京东方A（000725.SZ）

LCD面板景气度逐步回暖，OLED面板出货量持续增长

买入

核心观点

2022年营收同比下降18.6%，归母净利润同比下降70.8%。2022年公司营收1784.14亿元(YoY -18.6%)，归母净利润75.51亿元(YoY -70.8%)，扣非后归母净利润-22.29亿元(YoY -109.3%)，非经常性损益来源于：1)非流动资产处置收益54.45亿元，主要系出售持有的部分SES股份所得；2)获得政府补助54.59亿元，同比增加33.81亿元。22年公司LCD面板销售面积7603.9万平米(YoY +0.09%)，扣非后净利润同比下滑主要系地缘冲突、通货膨胀等因素导致显示终端需求疲软，面板景气度持续下行、面板大幅跌价所致。

22年毛利率同比下降17.2pct，4Q22毛利率环比有所回升。22年前三季度LCD面板持续跌价，根据WitsView，32/55/43/65英寸LCD电视面板价格从21年12月的41/75/117/195美金下跌至22年9月的26/47/80/106美金，跌幅达到37%/37%/32%/46%。在此背景下，22年公司毛利率同比下滑17.2pct至11.7%，其中3Q22毛利率下滑至2.6%。22年10月以来，面板龙头厂商以推动供需平衡及盈利改善为目标加速库存去化，行业库存恢复至健康水位，LCD电视面板价格企稳回升，4Q22公司毛利率亦环比提升3.3pct至5.9%。

MLED、传感、智慧医工等创新业务营收快速增长。分业务来看，22年显示器件营收同比下降21.9%至1579.49亿元，公司在智能手机、平板电脑、笔记本电脑、显示器、电视五大应用领域出货面积稳居全球第一。22年MLED营收8.47亿元(YoY +87.5%)，11月公司拟通过认购定增的方式成为华灿光电控股股东，补充LED芯片关键技术，构建完整MLED技术体系。此外，22年物联网创新业务营收272.45亿元(YoY -4.0%)，智慧医工业务营收22.03亿元(YoY +19.3%)，传感业务营收3.07亿元(YoY +41.8%)。

公司持续发力OLED业务，22年OLED面板出货量同比增长22.6%。根据洛图科技数据，22年公司柔性OLED面板出货量7950万片(YoY +22.6%)，其中向苹果iPhone出货的数量达到3100万片(YoY +89%)。根据洛图科技报道，公司目标23年完成苹果iPhone 15系列机型的量产交付以及LTPO高阶产品的导入。我们预计23年公司OLED面板出货量将实现同比50%以上的增长，在此背景下公司OLED业务有望在23年实现盈亏平衡。

投资建议：2023年LCD面板价格、稼动率有望温和回升，同时公司持续发力OLED、MLED等业务，我们预计公司23/24/25年归母净利润为82.10/116.40/142.48亿元(23/24年前值：158.43/182.60亿元)，同比增速分别为8.7%/41.8%/22.4%，对应PE为20.4/14.4/11.7倍，维持买入评级。

风险提示：面板价格波动，需求不及预期，公司OLED业务不及预期。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	219,310	178,414	194,511	240,427	273,175
(+/-%)	61.8%	-18.6%	9.0%	23.6%	13.6%
净利润(百万元)	25831	7551	8210	11640	14248
(+/-%)	413.0%	-70.8%	8.7%	41.8%	22.4%
每股收益（元）	0.67	0.20	0.21	0.30	0.37
EBIT Margin	17.8%	-1.1%	4.4%	6.5%	6.9%
净资产收益率（ROE）	18.1%	5.5%	5.8%	7.9%	9.1%
市盈率（PE）	6.5	22.2	20.4	14.4	11.7
EV/EBITDA	5.4	11.9	9.6	7.3	6.6
市净率（PB）	1.18	1.23	1.19	1.13	1.07

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电子·光学光电子

证券分析师：胡剑
021-60893306
hujian1@guosen.com.cn
S0980521080001

证券分析师：胡慧
021-60871321
huhui2@guosen.com.cn
S0980521080002

证券分析师：周靖翔
021-60375402
zhoujingxiang@guosen.com.cn
S0980522100001

证券分析师：李梓澎
0755-81981181
lizipeng@guosen.com.cn
S0980522090001

证券分析师：叶子
0755-81982153
yezi3@guosen.com.cn
S0980522100003

联系人：詹浏洋
010-88005307
zhanliuyang@guosen.com.cn

联系人：李书颖
0755-81982362
lishuying@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	4.43元
总市值/流通市值	169210/168267百万元
52周最高价/最低价	4.54/3.22元
近3个月日均成交额	1601.68百万元

市场走势

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《京东方A（000725.SZ）-LCD面板价格快速下跌，上半年经营业绩承压》——2022-09-01
《京东方A（000725.SZ）-21年OLED出货量全球第二，技术驱动经营稳中提质》——2022-03-31
《京东方A-000725-2021年业绩预告点评：LCD盈利周期性淡化，12月OLED出货量突破千万》——2022-01-21
《京东方A-000725-财报点评：面板景气不减，业绩大超预期》——2021-04-15

盈利预测

受地缘冲突、通货膨胀等因素影响，2022 年以来显示终端需求下滑，我们下调 23/24 年公司 LCD 面板营收预期至 1269.79/1430.09 亿元(前值:1500.75/1599.64 亿元），预计 25 年公司 LCD 面板营收同比增长 11.9%至 1600.30 亿元。2022 年末 32/43/55/65 英寸 LCD 电视面板价格分别较 2021 年末下降了 29%/33%/29%/44%，考虑到 2022 年 LCD 面板大幅跌价，我们下调 23/24 年公司 LCD 面板毛利率预期至 17.0%/17.3%（前值：20.3%/20.8%），预计 25 年公司 LCD 面板毛利率为 17.5%。

基于此，我们预计公司 23/24/25 年营收为 1945.11/2404.27/2731.75 亿元(23/24 年前值：2161.48/2464.44 亿元）；预计 23/24/25 年毛利率为 17.0%/18.7%/19.5%（23/24 年前值：22.1%/22.7%）；预计 23/24/25 年归母净利润为 82.10/116.40/142.48 亿元（23/24 年前值：158.43/182.60 亿元）。

表1：公司营业收入及毛利率预测

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(亿元)	**1355.53**	**2193.10**	**1784.14**	**1945.11**	**2404.27**	**2731.75**
显示器件业务	1230.78	2022.19	1579.49	1732.35	2153.84	2440.06
物联网创新业务	191.78	283.79	272.45	299.70	329.67	362.64
智慧医工业务	15.22	18.47	22.03	25.77	30.91	36.45
MLED 业务		4.52	8.47	14.82	22.23	30.01
传感业务	1.20	2.16	3.07	4.03	5.10	6.25
其他及抵销	-83.46	-138.03	-125.89	-131.55	-137.47	-143.66
同比增速(%)	**16.8%**	**61.8%**	**-18.6%**	**9.0%**	**23.6%**	**13.6%**
显示器件业务	8.2%	64.3%	-21.9%	9.7%	24.3%	13.3%
物联网创新业务		48.0%	-4.0%	10.0%	10.0%	10.0%
智慧医工业务	12.2%	21.3%	19.3%	17.0%	20.0%	17.9%
MLED 业务			87.5%	75.0%	50.0%	35.0%
传感业务	90.9%	80.4%	41.8%	31.3%	26.6%	22.7%
毛利率(%)	**19.7%**	**28.9%**	**11.7%**	**17.0%**	**18.7%**	**19.5%**
显示器件业务	16.6%	26.4%	8.0%	16.9%	18.9%	19.7%
物联网创新业务	12.0%	11.5%	9.5%	10.4%	10.4%	10.4%
智慧医工业务	52.4%	25.8%	17.9%	19.6%	19.6%	19.6%
MLED 业务		3.3%	-2.1%	8.0%	11.2%	15.7%
传感业务	37.1%	22.8%	21.1%	22.2%	22.2%	22.2%

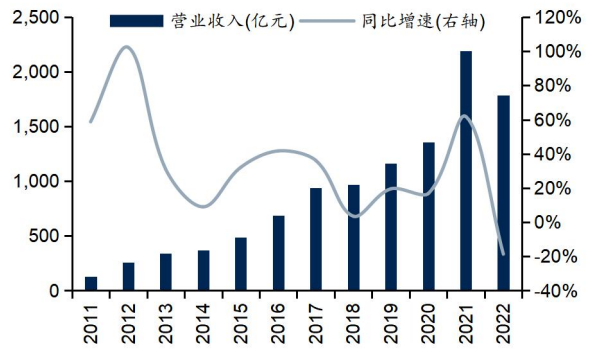
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

表2：公司未来 3 年盈利预测表（单位：亿元）

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1355.53	2193.10	1784.14	1945.11	2404.27	2731.75
营业成本	1088.23	1559.85	1575.31	1614.58	1953.62	2199.15
销售费用	31.38	54.85	42.33	46.61	58.26	65.49
管理费用	62.04	66.93	62.48	72.17	82.26	96.82
研发费用	76.23	106.69	111.01	108.34	133.49	157.93
财务费用	26.50	36.82	24.45	33.04	30.51	27.01
营业利润	60.44	345.43	-0.25	109.22	155.07	189.99
利润总额	60.93	346.20	0.51	109.89	155.81	190.71
归母净利润	50.36	258.31	75.51	82.10	116.40	142.48
EPS(元)	0.13	0.67	0.20	0.21	0.30	0.37
ROE(%)	4.88%	18.07%	5.55%	5.82%	7.87%	9.10%

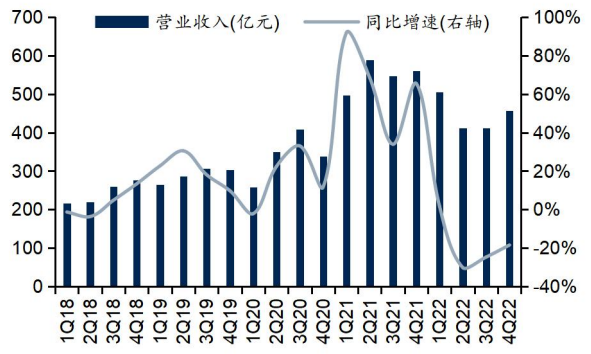
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

图1：公司营业收入及同比增速



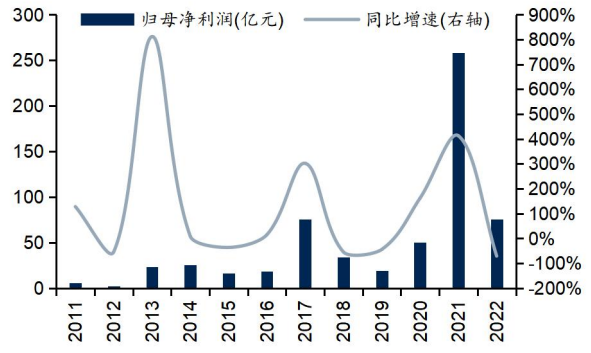
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及同比增速



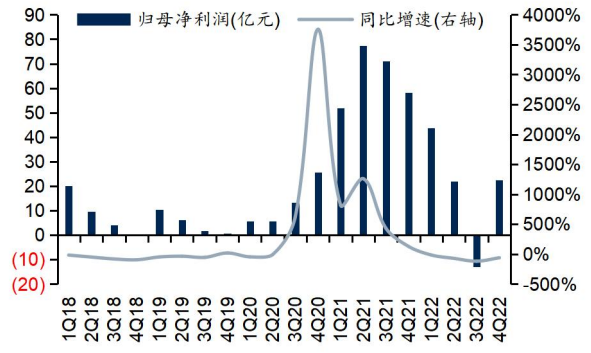
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及同比增速



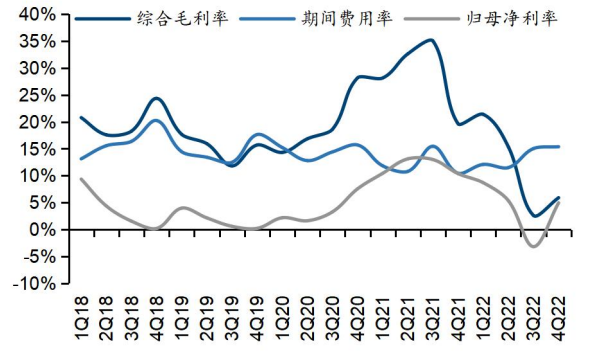
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度归母净利润及同比增速



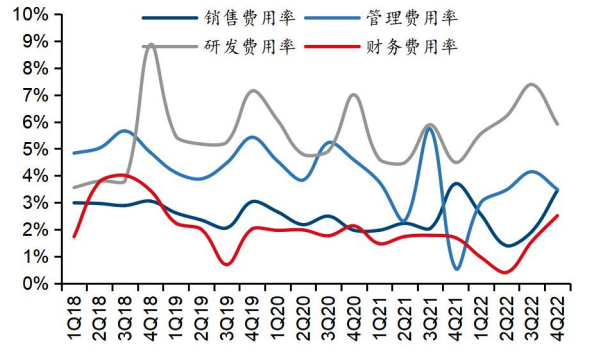
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5：公司单季度综合毛利率、归母净利率、期间费用率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：公司单季度销售、管理、研发、财务费用率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	80987	68800	88346	93988	113663
应收款项	37642	29391	33212	40642	45941
存货净额	27805	22788	26264	31819	34725
其他流动资产	14806	21252	18864	22670	25086
流动资产合计	**161239**	**142231**	**166686**	**189119**	**219415**
固定资产	259241	249373	248637	238102	222707
无形资产及其他	11209	8948	8590	8232	7875
其他长期资产	12502	7587	7315	7041	6797
长期股权投资	6041	12422	15656	19644	24179
资产总计	**450233**	**420562**	**446885**	**462139**	**480972**
短期借款及交易性金融负债	30947	25078	29708	28578	27788
应付款项	33284	30705	31702	38391	43416
其他流动负债	39132	29888	45250	47358	52832
流动负债合计	**103362**	**85670**	**106660**	**114327**	**124036**
长期借款及应付债券	116438	123143	123143	123143	123143
其他长期负债	13053	9698	8645	7177	5218
长期负债合计	**129491**	**132841**	**131788**	**130320**	**128362**
负债合计	**232854**	**218512**	**238449**	**244647**	**252397**
少数股东权益	74293	65961	67421	69492	72026
股东权益	143086	136089	141015	148000	156549
负债和股东权益总计	**450233**	**420562**	**446885**	**462139**	**480972**

关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股收益	0.67	0.20	0.21	0.30	0.37
每股红利	0.27	0.36	0.09	0.12	0.15
每股净资产	3.72	3.56	3.69	3.87	4.10
ROIC	13%	-103%	5%	8%	10%
ROE	18%	6%	6%	8%	9%
毛利率	29%	12%	17%	19%	19%
EBIT Margin	18%	-1%	4%	7%	7%
EBITDA Margin	34%	18%	22%	23%	23%
收入增长	62%	-19%	9%	24%	14%
净利润增长率	413%	-71%	9%	42%	22%
资产负债率	68%	68%	68%	68%	67%
息率	6.1%	8.3%	2.0%	2.8%	3.4%
P/E	6.5	22.2	20.4	14.4	11.7
P/B	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	5.4	11.9	9.6	7.3	6.6

利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	**219310**	**178414**	**194511**	**240427**	**273175**
营业成本	155985	157531	161458	195362	219915
营业税金及附加	1424	1275	1401	1670	1939
销售费用	5485	4233	4661	5826	6549
管理费用	6693	6248	7574	8584	10040
研发费用	10669	11101	10834	13349	15793
财务费用	3682	2445	3304	3051	2701
投资收益	1347	6094	6950	4797	4758
资产减值及公允价值变动	(4393)	(7145)	(4646)	(5532)	(6129)
其他	2218	5445	3340	3658	4132
营业利润	34543	(25)	10922	15507	18999
营业外净收支	76	76	67	73	72
利润总额	**34620**	**51**	**10989**	**15581**	**19071**
所得税费用	4188	1788	1319	1870	2289
少数股东损益	4601	(9288)	1460	2071	2534
归属于母公司净利润	**25831**	**7551**	**8210**	**11640**	**14248**

现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	30432	(1737)	9670	13711	16783
资产减值准备	4478	7304	4738	5645	6250
折旧摊销	34617	34417	33762	40620	44923
公允价值变动损失	(85)	(159)	(92)	(112)	(121)
财务费用	4521	4070	3304	3051	2701
营运资本变动	(17933)	4048	5521	(4227)	(496)
其它	6239	(4921)	(8042)	(8695)	(8951)
经营活动现金流	**62271**	**43022**	**48862**	**49992**	**61089**
资本开支	(35670)	(29398)	(33141)	(30161)	(29497)
其它投资现金流	(5043)	(6575)	2478	(8402)	(5428)
投资活动现金流	**(40713)**	**(35973)**	**(30663)**	**(38562)**	**(34925)**
权益性融资	31520	2302	0	0	0
负债净变化	(16374)	7065	0	0	0
支付股利、利息	(10262)	(13829)	(3284)	(4656)	(5699)
其它融资现金流	(17066)	(16711)	4631	(1131)	(790)
融资活动现金流	**(12182)**	**(21173)**	**1347**	**(5787)**	**(6489)**
现金净变动	**8559**	**(12241)**	**19545**	**5643**	**19675**
货币资金的期初余额	68065	76623	64382	83928	89570
货币资金的期末余额	76623	64382	83928	89570	109245
企业自由现金流	15344	76008	13695	19992	31597
权益自由现金流	(18096)	66362	15418	16176	28430

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032