

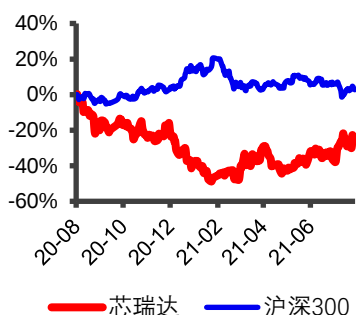
开拓植物健康照明，发力 mini LED

投资评级：增持（首次）

报告日期：2021-08-15

收盘价（元）	25.48
近 12 个月最高/最低（元）	34.56/17.49
总股本（亿股）	1.84
流通股本（亿股）	0.52
流通股比例（%）	28.1
总市值（亿元）	47
流通市值（亿元）	13

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：华晋书

执业证书号：S0010119040018

主要观点：

● 公司深耕背光模组光电系统，逐渐加码光源系统

公司光电系统产品市场不良率为 440ppm，处于行业领先水平，2018 年公司的背光模组光电系统产品在全球液晶电视领域的市场占有率为 6.00%，2017 年公司背光模组光电系统产品在商务教育显示领域的市场占有率为 12.33%。

● 多元化布局智慧光源，开启第二增长极

公司健康智能光源系统产品种类丰富，包括了健康智能护眼台灯、智能吸顶灯、面板灯等灯具产品，LED 灯管、LED 球泡灯等光源产品，以及发光字、广告灯箱、景观亮化光源系统等定制化产品，公司通过在健康智能光源领域多年技术储备和市场积累，目前在通用照明、智能照明、商业照明、景观照明等领域已呈现快速拓展的良好趋势，未来健康智能光源系统将成为公司新的业绩增长点。

● 投资建议

我们预计公司 2021-2023 年的营业收入分别是：6.11 亿元、6.78 亿、7.49 亿元，归母净利润分别是 0.93 亿元、0.99 亿元、1.10 亿元，对应 EPS 分别为 0.51 元、0.54 元、0.60 元，首次覆盖公司给予“增持”评级。

● 风险提示

液晶电视行业增长放缓；应收规模较大；投影电视、激光电视等新型电视技术发展

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	560	611	678	749
收入同比 (%)	7%	9%	11%	11%
归属母公司净利润	87	93	99	110
净利润同比 (%)	-7%	6%	7%	10%
毛利率 (%)	23.9%	26.3%	26.6%	26.9%
ROE (%)	8.5%	7.9%	7.8%	7.9%
每股收益 (元)	0.47	0.51	0.54	0.60
P/E	53.71	50.27	46.81	42.47
P/B	4.56	4.03	3.69	3.39
EV/EBITDA	27	35	32	29

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 公司介绍	4
1.1 深耕背光模组光电系统，逐渐加码光源系统	4
1.2 股权集中度高，高管技术管理经验丰富	6
1.3 业绩稳定增长，费用管控逐步加强	7
2 行业介绍	8
2.1 模组光电系统分为直下式和侧入式，对应下游不同	8
2.2 产业链及下游应用领域	9
2.2.1 液晶显示器四大趋势带动大陆产业提升	10
2.2.2 电脑重回增长轨道	11
2.2.3 手机新需求带动光电系统发展	11
2.2.4 车载显示大屏化顺应智能驾驶潮流	12
2.3 背光模组市场规模持续扩大	13
3 公司深耕光电领域，发力 MINI LED	14
3.1 产品创新，顺应市场发展	14
3.2 客户稳定大品牌，积极开拓新终端	14
风险提示	15
财务报表与盈利预测	16

图表目录

图表 1: 公司发展历程	4
图表 2: 公司主营业务构成	4
图表 3: 公司主营产品光电系统主要应用于背光模组	5
图表 4: 直下式背光模组应用领域	5
图表 5: 侧入式背光模组应用领域	5
图表 6: 公司主要产品及其应用领域	5
图表 7: 公司股权结构	7
图表 8: 公司主要管理层	7
图表 9: 2015-2020 公司营收、净利润及其同比 (百万元)	8
图表 10: 2015-2020 公司毛利率、净利率及期间费用率	8
图表 11: 公司 2017-2020 各业务出货量 (万)	8
图表 12: 公司 2017-2020 分业务单价及单位成本 (万元)	8
图表 13: 液晶面板产业链	10
图表 14: 我国电视产量	11
图表 15: 2010 - 2025 年全球笔记本电脑出货量(百万部)	11
图表 16: 汽车电子占汽车零配件的比重逐年上升	13
图表 17: 全球新能源渗透率提升将显著拉动车载模组光电系统的需求	13
图表 18: 全球液晶模组产业市场需求 (亿片)	13

1 公司介绍

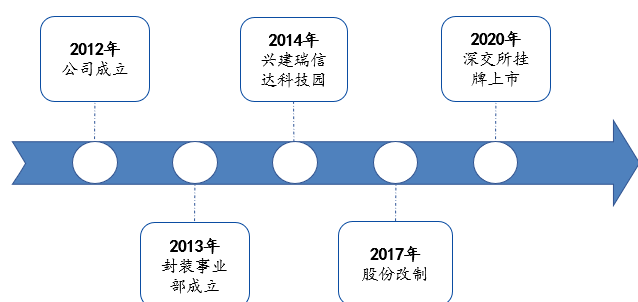
1.1 深耕背光模组光电系统，逐渐加码光源系统

公司成立于 2012 年，深耕新型显示行业多年，公司的主营业务包括两大板块，分别是新型显示光电系统和智能健康光源系统。

专注于背光模组光电系统，产品力业内领先。产品主要包括直下式背光模组光电系统和侧入式背光模组光电系统，公司光电系统产品市场不良率为 440ppm，处于行业领先水平，2018 年公司的背光模组光电系统产品在全球液晶电视领域的市场占有率为 6.00%，2017 年公司背光模组光电系统产品在商务教育显示领域的市场占有率为 12.33%。

