

周期成长双轮驱动，面板龙头动力强劲

投资要点

- **事件：**公司发布 2021 年度业绩预告，预计营收 2150-2200 亿元，比上年同期增长 59%-62%；归属于上市公司股东的净利润 257-260 亿元，比上年同期增长 410%-416%；扣除非经常性损益后的净利润 237.9-240.9 亿元，比上年同期增长 791%-802%。公司业绩较上年同期改善显著，盈利能力高速增长，符合预期。
- **周期+成长双轮驱动，显示业务高速增长，“1+4+N”事业群助推物联网战略转型。**2021 年，公司业绩高速增长，主要是因为面板行业在上半年延续了史上最景气周期，虽然下半年由于需求调整，面板价格回调，但公司依托其在 LCD 领先的行业地位，积极调整产品结构以应对面板价格回调，保持住了较好盈利水平；在 OLED 方面，公司与客户合作紧密，出货量快速提升。同时公司的“1+4+N”事业群以半导体显示事业为核心，传感器及解决方案、MLED、智慧系统创新、智慧医工四大事业为助推器，持续深化向物联网的转型，提升了市场竞争力。
- **受益于 LCD 行业产能供给和市场竞争改善，公司盈利中枢和控产控价能力提升。**LCD 目前为最主流的显示面板，产能供给占比超 90%，而由于其工作电压低、功耗小、技术成熟等优点，预计在未来一段时间内仍会是全球市场主流。2022 年开始，随着三星 LCD 面板产线的全面清退，全球 LCD 面板产能将进一步向陆厂集中，公司作为行业龙头，其控产控价能力以及盈利中枢预计将得到提升。同时公司坚持产品结构优化，盈利能力亦有望持续加强。
- **公司 OLED 在手机大客户出货放量，有望大幅减亏。**OLED 面板由于其轻薄、柔韧性等优点目前正处于快速发展阶段，出货量占比逐年提升。2021 年，公司 OLED 实现了在主流手机品牌客户的导入，且在美国大客户出货放量，份额提升至约 10%。2022 年，公司在大客户份额预计将提升至 20%以上，在重庆的 B12 产线第三期也计划将其 OLED 应用领域从手机延展至 IT 和车载，公司 OLED 的规模和全球市占率有望进一步扩大。
- **盈利预测与投资建议。**2021-23 年，预计公司营业收入分别为 2177.1/2223.5/2488.4 亿元，归属母公司净利润分别为 258.6/232.4/264.3 亿元。考虑到公司在面板行业的龙头地位，给予公司 2022 年 11 倍 PE 估值，对应目标价 6.60 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**疫情反复风险；产能爬坡不及预期风险；下游需求不及预期风险。

指标\年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	135552.57	217706.37	222352.69	248841.24
增长率	16.80%	60.61%	2.13%	11.91%
归属母公司净利润(百万元)	5035.63	25858.51	23240.87	26429.41
增长率	162.46%	413.51%	-10.12%	13.72%
每股收益 EPS(元)	0.14	0.67	0.60	0.69
净资产收益率 ROE	2.61%	11.55%	9.63%	10.06%
PE	34.48	7.42	8.25	7.26
PB	1.86	1.43	1.26	1.10

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王谋
 执业证号: S1250521050001
 电话: 0755-23617478
 邮箱: wangmou@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	384.46
流通 A 股(亿股)	335.37
52 周内股价区间(元)	4.73-7.53
总市值(亿元)	1903.06
总资产(亿元)	4538.72
每股净资产(元)	2.82

相关研究

1. 京东方 A (000725): 行业景气度高企, 面板龙头业绩超预期 (2021-09-06)
2. 京东方 A (000725): 盈利持续提升, 行业景气延续 (2021-04-13)

关键假设:

假设 1: 公司作为全球半导体显示龙头, 2021 年上半年率先受益于始于 2020 年下半年的面板涨价, 盈利大幅提升。2021 年下半年面对面板需求减弱而导致的价格下降, 公司积极调整产品结构, 保持住了较好盈利水平。2022 年, 价格方面, TV 面板价格预计将在二季度左右回暖, IT 面板价格有望在下半年开始上行; 供需方面, 在 2022 年下半年世界杯前商家推广时期, 预计供需关系将迎来反转。公司灵活的产线有利于其调整业务布局, 保障自身波动下的盈利能力。预计 2022 年上半年公司显示事业将会受到一定程度上的面板行业供需情况影响, 2022 年下半年开始随着供需反转, 公司显示事业有望迎来量价反弹。我们预计公司该业务 2022 年营收将会持平 2021 年营收, 预计 2023 年有望提升约 10% 左右。

基于以上假设, 我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表:

表 1: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
显示事业	收入	131970.6	211153.0	211153.0	232268.3
	增速	23.9%	60.0%	0.0%	10.0%
	毛利率	18.3%	28.0%	25.0%	25.0%
智慧医工事业	收入	1522.5	1979.2	2177.1	2612.5
	增速	12.2%	30.0%	10.0%	20.0%
	毛利率	52.4%	54.0%	54.0%	50.0%
智慧系统创新事业	收入	1328.1	2124.9	2974.9	4164.8
	增速	-92.1%	60.0%	40.0%	40.0%
	毛利率	26.1%	30.0%	28.0%	28.0%
传感器及解决方案事业	收入	119.8	179.7	233.6	303.7
	增速	—	50.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	37.1%	40.0%	40.0%	40.0%
其他业务及抵消	收入	611.6	2269.6	5814.1	9491.9
	增速	40.1%	-107.2%	271.1%	156.2%
	毛利率	218.9%	192.3%	115.9%	97.1%
合计	收入	135552.6	217706.4	222352.7	248841.2
	增速	16.80%	60.61%	2.13%	11.91%
	毛利率	19.7%	29.98%	27.72%	28.08%

