

投资评级：买入（维持）
报告日期：2022年08月18日
市场数据

目前股价	17.61
总市值（亿元）	28.01
流通市值（亿元）	27.54
总股本（万股）	15,906
流通股本（万股）	15,638
12个月最高/最低	18.95/12.27

分析师

分析师：邹兰兰 S1070518060001

☎ 021-31829706

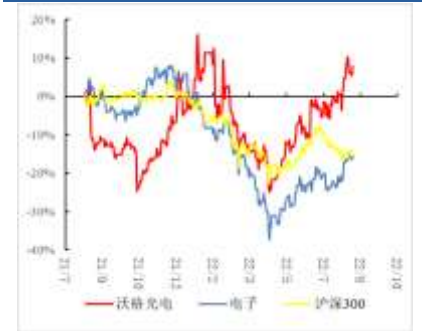
✉ zoulanlan@cgws.com

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

<<营收实现快速增长，玻璃基 Mini LED 有望加速放量>> 2022-03-14

<<领先扩产玻璃基 mini/micro led 产能，激励计划提升发展动力>> 2022-02-22

<<玻璃加工龙头企业，精准卡位 Miniled 浪潮>> 2021-12-29

业绩短期承压，Mini LED 玻璃基布局成长可期

——沃格光电（603773）公司动态点评
盈利预测

(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	604.16	1,050.00	1,522.49	2,207.62	2,980.28
(+/-%)	15.23%	73.79%	45.00%	45.00%	35.00%
净利润	14.11	-26.86	30.67	100.84	176.49
(+/-%)	-72.28%	-290.37%	214.15%	228.86%	75.01%
摊薄 EPS	0.09	-0.17	0.19	0.63	1.11
PE	198.51	-104.27	91.34	27.78	15.87

资料来源：长城证券研究院

核心观点

- 事件：**2022年8月16日，公司发布2022年半年报，2022H1公司实现营业收入7.45亿元，同比增长85.51%；实现归母净利润-494.55万元，同比转亏。2022Q2公司实现营业收入3.89亿元，同比增长82.75%；归母净利润-728.19万元。
- 营收同比高增长，盈利能力有望持续改善。**2022H1公司实现营业收入7.45亿元，同比增长85.51%，环比下降4.30%；实现归母净利润-494.55万元，同比下降301.36%，环比下降312.00%；毛利率22.12%，保持相对平稳。公司销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为5.26%/7.99%/5.16%，费用管控良好。2022H1公司传统玻璃精加工业务销量同比提升，但因受液晶面板行业竞争加剧以及疫情等影响，显示面板终端需求下降，产品销售价格下降，毛利下降，导致实现的净利润同比下滑；新产品方面，由于尚未形成规模量产，以及前期与客户项目合作开发阶段投入的研发费用增加，导致新产品尚未实现盈利；研发费用同比增加约70%，影响本报告期利润约-3,800万元。未来随着面板显示需求逐步回升，新产品放量后规模效应显现，公司盈利能力有望持续改善。
- Mini LED 背光产业链一体化布局，产能扩张持续推进：**2022H1公司已完成Mini LED玻璃基背光模组从前期玻璃基原材料采购到精密微电路制作，芯片巨量转移以及模组全贴合的研发制作全流程，拥有玻璃基板、固晶、驱动、光学膜材到背光模组的Mini LED背光完整产业链，可提供整套解决方案。此外，公司进一步加速在Mini LED背光玻璃基板、背光模组的产能扩张。截至目前，公司子公司江西德虹已开始进行玻璃基材的Mini/Micro LED基板生产项目的投建工作，预计今年下半年实现部分量产，明年下半年形成年产百万平米的规模量产能力。该项目达产后年将实现生产玻璃基材的Mini/Micro LED基板总产能5,240,000 m²/Y。同时，公司与天门高新投共同出资设立合资公司湖北汇晨，投资建设Mini LED背光模组及高端LCD背光模组项目，进一步完善了Mini LED背光显示

模组产业链布局。

- **车载显示加速布局，客户导入稳步进行：**2022H1 公司实现车载产品销售收入 7160 万元。公司重点推进 Mini LED 玻璃基背光及 3A 玻璃一体黑盖板在车载显示模组的商用进程。公司在车载显示产品布局主要体现在：在产品端，公司具备盖板、TP 触控、玻璃基板、灯板、背光模组以及膜材的全贴合量产能力；技术端，公司拥有的 3A 玻璃盖板产品，能实现防眩光、防指纹、防油污，增强玻璃盖板的透光性等；Mini LED 背光相较于传统背光和 OLED 显示，具有寿命长、高亮度、高色域饱和度以及低成本优势，而玻璃基 Mini LED 背光凭借玻璃基的高平整性、低涨缩比及超薄特性在大屏化和轻薄化具有较明显应用优势；市场端，截至目前，子公司深圳汇晨与业内车载显示龙头企业签署战略合作协议，并已开始批量供货；子公司东莞兴为拥有富士康、远峰、创维等 18 家车载前装市场客户，项目合作厂商包括上汽通用、东风本田、广汽三菱等 18 家终端车企。
- **下调盈利预测，维持“买入”评级：**我们看好公司在玻璃基 MiniLED 领域的产业链地位。公司借助传统 LCD 光电玻璃精加工领域的积累和升级，实现在玻璃基 MiniLED 领域的领先布局和明显的技术优势。未来公司有望充分受益 MiniLED 应用爆发，持续提升盈利能力和产业链地位。受液晶面板行业竞争加剧以及疫情等影响，显示面板终端需求下降，对公司净利润产生负面影响，下调盈利预测，预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 0.31/1.01/1.76 亿元，EPS 为 0.19/0.63/1.11 元，对应 22/23/24 年 PE 分别为 91X、28X、16X。
- **风险提示：**市场激烈竞争的风险，产品价格波动的风险，Mini LED 玻璃基扩产不及预期风险，人才流失的风险。

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	604.16	1,050.00	1,522.49	2,207.62	2,980.28	成长性					
营业成本	430.81	817.89	1,172.32	1,655.71	2,175.60	营业收入增长	15.23%	73.79%	45.00%	45.00%	35.00%
销售费用	38.85	40.72	80.69	117.00	157.95	营业成本增长	17.52%	89.85%	43.33%	41.23%	31.40%
管理费用	87.68	123.20	152.25	220.76	327.83	营业利润增长	-67.08%	-145.07%	328.76%	240.58%	76.03%
研发费用	31.91	51.22	79.17	114.80	154.97	利润总额增长	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
财务费用	-10.83	8.72	3.04	4.42	5.96	归母净利润增长	-72.28%	-290.37%	214.15%	228.86%	75.01%
其他收益	7.16	7.34	9.33	7.95	8.21	盈利能力					
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	毛利率	28.69%	22.11%	23.00%	25.00%	27.00%
营业利润	21.24	-9.57	21.90	74.60	131.31	销售净利率	3.52%	-0.91%	1.44%	3.38%	4.41%
营业外收支	-1.16	0.42	1.25	1.55	1.96	ROE	6.91%	7.95%	1.17%	3.41%	5.67%
利润总额	20.08	-9.16	23.16	76.15	133.27	ROIC	41.97%	-0.13%	1.29%	3.70%	5.31%
所得税	5.97	8.09	3.47	11.42	19.99	营运效率					
少数股东损益	0.00	9.62	-10.98	-36.12	-63.21	销售费用/营业收入	6.43%	3.88%	5.30%	5.30%	5.30%
归母净利润	14.11	-26.86	30.67	100.84	176.49	管理费用/营业收入	14.51%	11.73%	10.00%	10.00%	11.00%
资产负债表						研发费用/营业收入	5.28%	4.88%	5.20%	5.20%	5.20%
					(百万)	财务费用/营业收入	-1.79%	0.83%	0.20%	0.20%	0.20%
流动资产	801.97	1,052.67	984.28	1,392.28	1,804.97	投资收益/营业利润	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
货币资金	475.34	298.26	93.94	136.21	183.88	所得税/利润总额	29.74%	-88.30%	15.00%	15.00%	15.00%
应收账款	273.43	567.50	692.78	1,134.63	1,332.38	应收账款周转率	2.67	2.66	2.67	2.67	2.67
应收票据	2.00	11.71	5.77	6.49	7.99	存货周转率	27.23	13.28	11.43	24.00	24.66
存货	21.83	136.26	130.26	53.71	188.02	流动资产周转率	0.67	1.13	1.49	1.86	1.86
非流动资产	1,210.58	1,552.71	1,596.49	1,722.72	1,776.99	总资产周转率	0.32	0.45	0.59	0.78	0.89
固定资产	916.64	1,012.38	1,020.36	1,044.01	1,047.19	偿债能力					
资产总计	2,012.54	2,605.37	2,580.77	3,115.00	3,581.97	资产负债率	19.74%	37.27%	34.83%	39.07%	44.24%
流动负债	386.93	844.30	830.31	1,119.35	1,501.39	流动比率	2.07	1.25	1.19	1.24	1.20
短期借款	149.94	372.28	278.96	483.06	587.21	速动比率	2.02	1.09	1.03	1.20	1.08
应付款项	149.62	343.68	341.46	478.32	634.28	每股指标 (元)					
非流动负债	10.42	126.79	68.61	97.70	83.15	EPS	0.09	-0.17	0.29	0.95	1.65
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产	15.14	12.52	14.91	17.27	18.80
负债合计	397.35	971.09	898.91	1,217.05	1,584.54	每股经营现金流	1.02	0.74	0.54	-0.47	1.03
股东权益	1,615.19	1,634.28	1,681.86	1,897.94	1,997.43	每股经营现金/EPS	11.48	-4.40	1.88	-0.49	0.63
股本	94.60	94.60	106.67	106.67	106.67	估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
留存收益	1,520.60	1,462.16	1,483.63	1,735.83	1,898.52	PE	198.51	-104.27	91.34	27.78	15.87
少数股东权益	0.00	102.55	91.56	55.44	-7.77	PEG	3.00	0.36	-3.36	0.42	-0.06
负债和权益总计	2,012.54	2,605.37	2,580.77	3,115.00	3,581.97	PB	1.73	1.41	1.71	1.48	1.36
现金流量表					(百万)	EV/EBITDA	22.72	17.74	20.92	15.16	11.38
经营活动现金流	807.70	91.02	86.14	-74.18	164.58	EV/SALES	3.62	1.95	1.95	1.41	1.04
其中营运资本减少	-67.11	52.80	-54.20	-269.46	-90.02	EV/IC	1.76	1.25	1.64	1.41	1.32
投资活动现金流	-1757.00	-278.29	-197.65	-246.78	-195.21	ROIC/WACC	0.15	-0.02	0.23	0.66	0.95
其中资本支出	78.47	11.26	203.73	345.73	195.73	REP	11.66	-53.89	7.07	2.13	1.38
融资活动现金流	438.89	108.64	-92.82	363.22	78.30						
净现金总变化	-510.41	-78.64	-204.33	42.27	47.67						

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；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5%之间；
回避——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>