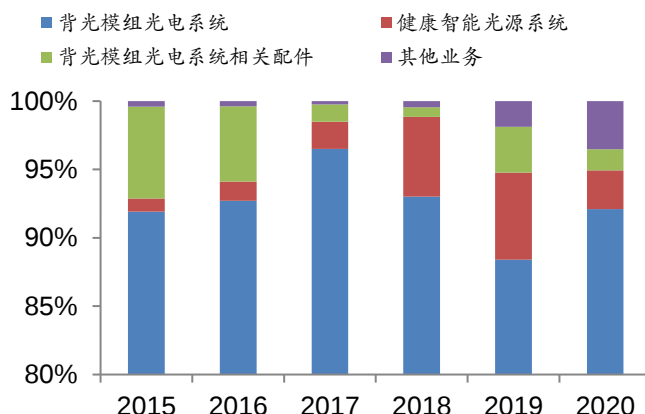
多元化布局智慧光源，开启第二增长极。公司 13 年开始布局智慧光源，2018 年开始规模放量，公司健康智能光源系统产品种类丰富，包括了健康智能护眼台灯、智能吸顶灯、面板灯等灯具产品，LED 灯管、LED 球泡灯等光源产品，以及发光字、广告灯箱、景观亮化光源系统等定制化产品，公司通过在健康智能光源领域多年技术储备和市场积累，目前在通用照明、智能照明、商业照明、景观照明等领域已呈现快速拓展的良好趋势，未来健康智能光源系统将成为公司新的业绩增长点。

图表 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，华安证券研究所

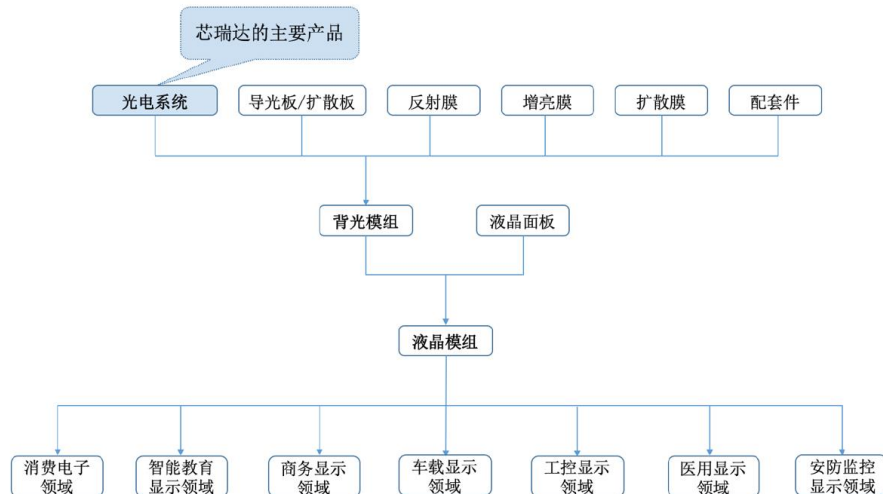
图表 2：公司主营业务构成



资料来源：公司公告，华安证券研究所

光电系统是背光模组的核心部件。背光模组和液晶面板组合成液晶膜组，应用在多个下游领域。其中直下式背光模组光电系统在液晶显示器、液晶电视、高端商务显示、智能教育显示等领域得到广泛应用，侧入式背光模组无需搭配扩散板，因此具有超轻薄、窄边框、产品美观的特点，目前主要应用于手机、平板电脑、笔记本电脑、液晶显示器、液晶电视等消费电子领域，以及车载显示器、工控显示器等新兴显示领域。

图表 3: 公司主营产品光电系统主要应用于背光模组



资料来源：招股书，华安证券研究所

图表 4: 直下式背光模组应用领域



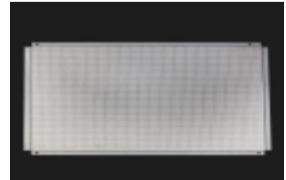
资料来源：招股书，华安证券研究所

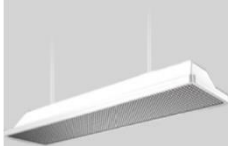
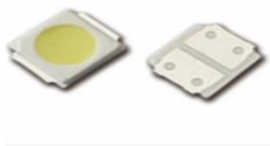
图表 5: 侧入式背光模组应用领域



资料来源：招股书，华安证券研究所

图表 6 公司主要产品及其应用领域

背光源产品			
种类	侧入式背光源产品	直下式背光源产品	MiniLED 背光
图表示			

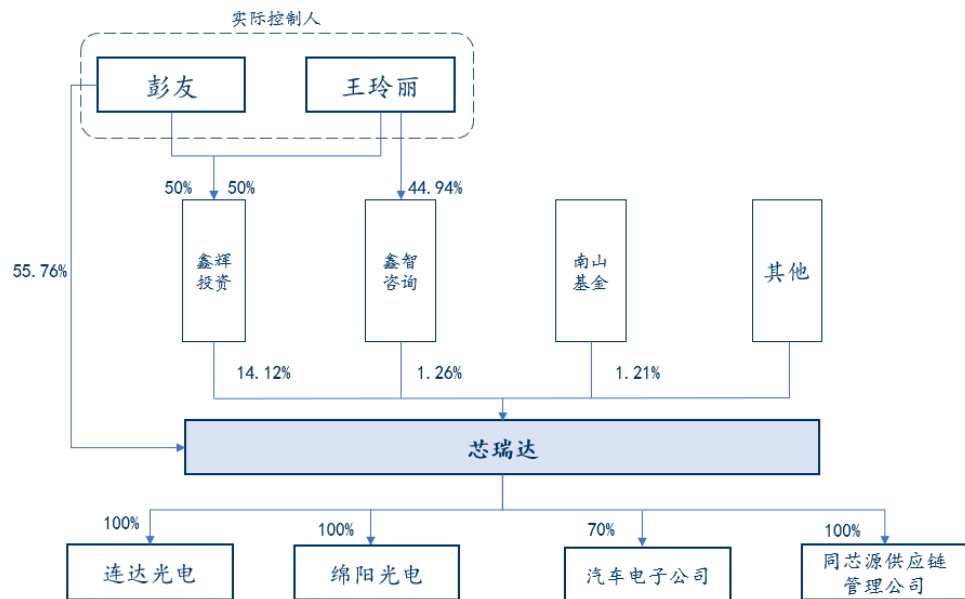
应用领域	适用于高端侧入式背光源，画质完美	低成本，减少 LED 使用数量提升生产效率，可实现高均匀性高画质要求、区域调光等功能要求	适用于手机、PAD 等手持式设备、高端显示器背光产品及高端 TV 背光产品。
照明产品			
种类	家用照明产品	商业照明产品	教育照明产品
图表示			
封装产品			
种类	背光 LED	照明 LED	特种 LED
图表示			
应用领域	TV 电视背光	适用于直下式背光类、日光灯管、室内照明/改造(替换)/一般照明/建筑/装饰照明、面板灯照明类产品等照明类产品。	适用于台灯、日光灯管、吸顶灯等照明类产品。

