

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022年11月06日

市场数据

目前股价	14.90
总市值(亿元)	25.91
流通市值(亿元)	23.30
总股本(万股)	17,386
流通股本(万股)	15,638
12个月最高/最低	19.88/11.94

分析师

分析师：邹兰兰 S1070518060001

☎ 021-31829706

✉ zoulanlan@cgws.com

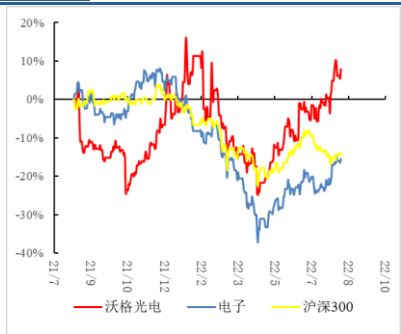
联系人(研究助理)：张元默

S1070120110006

☎ 021-31829736

✉ zhangyuanmo@cgws.com

股价表现



数据来源：贝格数据

相关报告

<<营收实现快速增长，玻璃基 Mini LED 有望加速放量>> 2022-03-14

<<领先扩产玻璃基 mini/micro led 产能，激励计划提升发展动力>> 2022-02-22

<<玻璃加工龙头企业，精准卡位 Miniled 浪潮>> 2021-12-29

业绩短期承压，多元布局静待需求回暖

——沃格光电（603773）公司动态点评

盈利预测

(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	604.16	1050.00	1488.26	2088.93	2834.05
(+/-%)	15.23%	73.79%	41.74%	40.36%	35.67%
净利润	14.11	-26.86	-43.02	40.22	114.62
(+/-%)	-72.28%	-290.37%	-60.13%	193.50%	184.97%
摊薄 EPS	0.15	-0.22	-0.35	0.33	0.94
PE	99.87	-67.12	-42.38	45.33	15.91

资料来源：长城证券研究院

核心观点

■ **事件：**2022年10月28日，公司发布2022年三季报，2022年前三季度公司实现营收10.72亿元，同比增长58.07%；归母净利润-3453.55万元，同比下降415.09%；扣非净利润-3918.32万元，同比下降253.70%。2022年Q3公司实现营收3.26亿元，同比增长18.16%，环比下降16.20%；归母净利润-2959万元，同比下降223.01%，环比下降306.35%；扣非净利润-3094.53万元，同比下降178.91%，环比下降262.69%。

■ **营收同比高增长，盈利能力有望持续改善：**2022年前三季度公司实现营收同比高增长，主要系新增控股子公司纳入合并报表范围期数增加。2022年Q3毛利率19.55%，同比下降2.35pct，环比下降2.68pct；净利率-7.46%，同比下降4.87pct，环比下降7.67pct，主要系公司受液晶面板行业竞争加剧以及疫情等因素影响，显示面板消费电子终端需求下降，致使公司传统玻璃精加工业务的产品销售价格下降，毛利下降。费用方面，Q3公司销售/管理/研发/财务费用率分别为8.59%/10.84%/6.63%/-0.22%。同比变动分别为2.28pct/-0.41pct/1.46pct/-1pct，整体费用率增长2.33pct，主要系公司新产品、新项目投建阶段折旧、推销、产品开发等费用增加。未来随着面板显示需求逐步回升，新项目投建完成，以及新品研发顺利量产出货，公司盈利能力有望得到改善。

■ **Mini LED 背光产业链稳步推进，转型之路初显成效：**公司业务已实现从传统显示向 Mini/Micro LED 新型显示、车载显示及半导体封装、超薄柔性可折叠玻璃基板、PI 膜材等业务领域扩展。新型显示领域方面，公司已与众多业内龙头企业在 TV、笔电 pad、显示器、车载、柔性可穿戴、超薄电子纸等应用终端开展合作。公司先后成立江西德虹、湖北汇晨及湖北通格微等子公司推动 Mini LED 玻璃基板、玻璃灯板及封装基板量产，完善 Mini LED 玻璃基产业布局。公司玻璃基整板 MLED 背光产品已通过客户验证并有小批量订单出货，有望为公司带来营收增长新动能。车载显示领域，公司将于12月1日发布 Mini LED 玻璃基背光车载显示模组等新品，新品扩张力道强劲。

- **深耕光电领域，加码布局 IC 载板：**芯片封装载板作为芯片封装的重要材料，随下游应用领域需求不断增加而快速发展。根据 PrismaMark 的数据，预计到 2025 年全球载板产值上升至 161.9 亿美元。公司作为传统光电玻璃精加工的龙头企业，在玻璃基芯片板级封装载板方面已攻克技术难点，公司具备行业领先的玻璃薄化、TGV(玻璃通孔)、溅射铜以及微电路图形化技术，拥有玻璃基巨量微米级通孔的能力，最小孔径可至 10 μm ，厚度最薄 0.15-0.2mm 实现轻薄化，是国际上少数掌握 TGV 技术的厂家之一。公司与天门高新投共同出资设立合资公司湖北通格微，投资建设芯片板级封装载板产业园项目，该产品可应用于 MicroLED 显示的 MIP 封装。从最新进度来看，湖北通格微公司及其芯片板级封装载板项目建设目前进展顺利，预计明年下半年具备批量出货能力，成为公司营收增长新助力。
- **维持“买入”评级：**公司稳步推进 Mini LED 背光产业链发展，巩固公司在玻璃基 MiniLED 领域的产业链地位，持续强化领域优势。公司作为传统光电玻璃精加工的龙头企业，已攻克在玻璃基芯片板级封装载板方面的技术难点，玻璃基芯片级封装载板前景广阔，有望成为公司营收增长新助力。未来公司有望充分受益 MiniLED 应用爆发和玻璃基芯片板级封装载板的需求，持续提升盈利能力和产业链地位。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 -0.43/0.40/1.15 亿元，EPS 为 -0.35/0.33/0.94 元，对应 23/24 年 PE 分别为 45X、16X。
- **风险提示：**市场激烈竞争的风险，产品价格波动的风险，Mini LED 玻璃基扩产不及预期风险，人才流失的风险，技术风险。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	604.16	1,050.00	1,488.26	2,088.93	2,834.05	成长性					
营业成本	430.81	817.89	1,173.94	1,574.01	2,134.04	营业收入增长	15.23%	73.79%	41.74%	40.36%	35.67%
销售费用	38.85	40.72	93.31	115.44	148.07	营业成本增长	17.52%	89.85%	43.53%	34.08%	35.58%
管理费用	87.68	123.20	131.86	244.44	305.09	营业利润增长	-67.08%	-145.07%	-157.13%	182.85%	154.86%
研发费用	31.91	51.22	83.34	109.75	148.62	利润总额增长	-68.73%	-145.59%	-167.78%	185.10%	149.09%
财务费用	-10.83	8.72	12.35	-0.92	15.27	归母净利润增长	-72.28%	-290.37%	-60.13%	193.50%	184.97%
其他收益	7.16	7.34	7.25	7.30	7.28	盈利能力					
投资净收益	-	-	-	-	-	毛利率	28.69%	22.11%	21.12%	24.65%	24.70%
营业利润	21.24	-9.57	-24.62	20.40	51.99	销售净利率	3.52%	-0.91%	-1.65%	0.98%	1.83%
营业外收支	-1.16	0.42	0.10	0.47	-0.01	ROE	0.87%	-1.06%	-1.66%	1.30%	3.53%
利润总额	20.08	-9.16	-24.52	20.87	51.98	ROIC	0.84%	-0.13%	-0.84%	1.44%	4.20%
所得税	5.97	8.09	3.09	-4.95	-21.59	营运效率					
少数股东损益	-	9.62	15.41	-14.40	-41.05	销售费用/营业收入	6.43%	3.88%	6.27%	5.53%	5.22%
归母净利润	14.11	-26.86	-43.02	40.22	114.62	管理费用/营业收入	14.51%	11.73%	8.86%	11.70%	10.77%
资产负债表						研发费用/营业收入	5.28%	4.88%	5.60%	5.25%	5.24%
					(百万)	财务费用/营业收入	-1.79%	0.83%	0.83%	-0.04%	0.54%
流动资产	801.97	1,052.67	856.42	1,511.61	1,720.92	投资收益/营业利润	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
货币资金	475.34	298.26	91.83	128.89	174.86	所得税/利润总额	29.74%	-88.30%	-12.60%	-23.72%	-41.54%
应收账款	273.43	567.50	655.25	1,039.38	1,274.39	应收账款周转率	2.67	2.66	2.67	2.67	2.67
应收票据	2.00	11.71	6.86	60.00	61.00	存货周转率	27.23	13.28	17.11	15.55	16.66
存货	21.83	136.26	37.66	231.06	109.18	流动资产周转率	0.67	1.13	1.56	1.76	1.75
非流动资产	1,210.58	1,552.71	1,621.66	1,650.40	1,679.32	总资产周转率	0.32	0.45	0.59	0.74	0.86
固定资产	916.64	1,012.38	1,107.68	1,133.17	1,158.91	偿债能力					
资产总计	2,012.54	2,605.37	2,478.08	3,162.01	3,400.24	资产负债率	19.74%	37.27%	33.03%	36.98%	38.77%
流动负债	386.93	844.30	750.02	1,071.54	1,235.18	流动比率	2.07	1.25	1.14	1.41	1.39
短期借款	149.94	372.28	162.16	455.31	266.89	速动比率	2.02	1.09	1.09	1.20	1.30
应付款项	149.62	343.68	390.51	496.54	694.86	每股指标 (元)					
非流动负债	10.42	126.79	68.61	97.70	83.15	EPS	0.15	-0.22	-0.35	0.33	0.94
长期借款	-	-	-	-	-	每股净资产	9.29	8.81	12.60	15.44	16.50
负债合计	397.35	971.09	818.63	1,169.24	1,318.34	每股经营现金流	0.62	0.52	1.21	-2.40	2.48
股东权益	1,615.19	1,634.28	1,659.45	1,992.77	2,081.91	每股经营现金/EPS	4.19	-2.36	-3.45	-7.31	2.65
股本	94.60	122.36	122.36	122.36	122.36	估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
留存收益	1,520.60	1,462.16	1,419.14	1,766.87	1,897.05	PE	99.87	-67.12	-42.38	45.33	15.91
少数股东权益	-	102.55	117.95	103.55	62.50	PEG	4.48	0.26	0.23	2.03	-0.06
负债和权益总计	2,012.54	2,605.37	2,478.08	3,162.01	3,400.24	PB	1.60	1.69	1.18	0.97	0.90
现金流量表					(百万)	EV/EBITDA	22.72	25.26	18.07	13.95	8.60
经营活动现金流	108.63	91.02	211.05	-417.63	431.43	EV/SALES	3.62	2.49	1.31	1.05	0.68
其中营运资本减少	12.56	52.80	105.90	-579.70	186.47	EV/IC	1.76	1.60	1.17	0.97	0.91
投资活动现金流	-160.11	-278.29	-223.44	-159.06	-191.25	ROIC/WACC	0.12	-0.02	-0.12	0.20	0.60
其中资本支出	467.67	263.06	283.71	128.92	206.32	REP	14.74	-87.10	-9.78	4.76	1.52
融资活动现金流	129.70	108.64	-194.04	613.75	-194.20						
净现金总变化	78.23	-78.64	-206.44	37.06	45.97						

研究员承诺

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。

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。

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。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

买入——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
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；
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；
卖出——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级：

强于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
弱于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究院

深圳办公地址：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

北京办公地址：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

上海办公地址：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>