

智能显示业务增长对冲疫情影响，MicroLED 工艺持续改进

核心观点

- 事件：公司发布 2022 年半年度报告。
- 上半年公司实现营业收入 37.0 亿元，同比增长 2.8%，实现归母净利润 2.7 亿元，同比下降 6.0%，扣非归母净利润 2.4 亿元，同比下降 8%。其中 Q2 单季营收 19.4 亿元，同比下降 8.1%，归母净利润 1.5 亿元，同比下降 15.7%。Q2 归母净利率 7.9%，同比下降 0.7pct，环比增加 1.3pct。
- **智能显示业务稳定增长，盈利能力有所提升：**上半年智能显示业务实现营收 32 亿元，同比增长 16%，Q1、Q2 营收占比均超过了 85%。半年度毛利率并未受国内疫情和经销占比提升影响，较上年略有提升至 29%。其中，上半年境内显示营收受疫情影响增长放缓至 6%，境外显示营收同比增长 41%。订单方面，自 6 月疫情稳定后国内智能显示订单加速恢复，6-7 月较 4-5 月环比增长近 50%，尤其是原有 Micro 产品(P0.4-0.9mm)成本及售价降低，公司推出黑钻系列产品后，Micro LED 订单大增，上半年截至中报披露新增订单 1.5 亿元。
- **Micro LED 工艺改进，成本下降打开市场空间：**New package 单灯量产，将 Micro LED 显示产品间距扩展至 1.8mm，公司于 6 月 30 日发布了 Micro LED 黑钻系列。此外公司还于 7 月 25 日与 Saphlux 共同完成了使用 NPQD® R1 Micro LED 芯片制备的显示屏的开发和测试，为行业首款使用量子点 Micro LED 芯片的显示屏，目前已正式导入量产。Micro LED 的应用空间大幅增加，商业化进程加速。巨量转移良率从投产时的 98.9%提升至 99.995%，叠加规模效应等使得 Micro LED Nin1 产品成本得到控制，产品售价较 2020 年上市时大幅下调，市场空间进一步打开，利晶 Micro LED 产线扩产计划正在规划中。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 22-24 年每股收益分别为 0.29、0.39、0.51 元（原 22-23 年预测为 0.45、0.63 元，主要根据 21 年全年和 22 年半年报情况下调智能显示收入和文旅夜游业务收入与毛利率预测、上调费用率预测），根据可比公司 22 年平均 29 倍 PE 估值水平，给予 8.41 元目标价，维持买入评级。

风险提示

- Mini/Micro LED 技术发展不及预期风险；汇率风险；AR/VR 业务发展及预期风险；毛利率波动风险；扩产进度不及预期风险。

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6,634	8,852	10,056	12,437	15,216
同比增长(%)	-26.7%	33.4%	13.6%	23.7%	22.3%
营业利润(百万元)	(920)	743	912	1,230	1,604
同比增长(%)	-196.3%	180.8%	22.7%	34.9%	30.4%
归属母公司净利润(百万元)	(976)	611	735	998	1,307
同比增长(%)	-238.7%	162.6%	20.3%	35.8%	30.9%
每股收益(元)	(0.38)	0.24	0.29	0.39	0.51
毛利率(%)	31.0%	30.2%	30.7%	31.6%	32.2%
净利率(%)	-14.7%	6.9%	7.3%	8.0%	8.6%
净资产收益率(%)	-12.5%	8.1%	9.1%	11.3%	13.2%
市盈率	(18.1)	28.9	24.0	17.7	13.5
市净率	2.4	2.3	2.1	1.9	1.7

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08月23日）	6.94 元
目标价格	8.41 元
52 周最高价/最低价	11.5/5.4 元
总股本/流通 A 股（万股）	254,290/208,545
A 股市值（百万元）	17,648
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2022 年 08 月 23 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-0.29	7.43	10.86	-36.56
相对表现	1.36	12.8	15.58	-14.23
沪深 300	-1.65	-5.37	-4.72	-22.33



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

联系人

李庭旭 litingxu@orientsec.com.cn

相关报告

中报扣非利润和前三季度净利润超预期 2021-08-20
全球 LED 显示龙头，从小间距到 Mini/Micro LED 2021-08-05

盈利预测与投资建议

我们预测公司 22-24 年每股收益分别为 0.29、0.39、0.51 元（原 22-23 年预测为 0.45、0.63 元，主要根据 21 年全年和 22 年半年报情况下调智能显示收入和文旅夜游业务收入与毛利率预测、上调费用率预测），根据可比公司 22 年平均 29 倍 PE 估值水平，给予 8.41 元目标价，维持买入评级。

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			
			2022/8/23	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E
兆驰股份	002429	4.03	0.07	0.34	0.41	0.43	54.76	11.85	9.83	9.37
三安光电	600703	26.47	0.29	0.51	0.74	0.96	90.31	51.72	35.64	27.69
洲明科技	300232	6.97	0.17	0.44	0.57		41.84	15.89	12.32	
雷曼光电	300162	8.60	0.14	0.20	0.29	0.39	63.33	43.72	29.87	22.11
长阳科技	688299	21.89	0.66	0.82	1.04	1.27	33.42	26.70	21.05	17.24
	最大值						90.31	51.72	35.64	27.69
	最小值						33.42	11.85	9.83	9.37
	平均数						56.73	29.98	21.74	19.10
	调整后平均						53.31	28.77	21.08	19.67

数据来源：朝阳永续、WIND、东方证券研究所

图 2：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
智能显示				
销售收入(百万元)	9,631	12,383	8,609	10,695
变动幅度			-10.6%	-13.6%
毛利率	29.8%	29.9%	30.2%	30.4%
变动幅度			0.4%	0.5%
夜游经济				
销售收入(百万元)	806	806	588	647
变动幅度			-27.0%	-19.7%
毛利率	31.0%	31.0%	15.0%	17.0%
变动幅度			-16.0%	-14.0%
文化旅游				
销售收入(百万元)	440	484	470	517
变动幅度			6.6%	6.7%
毛利率	36.5%	36.5%	25.0%	27.0%
变动幅度			-11.5%	-9.5%
VR体验				
销售收入(百万元)	490	735	378	567
变动幅度			-22.9%	-22.9%
毛利率	70.7%	70.7%	74.5%	74.5%
变动幅度			3.8%	3.8%
其他业务				
销售收入(百万元)	8	8	11	11
变动幅度			36.1%	36.1%
毛利率	45.9%	45.9%	40.0%	40.0%
变动幅度			-5.9%	-5.9%
合计				
销售收入(百万元)	11,376	14,416	10,056	12,437
变动幅度			-11.6%	-13.7%
综合毛利率	31.9%	32.3%	30.7%	31.6%
变动幅度			-1.2%	-0.7%

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。

数据来源：东方证券研究所

图 3：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
营业收入(百万元)	11,376	14,416	10,056	12,437
变动幅度			-11.6%	-13.7%
营业利润(百万元)	1,365	1,890	912	1,230
变动幅度			-33.2%	-34.9%
归属母公司净利润(百万元)	1,154	1,595	735	998
变动幅度			-36.3%	-37.4%
每股收益(元)	0.45	0.63	0.29	0.39
变动幅度			-35.8%	-37.7%
毛利率(%)	31.9%	32.3%	30.7%	31.6%
变动幅度			-1.2%	-0.7%
净利率(%)	10.1%	11.1%	7.3%	8.0%
变动幅度			-2.8%	-3.1%

数据来源：东方证券研究所

风险提示

Mini/Micro LED 技术发展不及预期风险；汇率风险；AR/VR 业务发展及预期风险；毛利率波动风险；扩产进度不及预期风险。

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	2,602	2,366	3,017	3,731	4,565	营业收入	6,634	8,852	10,056	12,437	15,216
应收票据、账款及款项融资	2,529	3,174	3,316	4,101	5,017	营业成本	4,577	6,181	6,965	8,506	10,310
预付账款	45	182	138	171	209	营业税金及附加	40	33	50	56	61
存货	2,578	3,611	3,831	4,678	5,671	销售费用	654	734	964	1,180	1,444
其他	2,380	2,323	2,614	3,193	3,869	管理费用及研发费用	737	834	1,029	1,208	1,471
流动资产合计	10,134	11,655	12,916	15,874	19,330	财务费用	146	116	88	111	144
长期股权投资	243	301	300	300	300	资产、信用减值损失	1,482	290	119	217	254
固定资产	959	1,436	1,461	1,527	1,609	公允价值变动收益	9	18	10	10	10
在建工程	149	8	104	153	177	投资净收益	(14)	11	11	11	11
无形资产	527	506	474	442	411	其他	88	50	50	50	50
其他	1,626	1,942	1,766	1,785	1,806	营业利润	(920)	743	912	1,230	1,604
非流动资产合计	3,503	4,193	4,105	4,207	4,302	营业外收入	11	15	15	15	15
资产总计	13,637	15,848	17,021	20,081	23,632	营业外支出	5	22	37	37	37
短期借款	694	638	942	1,837	2,753	利润总额	(914)	736	890	1,208	1,582
应付票据及应付账款	2,701	4,043	4,040	4,934	5,980	所得税	55	126	151	205	269
其他	1,616	2,059	2,160	2,401	2,691	净利润	(969)	611	739	1,003	1,313
流动负债合计	5,011	6,740	7,142	9,171	11,423	少数股东损益	8	(0)	4	5	7
长期借款	486	262	382	502	622	归属于母公司净利润	(976)	611	735	998	1,307
应付债券	643	670	690	708	724	每股收益(元)	-0.38	0.24	0.29	0.39	0.51
其他	240	377	377	377	377						
非流动负债合计	1,370	1,308	1,449	1,586	1,722	主要财务比率					
负债合计	6,381	8,048	8,590	10,758	13,146		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	28	26	30	35	42	成长能力					
实收资本(或股本)	2,543	2,543	2,543	2,543	2,543	营业收入	-26.7%	33.4%	13.6%	23.7%	22.3%
资本公积	1,884	1,899	1,899	1,899	1,899	营业利润	-196.3%	180.8%	22.7%	34.9%	30.4%
留存收益	2,784	3,338	3,946	4,834	5,991	归属于母公司净利润	-238.7%	162.6%	20.3%	35.8%	30.9%
其他	18	(7)	12	12	12	获利能力					
股东权益合计	7,257	7,800	8,430	9,323	10,487	毛利率	31.0%	30.2%	30.7%	31.6%	32.2%
负债和股东权益总计	13,637	15,848	17,021	20,081	23,632	净利率	-14.7%	6.9%	7.3%	8.0%	8.6%
						ROE	-12.5%	8.1%	9.1%	11.3%	13.2%
						ROIC	-8.2%	7.7%	8.3%	9.6%	10.6%
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%	50.8%	50.5%	53.6%	55.6%
净利润	(969)	611	739	1,003	1,313	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	106	104	149	156	164	流动比率	2.02	1.73	1.81	1.73	1.69
财务费用	146	116	88	111	144	速动比率	1.47	1.16	1.23	1.18	1.16
投资损失	14	(11)	(11)	(11)	(11)	营运能力					
营运资金变动	517	(225)	(639)	(1,329)	(1,543)	应收账款周转率	2.2	2.8	2.8	3.0	3.0
其它	1,296	(131)	309	193	228	存货周转率	1.3	1.9	1.8	1.9	1.9
经营活动现金流	1,111	463	635	123	296	总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7
资本支出	(98)	(385)	(241)	(241)	(241)	每股指标(元)					
长期投资	(48)	(65)	6	0	0	每股收益	-0.38	0.24	0.29	0.39	0.51
其他	(223)	(12)	21	21	21	每股经营现金流	0.44	0.18	0.25	0.05	0.12
投资活动现金流	(369)	(462)	(214)	(220)	(220)	每股净资产	2.84	3.06	3.30	3.65	4.11
债权融资	298	(66)	141	138	136	估值比率					
股权融资	1	15	0	0	0	市盈率	-18.1	28.9	24.0	17.7	13.5
其他	(1,254)	(310)	88	674	622	市净率	2.4	2.3	2.1	1.9	1.7
筹资活动现金流	(955)	(361)	229	812	758	EV/EBITDA	-25.5	17.7	14.8	11.4	8.9
汇率变动影响	(42)	(25)	-0	-0	-0	EV/EBIT	-22.0	19.8	17.0	12.7	9.7
现金净增加额	(255)	(384)	650	714	834						

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