数据来源：公司官网，华安证券研究所

1.2 股权集中度高，高管技术管理经验丰富

公司实际控制人为彭友和王玲丽夫妇，彭友董事长、总经理及法定代表人，其直接持有公司 55.76% 的股份，王玲丽为公司控股股东彭友的配偶，夫妇合计间接持有 1.26% 的股份，共计控制公司 70.45% 的股权，为公司的实际控制人，公司股权结构集中度较高，凝聚力较强。

图表 7: 公司股权结构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 8 公司主要管理层

姓名	职务	个人简历
彭友	董事长,董事	国家“万人计划”科技创业领军人才,从事新型显示光电领域已有十多年的丰富经历,自设立芯瑞达以来,彭友先后获得发明专利 8 项,实用新型专利 55 项,外观专利 12 项,在新型显示光电系统和健康智能光源系统的技术研发和产品设计方面,得到市场和客户的广泛认可,是新型显示行业的领军人才.彭友目前主要从事公司发展战略的制定,确定未来产品和技术开发的方向,进行前瞻性的研发,引领行业技术发展革新.
李泉涌	董事, 副总经理	2009 年 5 月至 2011 年 2 月,就职于香港芯瑞达,任副总经理;2011 年 3 月至 2016 年 11 月,就职于深圳迅瑞达,任总经理;2016 年 12 月至 2017 年 1 月,就职于芯瑞达有限,任副总经理;2017 年 1 月至今,就职于芯瑞达,任董事,副总经理,销售总监.
唐先胜	董事, 财务总监, 董事会秘书	注册会计师,注册资产评估师,注册税务师, 2016 年 5 月至 2017 年 1 月,就职于芯瑞达有限,任财务总监;2017 年 1 月至今,就职于芯瑞达,任董事,董事会秘书,财务总监.
王光照	董事, 副总经理	2011 年 3 月至 2012 年 5 月,就职于深圳迅瑞达,任销售经理;2012 年 5 月至 2017 年 1 月,就职于芯瑞达有限,历任行政人事总监,总经办主任;2017 年 1 月至今,就职于芯瑞达,任董事,副总经理.
王鹏生	副总经理	2012 年 3 月至 2017 年 1 月,就职于芯瑞达有限,历任监事,采购总监,封装负责人;2017 年 1 月至今,就职于芯瑞达,历任封装负责人,采购总监,副总经理.
吴奇	副总经理	2017 年 2 月至今,就职于芯瑞达,历任品质总监,副总经理.

数据来源：公司公告，华安证券研究所

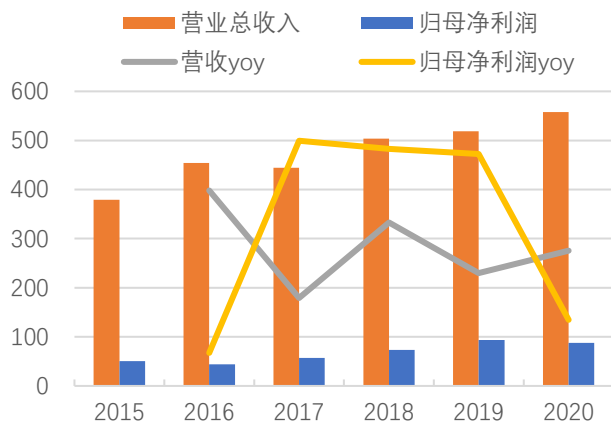
1.3 业绩稳定增长，费用管控逐步加强

公司 2020 收入 5.58 亿元, 2015-2020 收入 CAGR 达 8%, 2018 年受益于公司直下式背光模组光电系统的工艺技术升级和技术不断突破, 产品竞争力不断提升, 受到下游客户的广泛认可, 高价值量产品出货占比提升, 迎来量价齐升; 2019 年由于大

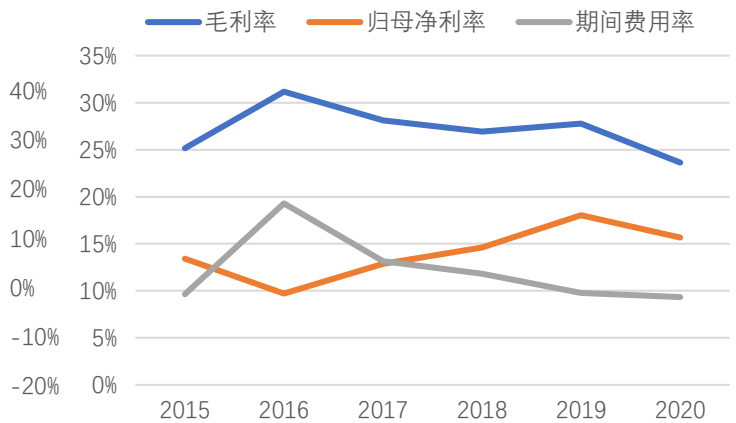
客户中新科技财务问题突出，公司终止合作损失一部分直下式销量，侧入式方面公司加大市场开拓力度销量同比增长 175%，有效对冲直下式销量减少对业绩的影响；2020 年直下式出货量大幅增长 34%拉动收入增 8%。

公司综合毛利率在 25%~35%之间波动，主要受公司产品研发创新带来的产品竞争力提升、出货结构及原材料价格的波动影响，总体保持稳定。净利率稳中向好，2020 年达到 16%。期间费用率随着公司成本管控能力加强及规模带来的摊薄效应影响逐年下降，2020 年为历史最低点 9.33%。

