

公司研究

蒸发源开启业绩放量期，发光材料打开长期成长空间

——奥来德（688378.SH）2021 年半年报点评

要点

事件：

公司发布 2021 年半年报，报告期内实现营收 2.5 亿元，同比上升 65%，实现归母净利润 1.0 亿元，同比增加 141%；其中 Q2 单季实现营收 1.2 亿元，同比提升 260%、环比减少 6%，实现归母净利润 4842 万元，同比增加 5167 万元、环比减少 7%。

点评：

打破国外垄断，公司蒸发源进入业绩放量期

蒸发源是 OLED 面板制造过程中不可或缺的关键组件，其性能对面板的良品率产生重要影响。公司是国内唯一具有自主生产蒸发源设备能力的公司，在该领域完全打破了国外技术壁垒，拥有 16 项相关国家授权专利，解决了国内 6 代 AMOLED 产线的“卡脖子”技术问题。公司生产的蒸发源设备具有热分布稳定、蒸镀均匀性好、有机材料变性小、连续工作时间长等产品优势，已批量应用于京东方、TCL 华星、天马集团等国内面板生产企业的 6 代 AMOLED 的生产线，在我国全部蒸镀机蒸发源市场占有率约 60%，Tokki 蒸镀机蒸发源市场占有率约 75%。未来，随着 OLED 面板产能进一步向国内转移，公司蒸发源设备的市场占有率有望持续提升。作为高毛利的新型业务，蒸发源设备板块已经成为公司未来发展的主要增长点。

突破技术壁垒，公司 OLED 发光材料成长可期

公司成功实现了 OLED 单体材料生产的技术突破，成为了国内最大的 OLED 终端材料生产商之一，拥有很强的规模优势和技术优势。未来，受益于下游平板显示器升级换代带来的需求攀升，全球 OLED 的市场份额将逐步提高，OLED 材料规模也将持续增大。公司下游客户需求稳定，与维信诺集团、TCL 华星集团、京东方等知名 OLED 下游面板生产企业保持良好的合作关系，且计划总投资 6 亿元建设“年产 10 吨 AMOLED 用高性能发光材料项目”以扩充产能。新项目计划 2023 年达产，达产后年产值约 8 亿元。

盈利预测、估值与评级：我们维持对公司的盈利预测，预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 1.51、1.99 和 2.20 亿元。公司是少数能够规模化生产 OLED 发光材料的生产企业，拥有较强的规模优势和技术优势。在全球 OLED 市场需求持续增长的大格局下，公司未来将持续向好，故我们维持“买入”评级。

风险提示：技术升级迭代及技术研发无法有效满足市场需求的风险，公司蒸发源产品仅适配于 Tokki 蒸镀机的风险，市场竞争加剧影响行业盈利能力风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	301	284	443	537	596
营业收入增长率	14.57%	-5.70%	56.09%	21.24%	11.07%
净利润（百万元）	109	72	151	199	220
净利润增长率	22.01%	-33.82%	109.55%	32.08%	10.75%
EPS（元）	1.98	0.98	2.06	2.72	3.01
ROE（归属母公司）（摊薄）	24.09%	4.54%	9.07%	10.70%	10.60%
P/E	35	70	33	25	23
P/B	8.4	3.2	3.0	2.7	2.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-08-23，公司上市前为 0.55 亿股，上市后为 0.73 亿股

买入（维持）

当前价：68.72 元

作者

分析师：吴裕

执业证书编号：S0930519050005
010-58452014

wuyul@ebsecn.com

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005
010-57378026

zhaond@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	0.73
总市值(亿元):	50.26
一年最低/最高(元):	45.05/112.00
近 3 月换手率:	63.88%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-6.67	-5.45	-13.33
绝对	-11.65	-11.65	-11.65

资料来源：Wind

相关研报

拥有一体化自主创新能力的 OLED 单体材料生产商——奥来德（688378.SH）动态跟踪报告（2021-05-15）
蒸发源项目中标，长期成长可期——奥来德（688378.SH）关于全资子公司项目预中标公示的提示性公告点评（2021-01-11）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	301	284	443	537	596
营业成本	116	126	155	189	210
折旧和摊销	20	23	39	50	61
税金及附加	1	2	3	2	2
销售费用	7	8	10	10	13
管理费用	36	37	54	51	60
研发费用	36	52	64	70	72
财务费用	2	-4	-5	6	9
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	124	76	170	225	250
利润总额	124	78	172	227	252
所得税	15	6	21	27	30
净利润	109	72	152	200	221
少数股东损益	0	0	1	1	1
归属母公司净利润	109	72	151	199	220
EPS(元)	1.98	0.98	2.06	2.72	3.01

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	141	120	-92	192	250
净利润	109	72	151	199	220
折旧摊销	20	23	39	50	61
净营运资金增加	90	-33	358	112	70
其他	-78	58	-640	-169	-102
投资活动产生现金流	-193	-1,051	-208	-225	-200
净资本支出	-188	-162	-200	-200	-200
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-5	-889	-8	-25	0
融资活动现金流	186	1,037	197	80	-20
股本变化	10	18	0	0	0
债务净变化	-2	-22	258	82	-15
无息负债变化	37	90	-174	20	13
净现金流	134	107	-103	47	30

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	61.4%	55.5%	64.9%	64.8%	64.7%
EBITDA 率	46.2%	36.2%	45.4%	52.7%	53.7%
EBIT 率	38.2%	26.7%	36.6%	43.4%	43.4%
税前净利润率	41.2%	27.5%	39.0%	42.4%	42.2%
归母净利润率	36.1%	25.4%	34.1%	37.1%	37.0%
ROA	13.2%	3.6%	6.9%	8.0%	8.2%
ROE (摊薄)	24.1%	4.5%	9.1%	10.7%	10.6%
经营性 ROIC	22.5%	13.2%	13.6%	15.7%	15.1%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	45%	22%	24%	25%	23%
流动比率	1.77	5.49	4.32	3.68	3.96
速动比率	1.12	4.77	3.62	3.01	3.20
归母权益/有息债务	10.49	74.81	5.96	5.16	6.02
有形资产/有息债务	17.00	90.58	7.48	6.64	7.58

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	825	2,025	2,187	2,489	2,709
货币资金	197	324	221	268	298
交易性金融资产	0	848	848	848	848
应收帐款	48	62	105	127	141
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	7	0	0	0	0
存货	164	191	235	286	318
其他流动资产	20	18	26	31	34
流动资产合计	444	1,450	1,443	1,570	1,651
其他权益工具	0	45	45	45	45
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	205	211	377	527	662
在建工程	54	191	173	160	150
无形资产	76	75	68	61	55
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	28	20	28	28	28
非流动资产合计	381	575	744	919	1,058
总负债	374	442	525	627	625
短期借款	35	0	253	329	310
应付账款	27	33	40	49	55
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	168	0	0	0	0
其他流动负债	0	10	10	10	10
流动负债合计	251	264	334	427	416
长期借款	0	21	26	31	36
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	122	156	164	169	172
非流动负债合计	122	178	191	201	209
股东权益	451	1,583	1,662	1,862	2,083
股本	55	73	73	73	73
公积金	237	1,282	1,297	1,312	1,312
未分配利润	159	229	291	475	695
归属母公司权益	451	1,583	1,661	1,860	2,080
少数股东权益	0	0	1	2	3

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	2.45%	2.82%	2.27%	1.95%	2.15%
管理费用率	11.83%	13.20%	12.28%	9.43%	10.13%
财务费用率	0.57%	-1.28%	-1.11%	1.21%	1.44%
研发费用率	12.03%	18.29%	14.50%	13.03%	12.03%
所得税率	12%	8%	12%	12%	12%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.00	1.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	2.57	1.65	-1.26	2.62	3.42
每股净资产	8.22	21.65	22.71	25.43	28.44
每股销售收入	5.48	3.88	6.05	7.34	8.15

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	35	70	33	25	23
PB	8.4	3.2	3.0	2.7	2.4
EV/EBITDA	27.8	40.7	22.2	16.0	14.1
股息率	0.0%	1.5%	0.0%	0.0%	0.0%

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的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所载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