

投资评级 优于大市 首次覆盖

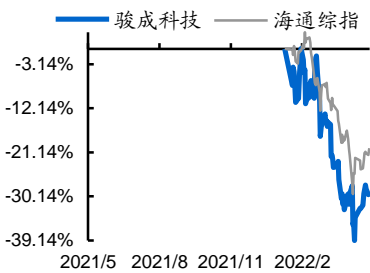
智能汽车电子产品打造第二增长极，专注定制化液晶专显的细分行业龙头

股票数据

05月18日收盘价(元)	30.99
52周股价波动(元)	26.04-57.98
总股本/流通A股(百万股)	73/18
总市值/流通市值(百万元)	2249/562

相关研究

市场表现



指标	1M	2M	3M
沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	3.4	-16.2	-28.3
相对涨幅(%)	7.6	-9.8	-14.2

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 郑宏达

Tel: (021) 23219392

Email: zhd10834@htsec.com

证书: S0850516050002

联系人: 薛逸民

Tel: (021) 23219963

Email: xym13863@htsec.com

投资要点:

- 专注定制化液晶专显，营收、净利持续稳步增长。**公司主营业务专注于液晶专业显示领域，主要产品为TN型(含HTN型)、STN型、VA型液晶显示屏和模组以及TFT型液晶显示模组。公司以高精度彩膜贴附、息屏一体黑、TFT光学贴合等技术为亮点的车载大尺寸VA型液晶显示屏以及流媒体智能后视镜已经在汽车电子领域取得了一定的应用成果，未来将进一步加大车载显示及其他专业显示领域工业品集成方向的拓展。2021年公司实现营收5.65亿元，同比增长24.50%，实现归母净利润0.79亿元，同比增长22.16%。2022年一季度公司实现营收1.44亿元，同比增长29.22%，实现归母净利润0.21亿元，同比增长10.96%。
- 智能汽车电子新接订单快速增长，打造第二增长极。**在汽车电子领域，随着行车安全、导航系统、车载娱乐系统的增加，车内显示屏逐渐向对大尺寸、一体化等方向升级；此外，新能源、自动驾驶汽车的快速兴起将带动车载显示需求提升。截止2022年一季度末，公司在手订单合计2.19亿元，同比增长16.31%。其中汽车电子领域新接订单增幅较高，在手订单合计7887.84万元，同比增长66.12%，主要增量来自于新能源汽车相关的车载产品订单增长。公司是汽车电子领域中车载液晶显示屏产品的二级供应商。根据公司2021年年报，公司产品通过威奇尔、伟世通(天宝汽车)、天有为、新通达等一级供应商渠道交付应用于上汽集团、吉利汽车、长安汽车、北京汽车、奇瑞汽车、东风汽车等国内主要汽车主机厂商。我们认为随着智能汽车渗透率提升，公司有望受益于行业增长，持续开发更多的国内外客户。
- 定制化、快速反应能力为公司核心竞争力，赢得客户长期认可。**根据公司招股说明书，公司已有定制化产品品种多达4000多个，在此基础上公司拥有高效的产品再创新能力及高效的客户需求转化能力，具备快速反应的产品创造机制。除汽车电子外，公司产品主要分布在工业控制、智能家电和医疗健康，同时配套Casio计算器产品的消费电子业务。凭借公司的产品质量，公司终端客户多为全球领先的工控仪表制造商、汽车一级供应商、医疗健康及智能家电生产企业，如卡西欧、松下、上汽集团、吉利汽车、博世、日立、罗氏、拜耳、三菱、东芝、索尼、象印、虎牌等。我们认为公司的产品创新能力及高效的客户需求转化能力突出，未来将依靠客户的长期认可推动营收增长。

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	454	565	741	939	1167
(+/-)YoY(%)	0.6%	24.5%	31.2%	26.7%	24.3%
净利润(百万元)	64	79	101	130	164
(+/-)YoY(%)	-19.5%	22.2%	29.1%	27.7%	26.8%
全面摊薄EPS(元)	0.89	1.08	1.40	1.78	2.26
毛利率(%)	31.1%	27.1%	27.3%	27.4%	27.7%
净资产收益率(%)	17.0%	17.6%	8.2%	9.5%	10.8%

资料来源: 公司年报(2020-2021), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

- **盈利预测及投资评级。**我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 7.41/9.39/11.67 亿元, 2022-2024 年公司归母净利润分别为 1.01/1.30/1.64 亿元, 对应 2022-2024 年 EPS 分别为 1.40/1.78/2.26 元/股。我们选取基于 DCF 估值法, 我们认为公司的合理价值区间为 49.37-51.17 元/股, 对应市值为 35.84-37.14 亿元, 对应公司 2022 年 PE 为 35.32-36.61x, 对应可比公司平均 PE (TTM) 为 36.89x, 首次覆盖给予“优于大市”评级。
- **风险提示:** 新品研发进度不及预期; 行业竞争加剧; 疫情持续恶化。

我们认为骏成科技深耕液晶专显多年，产品已覆盖汽车电子、工业控制、智能家电和医疗健康，经过多年发展，与客户建立了比较稳定的合作关系，拥有较好的客户资源优势。随着新能源、自动驾驶汽车的快速兴起带动车载显示需求提升，同时在工业控制领域，公共交通、充电桩等新兴市场快速发展亦带动对相关显示屏的需求。在医疗健康领域，医疗设备显示屏市场规模日益扩大，自动化水平稳步提升。公司收入规模和盈利水平将稳步上升。我们对公司主营业务进行如下假设：

假设 1: 我们预计单色液晶显示模组 2022E-2024E 的营收同比增速为 45.00%、35.00%、30.00%，显示屏 2022E-2024E 的营收同比增速为 10.00%、10.00%、10.00%，彩色液晶显示模组 2022E-2024E 的营收同比增速分别为 10.00%、10.00%、10.00%，其他业务 2022E-2024E 的营收同比增速为 0.00%。

假设 2: 我们预计单色液晶显示模组 2022E-2024E 的毛利率速为 26.50%、27.00%、27.50%，显示屏 2022E-2024E 的毛利率为 29.50%、29.00%、29.00%，彩色液晶显示模组 2022E-2024E 的毛利率分别为 11.00%、10.50%、10.50%，其他业务 2022E-2024E 的毛利率为 20.00%。

表 1 骏成科技整体分业务预测

		2021	2022E	2023E	2024E
合计	收入 (百万元)	564.75	740.99	939.13	1167.03
	Yoy	24.50%	31.21%	26.74%	24.27%
	毛利率	27.09%	27.31%	27.41%	27.74%
单色液晶显示模组	收入 (百万元)	342.58	496.74	670.60	871.78
	Yoy	44.58%	45.00%	35.00%	30.00%
	毛利率	26.88%	26.50%	27.00%	27.50%
显示屏	收入 (百万元)	214.73	236.21	259.83	285.81
	Yoy	8.12%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	29.76%	29.50%	29.00%	29.00%
彩色液晶显示模组	收入 (百万元)	6.02	6.63	7.29	8.02
	Yoy	-62.31%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	10.68%	11.00%	10.50%	10.50%
其他业务	收入 (百万元)	1.42	1.42	1.42	1.42
	Yoy	-31.63%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	86.83%	20.00%	20.00%	20.00%

资料来源：wind，公司 2021 年年报，海通证券研究所

我们以绝对估值法 DCF 估值法方法来反映公司的长期价值。我们对公司的核心参数进行如下假设：

- 无风险利率：采用近期十年期国债收益率 2.8226% (截止 2022 年 5 月 18 日)；
- Beta 权益：选取可比公司的 Beta 平均值 (见下表)，取值 0.57；
- 市场平均风险收益率：根据 Wind 数据，选取沪深 300 (000300.SH) 近八年的年化收益率平均值 11.27% 作为市场平均风险收益率；
- 税率：2019 年 11 月 22 日，骏成科技取得经复审的《高新技术企业证书》(证书编号：GR201932002602，有效期为三年)，自 2019 年 1 月 1 日至 2021 年 12 月 31 日享受 15% 的企业所得税优惠税率。我们假设公司未来长期税率为 15%。
- 风险溢价：市场平均风险收益率与无风险利率差值为 8.45%；

表 2 可比公司 Beta 值 (2022 年 5 月 18 日)

上市公司	股票代码	Beta 值
经纬辉开	300120.SZ	0.59
超声电子	000823.SZ	0.75
亚世光电	002952.SZ	0.38
平均值		0.57

资料来源: Wind, 海通证券研究所

备注: 可比公司 beta 值选取近 100 周截至 2022 年 5 月 18 日。

我们对公司 2022E-2031E 的收入规模进行如下分阶段预测, 采用 DCF 估值法作来反映公司的长期价值。我们对公司的核心参数进行如下假设:

表 3 骏成科技自由现金流 DCF 估值

(单位: 百万元)	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
收入	740.99	939.13	1167.03	1400.43	1680.52	2016.62	2419.94	2782.93	3200.38	3680.43
Yoy (%)	31.21%	26.74%	24.27%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	15.00%	15.00%	15.00%
EBIT	119.37	152.31	193.09	179.00	214.80	243.64	292.37	316.75	364.26	382.09
所得税税率 (%)	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
息前税后利润 (NOPLAT)	101.46	129.47	164.12	152.15	182.58	207.10	248.52	269.23	309.62	324.78
加: 折旧与摊销	26.80	30.22	34.68	39.24	43.84	48.47	53.14	57.83	62.55	67.29
减: 营运资金的增加	60.55	68.04	78.51	74.17	94.97	112.15	136.39	120.25	140.79	158.60
减: 资本性投资	30.04	40.04	50.04	50.04	50.04	50.04	50.04	50.04	50.04	50.04
公司自由现金流量 FCFF	37.68	51.61	70.26	67.18	81.42	93.38	115.23	156.78	181.35	183.43

资料来源: 海通证券研究所

表 4 DCF 估值: 核心假设及结果

DCF 分析	数值	核心假设	数值
预测期自由现金流现值 (亿元)	6.54	Beta 权益	0.57
永续自由现金流现值 (亿元)	22.05	无风险收益	2.82%
自由现金流终值 (亿元)	28.59	风险溢价	8.45%
企业价值 (亿元)	36.47	股票贴现率 Ke	7.64%
股票价值 (亿元)	36.47	实际税率	15.00%
		债务比率	10.69%
		权益比率	89.31%
		债务利率 Kd	4.75%
		WACC	7.25%
		永续增长率	3.00%

资料来源: wind, 海通证券研究所

表 5 骏成科技: DCF 估值

(单位: 百万元)	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
FCFF	37.68	51.61	70.26	67.18	81.42	93.38	115.23	156.78	181.35	183.43
PV	35.13	44.86	56.94	50.77	57.37	61.35	70.58	89.53	96.56	91.06

资料来源: 海通证券研究所测算

我们分两阶段对骏成科技的现值进行计算: 2022E-2031E 年为第一阶段, 2031E 之后为永续价值, 根据 DCF 估值模型, 我们参考中性情景, 测算公司远期整体公允价值区间 35.84-37.14 亿元。

进一步, 对企业价值进行关于永续增长率、WACC 假设进行敏感性测算。

(A) 保守情景: 永续增长率为 2.85%, WACC 为 7.40%, 测算公司远期整体公允价值为 34.65 亿元;

(B) 中性情景: 永续增长率为 2.95~3.05%, WACC 为 7.20~7.30%, 测算公司远期整体公允价值区间 35.84~37.14 亿元。

(C) 乐观情景: 永续增长率为 3.15%, WACC 为 7.10%, 测算企业远期整体公允价值为 38.57 亿元。

表 6 远期整体公允价值区间对永续增长率与 WACC 的敏感度分析 (亿元)

	WACC						
	7.10%	7.15%	7.20%	7.25%	7.30%	7.35%	7.40%
2.85%	36.81	36.43	36.05	35.69	35.33	34.99	34.65
2.90%	37.09	36.70	36.32	35.95	35.58	35.23	34.88
2.95%	37.37	36.97	36.58	36.21	35.84	35.48	35.12
永续增长率	37.66	37.25	36.86	36.47	36.10	35.73	35.37
3.05%	37.96	37.54	37.14	36.75	36.36	35.99	35.62
3.10%	38.26	37.84	37.43	37.03	36.63	36.25	35.88
3.15%	38.57	38.14	37.72	37.31	36.91	36.52	36.14

资料来源: 海通证券研究所测算

我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 7.41/9.39/11.67 亿元, 2022-2024 年公司归母净利润分别为 1.01/1.30/1.64 亿元, 对应 2022-2024 年 EPS 分别为 1.40/1.78/2.26 元/股。我们选取基于 DCF 估值法, 我们认为公司的合理价值区间为 49.37-51.17 元/股, 对应市值为 35.84-37.14 亿元, 对应公司 2022 年 PE 为 35.32-36.61x, 对应可比公司平均 PE (TTM) 为 36.89x, 首次覆盖给予“优于大市”评级。

表 7 可比公司 PE (TTM)

上市公司	股票代码	PE (TTM)
经纬辉开	300120.SZ	51.68
超声电子	000823.SZ	13.33
亚世光电	002952.SZ	45.67
平均值		36.89

资料来源: Wind, 海通证券研究所

备注: 可比公司 PE (TTM) 值选取 2022 年 5 月 18 日, 可比公司均无一致预期。

风险提示: 新品研发进度不及预期; 行业竞争加剧; 疫情持续恶化。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	565	741	939	1167
每股收益	1.08	1.40	1.78	2.26	营业成本	412	539	682	843
每股净资产	8.18	16.97	18.76	21.02	毛利率%	27.1%	27.3%	27.4%	27.7%
每股经营现金流	0.96	0.93	1.26	1.66	营业税金及附加	5	6	8	10
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
价值评估 (倍)					营业费用	14	19	24	30
P/E	28.02	21.70	16.99	13.40	营业费用率%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
P/B	3.71	1.79	1.62	1.44	管理费用	16	21	26	33
P/S	2.92	2.97	2.34	1.89	管理费用率%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%
EV/EBITDA	-0.63	9.67	7.46	5.67	EBIT	86	119	152	193
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	3	0	0	0
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	27.1%	27.3%	27.4%	27.7%	资产减值损失	-1	0	0	0
净利润率	13.9%	13.7%	13.8%	14.1%	投资收益	0	0	0	0
净资产收益率	17.6%	8.2%	9.5%	10.8%	营业利润	83	119	152	193
资产回报率	11.8%	6.8%	7.7%	8.5%	营业外收支	6	0	0	0
投资回报率	16.7%	8.2%	9.5%	10.8%	利润总额	89	119	152	193
盈利增长 (%)					EBITDA	105	146	183	228
营业收入增长率	24.5%	31.2%	26.7%	24.3%	所得税	10	18	23	29
EBIT 增长率	5.6%	38.7%	27.6%	26.8%	有效所得税率%	11.6%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	22.2%	29.1%	27.7%	26.8%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	79	101	130	164
资产负债率	32.9%	17.6%	19.3%	20.6%					
流动比率	2.06	4.85	4.48	4.24	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
速动比率	1.45	4.19	3.80	3.55	货币资金	76	788	840	910
现金比率	0.35	2.99	2.58	2.30	应收账款及应收票据	218	286	363	451
经营效率指标					存货	128	168	212	263
应收账款周转天数	119.50	119.50	119.50	119.50	其它流动资产	28	36	45	56
存货周转天数	113.63	113.63	113.63	113.63	流动资产合计	450	1278	1460	1679
总资产周转率	0.85	0.50	0.56	0.61	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	4.63	6.11	7.35	8.32	固定资产	122	121	128	140
					在建工程	32	37	42	47
					无形资产	53	52	50	49
					非流动资产合计	214	218	227	243
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	资产总计	664	1496	1687	1922
净利润	79	101	130	164	短期借款	10	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	142	186	236	292
非现金支出	25	27	30	35	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	2	0	0	0	其它流动负债	66	77	90	105
营运资金变动	-53	-61	-68	-79	流动负债合计	218	264	326	396
经营活动现金流	52	68	92	120	长期借款	0	0	0	0
资产	-48	-30	-40	-50	其它长期负债	0	0	0	0
投资	0	0	0	0	非流动负债合计	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	负债总计	218	264	326	396
投资活动现金流	-48	-30	-40	-50	实收资本	54	73	73	73
债权募资	-3	-10	0	0	归属于母公司所有者权益	445	1232	1361	1526
股权募资	0	685	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-14	0	0	0	负债和所有者权益合计	664	1496	1687	1922
融资活动现金流	-17	675	0	0					
现金净流量	-14	713	52	70					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 18 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

郑宏达 电子、计算机行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：利亚德,易华录,歌尔股份,顺络电子,中颖电子,四维图新,木林森,佳都科技,闻泰科技,浪潮国际,创业慧康,视源股份,芯海科技,航天宏图,立昂微,敏芯股份,传音控股,京北方,晶赛科技,盈建科,广联达,用友网络,银江技术,蓝思科技,长川科技,芯朋微,芯原股份-U,N 汉鑫,拉卡拉,三利谱

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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客户。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,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。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报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。