

2023年11月30日

京东方 A (000725.SZ)

公司快报

跟进 OLED 市场未来需求，高端手机带动 OLED 面板量价齐升

电子 | 面板 III

投资评级

增持-A(首次)

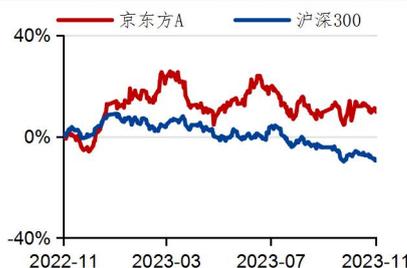
股价(2023-11-30)

3.87 元

交易数据

总市值(百万元)	147,670.99
流通市值(百万元)	144,198.85
总股本(百万股)	38,157.88
流通股本(百万股)	37,260.69
12个月价格区间	4.44/3.38

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.29	4.95	18.62
绝对收益	-3.73	-2.76	9.47

分析师

孙远峰

 SAC 执业证书编号: S0910522120001
 sunyuanfeng@huajinsec.cn

分析师

王海维

 SAC 执业证书编号: S0910523020005
 wanghaiwei@huajinsec.cn

相关报告

事件点评

2023年11月28日，京东方发布关于投资建设京东方第8.6代 AMOLED 生产线项目的公告。京东方拟与成都高新区指定的投资平台成都市重大产业化项目一期股权投资基金有限公司及成都高新区电子信息产业发展有限公司在四川省成都市高新西区投资建设京东方第8.6代 AMOLED 生产线项目。

◆ G8.6 可有效提升中尺寸产品切片效率，依托 G6 产线成熟工艺技术保障顺利量产。

G8.6 (玻璃基板尺寸 2,290mm*2,620mm) 产线在现有 G6 (玻璃基板尺寸 1,500mm*1,850mm) OLED 产线工艺技术基础上进一步提升背板与 OLED 发光器件制备工艺，使用该技术的产品较上一代产品具有更低功耗和更长的寿命。由于 G8.6 项目基板尺寸更大，切片效率更高，生产成本将更低。G8.6 项目采用在 G6 产线已较为成熟的背板技术和发光器件制备技术，相关技术在手机产品上已实现稳定批量生产。对应中尺寸产品开发，前期使用 G4.5 测试线和 G6 量产线为 G8.6 项目进行技术开发储备和产品开发测试。目前相关技术开发已经取得阶段性成果，可最大程度降低 G8.6 项目未来产品开发和量产的技术风险，各关键设备检讨与部品测试也已取得阶段进展。G8.6 项目作为新型半导体显示器件属于国家鼓励类产业，采用 OLED 发光器件制备工艺等新型显示技术，京东方提前布局高世代 OLED 产线，占领战略制高点和技术制高点，完善产线结构，进一步提升京东方在半导体显示领域竞争力。

◆ 跟进 OLED 市场未来需求，抢占中尺寸市场份额。随着 OLED 下游各应用领域的

显示面板更新换代，市场规模持续提升。据 Omdia 数据显示，2022 年 OLED 笔记本电脑面板出货量约 600 万片，同比增长 19%。据 DSCC 预测，到 2026 年 OLED 在高端 IT 市场将以 51% 的年复合增长率到 44 百万片，OLED 面板将占据 75% 高端 IT 市场份额。同时，DSCC 预测 2026 年 OLED 平板电脑面板营收将超 20 亿美元；在此期间，预计 OLED 平板电脑屏幕的出货和营收的复合年均增长率大约在 49% 和 46%。未来随着消费者对笔记本电脑和平板电脑更轻薄、便携性更高的需求，IT 产品将逐步向 Hybrid、柔性平面型过渡，最终朝着柔性折叠、卷曲、大曲率乃至自由形态终极推进。因此，G8.6 项目对应的中尺寸 IT 类产品市场未来具有广阔市场前景。

◆ 高端手机带动 OLED 面板量价齐升。终端市场回暖，带动上游手机面板行业的

增长，三季度面板迎来“量价齐升”，根据群智咨询数据显示，2023 年三季度全球智能手机面板出货约 5.1 亿片 (Open Cell 口径)，同比增长约 18.7%。其中，在 iPhone15 系列以及华为 Mate 60 系列等中高端旗舰新机型发布潮的带动下，三季度全球柔性 OLED 出货约 1.3 亿片，同比增长约 23%，出货量持续大增。厂商方面，京东方的柔性 AMOLED 屏幕出货量也快速增加，从上半年突破 5000 万片到三季度末突破 8000 万片，再到 10 月下旬已完成 1 亿片，预计全年出货量超过 1.2



亿片。受需求高涨影响，面板产能出现结构性紧缺，四季度部分产品价格回暖趋势明显。CINNO Research 预测，11月和12月LTPS/柔性AMOLED整体价格将有机会小幅上涨，a-Si低价产品亦将小幅上涨。

◆ **投资建议：**我们预测公司2023年至2025年营业收入分别为1,805.73/2,013.74/2,331.51亿元，增速分别为1.2%/11.5%/15.8%；归母净利润分别为22.31/39.35/97.12亿元，增速分别-70.5%/76.4%/146.8%；对应PE分别66.2/37.5/15.2。考虑到京东方在半导体显示传统应用领域领先优势，叠加公司在车载、MR、商用显示等众多新兴应用领域推动新技术的应用落地，逐渐实现从“单一器件价值创造”向“屏之物联全产业链价值创造”转变，首次覆盖，给予增持-A建议。

◆ **风险提示：**国际贸易摩擦风险；市场竞争风险；公司研发进展不及预期；下游需求不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	219,310	178,414	180,573	201,374	233,151
YoY(%)	61.8	-18.6	1.2	11.5	15.8
归母净利润(百万元)	25,831	7,551	2,231	3,935	9,712
YoY(%)	413.0	-70.8	-70.5	76.4	146.8
毛利率(%)	28.9	11.7	10.9	14.0	17.8
EPS(摊薄/元)	0.68	0.20	0.06	0.10	0.25
ROE(%)	14.0	-0.9	-0.3	2.3	5.8
P/E(倍)	5.7	19.6	66.2	37.5	15.2
P/B(倍)	1.1	1.2	1.2	1.2	1.1
净利率(%)	11.8	4.2	1.2	2.0	4.2

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测

(1) 显示器件业务：公司为器件整合设计制造模式，致力于提供应用 TFT-LCD、AMOLED、Microdisplay 等技术的端口器件，专注于为客户提供高品质的手机、平板电脑、笔记本电脑、显示器、电视、车载、VR/AR 等显示器件产品。根据 Canalys 数据，2023 年智能手机出货量将达到 11.3 亿部，到 2024 年将增长 4%，达 11.7 亿部。到 2027 年，将达到 12.5 亿部，2023-2027 年将实现 2.6% 年复合增长率。根据 TrendForce 数据，2023 年全球笔电出货将达 1.67 亿台，年减 10.2%。随着库存压力缓解，预期 2024 年全球笔电市场恢复至健康的供需循环，预估整体出货规模将达 1.72 亿台，年增 3.2%。我们预计 2023-2025 年公司显示器件业务营业收入为 1,506.88/1,647.65/1,873.37 亿元。

(2) 物联网创新业务：公司为系统解决方案设计整合制造模式，为客户提供具有竞争力的电视、显示器、笔记本电脑、平板电脑、低功耗、IoT、3D 显示等领域的智慧终端产品，并以人工智能、大数据为技术支撑，聚焦软硬融合的产品与服务，提供智慧园区、智慧金融等物联网细分领域的整体解决方案。据中国产业信息网数据，2019 年全球物联网设备数量已达 107 亿台，预计到 2025 年物联网连接数将达到 251 亿台，期间将保持 12% 以上的增长。我们预计 2023-2025 年公司物联网创新业务营业收入为 310.77/363.48/439.72 亿元。

(3) 传感器及解决方案事业：公司为系统解决方案设计整合制造模式，覆盖玻璃基和硅基两大领域，业务聚焦于医疗影像、智慧视窗、创新玻璃基传感器件、工业应用、消费电子以及汽车电子等，为客户提供包括 X-ray 平板探测器背板、智能调光视窗及调光系统解决方案、工业传感器及解决方案、MEMS 传感器等产品和解决方案。根据 ReportLinker 数据，预计到 2025 年全球传感器市场规模将达到 1,285.6 亿美元，2020-2025 年复合年增长率为 8.86%。我们预计 2023-2025 年公司传感器及解决方案事业营业收入为 4.15/7.05/10.49 亿元。

(4) MLED：公司为器件设计整合制造模式，为电视、显示器、笔记本电脑、车载、VR/AR 等领域显示产品提供高可靠性和高分区精细调光的小间距 LED 背光产品，同时为户外显示、商用显示、透明显示、特殊显示等细分应用领域提供高亮度、高可靠性、高对比度的 Mini/Micro LED 显示产品。根据 GGII 数据，随着技术的逐步发展和成本的降低，2025 年全球 Micro LED 市场规模将达 35 亿美元，Mini LED 市场规模将达到 53 亿美元。我们预计 2023-2025 年公司 MLED 营业收入为 10.29/15.71/28.68 亿元。

(5) 智慧医工：公司为专业服务模式，通过科技与医学融合创新，坚持以人为本，聚焦家庭、社区、医院等健康服务场景，构建以健康管理为核心、医工终端为牵引、数字医院和康养社区为支撑的全周期健康服务闭环，打造智慧健康管理生态系统，将检测设备、医护人员与客户连接，为客户提供“预防-诊疗-康养”全链条专业健康服务。该业务将维持稳定增长，我们预计 2023-2025 年公司智慧医工营业收入为 24.38/26.03/30.80 亿元。

表 1: 京东方业务盈利预测 (亿元/%)

产品	指标	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
显示器件业务	收入	1,064.82	1,319.71	2,022.19	1,579.49	1,506.88	1,647.65	1,873.37
	YoY	22.87%	23.94%	53.23%	-21.89%	-4.60%	9.34%	13.70%
	成本	925.24	1,077.69	1,489.21	1,453.63	1,364.48	1,429.99	1,539.54
	毛利率	13.11%	18.34%	26.36%	7.97%	9.45%	13.21%	17.82%
物联网创新业务	收入			283.79	272.45	310.77	363.48	439.72
	YoY				-4.00%	14.06%	16.96%	20.98%
	成本			251.09	246.67	285.13	328.73	392.81
	毛利率			11.52%	9.47%	8.25%	9.56%	10.67%
传感器及解决方案事业	收入		1.20	2.16	3.07	4.15	7.05	10.49
	YoY			80.43%	41.80%	35.48%	69.70%	48.86%
	成本		0.75	1.67	2.42	3.31	5.61	8.09
	毛利率		37.07%	22.84%	21.10%	20.21%	20.45%	22.86%
MLED	收入			4.52	8.47	10.29	15.71	28.68
	YoY				87.55%	21.54%	52.61%	82.58%
	成本			4.37	8.65	11.05	16.12	28.06
	毛利率			3.30%	-2.10%	-7.32%	-2.60%	2.16%
智慧医工	收入	13.57	15.22	18.47	22.03	24.38	26.03	30.80
	YoY	17.85%	12.15%	21.29%	19.31%	10.65%	6.76%	18.36%
	成本	6.69	7.24	13.71	18.10	19.84	20.88	24.26
	毛利率	50.73%	52.43%	25.75%	17.85%	18.62%	19.78%	21.25%
其他及抵销	收入	82.20	19.40	(138.03)	(101.38)	(50.74)	(46.16)	(51.55)
	YoY	-11.55%	-76.40%	-811.61%	-26.55%	-49.95%	-9.02%	11.68%
	成本	52.53	2.54	(200.19)	(154.15)	(75.37)	(69.38)	(77.03)
	毛利率	36.09%	86.89%	-45.03%	-52.06%	-48.55%	-50.30%	-49.42%
合计	收入	1,160.60	1,355.53	2,193.10	1,784.14	1,805.73	2,013.74	2,331.51
	YoY	19.51%	16.80%	61.79%	-18.65%	1.21%	11.52%	15.78%
	成本	984.46	1,088.23	1,559.85	1,575.31	1,608.43	1,731.94	1,915.72
	毛利率	15.18%	19.72%	28.87%	11.70%	10.93%	13.99%	17.83%

资料来源: Wind、华金证券研究所预测

二、可比公司估值与投资建议

我们选取国内已上市的面板厂商作为可比公司,其中:TCL 科技旗下 TCL 华星目前 55 吋电视面板市占率居全球第 1 位,LTPS 手机面板市占率提升至全球第 2 位,AMOLED 即将量产。维信诺专注 OLED 事业 20 余年,已发展成为集研发、生产、销售于一体的全球 OLED 产业领军企业。深天马聚焦于移动终端消费类显示市场和车载、医疗、工控等专业类显示市场。

我们预测公司 2023 年至 2025 年营业收入分别为 1,805.73/2,013.74/2,331.51 亿元,增速分别为 1.2%/11.5%/15.8%;归母净利润分别为 22.31/39.35/97.12 亿元,增速分别为 -70.5%/76.4%/146.8%;对应 PE 分别 66.2/37.5/15.2。考虑到京东方在半导体显示传统应用领

域领先优势，叠加公司在车载、MR、商用显示等众多新兴应用领域推动新技术的应用落地，逐渐实现从“单一器件价值创造”向“屏之物联全产业链价值创造”转变，首次覆盖，给予增持-A建议。

表 2: 可比公司估值

股票代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
000100.SZ	TCL 科技	784.97	43.80	89.53	117.12	17.92	8.77	6.70
002387.SZ	维信诺	153.52	-17.87	-3.57	0.95	-8.59	-43.01	161.08
000050.SZ	深天马 A	267.16	-20.43	3.54	13.26	-13.08	75.49	20.14
	均值		1.83	29.83	43.78	-1.25	13.75	62.64
000725.SZ	京东方 A	1,533.95	22.31	39.35	97.12	66.19	37.53	15.21

资料来源: Wind 一致预期, 京东方盈利预测来自华金证券研究所, 股价为 2023 年 11 月 30 日收盘价

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	161239	142231	128325	108548	134052	营业收入	219310	178414	180573	201374	233151
现金	80987	68800	39206	23136	26787	营业成本	155985	157531	160843	173194	191572
应收票据及应收账款	35721	28415	36497	35893	47920	营业税金及附加	1424	1275	1336	1530	1749
预付账款	1113	590	1133	788	1437	营业费用	5485	4233	4081	4370	4780
存货	27805	22788	28869	26755	34771	管理费用	6693	6248	5869	6585	7181
其他流动资产	15613	21638	22620	21976	23136	研发费用	10669	11101	10636	12586	13538
非流动资产	288993	278337	270133	287906	316505	财务费用	3682	2445	1485	1799	2364
长期投资	6041	12422	19570	26638	33733	资产减值损失	-4507	-7356	-3521	-4128	-4780
固定资产	227141	205987	195516	205688	226153	公允价值变动收益	85	159	113	124	126
无形资产	11209	8948	9327	9286	9060	投资净收益	1347	6094	3660	4006	4265
其他非流动资产	44601	50979	45719	46294	47558	营业利润	34543	-25	465	5464	15868
资产总计	450233	420568	398458	396455	450557	营业外收入	132	163	328	264	221
流动负债	103362	85670	98191	116044	180501	营业外支出	55	87	79	74	74
短期借款	2072	2374	2374	20924	68489	利润总额	34620	51	713	5654	16016
应付票据及应付账款	33284	30705	34629	35722	42094	所得税	4188	1788	1228	1037	4058
其他流动负债	68006	52591	61187	59398	69917	税后利润	30432	-1737	-516	4617	11957
非流动负债	129491	132857	101073	80333	62497	少数股东损益	4601	-9288	-2747	682	2246
长期借款	116438	123143	91359	70619	52783	归属母公司净利润	25831	7551	2231	3935	9712
其他非流动负债	13053	9713	9713	9713	9713	EBITDA	74749	40759	26475	34433	51018
负债合计	232854	218527	199263	196377	242997	主要财务比率					
少数股东权益	74293	65961	63214	63897	66142	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
股本	38446	38196	38196	38196	38196	成长能力					
资本公积	53804	55219	55219	55219	55219	营业收入(%)	61.8	-18.6	1.2	11.5	15.8
留存收益	39991	39070	38747	41787	49596	营业利润(%)	471.5	-100.1	1975.5	1075.9	190.4
归属母公司股东权益	143086	136080	135981	136182	141417	归属于母公司净利润(%)	413.0	-70.8	-70.5	76.4	146.8
负债和股东权益	450233	420568	398458	396455	450557	获利能力					
						毛利率(%)	28.9	11.7	10.9	14.0	17.8
						净利率(%)	11.8	4.2	1.2	2.0	4.2
						ROE(%)	14.0	-0.9	-0.3	2.3	5.8
						ROIC(%)	11.6	-72.5	-0.8	2.5	5.0
						偿债能力					
						资产负债率(%)	51.7	52.0	50.0	49.5	53.9
						流动比率	1.6	1.7	1.3	0.9	0.7
						速动比率	1.2	1.3	1.0	0.7	0.5
						营运能力					
						总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.5	0.6
						应收账款周转率	7.4	5.6	5.6	5.6	5.6
						应付账款周转率	5.1	4.9	4.9	4.9	4.9
						估值比率					
						P/E	5.7	19.6	66.2	37.5	15.2
						P/B	1.1	1.2	1.2	1.2	1.1
						EV/EBITDA	3.9	7.0	10.6	8.6	6.4

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

孙远峰、王海维声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn