

# 京东方 A (000725)

证券研究报告

2021年05月06日

## 21Q1 业绩超预期，面板龙头迎来戴维斯双击

**事件：**京东方发布 2020 年年报及 21Q1 季报，(1) 公司 2020 年实现营业收入 1355.53 亿元，同比增长 16.80%；扣非归母净利润 26.70 亿元，同比增长 328.87%。(2) 21Q1 实现营业收入 496.55 亿元，同比增长 107.87%；归母净利润 51.82 亿元，同比增长 814.46%，扣非归母净利润 44.85 亿元，同比增长 992.79%。

**点评：**公司 20 全年业绩高速增长，21Q1 业绩超预期，营收、净利润均创历史新高，单季毛利率大幅提升。公司显示事业出货量全球第一，LCD 龙头优势稳固，OLED 快速放量；“1+4+N”航母事业群高速发展。展望中长期，京东方+TCL 华星双寡头格局形成，行业盈利中枢有望提升、将步入板块估值提升周期，我们看好下游需求旺盛+竞争格局改善带来公司业绩和估值双升投资机会。

**1. 20 全年业绩高速增长，盈利能力持续提升；21Q1 营收创历史新高，单季归母净利润高于 20 年全年。**

**20 全年业绩高速增长，净利润大增，效益持续改善：**(1) 公司 2020 年全年营收 1355.53 亿元，yoy+16.80%；归母净利润 50.36 亿元，yoy+162.46%；扣非归母净利润 26.70 亿元，yoy+328.87%。(2) 21Q1-Q4 单季度归母净利润 5.7/5.7/13.4/25.6/亿元，环比保持增长，经营效率持续提高。

**21Q1 公司营收、归母净利润均创历史新高，单季利润超 20 年全年：**(1) 21Q1 公司实现营业收入 496.55 亿元，yoy+107.87%；归母净利润 51.82 亿元，yoy+814.46%，扣非归母净利润 44.85 亿元，扭亏为盈。(2) 单季度毛利率 28.1%，yoy+13.8pct，qoq+4.6pct，创上一轮景气高点 (17Q1) 新高。

**2. 显示事业出货量全球第一，LCD 龙头优势稳固，OLED 快速放量**

2020 年，公司半导体显示龙头地位进一步稳固，显示屏出货量和销售面积市占率位于全球第一。(1) 丰富产品品类及产能优势：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，行业竞争优势进一步提升。(2) 公司运营效率不断提升：北京 8.5 代线出货率新高，重庆 8.5 代 TFT-LCD 生产线持续产品小型化，合肥 10.5 代线、武汉 10.5 代线良率不断提升，生产水平进一步提升。(3) OLED 产能释放，产销量快速增长，带来增长新势能：成都柔性 AMOLED 产能释放，绵阳柔性 AMOLED 量产出货；公司全年 AMOLED 销量同比增长 86.25%。

**3. 京东方+TCL 华星双寡头格局形成，行业盈利中枢有望提升、将步入板块估值提升周期**

复盘两轮面板周期，本轮周期股价提升显著领先，景气度提升按股价-面板价格-季度业绩依次体现。我们判断，目前本轮面板周期已步入第二阶段，股价与面板价格波动的关联性降低，未来核心在于中长期供需关系、竞争格局的改善与盈利中枢的提升。展望中长期，我们认为面板行业竞争格局持续改善，(1) 22 年后最后产能释放，全球 TV 大尺寸领域京东方+TCL 华星双寡头终局将形成；(2) 中尺寸领域+OLED 高附加值领域持续布局。面板行业周期性将减弱，有望持续保持超额利润，估值提升空间明确。

**4. 投资建议：**公司 21Q1 业绩超预期，我们看好下游需求旺盛+竞争格局改善带来公司业绩和估值双升投资机会。我们上调盈利预测，预计 21-23 年营业收入为 2137/2367/2569 亿元 (21-22 原值 1953/2181 亿元)，净利润为 229/249/281 亿元 (21-22 原值 154/173 亿元)。考虑消费电子&重资产行业可比公司 (21 平均 PE 22.4X，平均 PB 4.2X)，谨慎原则，我们给予公司目标价为 10.5 元 (对应 21 年 PE 15.9X，PB 3.3X)，维持“买入”评级。

**风险提示：**面板价格波动；需求不及预期；产业整合不及预期；显示技术升级及替代风险等

### 投资评级

行业	电子/光学光电子
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	7.33 元
目标价格	10.5 元

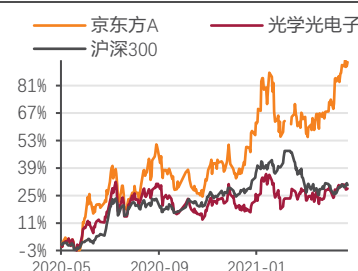
### 基本数据

A 股总股本(百万股)	33,862.29
流通 A 股股本(百万股)	33,536.94
A 股总市值(百万元)	248,210.55
流通 A 股市值(百万元)	245,825.77
每股净资产(元)	2.82
资产负债率(%)	58.41
一年内最高/最低(元)	7.65/3.65

