

## 公司研究

## 2021Q1 业绩大幅超预期，面板涨价潮有望驱动业绩逐季向上

——京东方 A (000725.SZ) 跟踪报告之一

## 买入 (维持)

当前价: 7.26 元

## 作者

分析师: 刘凯

执业证书编号: S0930517100002

021-52523849

kailiu@ebscn.com

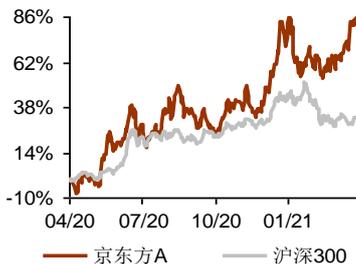
联系人: 栾玉民

luanyumin@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	347.98
总市值(亿元):	2526.33
一年最低/最高(元):	3.47/7.65
近3月换手率:	165.70%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	13.18	15.39	92.55
绝对	14.00	16.22	93.38

资料来源: Wind

## 相关研报

Q2 盈利能力环比改善, LCD 涨价龙头受益——京东方 A (000725.SZ) 2020 年半年度报告点评 (2020-08-31)

## 要点

**事件 1:** 2021 年 4 月 30 日, 京东方 A 发布 2021 年第一季度业绩报告, 公司 2021Q1 营业收入为 496.55 亿元, 同比增长 91.87%, 环比增长 22.15%; 实现归母净利润 51.82 亿元, 同比增长 814.46%, 环比增长 102.44%; 实现扣非归母净利润 44.85 亿元, 同比扭亏为盈, 环比增长 151.59%。

**事件 2:** 2021 年 4 月 13 日, 京东方 A 发布 2020 年年报: 公司 2020 年营业收入为 1355.53 亿元, 同比增长 16.80%; 实现归母净利润 50.36 亿元, 同比增长 162.46%; 实现扣非归母净利润 26.7 亿元, 同比扭亏为盈。

## 点评:

**2021Q1 业绩超预期, 净利润大幅增长。** 公司 2021Q1 营业收入为 496.55 亿元, 同比增长 91.87%; 实现归母净利润 51.82 亿元, 同比增长 814.46%; 毛利率为 28.13%, 环比增长 4.67pcts, 同比增长 13.81pcts; 净利率为 12.69%, 环比增长 5.27pcts, 同比增长 13.15pcts。业绩大幅超预期, 主要系面板价格自进入 2021 年以来继续保持上行趋势, 行业景气度高企, 公司作为行业龙头受益明显。

公司 2020 年营业收入为 1355.53 亿元, 同比增长 16.80%, 实现归母净利润 50.36 亿元, 同比增长 162.46%, 主要系 2020 年 5 月面板价格持续上涨, 全年显示器件销量逆势同比增长 18%, 创新应用产品销量同比增长超 60%, 销售面积同比增长超 70%, 公司 2020 年 H2 业绩实现大幅修复。

从季度情况看: 公司 2020Q4 营业收入为 338.65 亿元, 同比增长 11.63%, 环比下降 17.04%; 实现归母净利润 25.6 亿元, 同比增长 3754.85%, 环比增长 90.97%; 实现扣非归母净利润 17.83 亿元, 同比扭亏为盈, 环比增长 67.52%。

从毛利率情况看: 公司 2020 年毛利率为 19.72%, 较上年增长 4.54pcts, 净利率为 3.34%, 较上年增长 3.75pcts。公司 2020Q4 毛利率为 28.16%, 环比增长 9.55pcts, 同比增长 12.46pcts, 净利率为 8.91%, 环比增长 5.50pcts, 同比增长 11.57pcts。

从收入拆分看: 公司 2020 年显示事业收入为 1319.71 亿元, 同比增长 16.03%, 毛利率为 18.34%。公司 2020 年智慧医工事业收入为 15.22 亿元, 同比增长 12.15%, 毛利率为 52.43%。公司 2020 年智慧系统创新事业收入为 13.28 亿元, 同比增长 61.72%, 毛利率为 26.09%。公司 2020 年传感器及解决方案事业收入为 1.2 亿元, 同比增长 90.95%, 毛利率为 37.07%。公司 2020 年其他收入为 73.72 亿元, 同比增长 0.71%, 毛利率为 69.97%。

我们估计京东方 A2020 年 Q1-Q4 的汇兑损益分别为 +0.16 亿元, +1.12 亿元, +0.27 亿元, -1.29 亿元; 2020 年汇兑损益为 +0.26 亿元。

**供需紧张致行业景气度高企, 面板价格有望持续上行并维持高位。** 需求端, 疫情催生的远程办公、线上服务、居家娱乐等“宅经济”应用市场进一步扩大, 电视尺寸增加和多项重大赛事(东京奥运会、欧洲杯、美洲杯等)备货拉高面板需求。供给端, 短期玻璃基板、驱动 IC 等原材料供应紧张, 有效供给环比下降, 库存处于历史低位, 中长期韩国三星、LGD 液晶面板产能虽然延迟出清但不改退出计划, 退出的产能将由京东方等中企逐步消化。价格端, 据 Wind 月度统计, 自 2020 年 5 月起至 2021 年 4 月, 液晶面板 32 寸累计涨幅超过 150%, 43-55 寸涨幅接近 100%, 65 寸及以上涨幅超过 60%, 价格有望持续上行并维持高位。

**公司行业龙头地位稳固，毛利率全球领先，是此波行情最大的受益者。**2020 年公司显示屏幕总出货量全球第一，其中 LCD 智能手机、平板电脑、笔记本电脑、显示器销量同比增长超 60%，销售面积同比增长超 70%，其中穿戴、ESL、电子标牌、拼接、IoT 金融应用市占率居全球第一，整体毛利率达 19.7%，盈利能力全球领先。公司稳固的行业龙头地位叠加领先的盈利能力，是此次高景气行情的最大受益者。

**公司柔性 OLED 实现出货突破，布局 MiniLED 迎来新的增长点。**公司 2020 年 12 月成功打入了苹果 iPhone 供应链并实现量产出货，Omdia 预计苹果 2021 年将采购 1.69 亿片 OLED 面板，其中京东方将供应 900 万片，此外公司已经打入三星柔性 OLED 供应链并且是 OPPO 和华为的 OLED 面板供应商，市占率有望逐年提升。MiniLED 目前主要用于传统 LCD 背光源的小型化改造，被称为 MicroLED 之前的过渡技术，能够以较低的成本实现与 OLED 相媲美的外观和性能，在 OLED 难以企及的大尺寸领域（17 寸以上）有着广阔的市场空间。苹果于 4 月 21 日推出了新一代搭配 Mini LED 显示器的 12.9 寸 iPad Pro，Trendforce 预计 2021 年出货量可达 500 万台，据奥维云网数据，2021 年 Mini LED 电视全球出货量预计达到 440 万台，2025 年将突破 3550 万台，未来几年增长迅猛。公司前瞻布局 MiniLED，已经实现 75 英寸玻璃基双拼背光产品点亮，有望借助其在 LCD 领域的龙头地位迎来新的增长点。

**盈利预测、估值与评级：**液晶面板行业景气度高企，在经济复苏、大型体育赛事举办、韩厂陆续退出、国内产能整合的多重利好影响下，我们预计面板 21 年价格有望持续上行并维持高位，公司作为行业龙头，是此轮涨价的最大受益者。考虑到公司 OLED 产品已经成功进入苹果手机供应链以及前瞻布局 MiniLED，我们上调京东方 A 2021、2022 年归母净利润为 200.49 亿元（上调 255%），232.09 亿元（上调 194%），预计 2023 年归母净利润为 246.31 亿元，当前 2526 亿元市值对应 PE 分别为 13x、11x、10x，维持“买入”评级。

**风险提示：**下游应用需求和扩展不及预期，韩企产能退出低于预期，全球疫情波动风险。

表 1：公司盈利预测与估值简表

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	116,060	135,553	208,251	239,995	250,118
营业收入增长率	19.51%	16.80%	53.63%	15.24%	4.22%
归母净利润（百万元）	1,919	5,036	20,049	23,209	24,631
归母净利润增长率	-44.15%	162.46%	298.14%	15.76%	6.13%
EPS（元）	0.06	0.14	0.58	0.67	0.71
ROE（归属母公司）（摊薄）	2.02%	4.88%	16.73%	16.57%	15.28%
P/E	134	51	13	11	10
P/B	2.7	2.5	2.1	1.8	1.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-29。

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	116,060	135,553	208,251	239,995	250,118
营业成本	98,446	108,823	158,206	181,767	188,363
折旧和摊销	18,863	22,439	33,214	36,518	39,754
税金及附加	861	1,079	1,666	1,920	2,501
销售费用	2,918	3,138	5,206	6,000	6,253
管理费用	5,215	6,204	9,371	10,800	11,255
研发费用	6,700	7,623	11,870	13,680	14,257
财务费用	1,994	2,650	3,490	3,699	3,704
投资收益	343	898	1,200	1,200	1,200
营业利润	399	6,044	24,861	28,811	30,688
利润总额	504	6,093	25,061	29,011	30,788
所得税	980	1,565	5,012	5,802	6,158
净利润	-476	4,528	20,049	23,209	24,631
少数股东损益	-2,395	-507	0	0	0
归属母公司净利润	1,919	5,036	20,049	23,209	24,631
EPS(元)	0.06	0.14	0.58	0.67	0.71

