

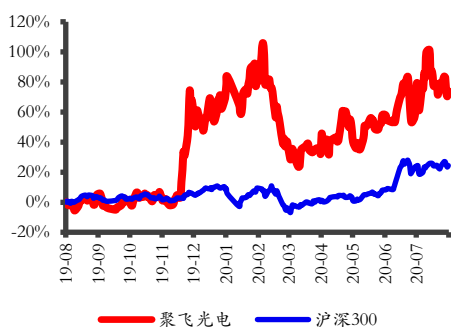


毛利率创六年新高，静待 Mini LED 背光放量

投资评级：买入（维持）

| | |
|-----------------|------------|
| 报告日期： | 2020-08-22 |
| 收盘价（元） | 6.51 |
| 近 12 个月最高/最低（元） | 8.27/3.19 |
| 总股本（百万股） | 1278.02 |
| 流通股本（百万股） | 1142.68 |
| 流通股比例（%） | 89.41 |
| 总市值（亿元） | 83.20 |
| 流通市值（亿元） | 74.39 |

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：尹沿技

执业证书号：S0010520020001

联系人：郑磊

执业证书号：S0010120040032

电话：18575565169

邮箱：zhenglei@hazq.com

相关报告

1. 华安证券_行业研究_深度报告：大国雄芯.半导体系列报告（一）：《科技创“芯”，时代最强音》2020-05-13
2. 华安证券_行业研究_深度报告：大国雄芯.半导体系列报告（四）：《小间距 LED 持续景气，MiniLED 蓄势待发》2020-06-30
3. 华安证券-聚飞光电-300303-大国雄芯.半导体深度报告（九）：背光封装龙头，Mini LED 蓄势待发-200820

事件：

8月21日晚，公司发布2020年中报，业绩表现符合预期。2020年上半年公司实现营收10.00亿元，同比下降12.75%，实现归母净利润1.43亿元，同比下降2.41%，扣非后净利润1.26亿元，同比下降1.76%。其中Q2实现营收5.61亿元，同比下降11.16%，实现归母净利润0.88亿元，同比下降2.19%，扣非后净利润0.79亿元，同比下降3.41%。考虑疫情影响，中报业绩整体表现符合预期。

◆ 疫情拖累公司营收，汽车照明业务逆势增长

上半年受疫情影响，下游终端需求下降，总营收同比下降12.75%，相较一季度同比有所改善。其中，公司主营背光业务同比下降8.87%，产品综合良率达98.90%，相比上年小幅提升；传统照明业务下滑10.59%；汽车照明业务营收逆势高速增长，已成功进入奇瑞、比亚迪、江淮等供应链体系，汽车行业拐点将至，新能源车销量高速增长，汽车照明业务将给公司带来新增量。

◆ 毛利率创六年新高，H2业绩有望迎来修复

报告期内公司盈利能力逆势提升。上半年毛利率28.99%，创六年新高，扣非后净利润1.26亿元，同比仅下滑1.76%。分季度看，Q2单季毛利率30.13%，创七年新高，扣非后净利润0.79亿元，同比下降3.41%。营业成本同比下降15.16%，主要受益于税收、销售费用、管理费用均有较大幅度下降。公司上半年产能利用率仅71.75%，随着下半年疫情冲击减弱，下游需求回暖，产能利用率逐步回升，公司各业务线有望迎来业绩修复。

◆ 终端产品呼之欲出，Mini LED 背光发力在即

从市场看，采用Mini LED背光的苹果iMac和iPad呼之欲出，首款产品或在今年第四季度上市；其他厂商亦加速推出Mini LED背光产品，Mini LED有望进入大规模商用。我们预计，2021、2022年全球Mini LED应用产值将分别达到65/97.5亿元，其中封装行业产值两年将分别可达13/20亿元。公司作为小尺寸背光龙头，在Mini LED布局较早，已做好量产准备，有望充分受益Mini LED背光应用爆发。

◆ 投资建议

我们预计2020-2022年，公司营业收入22.13/27.93/32.76亿元，归母净利润2.97/3.83/4.56亿元，EPS 0.23/0.30/0.36元，PE 27.90/21.65/18.20倍。维持公司“买入”评级。

◆ 风险提示

Mini LED 渗透不及预期；疫情影响超预期，手机、电视、PC 等消费电子需求不振；LED 封装行业同业竞争加剧。

重要财务指标

单位:百万元

| 主要财务指标 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|-------|--------|-------|-------|
| 营业收入 | 2507 | 2213 | 2793 | 3276 |
| 收入同比 | 6.9% | -11.7% | 26.2% | 17.3% |
| 归属母公司净利润 | 308 | 297 | 383 | 456 |
| 净利润同比 | 93.0% | -3.6% | 28.9% | 18.9% |
| 毛利率 | 27.9% | 27.9% | 28.4% | 28.3% |
| ROE | 13.8% | 12.2% | 13.8% | 14.7% |
| 每股收益(元) | 0.24 | 0.23 | 0.30 | 0.36 |
| P/E | 26.89 | 27.90 | 21.65 | 18.20 |
| P/B | 3.76 | 3.35 | 2.98 | 2.65 |
| EV/EBITDA | 11.33 | 15.64 | 12.98 | 10.86 |

资料来源：Wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 会计年度 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 流动资产 | 2,820 | 3,147 | 3,534 | 4,063 | 营业收入 | 2,507 | 2,213 | 2,793 | 3,276 |
| 现金 | 275 | 783 | 701 | 794 | 营业成本 | 1,807 | 1,595 | 2,001 | 2,349 |
| 应收账款 | 918 | 830 | 1,025 | 1,198 | 营业税金及附加 | 16 | 13 | 17 | 20 |
| 其他应收款 | 10 | 11 | 14 | 15 | 销售费用 | 62 | 49 | 70 | 82 |
| 预付账款 | 4 | 2 | 8 | 20 | 管理费用 | 132 | 210 | 265 | 311 |
| 存货 | 250 | 230 | 281 | 323 | 财务费用 | (5) | 6 | 5 | 4 |
| 其他流动资产 | 1,363 | 1,292 | 1,504 | 1,713 | 资产减值损失 | 49 | 2 | 8 | 7 |
| 非流动资产 | 1,306 | 1,561 | 1,796 | 1,889 | 公允价值变动收益 | (4) | (0) | 5 | 15 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 投资净收益 | 16 | 19 | 17 | 21 |
| 固定资产 | 997 | 917 | 856 | 798 | 营业利润 | 355 | 357 | 450 | 539 |
| 无形资产 | 133 | 143 | 152 | 161 | 营业外收入 | 1 | 2 | 4 | 3 |
| 其他非流动资产 | 176 | 500 | 788 | 930 | 营业外支出 | 1 | 2 | 2 | 2 |
| 资产总计 | 4,126 | 4,708 | 5,330 | 5,953 | 利润总额 | 355 | 357 | 451 | 540 |
| 流动负债 | 1,818 | 1,423 | 1,723 | 1,975 | 所得税 | 49 | 52 | 64 | 76 |
| 短期借款 | 223 | 219 | 215 | 211 | 净利润 | 306 | 305 | 387 | 464 |
| 应付账款 | 555 | 495 | 617 | 721 | 少数股东损益 | (2) | 8 | 4 | 8 |
| 其他流动负债 | 1,039 | 710 | 892 | 1,043 | 归属母公司净利润 | 308 | 297 | 383 | 456 |
| 非流动负债 | 95 | 789 | 801 | 822 | EBITDA | 551 | 470 | 562 | 658 |
| 长期借款 | 0 | 700 | 700 | 700 | EPS (元) | 0.24 | 0.23 | 0.30 | 0.36 |
| 其他非流动负债 | 95 | 89 | 101 | 122 | 主要财务比率 | | | | |
| 负债合计 | 1,912 | 2,213 | 2,525 | 2,797 | 会计年度 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 少数股东权益 | 8 | 16 | 20 | 28 | 成长能力 | | | | |
| 股本 | 1,278 | 1,278 | 1,278 | 1,278 | 营业收入 | 6.90% | -11.73% | 26.21% | 17.32% |
| 资本公积 | 39 | 39 | 39 | 39 | 营业利润 | 90.16% | 0.54% | 26.12% | 19.86% |
| 留存收益 | 918 | 1,162 | 1,469 | 1,810 | 归属于母公司净利润 | 93.01% | -3.62% | 28.88% | 18.93% |
| 归属母公司股东权益 | 2,206 | 2,480 | 2,786 | 3,128 | 获利能力 | | | | |
| 负债和股东权益 | 4,126 | 4,708 | 5,330 | 5,953 | 毛利率 | 27.92% | 27.90% | 28.35% | 28.32% |
| 现金流量表 | | | | | 净利率 | 12.30% | 13.43% | 13.72% | 13.91% |
| 单位:百万元 | | | | | ROE | 13.83% | 12.23% | 13.79% | 14.70% |
| 会计年度 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | ROIC | 19.28% | 24.30% | 25.33% | 26.23% |
| 经营活动现金流 | 498 | 21 | 196 | 384 | 偿债能力 | | | | |
| 净利润 | 306 | 297 | 383 | 456 | 资产负债率 | 46.35% | 47.00% | 47.36% | 46.99% |
| 折旧摊销 | 112 | 108 | 107 | 114 | 净负债比率 | 46.72% | 36.33% | 21.12% | 25.84% |
| 财务费用 | 4 | 6 | 5 | 4 | 流动比率 | 1.55 | 2.21 | 2.05 | 2.06 |
| 投资损失 | (16) | (19) | (17) | (21) | 速动比率 | 1.41 | 2.05 | 1.89 | 1.89 |
| 营运资金变动 | 271 | (380) | (298) | (200) | 营运能力 | | | | |
| 其他经营现金流 | (179) | 9 | 17 | 30 | 总资产周转率 | 0.68 | 0.50 | 0.56 | 0.58 |
| 投资活动现金流 | (716) | (181) | (187) | (154) | 应收账款周转率 | 2.86 | 2.56 | 3.05 | 2.98 |
| 资本支出 | 0 | (180) | (200) | (160) | 应付账款周转率 | 4.41 | 4.21 | 5.02 | 4.90 |
| 长期投资 | 1 | (0) | 0 | 0 | 每股指标 (元) | | | | |
| 其他投资现金流 | (717) | (1) | 12 | 6 | 每股收益(最新摊薄) | 0.24 | 0.23 | 0.30 | 0.36 |
| 筹资活动现金流 | 171 | 637 | (85) | (122) | 每股经营现金流(最新) | 0.39 | 0.02 | 0.15 | 0.30 |
| 短期借款 | 223 | (4) | (4) | (4) | 每股净资产(最新摊薄) | 1.73 | 1.94 | 2.18 | 2.45 |
| 长期借款 | 0 | 700 | 0 | 0 | 估值比率 | | | | |
| 普通股增加 | 5 | 0 | 0 | 0 | P/E | 26.89 | 27.90 | 21.65 | 18.20 |
| 资本公积增加 | 17 | 0 | 0 | 0 | P/B | 3.76 | 3.35 | 2.98 | 2.65 |
| 其他筹资现金流 | (75) | (59) | (81) | (118) | EV/EBITDA | 11.33 | 15.64 | 12.98 | 10.86 |
| 现金净增加额 | (47) | 477 | (77) | 107 | | | | | |

资料来源: Wind, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：尹沿技，华安证券研究总监；华安证券研究所所长，TMT 首席分析师；新财富最佳分析师。

联系人：郑磊，英国萨里大学银行与金融硕士，三年买方研究经历，两年上市公司战略和投资经历。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，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。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。