

2023年12月25日

# 洲明科技 (300232.SZ)

## 新型封装技术打开 LED 业务增长空间, 借力 AIGC 构建公司业务发展新引擎

### 投资要点

◆ **高端显示渗透率提升, 新型封装技术打开公司 LED 业务成长空间。**在 Mini/Micro LED 领域, 公司已成为行业内具备全工艺流程、全产品形态、应用覆盖广泛、产能规模全面领先的龙头企业, 公司自启动微间距项目预研以来, 持续专注技术的创新与产品的研发迭代。公司坚定选择 COB 与 MIP 封装方式齐头并进的技术路径, 配备公司独有 UIV 画质引擎和自研控制系统, 整体在显示效果、灯面温升、对比度、平整度、墨色一致性等方面表现优异, 屏幕节能提升 50%, 灯珠可靠性提升 10 倍。在 Mini/Micro LED 产品布局上: 洲明 UMini 系列产品 P0.4、P0.6、P0.7、P0.9、P1.1、P1.2、P1.5、P1.8 已实现规模量产, 成本具有竞争优势, UMini 已形成批量销售; 目前, P0.4 Micro 产品已正式发布, 并具备量产能力。与传统 LED 相比, Mini/Micro LED 显示效果更佳, 具备对比度高、色域广、亮度高、功耗低、寿命长、响应时间短等优势。行业内持续加大 Mini/Micro LED 的投资, 随着供应链规模化生产、工艺良率提高叠加 COB、MIP 封装技术的陆续成熟, Mini/Micro LED 产品的技术逐步提升, 成本稳步下降, Mini/Micro LED 将迎来全新发展阶段, 打开广阔的市场空间。Mini/Micro LED 产品性价比逐步提升, 有利于提升 Mini/Micro LED 在商业显示领域的渗透, 拓宽家用电视、电影院等应用场景。同时, Micro LED 技术成熟使 LED 显示有机会进入消费级市场, 带来新的产值量级增长, 接力小间距推动 LED 显示行业持续繁荣。据 GGII 预计, 到 2025 年全球 Mini LED 市场规模将达到 53 亿美元, 年复合增长率超过 85%。到 2025 年, 全球 Micro LED 市场规模将超过 35 亿美元, 2027 年全球 Micro LED 市场规模有望突破 100 亿美元。未来, 公司将全面进行 COB 与 MIP 技术路线及产品布局, 落地解决方案及应用, 同步开展 COG 和硅基 Micro LED 技术研发工作, 时刻把握前沿技术发展机遇, 稳步提升市占率, 为进入民用级别市场做好技术储备。

◆ **积累海外虚拟影棚先发优势, 开启国内 XR 应用场景高速增长。**由于海外虚拟拍摄的成功应用所带来的示范效应, 国内 XR 虚拟拍摄市场正在蓬勃兴起, 从影视制作已扩展至发布会、直播、教学等多个领域的广泛应用。公司深耕 XR 虚拟拍摄领域, 从为海外数字影棚提供高端 LED 显示屏的单一硬件厂商, 发展成为能够为各维度客户提供全流程 XR 拍摄方案的综合解决方案商。公司凭借对 XR 虚拟拍摄领域的深厚积累与持续投入, 深刻洞察客户需求与技术痛点, 提前布局关键技术, 为客户提供涵盖 LED 显示屏系统、屏体控制系统、摄像机及摄像追踪系统、媒体服务器、灯光系统、推流系统等配置的 XR 全流程解决方案, 囊括了电影级 VP 专业影棚、中大型 XR 商用影棚、小型 XR 商用影棚。公司凭借硬件和渠道优势前瞻性布局数字内容, 沉淀了一批高价值的数字资产。后续, 公司将进一步加大在 XR 领域的技术研发, 从更好的屏幕到更易用的显控系统、更高效的渲染服务器、更丰富精美的数字内容, 打造低成本、高质量的 XR 制作平台。XR 生态圈的构建, 将为客户带来更好地使用体验, 为数字内容开发者带来更好地展示平台, 为公

## 公司快报

电子 | LEDIII

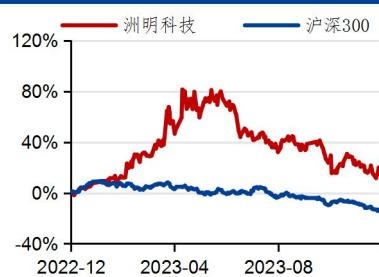
 投资评级 **买入-A(首次)**

 股价(2023-12-25) **6.65 元**

### 交易数据

总市值 (百万元)	7,275.70
流通市值 (百万元)	5,914.02
总股本 (百万股)	1,094.09
流通股本 (百万股)	889.33
12 个月价格区间	9.75/5.50

### 一年股价表现



资料来源: 聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.05	-2.26	34.93
绝对收益	-1.34	-12.73	22.37

### 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



司带来更好的客户粘性。

- ◆ **LED 借力 AIGC，深耕数字资产，开启全新增长模式。**虚拟数字人是公司数字资产领域重要方向，公司基于 LED 应用场景需求率先布局数字内容生产、IP 打造，从现有硬件显示产品、软件技术自研、数字内容积累，到卡位集“硬件+软件+内容”一体化解决方案，提高公司产品附加值，构建公司业务发展新引擎。公司作为专业的显示软件开发商，与算力产商（英伟达）、硬件厂商（Dell）三方协作完成统一性产品测试，在 Dell 人工智能工作站通过了洲明自研 AIGC、播控及渲染软件的各种对应性及适配性测试，可以保障工作站 PC 在运行 AI、XR 相关专业类软件的过程中，在稳定性、流畅性与易用性等维度上能够达到更优化的操作效果。通过与业内龙头企业的强强联合，公司虚拟数字人已经全面接入各类 AI 工具，形成一体化解决方案，并陆续交付客户。
- ◆ **投资建议：**我们预测公司 2023 年至 2025 年营业收入分别为 73.94/85.12/94.30 亿元，增速分别为 4.5%/15.1%/10.8%；归母净利润分别为 2.93/3.95/5.03 亿元，增速分别 359.7%/35.1%/27.2%；对应 PE 分别 24.9/18.4/14.5。考虑到洲明科技深耕 LED 光显领域，并成功构建多场景光显解决方案，叠加公司在 XR 虚拟拍摄、LED 影院屏、AI 虚拟数字人等新应用领域布局领先，把握行业发展趋势，具备广阔前景。未来，公司将继续与国际影院设备领域头部企业联合，进一步开发影院 LED 显示屏与解决方案，随着后电影市场回暖，预计公司有望迎来新的业绩增长点。首次覆盖，给予买入-A 建议。
- ◆ **风险提示：**下游需求不及预期；新技术/产品/项目进展不及预期；LED 显示技术发展引发的风险。

#### 财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,229	7,076	7,394	8,512	9,430
YoY(%)	45.7	-2.1	4.5	15.1	10.8
归母净利润(百万元)	182	64	293	395	503
YoY(%)	54.8	-65.1	359.7	35.1	27.2
毛利率(%)	24.3	26.8	29.8	30.1	30.6
EPS(摊薄/元)	0.17	0.06	0.27	0.36	0.46
ROE(%)	3.6	1.1	5.2	6.6	7.7
P/E(倍)	39.9	114.3	24.9	18.4	14.5
P/B(倍)	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3
净利率(%)	2.5	0.9	4.0	4.6	5.3

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 一、盈利预测核心假设

(1) **LED 显示屏**: 根据集邦咨询发布的《2024 全球 LED 显示屏市场展望与价格成本分析》报告显示, 全球 LED 显示屏市场规模在 2022 年和 2023 年持续增长, 2023 年全球 LED 显示屏市场规模将达到 75.64 亿美元, 同比增长 7.86%。预计到 2025 年, 全球市场规模有望达到 109.21 亿美元。未来, 各类大型户外媒体、广告、体育场馆、公共交通、大型剧院、展会、演唱会等领域对 LED 显示屏的应用需求将持续高速增长, 市场潜力巨大。据 GGII 预计, 2025 年全球 Mini LED 市场规模将达到 53 亿美元, 年复合增长率超过 85%。到 2025 年, 全球 Micro LED 市场规模预计将超过 35 亿美元, 2027 年全球 MicroLED 市场规模有望超越 100 亿美元。我们预计 2023-2025 年公司 LED 显示屏业务营业收入为 6,726.33/7,763.78/8,623.35 百万元。

(2) **LED 照明产品**: 随着中国 LED 照明渗透率进一步提升, 中国 LED 照明市场规模保持较大幅度增长, 根据弗若斯特沙利文数据, 按下游应用环节产值计算, 由 2017 年的 5,343 亿元上升到 2021 年的 6,552 亿元, 年均复合增长率为 5.2%。随着行业发展渐趋稳定, 预计 LED 照明市场规模将由 2022 年的 6,813 亿元增长到 2026 年的 7,386 亿元, 年均复合增长率为 2.0%。我们预计 2023-2025 年公司 LED 照明产品营业收入为 506.49/572.01/620.47 百万元。

(3) **LED 景观照明**: LED 照明在工业照明、景观照明等领域的差异化、个性化需求市场初具规模, 但其市场渗透率仍然较低, 未来具有较大的提升潜力。我们预计 2023-2025 年公司 LED 景观照明营业收入为 87.25/102.99/117.87 百万元。

表 1: 公司业务盈利预测 (百万元/%)

产品	指标	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
LED 显示屏	收入	4,250.52	3,997.02	6,198.37	6,422.00	6,726.33	7,763.78	8,623.35
	YoY	14.68%	-5.96%	55.07%	3.61%	4.74%	15.42%	11.07%
	成本	2,963.88	3,032.59	4,754.67	4,654.13	4,684.89	5,402.04	5,982.88
	毛利率	30.27%	24.13%	23.29%	27.53%	30.35%	30.42%	30.62%
LED 照明产品	收入	459.71	402.38	548.93	494.08	506.49	572.01	620.47
	YoY	57.34%	-12.47%	36.42%	-9.99%	2.51%	12.94%	8.47%
	成本	292.08	269.73	389.57	350.01	338.74	381.81	410.87
	毛利率	36.46%	32.97%	29.03%	29.16%	33.12%	33.25%	33.78%
LED 景观照明	收入	794.21	367.75	433.68	80.65	87.25	102.99	117.87
	YoY	65.55%	-53.70%	17.93%	-81.40%	8.18%	18.05%	14.44%
	成本	534.27	207.08	317.22	130.23	125.00	126.84	115.11
	毛利率	32.73%	43.69%	26.85%	-61.48%	-43.27%	-23.15%	2.34%
其他业务	收入	99.82	194.66	48.11	79.22	73.94	73.20	67.89
	YoY	117.11%	95.02%	-75.29%	64.67%	-6.66%	-1.00%	-7.25%
	成本	116.24	153.60	13.02	44.92	38.77	40.11	38.56
	毛利率	-16.46%	21.09%	72.94%	43.30%	47.56%	45.21%	43.21%
总计	收入	5,604.26	4,961.81	7,229.09	7,075.95	7,394.01	8,511.98	9,429.58
	YoY	23.87%	-11.46%	45.69%	-2.12%	4.50%	15.12%	10.78%
	成本	3,906.47	3,663.01	5,474.47	5,179.29	5,187.41	5,950.80	6,547.42
	毛利率	30.29%	26.18%	24.27%	26.80%	29.84%	30.09%	30.57%

资料来源: Wind、华金证券研究所

## 二、可比估值

我们选取国内已上市的 LED 领域公司作为可比公司，如兆驰股份、艾比森、木林森、利亚德及奥拓电子。其中，兆驰股份主营业务方向为液晶电视、机顶盒、LED 元器件及组件、网络通讯终端和互联网文娱等产品的设计、研发、生产和销售。艾比森是全球 LED 显示屏产品细分品类涉足最为全面的公司之一，公司面向全球客户提供丰富的产品选择(广告、舞台、商显、可视化、iCon)，以及定制化的视听方案(解码、播控、内容、拍摄等)。木林森是集 LED 封装与 LED 应用产品为一体的综合性光电高新技术企业，主要产品有 SMD LED、Lamp LED、LED 应用(包括照明产品及其他)三大类。利亚德致力于为客户提供高效、节能、可靠的 LED 应用产品及其整体解决方案。奥拓电子主要从事 LED 应用产品和金融电子产品的研发、生产、销售及相应专业服务。

我们预测公司 2023 年至 2025 年营业收入分别为 73.94/85.12/94.30 亿元，增速分别为 4.5%/15.1%/10.8%；归母净利润分别为 2.93/3.95/5.03 亿元，增速分别 359.7%/35.1%/27.2%；对应 PE 分别 24.9/18.4/14.5。考虑到洲明科技深耕 LED 光显领域，并成功构建多场景光显解决方案，叠加公司在 XR 虚拟拍摄、LED 影院屏、AI 虚拟数字人等新应用领域布局领先，把握行业发展趋势，具备广阔前景。未来，公司将继续与国际影院设备领域头部企业联合，进一步开发影院 LED 显示屏与解决方案，随着后电影市场回暖，预计公司有望迎来新的业绩增长点。首次覆盖，给予买入-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
002429.SZ	兆驰股份	250.34	17.13	22.10	27.06	14.61	11.33	9.25
300389.SZ	艾比森	53.45	3.30	4.59	6.16	16.21	11.65	8.68
002745.SZ	木林森	122.30	5.35	7.27	9.55	22.86	16.82	12.80
300296.SZ	利亚德	141.65	7.66	10.03	13.62	18.49	14.12	10.40
002587.SZ	奥拓电子	52.45	0.50	1.00	1.30	104.95	52.48	40.37
	均值		6.79	9.00	11.54	35.43	21.28	16.30
300232.SZ	洲明科技	72.76	2.93	3.95	5.03	24.87	18.41	14.47

资料来源：Wind 一致预期，洲明科技盈利预测来自华金证券研究所，股价为 2023 年 12 月 25 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	7301	6451	7087	7596	8346	营业收入	7229	7076	7394	8512	9430
现金	1592	1728	1587	1590	1727	营业成本	5474	5179	5187	5951	6547
应收票据及应收账款	1979	1740	2142	2268	2651	营业税金及附加	27	44	37	44	50
预付账款	252	207	180	289	235	营业费用	717	851	921	1050	1115
存货	2488	1876	2283	2463	2816	管理费用	322	344	311	361	399
其他流动资产	990	899	895	987	917	研发费用	304	349	398	402	456
<b>非流动资产</b>	<b>3477</b>	<b>3406</b>	<b>3441</b>	<b>3722</b>	<b>3894</b>	财务费用	88	-55	8	-2	-11
长期投资	424	401	543	688	817	资产减值损失	-326	-394	-360	-429	-478
固定资产	1028	1504	1491	1597	1639	公允价值变动收益	5	-24	-9	-12	-13
无形资产	226	222	230	239	252	投资净收益	170	60	86	91	84
其他非流动资产	1800	1280	1178	1198	1186	<b>营业利润</b>	213	66	313	420	530
<b>资产总计</b>	<b>10777</b>	<b>9857</b>	<b>10528</b>	<b>11319</b>	<b>12240</b>	营业外收入	8	6	7	7	7
流动负债	5645	4814	5350	5833	6378	营业外支出	5	9	8	8	8
短期借款	345	496	459	453	462	<b>利润总额</b>	216	64	312	420	529
应付票据及应付账款	4037	3109	3831	4100	4686	所得税	48	12	60	82	102
其他流动负债	1263	1209	1059	1280	1230	<b>税后利润</b>	168	52	252	338	428
<b>非流动负债</b>	<b>511</b>	<b>445</b>	<b>345</b>	<b>336</b>	<b>304</b>	少数股东损益	-14	-12	-40	-57	-75
长期借款	316	175	126	103	70	归属母公司净利润	182	64	293	395	503
其他非流动负债	195	271	219	232	234	EBITDA	381	257	495	616	755
<b>负债合计</b>	<b>6156</b>	<b>5259</b>	<b>5695</b>	<b>6168</b>	<b>6682</b>						
少数股东权益	-14	-28	-69	-126	-201						
股本	1094	1094	1094	1094	1094						
资本公积	1681	1678	1678	1678	1678						
留存收益	1853	1890	2090	2356	2689						
归属母公司股东权益	4635	4626	4902	5276	5759						
<b>负债和股东权益</b>	<b>10777</b>	<b>9857</b>	<b>10528</b>	<b>11319</b>	<b>12240</b>						
<b>现金流量表(百万元)</b>											
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E						
<b>经营活动现金流</b>	15	703	278	450	512						
净利润	168	52	252	338	428						
折旧摊销	171	204	198	213	245						
财务费用	88	-55	8	-2	-11						
投资损失	-170	-60	-86	-91	-84						
营运资金变动	-563	129	-128	-14	-76						
其他经营现金流	320	434	34	7	12						
<b>投资活动现金流</b>	<b>-489</b>	<b>-247</b>	<b>-165</b>	<b>-413</b>	<b>-345</b>						
<b>筹资活动现金流</b>	<b>589</b>	<b>-208</b>	<b>-254</b>	<b>-34</b>	<b>-31</b>						
<b>每股指标(元)</b>											
每股收益(最新摊薄)	0.17	0.06	0.27	0.36	0.46	P/E	39.9	114.3	24.9	18.4	14.5
每股经营现金流(最新摊薄)	0.01	0.64	0.25	0.41	0.47	P/B	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3
每股净资产(最新摊薄)	4.24	4.23	4.48	4.82	5.26	EV/EBITDA	17.2	24.7	12.7	10.1	7.9

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