

2023 年 08 月 09 日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 业绩短期承压，TGV 技术优势有望打开中长期成长空间

## —沃格光电（603773.SH）公司事件点评报告 买入（首次） 事件

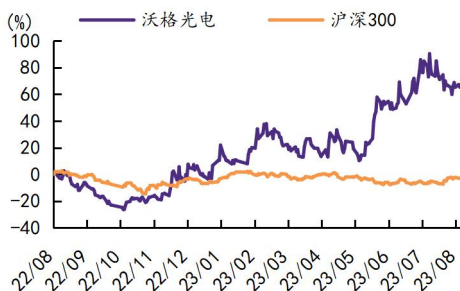
分析师：毛正 S1050521120001  
maozheng@cfsc.com.cn

### 基本数据

2023-08-09

当前股价（元）	30.3
总市值（亿元）	52
总股本（百万股）	171
流通股本（百万股）	156
52 周价格范围（元）	13.13-33.89
日均成交额（百万元）	134.9

### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 相关研究

公司于 8 月 6 日发布 2023 年半年报：公司 2023 年上半年实现营收 7.75 亿元，同比+4.01%；实现归母净利润-0.11 亿元，实现扣非归母净利润-0.21 亿元，毛利率为 19.38%。经计算，2023 年二季度公司实现营收 4.29 亿元，同比+10.16%，环比+23.79%，实现归母净利润-0.12 亿元。

### 投资要点

#### ■ 消费电子需求疲软，短期利润承压

2022 年以来，受国际环境、行业周期、产业链供应链等多重因素影响，全球消费电子需求疲软。根据 Canalys 统计数据，全球智能手机出货量连续第五个季度下滑，2023 年第 1 季度同比下滑 12%，第 2 季度同比下降 11%；2023 年第 2 季度全球台式机 and 笔记本电脑总出货量同比下降 11.5%，在此之前出货量已连续两个季度下降了 30% 以上。由于下游消费电子市场需求持续低迷，公司利润端短期承压，2023 年上半年实现归母净利润为-0.11 亿元。

#### ■ Mini LED 市场前景广阔，公司供应链体系高度协同

随着 Mini LED 技术不断成熟，其在亮度、对比度、功耗、曲面显示和大尺寸方面胜过传统侧背光显示，这导致 Mini LED 市场渗透率持续提升，逐渐成为车载显示、电视、笔记本电脑、显示器等制造商的主要选择。根据行家说 Research 数据，2022 年 Mini LED 产品出货量约为 1725 万台，预计到 2023 年将接近 2000 万台，至 2026 年可能达到近 4900 万台，尤其在电视市场上表现突出。此外，根据 GGII 统计，2022 年全球车用 LED 市场规模超过 40 亿美元，其中 Mini LED 背光车载显示屏出货量超过 12.5 万片。GGII 预测，到 2025 年，车用 Mini LED 背光显示屏出货量将超过 100 万片。在 Mini LED 背光显示方面，玻璃基板因其优异性能和成本优势，特别在高端产品、高分区、窄边框和低 OD 值等方面，已成为重要选择。公司已完成从玻璃基线路板制作到背光模组制作的全流程，推出全套 Mini LED 背光解决方案，并进一步加速玻璃基 Mini LED 背光基板、灯板及显示模组的产能布局。目前，公司的玻璃基 Mini/Micro LED 基板项目已进展到设备线安装调试阶段，预计今年四季度可投产。

## ■ Mini/Micro 直显及先进封装市场快速发展，推动公司 TGV 技术产能布局加快落地

Mini LED 和 Micro LED 技术在显示领域迅速发展。Mini RGB 自发光方案在商业展示市场有潜力，特别适用于影院、广告、租赁和体育领域。公共显示中，小间距 LED 显示屏正逐渐取代 DLP 和 LCD，无缝、可灵活调整大小的特点成为关键。Micro LED 正走向消费级应用，首先在 VR/AR、智能手表和大屏显示领域量产。根据显示行业研究机构 DSCC 的预测，Micro LED 屏幕的出货量和市场规模将大幅增加，显示技术的前景非常乐观。

公司是全球少数掌握 TGV 技术的制造商之一，在玻璃薄化、TGV（玻璃基巨量互通技术）、溅射铜和微电路图形化方面具有领先地位。公司具备玻璃基巨量微米级通孔的能力，最小孔径可至 10 $\mu$ m，并可实现轻薄化需求。作为芯片封装基板材料的选择，玻璃基低膨胀系数、低涨缩、高精度图形化，更匹配高精度技术要求，提供优质解决方案。在 Mini/Micro 直显领域，公司近年来已与多家知名企业合作开发，包括 Micro LED MIP 封装等，具有提升产品性能和降低成本的优势。公司将持续推进玻璃基芯片板级封装在 Mini/Micro 直显、MIP 封装、2.5D/3D 封装、射频芯片载板、光通信芯片载板等领域的应用，特别是在半导体先进封装领域的应用。

## ■ 盈利预测

预测公司 2023-2025 年收入分别为 17.01、22.46、30.32 亿元，EPS 分别为 0.53、0.89、1.1 元，当前股价对应 PE 分别为 57、34、28 倍。受 2023 年上半年消费电子市场需求复苏缓慢影响，公司利润短期承压，但我们看好公司主营 Mini LED、Mini/Micro 直显市场的广阔前景，以及 TGV 技术优势带来的中长期成长空间，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

## ■ 风险提示

投产进度不及预期，下游需求增长不及预期，市场竞争加剧。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入（百万元）	1,399	1,701	2,246	3,032
增长率（%）	33.2%	21.6%	32.0%	35.0%
归母净利润（百万元）	-328	90	152	188
增长率（%）	1121.9%		67.9%	24.0%
摊薄每股收益（元）	-1.89	0.53	0.89	1.10
ROE（%）	-21.8%	5.8%	9.1%	10.4%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产：</b>					<b>营业收入</b>	<b>1,399</b>	<b>1,701</b>	<b>2,246</b>	<b>3,032</b>
现金及现金等价物	386	717	756	760	营业成本	1,088	1,376	1,829	2,489
应收款	985	1,198	1,582	2,135	营业税金及附加	16	17	22	30
存货	121	156	208	283	销售费用	93	112	148	200
其他流动资产	186	102	135	182	管理费用	142	170	225	303
流动资产合计	1,678	2,174	2,681	3,360	财务费用	15	35	40	47
<b>非流动资产：</b>					研发费用	86	102	135	182
金融类资产	0	0	0	0	费用合计	335	419	547	732
固定资产	870	883	895	906	资产减值损失	-20	-10	0	10
在建工程	113	134	166	206	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	106	116	126	128	投资收益	2	0	0	0
长期股权投资	81	81	81	81	<b>营业利润</b>	<b>-269</b>	<b>90</b>	<b>147</b>	<b>181</b>
其他非流动资产	372	372	372	372	加：营业外收入	1	10	10	10
非流动资产合计	1,542	1,586	1,639	1,692	减：营业外支出	15	15	15	15
资产总计	3,220	3,760	4,320	5,052	<b>利润总额</b>	<b>-284</b>	<b>85</b>	<b>142</b>	<b>176</b>
<b>流动负债：</b>					所得税费用	21	-6	-10	-12
短期借款	746	1,046	1,196	1,396	<b>净利润</b>	<b>-305</b>	<b>90</b>	<b>152</b>	<b>188</b>
应付账款、票据	630	809	1,076	1,463	少数股东损益	24	0	0	0
其他流动负债	226	226	226	226	<b>归母净利润</b>	<b>-328</b>	<b>90</b>	<b>152</b>	<b>188</b>
流动负债合计	1,604	2,081	2,535	3,135					
<b>非流动负债：</b>					<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
长期借款	15	15	15	15	<b>成长性</b>				
其他非流动负债	97	97	97	97	营业收入增长率	33.2%	21.6%	32.0%	35.0%
非流动负债合计	112	112	112	112	归母净利润增长率	1121.9%		67.9%	24.0%
负债合计	1,716	2,193	2,646	3,247	<b>盈利能力</b>				
<b>所有者权益</b>					毛利率	22.2%	19.1%	18.6%	17.9%
股本	174	171	171	171	四项费用/营收	24.0%	24.6%	24.4%	24.1%
股东权益	1,504	1,568	1,674	1,806	净利率	-21.8%	5.3%	6.8%	6.2%
负债和所有者权益	3,220	3,760	4,320	5,052	ROE	-21.8%	5.8%	9.1%	10.4%
					<b>偿债能力</b>				
<b>现金流量表</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	资产负债率	53.3%	58.3%	61.3%	64.3%
净利润	-305	90	152	188	<b>营运能力</b>				
少数股东权益	24	0	0	0	总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.6
折旧摊销	124	92	94	96	应收账款周转率	1.4	1.4	1.4	1.4
公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	9.0	8.9	8.9	8.9
营运资金变动	-16	12	-164	-275	<b>每股数据(元/股)</b>				
经营活动现金净流量	-173	195	82	9	EPS	-1.89	0.53	0.89	1.10
投资活动现金净流量	-329	-34	-44	-50	P/E	-16.0	57.4	34.2	27.5
筹资活动现金净流量	-366	273	104	144	P/S	3.8	3.0	2.3	1.7
现金流量净额	-733	434	143	102	P/B	3.8	3.6	3.4	3.1

资料来源：Wind、华鑫证券研究

## ■ 电子组介绍

**毛正：**复旦大学材料学硕士，三年美国半导体上市公司工作经验，曾参与全球领先半导体厂商先进制程项目，五年商品证券投研经验，2018-2020 年就职于国元证券研究所担任电子行业分析师，内核组科技行业专家；2020-2021 年就职于新时代证券研究所担任电子行业首席分析师，iFind 2020 行业最具人气分析师，东方财富 2021 最佳分析师第二名；东方财富 2022 最佳新锐分析师；2021 年加入华鑫证券研究所担任电子行业首席分析师。

**高永豪：**复旦大学物理学博士，曾先后就职于华为技术有限公司，东方财富证券研究所，2023 年加入华鑫证券研究所

**吕卓阳：**澳大利亚国立大学硕士，曾就职于方正证券，4 年投研经验。

2023 年加入华鑫证券研究所，专注于半导体材料、半导体显示、碳化硅、汽车电子等领域研究。

## ■ 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基

准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。