



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

## 基础业务稳定向好，高技术产品拓展顺利

——聚飞光电（300303）调研简报

2017年3月6日

强烈推荐/首次

聚飞光电

调研简报

### 报告摘要：

公司国内 LED 背光龙头，AMOLED 对公司影响小。公司客户主要是大陆品牌，在内地 AMOLED 投产之前，AMOLED 的应用规模有限，仅在少数高端产品应用，且公司在 2016 年解决了专利问题，产品成功导入 HOV，因此 AMOLED 的应用对公司中小尺寸背光影响较小。大尺寸背光产品持续高速增长，已经成为国内第一品牌，正在积极拓展国际品牌，公司在原有客户中的份额持续提升。

做大做强 LED 背光的同时，积极拓展高技术产品。公司借助客户的支持和自身强大的研发能力，顺利的进入到小间距和光学膜行业。同时，公司与中兴关系密切，顺利切入其光通信产业链，并积极拓展集成电路封装业务。

- **小间距产品成功导入利亚德等。**公司产品于 2016 年成功导入利亚德等品牌供应体系，随着公司小间距 LED 灯珠产能及良率提升，小间距 LED 产品增长，我们预计公司小间距产品在 2017 年将贡献超过 1.6 亿营收。
- **光学膜产能提升，协同效应明显。**2016 年公司积极推进外部技术合作，加倍投入资金，进行光学膜的技术开发和产能扩张，成功进入京东方、天马和帝晶等客户的供应体系，预计今年光学膜业务营收将过亿，并且毛利率会有一定提升。
- **与中兴合作，布局光器件和集成电路领域。**公司 2.5G 产品已经成熟，10G 产品即将面世。国内 10G 光器件需求量大，并且国内光器件供应商在全球市场占比不足 10%，公司 10G 光器件封装业务存在巨大机会。公司与中兴合作布局光器件和集成电路领域，前景广阔。

**公司盈利预测及投资评级。**公司是国内 LED 背光领域的龙头企业，在做好传统主业的同时，积极布局光学膜、小间距、光器件以及半导体封装。我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.23/0.30/0.44 元，对应 PE 分别为 40.04/30.4/20.8 倍，给予公司“强烈推荐”评级。

### 风险提示

OLED 渗透加速，光器件及半导体封装低于预期。

### 财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	990.51	959.48	1,509.10	2,262.60	3,457.50
增长率(%)	31.43%	-3.13%	57.28%	49.93%	52.81%
净利润(百万元)	176.84	100.06	155.23	207.27	304.21
增长率(%)	35.40%	-43.42%	52.70%	35.66%	46.77%
净资产收益率(%)	17.02%	6.03%	5.77%	7.41%	10.06%
每股收益(元)	0.63	0.16	0.23	0.30	0.44
PE	14.62	57.56	40.04	30.40	20.81
PB	2.48	3.73	2.38	2.25	2.09

### 杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480510120014

**联系人：余江**

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

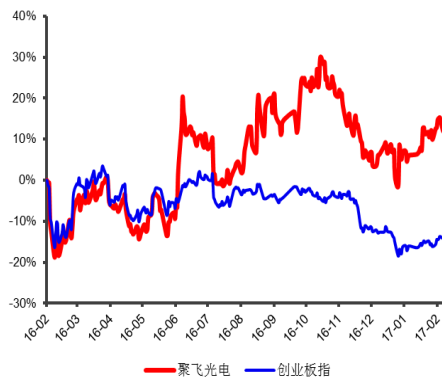
执业证书编号:

S1480510120014

### 交易数据

52 周股价区间(元)	10.79-6.67
总市值(亿元)	63.9
流通市值(亿元)	44.4
总股本/流通 A 股(万股)	48244/69399
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	3.05

### 52 周股价走势图



资料来源：WIND, 东兴证券研究所

### 相关研究报告

## 目 录

1. 公司是液晶背光模组龙头企业 .....	3
1.1 公司盈利持续向好 .....	3
1.2 以 LED 业务为基础，向高技术产品拓展 .....	4
2. AMOLED 对公影响小 .....	5
2.1 受产能及成本限制，AMOLED 难以快速大规模应用 .....	5
2.2 AMOLED 应用对公司中小尺寸背光影响小 .....	6
3. 积极拓展高技术产品 .....	7
3.1 小间距产品进入品牌客户，享受高增长红利 .....	7
3.2 光学膜产能提升，协同效应明显 .....	7
3.3 与中兴合作，布局光器件和集成电路领域 .....	9
4. 盈利预测及估值 .....	10
5. 风险提示 .....	10

