

21 年创历史最佳成绩，显示龙头有望持续增长

2022 年 04 月 08 日

**分析师：方竞**

执业证号：S0100521120004

电话：15618995441

邮箱：fangjing@mszq.com

分析师：李少青

执业证号：S0100522010001

电话：18616987704

邮箱：lishaoqing@mszq.com

事件：3 月 31 日京东方发布 2021 年年报，公司实现营收 2193.1 亿元，同比增长 61.79%；归母净利润为 258.3 亿元，同比增长 413.0%；扣非归母净利润 239.4 亿元，同比增长 796.4%。公司 2021Q4 实现营收 560.3 亿元，同增 65.5%；净利润 58.16 亿元，同增 127%。公司分红 79.6 亿元，占归母净利润 30.8%，股息率约 5%。

► **公司 21 年创历史最佳成绩，行业龙头优势依旧。**21 年公司龙头地位依旧，在手机、平板电脑、笔记本电脑、显示器、电视等五大应用领域市占率持续稳居全球第一；8 英寸以上车载显示面板市占率保持全球第一。**受益于去年面板显示行业较高景气度和公司在行业内龙头优势，21 年实现营收 2193.1 亿元，同增 61.8%；归母净利为 258.3 亿元，同增 413.0%。**分业务来看，显示器件业务 21 年实现营收 2022.2 亿元，同增 64.3%，该业务为公司主要营收来源，占总营收 92.21%。物联网创新业务全年实现营收 283.8 亿元，同增 48.0%，占总营收 14.2%。传感器及解决方案和智慧医工分别实现营收 2.16 亿元、18.47 亿元，合计占总营收比重低于 1%。MLED 为公司 21 年新业务，21 年营收 4.51 亿元。

► **公司不断优化产品结构，在面板需求旺盛背景下毛利创新高。**公司 21 年的毛利率 28.87%创新高，比 20 年提升 9.15pcts。面板行业在 21 年上半年保持高景气度，下游需求旺盛伴随上游部分原材料（驱动 IC）供给紧张，行业呈现供不应求局面，对应产品价格均有不同程度上涨，其中 IT（17.3TN）和 TV（32inch）21 年的最高点价格相较于 20 年底底部价格分别反弹 50%/175%。与此同时，公司持续优化产品结构：21 年 LCD 产品中定制化程度及价值量较高的 IT 面板占比最高（超 40%），TV 和手机面板占比较低，**高端产品占比明显提升，公司毛利率也从 21Q1 的 28.1%提升至 21Q2 的 34.0%。**21 年下半年由于国内疫情反复导致消费需求受损，终端出货受压力，最终整体行业下行，公司产品毛利率从 Q3 的 33.6%下降至 Q4 的 19.6%；净利率从 Q3 的 19.3%下降至 Q4 的 10.4%。

► **研发投入首次突破百亿，柔性 OLED 和 MLED 持续放量。**公司 21 年的研发费用 106.7 亿元，同增 39.7%。连续 6 年跻身全球国际专利申请排名 TOP10。京东方在 BD cell、MLED 背光+显示、折叠 OLED 屏和 LTPO 集成开发等技术创新方面不断投入，为公司业务边界扩展奠定基础。其中 21 年公司柔性 OLED 市占率位居国内第一、全球第二，且 21 年 12 月产品单月出货量首次突破千万级，柔性 OLED 未来放量将提升公司盈利水平。MLED 是公司“1+4+N”发展战略的重要组成部分，未来也有望给公司带来更多利润。

► **面板价格趋于底部，韩企产能不断退出，面板龙头地位稳固。**面板价格从 21 年下半年开始到今年 Q1 均有不同程度下跌，22 年初开始跌幅逐渐收窄，我们预计面板价格已渐近底部，价格有望趋于稳定。**供应端：**根据 DSCC 数据，三星

推荐**维持评级****当前价格：****4.19 元****相关研究**

- 1.【民生电子】京东方（000725）三季报业绩预告点评：Q3 业绩保持增长，MLED 市场份额大幅提升
- 2.【民生电子】京东方（000725）中报业绩点评：实际业绩超上限，30 亿回购彰显长期成长信心
- 3.【民生电子】京东方 A（000725）中报业绩预告点评：上半年业绩高增，下半年旺季持续增长

显示 (SDC) 将于 2022 年 6 月完全终止 LCD 面板生产。一方面短期内促成 LCD 电视面板价格的平稳;另一方面韩厂产能逐步退出,京东方为首的大陆厂商产能市占率将进一步提升(22 年大陆的 TV 面板占比达 82%, LCD 面板占比约 76%, 在 OLED 面板占比约 46%)。需求端:根据 Witsview 的 3 月数据, 32/43/55 寸 TV 面板价格分别为 40/71/108 美金, 环比下降 0/1/2 美金, 中小尺寸 TV 面板跌幅收窄, 持续下跌空间有限。根据 DSCC 数据, 22 年 OLED TV 面板出货将超过 1000 万, 加上 VR/AR 和车载等多终端场景拉动, 面板需求有望触底回升。长期来看, 随着行业集中度不断提升, 周期性将减弱, 行业龙头京东方更是有望率先走出行业周期。

➤ **投资建议:** 我们预计公司 2022-2024 年将实现营收 2281/2572/2851 亿元, 归母净利为 217/272/311 亿元, 对应现价 PE 为 7/6/5。考虑到公司在面板显示领域的龙头地位, 公司市占率有望进一步提升, 且 AMOLED 和 MLED 产品有望逐渐贡献盈利, 维持“推荐”评级。

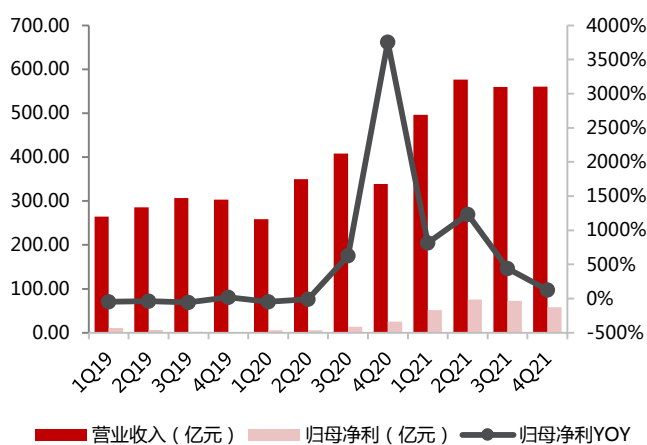
➤ **风险提示:** 面板行业竞争加剧, 上游原材料涨价, 下游需求不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	219,310	228,117	257,161	285,081
增长率 (%)	61.8	4.0	12.7	10.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	25,831	21,726	27,187	31,108
增长率 (%)	413.0	-15.9	25.1	14.4
每股收益 (元)	0.67	0.57	0.71	0.81
PE	6	7	6	5
PB	0.7	0.7	0.6	0.6

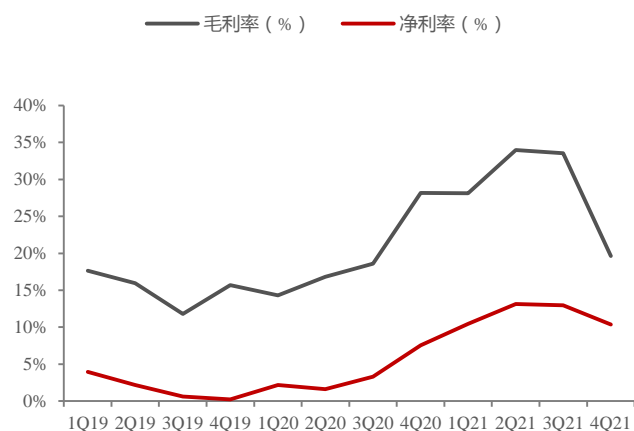
资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2022 年 4 月 7 日收盘价)

图 1：京东方 A 季度营收和净利情况



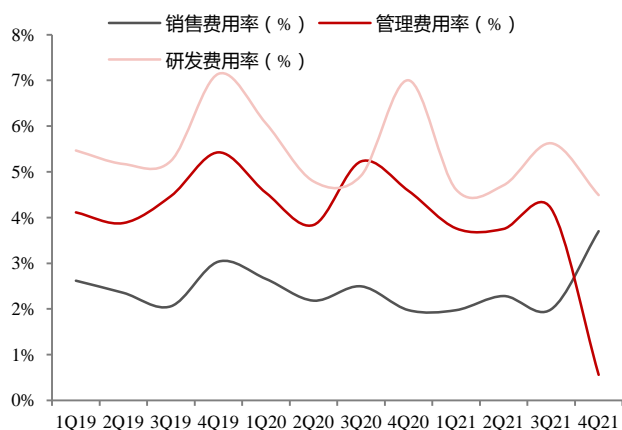
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 2：京东方 A 季度利润率情况



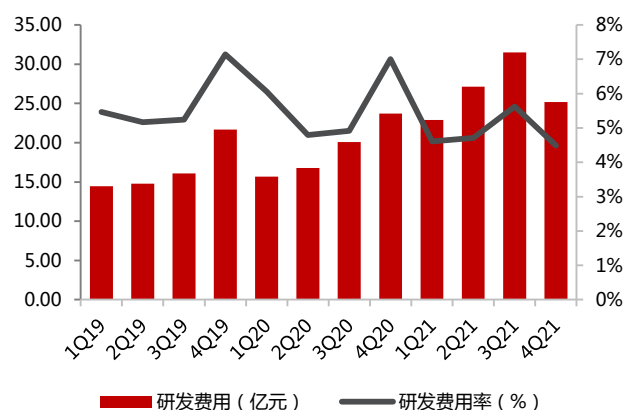
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 3：京东方 A 季度费用率情况



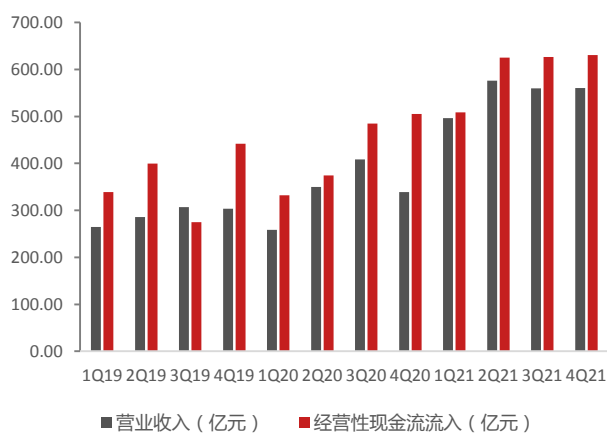
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 4：京东方 A 季度研发费用情况



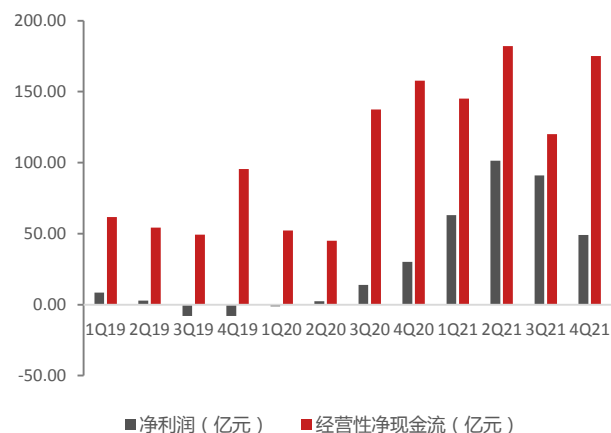
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 5：京东方 A 经营性现金流流入情况



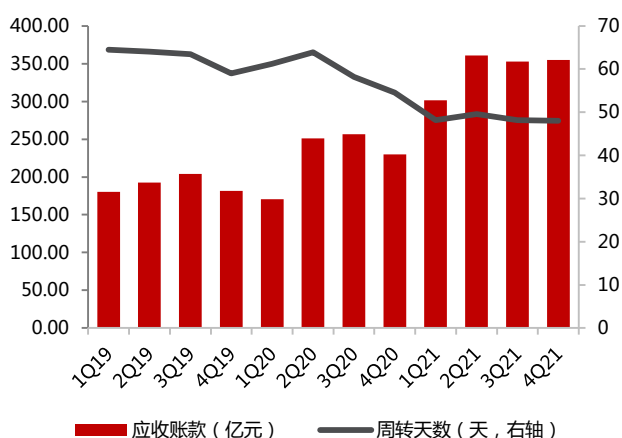
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6：京东方 A 经营性净现金流情况



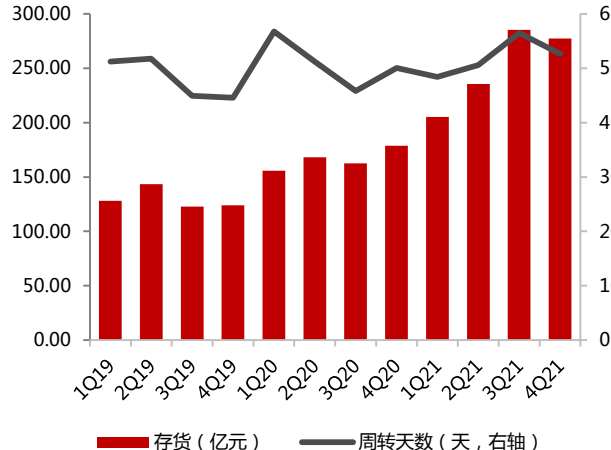
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 7：京东方 A 应收账款和周转天数情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 8：京东方 A 存货和周转天数情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	219,310	228,117	257,161	285,081
营业成本	155,985	167,313	189,136	210,311
营业税金及附加	1,424	1,483	1,646	1,853
销售费用	5,485	5,574	6,223	6,998
管理费用	6,693	8,318	8,651	9,562
研发费用	10,669	12,374	13,650	14,821
EBIT	37,680	33,056	37,855	41,535
财务费用	3,682	3,745	3,996	3,535
资产减值损失	-4,478	-4,989	-5,697	-6,086
投资收益	1,347	1,195	1,544	1,652
营业利润	34,543	29,305	33,493	37,510
营业外收支	76	86	88	96
利润总额	34,620	29,391	33,581	37,606
所得税	4,188	3,527	4,030	4,513
净利润	30,432	25,864	29,551	33,094
归属于母公司净利润	25,831	21,726	27,187	31,108
EBITDA	72,428	67,248	74,517	80,344

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	80,987	115,824	167,772	206,493
应收账款及票据	35,721	37,469	42,700	46,858
预付款项	1,113	1,319	1,586	1,641
存货	27,725	22,623	27,983	30,772
其他流动资产	15,613	13,536	12,574	12,710
流动资产合计	161,159	190,770	252,615	298,475
长期股权投资	6,041	6,258	6,579	6,800
固定资产	226,695	223,648	216,915	210,469
无形资产	11,209	12,967	14,817	15,797
非流动资产合计	288,568	270,811	242,147	219,904
资产合计	449,727	461,581	494,762	518,378
短期借款	2,072	1,200	1,533	1,722
应付账款及票据	33,284	38,216	43,725	47,178
其他流动负债	68,006	69,030	80,535	81,443
流动负债合计	103,362	108,446	125,794	130,342
长期借款	116,079	103,747	93,736	83,837
其他长期负债	13,413	13,381	13,369	13,354
非流动负债合计	129,491	117,127	107,104	97,190
负债合计	232,854	225,573	232,898	227,533
股本	38,446	38,446	38,446	38,446
少数股东权益	73,948	78,086	80,450	82,435
股东权益合计	216,873	236,008	261,864	290,846
负债和股东权益合计	449,727	461,581	494,762	518,378

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	61.79	4.02	12.73	10.86
EBIT 增长率	342.42	-12.27	14.52	9.72
净利润增长率	412.96	-15.89	25.14	14.42
盈利能力 (%)				
毛利率	28.87	26.65	26.45	26.23
净利润率	13.88	11.34	11.49	11.61
总资产收益率 ROA	5.74	4.71	5.49	6.00
净资产收益率 ROE	18.07	13.76	14.99	14.93
偿债能力				
流动比率	1.56	1.76	2.01	2.29
速动比率	1.28	1.54	1.77	2.04
现金比率	0.78	1.07	1.33	1.58
资产负债率 (%)	51.78	48.87	47.07	43.89
经营效率				
应收账款周转天数	59.09	59.32	60.09	59.50
存货周转天数	64.88	56.64	60.20	60.57
总资产周转率	0.49	0.49	0.52	0.55
每股指标 (元)				
每股收益	0.67	0.57	0.71	0.81
每股净资产	5.64	6.14	6.81	7.57
每股经营现金流	1.62	1.98	2.01	1.78
每股股利	0.00	0.21	0.15	0.14
估值分析				
PE	6	7	6	5
PB	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	3.15	2.61	1.49	0.79
股息收益率 (%)	0.00	4.94	3.52	3.45

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	30,432	25,864	29,551	33,094
折旧和摊销	34,748	34,192	36,662	38,809
营运资金变动	-10,483	12,394	6,851	-7,600
经营活动现金流	62,271	76,196	77,114	68,612
资本开支	-35,601	-16,247	-8,043	-16,430
投资	-8,570	-119	-234	-103
投资活动现金流	-40,713	-15,503	-6,775	-15,205
股权募资	31,520	0	0	0
债务募资	-17,407	-17,811	-12,649	-9,054
筹资活动现金流	-12,182	-25,855	-18,391	-14,686
现金净流量	8,559	34,837	51,948	38,721

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001