

## 公司研究

## 布局钙钛矿光伏电池核心设备及材料，开辟全新成长路径

## ——奥来德（688378.SH）公告点评

## 买入（维持）

当前价：48.10元

## 作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsecn.com

联系人：周家诺

021-52523675

zhoujianuo@ebsecn.com

## 市场数据

|             |             |
|-------------|-------------|
| 总股本(亿股)     | 1.03        |
| 总市值(亿元):    | 49.38       |
| 一年最低/最高(元): | 28.61/64.60 |
| 近3月换手率:     | 119.91%     |

## 股价相对走势



## 收益表现

| %  | 1M    | 3M    | 1Y     |
|----|-------|-------|--------|
| 相对 | 39.77 | 18.24 | -12.95 |
| 绝对 | 41.30 | 9.94  | -4.66  |

资料来源：Wind

## 相关研报

政策推动VR产业发展，硅基OLED材料及设备有望打开成长空间——奥来德（688378.SH）行业事件点评（2022-11-02）

实控人全额认购2.4亿元定增，大力推动OLED材料及设备国产化——奥来德（688378.SH）2022年定增预案点评（2022-11-01）

Q3业绩环比显著改善，关注公司封装及OLED发光材料进展——奥来德（688378.SH）2022年三季度报点评（2022-10-27）

## 要点

## 事件：

11月18日晚，公司发布《关于使用部分超募资金投资建设新项目的公告》。公告表示，公司拟使用超募资金4900万元投资建设“钙钛矿结构型太阳能电池蒸镀设备的开发项目”（计划投资额2900万元，建设周期20个月）和“低成本有机钙钛矿载流子传输材料和长寿命器件开发项目”（计划投资额2000万元，建设周期20个月）。

## 点评：

## 立足现有OLED设备及材料积累，正式进军钙钛矿光伏电池领域

根据公司公告内容，此次募投项目可分为针对钙钛矿光伏电池所需核心蒸镀设备和核心材料的开发。在设备方面，钙钛矿光伏电池在研发过程中多采用溶液旋涂法，但该方法适用于制备小面积电池片，无法满足量产需求，而采用线性蒸发源的蒸镀机可以提高钙钛矿光伏电池大面积制备的均匀性、批次稳定性、连续重复生产等能力。公司目前为国内唯一一家6代AMOLED线性蒸发源的国产供应商，公司在高世代的高性能线性蒸发源领域也已有技术布局。同时，公司也在进行小型蒸镀机的设计和制造布局，在小型蒸镀机的制造方面加大研发及产业化力度。

材料方面，空穴传输材料是钙钛矿太阳能电池的核心材料之一，低成本、高迁移率的空穴型载流子材料可有效提高钙钛矿光伏电池的稳定性和寿命，同时降低大面积制备钙钛矿光伏电池的成本。公司通过多年研发积累，在OLED有机材料方面已经覆盖空穴功能材料、发光功能材料、电子功能材料等多品种。因此，受益于在OLED行业的积累，公司具有丰富的空穴型载流子开发经验，在此基础上公司可通过进一步设计材料获得满足钙钛矿光伏电池所需的空穴传输材料产品。

## “双碳”背景下BIPV将迎持续增长，钙钛矿光伏电池市场空间庞大

为了实现“碳达峰”、“碳中和”的远景目标，发展绿色建筑为实现减碳目标的重要手段之一。在此背景下，我国及各省市“十四五”规划纲要中多次提及BIPV相关内容，国内BIPV市场空间将迎来持续快速增长。钙钛矿光伏电池在BIPV领域中也起到重要作用，对应的市场空间也十分庞大。根据公司公告，截至目前国内钙钛矿光伏电池在建及规划产能为29GW，“十四五”期间在建及规划产能有望达到50-75GW。如按照单GW设备投资额3.5亿元计算，对应设备总投资为175-263亿元，镀膜设备为87.5-131.5亿元，其中蒸镀设备为11.8-17.7亿元。

## 持续推动OLED有机材料新品验证，同时布局硅基OLED等新领域

在有机发光材料端，公司R'材料已为华星、天马、和辉光电稳定供货；G'材料已为维信诺、和辉光电稳定供货；B'材料正在华星、天马、维信诺、京东方等厂家进行推广测试。在封装材料方面，公司已为和辉光电稳定供货，同时在京东方和天马的测试工作已接近尾声。同时，围绕元宇宙概念所需要的硅基显示技术的特性，不仅完成了材料的积累，也实现了器件结构和全套材料技术的开发，先后为安徽熙泰、云南奥雷德、苏州集萃、梦显等多个硅基显示企业提供器件技术和材料业务。前文中所提及的小型蒸镀机也具备有机材料评价、小型面板开发、Micro-OLED制作等多种功能，我们认为其后续在硅基OLED面板的生产制造中也有望得到进一步的应用。

### 实控人全额认购 2.4 亿元定增，彰显公司快速成长信心

11 月 1 日晚，公司发布 2022 年度向特定对象发行 A 股股票预案，公告表示拟向公司控股股东和实际控制人轩景泉、轩菱忆发行 A 股股票以募集不超过 2.4 亿元资金，本次募集资金将全部用于补充流动资金。本次定增发行完毕后（按最大发行股票数量测算），轩景泉及轩菱忆将直接持有约 4127 万股股份，占公司发行后股本总额的 36.98%。公司实控人全额认购 2.4 亿元定增，彰显了其对于公司未来长期发展的坚定信心。同时，我们认为在公司研发强度持续加大及为新增产能维持较高资本开支的情形下，2.4 亿元定增资金用于补充流动资金将进一步快速推动公司新产品的研发进度和新产能的建设进度，进而加速公司未来的成长速度并夯实公司整体的竞争能力。

**盈利预测、估值与评级：**我们暂不考虑公司在钙钛矿光伏电池领域的布局对公司业绩的影响，维持公司盈利预测。预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 1.56、2.30、3.01 亿元。公司立足于 OLED 领域的设备、材料的积累，进一步布局钙钛矿光伏电池核心设备和材料。我们认为公司将在受益于国内 OLED 产业快速发展的同时，也将开辟新的成长路径，维持“买入”评级。

**风险提示：**产品研发风险，产能释放进度不及预期，合同履行风险，下游需求不及预期。

表 1：公司盈利预测与估值简表

| 指标             | 2020    | 2021   | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|----------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）      | 284     | 406    | 555    | 767    | 1,022  |
| 营业收入增长率        | -5.70%  | 43.17% | 36.75% | 38.19% | 33.23% |
| 净利润（百万元）       | 72      | 136    | 156    | 230    | 301    |
| 净利润增长率         | -33.82% | 89.19% | 14.29% | 47.85% | 30.87% |
| EPS（元）         | 0.98    | 1.86   | 1.51   | 2.24   | 2.93   |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | 4.54%   | 8.22%  | 9.14%  | 12.72% | 15.64% |
| P/E            | 49      | 26     | 32     | 21     | 16     |
| P/B            | 2.2     | 2.1    | 2.9    | 2.7    | 2.6    |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-11-18，2020 及 2021 年公司总股本为 0.73 亿股，2022 年及以后公司总股本为 1.03 亿股。

## 财务报表与盈利预测

| 利润表 (百万元) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 284  | 406  | 555   | 767   | 1,022 |
| 营业成本      | 126  | 181  | 272   | 336   | 428   |
| 折旧和摊销     | 23   | 28   | 42    | 58    | 73    |
| 税金及附加     | 2    | 5    | 6     | 9     | 11    |
| 销售费用      | 8    | 10   | 14    | 20    | 26    |
| 管理费用      | 37   | 64   | 88    | 121   | 161   |
| 研发费用      | 52   | 71   | 97    | 134   | 179   |
| 财务费用      | -4   | -11  | -32   | -20   | -6    |
| 投资收益      | 0    | 5    | 5     | 5     | 5     |
| 营业利润      | 76   | 135  | 166   | 237   | 313   |
| 利润总额      | 78   | 147  | 168   | 249   | 326   |
| 所得税       | 6    | 11   | 13    | 19    | 25    |
| 净利润       | 72   | 136  | 156   | 230   | 301   |
| 少数股东损益    | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 归属母公司净利润  | 72   | 136  | 156   | 230   | 301   |
| EPS(元)    | 0.98 | 1.86 | 1.51  | 2.24  | 2.93  |

| 现金流量表 (百万元) | 2020   | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|--------|------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流     | 120    | 141  | 108   | 193   | 268   |
| 净利润         | 72     | 136  | 156   | 230   | 301   |
| 折旧摊销        | 23     | 28   | 42    | 58    | 73    |
| 净营运资金增加     | -33    | 80   | 127   | 176   | 223   |
| 其他          | 58     | -103 | -216  | -271  | -330  |
| 投资活动产生现金流   | -1,051 | 412  | -232  | -270  | -245  |
| 净资本支出       | -162   | -251 | -237  | -250  | -250  |
| 长期投资变化      | 0      | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他资产变化      | -889   | 663  | 5     | -20   | 5     |
| 融资活动现金流     | 1,037  | -76  | -72   | -112  | 95    |
| 股本变化        | 18     | 0    | 30    | 0     | 0     |
| 债务净变化       | -22    | 2    | 5     | -8    | 272   |
| 无息负债变化      | 90     | 89   | 50    | 46    | 64    |
| 净现金流        | 107    | 477  | -196  | -189  | 117   |

## 主要指标

| 盈利能力 (%) | 2020  | 2021  | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率      | 55.5% | 55.5% | 51.0% | 56.2% | 58.1% |
| EBITDA 率 | 36.2% | 35.8% | 30.4% | 35.6% | 37.2% |
| EBIT 率   | 26.7% | 28.2% | 22.9% | 28.1% | 30.0% |
| 税前净利润率   | 27.5% | 36.3% | 30.3% | 32.5% | 31.9% |
| 归母净利润率   | 25.4% | 33.5% | 28.0% | 30.0% | 29.4% |
| ROA      | 3.6%  | 6.2%  | 6.8%  | 9.4%  | 10.4% |
| ROE (摊薄) | 4.5%  | 8.2%  | 9.1%  | 12.7% | 15.6% |
| 经营性 ROIC | 13.2% | 12.4% | 10.0% | 12.9% | 14.5% |

| 偿债能力      | 2020  | 2021  | 2022E | 2023E  | 2024E |
|-----------|-------|-------|-------|--------|-------|
| 资产负债率     | 22%   | 24%   | 26%   | 26%    | 33%   |
| 流动比率      | 5.49  | 3.81  | 3.10  | 2.70   | 1.89  |
| 速动比率      | 4.77  | 3.21  | 2.30  | 1.78   | 1.23  |
| 归母权益/有息债务 | 74.81 | 70.81 | 59.96 | 86.69  | 6.57  |
| 有形资产/有息债务 | 90.58 | 88.17 | 76.92 | 111.93 | 9.53  |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

| 资产负债表 (百万元) | 2020  | 2021  | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 总资产         | 2,025 | 2,189 | 2,290 | 2,434 | 2,887 |
| 货币资金        | 324   | 780   | 583   | 394   | 511   |
| 交易性金融资产     | 848   | 191   | 191   | 191   | 191   |
| 应收账款        | 62    | 98    | 80    | 111   | 147   |
| 应收票据        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他应收款 (合计)  | 0     | 6     | 8     | 12    | 15    |
| 存货          | 191   | 213   | 323   | 400   | 511   |
| 其他流动资产      | 18    | 41    | 41    | 41    | 41    |
| 流动资产合计      | 1,450 | 1,344 | 1,250 | 1,177 | 1,454 |
| 其他权益工具      | 45    | 56    | 56    | 56    | 56    |
| 长期股权投资      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产        | 211   | 230   | 486   | 708   | 903   |
| 在建工程        | 191   | 411   | 346   | 297   | 260   |
| 无形资产        | 75    | 75    | 67    | 60    | 54    |
| 商誉          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动资产     | 20    | 20    | 20    | 20    | 20    |
| 非流动资产合计     | 575   | 844   | 1,039 | 1,256 | 1,433 |
| 总负债         | 442   | 533   | 588   | 626   | 962   |
| 短期借款        | 0     | 0     | 0     | 0     | 267   |
| 应付账款        | 33    | 75    | 113   | 139   | 178   |
| 应付票据        | 0     | 9     | 14    | 17    | 22    |
| 预收账款        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他流动负债      | 10    | 10    | 10    | 10    | 10    |
| 流动负债合计      | 264   | 353   | 403   | 436   | 767   |
| 长期借款        | 21    | 11    | 16    | 21    | 26    |
| 应付债券        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动负债     | 156   | 169   | 169   | 169   | 169   |
| 非流动负债合计     | 178   | 180   | 185   | 190   | 195   |
| 股东权益        | 1,583 | 1,656 | 1,702 | 1,807 | 1,924 |
| 股本          | 73    | 73    | 103   | 103   | 103   |
| 公积金         | 1,282 | 1,301 | 1,287 | 1,308 | 1,308 |
| 未分配利润       | 229   | 283   | 313   | 398   | 515   |
| 归属母公司权益     | 1,583 | 1,656 | 1,702 | 1,807 | 1,924 |
| 少数股东权益      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |

| 费用率   | 2020   | 2021   | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销售费用率 | 2.82%  | 2.58%  | 2.58%  | 2.58%  | 2.58%  |
| 管理费用率 | 13.20% | 15.78% | 15.78% | 15.78% | 15.78% |
| 财务费用率 | -1.28% | -2.60% | -5.78% | -2.58% | -0.63% |
| 研发费用率 | 18.29% | 17.52% | 17.52% | 17.52% | 17.52% |
| 所得税率  | 8%     | 8%     | 8%     | 8%     | 8%     |

| 每股指标    | 2020  | 2021  | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 每股红利    | 1.00  | 1.50  | 1.21  | 1.79  | 2.34  |
| 每股经营现金流 | 1.65  | 1.93  | 1.05  | 1.88  | 2.61  |
| 每股净资产   | 21.65 | 22.64 | 16.58 | 17.60 | 18.74 |
| 每股销售收入  | 3.88  | 5.55  | 5.41  | 7.47  | 9.96  |

| 估值指标      | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| PE        | 49   | 26   | 32    | 21    | 16    |
| PB        | 2.2  | 2.1  | 2.9   | 2.7   | 2.6   |
| EV/EBITDA | 25.4 | 19.5 | 26.5  | 17.3  | 13.2  |
| 股息率       | 2.1% | 3.1% | 2.5%  | 3.7%  | 4.9%  |

## 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。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(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

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE