

投资评级 优于大市 维持

全年营收稳中有升, 产品市占率逆势提高

股票数据

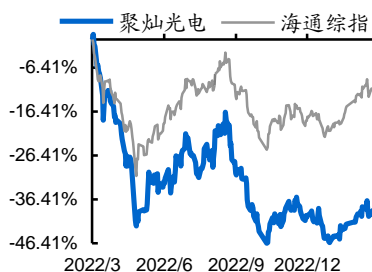
02月28日收盘价(元)	10.23
52周股价波动(元)	8.93-17.29
总股本/流通A股(百万股)	545/371
总市值/流通市值(百万元)	5572/3797

相关研究

《22H1 受疫情影响, 定增扩大 Mini/Micro LED 产能》2022.09.28

《立足 LED 产业, 定增加码 Mini/Micro LED》2022.06.24

《持续精细化管理, Q1 归母净利润快速增长》2022.04.12

市场表现


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	4.5	12.2	3.1
相对涨幅 (%)	7.2	7.1	-5.9

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 郑宏达

Tel: (021) 23219392

Email: zhd10834@haitong.com

证书: S0850516050002

分析师: 薛逸民

Tel: (021) 23219963

Email: xym13863@haitong.com

证书: S0850522080003

投资要点:

- 事件:** 2023年2月28日公司发布2022年年度报告。2022年全年实现营业收入20.29亿元, 同比增长0.96%, 实现归母净利润-0.63亿元。
- 行业需求下滑, 营收稳中有升。** 根据公司2022年年报援引CSA Research统计, 国内市场除车载照明外, 各细分市场的需求均呈现严重萎缩, 出口市场中照明与2021年总体持平, 持续增长动力不足。行业整体未能延续2021年增长的态势, 市场竞争维持基本理性、持续优胜劣汰的局面。同时, 产业链整体存在的时滞性导致LED芯片市场活跃度持续呈现负面走向。公司在行业需求下滑的背景下, 营收稳中有升, 同时持续优化制程工艺技术, 在激烈的市场竞争中逆势提高了产品市场占有率。2022年, 公司主营产品产能利用率维持较高水平, 产能利用率保持在98.23%。
- 财务结构进一步优化, 保持精细化运营。** 2022年公司长期借款逐步下降, 截至2022年末, 公司长期借款下降到0.15亿元, 同比下降92.24%。同时公司持续坚持“管理赋能运营”, 侧重于标准化、流程化、精细化, 以进一步提高运营效率, 根据公司2022年年报, 公司存货周转天数、应收账款周转天数均优于申万LED指数均值。
- 研发投入强化, 推进产品性能和良率。** 2022年公司研发费用较2021年同期增长33.96%, 公司秉承技术与研发双线发力, 在产品良率与性能两个方面实现了双推进。产品良率方面, 公司的银镜倒装产品和Mini LED产品系列良率实现大幅提升, 达到行业一流水准。性能方面, 公司研发持续突破, 高光效和手机背光两大系列产品实现行业最快提升速度, 产品综合竞争力处于行业前列。
- 盈利预测及投资评级。** 我们预计公司2023-2025年营业收入分别为24.75/27.73/31.06亿元, 2023-2025年公司归母净利润分别为1.73/2.07/2.41亿元, 对应EPS分别为0.32/0.38/0.44元/股。由于2022年上半年受制于国际局势、宏观经济、疫情反复的不确定性影响, 应用环节出现国内需求疲软、国际市场波动的态势, 终端市场不及以往, 需求不比预期。我们认为, 随着2023年疫情影响逐步缓解, 各类商展、文旅、演出、体育等聚众型活动陆续重新开放, LED市场也有望回到正常增长的轨道。考虑到可比公司估值水平, 我们给予23年PE估值区间28-30x, 对应合理价值区间8.89-9.53元, 23年PS估值区间3-4x, 对应合理价值区间13.63-18.18元, 综合考虑两种估值方法, 我们认为公司的合理价值区间为11.26-13.85元/股, 维持“优于大市”评级。

- 风险提示:** LED产品价格大幅度下降; 行业竞争加剧; 公司产线产能释放进度不及预期; 疫情持续恶化。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2009	2029	2475	2773	3106
(+/-)YoY(%)	42.8%	1.0%	22.0%	12.0%	12.0%
净利润(百万元)	177	-63	173	207	241
(+/-)YoY(%)	728.4%	-135.8%	372.8%	19.7%	16.6%
全面摊薄EPS(元)	0.33	-0.12	0.32	0.38	0.44
毛利率(%)	16.9%	9.1%	16.1%	16.3%	16.5%
净资产收益率(%)	10.7%	-3.9%	9.7%	10.4%	10.8%

 资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所
 请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 公司营业收入分项预测表（百万元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2009.20	2028.57	2475.34	2772.59	3106.18
YOY	42.83%	0.96%	22.02%	12.01%	12.03%
毛利率	16.89%	9.11%	16.14%	16.29%	16.45%
其中：LED 及外延芯片	1209.03	1147.82	1506.52	1706.89	1933.90
YOY	39.28%	-5.06%	31.25%	13.30%	13.30%
占比总收入	60.17%	56.58%	60.86%	61.56%	62.26%
毛利率	27.32%	14.29%	25.00%	25.00%	25.00%
其他	800.17	880.75	968.82	1065.71	1172.28
YOY	48.56%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
占比总收入	39.83%	43.42%	39.14%	38.44%	37.74%
毛利率	1.12%	2.35%	2.35%	2.35%	2.35%