### 作者

潘暕	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517070005	
panjian@tfzq.com	
张健	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518010002	
zjian@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《京东方 A-公司点评:定增 200 亿元投资收购武汉 G10.5、柔性 OLED，20Q4 利润拐点可期》 2021-01-18
- 《京东方 A-公司点评:产能整合&涨价周期业绩拐点，iPhone 新机 OLED 需求大增、国产化加速》 2020-10-20
- 《京东方 A-半年报点评:利润拐点已现，业绩估值步入上升通道》 2020-09-01

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	116,059.59	135,552.57	213,729.16	236,744.65	256,867.95
增长率(%)	19.51	16.80	57.67	10.77	8.50
EBITDA(百万元)	30,546.77	42,958.85	40,603.12	40,948.47	42,690.81
净利润(百万元)	1,918.64	5,035.63	22,911.37	24,939.37	28,137.05
增长率(%)	(44.15)	162.46	354.99	8.85	12.82
EPS(元/股)	0.06	0.14	0.66	0.72	0.81
市盈率(P/E)	132.94	50.65	11.13	10.23	9.07
市净率(P/B)	2.68	2.47	2.30	1.91	1.61
市销率(P/S)	2.20	1.88	1.19	1.08	0.99
EV/EBITDA	8.60	8.29	9.63	8.43	7.41

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	56,972.72	73,694.30	85,491.66	94,697.86	102,747.18
应收票据及应收账款	18,466.83	23,185.13	49,708.83	22,714.33	55,864.79
预付账款	626.99	1,119.60	1,400.94	1,368.91	1,734.59
存货	12,396.19	17,875.45	24,128.99	23,336.65	28,781.60
其他	15,985.90	13,110.98	18,743.14	14,150.78	18,254.60
<b>流动资产合计</b>	<b>104,448.64</b>	<b>128,985.46</b>	<b>179,473.56</b>	<b>156,268.53</b>	<b>207,382.77</b>
长期股权投资	2,718.04	3,693.17	4,893.17	6,493.17	7,593.17
固定资产	125,786.24	224,866.59	234,778.90	237,388.24	235,602.81
在建工程	87,376.78	42,575.85	25,581.51	15,396.91	9,268.14
无形资产	7,416.42	11,875.93	10,941.70	10,007.48	9,073.26
其他	12,666.08	12,259.82	10,875.10	9,543.17	8,141.07
<b>非流动资产合计</b>	<b>235,963.56</b>	<b>295,271.35</b>	<b>287,070.38</b>	<b>278,828.97</b>	<b>269,678.45</b>
<b>资产总计</b>	<b>340,412.20</b>	<b>424,256.81</b>	<b>466,543.94</b>	<b>435,097.50</b>	<b>477,061.22</b>
短期借款	6,366.72	8,599.57	33,199.81	37,859.93	42,248.74
应付票据及应付账款	23,212.49	28,395.71	48,224.14	37,308.08	56,624.77
其他	48,799.08	67,964.05	73,233.54	70,970.11	89,186.66
<b>流动负债合计</b>	<b>78,378.29</b>	<b>104,959.32</b>	<b>154,657.50</b>	<b>146,138.12</b>	<b>188,060.17</b>
长期借款	107,730.60	132,452.77	111,965.90	68,781.36	42,688.70
应付债券	387.88	398.97	3,691.84	1,492.90	1,861.24
其他	12,857.75	13,048.01	14,093.37	13,333.04	13,491.47
<b>非流动负债合计</b>	<b>120,976.22</b>	<b>145,899.75</b>	<b>129,751.11</b>	<b>83,607.30</b>	<b>58,041.41</b>
<b>负债合计</b>	<b>199,354.51</b>	<b>250,859.07</b>	<b>284,408.61</b>	<b>229,745.42</b>	<b>246,101.58</b>
少数股东权益	45,999.57	70,120.97	71,326.83	72,098.15	72,382.36
股本	34,798.40	34,798.40	34,798.40	34,798.40	34,798.40
资本公积	38,353.24	37,435.66	37,435.66	37,435.66	37,435.66
留存收益	52,251.14	55,389.87	76,010.10	98,455.53	123,778.87
其他	(30,344.65)	(24,347.16)	(37,435.66)	(37,435.66)	(37,435.66)
<b>股东权益合计</b>	<b>141,057.70</b>	<b>173,397.73</b>	<b>182,135.33</b>	<b>205,352.08</b>	<b>230,959.64</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>340,412.20</b>	<b>424,256.81</b>	<b>466,543.94</b>	<b>435,097.50</b>	<b>477,061.22</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	(476.24)	4,528.27	22,911.37	24,939.37	28,137.05
折旧摊销	18,986.97	22,562.81	8,076.25	8,589.48	8,898.42
财务费用	2,849.18	3,835.30	4,328.72	3,539.98	2,289.87
投资损失	(342.62)	(897.89)	(515.80)	(585.44)	(666.38)
营运资金变动	(569.99)	12,776.03	(4,207.97)	14,845.59	(5,025.08)
其它	5,635.78	(3,552.75)	1,175.86	986.32	676.71
<b>经营活动现金流</b>	<b>26,083.08</b>	<b>39,251.77</b>	<b>31,768.43</b>	<b>52,315.30</b>	<b>34,310.60</b>
资本支出	52,572.48	82,655.92	(985.36)	840.33	(108.43)
长期投资	328.87	975.13	1,200.00	1,600.00	1,100.00
其他	(100,317.48)	(127,038.02)	301.16	(2,364.89)	(1,160.19)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(47,416.13)</b>	<b>(43,406.97)</b>	<b>515.80</b>	<b>75.44</b>	<b>(168.62)</b>
债权融资	133,334.47	165,951.86	165,173.35	128,022.73	107,033.65
股权融资	6,289.49	1,521.82	(17,407.57)	(3,530.33)	(2,280.22)
其他	(111,845.32)	(143,655.95)	(168,252.65)	(167,676.94)	(130,846.09)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>27,778.65</b>	<b>23,817.73</b>	<b>(20,486.87)</b>	<b>(43,184.54)</b>	<b>(26,092.66)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>6,445.60</b>	<b>19,662.54</b>	<b>11,797.37</b>	<b>9,206.20</b>	<b>8,049.32</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>116,059.59</b>	<b>135,552.57</b>	<b>213,729.16</b>	<b>236,744.65</b>	<b>256,867.95</b>
营业成本	98,446.27	108,823.12	158,159.58	179,925.93	196,503.98
营业税金及附加	861.10	1,078.90	1,666.85	1,829.06	2,010.76
营业费用	2,917.87	3,137.72	5,877.55	6,486.80	6,986.81
管理费用	5,214.95	6,203.60	8,549.17	9,943.28	10,531.59
研发费用	6,699.97	7,622.60	8,976.62	9,469.79	10,531.59
财务费用	1,994.15	2,650.15	4,328.72	3,539.98	2,289.87
资产减值损失	(2,584.18)	(3,280.43)	(1,541.67)	(2,468.76)	(2,430.29)
公允价值变动收益	137.47	31.94	(30.00)	215.00	392.50
投资净收益	342.62	897.89	515.80	585.44	666.38
其他	1,630.70	2,342.60	(971.60)	(1,600.87)	(2,117.75)
<b>营业利润</b>	<b>398.67</b>	<b>6,044.47</b>	<b>28,198.15</b>	<b>28,819.01</b>	<b>31,502.52</b>
营业外收入	208.43	120.50	252.00	1,513.00	2,012.00
营业外支出	103.35	72.14	76.93	84.14	77.74
<b>利润总额</b>	<b>503.75</b>	<b>6,092.84</b>	<b>28,373.21</b>	<b>30,247.87</b>	<b>33,436.78</b>
所得税	979.99	1,564.57	4,255.98	4,537.18	5,015.52
<b>净利润</b>	<b>(476.24)</b>	<b>4,528.27</b>	<b>24,117.23</b>	<b>25,710.69</b>	<b>28,421.26</b>
少数股东损益	(2,394.89)	(507.36)	1,205.86	771.32	284.21
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,918.64</b>	<b>5,035.63</b>	<b>22,911.37</b>	<b>24,939.37</b>	<b>28,137.05</b>
每股收益(元)	0.06	0.14	0.66	0.72	0.81