## 表格目录

表 1: 中国电信 2015-2016 集采数据 .....	9
表 2: 公司盈利预测表 .....	11

## 插图目录

图 1: 2012-2016 公司营收及增速情况 .....	3
图 2: 2012-2016 公司净利润及增速情况 .....	4
图 3: 2012-2016 公司净利润及增速情况 .....	4
图 4: 2016-2020 全球 AMOLED 智能手机渗透率 .....	5
图 5: 2016-2020 中国 AMOLED 智能手机渗透率 .....	6
图 6: 2014-2016 公司大尺寸背光营收占比 .....	7
图 7: LCD 面板上下游产业链 .....	8
图 8: 液晶面板成本构成 .....	8
图 9: 光通信产业链 .....	9

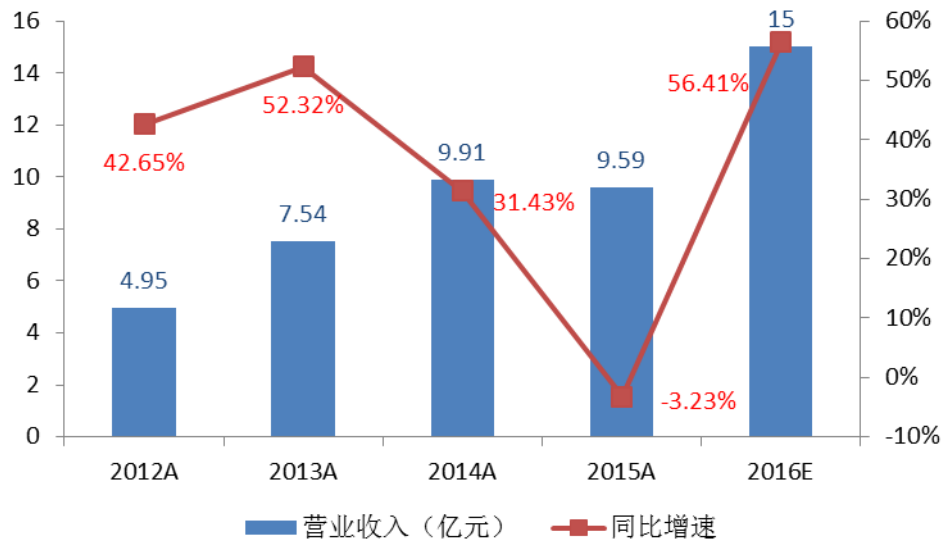
## 1. 公司是液晶背光模组龙头企业

公司前身是深圳聚飞广电有限公司，成立于2005年9月。公司成立后专业从事SMD LED器件的研发、生产与销售，主要产品为背光LED器件和照明LED器件。公司抓住了LED行业发展的良好机遇，不断提升技术研发水平、产品生产和市场开拓能力，实现产品产量和销量的快速增长，市场占有率稳步提高，成为中国大陆生产背光LED的龙头企业。

### 1.1 公司盈利持续向好

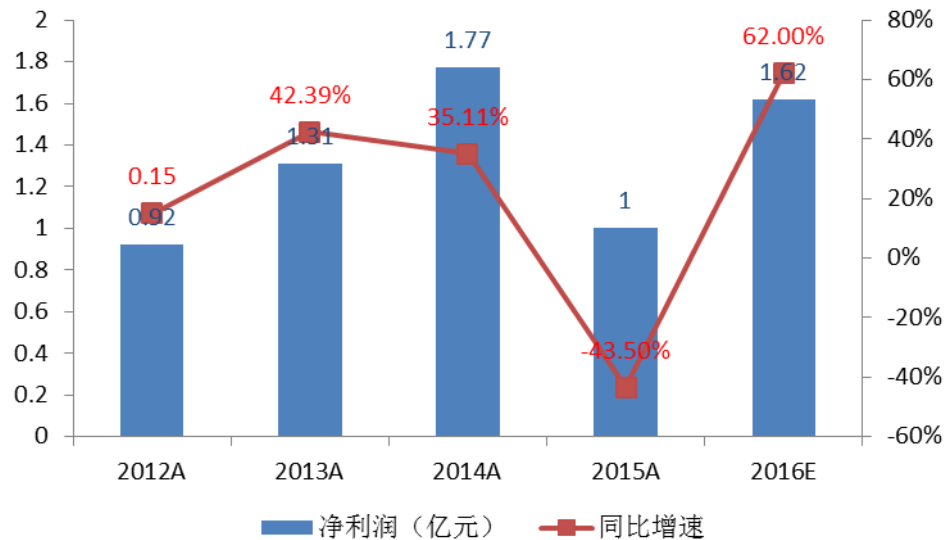
公司自2012年上市后，营收和利润持续向好。除2015年受市场环境的影响，公司营收及利润出现下滑外，其他年份公司经营情况持续向好，增速均在30%以上。我们预计2016年公司营收及净利润分别为15亿和1.62亿元，分别同比增长56%和58%。

图 1: 2012-2016 公司营收及增速情况



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 2: 2012-2016 公司净利润及增速情况

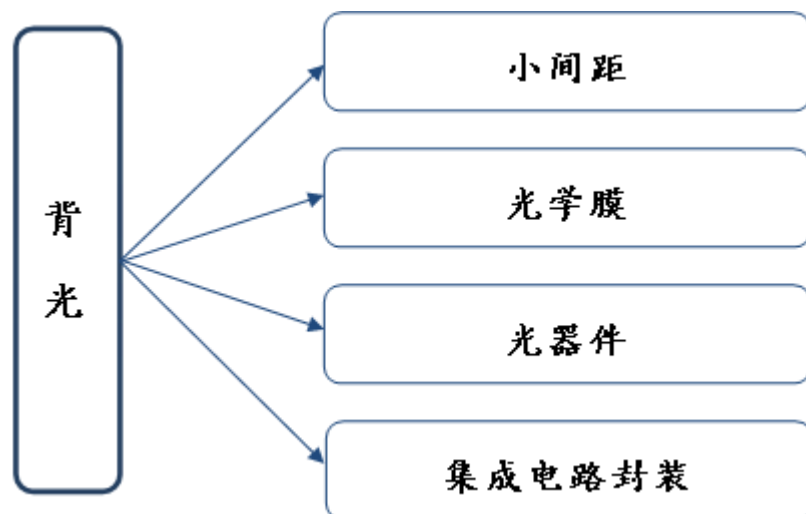


资料来源：wind，东兴证券研究所

## 1.2 以 LED 业务为基础，向高技术产品拓展

LED 业务为公司发展高技术产品奠定了良好的基础。公司在 LED 背光领域技术及产品突出，借助客户的支持和自身强大的研发能力，顺利的进入到小间距和光学膜行业，当前光学膜业务快速发展，产能扩充顺利。同时，公司与中兴关系密切，顺利切入其光通信产业链，同时正在积极拓展集成电路封装业务。

图 3: 2012-2016 公司净利润及增速情况



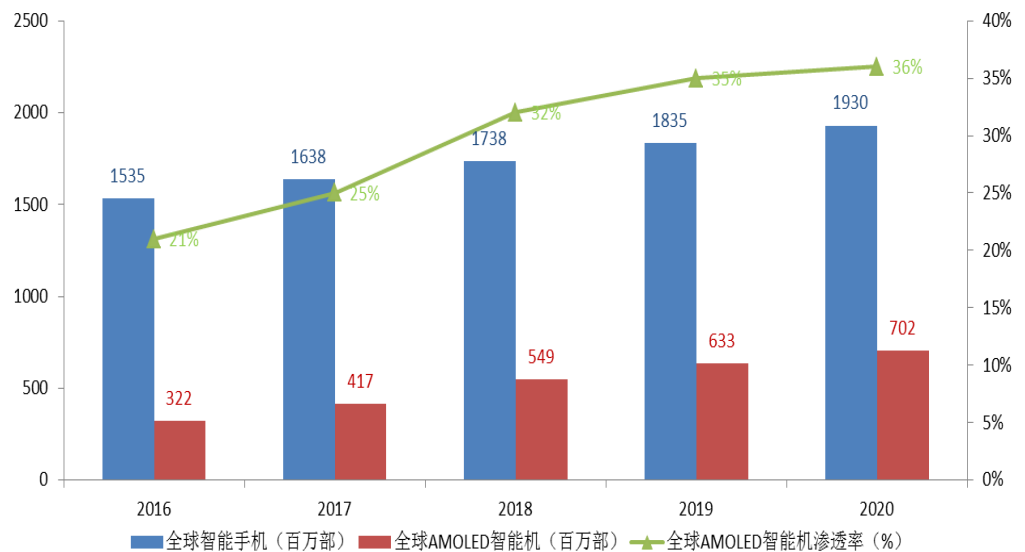
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 2. AMOLED 对公影响小

### 2.1 受产能及成本限制，AMOLED 难以快速大规模应用

智能手机面板的变化，主要是画质、外观和功能三个方面，AMOLED 相对 LCD 的最大优势便是柔性显示。当前柔性 AMOLED 的供应基本来自三星，主流手机厂商仅有小部分高端手机应用，且产能投放较慢，大规模增长得到 2019 年以后。

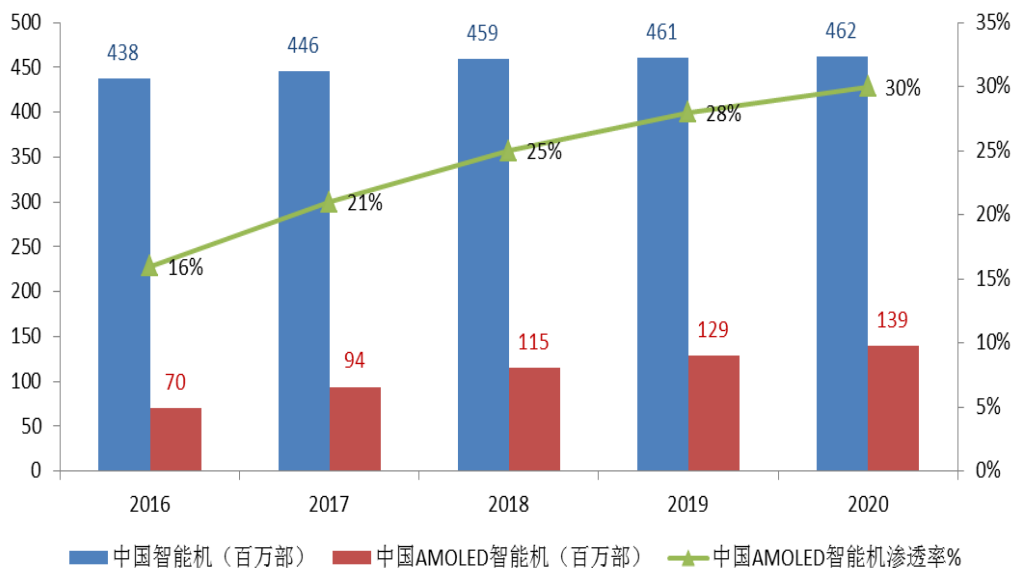
图 4：2016-2020 全球 AMOLED 智能手机渗透率



资料来源：旭日产研，东兴证券研究所

在国内产能没有放出的情况下，国内 AMOLED 智能手机的渗透相对缓慢。国内 AMOLED 产能至少到 2018 年才能慢慢放出，此前屏幕主要由三星供应。三星将优先供自身以及苹果使用，且国内 HOV 品牌势头强劲，三星有借柔性 AMOLED 屏幕打击国内品牌的意图，因此国内 AMOLED 手机的渗透率提升相对缓慢。

图 5：2016-2020 中国 AMOLED 智能手机渗透率

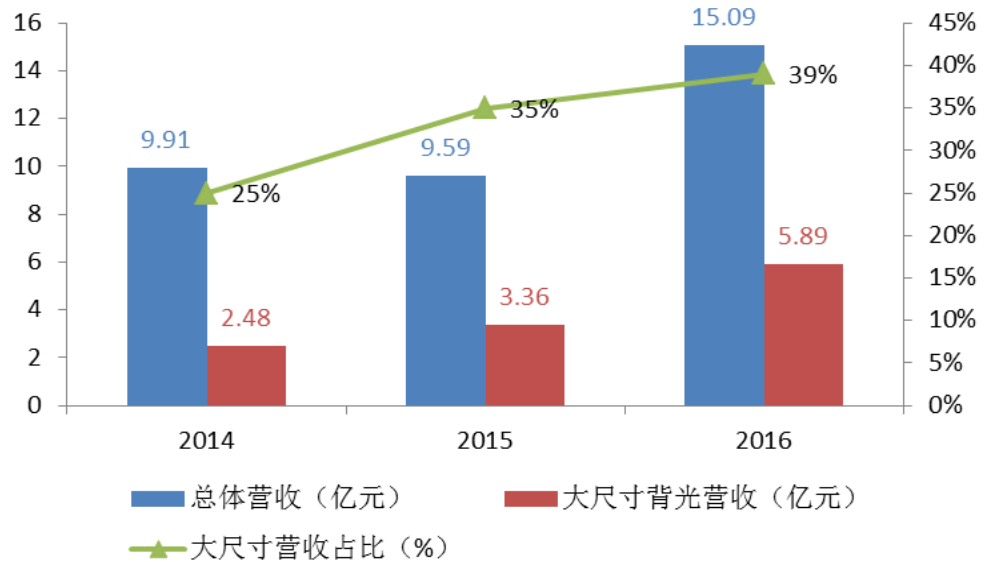


资料来源：旭日产研，东兴证券研究所

## 2.2 AMOLED 应用对公司中小尺寸背光影响小

**公司中小尺寸背光产品以大陆客户为主。**公司中小尺寸背光已经超越韩国、台湾等地竞争对手，成为 LED 背光龙头。但是公司客户主要是大陆品牌，在内地 AMOLED 投产之前，AMOLED 的应用规模有限，仅在少数高端产品应用，且公司在 2016 年解决了专利问题，产品成功导入 HOV，因此 AMOLED 的应用对公司中小尺寸背光影响较小。

**大尺寸背光快速增长。**公司大尺寸背光产品持续高速增长，已经成为国内第一品牌，正在积极拓展国际品牌，公司在原有客户中的份额持续提升。各大面板企业在大尺寸 AMOLED 领域持续投入，但受技术限制，仅有 LG 量产，公司大尺寸产品目前不受 AMOLED 影响。2016 年公司大尺寸业务增长超 50%，我们认为公司大尺寸背光产品仍有较大成长空间，高增速可维持。

**图 6：2014-2016 公司大尺寸背光营收占比**


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### 3. 积极拓展高技术产品

公司利用在背光领域的技术优势及资源优势，积极向背光上游的光学膜业务拓展，同时横向开发小间距灯珠业务，且与中兴合作布局 IC 封装领域。

#### 3.1 小间距产品进入品牌客户，享受高增长红利

**小间距 LED 市场空间大，增速快。**根据 Futuresource Consulting 数据显示，2015 年全球小间距 LED 屏幕市场销售金额 6.78 亿美元，增长幅度 180%，到 2020 年全球小间距 LED 屏市场规模将达到 22 亿美元，年复合增速为 34%。

**公司产品成功导入利亚德等品牌，将享受高增长红利。**利亚德是小间距 LED 领域的领军企业，从 2012 年以来，利亚德小间距 LED 方面收入高速增长，2015 年小间距 LED 营收达到 8.11 亿，约占全球销售收入的 20%，预计利亚德 2016 年 LED 营收将达到 12.5 亿元。公司产品于 2016 年成功导入利亚德等品牌供应体系，将充分享受小间距 LED 产业红利。

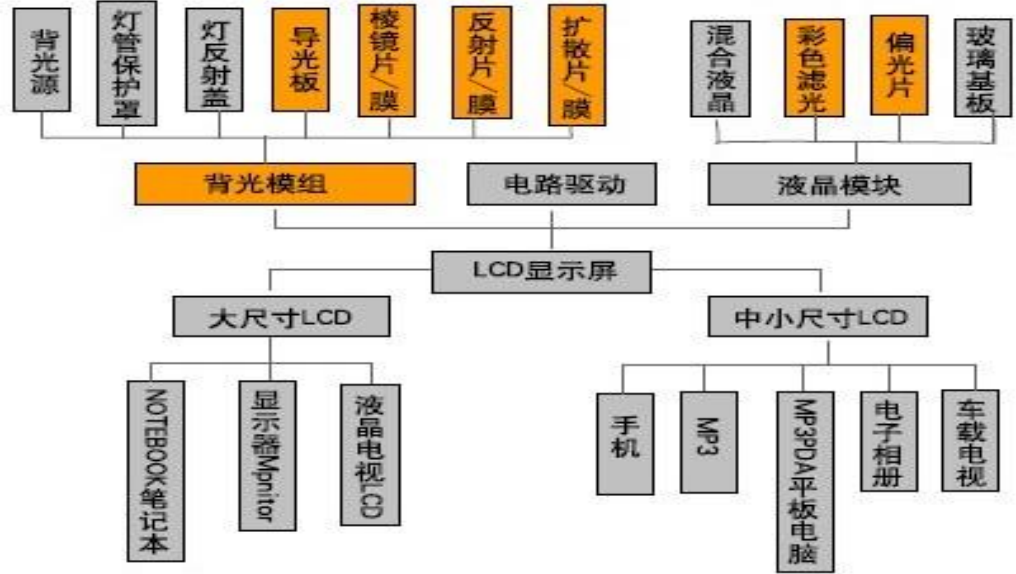
随着公司小间距 LED 灯珠产能及良率提升，小间距 LED 产品增长，我们预计公司小间距产品在 2017 年将贡献超过 1.6 亿营收。

#### 3.2 光学膜产能提升，协同效应明显

**光学膜价值含量高，市场空间大。**光学膜主要应用在背光模组、偏光片、彩色滤光片等液晶面板组件中，平板显示市场需求巨大，应用范围很广。从背光模组和偏光片在液晶面板的成本构成来看，二者合计占有 26%，约占液晶面板成本的 1/4，而光学膜

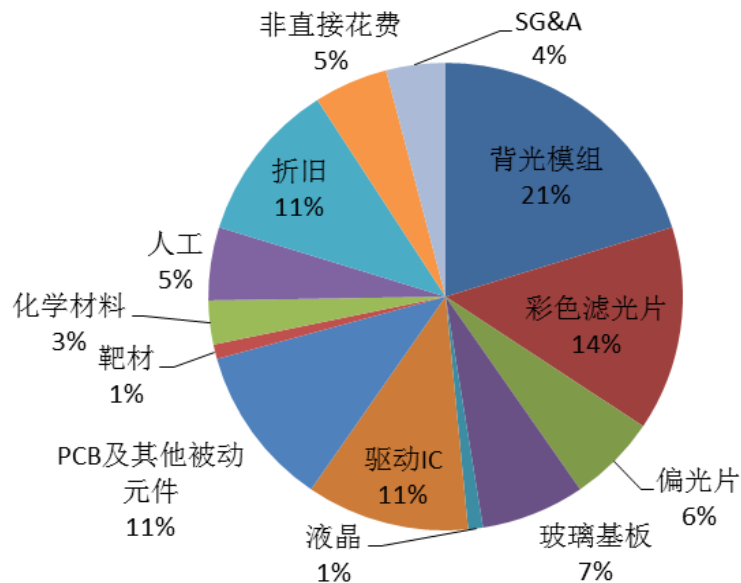
在背光模组成本中占据了 62%。根据 Research and Market 数据, 全球 2016 年液晶面板的市场规模为 1335 亿美元, 相应光学膜的市场规模超 150 亿美元, 市场空间大。

图 7: LCD 面板上下游产业链



资料来源: OFweek, 东兴证券研究所

图 8: 液晶面板成本构成



资料来源: OFweek, 东兴证券研究所

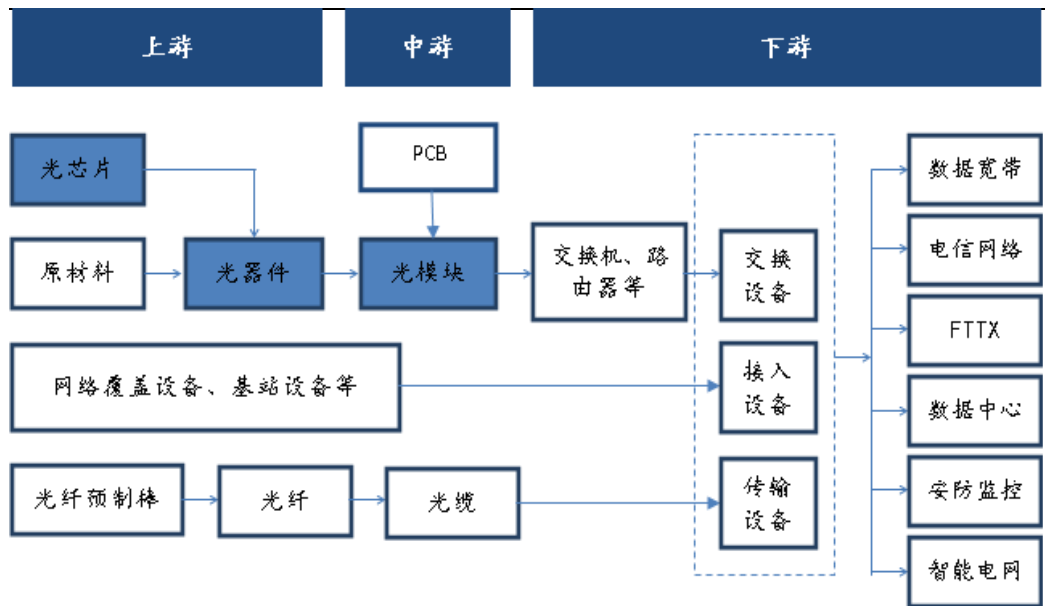
公司 2016 年成功完成光学膜产能扩张及客户导入。2016 年公司积极推进外部技术合作, 加倍投入资金, 进行光学膜的技术开发和产能扩张, 成功进入京东方、天马和帝晶等客户的供应体系, 预计今年光学膜业务营收将过亿, 并且毛利率会有一定提升。



### 3.3 与中兴合作，布局光器件和集成电路领域

公司的光器件业务属于光通信产业链上游，将受益于光通信基础设施建设热潮。2015年开始，在“宽带中国”、“光改”以及提速降费等一系列政策推动下，光通信市场异常火爆，三大运营商更是投入巨额资金建设光通信基础设施。根据“宽带中国”战略，到2020年，宽带网络全面覆盖城乡，固定宽带家庭普及率达到70%，行政村通宽带比例超过98%；城市和农村家庭宽带接入能力分别达到50Mbps和12Mbps，发达城市部分家庭用户可达1Gbps。因此国内光通信建设仍将保持高景气度，公司光器件业务将受益于光通信基础设施建设热潮。

图9：光通信产业链



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

背靠中兴通信，分享全球光通信市场。据咨询机构OVUM发布的最新光网络产品市场报告及数据，中兴通讯是全球第三大WDM/CPO-T（波分产品）供应商，2015年光网络市场份额全球排名稳居前二。产品服务于全球120多个国家和地区的500多家运营商及企业用户，100G/超100G线路总长超过30万公里。

公司2.5G产品已经成熟，10G产品即将面世。国内10G光器件需求量大，并且国内光器件供应商在全球市场占比不足10%，公司10G光器件封装业务存在巨大机会。

表1：中国电信2015-2016集采数据

采购项目	2015	2016
EPON OLT	22 万	10 万
EPON ONU	119 万	120 万
GPON OLT	71 万	70 万
GPON ONU	134 万	120 万
10GPON OLT	4 万	10 万

10G GPON ONU

104 万

120 万

资料来源：中国电信，东兴证券研究所

**紧随全球集成电路产业转移大潮，布局芯片封装。**2016年5月，公司与芜湖经济技术开发区以及中兴智能科技合作，拟在中兴智能科技芜湖产业园内投资建设华东生产基地项目，用地面积150亩，建设项目内容为IC集成电路封装和LED封装及组件生产、研发、销售等经营活动。

**公司紧跟中兴 M-ICT 战略，芯片封装前景广阔。**中兴微电子是中国前三的芯片设计企业，近几年营收规模持续快速增长，2014年、2015年和2016年上半年的营收分别为30.64亿元、50亿元和28.57亿元。其中，以固网终端为代表的芯片强劲增长，稳居全球前列。PTN、IPRAN、路由器市场份额稳步增长，自研GEPHY芯片、新一代分组芯片、OTN 100G、20G Framer 芯片逐步全面量产。多模软基带芯片 V2.0 顺利完成投片，将提升产品用户密度和对 Pre 5G 的支持。有线和无线系统级芯片成为支持自身设备的重要来源。NB-IoT 物联网终端芯片完成全球首个仪表互通测试。多媒体系列芯片应用覆盖 VR/AR、云终端、视频会议、车载等。手机终端芯片在亚太、欧洲、南美、非洲等市场得到广泛应用。公司将通过外延的方式进入芯片封装领域，与中兴形成良好的协同效应，前景广阔。

