛利率为 13.86%, 同比 +11.24pcts。2022 年全年, 公司整体毛利率为 18.35%, 同比 -5.99pcts; 净利率为 4.36%, 同比 -3.32pcts。2022 年, 公司毛利率、净利率双下滑, 主要系受国内外疫情反复等宏观经济因素以及公司产品结构调整的影响, 叠加 PMOLED 产品毛利率下降所致。费用方面, 2022 年全年, 公司销售、管理、研发及财务费用率分别为 1.63%/3.55%/8.88%/1.96%, 同比变动分别为 -1.04/-1.24/-1.83/-0.43pcts。

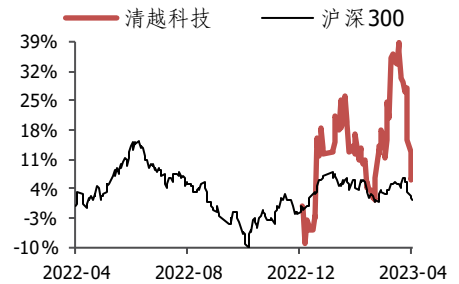
PMOLED 龙头地位稳固, 各业务协同创新、梯次发力: 公司以 PMOLED 技术起步, 目前已形成以 PMOLED、电子纸模组与硅基 OLED 微显示器三大业务为主的产品架构与业务格局。根据 CINNO Research 的统计数据, 自 2019 年以来, 公司 PMOLED 显示模组出货量连续多年位居全球第一, 2022 年公司 PMOLED 显示模组出货量占全球总量的 32%, 继续位居第一。公司持续深化技术迭代升级, 推动 PMOLED 产品在运动滑板车领域、车载前装领域和低功耗终端产品领域的应用推广。公司在 PMOLED 业务稳定生产的基础上, 持续在电子纸和硅基 OLED 业务加大投资, 完善产线建设, 提升生产效率。公司在电子纸模组生产线成功导入封边胶自动擦拭设备、AOI 自动检验设备、二合一胶机自动下料及 OTP 烧录自动上料设备, 大大提升了生

增持 (首次评级)

股票信息

行业	电子
2023 年 4 月 26 日收盘价 (元)	10.71
总市值 (百万元)	4,819.50
流通市值 (百万元)	918.75
总股本 (百万股)	450.00
流通股本 (百万股)	85.78
近 3 月日均成交额 (百万元)	93.12

股价走势



作者

分析师 邹兰兰

执业证书编号: S1070518060001

邮箱: zoulalan@cgws.com

相关研究

产效率和产品良率。根据洛图科技(RUNTO)的统计数据，2022年，公司电子纸模组出货量全球市占率为14.1%，跻身国内前列。硅基OLED方面，子公司梦显电子与设备供应商共同研发、设计，定制购买了模组FOG自动涂胶设备及产品老练设备，进一步优化阳极制作、彩色滤光层制作和模组制造工艺，硅基OLED微显示器8英寸晶圆量产线2022年已开始向客户批量出货。

受益技术推广及下游产业发展，电子纸+硅基OLED市场前景广阔：根据洛图科技(RUNTO)数据，2022年全球电子纸标签出货量为24,418万台，同比增长25%；预计2026年电子纸标签市场出货量将达20亿台，2022-2026年CAGR将保持在70%。随着电子纸彩色技术的日趋成熟，色彩更丰富的电子纸产品也将逐步推向市场，得到更为广泛的应用。硅基OLED技术是结合了半导体与OLED的最新一代微显示器技术，与常规OLED显示技术相比较，硅基OLED微显示器具有高亮度、高分辨率、高刷新率、高对比度、体积小、低功耗、性能稳定等特点，主要应用于近眼式显示、智能穿戴显示及和投影显示等显示终端。2021年以来，国内外互联网企业纷纷加速布局虚拟现实和增强现实的赛道，作为与之相应的头戴设备及眼镜设备的显示终端，硅基OLED微显示器产业发展逐渐加速。根据MarketsandMarkets的数据，2025年，近眼显示设备用OLED微型显示器市场规模将达到13.94亿美元。公司电子纸显示模组、硅基OLED产品需求旺盛，市场空间较大，有望持续为公司营收注入新动能，带来新的盈利增长点。

首次覆盖，给予“增持”评级：公司以PMOLED技术起步，目前已形成以PMOLED、电子纸模组与硅基OLED微显示器三大业务为主的产品架构与业务格局。2019年以来，公司PMOLED显示模组出货量连续三年位居全球第一；2022年，公司电子纸模组出货量全球市占率为14.1%，跻身国内前列。受益于VR产业和电子纸行业高速发展，公司电子纸模组、硅基OLED微显示器产品需求有望大幅提升，为公司营收、盈利注入新动能。预计公司2023-2025年归母净利润分别为0.73亿元、0.94亿元、1.30亿元，EPS分别为0.16元、0.21元、0.29元，PE分别为66、51X、37X。

风险提示：市场竞争及客户流失风险；汇率波动风险；产业政策调整风险；显示行业周期性波动风险。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	712	1557	1643	1917	2063
现金	172	897	1075	1097	1288
应收票据及应收账款	169	262	186	336	274
其他应收款	3	2	3	2	4
预付账款	64	43	73	59	95
存货	231	293	246	363	341
其他流动资产	72	61	61	61	61
非流动资产	819	861	887	952	1059
长期投资	12	11	10	10	9
固定资产	279	320	375	452	554
无形资产	30	30	34	30	26
其他非流动资产	499	499	468	461	470
资产总计	1531	2418	2530	2869	3122
流动负债	672	734	844	1139	1315
短期借款	391	449	449	819	859
应付票据及应付账款	174	192	320	217	367
其他流动负债	107	94	76	103	89
非流动负债	217	248	218	192	173
长期借款	137	167	137	111	92
其他非流动负债	80	81	81	81	81
负债合计	889	982	1062	1331	1487
少数股东权益	163	161	154	141	123
股本	360	450	450	450	450
资本公积	22	667	667	667	667
留存收益	73	129	182	245	321
归属母公司股东权益	479	1275	1314	1397	1512
负债和股东权益	1531	2418	2530	2869	3122

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-149	-31	315	-176	384
净利润	53	46	65	82	112
折旧摊销	31	38	47	58	73
财务费用	17	20	5	14	22
投资损失	1	4	1	2	2
营运资金变动	-238	-135	200	-331	176
其他经营现金流	-13	-4	-2	-1	-1
投资活动现金流	-108	-46	-75	-125	-182
资本支出	119	48	74	124	181
长期投资	9	0	1	1	1
其他投资现金流	1	1	-1	-2	-2
筹资活动现金流	230	812	-63	-47	-50
短期借款	180	58	0	370	40
长期借款	21	30	-30	-26	-19
普通股增加	0	90	0	0	0
资本公积增加	0	645	0	0	0
其他筹资现金流	29	-11	-32	-392	-71
现金净增加额	-27	732	178	-348	151

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	694	1044	1124	1277	1500
营业成本	525	853	877	991	1146
营业税金及附加	7	5	11	10	11
销售费用	19	17	30	30	33
管理费用	33	37	55	56	64
研发费用	74	93	109	125	142
财务费用	17	20	5	14	22
资产和信用减值损失	1	-1	3	1	1
其他收益	29	29	25	28	27
公允价值变动收益	0	0	-0	-0	-0
投资净收益	-1	-4	-1	-2	-2
资产处置收益	0	0	-0	0	0
营业利润	49	43	64	78	107
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	49	43	64	78	107
所得税	-4	-2	-2	-4	-5
净利润	53	46	65	82	112
少数股东损益	-6	-10	-8	-12	-18
归属母公司净利润	59	56	73	94	130
EBITDA	94	100	115	148	201
EPS (元/股)	0.13	0.12	0.16	0.21	0.29

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	39.4	50.4	7.7	13.6	17.4
营业利润 (%)	-19.2	-11.7	46.8	22.4	37.8
归属母公司净利润 (%)	1.9	-5.7	30.7	29.5	37.9
获利能力					
毛利率 (%)	24.3	18.3	22.0	22.4	23.6
净利率 (%)	7.7	4.4	5.8	6.4	7.5
ROE (%)	8.3	3.2	4.4	5.3	6.8
ROIC (%)	6.2	3.3	3.5	3.9	5.2
偿债能力					
资产负债率 (%)	58.1	40.6	42.0	46.4	47.6
净负债比率 (%)	72.6	-13.7	-27.4	-5.1	-14.9
流动比率	1.1	2.1	1.9	1.7	1.6
速动比率	0.5	1.6	1.5	1.3	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	5.5	5.9	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	3.9	5.3	9.7	0.0	0.0
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.13	0.12	0.16	0.21	0.29
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.33	-0.07	0.70	-0.39	0.85
每股净资产 (最新摊薄)	1.06	2.83	2.93	3.12	3.38
估值比率					
P/E	81.6	86.5	66.2	51.1	37.1
P/B	10.1	3.8	3.7	3.4	3.2
EV/EBITDA	57.8	47.7	39.7	33.0	23.4

资料来源: 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 4 月 26 日收盘价

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上	强于大市	预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间	中性	预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来6个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044

传真：86-10-88366686