资料来源：Wind，海通证券研究所

表 2 可比公司盈利预测与估值表

代码	简称	EPS（元）			PE（倍）		
		2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
600703	三安光电	0.29	0.50	0.69	66.3	38.7	27.7
	均值	0.29	0.50	0.69	66.3	38.7	27.7
300708	聚灿光电	-0.12	0.32	0.38	-87.9	32.2	26.9

资料来源：Wind，海通证券研究所，除聚灿光电外，其余公司为 wind 一致预期，PE 对应股价为 2023 年 2 月 28 日。

表 3 可比公司盈利预测与估值表

代码	简称	营业收入（亿元）			PS（倍）		
		2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
600703	三安光电	140.54	189.67	240.98	6.8	5.1	4.0
	均值	140.54	189.67	240.98	6.8	5.1	4.0
300708	聚灿光电	20.29	24.75	27.73	2.7	2.3	2.0

资料来源：Wind，海通证券研究所，除聚灿光电外，其余公司为 wind 一致预期，PE 对应股价为 2023 年 2 月 28 日。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	2029	2475	2773	3106
每股收益	-0.12	0.32	0.38	0.44	营业成本	1844	2076	2321	2595
每股净资产	2.96	3.28	3.66	4.10	毛利率%	9.1%	16.1%	16.3%	16.5%
每股经营现金流	0.90	0.21	0.64	0.64	营业税金及附加	4	6	7	8
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
价值评估 (倍)					营业费用	16	17	19	22
P/E	-87.89	32.21	26.91	23.09	营业费用率%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
P/B	3.45	3.12	2.80	2.49	管理费用	47	50	53	59
P/S	2.75	2.25	2.01	1.79	管理费用率%	2.3%	2.0%	1.9%	1.9%
EV/EBITDA	48.06	19.00	16.22	13.87	EBIT	-48	178	206	236
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	4	-5	-15	-23
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.2%	-0.2%	-0.5%	-0.7%
毛利率	9.1%	16.1%	16.3%	16.5%	资产减值损失	-49	0	0	0
净利润率	-3.1%	7.0%	7.5%	7.8%	投资收益	-10	0	0	0
净资产收益率	-3.9%	9.7%	10.4%	10.8%	营业利润	-78	203	244	284
资产回报率	-1.7%	5.3%	5.7%	6.0%	营业外收支	-1	0	0	0
投资回报率	-1.7%	8.4%	8.7%	8.9%	利润总额	-79	203	244	284
盈利增长 (%)					EBITDA	95	274	305	337
营业收入增长率	1.0%	22.0%	12.0%	12.0%	所得税	-15	31	37	43
EBIT 增长率	-122.2%	470.8%	15.8%	14.4%	有效所得税率%	19.5%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	-135.8%	372.8%	19.7%	16.6%	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	-63	173	207	241
资产负债率	55.7%	44.9%	45.1%	44.9%					
流动比率	1.09	1.23	1.34	1.46	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	0.93	1.00	1.11	1.23	货币资金	1021	389	644	921
现金比率	0.53	0.28	0.41	0.53	应收账款及应收票据	636	809	882	994
经营效率指标					存货	292	305	342	387
应收账款周转天数	75.79	80.18	78.12	78.42	其它流动资产	163	191	214	235
存货周转天数	57.89	53.54	53.80	54.40	流动资产合计	2112	1693	2081	2537
总资产周转率	0.56	0.76	0.76	0.77	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	1.71	2.06	2.33	2.70	固定资产	1184	1199	1187	1149
					在建工程	186	195	205	213
					无形资产	25	24	23	22
					非流动资产合计	1527	1551	1548	1517
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	3639	3244	3629	4054
净利润	-63	173	207	241	短期借款	609	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	1225	1258	1434	1613
非现金支出	203	95	99	101	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-3	16	0	0	其它流动负债	108	116	118	123
营运资金变动	351	-170	44	5	流动负债合计	1942	1374	1552	1736
经营活动现金流	488	114	350	348	长期借款	15	15	15	15
资产	-391	-120	-95	-70	其它长期负债	69	69	69	69
投资	0	0	0	0	非流动负债合计	84	84	84	84
其他	6	0	0	0	负债总计	2025	1458	1635	1819
投资活动现金流	-385	-120	-95	-70	实收资本	545	545	545	545
债权募资	303	-609	0	0	归属于母公司所有者权益	1614	1787	1994	2235
股权募资	8	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-44	-16	0	0	负债和所有者权益合计	3639	3244	3629	4054
融资活动现金流	267	-625	0	0					
现金净流量	372	-631	255	277					

备注: (1)表中计算估值指标的收盘价日期为02月28日; (2)以上各表均为简表

资料来源: 公司年报(2022), 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
薛逸民 电子行业

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,歌尔股份,顺络电子,中颖电子,木林森,佳都科技,闻泰科技,创业慧康,视源股份,芯海科技,航天宏图,立昂微,宇瞳光学,敏芯股份,传音控股,骏成科技,云从科技-UW,广联达,用友网络,鼎龙股份,蓝思科技,商汤-W,思维列控,金溢科技,长川科技,晶晨股份,芯朋微,芯原股份-U,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; 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。	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。
	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。