#### 4. 盈利预测及估值

公司是国内 LED 背光领域的龙头企业，在做好传统主业的同时，积极布局光学膜、小间距、光器件以及半导体封装，发展前景良好。我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.23/0.30/0.44 元，对应 PE 分别为 40.04/30.4/20.8 倍，给予公司“强烈推荐”评级。

#### 5. 风险提示

OLED 渗透加速，光器件及半导体封装低于预期。

**表 2: 公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产合计</b>	1030	1744	2170	2818	3853	<b>营业收入</b>	991	959	1509	2263	3458
货币资金	425	253	453	679	1037	<b>营业成本</b>	705	733	1138	1701	2590
应收账款	388	395	620	930	1421	营业税金及附加	6	5	9	29	45
其他应收款	1	2	4	5	8	营业费用	9	15	24	43	69
预付款项	36	39	41	45	50	管理费用	84	104	171	272	425
存货	79	129	203	303	461	财务费用	-5	-2	-2	-3	-4
其他流动资产	7	818	818	818	818	资产减值损失	9.10	21.03	20.80	14.00	14.00
<b>非流动资产合计</b>	405	483	1229	1813	2264	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	12	0	0	0	0	投资净收益	19.31	25.52	20.30	21.00	20.30
固定资产	349.82	387.83	783.35	1363.81	1603.26	<b>营业利润</b>	202	108	169	227	339
无形资产	1	40	159	166	172	营业外收入	3.74	8.50	10.00	15.00	16.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.22	1.27	1.20	1.20	1.20
<b>资产总计</b>	1435	2227	3398	4631	6117	<b>利润总额</b>	206	116	178	241	354
<b>流动负债合计</b>	350	485	685	1774	3048	所得税	29	15	25	34	50
短期借款	0	0	81	905	1745	<b>净利润</b>	177	100	155	207	304
应付账款	277	339	521	778	1185	少数股东损益	-2	-2	0	-3	-3
预收款项	0	1	3	5	8	归属母公司净利润	179	102	155	210	307
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	227	182	248	383	512
<b>非流动负债合计</b>	31	38	19	19	19	<b>BPS (元)</b>	0.63	0.16	0.23	0.30	0.44
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
<b>负债合计</b>	381	523	704	1793	3067	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	3	6	4	1	-2	营业收入增长	31.43%	-3.13%	57.28%	49.93%	52.81%
实收资本(或股	283	688	694	694	694	营业利润增长	40.68%	-46.46%	55.89%	34.56%	49.17%
资本公积	273	539	1417	1417	1417	归属于母公司净利润	51.69%	35.41%	51.69%	35.41%	46.10%
未分配利润	436	400	447	510	602	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	1051	1698	2690	2838	3053	毛利率(%)	28.80%	23.60%	24.60%	24.80%	25.10%
<b>负债和所有者权</b>	1435	2227	3398	4631	6117	净利率(%)	17.85%	10.43%	10.12%	9.16%	8.80%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润(%)</b>					
单位:百万元						ROE(%)					
2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
<b>经营活动现金流</b>	155	183	110	224	254	<b>偿债能力</b>					
净利润	177	100	153	207	304	资产负债率(%)	27%	23%	21%	39%	
折旧摊销	30.07	75.18	0.00	142.54	160.54	流动比率	2.94	3.59	3.17	1.59	1.26
财务费用	-5	-2	-2	-3	-4	速动比率	2.72	3.33	2.87	1.42	1.11
应收账款减少	0	0	-225	-310	-491	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	2	2	3	总资产周转率	0.74	0.52	0.54	0.56	0.64
<b>投资活动现金流</b>	-35	-916	-830	-762	-648	应收账款周转率	3	2	3	3	3
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	3.57	3.11	3.51	3.48	3.52
长期股权投资减	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	19	26	20	21	20	每股收益(最新摊薄)	0.63	0.16	0.22	0.30	0.44
<b>筹资活动现金流</b>	-42	549	920	764	752	每股净现金流(最新	0.27	-0.27	0.29	0.33	0.52
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	3.72	2.47	3.88	4.09	4.40
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	65	405	6	0	0	P/E	14.62	57.56	41.16	30.40	20.81
资本公积增加	-65	266	878	0	0	P/B	2.48	3.73	2.38	2.25	2.09
<b>现金净增加额</b>	77	-183	200	226	358	EV/EBITDA	9.60	33.51	24.24	17.29	13.86

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

## 联系人简介

### 余江

北京大学硕士，2016年1月于东兴证券从事电子行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。