图 9：2015-2020 公司营收、净利润及其同比（百万元）图 10：2015-2020 公司毛利率、净利率及期间费用率

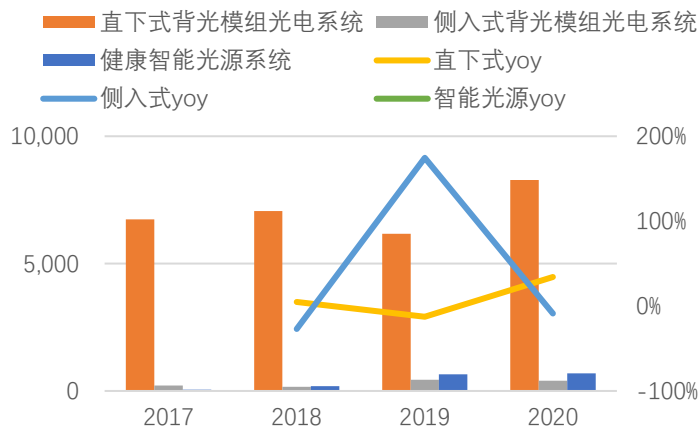


资料来源：wind，华安证券研究所



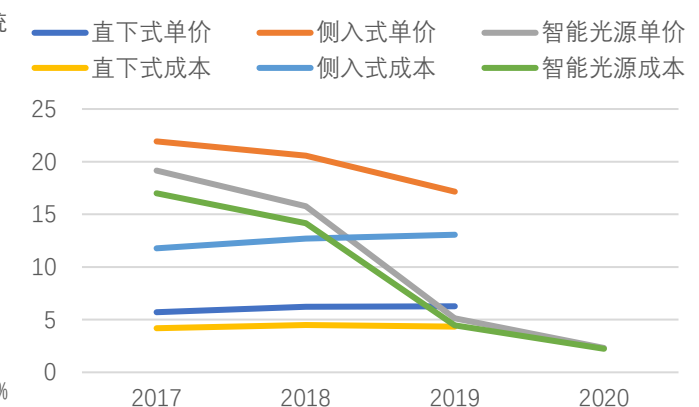
资料来源：wind，华安证券研究所

图 11：公司 2017-2020 各业务出货量（万）



资料来源：wind，华安证券研究所

图 12：公司 2017-2020 分业务单价及单位成本（万元）



资料来源：wind，华安证券研究所

2 行业介绍

2.1 模组光电系统分为直下式和侧入式，对应下游不同

直下式背光模组光电系统是将发光源按照光学规则和电子学规则排布在背光模组上的光电系统，搭配扩散板、扩散膜、增亮膜、反射膜等光学膜片、配套件等组成直下式背光模组，并通过显示光源设计、光学透镜设计、光电系统设计、区域调光设计等，以实现高画质的显示效果，产品在液晶显示器、液晶电视、高端商务显

示、智能教育显示等领域得到广泛应用。

直下式背光模组光电系统具有以下特点：①无需搭配成本较高的导光板，且工艺技术成熟，产品良品率较高，因此更具有成本优势和品质优势；②每一显示光源可独立负责一块显示区域，因此可通过控制显示光源的亮暗度实现区域调光的功能对动态对比度及动态影像画质有较大提升；③产品散热性能优良，能耗较低，具有节能环保的优势；④大功率背光模组光电系统、折反射式光学透镜、Mini 光学透镜等新型光学技术和光学材料的开发应用，推动直下式背光模组超轻薄化的发展趋势，引领新一代显示产品的市场热点。

侧入式背光模组无需搭配扩散板，因此具有超轻薄、窄边框、产品美观的特点，目前主要应用于手机、平板电脑、笔记本电脑、液晶显示器、液晶电视等消费电子领域，以及车载显示器、工控显示器等新兴显示领域。

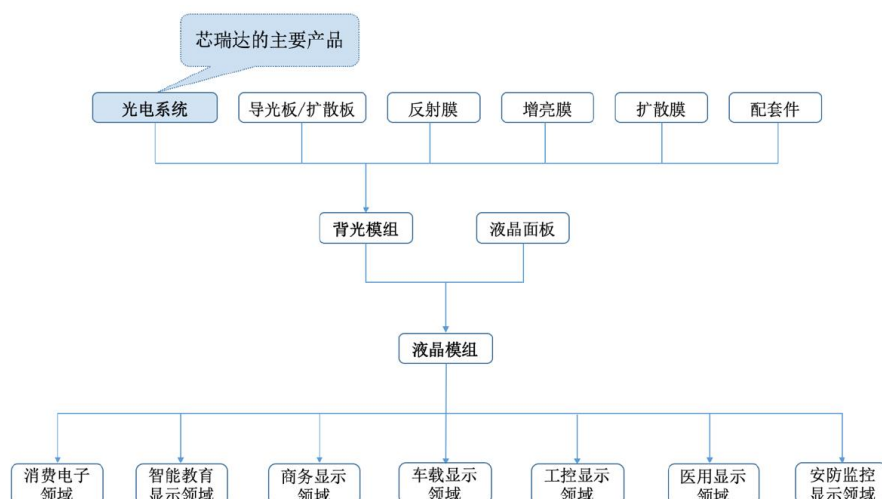
2.2 产业链及下游应用领域

背光模组光电系统是市面板产业链的一个分支。国内平板显示产业经过近年来的发展和整合，形成了新型显示光电系统、光学膜片、模组制造、液晶面板、终端应用等完整的产业链，在光电系统领域，产生了如芯瑞达等众多优秀企业，并在技术水平、工艺水平、产品设计、技术人才等方面赶超海外厂商。

背光模组光电系统行业增长驱动因子是液晶行业。光电系统作为背光模组的光源及显示系统，与导光板或扩散板、扩散膜、增亮膜、反射膜等光学膜产品、配套件等组成背光模组，背光模组与液晶面板组合用于液晶模组的制造。由于液晶面板中的液晶本身不自发光，所以必须搭配背光模组提供外加光源以达到显示效果，背光模组中的光电系统则是液晶面板实现图表像显示的光源提供器件，也是液晶模组的核心部件之一，液晶模组市场需求的持续增长将直接带动背光模组光电系统、量子点显示光电系统等相关配套产业的发展。

液晶行业景气度取决于消费终端的需求。新型显示行业的发展状况和未来前景，与液晶电视、液晶显示器、笔记本电脑、平板电脑、手机等各类消费电子行业，以及车载显示器、工控显示器、医用显示器、安防监控设备、商用显示器、智慧屏、电子标牌、电子白板等终端行业的市场状况密切相关，同时也受益于我国液晶模组行业的不断发展。

图表 13：液晶面板产业链



资料来源：公司公告，华安证券研究所

2.2.1 液晶显示器四大趋势带动大陆产业提升

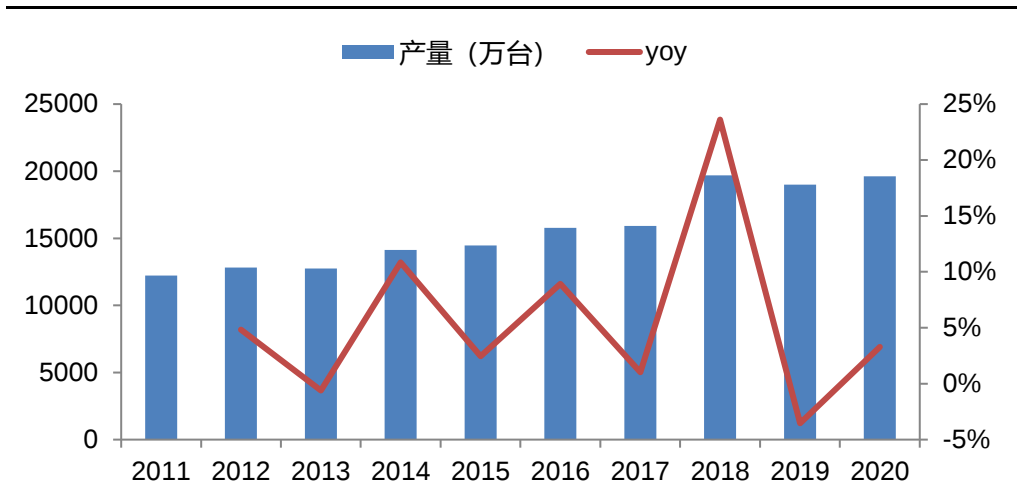
趋势一：大尺寸化带来单屏价值量的提升。近年来，随着消费升级和成本不断下降，液晶电视一直向大尺寸的趋势发展，平均尺寸每年维持一定幅度的提升。

趋势二：产品创新带来新的增长点，电视机的消费电子属性加强。液晶电视的技术革新正在从单边显示技术的变革，向显示技术和后端应用双变革转变，新型产品 K&8K 超高清电视、IPS 屏电视等产品将成为全球液晶电视行业新的增长点，电视机的消费电子属性逐步加强。

趋势三：电视智能化推动产业链的消费升级，电视智能化使更换周期缩短。随着人工智能技术的不断发展和应用，智能电视渗透率不断提高，并将持续推动液晶电视产业的消费升级，有效缩短终端消费者对于液晶电视产品的更换周期，推动液晶电视市场需求及其上游的背光模组光电系统产业的增长。根据工信部的统计和预测，2017 年我国智能电视产量达 10,931.00 万台，较 2016 年增长 6.90%，智能电视产量占彩色电视产量的比重达 63.40%，预计到 2020 年智能电视的市场渗透率达到 90% 以上。

趋势四：产业链向我国大陆转移。面板产业发展起步于美国，在日本率先产业化，之后产业转移至韩国台湾，当前正在向中国大陆转移，从全球产业布局来看，目前全球液晶电视产业正在向中国大陆加速转移，京东方、华星光电等国内面板厂商的电视面板出货量快速增长，而 LGD、三星电子、群创光电、友达光电等韩国及台湾地区的电视面板出货量有所下降，我国作为液晶电视生产大国的地位不断提高。国内液晶电视方面，近十年我国液晶电视产量从 2009 年的 0.99 亿台，增长至 2018 年的 1.88 亿台，年均复合增长率为 7.41%。

图表 14：我国电视产量



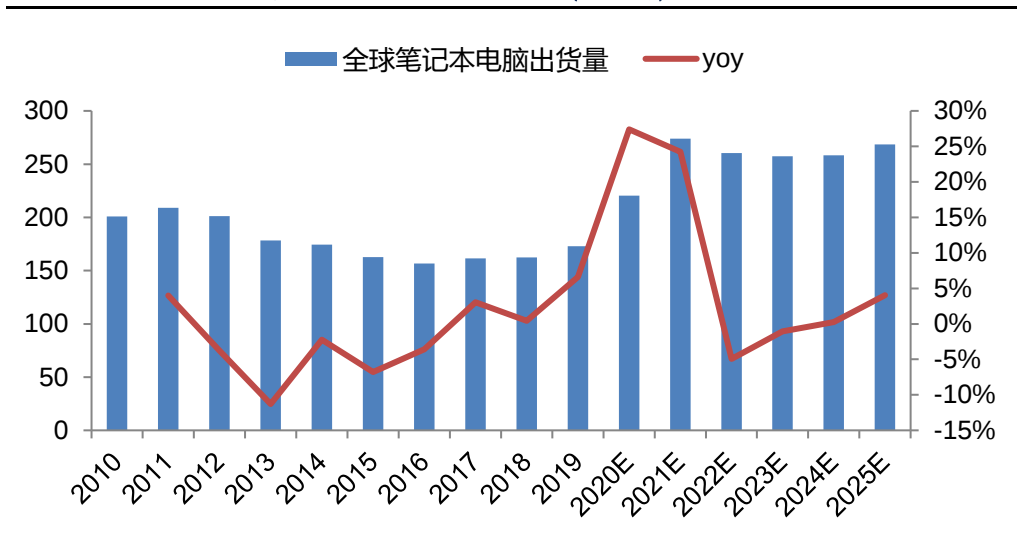
资料来源：wind，华安证券研究所

2.2.2 电脑重回增长轨道

受益于我国居民消费能力的不断提高、工作娱乐等需求的日益提升，个人电脑的市场需求表现出强劲的增长，并带动了各类电脑产品出货量的总体增长。根据工信部的统计数据，2018 年我国笔记本电脑和平板电脑的产量均呈现不同幅度的增长，其中笔记本电脑产量同比增长 0.60%，平板电脑产量同比增长 2.80%。2019 年上半年度，笔记本电脑产量同比增长 3.2%，平板电脑产量同比增长 30.9%。

根据我国工信部和 IDC 的统计数据，我国已成为全球重要的电脑产品生产和销售基地。因此，与电脑液晶模组配套的背光模组及光电系统、光学膜片等相关产业将得到提振。

图表 15：2010 - 2025 年全球笔记本电脑出货量(百万部)



资料来源：IDC，华安证券研究所

2.2.3 手机新需求带动光电系统发展

全球智能手机市场需求总体增长，未来仍有较大增长空间。智能手机自推广导入市场以来，凭借其良好的用户体验、丰富的应用程序、多样化的功能及个性化的

服务,迅速得到市场的广泛认可,消费者购买智能手机以替换其原有的非智能手机,并因此带动了全球智能手机市场需求强劲增长。根据 IDC 的统计数据,2010 年全球智能手机出货量为 3.04 亿部,2018 年出货量已增长至 13.69 亿部,期间年均复合增长率达 20.70%,智能手机渗透率也不断提升。随着未来全球智能手机的进一步普及,智能手机产业仍具有较大的增长空间。

我国智能手机出货量占比提高,国产手机品牌市场竞争力不断提升。国内智能手机市场方面,根据工信部的统计数据,我国多年来智能手机出货量也呈持续增长趋势,占全球智能手机出货量的比例也逐年提高,我国全球手机生产制造基地的地位不断稳固。华为、小米等众多国产手机品牌在设计、功能、性能、外观等方面各具特色,市场竞争力不断提升,并开始走向全球智能手机市场。我国智能手机出货量占比的提高和国产手机品牌市场竞争力的提升,有利于我国智能手机行业的持续发展,与智能手机配套的背光模组及光电系统、光学膜片等相关产业也将得到提振。

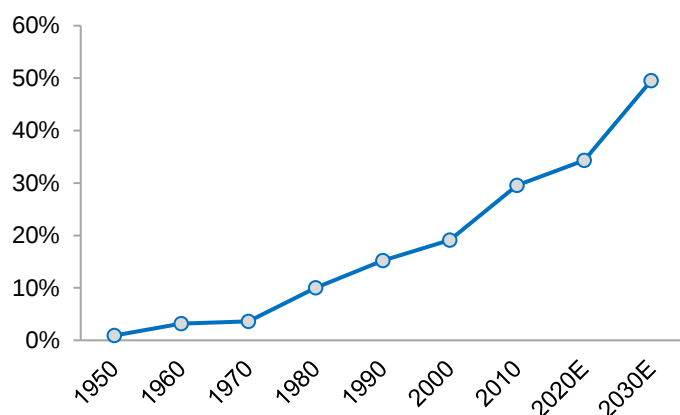
新材料、新技术、新设计不断推动智能手机产品升级,并带动背光模组光电系统等相关产业的发展。近年来,我国智能手机市场不断发展,一方面众多手机厂商相继进入,加剧了市场竞争,另一方面部分手机厂商采用差异化的竞争策略,使得各种新材料、新技术、新设计不断被应用,众多个性化的产品设计被推向市场,如全面屏手机、4K 高清屏手机、高配手机、无线充电功能、人工智能、生物识别功能等,加快推动智能手机的产品升级,产品更新换代加速,并持续带动手机行业上游的背光模组光电系统等相关产业的增长。

2.2.4 车载显示大屏化顺应智能驾驶潮流

汽车电子占汽车零配件的份额逐年上升,带动车载显示器应用市场加速增长。当前汽车电子化的程度越来越高。汽车电子作为汽车领域最大的创新点,其成本占汽车零配件的比重快速增长,至 2010 年汽车电子占汽车零配件的比重已达到 29.55%,预计到 2020 年该比重将继续增长至 34.32%,至 2030 年该比重增长至 49.55%。车载显示器作为人车交互的主要渠道,在汽车电子中具有众多重要功能。因此,汽车电子化的发展趋势将带动车载显示器市场需求的快速增长,背光模组光电系统作为车载显示器的显示光源,其市场需求也将得到提升。

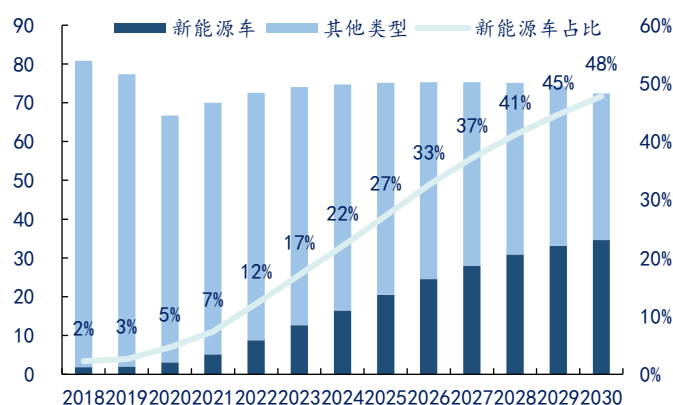
新能源汽车的快速推广带动车载液晶显示器增长。等需要更加精确显示的信息,传统的指针仪表存在反应慢、精度低和显示方式单一的缺点,难以胜任新能源汽车智能化和多功能的要求,因此新能源汽车装配车载液晶显示器是刚性需求。据 Canalys 的最新研究报告,2020 年全球电动汽车(EV)销量同比增长 39%至 310 万辆,到 2028 年,电动汽车的销量将增加到 3000 万辆,到 2030 年,电动汽车将占全球乘用车总销量的近一半。新能源汽车快速增长的市场规模和市场潜力,将开拓车载背光模组光电系统的巨大市场。

图表 16：汽车电子占汽车零部件的比重逐年上升



资料来源：芯瑞达招股说明书，智研咨询，华安证券研究所

图表 17：全球新能源渗透率提升将显著拉动车载模组光电系统的需求



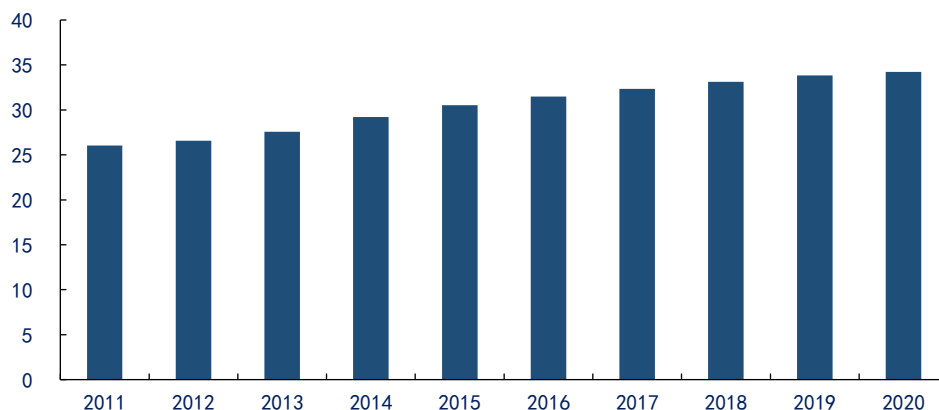
资料来源：Canalys，华安证券研究所

2.3 背光模组市场规模持续扩大

受液晶模组产业终端市场的带动及液晶模组应用领域的扩展，未来全球液晶模组产业市场需求仍将保持持续增长的趋势。

全球液晶模组产业向我国大陆转移，未来液晶面板国产替代空间较大。自上世纪 90 年代起，韩国、日本以及中国台湾地区的低世代液晶面板生产线开始向中国大陆转移，近年来，液晶面板产业向我国转移的进程不断加快，全球主要液晶面板企业出于成本和配套方面的考量，纷纷在我国投资建设液晶面板生产线。随着全球液晶产业向中国大陆地区加速转移，中国已成为全球液晶产业的投资和生产中心。2016 年我国大陆已超越台湾地区成为世界第二大液晶面板产能区；2017 年中国大陆超越韩国，成为世界第一的大尺寸面板产能区。未来随着京东方、深天马、华星光电等面板厂商筹建生产线的落地投产和产能释放，我国大陆地区的面板产将迅猛增长，占全球面板产能的比例也将进一步提高。全球液晶产业将向中国大陆地区持续加速转移，因此液晶面板产业仍具有较大的国产替代空间，与之配套的背光模组光电系统的市场需求也将得到提升。

图表 18：全球液晶膜组产业市场需求（亿片）



数据来源：芯瑞达招股说明书，HIS Display Search，华安证券研究所

综上所述,我国及全球液晶电视、液晶显示器、笔记本电脑、平板电脑、手机等各类消费电子行业、车载显示器、工控显示器、医用显示器、安防监控设备等终端行业的增长、新型显示技术的持续发展和新型显示应用领域的扩展,推动了我国新型显示产业的持续发展。同时全球液晶产业向我国转移、我国液晶面板行业的持续增长将进一步推动了我国平板显示光电系统市场需求的快速增长。根据智研咨询的数据统计及预测,至2020年我国背光模组光电系统市场规模将达到572.15亿元,同时量子点显示技术、Mini LED显示技术、Micro LED显示技术等新型显示技术的应用市场也将得到快速发展。新型显示光电系统作为终端显示产品的核心部件,也将受益于我国新型显示产业的蓬勃发展,具有良好的发展空间和巨大的市场潜力。

3 公司深耕光电领域,发力 mini Led

3.1 产品创新,顺应市场发展

(1) 从产品技术分析,公司率先在新型显示行业研发高功率背光模组设计技术、减蓝光护眼显示技术,并着力进行新一代显示产品的研发推广,持续的研发和创新巩固了公司的市场地位。(2) 从产品类别分析,2017年至2018年公司主要产品直下式背光模组光电系统和健康智能光源系统的销售收入一直呈现良好的增长趋势,且其销售数量逐年增长,议价能力不断增强,市场竞争力持续提升。2019年度,虽然受到中新科技的影响,公司直下式产品销售量有所下滑,但随着公司成功开拓韩国知名客户 Lumens 以及将侧入式产品成功拓展至小米供应商体系,公司侧入式背光模组光电系统销售额大幅增长。(3) 从产品附加值分析,公司持续切入智能教育显示领域、商务显示领域、互联网产品领域、车载显示领域等高附加值的新兴显示领域,有利于促进营业收入的增长,提升公司未来持续盈利能力。

公司持续完善研发与创新管理机制。公司加速 Mini LED 背光与显示产品的试产与推广 (Mini LED 显示技术是指利用小间距 RGB 三基色 LED 依次拼接而成的显示设备,其利用芯片规格在 80 至 300 微米之间的倒装芯片直接固晶在 PCB 基板上,并通过电路控制系统,使显示光源亮度达到 2000nits 以上,具有自发光、高光效、高色域、低能耗、发光寿命长、响应速度快等优势。MiniLED 将会推动并带来新型显示行业革命性的进展);继续加大教育显示、汽车电子显示应用、智慧城市照明等领域研发与创新力度。公司申报各项专利 47 项,其中:发明专利 21 项,进入实审 13 项。

同行业上市公司终端销售的相关产品中包含了较大数量的 LED 光源被直接出售,而公司相关的终端产品均为背光模组光电系统,其是将发光源按照光学规则和电子学规则排布在背光模组上的光电系统,属于对显示光源的进一步加工与深度利用,因此公司产品附加值也相对较高。

3.2 客户稳定大品牌,积极开拓新终端

产品定制化程度高,大客户黏性极强。公司深耕平板显示行业多年,始终坚持围绕行业知名客户需求拓展业务,专注于品牌平板背光模组光电系统的细分领域,公司产品占下游背光模组成本比重较小,但对终端平板显示器的轻薄化程度、成像质量、使用寿命及产品品质至关重要。因此,行业内知名客户对于相关产品的品质、可定制化程度、供货稳定性等要求极高,导致进入其合格供应商门槛较高,但一旦

通过审核则客户黏性较强，产品的毛利率水平也有较好的保障。目前公司主要客户均为行业内的一线品牌包括：三星电子、海信、创维、长虹、TCL、夏普、小米、首尔半导体、富士康、冠捷科技、乐轩科技、苏州璨宇、毅昌股份、苏州高创、Lumens 等国内外知名消费电子企业，以及鸿合科技等智能教育显示品牌，公司与主要客户的业务合作不断加深，客户黏性极强。

海外客户销售占比下降原因分析：公司外销收入占比分别为 11.27%、4.00% 和 4.39%，占比总体呈现下降趋势，主要系公司外销客户印度 Videocon、苏州璨宇光学有限公司采购订单减少所致，其具体原因如下：（1）2017 年度，印度 Videocon 跨业经营战略受挫，导致背光模组等各项业务全面收缩，故采购额呈下降趋势；在创立初期，公司受资本实力、产能规模等方面限制因素，将发展重点集中于国内市场，公司初期的发展战略对境外客户开发力度不够，主要境外终端客户仅为印度 Videocon 一家，因此，印度 Videocon 的业务收缩对公司的外销收入影响较大；（2）苏州璨宇光学有限公司原系欧洲 UMC 品牌的模组供应商，UMC 于 2017 年被夏普收购后，受到夏普完备的供应商体系影响，导致了 UMC 减少了对苏州璨宇的采购量，因此苏州璨宇对公司的采购额也有所下降。

加大全球消费电子市场的开拓力度，海外业绩增长可期。目前三星电子、LG 占全球消费电子产品市场份额约 50%，为全球消费电子市场的龙头企业。2017 年初，公司针对境外收入的变化，及时的调整发展战略，放眼于全球市场，以三星电子、LG、Vestel、Arcelik 等作为潜在客户，进一步提升在技术研发、产品设计、品质管控等方面实力，并积极推进三星电子、LG、首尔半导体、Vestel、Arcelik 等全球品牌客户的导入，公司已经具备进军全球市场的实力。目前上述战略调整已初见成效，2018 年度公司通过了首尔半导体的供应商审核体系，并已正式进入 LG、Vestel、Arcelik 等客户的供应商评审流程。2019 年上半年公司通过了三星电子的供应商评审，并向其批量供货。境外市场的主动拓展，预计将给公司带来新的业绩增长。

风险提示

液晶电视行业增长放缓；应收规模较大；投影电视、激光电视等新型电视技术发展。

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	
流动资产	1,206	1,319	1,471	1,632	
现金	121	193	292	388	
应收账款	254	235	269	308	
其他应收款	2	3	3	3	
预付账款	3	4	5	6	
存货	78	68	74	88	
其他流动资产	749	817	829	838	
非流动资产	190	198	204	209	
长期投资	0	0	0	0	
固定资产	165	160	156	154	
无形资产	15	14	13	12	
其他非流动资产	10	25	34	43	
资产总计	1,397	1,517	1,674	1,841	
流动负债	353	330	370	416	
短期借款	0	0	0	0	
应付账款	180	173	191	218	
其他流动负债	172	156	178	199	
非流动负债	16	23	34	40	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负债	16	23	34	40	
负债合计	368	352	403	456	
少数股东权益	0	0	0	0	
股本	142	183	183	183	
资本公积	570	570	570	570	
留存收益	317	412	519	632	
归属母公司股东权益	1,028	1,165	1,271	1,384	
负债和股东权益	1,397	1,517	1,674	1,841	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	130	45	97	88	
净利润	87	93	99	110	
折旧摊销	16	12	12	13	
财务费用	(0)	(2)	(4)	(5)	
投资损失	(15)	0	0	0	
营运资金变动	23	(54)	(8)	(23)	
其他经营现金流	19	(3)	(3)	(6)	
投资活动现金流	(633)	(20)	(12)	(8)	
资本支出	0	(21)	(16)	(15)	
长期投资	0	0	0	0	
其他投资现金流	(633)	1	4	7	
筹资活动现金流	417	46	11	9	
短期借款	0	0	0	0	
长期借款	0	0	0	0	
普通股增加	35	41	0	0	
资本公积增加	390	0	0	0	
其他筹资现金流	(9)	5	11	9	
现金净增加额	(85)	71	95	89	

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

利润表		单位:百万元			
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	
营业收入	560	611	678	749	
营业成本	426	450	498	548	
营业税金及附加	2	4	4	4	
销售费用	7	7	9	10	
管理费用	53	49	54	60	
财务费用	0	(2)	(4)	(5)	
资产减值损失	(2)	(2)	0	1	
公允价值变动收益	2	(1)	(4)	(7)	
投资净收益	15	0	0	0	
营业利润	98	104	113	124	
营业外收入	3	2	2	2	
营业外支出	0	0	0	0	
利润总额	101	106	114	125	
所得税	13	13	14	16	
净利润	87	93	99	110	
少数股东损益	0	0	0	0	
归属母公司净利润	87	93	99	110	
EBITDA	134	114	121	132	
EPS (元)	0.47	0.51	0.54	0.60	

主要财务比率

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	
成长能力					
营业收入	7.11%	9.14%	10.92%	10.58%	
营业利润	-5.84%	6.15%	8.10%	10.24%	
归属于母公司净利	-6.55%	5.96%	7.40%	10.21%	
获利能力					
毛利率 (%)	23.93%	26.30%	26.58%	26.93%	
净利率 (%)	15.61%	15.15%	14.67%	14.62%	
ROE (%)	8.50%	7.95%	7.82%	7.92%	
ROIC (%)	34.88%	35.76%	21.83%	22.66%	
偿债能力					
资产负债率 (%)	26.37%	23.23%	24.08%	24.79%	
净负债比率 (%)	15.25%	15.06%	4.76%	1.08%	
流动比率	3.42	4.00	3.98	3.92	
速动比率	3.20	3.79	3.78	3.71	
营运能力					
总资产周转率	0.51	0.42	0.42	0.43	
应收账款周转率	2.59	2.52	2.72	2.63	
应付账款周转率	3.61	3.46	3.72	3.66	
每股指标 (元)					
每股收益	0.47	0.51	0.54	0.60	
每股经营现金流薄)	0.71	0.24	0.53	0.48	
每股净资产	5.58	6.32	6.90	7.52	
估值比率					
P/E	53.7	50.3	46.8	42.5	
P/B	4.6	4.0	3.7	3.4	
EV/EBITDA	26.70	34.60	31.75	28.60	

分析师简介

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。

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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。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。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。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）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。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市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 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；
- 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。