

中航证券研究所
 分析师：张超
 证券执业证书号：S0640519070001
 分析师：宋子豪
 证券执业证书号：S0640520080002
 分析师：刘琛
 证券执业证书号：S0640520050001
 邮箱：songzh@avicsec.com

京东方 A (000725) 2020 年年报点评： 2021Q1 业绩超预期，未来有望保持高 增长趋势

行业分类：电子

2021 年 4 月 13 日

投资评级

买入

当前价格（元/股）

6.43

基本数据（截至 2021/4/12）

总市值（亿元）	2,207.74
流通市值（亿元）	2,156.43
总股本（百万股）	34,798.40
流通股本（百万股）	33,536.94
12 个月价格区间（元）	3.525/7.13

近一年公司与沪深 300 走势对比图



资料来源：wind，中航证券研究所

◆ **事件：**公司发布 2020 年年报和 2021 年一季报预告。2020 年公司实现营业收入（1355.53 亿元，+16.80%），归母净利润（50.36 亿元，+162.46%），扣非后归母净利润（26.70 亿元，+328.87%），综合毛利率（19.72%，+4.54pcts）。2021Q1，公司预告归母净利润 50-52 亿元，同比上涨 782%-818%。

◆ 投资要点：

公司 2020Q1 业绩超预期，未来将致力于“1+4+N” 航母事业群战略。公司深耕显示器件行业多年，现已打造了从面板到模组到整机再到服务的一体化平台，处于全球领先地位，显示屏出货量全球第一。2020 年公司实现营业收入（1355.53 亿元，+16.80%），归母净利润（50.36 亿元，+162.46%），扣非后归母净利润（26.70 亿元，+328.87%）。2021Q1，公司预告归母净利润 50-52 亿元，同比上涨 782%-818%。2020 年，行业供需格局持续偏紧，面板价格持续提升，促进毛利率上行，公司营业收入连续两年突破千亿关口。2021Q1，行业景气度持续，公司业绩大幅提升。需求层面，远程办公、线上服务、居家娱乐等应用市场进一步扩大，IT、TV 类产品需求持续增长。供给层面，短期由于玻璃基板、驱动 IC 等原材料供应紧张，导致行业有效供给产出环比有所下降，半导体显示行业供需紧张进一步加剧。长期来看，疫情导致竞争格局重构，随着行业整合的进行，预计行业集中度将继续提升，供需结构将得到改善。2020 年公司实施了首个股权激励计划，其中研发岗位和市场岗位的人员超过 80%，并确立了成为在多个细分领域具有绝对优势的物联网创新企业战略目标，且基于战略思考建立了以显示和传感为核心能力，向半导体显示产业链和物联网各场景价值链延伸的“1+4+N” 航母事业群。总体来看，我们认为面板的供需紧张还将持续，未来公司业绩有望进一步提升。

费用方面，公司 2020 年销售费用（31.38 亿元，+7.53%）和管理费用（62.04 亿元，+18.96%）有所增长，财务费用（26.50 亿元，+32.90%）同比增幅较大主要由于上年同期公司偿还账面可换股的债权，财务费用降低所致。研发费用（76.23 亿元，+13.77%）持续增长，公司柔性 AMOLED 技术研发与产业化项目获评北京市年度科学技术进步奖特等奖，且专利布局能力持续提升，年度新增专利申请超 9000 件。

为应对下游的持续需求，公司积极备货，存货（178.75 亿元，44.20%）快速上升。另外，由于显示行业设备折旧金额较高，公司 2020 年经营活动的现金流净额（392.52 亿元，+50.49%）高于净利润（45.28 亿元，由负转正）。

股市有风险 入市须谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航
 资本大厦中航证券有限公司
 公司网址：www.avicsec.com
 联系电话：010-59562524
 传 真：010-59562637

公司业务由“1+4+N”航母事业群展开，业务分为五大板块。公司以 1 个半导体显示业务为增长的主航道，倾斜资源重点发展 4 个高潜力业务，主要包含智慧医工事业、智慧系统创新事业、传感器及解决方案事业、Mini LED 事业，并融入到 N 个场景中，包括智慧车联、智慧零售、智慧金融、工业互联网等。

