

京东方 A (000725.SZ)

21 年 OLED 出货量全球第二，技术驱动经营稳中提质

买入

核心观点

21 年营收同比增长 61.8%，归母净利润同比增长 413.0%。21 年公司营收 2193.10 亿元 (YoY: 61.8%)，归母净利润 258.31 亿元 (YoY: 413.0%)；其中 4Q21 营收 560.31 亿元 (YoY: 65.5%，QoQ: 0.1%)，归母净利润 58.16 亿元 (YoY: 127.2%，QoQ: -19.8%)。业绩高增长得益于：1) 上半年 LCD 行业延续高景气，虽然下半年 LCD 价格高位回落，公司通过调整产品组合积极平抑价格波动；2) 公司 OLED 出货量快速提升，12 月单月出货量首次突破千万级。

21 年毛利率同比提升 9.16pct 至 28.87%，4Q21 毛利率有所回落。21 年上半年 LCD 行业延续高景气，公司毛利率从 4Q20 的 28.16% 进一步提升至 2Q21 及 3Q21 的 33.96%/33.55%，随着下半年 LCD 价格高位回落，4Q21 毛利率下降至 19.63%。根据 Omdia，22 年 3 月 32/43/65 英寸 LCD 电视面板价格较 21 年 7 月已回调 56%/50%/40%，且已趋近现金成本水平，我们认为 LCD 价格继续向下调整的空间不大。随着 LCD 扩产进入尾声，我们看好行业由过去供给端主导转向需求端主导，公司有望凭借规模、技术、产品优势实现“强者恒强”。

技术驱动经营稳中提质，创新业务收入快速增长。分业务来看，21 年显示器营收同比增长 64.3% 至 2022.19 亿元，销售面积同比增长 37%，毛利率同比提升 9.76pct 至 26.36%，智能手机、平板电脑、笔记本电脑、显示器、电视等主流 LCD 产品销量市占率稳居全球第一。此外，21 年物联网创新业务营收 283.79 亿元 (YoY: 48.0%)，智慧医工营收 18.47 亿元 (YoY: 25.8%)，MLED 营收 4.52 亿元，传感器及解决方案营收 2.16 亿元 (YoY: 80.4%)。

公司持续发力 OLED 领域，21 年出货量同比增长近 60%。根据群智咨询数据，21 年公司 OLED 出货量约 6000 万片，同比增长近 60%，位居全球第二。产能方面，成都、绵阳 AMOLED 产线运营质量稳步提升，重庆 AMOLED 产线成功实现量产交付。客户方面，公司连续为荣耀、OPPO、华硕等全球一线品牌的折叠手机、折叠笔记本等供应基于 f-OLED 高端柔性显示技术的屏幕；此外，根据 CINNO，22 年公司在 iPhone OLED 的市场份额将接近 20%，出货量同比增长 2-3 倍。我们看好公司 OLED 业务实现扭亏为盈，成为新的盈利增长点。

投资建议：随着行业周期性淡化，我们看好公司 LCD 业务盈利稳定性逐步强化，同时 OLED 业务有望成为公司业绩新的增长点。我们预计 22-24 年公司归母净利润 222/250/280 亿元 (YoY: -14.2%/12.8%/11.9%)，参考 2022 年可比公司 Wind 一致预期均值 9.58 倍 PE 估值，我们给予公司 2022 年 9.0-9.5 倍预期 PE，对应目标价为 5.85-6.18 元，维持“买入”评级。

风险提示：面板价格波动，需求不及预期，公司产能释放不及预期。

公司研究·财报点评

电子·光学光电子

证券分析师：胡剑

021-60893306

hujian1@guosen.com.cn

S0980521080001

联系人：周靖翔

021-60375402

zhoujingxiang@guosen.com.cn

证券分析师：胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

联系人：李梓澎

0755-81981181

lizipeng@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入 (维持)
合理估值	5.85 - 6.18 元
收盘价	4.35 元
总市值/流通市值	167240/162716 百万元
52 周最高价/最低价	7.65/4.04 元
近 3 个月日均成交额	1653.54 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《京东方 A-000725-2021 年业绩预告点评：LCD 盈利周期性淡化，12 月 OLED 出货量突破千万》——2022-01-21
 《京东方 A-000725-财报点评：面板景气不减，业绩大超预期》——2021-04-15
 《国信证券-京东方 A-000725-20 年业绩点评：业绩符合预期，产业趋势长期向好明确》——2021-02-01
 《京东方 A-000725-2019 年半年报点评：业绩符合预期，存量格局下剩者为王》——2019-08-28
 《京东方 A-000725-2018 年年报点评：行业龙头进一步提升市占率，静待液晶显示面板周期回暖》——2019-03-26

盈利预测和财务指标

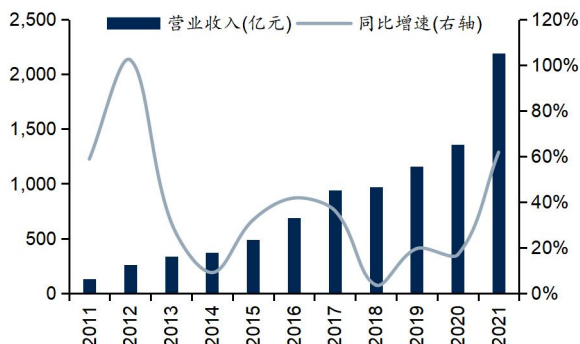
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	135,553	219,310	225,687	255,528	287,823
(+/-%)	16.8%	61.8%	2.9%	13.2%	12.6%
净利润 (百万元)	5036	25831	22156	24997	27962
(+/-%)	162.5%	413.0%	-14.2%	12.8%	11.9%
每股收益 (元)	0.14	0.67	0.58	0.65	0.73
EBIT Margin	6.4%	17.8%	13.5%	13.1%	12.9%
净资产收益率 (ROE)	4.9%	18.1%	13.8%	13.8%	13.8%
市盈率 (PE)	30.1	6.5	7.5	6.7	6.0
EV/EBITDA	12.9	5.4	7.6	7.0	6.5
市净率 (PB)	1.47	1.17	1.04	0.93	0.82

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

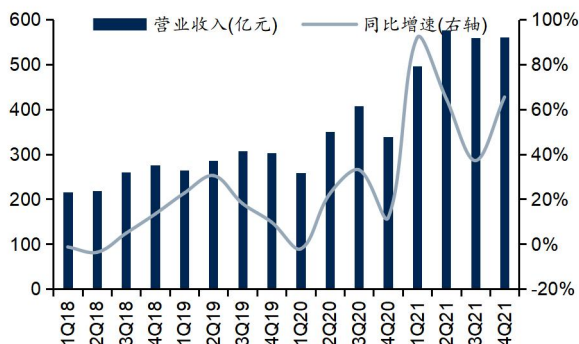
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图1: 公司营业收入及同比增速



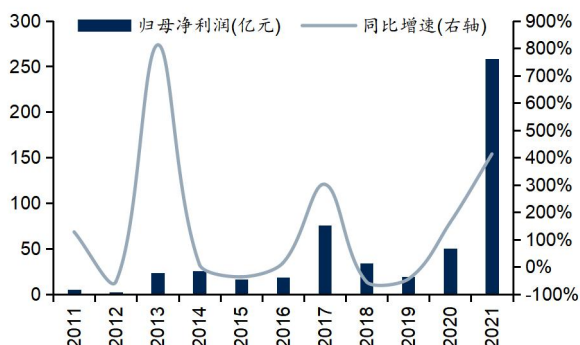
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季度营业收入及同比增速



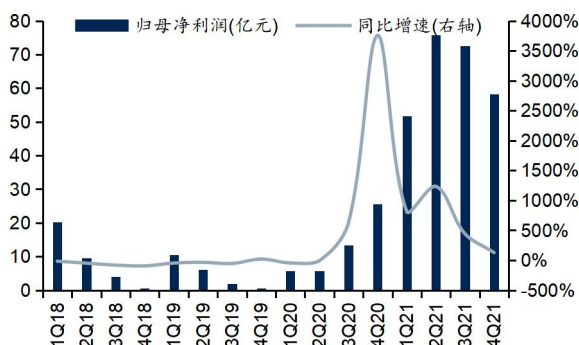
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及同比增速



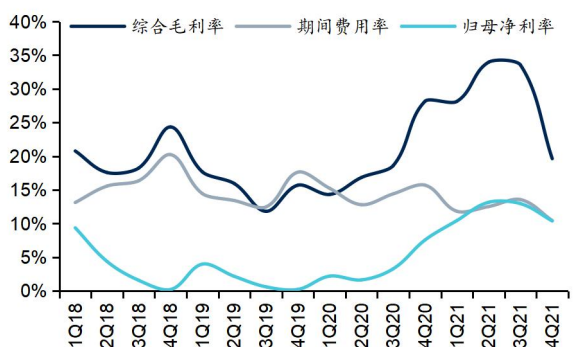
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季度归母净利润及同比增速



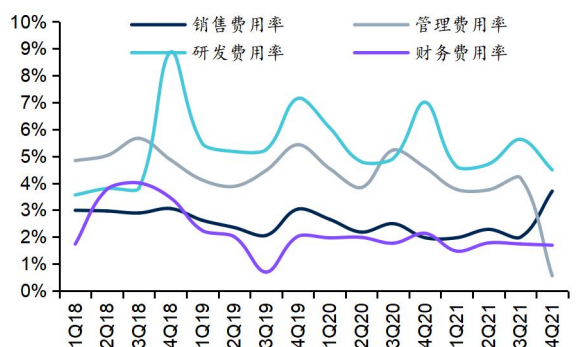
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司综合毛利率、归母净利率、期间费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司销售、管理、研发、财务费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议：随着行业周期性淡化，我们看好公司 LCD 业务盈利稳定性逐步强化，同时 OLED 业务有望成为公司业绩新的增长点。我们预计 22-24 年公司营业收入同比增长 2.9%/13.2%/12.6% 至 2257/2555/2878 亿元，归母净利润同比变动 -14.2%/12.8%/11.9% 至 222/250/280 亿元，对应 PE 为 7.5/6.7/6.0 倍，参考 2022 年可比公司 Wind 一致预期均值 9.58 倍 PE 估值，我们给予公司 2022 年 9.0-9.5 倍预期 PE，对应目标价为 5.85-6.18 元，维持“买入”评级。

表1: 可比公司估值比较（股价为 2022 年 3 月 30 日数据）

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)				CAGR (20-23E)	PE (倍)				PEG (2022E)	总市值 (亿元)
			2020A	2021A/E	2022E	2023E		2020A	2021A/E	2022E	2023E		
000725	京东方 A	4.35	0.67	0.58	0.65	0.73	2.7%	6.47	7.55	6.69	5.98	2.50	1672
可比公司:													
000100	TCL 科技	4.96	0.34	0.75	0.85	1.01	44.0%	14.74	6.64	5.82	4.93	0.13	696
000050	深天马 A	10.47	0.67	0.63	0.78	0.98	13.3%	15.51	16.68	13.34	10.66	1.00	257
均值			0.51	0.69	0.82	0.99	28.7%	15.12	11.66	9.58	7.79	0.57	

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测 注：可比公司盈利预测均基于 Wind 一致预期

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	73694	80987	96525	108321	118087	营业收入	135553	219310	225687	255528	287823
应收款项	23839	37642	38430	44103	49363	营业成本	108823	155985	169060	191063	214185
存货净额	17875	27725	28080	33880	38377	营业税金及附加	1079	1424	1645	1852	2018
其他流动资产	9209	4770	13432	12709	12568	销售费用	3138	5485	5238	6079	7461
流动资产合计	128985	161159	186601	209593	229421	管理费用	6204	6693	8200	9871	11674
固定资产	267442	258816	279292	294996	307179	研发费用	7623	10669	11010	13088	15403
无形资产及其他	11876	11209	10761	10313	9864	财务费用	2650	3682	5312	4977	4728
投资性房地产	12260	12502	12502	12502	12502	投资收益	898	1347	863	1036	1082
长期股权投资	3693	6041	7258	8772	10464	资产减值及公允价值变动	3312	4563	3532	3803	3966
资产总计	424257	449727	496414	536176	569430	其他收入	(11825)	(17407)	(11010)	(13088)	(15403)
短期借款及交易性金融负债	33100	30947	29754	31267	30656	营业利润	6044	34543	29617	33435	37403
应付款项	28396	33284	42509	48284	52654	营业外净收支	48	76	77	67	73
其他流动负债	43463	39132	56863	65731	68820	利润总额	6093	34620	29694	33503	37476
流动负债合计	104959	103362	129127	145282	152131	所得税费用	1565	4188	3592	4053	4534
长期借款及应付债券	132852	116438	116438	116438	116438	少数股东损益	(507)	4601	3946	4452	4980
其他长期负债	13048	13053	13059	13065	13072	归属于母公司净利润	5036	25831	22156	24997	27962
长期负债合计	145900	129491	129497	129503	129510	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	250859	232854	258624	274785	281640	净利润	5036	25831	22156	24997	27962
少数股东权益	70121	73948	77110	80678	84669	资产减值准备	696	1198	850	281	242
股东权益	103277	142926	160680	180713	203121	折旧摊销	22439	34617	25755	29261	31911
负债和股东权益总计	424257	449727	496414	536176	569430	公允价值变动损失	(3312)	(4563)	(3532)	(3803)	(3966)
						财务费用	2650	3682	5312	4977	4728
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	10732	(17695)	18006	4181	(1908)
每股收益	0.14	0.67	0.58	0.65	0.73	其它	(547)	1575	2312	3287	3749
每股红利	0.19	0.27	0.11	0.13	0.14	经营活动现金流	35045	40963	65547	58204	57991
每股净资产	2.97	3.72	4.18	4.70	5.28	资本开支	0	(30567)	(43100)	(40995)	(39922)
ROIC	4%	13%	11%	12%	12%	其它投资现金流	1442	(5669)	(97)	(447)	(446)
ROE	5%	18%	14%	14%	14%	投资活动现金流	467	(38583)	(44415)	(42955)	(42060)
毛利率	20%	29%	25%	25%	26%	权益性融资	(1868)	31520	0	0	0
EBIT Margin	6%	18%	14%	13%	13%	负债净变化	24722	(16374)	0	0	0
EBITDA Margin	23%	34%	25%	25%	24%	支付股利、利息	(6520)	(10262)	(4401)	(4965)	(5554)
收入增长	17%	62%	3%	13%	13%	其它融资现金流	(53326)	26664	(1193)	1513	(611)
净利润增长率	162%	413%	-14%	13%	12%	融资活动现金流	(18790)	4912	(5593)	(3452)	(6165)
资产负债率	76%	68%	68%	66%	64%	现金净变动	16722	7293	15538	11796	9765
息率	3.9%	6.1%	2.6%	3.0%	3.3%	货币资金的期初余额	56973	73694	80987	96525	108321
P/E	30.1	6.5	7.5	6.7	6.0	货币资金的期末余额	73694	80987	96525	108321	118087
P/B	1.5	1.2	1.0	0.9	0.8	企业自由现金流	0	20685	27501	21959	22678
EV/EBITDA	12.9	5.4	7.6	7.0	6.5	权益自由现金流	0	30975	21639	19096	17911

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032