

投资评级 **优于大市** 维持

OLED 营收持续增长，拓展 IT、车载应用

股票数据

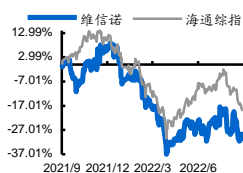
09月28日收盘价(元)	5.81
52周股价波动(元)	5.02-9.90
总股本/流通A股(百万股)	1383/1367
总市值/流通市值(百万元)	8036/7944

相关研究

《廿年厚积薄发，产能规模效应渐显》

2022.04.05

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-7.5	-13.9	-12.8
相对涨幅(%)	-0.7	-4.5	2.0

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

分析师: 薛逸民

Tel: (021)23219963

Email: xym13863@htsec.com

证书: S0850522080003

投资要点:

- OLED 业务营收持续增长，拓展笔记本电脑、车载等中尺寸应用。**2022年上半年，公司实现营收 34.11 亿元，同比增长 23.72%，其中 OLED 产品营收 32.23 亿元，同比增长 20.13%。公司控股的昆山第 5.5 代 AMOLED 生产线保持持续优化产品结构，批量交付一线品牌客户，增加高附加值产品供货，并将通过提升运营效率以提高产线产能；固安第 6 代柔性 AMOLED 生产线产能持续释放，稼动率快速爬升至较高水平；公司参股的合肥第 6 代柔性 AMOLED 生产线量产搭载低功耗动态刷新率技术和折叠等新技术的产品，稼动率持续提升。公司发布了应用于笔记本电脑的柔性 AMOLED 屏下摄像解决方案，并储备了相关超薄、低功耗、长寿命以及氧化物 TFT 驱动背板技术；针对车载显示，继供货透明 A 柱等定制化产品后持续探索创新产品，公司已与数个汽车品牌合作研发推进定制化的 OLED 车载显示产品，加强与终端车企的沟通合作以推进量产应用。
- 布局 Micro LED，加速推进技术研发和量产。**公司参股的成都辰显建成大陆首条从驱动背板、巨量转移到模组全覆盖的 Micro LED 中试线，持续迭代创新技术，提升巨量转移良率和工艺水平。还积极联合上下游头部厂商开发激光转移等关键设备，并在 Micro LED 关键技术卡点上取得突破性进展——自主研发了大尺寸玻璃基 TFT 混合驱动量产方案，巨量转移良率达到 99.95%，持续向量产推进。截止至 2022 年半年报，成都辰显已申请专利 792 件，其中发明专利占比高达 96.8%。
- LTPO、折叠屏推动 OLED 需求增长。**一方面，LTPO 作为一种新型背板技术，结合了 LTPS 和 IGZO 两种技术的优点。根据 Cinnno Research，2021 年中国 OLED 智能机市场，搭载 LTPO 柔性面板的智能机销量占比从 2020 年的不足 1% 增至 7%。另一方面，国产手机品牌 OPPO、小米、荣耀的折叠屏手机价格已下降至万元以下，我们认为价格下降将推动折叠屏手机渗透率逐步提升。
- 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 60.69/83.49/110.64 亿元，2022-2024 年公司归母净利润分别为 -21.04/-10.56/-4.41 亿元，对应分别为 -1.52/-0.76/-0.32 元/股。基于 PB 估值法，参考可比行业 2022 年平均 0.92x PB，给予公司 2022 年 0.90-1.00x PB 水平，我们认为公司的合理价值区间为 7.48-8.31 元/股，给予“优于大市”评级。
- 风险提示：**AMOLED 手机渗透率不及预期；公司产线产能爬坡、良率不及预期；OLED 面板价格大幅度下滑。

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3434	4544	6069	8349	11064
(+/-)YoY(%)	27.7%	32.3%	33.6%	37.6%	32.5%
净利润(百万元)	204	-1638	-2104	-1056	-441
(+/-)YoY(%)	217.9%	-904.8%	-28.4%	49.8%	58.3%
全面摊薄 EPS(元)	0.15	-1.18	-1.52	-0.76	-0.32
毛利率(%)	27.1%	-2.7%	5.0%	10.0%	15.0%
净资产收益率(%)	1.3%	-12.0%	-18.3%	-10.1%	-4.4%

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 公司营业收入分项预测表 (百万元)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3434.33	4544.47	6069.48	8349.42	11064.01
YOY	27.69%	32.32%	33.56%	37.56%	32.51%
毛利率	27.07%	-2.71%	5.02%	10.00%	14.99%
其中: OLED 显示	2155.72	4389.42	6044.23	8322.90	11036.17
YOY	20.92%	103.62%	37.70%	37.70%	32.60%
毛利率	-9.53%	-2.93%	5.00%	10.00%	15.00%
IT 服务	40.08	9.50	9.97	10.47	10.99
YOY	-11.25%	-76.31%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	27.65%	35.32%	25.00%	25.00%	25.00%
其他业务	1238.53	14.56	15.28	16.05	16.85
YOY	43.75%	-98.82%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	90.77%	1.62%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	BPS (元)			PB (倍)		
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
000725	京东方	1254.97	3.35	4.20	4.72	0.98	0.78	0.70
000100	TCL 科技	516.33	3.05	3.47	4.09	1.21	1.06	0.90
	均值		3.20	3.83	4.41	1.09	0.92	0.80
002387	维信诺	80.36	9.83	8.31	7.54	0.59	0.70	0.77

 注: 收盘价为 2022 年 9 月 28 日价格, 除维信诺外, BPS、PB 为 wind 一致预期
 资料来源: Wind, 海通证券研究所

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	4544	6069	8349	11064
每股收益	-1.18	-1.52	-0.76	-0.32	营业成本	4668	5765	7515	9406
每股净资产	9.83	8.31	7.54	7.23	毛利率%	-2.7%	5.0%	10.0%	15.0%
每股经营现金流	1.38	1.06	1.33	1.47	营业税金及附加	56	121	167	221
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.2%	2.0%	2.0%	2.0%
价值评估 (倍)					营业费用	58	303	83	111
P/E	-4.91	-3.82	-7.61	-18.24	营业费用率%	1.3%	5.0%	1.0%	1.0%
P/B	0.59	0.70	0.77	0.80	管理费用	452	1517	751	719
P/S	1.77	1.32	0.96	0.73	管理费用率%	9.9%	25.0%	9.0%	6.5%
EV/EBITDA	-187.46	-149.08	9.90	5.68	EBIT	-1834	-3216	-1837	-1053
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	721	0	0	0
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	15.9%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	-2.7%	5.0%	10.0%	15.0%	资产减值损失	-245	0	0	0
净利润率	-36.1%	-34.7%	-12.6%	-4.0%	投资收益	98	61	83	111
净资产收益率	-12.0%	-18.3%	-10.1%	-4.4%	营业利润	-2460	-2912	-1461	-610
资产回报率	-4.2%	-5.3%	-2.7%	-1.1%	营业外收支	0	0	0	0
投资回报率	-5.5%	-10.5%	-6.2%	-3.7%	利润总额	-2461	-2912	-1461	-610
盈利增长 (%)					EBITDA	-97	-94	1389	2324
营业收入增长率	32.3%	33.6%	37.6%	32.5%	所得税	-476	-437	-219	-91
EBIT 增长率	-385.1%	-75.3%	42.9%	42.7%	有效所得税率%	19.3%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	-904.8%	-28.4%	49.8%	58.3%	少数股东损益	-347	-371	-186	-78
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	-1638	-2104	-1056	-441
资产负债率	54.6%	62.3%	64.8%	65.3%					
流动比率	0.58	0.63	0.66	0.73	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
速动比率	0.50	0.55	0.57	0.64	货币资金	4020	5000	5700	6000
现金比率	0.31	0.32	0.35	0.38	应收账款及应收票据	1184	1530	1418	1879
经营效率指标					存货	921	1185	1338	1417
应收账款周转天数	93.36	90.00	60.00	60.00	其它流动资产	1447	2081	2275	2292
存货周转天数	72.04	75.00	65.00	55.00	流动资产合计	7572	9796	10731	11589
总资产周转率	0.12	0.15	0.21	0.29	长期股权投资	3063	3763	3863	3963
固定资产周转率	0.19	0.27	0.40	0.57	固定资产	23315	22467	20967	19292
					在建工程	550	28	1	0
					无形资产	1363	1113	913	713
					非流动资产合计	31099	30178	28552	26775
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	资产总计	38671	39974	39283	38364
净利润	-1638	-2104	-1056	-441	短期借款	3954	4405	4786	4540
少数股东损益	-347	-371	-186	-78	应付票据及应付账款	3976	5796	5888	5798
非现金支出	2030	3121	3226	3377	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	141	-61	-83	-111	其它流动负债	5124	5434	5513	5448
营运资金变动	1726	886	-65	-712	流动负债合计	13055	15636	16187	15786
经营活动现金流	1911	1471	1836	2036	长期借款	2488	3688	3688	3688
资产	-524	-1500	-1500	-1500	其它长期负债	5571	5571	5571	5571
投资	-569	-700	-100	-100	非流动负债合计	8058	9258	9258	9258
其他	7	61	83	111	负债总计	21114	24894	25445	25044
投资活动现金流	-1087	-2139	-1517	-1489	实收资本	1383	1383	1383	1383
债权募资	741	1651	381	-246	归属于母公司所有者权益	13597	11491	10435	9994
股权募资	71	-2	0	0	少数股东权益	3961	3590	3403	3325
其他	-1263	0	0	0	负债和所有者权益合计	38671	39974	39283	38364
融资活动现金流	-451	1649	381	-246					
现金净流量	366	980	700	300					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 09 月 28 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
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,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,骏成科技,晶赛科技,云从科技-UW,广联达,用友网络,鼎龙股份,蓝思科技,商汤-W,长川科技,晶晨股份,芯朋微,芯原股份-U

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。