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	26,083	39,252	46,075	60,039	67,329
净利润	1,919	5,036	20,049	23,209	24,631
折旧摊销	18,863	22,439	33,214	36,518	39,754
净营运资金增加	-3,014	-3,655	30,890	11,029	1,897
其他	8,316	15,431	-38,077	-10,717	1,047
投资活动产生现金流	-47,416	-43,407	-43,061	-39,120	-39,100
净资本支出	-49,396	-44,037	-40,000	-40,000	-40,000
长期投资变化	2,718	3,693	-500	-500	-500
其他资产变化	-738	-3,063	-2,561	1,380	1,400
融资活动现金流	27,779	23,818	-9,343	-1,389	-2,085
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	17,218	32,617	-3,100	5,000	5,000
无息负债变化	-1,535	18,887	14,748	9,383	4,470
净现金流	6,920	17,794	-6,329	19,531	26,144

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	15.2%	19.7%	24.0%	24.3%	24.7%
EBITDA 率	22.5%	27.2%	28.1%	27.8%	28.7%
EBIT 率	6.1%	10.6%	12.1%	12.6%	12.8%
税前净利润率	0.4%	4.5%	12.0%	12.1%	12.3%
归母净利润率	1.7%	3.7%	9.6%	9.7%	9.8%
ROA	-0.1%	1.1%	4.4%	4.8%	4.8%
ROE (摊薄)	2.0%	4.9%	16.7%	16.6%	15.3%
经营性 ROIC	-2.8%	3.6%	6.0%	6.9%	7.2%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	59%	59%	58%	57%	55%
流动比率	1.33	1.23	1.32	1.47	1.65
速动比率	1.17	1.06	1.13	1.27	1.45
归母权益/有息债务	0.71	0.62	0.74	0.83	0.93
有形资产/有息债务	2.49	2.47	2.63	2.70	2.74

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	340,412	424,257	452,474	487,058	517,678
货币资金	56,973	73,694	67,365	86,896	113,040
交易性金融资产	5,809	4,367	5,000	5,000	5,000
应收帐款	18,136	22,969	41,650	47,999	50,024
应收票据	331	216	625	720	750
其他应收款 (合计)	706	658	1,343	1,502	1,553
存货	12,396	17,875	20,731	24,265	25,254
其他流动资产	9,297	7,849	8,576	8,893	8,995
流动资产合计	104,449	128,985	146,081	176,184	205,557
其他权益工具	632	534	800	800	800
长期股权投资	2,718	3,693	4,193	4,693	5,193
固定资产	125,786	224,867	225,196	221,566	214,301
在建工程	87,377	42,576	39,432	37,074	35,305
无形资产	7,416	11,876	21,538	31,008	40,287
商誉	708	1,400	1,900	2,400	2,900
其他非流动资产	9,492	8,625	11,533	11,533	11,533
非流动资产合计	235,964	295,271	306,393	310,874	312,121
总负债	199,355	250,859	262,507	276,891	286,361
短期借款	6,367	8,600	0	0	0
应付账款	21,184	27,164	31,641	36,353	37,673
应付票据	2,029	1,232	3,164	3,635	3,767
预收账款	1,261	124	2,083	2,400	2,501
其他流动负债	997	2,195	2,922	3,239	3,340
流动负债合计	78,378	104,959	110,808	119,874	124,243
长期借款	107,731	132,453	137,453	142,453	147,453
应付债券	388	399	399	399	399
其他非流动负债	11,406	11,620	12,347	12,665	12,766
非流动负债合计	120,976	145,900	151,699	157,017	162,118
股东权益	141,058	173,398	189,967	210,168	231,317
股本	34,798	34,798	34,798	34,798	34,798
公积金	39,869	39,880	41,885	44,206	46,669
未分配利润	12,382	15,510	30,074	47,954	66,640
归属母公司权益	95,058	103,277	119,846	140,047	161,196
少数股东权益	46,000	70,121	70,121	70,121	70,121

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	2.51%	2.31%	2.50%	2.50%	2.50%
管理费用率	4.49%	4.58%	4.50%	4.50%	4.50%
财务费用率	1.72%	1.96%	1.68%	1.54%	1.48%
研发费用率	5.77%	5.62%	5.70%	5.70%	5.70%
所得税率	195%	26%	20%	20%	20%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.02	0.10	0.09	0.10	0.11
每股经营现金流	0.75	1.13	1.32	1.73	1.93
每股净资产	2.73	2.97	3.44	4.02	4.63
每股销售收入	3.34	3.90	5.98	6.90	7.19

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	134	51	13	11	10
PB	2.7	2.5	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	17.3	14.2	9.3	8.1	7.2
股息率	0.3%	1.4%	1.2%	1.4%	1.4%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE