

投资评级：增持（维持）
报告日期：2022年10月27日
市场数据

目前股价	4.10
总市值（亿元）	55.03
流通市值（亿元）	51.39
总股本（万股）	134,229
流通股本（万股）	125,348
12个月最高/最低	6.54/3.65

分析师

分析师：邹兰兰 S1070518060001

☎ 021-31829706

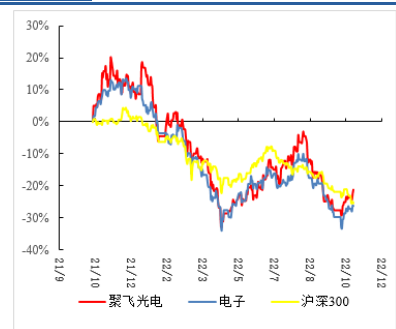
✉ zoulanlan@cgws.com

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

需求复苏不及预期，静待 Mini LED 提升盈利能力

——聚飞光电（300303）公司动态点评

盈利预测

（百万元）	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,351.12	2,371.35	2,264.64	2,771.24	3,277.27
(+/-%)	-6.21%	0.86%	-4.50%	22.37%	18.26%
净利润	304.93	271.65	202.13	304.32	392.63
(+/-%)	-1.14%	-10.91%	-25.59%	50.56%	29.02%
摊薄 EPS	0.23	0.20	0.15	0.23	0.29
PE	18.05	20.26	27.23	18.08	14.02

资料来源：长城证券研究院

核心观点

- 事件：**公司 2022 年 10 月 27 日发布三季报，2022 年前三季度公司实现营业收入 16.59 亿元，同比下降 3.98%；归母净利润 1.56 亿元，同比下降 19.40%；扣非净利润 1.30 亿元，同比下降 17.17%。2022 年 Q3 公司实现营收 5.87 亿元，同比下降 0.11%，环比增长 4.08%；归母净利润 0.44 亿元，同比下降 35.84%，环比下降 24.81%；扣非净利润 0.34 亿元，同比下降 37.78%，环比下降 31.06%。
- 需求复苏延后，盈利能力短期承压：**公司前三季度业绩有所下降，其中 2022 年 Q3 单季度销售毛利率 23.19%，环比下降 0.96pct，净利率 7.55%，环比下降 3.28pct，主要系销售费用上升导致。费用方面，前三季度销售费用/管理费用/研发费用/财务费用分别为 0.48/0.93/0.98/-0.24 亿，其中财务费用同比下降 245.85%，主要系持有外币汇兑收益增加所致。由于 2022 年全球经济不稳，国内疫情多点出现，导致消费电子终端的市场压力较大，公司盈利能力短期承压。但同时新能源汽车的持续火爆、Mini LED 新兴市场已开始放量，有望成为公司未来新增长点。
- 车用 LED 业务持续发力，客户导入进展顺利：**车载显示市场随着新能源汽车的广泛普及以及汽车智能化自动化趋势的到来，汽车多屏化、大屏化、高清化的需求不断提升。总体而言，车用产品的竞争格局比消费电子更好。公司车用业务近年来增长强劲。车用背光产品已全面进入全球客户的供应链体系，基于显示屏在汽车座舱中拥有较高的价值量占比，未来市场容量还将继续提升。公司的车规级 MiniLED 背光源可应用于车内仪表、中控导航、后方娱乐及后视镜屏幕背光等车载电子；车规级 MiniLED 直接显示模组则可应用于汽车内部氛围，外部照明以及车外媒体显示。随着未来客户合作不断加深，公司车用 LED 业务有望爆发。
- 传统 LED 行业静待复苏，Mini LED 显示应用快速起量：**传统 LED 行业已进入成熟期，行业集中度进一步提升，形成强者恒强的竞争格局。虽然

LED 行业受下游消费电子需求疲软影响，但 Mini LED 新兴市场已开始起量，Mini LED 有望接力传统 LED 行业，成为未来发展的强劲驱动力。根据 Arizton 数据显示，全球 Mini LED 市场规模将由 2021 年的 1.5 亿美元增长至 2024 年的 23.2 亿美元，2021-2024 年 CARG 为 149.2%。此外，随着汽车智能化的快速发展，车载屏幕正呈现出大屏化、多屏化、高清化、交互化、多形态化等发展趋势，车用 LED 也将迎来快速发展期。根据 MRFR 统计数据，预计未来到 2027 年，车载显示屏市场规模将持续增长至 397 亿美元，2021-2027 复合增长率达到 13%。目前公司三地同时投产，其中惠州和芜湖生产基地处于产能释放的爬坡期，还在布局新的产线；得益于当前市场的强劲需求，公司的车用 LED 产品和 Mini 产品产销两旺。

- **维持“增持”评级：**我们看好公司在背光 LED 市场的领先地位，且在 Mini LED 领域加速布局，未来有望成为公司业绩增长的驱动力。预计公司 2022 年-2024 年的归母净利润分别为 2.02/3.04/3.93 亿元，EPS 为 0.15/0.23/0.29 元，对应 PE 分别约为 27X、18X、14X，维持“增持”评级。
- **风险提示：**产能释放不及预期，下游需求不及预期，Mini LED 渗透不及预期；疫情影响超预期。

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	2,351.12	2,371.35	2,264.64	2,771.24	3,277.27	成长性					
营业成本	1,698.83	1,797.03	1,746.04	2,092.28	2,443.86	营业收入增长	-6.21%	0.86%	-4.50%	22.37%	18.26%
销售费用	55.66	52.14	49.82	60.97	72.10	营业成本增长	-5.99%	5.78%	-2.84%	19.83%	16.80%
管理费用	112.54	116.35	111.12	124.71	147.48	营业利润增长	-2.04%	-19.03%	-21.67%	50.35%	28.89%
研发费用	114.43	130.43	117.76	133.02	150.75	利润总额增长	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
财务费用	34.04	20.61	15.89	19.45	22.94	净利润增长	-1.14%	-10.91%	-25.59%	50.56%	29.02%
其他收益	32.13	24.16	32.75	29.68	28.86	盈利能力					
投资净收益	45.37	19.38	20.00	20.00	20.00	毛利率	27.74%	24.22%	22.90%	24.50%	25.43%
营业利润	347.50	281.37	220.40	331.37	427.12	销售净利率	14.78%	11.87%	9.73%	11.96%	13.03%
营业外收支	-0.95	0.50	-0.85	-0.82	-0.64	ROE	6.91%	7.95%	6.77%	9.65%	11.65%
利润总额	346.55	281.87	219.55	330.55	426.48	ROIC	38.72%	22.09%	17.06%	23.88%	27.08%
所得税	38.80	4.51	13.17	19.83	25.59	营运效率					
少数股东损益	2.82	5.71	4.25	6.40	8.25	销售费用/营业收入	2.37%	2.20%	2.20%	2.20%	2.20%
净利润	304.93	271.65	202.13	304.32	392.63	管理费用/营业收入	4.79%	4.91%	4.91%	4.50%	4.50%
资产负债表						研发费用/营业收入	4.87%	5.50%	5.20%	4.80%	4.60%
						财务费用/营业收入	1.45%	0.87%	0.70%	0.70%	0.70%
流动资产	3,606.19	3,444.71	3,655.93	4,116.32	4,542.42	投资收益/营业利润	13.06%	6.89%	9.07%	6.04%	4.68%
货币资金	907.75	924.11	1,971.61	1,905.38	2,176.58	所得税/利润总额	11.20%	1.60%	6.00%	6.00%	6.00%
应收票据及应收账款合计	1,550.59	1,199.79	1,404.55	1,782.37	1,986.48	应收账款周转率	2.57	2.62	2.63	2.63	2.63
其他应收款	10.15	9.26	9.81	9.74	9.60	存货周转率	10.32	9.45	9.73	9.93	10.06
存货	244.03	258.00	207.61	350.33	301.36	流动资产周转率	0.73	0.67	0.64	0.71	0.76
非流动资产	1,349.96	1,510.92	1,490.87	1,519.98	1,486.25	总资产周转率	0.52	0.48	0.45	0.51	0.56
固定资产	967.36	976.20	930.75	897.23	841.92	偿债能力					
资产总计	4,956.15	4,955.63	5,146.80	5,636.30	6,028.67	资产负债率	49.46%	41.32%	40.81%	42.85%	42.90%
流动负债	1,729.03	1,596.55	1,513.65	1,896.35	2,033.61	流动比率	2.09	2.16	2.42	2.17	2.23
短期借款	157.52	140.19	30.00	30.00	30.00	速动比率	1.94	2.00	2.28	1.99	2.09
应付款项	708.67	659.98	687.43	779.71	915.12	每股指标 (元)					
非流动负债	722.19	451.03	586.61	518.82	552.72	EPS	0.23	0.20	0.15	0.23	0.29
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产	1.79	2.12	2.25	2.38	2.54
负债合计	2,451.22	2,047.59	2,100.26	2,415.17	2,586.33	每股经营现金流	0.18	0.43	0.19	0.22	0.39
股东权益	2,504.93	2,908.04	3,046.54	3,221.13	3,442.35	每股经营现金/EPS	0.81	2.10	1.26	0.97	1.35
股本	1,277.70	1,277.70	1,342.32	1,342.32	1,342.32	估值					
留存收益	1,141.18	1,569.94	1,683.32	1,851.52	2,064.48	PE	18.05	20.26	27.23	18.08	14.02
少数股东权益	10.93	16.64	20.89	27.29	35.55	PEG	56.20	1.55	-2.21	56.32	1.07
负债和权益总计	4,956.15	4,955.63	5,146.80	5,636.30	6,028.67	PB	2.29	1.94	1.82	1.72	1.62
现金流量表						EV/EBITDA	11.38	15.35	11.12	8.28	6.36
						EV/SALES	2.38	2.58	1.70	1.40	1.12
经营活动现金流	807.70	571.36	253.98	296.47	528.51	EV/IC	4.16	4.71	2.79	2.48	2.34
其中营运资本减少	-128.84	156.17	-62.99	-134.73	-4.46	ROIC/WACC	2.65	2.14	1.65	2.32	2.63
投资活动现金流	-1757.00	-405.28	850.91	-138.84	-88.84	REP	1.57	2.20	1.69	1.07	0.89
其中资本支出	10.60	140.49	116.84	258.84	108.84						
融资活动现金流	438.89	-218.08	-57.39	-223.86	-168.47						
净现金总变化	-510.41	-52.01	1047.50	-66.23	271.20						

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>