

投资评级 优于大市 维持

短期受疫情干扰, 新业务推动公司横向发展

股票数据

04月25日收盘价(元)	3.74
52周股价波动(元)	3.74-9.33
总股本/流通A股(百万股)	1343/1251
总市值/流通市值(百万元)	5021/4679

相关研究

《21年营收持平, 车用LED及Mini LED快速增长》2022.03.10

《LED产能逐步释放, 新兴应用驱动成长》2021.12.30

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-24.1	-32.0	-31.8
相对涨幅(%)	-15.5	-15.4	-13.3

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:

- 事件:** 2022年4月22日晚, 公司发布2021年报及2022年一季报。2021年公司实现营收23.71亿元, 同比增长0.86%, 实现归母净利润2.72亿元, 同比下降10.91%。2022年一季度, 公司实现营收5.08亿元, 同比下降7.82%, 实现归母净利润0.52亿元, 同比下降6.29%。
- Mini LED技术不断成熟, 公司产品有望快速成长。** 根据Trendforce预计, 2021年Mini LED TV电视出货量预计为210万台, 2022年除三星、TCL外, 不少品牌也推出Mini LED TV, 2022年Mini LED TV出货量将挑战450万台。我们认为除TV外, Mini LED在平板、笔电、显示屏、车载都将迎来新的成长空间。2021年公司的Mini LED产品凭借高色域、高亮度、高对比度、品质性能稳定的优势, 已广泛进入笔电、TV、VR等领域, 并作为首选供应商获得多家重点客户的一致好评。根据公司2021年报, 公司Mini LED模块制造技术已完成技术转化, 我们认为, 随着公司Mini LED产品快速成长, 未来将提升公司在新型显示领域的技术实力和产品竞争力。
- 车用产品全面布局, 业务表现突出。** 随着汽车智能化、电动化趋势日益明显, 汽车电子在整车制造成本中的占比不断提升, 根据天天IC公众号援引Statista数据, 2020年全球汽车电子市场规模约为2180亿美元, 到2028年有望达到4000多亿美元, 年复合增长8%左右。公司车用LED业务保持强劲发展, 公司车载双色LED器件、车用内饰照明LED器件、车用多芯陶瓷封装LED器件产品已发布上市, 车用窄型侧发光LED器件、车用像素显示LED器件产品处于开发阶段。根据行家说Display官方公众号, 2020年全球车载显示器出货量达到1.27亿片, 2021年增长至1.4亿片, 随着车载显示屏的成本不断下降, 全球车载显示在未来几年将保持强势增长, 预计到2025年将达到2.07亿片。公司的车用背光产品已全面进入全球客户的供应链体系, 是目前唯一的大陆品牌。公司车规级Mini LED直接显示模组也广泛应用在新能源汽车上, 部分项目已实现量产。
- 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25.88/29.72/34.18亿元, 2022-2024年公司归母净利润分别为3.20/3.92/4.58亿元, 对应2022-2024年EPS分别为0.24/0.29/0.34元/股。基于PE估值法, 我们给予公司2022年25-27X PE估值, 我们认为公司的合理价值区间为5.95-6.43元/股, 给予“优于大市”评级。
- 风险提示:** 行业竞争加剧; Mini LED渗透不及预期; 疫情持续恶化。

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2351	2371	2588	2972	3418
(+/-)YoY(%)	-6.2%	0.9%	9.2%	14.8%	15.0%
净利润(百万元)	305	272	320	392	458
(+/-)YoY(%)	-1.1%	-10.9%	17.7%	22.6%	17.0%
全面摊薄EPS(元)	0.23	0.20	0.24	0.29	0.34
毛利率(%)	27.7%	24.2%	25.8%	26.2%	26.6%
净资产收益率(%)	12.2%	9.4%	10.0%	10.9%	11.3%

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

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表 1 聚飞光电分业务预测

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
合计					
营业收入(百万元)	2351.12	2371.35	2588.40	2972.42	3417.67
YoY	-6.21%	0.86%	9.15%	14.84%	14.98%
毛利率	27.74%	24.22%	25.81%	26.25%	26.57%
背光 LED					
营业收入(百万元)	1789.49	1679.45	1780.21	2047.25	2354.33
YoY	-6.73%	-6.15%	6.00%	15.00%	15.00%
毛利率	28.34%	24.32%	25.00%	25.50%	26.00%
照明 LED					
营业收入(百万元)	239.49	283.47	297.64	312.52	328.15
YoY	2.49%	18.36%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	11.45%	13.34%	14.00%	14.00%	14.00%
其他业务					
营业收入(百万元)	322.14	408.44	510.54	612.65	735.18
YoY	-9.13%	26.79%	25.00%	20.00%	20.00%
毛利率	36.52%	31.36%	35.50%	35.00%	34.00%

资料来源: Wind, 海通证券研究所测算

表 2 可比公司盈利预测与估值表

代码	简称	EPS (元)			PE (倍)		
		2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
300241	瑞丰光电	0.07	0.13	0.21	72.4	38.7	23.9
300219	鸿利智汇	0.13	0.43	0.63	51.4	15.8	10.6
002745	木林森	0.20	0.78	0.99	45.1	11.7	9.2
	均值	0.13	0.45	0.61	56.3	22.1	14.6
300303	聚飞光电	0.23	0.20	0.24	16.5	18.5	15.7

资料来源: Wind, 海通证券研究所, 除聚飞光电外, 其余公司为 wind 一致预期, PE 对应股价为 2022 年 4 月 25 日。

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	2371	2588	2972	3418
每股收益	0.20	0.24	0.29	0.34	营业成本	1797	1920	2192	2510
每股净资产	2.15	2.39	2.68	3.02	毛利率%	24.2%	25.8%	26.2%	26.6%
每股经营现金流	0.43	0.26	0.31	0.40	营业税金及附加	13	16	19	21
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
价值评估 (倍)					营业费用	52	61	68	78
P/E	18.48	15.71	12.82	10.95	营业费用率%	2.2%	2.3%	2.3%	2.3%
P/B	1.74	1.56	1.39	1.24	管理费用	116	129	145	169
P/S	2.12	1.94	1.69	1.47	管理费用率%	4.9%	5.0%	4.9%	4.9%
EV/EBITDA	21.51	11.40	9.28	7.42	EBIT	242	306	369	436
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	21	11	3	-1
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.9%	0.4%	0.1%	0.0%
毛利率	24.2%	25.8%	26.2%	26.6%	资产减值损失	-49	0	0	0
净利润率	11.5%	12.4%	13.2%	13.4%	投资收益	19	29	38	37
净资产收益率	9.4%	10.0%	10.9%	11.3%	营业利润	281	358	441	516
资产回报率	5.5%	6.0%	6.5%	6.9%	营业外收支	1	0	0	0
投资回报率	7.0%	7.7%	8.3%	8.8%	利润总额	282	358	441	516
盈利增长 (%)					EBITDA	357	394	462	538
营业收入增长率	0.9%	9.2%	14.8%	15.0%	所得税	5	36	44	52
EBIT 增长率	-28.7%	26.4%	20.5%	18.0%	有效所得税率%	1.6%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润增长率	-10.9%	17.7%	22.6%	17.0%	少数股东损益	6	2	5	6
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	272	320	392	458
资产负债率	41.3%	39.7%	39.4%	38.7%					
流动比率	2.16	2.26	2.29	2.34	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
速动比率	1.96	2.09	2.11	2.16	货币资金	924	883	1089	1388
现金比率	0.58	0.53	0.57	0.65	应收账款及应收票据	1200	1516	1735	1909
经营效率指标					存货	258	259	308	350
应收账款周转天数	136.22	137.31	139.03	137.52	其它流动资产	1063	1127	1240	1359
存货周转天数	52.40	49.18	51.34	50.98	流动资产合计	3445	3785	4372	5006
总资产周转率	0.48	0.48	0.50	0.51	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	2.43	2.58	3.00	3.46	固定资产	976	1002	992	989
					在建工程	156	200	259	332
					无形资产	126	122	118	115
					非流动资产合计	1511	1572	1611	1672
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	资产总计	4956	5357	5984	6678
净利润	272	320	392	458	短期借款	140	0	0	0
少数股东损益	6	2	5	6	应付票据及应付账款	1341	1525	1746	1955
非现金支出	159	88	93	102	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-40	-3	-20	-21	其它流动负债	115	150	160	180
营运资金变动	174	-62	-51	-5	流动负债合计	1597	1676	1906	2135
经营活动现金流	571	345	419	541	长期借款	0	0	0	0
资产	-223	-151	-135	-162	其它长期负债	451	451	451	451
投资	-1	-99	-99	-99	非流动负债合计	451	451	451	451
其他	-181	29	38	37	负债总计	2048	2127	2357	2586
投资活动现金流	-405	-221	-195	-224	实收资本	1342	1343	1343	1343
债权募资	-18	-140	0	0	归属于母公司所有者权益	2891	3211	3603	4061
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	17	19	24	30
其他	-200	-25	-18	-18	负债和所有者权益合计	4956	5357	5984	6678
融资活动现金流	-218	-165	-18	-18					
现金净流量	-52	-41	206	299					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 25 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,浪潮国际,创业慧康,视源股份,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,品茗股份,广联达,用友网络,银江技术,长川科技,芯朋微,芯原股份-U,N 汉鑫,三利谱,瑞芯微,能科科技,炬光科技,鼎捷软件

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。