

单季盈利改善，新业务稳步扩展

核心观点

- **短期业绩承压，研发投入不断增加。**22 年前三季度，公司实现营收 315.8 亿元，同比减少 7%，归母净利润 7.6 亿元，同比减少 77%，扣非归母净利润 5.4 亿元，同比减少 80%。其中第三季度实现营收 123.9 亿元，同比减少 1%，归母净利润 10.6 亿元，同比增长 8%，扣非归母净利润 10.3 亿元，同比增长 37%。前三季度公司的研发费用为 18.4 亿元，占收入比例提升至 5.8%，研发规模持续扩大。
- **消费电子垂直整合能力提升。**公司是全球消费电子视窗防护玻璃领先企业，在此基础上公司积极推进垂直整合战略、开展整机组装业务。湘潭新园区第一季度手机组装产量已突破千万级，自动化、物联网水平较高，随着客户顺利导入有望释放更多产能。下半年公司对重要客户的备货有序开展，湖南园区、泰州园区的交付状况良好，同时推进跟新客户的业务合作。
- **AR/VR 客户认证顺利，预留产能充足。**公司目前与 AV/VR 市场上几大头部客户都有合作，产品主要为金属、塑胶、玻璃镜片以及光学模组等结构件。4 月，公司对募投项目增加了 10 亿元的投入；7 月，黄花园区十二厂得到客户的全面认证通过。未来随着 AR/VR 市场启动爆发，公司将充分的产能应对市场增长带来的需求。
- **车载业务增长迅速，前景广阔。**前三季度新能源汽车业务实现收入 24.9 亿元，同比增长超 60%，其中三季度实现收入 10.2 亿元，同比增长超 80%。公司客户群体持续丰富，新产品研发、认证顺利。在智能汽车领域，电子化、新能源化、轻量化成为行业的发展趋势，公司中控屏、B 柱、仪表盘等项目与客户合作顺畅，遮光板、充电桩、内饰玻璃件等新品也顺利推进。新开发客户中包括蔚来、理想、比亚迪、小鹏、五菱、零跑、小米等造车新势力，和保时捷、宝马、奥迪、现代、大众、广汽、上汽等传统车企。车载募投项目预计年底达产，将新增车载玻璃及大尺寸功能面板产能 3,719 万件/年，为公司市场拓展提供持续支持。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 22-24 年归母净利润分别为 19.2、34.7、56.1 亿元（原 22-23 年预测为 79.8、95.7 亿元，主要下调了中小尺寸、新材料等业务收入和毛利率预测），根据可比公司 23 年平均 18 倍 PE 估值，对应目标价为 12.60 元，维持给予买入评级。

风险提示

- 大客户手机出货量不达预期，公司新产品产能良率爬坡不及预期。

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	36,939	45,268	44,733	53,928	62,344
同比增长(%)	22.1%	22.5%	-1.2%	20.6%	15.6%
营业利润(百万元)	5,710	2,163	1,996	3,608	5,840
同比增长(%)	102.2%	-62.1%	-7.7%	80.8%	61.8%
归属母公司净利润(百万元)	4,896	2,070	1,924	3,471	5,610
同比增长(%)	98.3%	-57.7%	-7.1%	80.4%	61.7%
每股收益(元)	0.98	0.42	0.39	0.70	1.13
毛利率(%)	29.4%	20.9%	18.3%	20.3%	22.5%
净利率(%)	13.3%	4.6%	4.3%	6.4%	9.0%
净资产收益率(%)	15.2%	4.9%	4.4%	7.6%	11.3%
市盈率	10.4	24.6	26.4	14.6	9.1
市净率	1.2	1.2	1.2	1.1	1.0

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2022年11月02日）	10.22元
目标价格	12.60元
52周最高价/最低价	25.16/8.79元
总股本/流通A股（万股）	497,348/496,057
A股市值（百万元）	50,829
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2022年11月03日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	7.25	10.74	-6.15	-53.37
相对表现	6.68	14.08	4.3	-29.36
沪深300	0.57	-3.34	-10.45	-24.01



证券分析师

蒯剑	021-63325888*8514 kuaijian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860514050005 香港证监会牌照：BPT856
李庭旭	litingxu@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860522090002

联系人

杨宇轩	yangyuxuan@orientsec.com.cn
韩潇锐	hanxiaorui@orientsec.com.cn
张释文	zhangshiwen@orientsec.com.cn

相关报告

垂直整合持续推进，新业务前景广阔 2021-10-19

盈利预测与投资建议

我们预测公司 22-24 年归母净利润分别为 19.2、34.7、56.1 亿元（原 22-23 年预测为 79.8、95.7 亿元，主要下调了中小尺寸、新材料等业务收入和毛利率预测），根据可比公司 23 年平均 18 倍 PE 估值，对应目标价为 12.60 元，维持给予买入评级。

图 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元)	每股收益(元)				市盈率			
			2022/11/2	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E
歌尔股份	002241	24.46	1.25	1.33	1.63	1.97	19.55	18.42	14.97	12.41
立讯精密	002475	30.50	1.00	1.39	1.88	2.36	30.62	21.98	16.23	12.94
水晶光电	002273	12.73	0.32	0.42	0.52	0.62	40.03	30.27	24.50	20.50
长盈精密	300115	13.16	-0.50	0.06	0.58	0.95	-26.14	231.69	22.78	13.85
领益智造	002600	4.89	0.17	0.20	0.25	0.29	29.16	24.66	19.96	16.67
信维通信	300136	17.06	0.52	0.80	1.14	1.46	32.68	21.21	14.95	11.72
	最大值						40.03	231.69	24.50	20.50
	最小值						(26.14)	18.42	14.95	11.72
	平均数						20.98	58.04	18.90	14.68
	调整后平均						28.00	24.53	18.49	13.97

数据来源：朝阳永续、东方证券研究所

图 2：主要财务信息变动分析表

主要财务信息	调整前		调整后		
	2022E	2023E	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	67,724	78,309	44,733	53,928	62,344
变动幅度			-33.9%	-31.1%	
营业利润(百万元)	9,291	11,151	1,996	3,608	5,840
变动幅度			-78.5%	-67.6%	
归属母公司净利润(百万元)	7,978	9,573	1,924	3,471	5,610
变动幅度			-75.9%	-63.7%	
每股收益(元)	1.60	1.92	0.39	0.70	1.13
变动幅度			-75.8%	-63.7%	
毛利率(%)	26.5%	26.6%	18.3%	20.3%	22.5%
变动幅度			-8.2%	-6.3%	
净利率(%)	11.8%	12.2%	4.3%	6.4%	9.0%
变动幅度			-7.5%	-5.8%	

数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 3：收入分类预测变动分析表

收入分类预测表	调整前		调整后		
	2022E	2023E	2022E	2023E	2024E
中小尺寸外观及功能组件（原手机防护玻璃）					
销售收入（百万元）	44,279	52,725	29,084	33,119	35,608
变动幅度			-34.3%	-37.2%	
毛利率	27.3%	26.9%	17.8%	19.6%	21.8%
变动幅度			-9.5%	-7.3%	
大尺寸外观及功能组件（原平板电脑防护玻璃）					
销售收入（百万元）	5,411	5,303	6,960	9,095	10,723
变动幅度			28.6%	71.5%	
毛利率	22.4%	22.4%	18.5%	20.1%	21.0%
变动幅度			-3.9%	-2.3%	
新材料及其他产品（原新材料和金属件）					
销售收入（百万元）	17,189	19,356	7,724	10,669	14,888
变动幅度			-55.1%	-44.9%	
毛利率	25.0%	26.0%	15.6%	19.1%	22.8%
变动幅度			-9.3%	-6.9%	
其他业务					
销售收入（百万元）	845	925	965	1,045	1,125
变动幅度			14.2%	13.0%	
毛利率	46.3%	46.3%	55.0%	55.0%	55.0%
变动幅度			8.7%	8.7%	
合计	67,724	78,309	44,733	53,928	62,344
变动幅度			-33.9%	-31.1%	
综合毛利率	26.5%	26.6%	18.3%	20.3%	22.5%
变动幅度			-8.2%	-6.3%	

数据来源：公司公告、东方证券研究所

风险提示

大客户手机出货量不达预期，公司新产品产能良率爬坡不及预期。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	19,275	10,217	8,947	10,786	13,988	营业收入	36,939	45,268	44,733	53,928	62,344
应收票据、账款及款项融资	8,244	9,818	9,945	11,990	13,861	营业成本	26,065	35,797	36,543	42,983	48,294
预付账款	64	71	70	85	98	营业税金及附加	289	371	367	442	511
存货	6,779	6,137	7,309	8,597	9,659	营业费用	367	644	637	768	887
其他	1,056	2,974	2,571	2,288	1,622	管理费用及研发费用	3,755	6,103	5,239	6,153	6,926
流动资产合计	35,419	29,217	28,842	33,745	39,228	财务费用	809	513	455	508	467
长期股权投资	78	585	585	585	585	资产、信用减值损失	429	634	296	266	219
固定资产	31,000	32,419	34,646	35,719	35,922	公允价值变动收益	0	6	0	0	0
在建工程	1,953	2,242	1,231	725	472	投资净收益	36	312	200	200	200
无形资产	5,777	5,502	5,422	5,332	5,231	其他	450	638	600	600	600
其他	5,349	6,646	6,478	6,409	6,367	营业利润	5,710	2,163	1,996	3,608	5,840
非流动资产合计	44,157	47,394	48,362	48,770	48,578	营业外收入	34	36	40	40	40
资产总计	79,576	76,611	77,204	82,515	87,806	营业外支出	33	40	30	30	30
短期借款	13,436	4,447	5,558	5,775	4,500	利润总额	5,711	2,158	2,006	3,618	5,850
应付票据及应付账款	9,853	10,194	11,328	13,325	14,971	所得税	755	39	36	65	104
其他	3,759	5,433	2,308	2,310	2,311	净利润	4,955	2,120	1,970	3,554	5,745
流动负债合计	27,048	20,074	19,194	21,410	21,782	少数股东损益	59	50	46	83	135
长期借款	6,909	11,020	11,020	11,020	11,020	归属于母公司净利润	4,896	2,070	1,924	3,471	5,610
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.98	0.42	0.39	0.70	1.13
其他	3,300	2,717	2,717	2,717	2,717						
非流动负债合计	10,209	13,737	13,737	13,737	13,737	主要财务比率					
负债合计	37,257	33,812	32,932	35,147	35,520		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	137	168	214	298	432	成长能力					
股本	4,973	4,973	4,973	4,973	4,973	营业收入	22.1%	22.5%	-1.2%	20.6%	15.6%
资本公积	20,670	20,700	20,700	20,700	20,700	营业利润	102.2%	-62.1%	-7.7%	80.8%	61.8%
留存收益	16,416	16,745	18,172	21,184	25,969	归属于母公司净利润	98.3%	-57.7%	-7.1%	80.4%	61.7%
其他	123	212	212	212	212	获利能力					
股东权益合计	42,319	42,799	44,272	47,368	52,287	毛利率	29.4%	20.9%	18.3%	20.3%	22.5%
负债和股东权益总计	79,576	76,611	77,204	82,515	87,806	净利率	13.3%	4.6%	4.3%	6.4%	9.0%
						ROE	15.2%	4.9%	4.4%	7.6%	11.3%
						ROIC	11.5%	4.2%	3.9%	6.4%	9.3%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	46.8%	44.1%	42.7%	42.6%	40.5%
净利润	4,955	2,120	1,970	3,554	5,745	净负债率	4.9%	19.3%	18.4%	13.7%	3.9%
折旧摊销	6,944	3,831	4,380	5,009	5,614	流动比率	1.31	1.46	1.50	1.58	1.80
财务费用	809	513	455	508	467	速动比率	1.02	1.10	1.06	1.11	1.29
投资损失	(36)	(312)	(200)	(200)	(200)	营运能力					
营运资金变动	(3,020)	(916)	(1,016)	(1,702)	(1,603)	应收账款周转率	4.7	4.9	4.5	4.9	4.8
其它	(2,073)	804	296	266	219	存货周转率	4.4	4.8	4.7	4.6	4.6
经营活动现金流	7,580	6,039	5,886	7,435	10,242	总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
资本支出	(17,028)	(5,019)	(5,422)	(5,422)	(5,422)	每股指标(元)					
长期投资	7	(923)	52	0	0	每股收益	0.98	0.42	0.39	0.70	1.13
其他	1,747	(2,608)	581	575	950	每股经营现金流	1.52	1.21	1.18	1.49	2.06
投资活动现金流	(15,274)	(8,549)	(4,789)	(4,847)	(4,472)	每股净资产	8.48	8.57	8.86	9.46	10.43
债权融资	3,629	5,671	(2,527)	0	0	估值比率					
股权融资	16,363	31	0	0	0	市盈率	10.4	24.6	26.4	14.6	9.1
其他	2,027	(12,103)	159	(749)	(2,568)	市净率	1.2	1.2	1.2	1.1	1.0
筹资活动现金流	22,019	(6,402)	(2,368)	(749)	(2,568)	EV/EBITDA	4.4	9.1	8.6	6.5	4.9
汇率变动影响	(437)	(96)	-0	-0	-0	EV/EBIT	9.1	22.1	24.1	14.3	9.4
现金净增加额	13,888	(9,008)	(1,271)	1,839	3,202						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn