

# 伟时电子（605218）：受益于车载 Mini LED 与 VR 双重驱动，公司发展进入快车道

2023 年 1 月 6 日

推荐/首次

伟时电子

公司报告

公司主要产品为背光显示模组与液晶显示模组，下游客户主要为液晶显示器厂商，产品最终主要用于车载领域，全球车载背光模组全球市占率约为 11%。公司产品主要包括背光显示模组和液晶显示模组，其中背光显示模组产品营收占比在 75% 以上。受益于汽车行业回暖，2022 年前三季度公司营收为 10.24 亿元，同比增长 16.85%；归母净利润为 0.77 亿元，同比增长 88.43%。2022 年上半年公司车载背光模组产品的全球市占率约为 11%，凭借过硬产品与优质服务，公司与 JDI、夏普、天马、华星光电、LGD、友达、群创等全球知名液晶显示器厂商建立了长期合作关系。

随着汽车智能化和电动化推进，HUD、液晶仪表盘和液晶中控等持续扩张，带动全球车载显示面板上量，公司 2022 年上半年拿到 22 个新机种订单。背光显示模组是液晶显示模组的上游，在面板细分类型成本结构占比为 32%。2023 年全球车载背光显示模组预计为 2.45 亿片，同比增长 7%。公司具备全产业链优势，快速响应客户需求。公司在车载背光模组领域具备先发优势，产品毛利率领先于同行，2021 年伟时电子毛利率为 16.21%。

Mini LED 带动 LED 行业进入第三轮景气周期，车用 Mini LED 背光模组产品量价齐升，公司有望抓住行业红利。Mini LED 背光技术在亮度、对比度和色彩还原等方面优于 LED 背光显示屏，车用 Mini LED 背光显示器成为车厂新型显示的首选方案。高清化和低功耗需求提升 Mini LED 的渗透率，当前 LED 行业进入第三轮景气周期。车用背光显示器成为 Mini LED 重要应用，我们判断 2023 年车用 Mini LED 背光模组行业将率先爆发。据 TrendForce 数据，车用 Mini LED 背光显示器出货量 2023-2024 年预计增速在 100% 以上。Mini LED 背光模组价值量显著提升，经历量价齐升的行业高景气阶段。Mini LED 背光弥补 LCD 亮度不足，提升 VR 沉浸式体验，Mini LED 背光+Fast LCD 有望成为 VR 光学方案 Pancake 的标配，公司取得了两家液晶厂商的认证。2021 年全球 VR 头显出货量为 1110 万台，同比增长 65.7%；预计 2025 年全球 VR 头显出货量达 2175 万台。2021-2026 年中国 AR/VR 支出规模年复合增速超 40%，公司或将直接受益。

公司除了积极布局内生增长业务外，也通过对外投资布局新型显示行业，回购股票彰显发展信心。公司继布局 Mini-Led、智能表面等新型显示业务之后，继续对车载高端显示领域空中显示领域进行投资。据公司公告，截至 2022 年 12 月 30 日，公司已累计回购总股本的比例 0.94% 的股票，将用于股权激励或员工持股计划，彰显发展信心。

**投资建议：**公司是车载背光模组龙头企业，受益于 Mini LED 与 VR 双重驱动，进入发展快车道。预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 1.06 亿元，1.78 亿元和 2.80 亿元，对应现有股价 PE 分别为 30X，18X 和 11X，参考公司成长性与同行估值水平，我们给与公司 2023 年 25 倍市盈率，对应目标价为 21.00 元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

**风险提示：**（1）下游汽车等行业景气度下行；（2）Mini LED 产品导入不及预期；（3）行业竞争加剧。

## 公司简介：

伟时电子股份有限公司从事背光显示模组、液晶显示模组、触控装饰面板、显示组件、智能显示等产品研发、生产、销售。公司产品主要应用于中高端汽车、手机、平板电脑、数码相机、游戏机、工控显示、智能家居、VR 等领域。此外，公司还研发、生产、销售触摸屏、橡胶件、五金件等产品。公司已成为全球车载背光显示模组领域领先企业之一。

资料来源：iFind、东兴证券研究所

## 未来 3-6 个月重大事项提示：

无

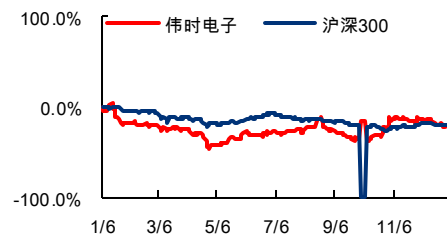
## 发债及交叉持股介绍：

无

## 交易数据

52 周股价区间（元）	18.43-9.44
总市值（亿元）	31.41
流通市值（亿元）	13.03
总股本/流通 A 股（万股）	21,283/21,283
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	3.4

## 52 周股价走势图



资料来源：iFind、东兴证券研究所

## 分析师：刘航

021-25102913

liuhang-y.js@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480522060001

**财务指标预测**

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1,101.61	1,200.51	1,440.31	1,955.30	2,587.41
增长率（%）	-10.45%	8.98%	19.97%	35.75%	32.33%
归母净利润（百万元）	81.69	52.40	105.86	178.22	279.71
增长率（%）	-21.52%	-35.86%	102.04%	68.35%	56.95%
净资产收益率（%）	7.34%	4.59%	8.62%	12.95%	17.40%
每股收益(元)	0.38	0.25	0.50	0.84	1.31
PE	38.45	59.95	29.68	17.63	11.23
PB	2.82	2.75	2.56	2.28	1.95

资料来源：公司财报、东兴证券研究所



## 目 录

1. 车载背光模组龙头，公司背光模组产品全球市占率约为 11%.....	4
1.1 公司车载类产品收入占比 75%以上，2022 年前三季度归母净利润增长 88.43%.....	4
1.2 公司在车载领域具备先发优势，车载背光模组产品全球市占率约为 11%.....	7
2. Mini LED 与 VR 业务打开公司中长期成长空间.....	9
2.1 受益于多屏化、大屏化，2023 年全球车载背光显示模组预计为 2.45 亿片，同比增长 7%.....	9
2.2 Mini-LED 带动行业进入第三轮景气周期，车用 Mini LED 背光模组产品享量价齐升.....	12
2.3 Mini LED+VR 方案提升沉浸式体验，2021-2026 年国内 AR/VR 支出 CAGR 超 40%.....	16
3. 内生与外延并进，公司回购股票彰显信心 .....	17
4. 投资建议.....	18
4.1 盈利预测 .....	18
4.2 投资建议 .....	19
5. 风险提示.....	20
相关报告汇总.....	22

## 插图目录

图 1： 15.6 英寸异形曲面背光显示模组.....	4
图 2： 液晶显示模组产品主要用于数码相机 .....	4
图 3： 空中成像产品：高铁站售票取票无触控人机交互终端 .....	4
图 4： 空中成像产品：无触控人机交互产品空中成像 .....	4
图 5： 公司终端应用车厂包括奔驰、宝马、奥迪、捷豹、路虎、大众、戴姆勒、克莱斯勒、福特、通用、丰田、日产、马自达、本田、沃尔沃、比亚迪、奇瑞、吉利、长城等.....	5
图 6： 公司采购、生产、销售分工协同，形成境内外协同效应 .....	6
图 7： 背光显示模组业务收入占比最大 .....	6
图 8： 公司近年来业务毛利率有一定程度的下滑 .....	6
图 9： 2022 年公司前三季度营收增长 16.85%.....	7
图 10： 2022 年公司前三季度归母净利润同比增长 88.43%.....	7
图 11： 2022 年上半年伟时电子全球车载背光模组出货量排名第二，市占率为 11%.....	8
图 12： 我国 2022 年预计汽车销量为 2750 万辆，新能源车渗透率快速提升 .....	9
图 13： 车载液晶显示屏呈现多屏化和大屏化的特征 .....	9
图 14： 2020-2025 年全球车载显示面板出货量稳定增长.....	10
图 15： 2020-2025 年全球车载显示面板市场规模稳定增长 .....	10
图 16： 中控显示整体渗透率最高 .....	10
图 17： 液晶显示具有多量化、多样化、大型化的特点 .....	10
图 18： 2Q22 全球车载显示面板出货量份额占比 TOP3 是京东方、天马和 JDI.....	11
图 19： 1Q22 全球车载显示面板出货量份额占比 TOP3 是京东方、JDI 和天马.....	11
图 20： 背光显示模组行业在液晶显示行业产业链中的位置 .....	11
图 21： 背光模组在面板细分类型成本结构占比为 32%.....	11
图 22： 2023 年全球车载背光显示模组预计为 2.45 亿片，同比增长 7%.....	12
图 23： 直下式 Mini LED 背光独立控光区域多，提升画面对比度、抑制光晕的状况，面板亮度高、色域广 .....	13

图 24： LED 行业进入第三轮景气周期 .....	14
图 25： 中国 2021-2026 年大尺寸和中尺寸 Mini LED 背光模组市场 CAGR 分别为 47%和 43%.....	14
图 26： 车用 Mini LED 背光显示器出货量 2023-2024 年预计增速在 100%以上.....	15
图 27： Mini LED 提升背光模组价值（美元） .....	15
图 28： 预计 2025 年全球 VR 头显出货量达 2175 万台 .....	16
图 29： 2021-2026 年中国 AR/VR 支出规模增速为.....	16

## 表格目录

表 1： 公司背光显示模组车载领域客户对应整车厂商主要是宝马、福特等中高端车型 .....	5
表 2： 伟时电子背光模组毛利率水平行业领先 .....	7
表 3： 车载背光模组同行公司经营情况 .....	8
表 4： LED 各种显示技术.....	12
表 5： 各显示技术比较.....	13
表 6： 汽车品牌车用 Mini LED 背光显示器应用项目 .....	14
表 7： 公司积极扩产，并加大投资力度 .....	17
表 8： 伟时电子业务分拆预测表（百万元） .....	18

## 1. 车载背光模组龙头，公司背光模组产品全球市占率约为 11%

### 1.1 公司车载类产品收入占比 75%以上，2022 年前三季度归母净利润增长 88.43%

公司主要产品为背光显示模组等，下游客户主要为液晶显示器厂商和 Tier1 供应商，产品最终主要用于车载领域。伟时电子成立于 2003 年 9 月，2018 年 6 月完成股份制改制，公司主要从事背光显示模组、液晶显示模组等产品研发、生产、销售，主要应用于中高端汽车、手机、平板电脑、数码相机、工控显示等领域。公司为汽车行业中的 Tier1、Tier2、Tier3 供应商，重点客户为日本显示器集团、夏普集团、京瓷集团、天马、华星光电、LGD、友达、群创等车载液晶显示领域供应商及日本伟世通、马瑞利、弗吉亚、BHTC、延锋伟世通、华阳、长城诺博等汽车配件 Tier1 供应商。

图1：15.6 英寸异形曲面背光显示模组



资料来源：公司官网、东兴证券研究所

图2：液晶显示模组产品主要用于数码相机



资料来源：公司官网、东兴证券研究所

此外，公司投资东超科技，东超科技生产空中成像等新型显示产品，其中无触控人机交互终端产品使用特殊平板透镜，根据出光特性设置，可将显示界面呈现于空中形成实像。用户直接用手指点击空中界面，便可完成公共服务设备所涵盖的一切功能，如医院中预约挂号、高铁站中售票取票、银行中取款存款等功能。

图3：空中成像产品：高铁站售票取票无触控人机交互终端



资料来源：公司官网、东兴证券研究所

图4：空中成像产品：无触控人机交互产品空中成像



资料来源：公司官网、东兴证券研究所



公司背光显示模组产品主要应用于车载领域，主要向夏普、JDI 等车载液晶显示器件生产商供应背光产品。公司成为全球车载背光显示模组领域领先企业之一，与夏普、JDI、天马、伟世通、哈曼、KOE、京瓷、松下、佳能、三菱等知名企业建立起长期稳定的合作伙伴关系。

图5：公司终端应用车厂包括奔驰、宝马、奥迪、捷豹、路虎、大众、戴姆勒、克莱斯勒、福特、通用、丰田、日产、马自达、本田、沃尔沃、比亚迪、奇瑞、吉利、长城等



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

公司客户集中度较高，主要是因为车载液晶显示器件生产集中度高。公司终端应用车厂包括奔驰、宝马、奥迪、捷豹、路虎、大众、戴姆勒、克莱斯勒、福特、通用、丰田、日产、马自达、本田、沃尔沃、比亚迪、奇瑞、吉利、长城等。公司凭借高质量标准获得客户认可，曾被夏普、松下、日立等多名客户评为年度优秀供应商。

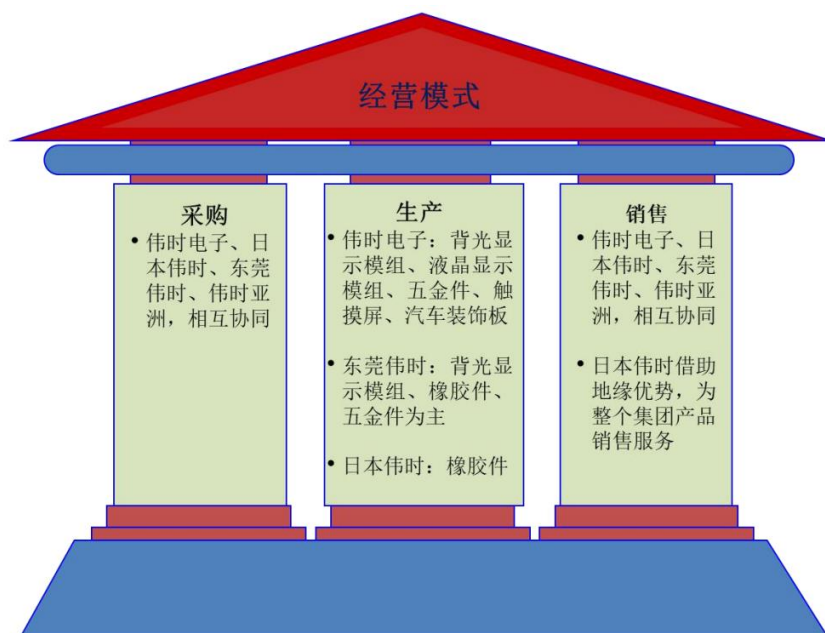
表1：公司背光显示模组车载领域客户对应整车厂商主要是宝马、福特等中高端车型

客户名称	对应整车厂
夏普集团	宝马、克莱斯勒、福特、通用、捷豹路虎、日产、丰田、沃尔沃、一汽等
JDI 集团	戴姆勒、神龙汽车、菲亚特、福特、吉利、本田、JEEP、捷豹路虎、日产、标致、雷诺日产联盟、铃木、大众等
林天连布集团	宝马等
京瓷集团	宝马等

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

伟时电子及子公司日本伟时、东莞伟时等根据地缘优势、客户交易偏好、生产要素禀赋、进出口业务交易习惯、当地产业集群等因素，在集团各公司之间有着不同的侧重分工。其中伟时电子主要面向华东地区、欧美、日本等国家和地区客户，东莞伟时及伟时亚洲主要面向华南、东南亚等地区客户，日本伟时主要面向日本客户，通过分工协同，充分发挥各公司优势，形成境内外协同效应。

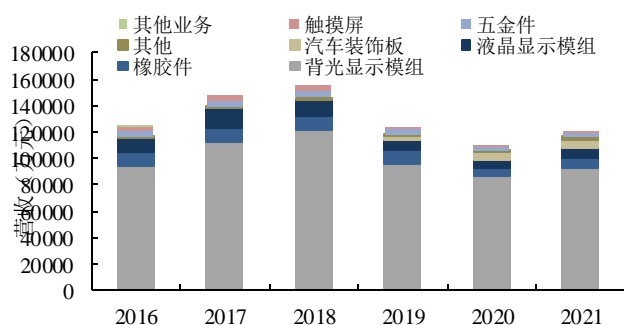
图6：公司采购、生产、销售分工协同，形成境内外协同效应



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

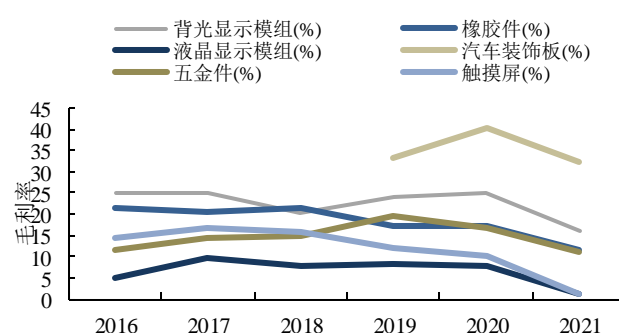
公司产品主要包括背光显示模组和液晶显示模组等，其中背光显示模组产品营收占比在 75%以上。2021 年受原材料成本上涨与汇兑损益的影响，毛利率出现一定程度下滑。

图7：背光显示模组业务收入占比最大



资料来源：iFinD、东兴证券研究所

图8：公司近年来业务毛利率有一定程度的下滑

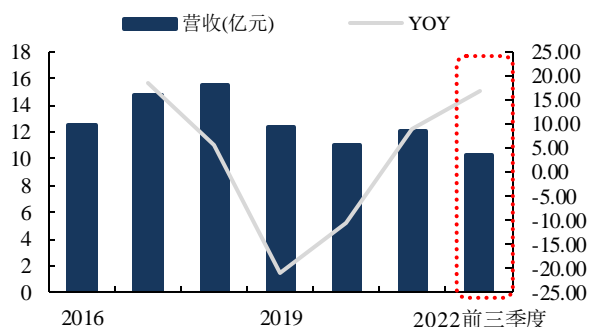


资料来源：iFinD、东兴证券研究所

受益于汽车行业回暖，公司 2022 年前三季度营收和归母净利润均呈现较好的增长态势。2022 年前三季度公司营收为 10.24 亿元，同比增长 16.85%；归母净利润为 0.77 亿元，同比增长 88.43%。

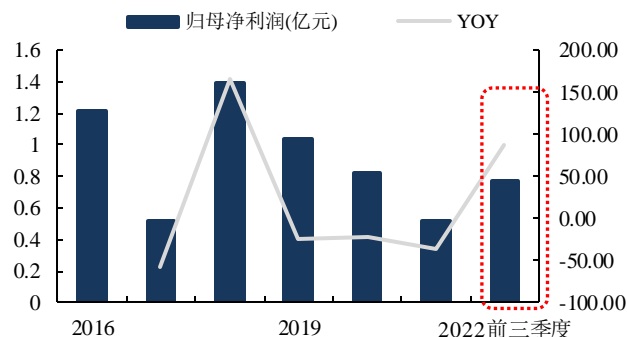


图9：2022 年公司前三季度营收增长 16.85%



资料来源：iFinD、东兴证券研究所

图10：2022 年公司前三季度归母净利润同比增长 88.43%



资料来源：iFinD、东兴证券研究所

## 1.2 公司在车载领域具备先发优势，车载背光模组产品全球市占率约为 11%

公司具备全产业链优势，快速响应客户需求。伟时电子拥有塑胶模具、金属模具、橡胶模具的设计、开发、制作能力，最早产品为五金件，后面逐步拓展至背光源、橡胶件、触摸屏、液晶显示模组等领域，成功开发了汽车新型装饰板产品。公司产品满足客户的多样化需求，并能高质、快速量产，具备快速响应客户能力。

公司在车载背光模组领域具备先发优势，产品毛利率领先于同行，2021 年伟时电子毛利率为 16.21%。伟志控股是一家主要生产背光源产品的公司，在深圳、惠州和宜昌设有工厂，2017 年开始大力开拓车载显示器背光产品市场；宝明科技 LED 背光源主要应用于智能手机，公司加大车载、工控医疗、智能数码、VR 类背光等专显类背光源开发投入；隆利科技生产的背光显示模组目前主要应用于智能手机，公司积极向车载、工控等中尺寸拓展。

表2：伟时电子背光模组毛利率水平行业领先

公司名称	2021年收入（亿元）	毛利率	主要应用领域
伟志控股	11.87	17.20%	车载、设备和电视
隆利科技	19.76	5.71%	消费电子，拓展至车载
宝明科技	8.92	-11.62%	消费电子
伟时电子	9.29	16.21%	车载

资料来源：Choice、东兴证券研究所

伟时电子是全球车载背光显示模组及全球触控装饰面板领域龙头企业之一，凭借过硬产品与优质服务，公司与 JDI、夏普、天马、华星光电、LGD、友达、群创等全球知名液晶显示器厂商建立了长期稳定的合作关系。

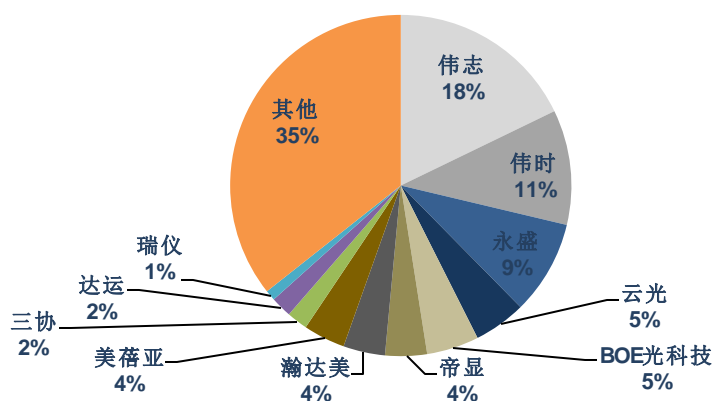
表3：车载背光模组同行公司经营情况

项目		2017 年	2018 年	2019 年
全球车载显示屏出货量（亿片）	TFT-LCD	1.48	1.62	1.59
	PMLCD	0.96	0.91	0.85
	合计	2.44	2.53	2.44
公司车载领域背光显示模组销量（亿片）		0.20	0.18	0.13
估算占有率		8.20%	7.11%	5.33%

资料来源：IHS、东兴证券研究所

根据 CINNO 数据，2022 年上半年伟时电子全球车载背光模组出货量排名第二，市占率为 11%，近年来市占率有所提升。

图11：2022 年上半年伟时电子全球车载背光模组出货量排名第二，市占率为 11%



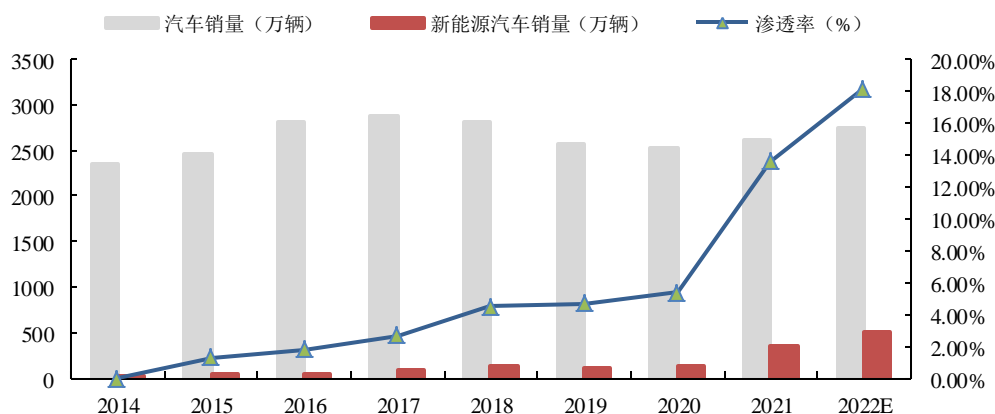
资料来源：CINNO，东兴证券研究所

## 2. Mini LED 与 VR 业务打开公司中长期成长空间

### 2.1 受益于多屏化、大屏化，2023 年全球车载背光显示模组预计为 2.45 亿片，同比增长 7%

随着国内电动化推进，具备更智能且多功能的显示面板将逐步替代传统的仪表盘等，新能源汽车的持续渗透加速车载显示产业升级。汽车电动化趋势明显，新能源汽车销量持续增长，传统油气也开始逐步走向智能化。2021 年我国汽车销量快速增长，渗透率达 13.6%，2022 年渗透率预计接近 20%。

图12：我国 2022 年预计汽车销量为 2750 万量，新能源车渗透率快速提升



资料来源：中汽协，东兴证券研究所

随着汽车智能化和电动化推进，HUD、液晶仪表盘和液晶中控等持续扩张，带动全球车载显示面板数量快速上量。2021 年全球显示面板超 1.6 亿片，全球汽车销量在 8000 万辆以上，随着全球面板多屏化发展，三屏和四屏渗透率持续增长，根据 Sigmaintell 数据，预计 2025 年车载显示面板出货预计可达 2.26 亿片。

图13：车载液晶显示屏呈现多屏化和大屏化的特征

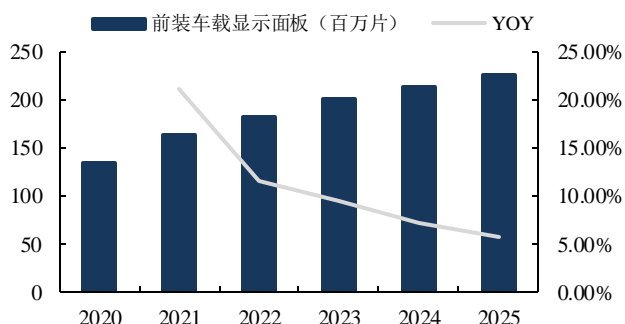
#### 车载液晶显示屏尺寸对比



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

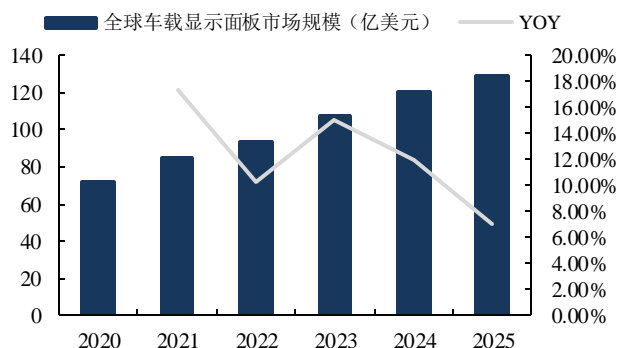
车载显示面板的大尺寸占比持续提升，车载显示屏市场规模稳步扩张。在多屏化和大屏化趋势下，面板价值量有望提升，预计 2025 年全球车载显示屏的市场规模有望超 128 亿美金。

图14：2020-2025 年全球车载显示面板出货量稳定增长



资料来源：Sigmaintell、华经产业研究院、东兴证券研究所

图15：2020-2025 年全球车载显示面板市场规模稳定增长



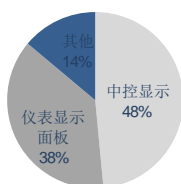
资料来源：Omdia、东兴证券研究所

随着智能座舱的兴起，智能座舱的输出系统越来越注重多元化应用，显示屏作用越来越突出。众多的车企将屏幕从一块发展到多联屏，尤其在新能源汽车的设计中，其屏幕数量有可能占其控制区域的 70%。近几年车载显示屏主流尺寸为 7-8 英寸，特斯拉为首的新能源车企开始采用 15-17 英寸的大屏，甚至部分车企出现 27 寸、32 寸等超大尺寸显示屏的配置规划。

中控显示整体渗透率最高，液晶仪表也占比较高，HUD 等受技术和成本影响渗透率仍较低。根据 Omdia 数据，2020 年全球汽车显示屏出货量达 1.27 亿，其中大多数为中控显示屏，出货 7380 万片；电子仪表盘占比第二，出货 4680 万片。除了这两大类，还有电子后视镜、HUD 抬头显示以及后排娱乐用显示屏。Omdia 预计车用显示屏市场将保持平均每年 6.5% 的增长率，2030 年出货量将达到 2.38 亿片。

图16：中控显示整体渗透率最高

车载显示面板出货结构占比



资料来源：华经产业研究院、东兴证券研究所

图17：液晶显示具有多量化、多样化、大型化的特点

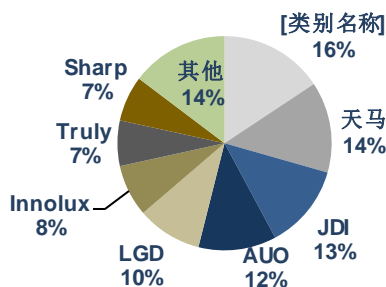


资料来源：公司官网、东兴证券研究所

全球车载显示面板市场集中度较高，2022Q2 前五大车载面板厂收入(CR5)占比超 60%。整体来看，全球车载显示面板竞争格局比较稳定，京东方份额逐季增长，占据 16% 的市场份额。

图18：2Q22全球车载显示面板出货量份额占比 TOP3 是京东方、天马和 JDI

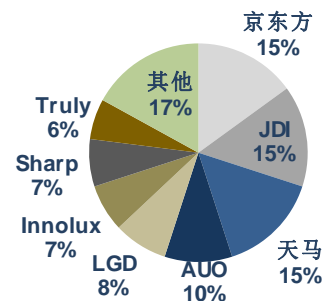
2Q22全球车载显示面板厂商出货占比



资料来源：CINNO、东兴证券研究所

图19：1Q22全球车载显示面板出货量份额占比 TOP3 是京东方、JDI 和天马

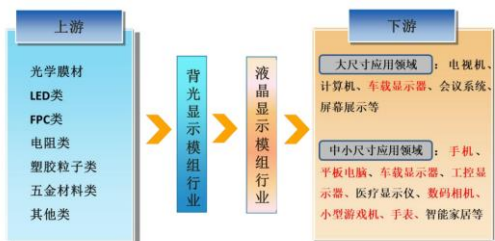
1Q22全球车载显示面板厂商出货占比



资料来源：CINNO、东兴证券研究所

背光显示模组是液晶显示模组的上游，在面板细分类型成本结构占比为 32%，是液晶面板成本占比最大的结构。

图20：背光显示模组行业在液晶显示行业产业链中的位置

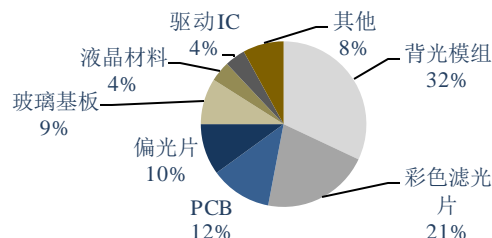


注1：大尺寸指 20 英寸以上产品，中小尺寸指 20 英寸及以下产品。

注2：下游应用领域中红字部分为公司已涉足领域。

资料来源：招股说明书、东兴证券研究所

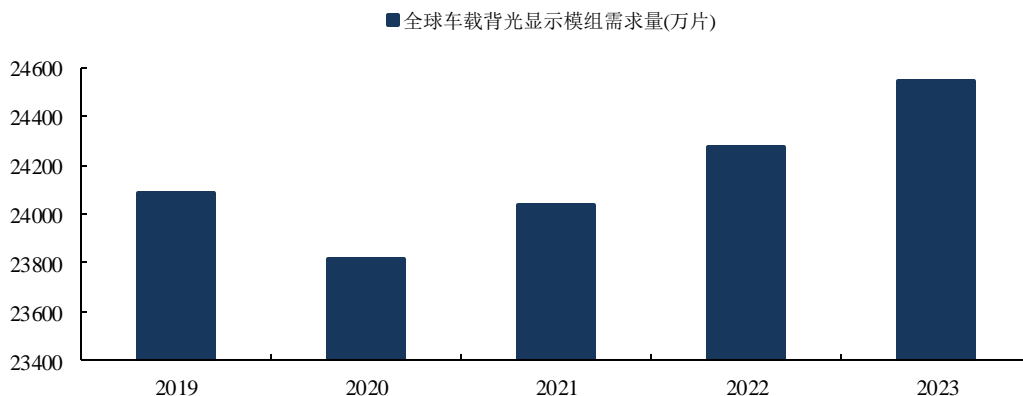
图21：背光模组在面板细分类型成本结构占比为 32%



资料来源：华经产业研究院、东兴证券研究所

2023 年全球车载背光显示模组预计为 2.45 亿片，同比增长 7%。一块车载液晶显示屏至少需要一块背光显示模组，部分大尺寸液晶显示屏需要 2 块及以上的背光源。据华经产业研究院数据，2023 年全球车载背光显示模组预计为 2.45 亿片。

图22：2023 年全球车载背光显示模组预计为 2.45 亿片，同比增长 7%



资料来源：华经产业研究院、东兴证券研究所

根据 2022 年中报披露的数据，公司在现有主力客户的新单方面以 JDI、夏普、LGD、天马、华星光电、华阳等为主，并在 2022 年上半年拿到 22 个新机种订单。公司背光显示模组方面在已有客户 JDI、夏普、京瓷、松下、三菱、天马、华星光电、群创、LGD、阿尔派、信利国际等液晶显示器厂商的基础上，新增下游著名液晶面板供应商客户友达光电。公司在现有主力客户的新单方面以 JDI、夏普、LGD、天马、华星光电、华阳等为主，并在 2022 年上半年拿到 22 个新机种订单。

## 2.2 Mini-LED 带动行业进入第三轮景气周期，车用 Mini LED 背光模组产品享量价齐升

Mini LED 具有“薄膜化、微小化、阵列”优势，其背光技术在亮度、对比度和色彩还原等方面优于 LED 背光显示屏。

表4：LED 各种显示技术

分类	定义
Mini-LED	Mini LED 芯片大小 100-300 微米，芯片间距在 0.1-1mm 之间，主要用于 RGB 或者 LCD 背光
传统 LCD	薄膜晶体管驱动的有源矩阵液晶平板显示器
OLED	300 微米以上，有机发光二极管，具备发光、响应快的特点，节省背光源、液晶和彩色滤光片等结构，可以实现超薄屏和柔性屏
小间距 LED	300 微米以上，芯片间距在 1-2.5mm 之间，采用传统 SMD 封装方式，面板成本已经接近同尺寸 LCD
Micro LED	大小 100 微米以内，芯片间距在 0.001-0.1mm 之间，采用巨量转移

资料来源：亿渡数据、东兴证券研究所

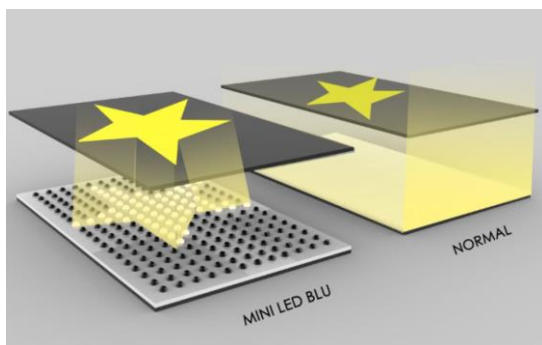
车载显示器对工作温度、储存温度、工作电压范围和可靠性高于手机显示器件，这些性能限制了 OLED 屏在车载中的大量应用。在可靠性测试方面，高/低温存储、高温高湿、冷热冲击等条件在手机类显示器件上，其老化时间一般为 240 小时，而在车载显示器件上则要求大于 500 小时。另外，车载显示屏一般要求常温



工作寿命超过 50,000 小时，而目前常用的 OLED 屏的工作寿命通常只有 30,000 小时，限制了 OLED 屏在车载中的大量应用。

根据 TrendForce 数据，车用 Mini LED 背光显示器基于亮度、低功耗和高曲面等因素成为车厂新型显示的首选方案。① 搭配 Mini LED 多分区背光可以大幅提高显示器的亮度达 1000 nits 以上，可降低显示器面对户外如雪地、艳阳等环境强光照进车室内，致使显示效果低下而有行车安全风险；② Mini LED 背光直下式背光，可随着画面明暗做出相对应的开启或关闭动作，可降低约 10% 的功耗。Mini LED 由于晶粒尺寸大幅缩小，能形成密集度更高的直下式背光。③ 车内显示器逐渐整合朝向大型化，Mini LED 直下式背光具有高曲面的显示效果，在高曲面的光学表现上更好。④ Mini LED 延续 LED 高信赖性的优良传统，成为车厂新型显示采用的首选。

图23：直下式 Mini LED 背光独立控光区域多，提升画面对比度、抑制光晕的状况，面板亮度高、色域广



资料来源：hangjianet、东兴证券研究所

Mini LED 背光显示器将具高度的性价比优势，能大幅提升车厂采用 Mini LED 背光显示器的意愿。Mini LED 背光显示器在整体亮度、对比、功耗、曲面显示上皆优于传统侧入式背光显示器，售价介于传统侧入式背光显示器以及 OLED 之间。

表5：各显示技术比较

显示技术	OLED	LCD+传统 LED BLU	LCD+Mini LED BLU
亮度	★★	★★	★★★
对比度	★★	★★	★★★
信赖度	★★	★★★★	★★★★
功耗	★★★	★★★★	★★
曲面显示	★★★★	★	★★
成本	★	★★★★	★★

资料来源：TrendForce、东兴证券研究所（注：复杂度★★★★高；★★★中；★低）

中系与欧美系车用显示模组完成后，交付给 Tier1 如博世（Bosch）、群丰骏（CarUX）等厂商做系统整合，最终再交由车厂组装于车内。在 Mini LED 背光模块的车用供应链上，中系车厂则是采用如京东方面板组成车用显示模组，以及欧美车厂，则以友达、群创的面板为主，搭配自有的车用显示模组。

表6：汽车品牌车用 Mini LED 背光显示器应用项目

发布年份	品牌	应用	屏幕尺寸（英寸）
2022	NIO	Control Panel	6.63
2022	GM	Dashboard+CID	33.4
2022	Roewe	Dashboard	10.25
2022	Roewe	Entertainment Display	12.3
2023	GM	Dashboard+CID	35
2023	GM	Entertainment Display	20
2023	Ford	Dashboard+CID	23.6
2023	Jeep	Dashboard	12.3
2023	Jeep	CID	14.5

资料来源：TrendForce、东兴证券研究所

我们分析认为，高清化和低功耗需求提升 Mini LED 的渗透率，当前 LED 行业进入第三轮景气周期。

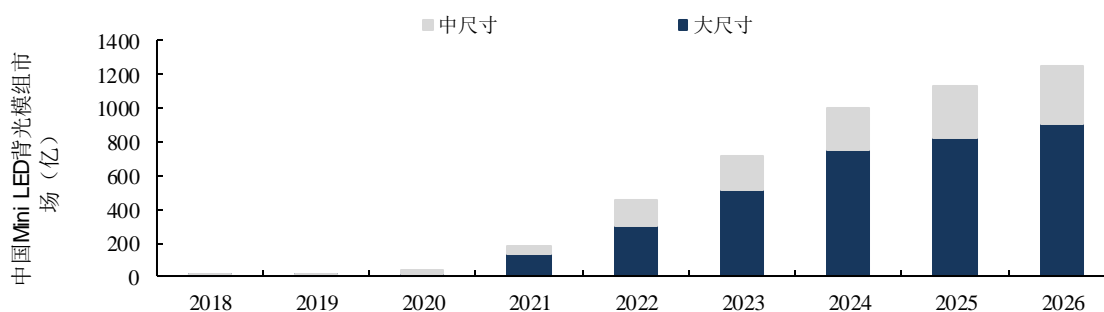
图24：LED 行业进入第三轮景气周期



资料来源：亿渡数据、东兴证券研究所整理

未来几年 Mini LED 市场快速增长，预计 2026 年 Mini LED 背光模组市场空间将达到 1250 亿元，其中大尺寸背光模组市场规模为 900 亿元，中尺寸背光模组市场规模为 350 亿元。

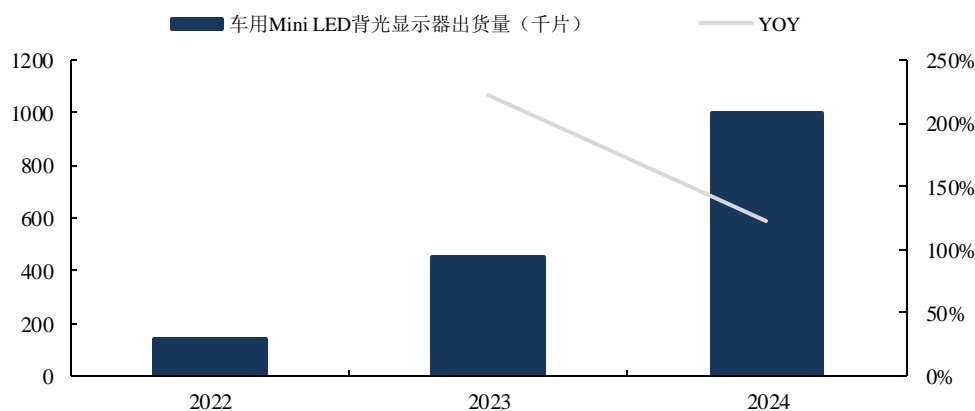
图25：中国 2021-2026 年大尺寸和中尺寸 Mini LED 背光模组市场 CAGR 分别为 47%和 43%



资料来源：亿渡数据、东兴证券研究所

车用背光显示器成为 Mini LED 重要应用，我们判断 2023 年车用 Mini LED 行业景气度将持续上行。据 TrendForce 数据，车用 Mini LED 背光显示器出货量 2023-2024 年预计增速在 100%以上。

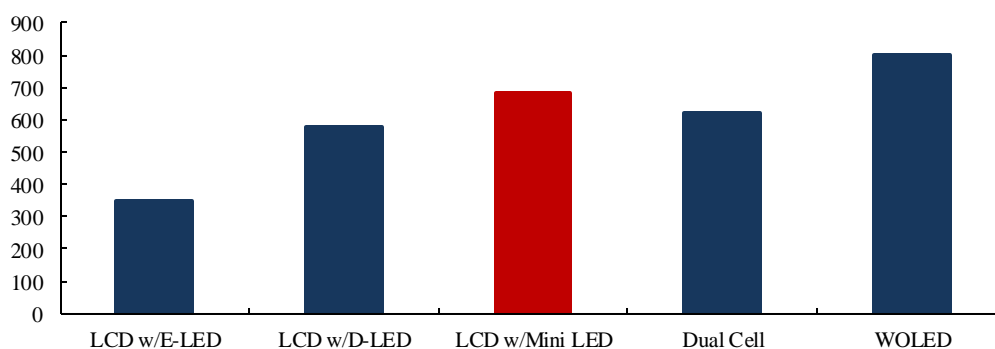
图26：车用 Mini LED 背光显示器出货量 2023-2024 年预计增速在 100%以上



资料来源：TrendForce、东兴证券研究所

Mini LED 背光模组价值量显著提升，畅享量价齐升行业高景气。根据集邦咨询数据，我们参考电视成本，65 寸 UHD 4K 电视高端的侧入式背光显示器模组生产成本约在 350 美元；采用被动式驱动的 Mini LED 背光（LED 使用颗数 16,000 颗）的显示器模组则约在 650~690 美元之间，是传统侧入式背光模组价值的将近一倍，但低于 WOLED 显示器模组成本（预计在 800 美元以上），我们预计车用 Mini LED 背光模组价值量也将显著提升。

图27：Mini LED 提升背光模组价值（美元）



资料来源：夸克显示、东兴证券研究所

公司提前布局 Mini-LED 领域，加大相关研发设备投入，组织研发人员进行技术攻关，引进 Mini-LED 封装线来满足公司在显示领域进一步发展的需要。截至 2022 年 6 月，公司已开发八款 Mini LED 产品，其中两款已获得国内外知名客户定点订单。

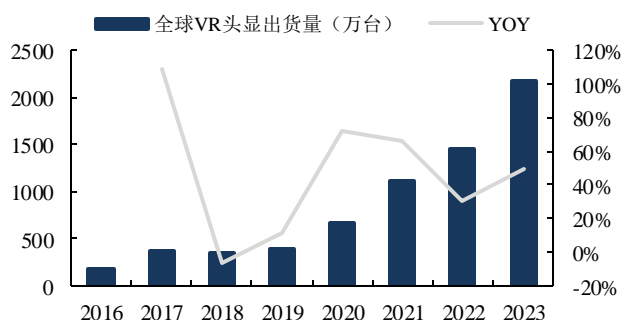
## 2.3 Mini LED+VR 方案提升沉浸式体验，2021-2026 年国内 AR/VR 支出 CAGR 超 40%

Mini LED 背光弥补 LCD 亮度不足，独立开关并调整亮度，提高 VR 沉浸式体验，Mini LED 背光+Fast LCD 有望成为 VR 光学方案 Pancake 的标配。VR 光学方案正进入 Pancake 方案阶段，通过让光路在镜片间多次折返，实现屏幕与镜头之间成像工作距离的变相缩短，提升沉浸感和舒适度。Pancake+Mini LED 背光 Fast LCD 组合将持续推动 VR 显示产值提升。根据 DSCC 报告，AR/VR 显示收入将在 2022 年达到 9.42 亿美元，预计 2027 年将达到 73 亿美元，年复合增长率 50.7%。

通过分区控制的原理，Mini LED 背光技术攻克了 VR 产品对比度低、色彩不饱和的技术难题，因此 Mini LED+VR 方案有助于增强虚拟空间的沉浸式体验，MiniLED 已导入至 Quest Pro 等美系 VR 品牌。Quest Pro 新品售价 1499.99 美元（约合人民币 10755 元），将搭配高通 Snapdragon XR2+处理器，导入 Pancake 镜头，以及两个分辨率 1800×1920 LCD 面板，接搭配量子点与超过 500 颗 MiniLED，色域增加 30%、对比度提高 75%。全球 VR 巨头 Meta 推出的高端 VR 头显 Quest Pro，采用了两块 2.48 英寸的 LCD 屏幕+Mini LED 背光模组，可以支持 90Hz 的刷新率、单眼 1800×1920 的分辨率。

2021 年全球 VR 头显出货量为 1110 万台，同比增长 65.7%；预计 2025 年全球 VR 头显出货量达 2175 万台。2021-2026 年中国 AR/VR 支出规模年复合增速超 40%，公司有望直接受益。我国 AR 支出规模将以 49.0% 的五年 CAGR 快速增长，VR 支出规模以 41.5% 的五年 CAGR 保持稳定增长。公司 VR 产品的开发取得进展，通过技术改进，取得了两家液晶厂商的认证。

图28：预计 2025 年全球 VR 头显出货量达 2175 万台



资料来源：VR 陀螺、东兴证券研究所

图29：2021-2026 年中国 AR/VR 支出规模增速为



来源：IDC 中国，2022

资料来源：IDC 中国、东兴证券研究所

### 3. 内生与外延并进，公司回购股票彰显信心

公司除了积极布局内生增长业务外，也通过对外投资布局新型显示行业，继布局 Mini-Led、智能表面等新型显示业务之后，继续对车载高端显示领域空中显示进行投资。2021 年 10 月，公司与相关方签署协议，对东超科技增资，适应全球汽车人机交互智能化变革趋势，拓展车载显示更多应用场景。同时，公司签署协议受让重庆伟时光电科技有限公司 40%的股权，快速抢占中国汽车市场发展的新高地。

**表7：公司积极扩产，并加大投资力度**

时间	投资项目
2022 年 12 月	在淮安投资设立全资子公司，注册资本为人民币 5,000 万元，公司拥有该子公司 100%股权
2022 年 12 月	公司拟以自有或自筹资金参与竞拍昆山经济开发区精密机械产业园，宗地号为 DK20220098 的国有土地使用权，本次挂牌起始价为人民币 1,008 万元（实际价格以竞拍价为准）。
2022 年 1 月	公司以人民币 3,500 万元对东超科技增资，增资完成后持有东超科技 5%股份
2021 年 12 月	公司受让重庆伟时 40%股份，伟时电子持有重庆伟时 40%的股份

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

据公司公告，截至 2022 年 12 月 30 日，公司已累计回购总股本的比例 0.94%的股票，将用于股权激励或员工持股计划，彰显未来发展信心。公司拟使用自有资金、自筹资金及其他筹资方式以集中竞价交易方式回购公司股份。回购股份的价格为不超过人民币 20 元/股（含），回购股份资金总额不低于人民币 1,500 万元（含）且不超过人民币 3,000 万元（含）。截至 2022 年 12 月 30 日，公司已累计回购股份 199.9937 万股，占公司总股本的比例为 0.94%，已支付的总金额为 2,500.60 万元（不含交易费用），本次回购的股份将用于股权激励或员工持股计划。我们认为，公司积极推进股权激励，彰显未来发展信心。

## 4. 投资建议

### 4.1 盈利预测

**背光显示模组业务：**随着高产品附加值的车用 Mini LED 背光模组渗透率提升，背光显示模组业务收入和毛利率有望提升。我们预计 2022-2024 年背光显示模组业务收入增速分别为 20%/40%/35%，随着上游成本降低以及 Mini LED 产品放量，我们预计毛利率恢复之前的水平，2022-2024 年分别为 20%/22%/24%。

**液晶显示模组业务：**随着公司新客户导入，我们预计公司液晶显示模组业务增速分别为 30%/32%/35%，毛利率 5%/6%/7%。

表8：伟时电子业务拆分预测表（百万元）

业务拆分		2020	2021	2022E	2023E	2024E
背光显示模组	收入(百万)	860.65	928.94	1,114.73	1,560.62	2,106.84
	YOY	-11%	8%	20%	40%	35%
	毛利率%	24.75	16.21	20.00	22.00	24.00
液晶显示模组	收入(百万)	54.11	71.48	92.92	122.66	165.59
	YOY	-36%	32%	30%	32%	35%
	毛利率%	7.85	1.31	5.00	6.00	7.00
橡胶件	收入(百万)	72.90	72.16	79.38	87.31	96.04
	YOY	-22%	-1%	10%	10%	10%
	毛利率%	17.19	11.50	12.00	14.00	17.00
触控装饰面板	收入(百万)	59.41	61.19	67.31	74.04	81.44
	YOY		3%	10%	10%	10%
	毛利率%	23.80	19.74	22.21	25.91	30.13
其他业务	收入(百万)	13.53	28.90	43.35	60.69	78.90
	YOY	71%	114%	50%	40%	30%
	毛利率%	73.88	61.63	60.00	60.00	60.00
合计	收入(百万)	1,089.2	1,190.5	1,428.3	1,939.0	2,565.9
	YOY	-8%	9%	20%	36%	32%
	毛利率%	24.47	16.71	20.23	23.78	26.56

资料来源：Choice、东兴证券研究所



## 4.2 投资建议

公司是车载背光模组龙头企业，受益于 Mini LED 与 VR 双重驱动，步入发展快车道。预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 1.06 亿元，1.78 亿元和 2.80 亿元，对应现有股价 PE 分别为 30X，18X 和 11X，参考公司成长性与同行估值水平，我们给与公司 2023 年 25 倍市盈率，对应目标价为 21.00 元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

## 5. 风险提示

（1）下游汽车等行业景气度下行；（2）Mini LED 产品导入不及预期；（3）行业竞争加剧。

附表：公司盈利预测表

资产负债表			单位：百万元			利润表			单位：百万元		
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产合计	1,178.3	1,029.6	1,264.8	1,491.9	1,830.8	营业收入	1,101.	1,200.5	1,440.3	1,955.3	2,587.4
货币资金	293.52	491.97	707.64	761.03	888.61	营业成本	832.03	999.90	1,148.8	1,521.7	1,965.6
应收账款	295.14	320.84	323.80	439.57	581.67	营业税金及附加	4.38	4.60	5.52	7.49	9.91
其他应收款	3.58	4.69	2.99	4.64	6.30	营业费用	35.31	17.64	17.28	28.74	38.81
预付款项	0.63	0.14	0.56	0.76	1.01	管理费用	62.16	63.31	67.69	82.12	103.50
存货	130.76	147.40	159.98	211.89	273.71	财务费用	19.04	5.36	-1.68	-2.21	-2.58
其他流动资产	453.56	66.33	68.25	72.40	77.48	研发费用	66.42	82.13	97.94	132.96	175.94
非流动资产合计	257.18	436.33	339.30	378.29	411.87	资产减值损失	-11.89	0.40	-3.17	-4.31	-5.70
长期股权投资	0.00	4.00	4.00	4.00	4.00	公允价值变动收益	7.40	-7.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	210.88	253.02	228.25	213.08	205.50	投资净收益	6.97	24.06	8.88	8.88	8.88
无形资产	10.64	9.31	7.76	6.21	4.65	加：其他收益	2.02	2.99	2.46	2.46	2.46
其他非流动资产	4.17	140.48	7.41	7.41	7.41	营业利润	86.77	48.04	112.84	191.49	301.81
资产总计	1,435.4	1,466.0	1,604.1	1,870.2	2,242.6	营业外收入	2.20	0.67	2.31	2.31	2.31
流动负债合计	314.39	316.57	367.78	487.14	629.28	营业外支出	0.07	0.12	0.08	0.08	0.08
短期借款	2.28	0.99	0.00	0.00	0.00	利润总额	88.91	48.59	115.06	193.72	304.04
应付账款	247.10	245.40	291.44	386.02	498.63	所得税	7.22	-3.81	9.21	15.50	24.32
预收账款	0	0	0	0.07	0.09	净利润	81.69	52.40	105.86	178.22	279.71
合同负债	0.06	0.11	0.07	0.10	0.13	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	7.76	8.61	7.91	7.03	5.72	归属母公司净利润	81.69	52.40	105.86	178.22	279.71
长期借款	7.76	8.61	7.91	7.03	5.72	主要财务比率					
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
负债合计	322.15	325.18	375.68	494.17	634.99	成长能力					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入增长	-10.45	8.98%	19.97%	35.75%	32.33%
实收资本（或股本）	212.83	212.83	212.83	212.83	212.83	营业利润增长	-21.52	-44.64%	134.90	69.70%	57.61%
资本公积	638.95	638.95	638.95	638.95	638.95	归属于母公司净利润增长	-21.52	-35.86%	102.04	68.35%	56.95%
未分配利润	261.56	289.04	376.70	524.28	755.90	获利能力					
归属母公司股东权益合计	1,113.3	1,140.8	1,228.4	1,376.0	1,607.6	毛利率(%)	24.47	16.71%	20.23%	22.17%	24.03%
负债和所有者权益	1,435.4	1,466.0	1,604.1	1,870.2	2,242.6	净利率(%)	7.42%	4.36%	7.35%	9.11%	10.81%
现金流量表					单位：百万元	总资产净利润(%)	5.69%	3.57%	6.60%	9.53%	12.47%
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	ROE(%)	7.34%	4.59%	8.62%	12.95%	17.40%
经营活动现金流	-6.40	11.26	172.69	162.57	256.28	偿债能力					
净利润	81.69	52.40	93.38	165.74	267.24	资产负债率(%)	22%	22%	23%	26%	28%
折旧摊销	26.74	31.60	43.95	49.01	56.42	流动比率	3.75	3.25	3.44	3.06	2.91
财务费用	19.04	5.36	-1.68	-2.21	-2.58	速动比率	3.30	2.76	2.97	2.59	2.44
营运资金变动	-6.97	-24.06	-8.88	-8.88	-8.88	营运能力					
其他经营现金流	-123.25	-52.69	32.68	-54.32	-69.16	总资产周转率	0.77	0.82	0.90	1.05	1.15
投资活动现金流	-481.68	213.14	61.20	-79.87	-81.87	应收账款周转率	3.82	3.88	4.62	4.62	4.62
资本支出	55.81	60.86	80.00	88.00	90.00	应付账款周转率	3.41	4.13	4.00	4.00	4.00
长期投资	0.00	-35.00	0.00	0.00	0.00	每股指标（元）					
其他投资现金流	-537.49	187.28	-18.80	-167.87	-171.87	每股收益(最新摊薄)	0.38	0.25	0.50	0.84	1.31
筹资活动现金流	540.35	-28.83	-18.23	-29.31	-46.82	每股净现金流(最新摊薄)	-0.17	-0.08	0.35	0.14	0.52
短期借款增加	1.44	-1.28	-0.99	0.00	0.00	每股净资产(最新摊薄)	5.23	5.36	5.77	6.47	7.55
长期借款增加	-2.37	0.86	-0.71	-0.88	-1.31	估值比率					
普通股增加	53.21	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	38.45	59.95	29.68	17.63	11.23
资本公积增加	480.93	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	2.82	2.75	2.56	2.28	1.95
现金净增加额	41.35	190.88	215.67	53.39	127.59	EV/EBITDA	18.04	34.32	16.07	10.50	6.88

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	【东兴电子】半导体行业动态跟踪点评：晶圆厂 wafer bank 居于高位，FOUP 供应紧张，静待行业花开	2022-12-30
行业深度报告	电子元器件行业：复盘电子行业十年牛股，“曲棍球战略”带来哪些启示？	2022-12-20
行业深度报告	【东兴电子】半导体行业专题：长坡厚雪，国产替代成主旋律	2022-12-09
行业深度报告	电子行业 2023 年投资策略：否极泰来，国产替代与产品升级将贯穿全年	2022-11-25
行业普通报告	电子元器件行业：液晶面板价格有望触底，把握业绩确定性强的标的	2022-08-28
行业普通报告	电子元器件行业：全球电子纸和 SiC 龙头股价大涨，重视产业链投资机会	2022-08-21
行业普通报告	电子元器件行业：海外半导体公司 2022 年中报给出了哪些指引？（下）	2022-08-14
行业普通报告	电子元器件行业：IGBT 和 Chiplet 引领半导体板块反弹，建议坚守细分龙头	2022-08-08

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 刘航

复旦大学工学硕士，2022 年 6 月加入东兴证券研究所，现任电子行业首席分析师。曾就职于 Foundry 厂、研究所和券商资管，分别担任工艺集成工程师、研究员和投资经理。证书编号：S1480522060001。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F



邮编：100033  
电话：010-66554070  
传真：010-66554008

邮编：200082  
电话：021-25102800  
传真：021-25102881

邮编：518038  
电话：0755-83239601  
传真：0755-23824526