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	19.51%	16.80%	57.67%	10.77%	8.50%
营业利润	-90.05%	1416.16%	366.51%	2.20%	9.31%
归属于母公司净利润	-44.15%	162.46%	354.99%	8.85%	12.82%
<b>获利能力</b>					
毛利率	15.18%	19.72%	26.00%	24.00%	23.50%
净利率	1.65%	3.71%	10.72%	10.53%	10.95%
ROE	2.02%	4.88%	20.68%	18.72%	17.74%
ROIC	-1.30%	3.24%	11.04%	11.14%	12.87%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	58.56%	59.13%	60.96%	52.80%	51.59%
净负债率	54.14%	53.21%	43.75%	16.23%	1.86%
流动比率	1.33	1.23	1.16	1.07	1.10
速动比率	1.17	1.06	1.00	0.91	0.95

营运能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
应收账款周转率	5.95	6.51	5.86	6.54	6.54
存货周转率	9.52	8.96	10.18	9.98	9.86
总资产周转率	0.36	0.35	0.48	0.53	0.56

每股指标(元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.06	0.14	0.66	0.72	0.81
每股经营现金流	0.75	1.13	0.91	1.50	0.99
每股净资产	2.73	2.97	3.18	3.83	4.56

估值比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率	132.94	50.65	11.13	10.23	9.07
市净率	2.68	2.47	2.30	1.91	1.61
EV/EBITDA	8.60	8.29	9.63	8.43	7.41
EV/EBIT	22.47	17.35	12.02	10.66	9.36

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com