数据来源: Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	135552.57	217706.37	222352.69	248841.24	净利润	4528.27	23253.17	20899.27	23766.56
营业成本	108823.12	152441.30	160725.94	178877.28	折旧与摊销	22562.81	18144.23	19155.44	19155.44
营业税金及附加	1078.90	1684.43	1730.67	1922.26	财务费用	2650.15	1959.36	1890.00	2115.15
销售费用	3137.72	5256.38	5257.75	5946.10	资产减值损失	-3280.43	0.00	0.00	0.00
管理费用	6203.60	22256.85	22235.27	25069.37	经营营运资本变动	8013.20	-10128.82	4391.23	787.07
财务费用	2650.15	1959.36	1890.00	2115.15	其他	4777.76	-1194.49	-279.03	-365.33
资产减值损失	-3280.43	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	39251.77	32033.45	46056.90	45458.88
投资收益	897.89	453.48	453.48	453.48	资本支出	-57024.98	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	31.94	84.70	58.32	71.51	其他	13618.01	508.55	519.11	526.28
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-43406.97	508.55	519.11	526.28
营业利润	6044.47	34646.25	31024.87	35436.07	短期借款	2232.85	-2705.68	-1893.89	-1000.00
其他非经营损益	48.36	1127.86	1127.86	1127.86	长期借款	24722.17	2000.00	1500.00	1000.00
利润总额	6092.84	35774.11	32152.73	36563.93	股权融资	-917.59	19819.71	0.00	0.00
所得税	1564.57	12520.94	11253.45	12797.38	支付股利	-695.97	-1007.13	-5171.70	-4648.17
净利润	4528.27	23253.17	20899.27	23766.56	其他	-1523.74	-13605.95	1025.14	884.85
少数股东损益	-507.36	-2605.34	-2341.60	-2662.86	筹资活动现金流净额	23817.73	4500.95	-4540.45	-3763.33
归属母公司股东净利润	5035.63	25858.51	23240.87	26429.41	现金流量净额	17794.41	37042.95	42035.56	42221.84
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	73694.30	110737.24	152772.80	194994.64	成长能力				
应收和预付款项	24958.97	40571.88	41039.87	46032.44	销售收入增长率	16.80%	60.61%	2.13%	11.91%
存货	17875.45	24121.27	25671.58	29266.15	营业利润增长率	1416.16%	473.19%	-10.45%	14.22%
其他流动资产	12456.74	21331.89	20361.77	22183.43	净利润增长率	1050.84%	413.51%	-10.12%	13.72%
长期股权投资	3693.17	3693.17	3693.17	3693.17	EBITDA 增长率	46.20%	75.16%	-4.89%	8.90%
投资性房地产	1196.17	1225.81	1218.50	1217.22	获利能力				
固定资产和在建工程	267442.44	250680.31	232906.98	215133.65	毛利率	19.72%	29.98%	27.72%	28.12%
无形资产和开发支出	13276.28	11824.14	10372.00	8919.86	三费率	8.85%	13.54%	13.21%	13.31%
其他非流动资产	9663.29	9633.33	9603.36	9573.40	净利率	3.34%	10.68%	9.40%	9.55%
资产总计	424256.81	473819.06	497640.03	531013.96	ROE	2.61%	11.55%	9.63%	10.06%
短期借款	8599.57	5893.89	4000.00	3000.00	ROA	1.07%	4.91%	4.20%	4.48%
应付和预收款项	33356.06	46069.39	48997.31	54211.25	ROIC	2.75%	9.12%	8.56%	10.64%
长期借款	132452.77	134452.77	135952.77	136952.77	EBITDA/销售收入	23.06%	25.15%	23.42%	22.79%
其他负债	76450.68	86064.32	91623.69	100665.30	营运能力				
负债合计	250859.07	272480.36	280573.77	294829.31	总资产周转率	0.35	0.48	0.46	0.48
股本	34798.40	38445.75	38445.75	38445.75	固定资产周转率	0.77	0.92	0.92	1.11
资本公积	37435.66	53608.02	53608.02	53608.02	应收账款周转率	6.60	7.27	5.96	6.23
留存收益	17954.21	42805.59	60874.77	82656.00	存货周转率	6.15	6.38	5.85	5.93
归属母公司股东权益	103276.77	133823.06	151892.23	173673.47	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	112.68%	—	—	—
少数股东权益	70120.97	67515.63	65174.03	62511.17	资本结构				
股东权益合计	173397.73	201338.69	217066.26	236184.64	资产负债率	59.13%	57.51%	56.38%	55.52%
负债和股东权益合计	424256.81	473819.06	497640.03	531013.96	带息债务/总负债	56.39%	53.82%	53.55%	51.98%
					流动比率	1.23	1.58	1.83	2.03
					速动比率	1.06	1.39	1.63	1.82
					股利支付率	13.82%	3.89%	22.25%	17.59%
					每股指标				
					每股收益	0.14	0.67	0.60	0.69
					每股净资产	2.69	3.48	3.95	4.52
					每股经营现金	1.02	0.83	1.20	1.18
					每股股利	0.02	0.03	0.13	0.12
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	31257.44	54749.83	52070.30	56706.66					
PE	34.48	7.42	8.25	7.26					
PB	1.86	1.43	1.26	1.10					
PS	1.42	0.88	0.86	0.77					
EV/EBITDA	7.95	4.23	3.69	2.69					
股息率	0.40%	0.52%	2.70%	2.42%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn