

深纺织 A (000045.SZ)

OLED 偏光片实现突破，后续成长可期

投资要点

- ◆ **公司实现大尺寸 OLED TV 偏光片技术突破，国产替代进程开始启动。**公司实现了国内 OLED TV 偏光片的技术突破，填补了国产大尺寸 OLED（48 寸以上）偏光片产能空白。由于大尺寸 OLED TV 偏光片基本由日本住友公司生产。公司具备 48 寸 OLED 偏光片的生产能力后，打破国外在该领域的垄断。公司在 48 寸 OLED 屏幕偏光片领域，开启了中国在该领域的国产替代进程。
- ◆ **OLED 屏幕的应用场景不断拓展，下游需求快速增长将带来偏光片需求增长。**根据 OMDIA 数据，2020 年全球 OLED 面板需求 2000 万米²，市场规模 303.8 亿美元，2025 年需求量将增至 4980 万米²，价值 471.4 亿美元。OLED 屏幕需求量迅速增加的主要原因是应用场景不断拓展，如新能源车、电视、会议、培训、广告等，消费者对于屏幕尺寸的需求逐步提升。2013 至 2020 年，我国 OLED 电视出货量由 0.04 百万片增长至 9.43 百万片，增幅达 23575%。OLED 屏幕出货量及屏幕面积的提升有望带动产业链上游偏光片面积的提升。
- ◆ **公司产业链下游大尺寸屏幕需求增长趋势明显，公司营收有望增长。**在 OLED 面板应用场景中，OLED TV 将成为增幅最大的应用分支，预计 OLED TV 面板将从 2020 年的 600 万米²大幅增长至 2025 年的 1600 万米²，增幅达 166%。需求向好将保证公司 OLED TV 偏光片业务未来的成长性。与 LCD 偏光片相比，OLED 偏光片毛利率较高，伴随公司 OLED TV 偏光片产能的进一步释放，及产品良率的提升，公司营业收入及毛利率均有望得到改善。
- ◆ **新建 7 号产线产能持续释放，充分释放后公司总产能有望翻倍。**公司目前 1-6 号线产能每年为 3080 万平方米，7 号线产能上限为 3200 万平方米，待 7 号线产能完全释放，公司产能有望翻倍。待大尺寸 OLED TV 用偏光片产品生产规模稳定后，公司积极推进 AMOLED、车载、商显、医疗等新兴利基偏光片产品开发量产，中长期发展思路清晰。
- ◆ **投资建议：**公司近期完成国内大尺寸 OLED 偏光片技术突破，国产替代需求蓄势待发。OLED 屏幕应用场景不断丰富，出货量不断攀升，带动上游偏光片需求快速增长。公司新产线产能充分铺开，偏光片产能有望翻倍，公司营业收入、毛利率水平有望得到改善。公司中长期战略清晰，待大尺寸 OLED 偏光片产能充分释放后，逐步将产品拓展至中小屏 OLED 偏光片领域。预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.16 元、0.37 元、0.47 元，对应 PE 为 53 倍、23 倍、19 倍。首次覆盖，给予公司“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**下游 OLED 电视需求不及预期；大尺寸 OLED 偏光片良品率提升及功耗技术难点突破情况不及预期。

投资评级

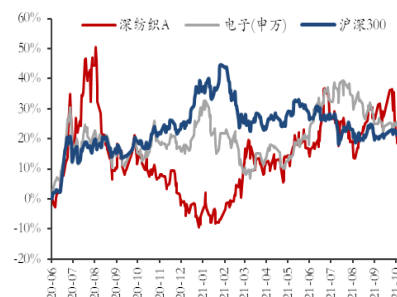
买入

首次评级

基本数据 (2021-10-29)

所属行业	电子 电子元件及设备
股价(元)	8.61
总市值(百万元)	4361.15
流通市值(百万元)	4360.49
总股本(百万股)	506.52
流通股本(百万股)	506.44
12 个月价格区间(元)	6.51-10.2

股价表现



%	1M	3M	12M
相对收益	0.34	-7.63	5.01
绝对收益	0.85	-4.52	8.63

资料来源：Wind，万和证券研究所

作者

沈彦东

分析师

SAC 执业证书：S0380519100001

联系电话：0755-82830333(197)

邮箱：shenyd@wanhesec.com



财务数据与估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2158.18	2108.96	2680.49	4216.42	5270.52
YoY(%)	69.62	-2.28	27.10	57.30	25.00
净利润(百万元)	19.68	37.27	81.84	187.23	235.59
YoY(%)	-185.64	89.37	119.60	128.77	25.83
毛利率(%)	8.56	13.97	15.10	16.40	16.50
EPS(摊薄/元)	0.04	0.07	0.16	0.37	0.47
ROE(%)	0.72	1.35	3.23	5.87	6.95
P/E(倍)	221.60	117.02	53.29	23.29	18.51
P/B(倍)	1.60	1.58	1.72	1.37	1.29
净利率(%)	0.91	1.77	3.05	4.44	4.47

资料来源: Wind, 万和证券研究所

正文目录

一、 突破 OLED TV 用偏光片技术瓶颈，打破国外垄断.....4

（一） 实现国内大尺寸 OLED 偏光片量产4

（二） OLED 下游需求持续改善.....4

（三） 偏光片产能有望进一步释放5

二、 投资建议.....6

三、 风险提示6

图表目录

图 1 OLED 产业链.....4

图 2 2013-2020 年我国 OLED 电视出货量（百万片）5

图 3 2013-2020 年我国 OLED 电脑出货量（百万片）5

图 4 2013-2020 年我国 OLED 手机出货量（百万片）5

图 5 2013-2020 年我国 OLED 家用电器出货量（百万片）5

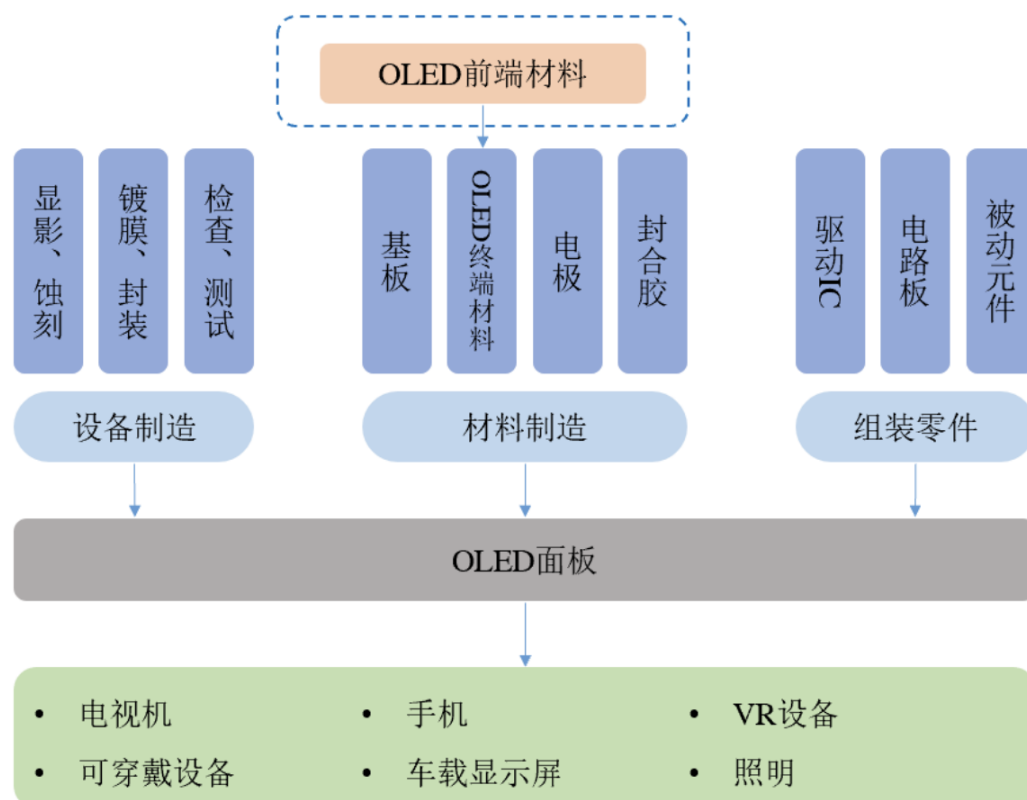
图 6 公司主要偏光片产线一览.....6

一、突破 OLED TV 用偏光片技术瓶颈，打破国外垄断

（一）实现国内大尺寸 OLED 偏光片量产

目前 OLED 产业链中游面板生产企业主要有三星、乐金显示 (LGD)、京东方、华星光电等，其中三星是目前全球最大的中小型 OLED 面板生产商，LGD 主要布局大尺寸 OLED 面板。OLED 产业链上游环节（玻璃基板、有机材料、偏光板、封装胶等）技术门槛较高，产业供应权基本掌握在海外厂商手上，国内能实现规模量产的上游企业不多，当前具备较为成熟的 OLED 显示屏用偏光片开发量产能力的均为国外偏光片行业龙头企业，如日本的住友、日东。

图 1 OLED 产业链



资料来源：瑞联新材招股说明书、万和证券研究所

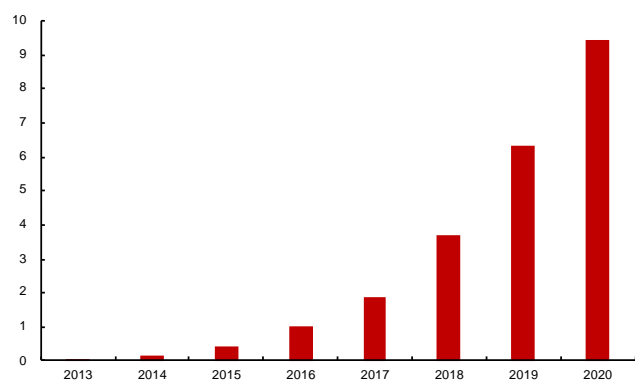
在公司 OLED TV 偏光片量产之前，国内大尺寸 OLED 面板中的偏光片基本由日本公司住友生产。公司于今年 7 月实现 48 寸 OLED 偏光片量产后，成为国内具有大尺寸 OLED 偏光片生产技术的公司，填补国内 OLED TV 用偏光片产品技术的空白，打破了国外垄断，为未来国产显示材料进入海外高阶市场奠定了良好基础。

（二）OLED 下游需求持续改善

OLED 偏光片的需求主要受 OLED 屏幕下游应用场景的丰富而增长，包括车载、商显、医疗等，其中大屏幕 OLED 偏光片主要受益于大屏幕电视的需求量增长。

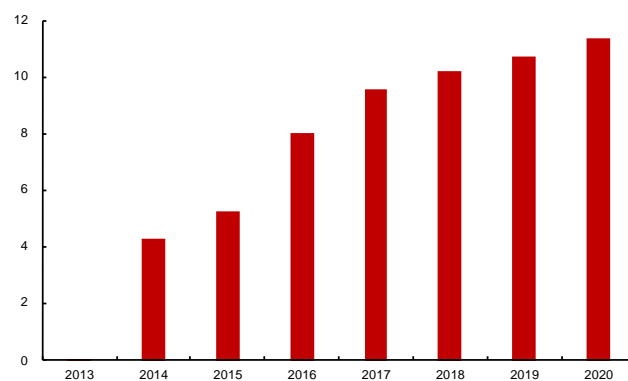
近年来，全球 OLED 市场发展迅速。2013 至 2020 年，我国 OLED 电视出货量由 0.04 百万片增长至 9.43 百万片，增幅达 23575%，电脑出货量由 0.02 百万片增长至 11.36 百万片，增幅达 56800%。

图2 2013-2020年我国OLED电视出货量(百万片)



资料来源: 中国产业信息网、万和证券研究所

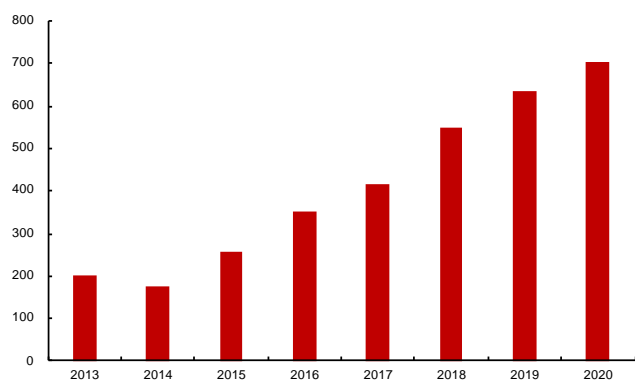
图3 2013-2020年我国OLED电脑出货量(百万片)



资料来源: 中国产业信息网、万和证券研究所

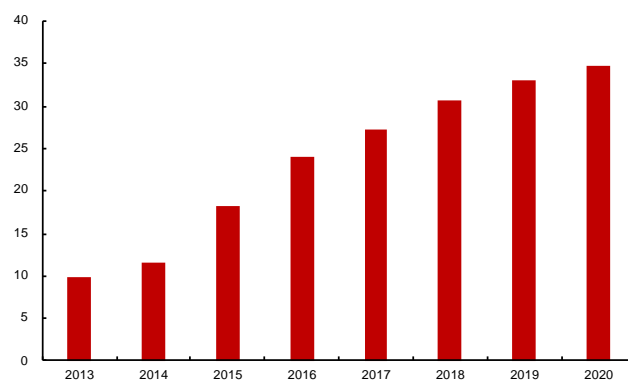
根据全球权威研究机构 OMDIA 数据显示, 2020 年全球 OLED 面板市场规模已达 303.8 亿美元, 预计至 2025 年将快速增至 471.4 亿美元, 增幅达 55%。

图4 2013-2020年我国OLED手机出货量(百万片)



资料来源: 中国产业信息网、万和证券研究所

图5 2013-2020年我国OLED家用电器出货量(百万片)



资料来源: 中国产业信息网、万和证券研究所

OLED 面板需求将从 2020 年的 2000 万 m^2 增长至 2025 年的 4980 万 m^2 , 增幅达 149%。其中 OLED TV 将成为 OLED 产品系列中增幅最大的应用分支, 预计 OLED TV 面板将从 2020 年的 600 万 m^2 大幅增长至 2025 年的 1600 万 m^2 , 增幅达 166%。

(三) 偏光片产能有望进一步释放

公司目前 7 条量产偏光片的产线, 7 号线为新建的超幅宽偏光片生产线, 产能尚未完全释放。1-6 号线总产能为 3080 万平方米每年, 预计 2022 年 7 号线满产后, 总产能将提升至 6280 万平方米每年, 产能翻倍, 有望带动公司营业收入及净利润快速增长。

图 6 公司主要偏光片产线一览

生产线	所在地	产品幅宽	规划产能	主要产品类型
1号线	坪山	500mm	60万平方米	TN/STN/染料片
2号线	坪山	500mm	120万平方米	TN/STN/CSTN
3号线	坪山	650mm	100万平方米	TFT
4号线	坪山	1490mm	600万平方米	TFT
5号线	坪山	650mm	200万平方米	TFT
6号线	坪山	1490mm	1000万平方米	TFT/OLED
7号线	坪山	2500mm	3200万平方米	TFT/OLED

资料来源：公司半年报、万和证券研究所

公司持续加大研发投入，从短、中、长期进行战略布局，以 TV OLED 偏光片业务为基础，积极推进中长期 AMOLED、车载、商显、医疗等新兴利基偏光片产品开发量产，逐步将业务拓展至小屏幕 OLED 偏光片市场，从而扩大市场份额，促进公司偏光片业务持续发展。

二、投资建议

公司近期完成国内大尺寸 OLED 偏光片技术突破，国产替代需求蓄势待发。OLED 下游市场蓬勃发展，公司大尺寸 OLED TV 用偏光片产能有望进一步释放。7 号线产能充分释放后，公司产能有望翻倍，随高毛利率产品占比上升、生产成本进一步摊薄，公司营业收入及毛利率有望获得高增长。公司中长期发展战略清晰，待大尺寸 OLED TV 用偏光片产能充分释放后，逐步将产品拓展至中小屏 OLED 偏光片领域。预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.16 元、0.37 元、0.47 元，对应 PE 为 53 倍、23 倍、19 倍。首次覆盖，给予公司“买入”评级。预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.16 元、0.37 元、0.47 元，对应 PE 为 53 倍、23 倍、19 倍。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

三、风险提示

下游 OLED 电视需求不及预期；大尺寸 OLED 偏光片良品率提升及功耗技术难点突破情况不及预期。

财务报表与财务指标

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2226.67	2210	2278	3232	营业收入	2158.18	2109	2742	4250
现金	409.56	279	0	0	营业成本	1973.50	1814	2413	3612
应收票据及应收账款	410.58	569	705	1270	税金及附加	8.47	7	8	12
预付款项	18.45	17	30	40	销售费用	20.79	29	52	76
存货	391.72	481	679	1058	管理费用	96.87	105	137	191
其他流动资产	166.37	180	180	180	研发费用	53.18	67	82	127
非流动资产	2304.73	2759	2670	2759	财务费用	15.86	8	7	9
长期投资	152.21	148	148	148	资产减值损失	-97.17	-72	0	0
固定资产	903.23	790	975	1498	信用减值损失	7.01	-10	0	0
在建工程	839.87	1302	1201	751	公允价值变动收益	0.00	3	0	0
无形资产	36.52	36	54	70	投资净收益	78.04	23	0	0
其他非流动资产	8.70	179	179	179	其他收益	27.55	30	20	5
资产总计	4531.40	4970	4949	5991	营业利润	4.95	50	63	227
流动负债	485.58	557	1105	1507	营业外收入	5.00	1	0	0
短期借款	0.00	0	313	344	营业外支出	0.42	0	1	1
应付票据及应付账款	241.30	329	430	707	利润总额	9.53	52	62	225
预收账款	30.53	4	41	28	所得税	28.06	8	9	34
其他流动负债	61.10	68	68	68	税后利润	-18.53	43	53	192
非流动负债	191.21	513	197	197	少数股东损益	-38.21	6	8	27
长期借款	0.00	343	27	27	归属母公司净利润	19.68	37	45	164
其他非流动负债	191.21	170	170	170	EBITDA	322.78	177	248	526
负债合计	676.78	1070	1302	1704	主要财务比率				
少数股东权益	1126.85	1133	1141	1168		2020A	2021E	2022E	2023E
股本	509.34	508	508	508	成长能力				
资本公积	1974.92	1968	1777	2248	营业收入(%)	69.62	-2.3	30.0	55.0
留存收益	139.90	182	221	363	营业利润(%)	-109.09	918.2	25.2	259.3
归属母公司股东权益	2727.76	2766	2505	3119	归母净利润(%)	-185.64	89.4	20.7	264.8
负债和股东权益总计	4531.40	4970	4949	5991	获利能力				
现金流量表(百万元)					毛利率(%)	13.97	15.10	16.40	16.50
	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率(%)	1.77	3.05	4.44	4.47
经营活动现金流	383.15	2	126	-91	ROE(%)	0.72	1.3	1.8	5.3
净利润	-18.53	43	45	164	ROIC(%)	-1.82	2.2	2.1	6.6
折旧摊销	122.14	120	178	291	偿债能力				
财务费用	15.86	8	7	9	资产负债率(%)	14.94	21.5	26.3	28.4
投资损失	-78.04	-23	0	0	流动比率	4.59	4.0	2.1	2.1
营运资本变动	1165.18	-407	-111	-583	速动比率	3.78	3.1	1.4	1.4
其他经营现金流	-823.48	260	8	27	营运能力				
投资活动现金流	-944.22	-319	-89	-380	总资产周转率	0.48	0.4	0.6	0.7
筹资活动现金流	-304.01	330	-316	471	应收账款周转率	4.75	4.6	4.6	4.6
					应付账款周转率	10.24	7.4	7.2	7.5
每股指标(元)					估值比率				
每股收益(最新摊薄)	0.04	0.1	0.1	0.3	P/E	221.60	117.0	96.9	26.6
每股经营现金流(最新摊薄)	0.76	0.0	0.2	-0.2	P/B	1.60	1.6	1.7	1.4
每股净资产(最新摊薄)	5.39	5.5	4.9	6.2	EV/EBITDA	10.25	20.7	19.7	9.4

资料来源：Wind，万和证券研究所

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

分析师声明：本研究报告作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级标准：

行业投资评级：自报告发布日后的 12 个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

同步大市：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%—10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级：自报告发布日后的 12 个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对沪深 300 指数涨幅 15%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 5%—15%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-5%—5%之间；

回避：相对沪深 300 指数跌幅 5%以上。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写，报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道 7028 号时代科技大厦西座 20 楼

电话：0755-82830333 传真：0755-25170093

邮编：518040 公司网址：<http://www.vanho.cn>