显示事业出货量全球第一，运营效率不断提升。2020 年，显示事业板块实现营收(1319.71 亿元,+16.03%)，占比 97.36%。目前公司已打造了从面板到模组到整机再到服务的一体化平台，其显示屏出货量和销售面积市占率位于全球第一。其中创新应用、OLED、整机产品销售增速亮眼，创新应用产品 2020 年销量同比增长超 60%，穿戴、ESL、电子标牌、拼接、IoT 金融应用市占率居全球第一；柔性 OLED 产品全年出货量同比增长超 100%；TV 整机中国区销量同比增长超 145%。与此同时，公司完成中电熊猫南京 8.5 代和成都 8.6 代液晶产线收购，进一步丰富产品种类及产能优势，巩固市场领先地位。另一方面，公司运营效率不断提升。北京 8.5 代线、合肥 10.5 代线、武汉 10.5 代线良率不断提升，重庆 8.5 代 TFT-LCD 生产线持续产品小型化，生产水平进一步提升。公司在处于市场领先地位的基础上，不断增强技术优势和产能优势，提升综合实力，预计未来面板供需依旧紧张，公司营收和毛利率有望持续提升，带动业绩增厚。

与医院进行深度合作，数字化医疗持续推进。2020 年，智慧医工事业板块实现营收(15.22 亿元,+12.15%)，占比 1.12%。公司智慧医工事业为健康医疗专业服务模式，将科技与医学结合，重点打造健康管理、健康科技、数字医院、科技服务四大核心业务。公司与医院多方位合作，在急救与慢性病医疗方面实现数字化模式。公司携手北京急救中心实现信息的同步流转，并与北医三院共同推动慢性阻塞性肺疾病分级诊疗新模式。通过公司的数字化服务，合肥医院门诊量和出院量同比分别增长 120%和 200%，手术量同比增长超 185%。公司与医院的合作还将加速，数字化医疗不断促进医疗资源运转效率的提高，未来智慧医工事业板块规模将持续扩大。

落地多个创新中心，智慧系统创新事业进入快速成长轨道。2020 年，智慧系统创新事业板块实现营收(13.28 亿元,+61.72%)，占比 0.98%。公司创新中心布局取得较大突破，已落地重庆、成都等多个创新中心。城市美化方面完成成都金融城双子塔、武汉万达广场等城市亮化工程。智慧园区方面，公司与陶文旅集团合作打造新一代样板街区，与环球影城合作打造国际顶尖主题公园。智慧交通打造了包括太原地铁 2 号线在内的多个标杆项目。随着公司合作方式的不断拓展，智慧系统渗透率将进一步提升。

传感器及解决方案事业取得突破，与多家海外客户建立合作。2020 年，传感器及解决方案事业板块实现营收(1.98 亿元,+90.95%)，占比 0.09%。其中医疗影像、智慧视窗等业务实现整体快速增长。医疗影像业务出货量同比增长超 70%，海外市场实现客户扩容，韩国市场出货同比增长超 30%，并与欧美医疗设备龙头企业及全球第一大探测器企业建立合作。智慧视窗业务完成京雄观光区、京张观光区、磁悬浮等项目交付，并主导编制完成了电子染色玻璃国家标准，为进一步实现业务突破奠定基础。

Mini-LED 是航母事业群重要一环。公司整合优势资源，提前布局下一代显示技术，建立 Mini-LED 事业，作为航母事业群重要一环，并在产品、技术、市场多领域取得突破。公司 75 英寸玻璃基双拼背光产品已向多家品牌客户进行推广，联合研发的全球首台最大针刺式固晶机装机并调试完成，固晶速度大幅提升。玻璃基直显侧面线路、固晶和封装等瓶颈技术开发完成，P0.9 AM 玻璃基产品开发与市场推广稳步推进中。由于 Mini-LED 背光技术使 LCD 的性能显著提升，帮助其进一步缩小在高端 IT 和电视市场与 OLED 的性能差距，因此我们看好其发展前景和未来的收益能力。

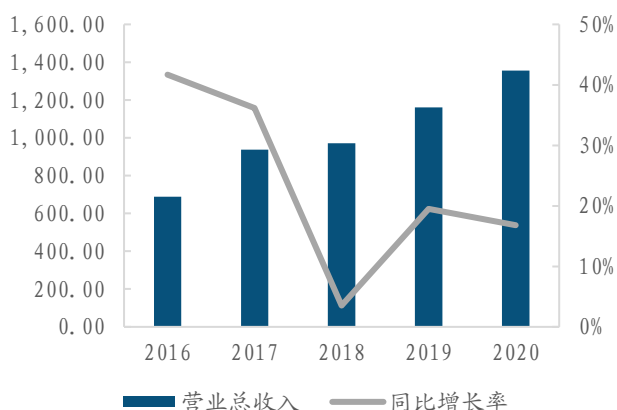
◆ 投资建议

考虑到现阶段整机厂库存持续偏低，面板需求端淡季不淡，叠加玻璃基板和驱动 IC 缺货仍在持续，我们判断面板的供需紧张将贯穿 2021。公司作为行业领先企业，具备人才和技术优势，预计未来业绩有望得到进一步提升。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 155.34 亿元、180.76 亿元和 224.19 亿元，EPS 分别为 0.45 元、0.52 元和 0.64 元，对应 PE 分别为 14.8、12.7、10.3 倍，给予“买入”评级。

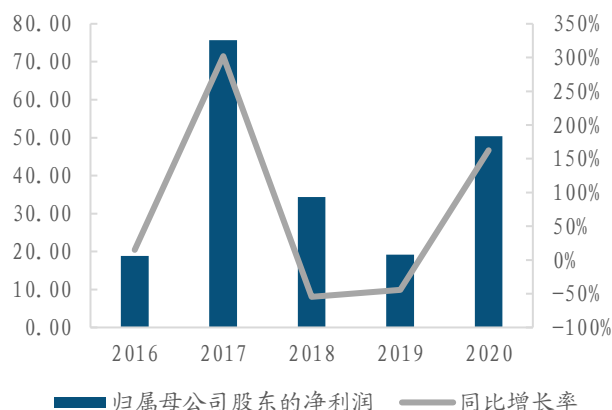
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（亿元）	1355.53	1764.22	1915.41	2174.18
增长率	16.80%	30.15%	8.57%	13.51%
归属母公司净利润（亿元）	50.36	155.34	180.76	224.19
增长率	162.46%	208.48%	16.37%	24.03%
每股收益 EPS（元）	0.14	0.45	0.52	0.64
净资产收益率 ROE	2.61%	8.98%	9.75%	11.14%
PE	45.7	14.8	12.7	10.3
PB	1.3	1.3	1.2	1.1

资料来源：Wind，中航证券研究所

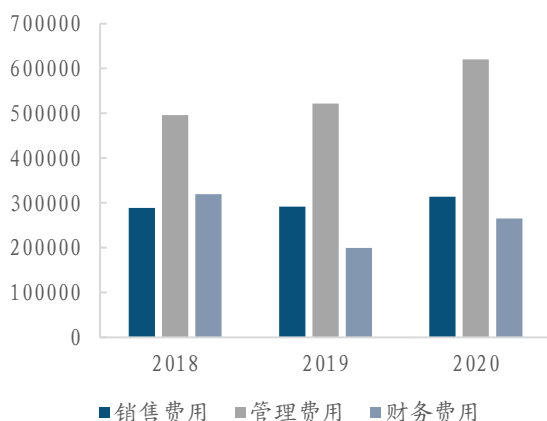
◆ **风险提示：**下游需求增速低于预期，全球贸易纷争存在影响。

图 1：2016-2020 营业总收入及增速（单位：亿元，%）


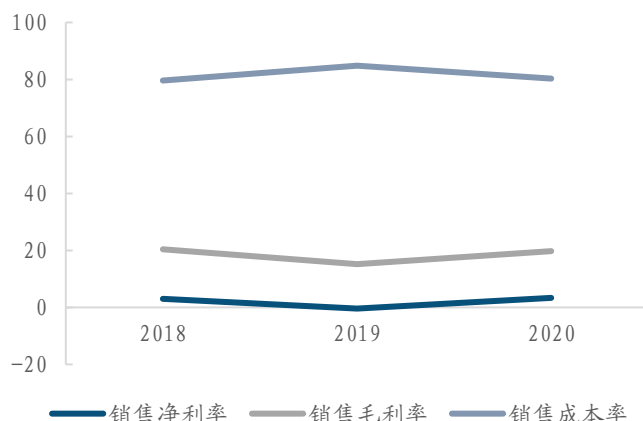
数据来源：Wind，中航证券研究所

图 2：2016-2020 归母净利润及增速（单位：亿元，%）


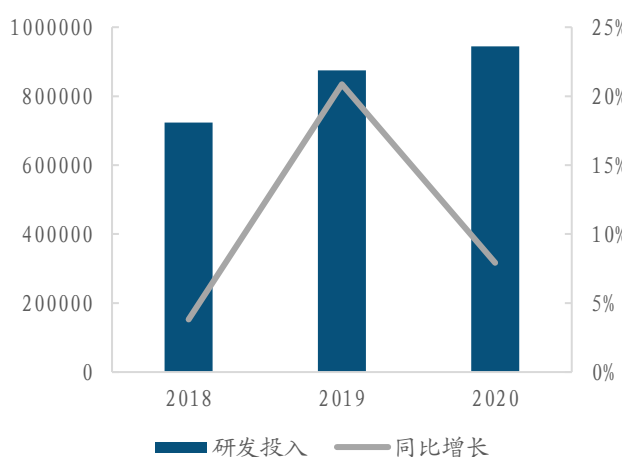
数据来源：Wind，中航证券研究所

图 3：2018-2020 三费情况（单位：万元）


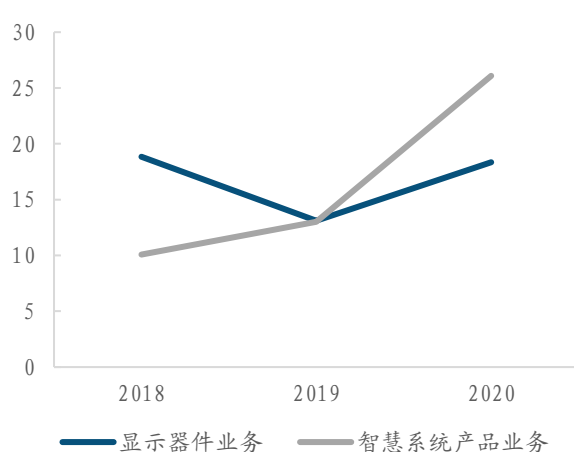
数据来源：Wind，中航证券研究所

图 4：2018-2020 销售毛利率、净利率、成本率 (%)


数据来源：Wind，中航证券研究所

图 5：2018-2020 研发投入（单位：万元）


数据来源：Wind，中航证券研究所

图 6：2018-2020 各细分板块毛利率 (%)


数据来源：Wind，中航证券研究所

图表 7: 财务报表预测 (单位: 亿元)

利润表	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1355.53	1764.22	1915.41	2174.18	净利润	45.28	155.34	180.76	224.19
营业成本	1088.23	1370.62	1485.98	1685.21	折旧与摊销	225.63	568.01	611.25	635.95
营业税金及附加	10.79	15.88	14.37	15.22	财务费用	26.50	0.62	0.67	0.71
销售费用	31.38	42.16	43.10	45.88	资产减值损失	-32.80	-10.00	-10.00	-10.00
管理费用	138.27	139.73	142.89	141.32	经营营运资本变动	80.13	-38.63	12.51	25.27
财务费用	26.50	0.62	0.67	0.71	其他	47.78	6.68	5.68	4.68
资产减值损失	-32.80	-10.00	-10.00	-10.00	经营性现金流净额	392.52	682.02	800.87	880.80
投资收益	8.98	3.00	4.00	5.00	资本支出	-601.00	-120.00	-115.00	-107.00
公允价值变动损益	0.32	0.32	0.32	0.32	其他	166.93	12.42	13.42	14.42
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资性现金流净额	-434.07	-107.58	-101.58	-92.58
营业利润	60.44	208.53	242.73	301.17	短期借款	22.33	-86.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.48	0.48	0.48	0.48	长期借款	247.22	200.00	200.00	200.00
利润总额	60.93	209.01	243.22	301.65	股权融资	-9.18	0.00	0.00	0.00
所得税	15.65	53.67	62.45	77.46	支付股利	-6.96	-18.27	-56.35	-65.57
净利润	45.28	155.34	180.76	224.19	其他	-15.24	-136.87	-30.67	-40.71
少数股东损益	-5.07	0.00	0.00	0.00	筹资性现金流净额	238.18	-41.14	112.98	93.72
归属母公司股东净利	50.36	155.34	180.76	224.19	现金流量净额	177.94	533.30	812.27	881.94
资产负债表	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	736.94	1270.25	2082.51	2964.45	成长能力				
应收和预付款项	249.59	324.37	352.15	399.71	销售收入增长率	16.80%	30.15%	8.57%	13.51%
存货	178.75	233.66	256.09	294.84	营业利润增长率	1416.16%	244.99%	16.40%	24.07%
其他流动资产	124.57	145.88	154.63	169.63	净利润增长率	850.84%	243.04%	16.37%	24.03%
长期股权投资	36.93	36.93	36.93	36.93	EBITDA 增长率	46.20%	148.63%	9.97%	9.73%
投资性房地产	11.96	11.96	11.96	11.96	获利能力				
固定资产和在建工程	2674.42	2206.70	1690.24	1148.27	毛利率	19.72%	22.31%	22.42%	22.49%
无形资产和开发支出	132.76	153.48	174.69	188.71	三费率	8.85%	10.35%	9.74%	8.64%
其他非流动资产	96.63	86.54	76.44	66.34	净利率	3.34%	8.81%	9.44%	10.31%
资产总计	4242.57	4469.76	4835.65	5280.84	ROE	2.61%	8.98%	9.75%	11.14%
短期借款	86.00	0.00	0.00	0.00	ROA	1.07%	3.48%	3.74%	4.25%
应付和预收款项	333.56	420.62	456.05	517.21	ROIC	2.68%	6.22%	8.68%	14.16%
长期借款	1324.53	1524.53	1724.53	1924.53	EBITDA/销售收入	23.06%	44.05%	44.62%	43.13%
其他负债	764.51	794.81	800.86	826.26	营运能力				
负债合计	2508.59	2739.96	2981.44	3268.00	总资产周转率	0.35	0.40	0.41	0.43
股本	347.98	347.98	347.98	347.98	固定资产周转率	0.77	0.82	1.05	1.61
资本公积	374.36	374.36	374.36	374.36	应收账款周转率	6.60	6.67	6.14	6.27
留存收益	179.54	316.62	441.03	599.65	存货周转率	6.15	5.73	5.35	5.47
归属母公司股东权益	1032.77	1028.59	1153.01	1311.63	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	112.68%	—	—	—
少数股东权益	701.21	701.21	701.21	701.21	资本结构				
股东权益合计	1733.98	1729.80	1854.22	2012.84	资产负债率	59.13%	61.30%	61.66%	61.88%
负债和股东权益合计	4242.57	4469.76	4835.65	5280.84	带息债务/总负债	56.39%	55.79%	57.98%	59.01%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	流动比率	1.23	1.83	2.54	3.17
EBITDA	312.57	777.16	854.65	937.83	速动比率	1.06	1.61	2.31	2.92
PE	45.68	14.81	12.72	10.26	股利支付率	13.82%	11.76%	31.17%	29.25%
PB	1.33	1.33	1.24	1.14	每股指标				
PS	1.70	1.30	1.20	1.06	每股收益	0.14	0.45	0.52	0.64
EV/EBITDA	9.756	3.403	2.353	1.384	每股净资产	4.98	4.97	5.33	5.78
股息率	0.003	0.008	0.024	0.029	每股经营现金	1.128	1.960	2.301	2.531
					每股股利	0.020	0.052	0.162	0.188

数据来源: Wind, 中航证券研究所

管理费用包含研发费用

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%至10%之间
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

张超，证券执业证书号：S0640519070001，中航证券军工行业首席分析师，毕业于清华大学精仪系，空军装备部门服役八年，有一线飞行部队航空保障经验，后在空装某部从事总体论证工作，熟悉飞机、雷达、导弹、卫星等空、天、海相关领域，熟悉武器装备科研生产体系及国内外军工产业和政策变化；2016-2018年新财富第一团队核心成员，2016-2018年水晶球第一团队核心成员。

宋子豪，SAC 执业证书号：S0640520080002，美国印第安纳凯利商学院金融学学士、数学辅修，福特汉姆大学金融学硕士，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，本报告清晰、准确地反映了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、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告并非针对意图发送或为任何就发送、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。