

电视业务积极，净利率至历史高位

华泰研究

季报点评

2023年4月24日 | 中国内地

视听器材

投资评级(维持): **买入**

目标价(人民币): **6.12**

研究员 林寰宇
SAC No. S0570518110001 linhuanyu@htsc.com
SFC No. BQO796 +(86) 755 8249 2388

研究员 王森泉
SAC No. S0570518120001 wangsenquan@htsc.com
SFC No. BPX070 +(86) 755 2398 7489

研究员 周衍峰
SAC No. S0570521100002 zhouyanfeng@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

联系人 李裕恬
SAC No. S0570121120038 liyutian@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

23Q1 归母净利同比提升 10.8%，维持买入

公司披露 2023 年一季报，1Q2023 公司实现营业总收入 36.95 亿元，同比 -1.02%，归母净利 3.83 亿元，同比+10.82%，扣非后归母净利同比+16.07%。其中，1Q23 公司归母净利润率达到了 10.37%（过去 10 年最高为 4Q2019 的 10.89%）。我们维持 23-25 年预测 EPS 为 0.36 0.41 0.45 元，截至 2023/4/24，可比公司 2023 年平均 PE 为 16x，考虑到公司电视业务的恢复及在 LED 产业链上的积极进展，给予公司 2023 年 17xPE 估值，维持目标价 6.12 元，维持“买入”评级。

电视业务积极，LED 产业链产能逐步爬坡

公司 1Q23 收入增速较 4Q22（同比-6.42%）有所好转，我们认为主要来自 2 方面：1) 海外电视经过 2022 年的去库存后，海外库存已经处于较低水平，补库需求增强、出口明显强化，海关数据显示，1Q23 电视行业出口量/额分别同比+33.6%、+29.2%（4Q22 分别为+5.2%、-13.9%），公司也受益于海外电视品牌客户的补库需求；2) 电视面板价格在 1Q23 企稳回升，品牌方更倾向于在价格回升阶段补充更多订单，进一步强化了电视出口表现。而 LED 产业链业务上，公司正在逐步加大 LED 芯片业务产能投放，但考虑到产能仍在爬坡过程中，我们预计 1Q23 增量贡献较为有限。

毛利率同比好转

受益于电视代工业务的明显好转，公司毛利率同比有明显提升，公司 1Q23 毛利率为 18.3%，同比+4.2pct。

费用率提升，主要受研发投入加大影响

公司 1Q23 期间费用率同比+1.85pct，其中主要为研发费用率同比+1.13pct（LED 产业链相关资产投入及研究支出加大），及销售费用率同比+0.47pct，管理/财务费用率均同比小幅提升。同时，所得税费用较去年同期下降 2,949 万元，降幅达到 98%，主要由于公司报告期内使用上年可弥补亏损抵减所得税费用。

电视代工预期积极，LED 芯片逐步迎来放量

考虑到海外电视库存去化明显，以及电视面板价格回升，公司电视代工业务在 23 年有望继续迎来量价回升。而公司 LED 业务前期投入的 52 腔中微 Unimax 设备逐步产能爬坡释放，有望驱动 LED 芯片业务增长，在规模及成本优势下，份额或向公司集中。

风险提示：ODM 市场竞争加剧；LED 需求下滑。

经营预测指标与估值

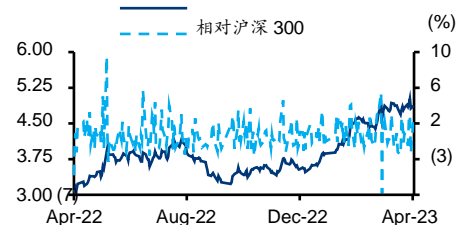
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (人民币百万)	22,538	15,028	19,556	22,489	24,637
+/-%	11.65	(33.32)	30.12	15.00	9.55
归属母公司净利润 (人民币百万)	333.00	1,146	1,632	1,857	2,030
+/-%	(81.12)	244.13	42.43	13.77	9.31
EPS (人民币, 最新摊薄)	0.07	0.25	0.36	0.41	0.45
ROE (%)	3.12	8.40	11.47	11.83	11.69
PE (倍)	66.20	19.24	13.51	11.87	10.86
PB (倍)	1.77	1.62	1.48	1.34	1.22
EV EBITDA (倍)	21.55	11.87	10.36	7.40	7.80

资料来源：公司公告、华泰研究预测

基本数据

目标价 (人民币)	6.12
收盘价 (人民币 截至 4 月 24 日)	4.87
市值 (人民币百万)	22,046
6 个月平均日成交额 (人民币百万)	108.87
52 周价格范围 (人民币)	3.06-5.02
BVPS (人民币)	3.09

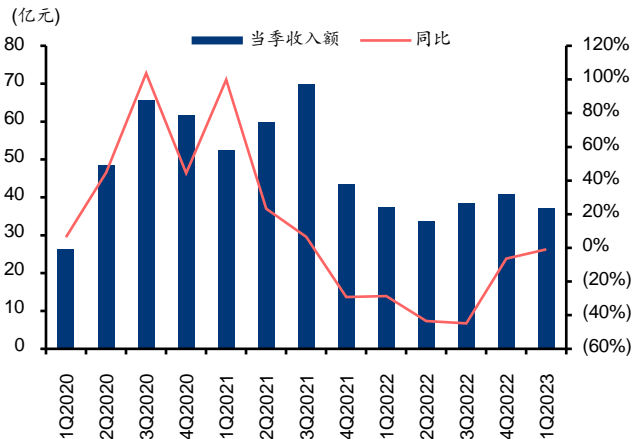
股价走势图



资料来源：Wind

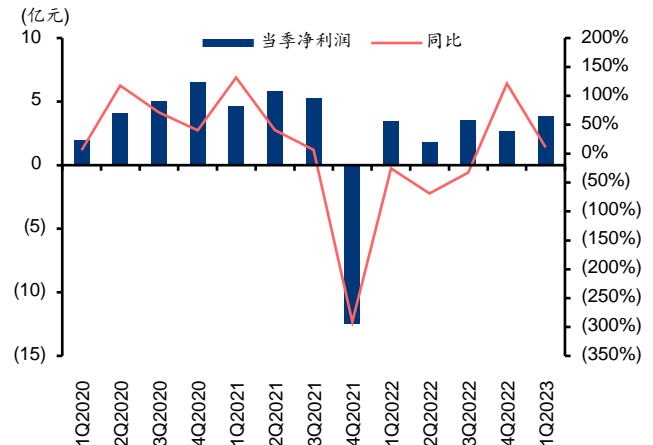
经营业绩指标概览

图表 1: 2023Q1 公司营业收入同比-1.02%



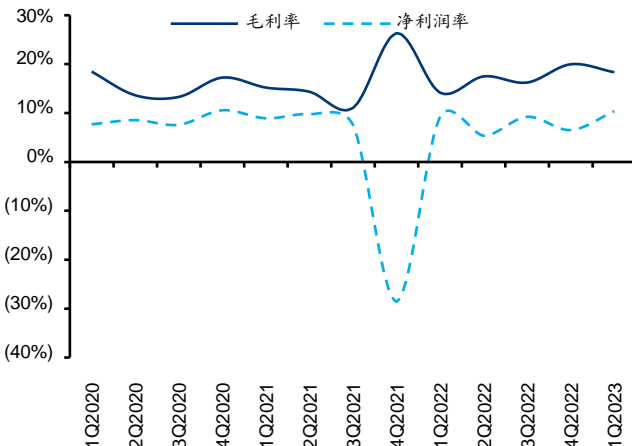
资料来源: Wind, 华泰研究

图表 2: 2023Q1 公司归母净利润同比+10.82%



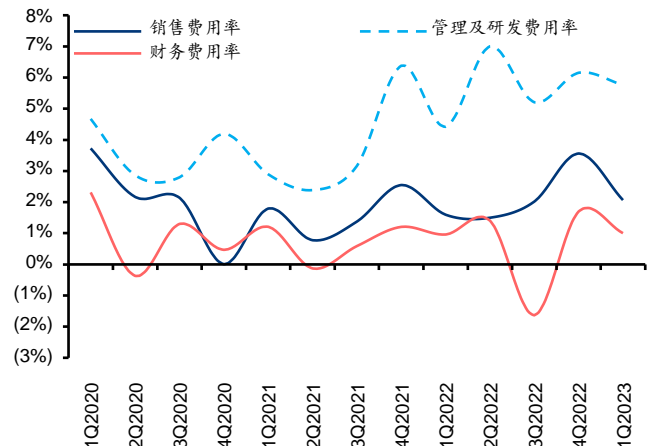
资料来源: Wind, 华泰研究

图表 3: 2023Q1 公司毛利率、净利润率分别同比+4.2pct/+1.1pct



资料来源: Wind, 华泰研究

图表 4: 2023Q1 公司期间费用率同比+1.85pct



资料来源: Wind, 华泰研究

图表 5: 行业可比公司 Wind 一致预期 PE

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	2021	2022E	2023E	2024E
000810 CH	创维数字	197.8	23.8	17.0	18.7	15.4
600060 CH	海信视像	281.3	13.0	10.7	14.5	12.8
002705 CH	新宝股份	140.0	23.5	12.4	11.9	10.5
300296 CH	利亚德	164.2	32.8	18.6	17.9	14.1
平均			23.3	14.7	15.8	13.2

注: 均为 Wind 一致预测, 数据截至 2023/4/24

资料来源: Wind、华泰研究

风险提示

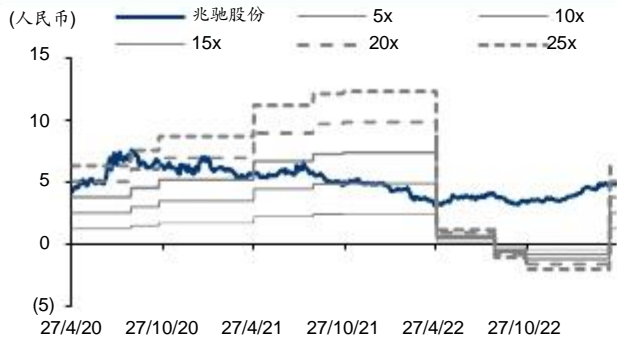
1) 全球产业链恢复, ODM 市场竞争加剧;

公司电视 ODM 收入占比较高, 若电视终端需求不足, 电视 ODM 行业竞争加剧, 可能影响整体收入及盈利或承受一定压力。

2) LED 需求下滑。

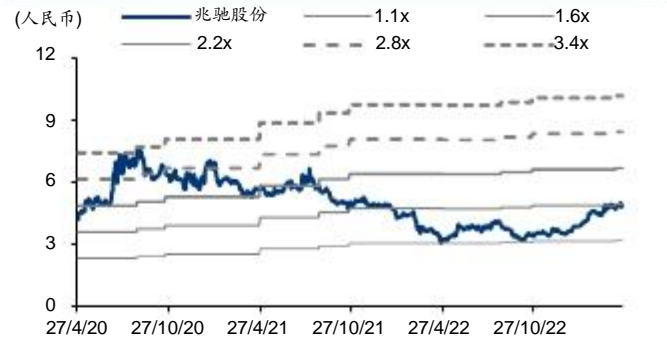
公司积极拓展 LED 封装、芯片及照明业务, 持续加大产能投放, 如果宏观经济表现偏弱, LED 下游应用需求不及预期, 可能大幅影响公司收入及净利润规模。

图表 6: 兆驰股份 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表 7: 兆驰股份 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	15,657	14,657	25,017	20,640	29,317
现金	2,333	4,196	5,461	6,280	6,879
应收账款	5,425	4,100	8,295	5,959	9,656
其他应收账款	92.96	1,742	645.65	2,100	907.83
预付账款	205.61	81.91	292.23	138.03	333.31
存货	2,504	2,233	3,934	3,135	4,620
其他流动资产	5,097	2,304	6,391	3,028	6,921
非流动资产	9,935	10,951	11,882	12,300	12,355
长期投资	1.78	1.79	1.47	2.58	0.84
固定投资	5,218	5,785	6,801	7,373	7,658
无形资产	521.39	505.27	460.52	414.11	351.51
其他非流动资产	4,194	4,660	4,619	4,511	4,344
资产总计	25,592	25,608	36,900	32,940	41,672
流动负债	10,774	9,289	19,380	13,990	21,115
短期借款	3,428	3,439	10,967	6,944	11,289
应付账款	3,624	2,758	5,551	3,974	6,476
其他流动负债	3,722	3,092	2,862	3,072	3,350
非流动负债	1,859	2,426	2,215	1,983	1,734
长期借款	517.63	1,201	989.84	757.96	509.12
其他非流动负债	1,342	1,225	1,225	1,225	1,225
负债合计	12,633	11,715	21,595	15,973	22,849
少数股东权益	470.98	280.79	403.52	553.51	723.51
股本	4,527	4,527	4,527	4,527	4,527
资本公积	901.00	910.07	910.07	910.07	910.07
留存公积	7,183	8,329	9,557	10,962	12,501
归属母公司股东权益	12,488	13,613	14,901	16,414	18,100
负债和股东权益	25,592	25,608	36,900	32,940	41,672

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金	2,105	4,941	(3,610)	6,418	(2,442)
净利润	404.00	1,167	1,755	2,007	2,200
折旧摊销	549.23	647.37	519.91	595.90	666.55
财务费用	149.24	89.94	50.00	50.00	50.00
投资损失	(50.47)	(1.71)	(60.00)	(60.00)	(60.00)
营运资金变动	(1,820)	2,694	(5,890)	3,810	(5,313)
其他经营现金	2,873	344.34	15.00	15.00	15.00
投资活动现金	(2,403)	(3,367)	(1,391)	(953.93)	(660.86)
资本支出	(2,038)	(1,949)	(1,449)	(1,010)	(718.65)
长期投资	0.00	0.00	0.32	(1.11)	1.74
其他投资现金	(365.11)	(1,418)	57.66	56.99	56.05
筹资活动现金	(1,337)	(802.99)	(1,263)	(622.03)	(642.26)
短期借款	(1,694)	11.03	7,528	(4,023)	4,345
长期借款	517.63	683.41	(211.21)	(231.88)	(248.84)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	783.77	9.07	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(944.97)	(1,507)	(8,580)	3,633	(4,738)
现金净增加额	(1,650)	821.25	(6,264)	4,842	(3,745)

利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	22,538	15,028	19,556	22,489	24,637
营业成本	18,971	12,473	16,238	18,615	20,424
营业税金及附加	73.40	29.43	38.30	44.04	48.25
营业费用	346.75	332.57	391.11	449.78	418.82
管理费用	236.29	222.41	223.30	256.80	281.32
财务费用	149.24	89.94	50.00	50.00	50.00
资产减值损失	(234.54)	(322.82)	(128.71)	(128.71)	(128.71)
公允价值变动收益	13.40	24.87	0.00	0.00	0.00
投资净收益	50.47	1.71	60.00	60.00	60.00
营业利润	560.03	1,205	1,958	2,289	2,537
营业外收入	3.75	2.75	3.40	3.40	3.40
营业外支出	16.74	14.35	12.00	12.00	12.00
利润总额	547.05	1,194	1,950	2,281	2,529
所得税	143.05	26.69	194.99	273.67	328.71
净利润	404.00	1,167	1,755	2,007	2,200
少数股东损益	71.00	21.21	122.73	150.00	170.00
归属母公司净利润	333.00	1,146	1,632	1,857	2,030
EBITDA	1,221	1,993	2,817	3,281	3,580
EPS (人民币, 基本)	0.07	0.25	0.36	0.41	0.45

主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	11.65	(33.32)	30.12	15.00	9.55
营业利润	(70.53)	115.25	62.47	16.89	10.83
归属母公司净利润	(81.12)	244.13	42.43	13.77	9.31
获利能力 (%)					
毛利率	15.83	17.01	16.96	17.22	17.10
净利率	1.79	7.77	8.97	8.92	8.93
ROE	3.12	8.40	11.47	11.83	11.69
ROIC	3.12	9.05	9.75	13.38	11.10
偿债能力					
资产负债率 (%)	49.36	45.75	58.52	48.49	54.83
净负债比率 (%)	35.98	16.34	50.09	15.29	32.37
流动比率	1.45	1.58	1.29	1.48	1.39
速动比率	1.14	1.26	1.04	1.20	1.12
营运能力					
总资产周转率	0.86	0.59	0.63	0.64	0.66
应收账款周转率	4.18	3.16	3.16	3.16	3.16
应付账款周转率	4.67	3.91	3.91	3.91	3.91
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.07	0.25	0.36	0.41	0.45
每股经营现金流(最新摊薄)	0.47	1.09	(0.80)	1.42	(0.54)
每股净资产(最新摊薄)	2.76	3.01	3.29	3.63	4.00
估值比率					
PE (倍)	66.20	19.24	13.51	11.87	10.86
PB (倍)	1.77	1.62	1.48	1.34	1.22
EV EBITDA (倍)	21.55	11.87	10.36	7.40	7.80

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人，林寰宇、王森泉、周衍峰，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作,在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管,是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司,后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师林寰宇、王森泉、周衍峰本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：预计行业股票指数超越基准
- 中性：预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：预计股价超越基准15%以上
- 增持：预计股价超越基准5%~15%
- 持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J
香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809
美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019
电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521
电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/
邮政编码：100032
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室
电话：+852-3658-6000/传真：+852-2169-0770
电子邮件：research@htsc.com
<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券（美国）有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东（纽约10017）
电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702
电子邮件：Huatai@htsc-us.com
<http://www.htsc-us.com>

©版权所有 2023 年华泰证券股份有限公司