

京东方 A (000725.SZ)

年度柔性 OLED 出货量目标达成, 4Q23 净利润环比大幅改善

买入

核心观点

4Q23 归母净利润环比增长 346%-416%。公司发布 2023 年业绩预告, 预计 2023 年归母净利润 23-25 亿元, 同比下降 67%-70%, 扣非后归母净利润亏损 5.5-7.5 亿元, 同比减亏 66%-75%。4Q23 归母净利润 12.8-14.8 亿元, 环比增长 346.85%-416.78%, 扣非后归母净利润 7.4-9.4 亿元, 环比大幅改善。

LCD TV 面板供给端通过调控稼动率控制价格已见成效。LCD 面板方面, 供给端坚持按需生产, 回顾 2023 全年 LCD TV 面板价格情况, 据 WitsView 数据, 2023 年 1-9 月, 32/43/55/65 英寸 LCD TV 面板价格分别上涨 31%/32%/52%/54% 至 38/66/126/169 美金, 10-12 月 32/43/55/65 英寸 LCD TV 面板价格分别下跌 13%/8%/3%/4% 至 33/61/122/163 美金。4Q23 是行业淡季, 在面板厂控制稼动率背景下面板价格小幅回落。2024 年 1 月 LCD TV 面板价格企稳, 2 月开始涨价, 在供给端控产的策略下, LCD TV 面板价格波动逐渐平缓, 行业有望进入稳定盈利阶段, 公司作为行业龙头将充分受益。

2023 年柔性 OLED 出货目标达成, 投建 8.6 代 OLED 产线开拓中尺寸市场。

在中高端旗舰、折叠机型推动下, 2023 年全球柔性 OLED 出货量同比增长 23%。据 DSCC 数据, 2023 年全球 OLED 智能手机面板出货量将同比增长 6% 至 6.24 亿片, 其中柔性 OLED 智能手机面板出货量同比增长 23%, 可折叠 OLED 智能手机面板同比增长 46%, 柔性 AMOLED 在智能手机领域的渗透率不断提升。公司积极布局柔性 AMOLED, 重点推动 LTPO、折叠、COE 等高端产品出货提升; 着力推进高端中尺寸 IT、车载类产品向 AMOLED 的升级换代, 开拓中尺寸 AMOLED 市场。2023 年公司柔性 AMOLED 出货近 1.2 亿片, 出货量大幅增长, 基本完成年度出货目标, 成熟产线盈利能力同比改善明显。

投资建议: 由于 2023 年上半年面板价格处于较低水平, 根据公司业绩预告, 我们下调公司 2023/2024/2025 年归母净利润至 23.56/44.47/104.17 亿元 (前值 82.10/116.40/142.49 亿元), 同比增速分别为 -68.8%/88.8%/134.2%, 对应 PB 为 1.13/1.10/1.06 倍。在面板厂“按需生产、动态控产”经营模式的支撑下, 我们看好面板价格实现温和波动, 行业有望进入稳定盈利新阶段, 维持“买入”评级。

风险提示: 面板价格波动, 需求不及预期, 公司 OLED 业务不及预期。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	219,310	178,414	180,455	208,707	234,880
(+/-%)	61.8%	-18.6%	1.1%	15.7%	12.5%
净利润(百万元)	25831	7551	2356	4447	10417
(+/-%)	413.0%	-70.8%	-68.8%	88.8%	134.2%
每股收益(元)	0.67	0.20	0.06	0.12	0.28
EBIT Margin	17.8%	-1.1%	-0.7%	3.3%	5.8%
净资产收益率 (ROE)	18.1%	5.5%	1.7%	3.2%	7.1%
市盈率 (PE)	6.1	20.8	65.7	34.8	14.9
EV/EBITDA	5.3	11.6	12.0	8.1	6.6
市净率 (PB)	1.10	1.15	1.13	1.10	1.06

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电子·光学光电子

证券分析师: 胡剑

021-60893306

hujian1@guosen.com.cn

S0980521080001

证券分析师: 周靖翔

021-60375402

zhoujingxiang@guosen.com.cn

S0980522100001

联系人: 詹浏洋

010-88005307

zhanliuyang@guosen.com.cn

联系人: 连欣然

010-88005482

lianxinran@guosen.com.cn

证券分析师: 胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

证券分析师: 叶子

0755-81982153

yezhi3@guosen.com.cn

S0980522100003

联系人: 李书颖

0755-81982362

lishuying@guosen.com.cn

基础数据

投资评级

买入(维持)

合理估值

收盘价

4.11 元

总市值/流通市值

154752/153934 百万元

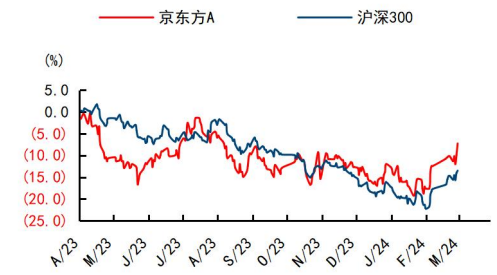
52 周最高价/最低价

4.54/3.53 元

近 3 个月日均成交额

1222.46 百万元

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《京东方 A (000725.SZ) -LCD TV 价格持续上涨, 二季度扣非后净利润扭亏为盈》——2023-09-22
- 《京东方 A (000725.SZ) -LCD 面板景气度逐步回暖, OLED 面板出货量持续增长》——2023-04-12
- 《京东方 A (000725.SZ) -LCD 面板价格快速下跌, 上半年经营业绩承压》——2022-09-01
- 《京东方 A (000725.SZ) -21 年 OLED 出货量全球第二, 技术驱动经营稳中提质》——2022-03-31

盈利预测的假设前提

显示器件业务是公司收入主要来源，2022 年占总营收的 88.53%，盈利预测假设条件如下：

显示器件业务：2023 年 LCD TV 面板价格在供给端控产背景下有所改善，但整体价格在 2023 年上半年仍处于较低水平，根据 2023 全年的 LCD 面板价格水平，显示器件业务营业收入由 1732.35 亿元调整为 1547.89 亿元，毛利率由 16.9%调整为 11.5%，2024 年 2 月 TV 面板价格在供给端控产策略下提前开启涨价，预计 2024-2025 年显示器件业务收入同比增长 16.3%/12.7%至 1800.59/2029.02 亿元，毛利率分别为 15.6%/18.3%。

表1: 公司营业收入及毛利率预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
显示器件业务					
收入（亿元）	2022.19	1579.49	1547.89	1800.59	2029.02
增速	64.3%	-21.9%	-2.0%	16.3%	12.7%
毛利率	26.4%	8.0%	11.5%	15.6%	18.3%
物联网创新业务					
收入（亿元）	283.79	272.45	291.53	311.93	333.77
增速	48.0%	-4.0%	7.0%	7.0%	7.0%
毛利率	11.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%
智慧医工业务					
收入（亿元）	18.47	22.03	28.38	34.72	41.93
增速	21.3%	19.3%	28.8%	22.3%	20.8%
毛利率	25.8%	17.9%	19.6%	19.6%	19.6%
MLED 业务					
收入（亿元）	4.52	8.47	9.74	11.20	12.88
增速		87.5%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率	3.3%	-2.1%	8.0%	11.2%	14.0%
传感业务					
收入（亿元）	2.16	3.07	5.12	8.02	11.90
增速	80.4%	41.8%	66.9%	56.8%	48.3%
毛利率	22.8%	21.1%	19.0%	19.0%	19.0%
其他及抵消					
收入（亿元）	-138.03	-101.38	-78.10	-79.39	-80.70
合计					
总营收（亿元）	2193.10	1784.14	1804.55	2087.07	2348.80
增速	61.8%	-18.6%	1.1%	15.7%	12.5%
毛利率	28.9%	11.7%	11.8%	15.3%	17.7%

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

未来 3 年业绩预测

表2: 公司未来 3 年盈利预测表 (单位: 亿元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1355.53	2193.10	1784.14	1804.55	2087.07	2348.80
YoY	16.8%	61.8%	-18.6%	1.1%	15.7%	12.5%
销售费用	31.38	54.85	42.33	41.08	48.75	54.69
管理费用	62.04	66.93	62.48	66.95	69.98	80.23
研发费用	76.23	106.69	111.01	100.51	113.56	125.48
财务费用	26.50	36.82	24.45	34.01	33.42	31.55
营业利润	60.44	345.43	-0.25	-2.51	66.50	146.03
利润总额	60.93	346.20	0.51	-1.84	67.24	146.75
归母净利润	50.36	258.31	75.51	23.56	44.47	104.17
YoY	162.5%	413.0%	-70.8%	-68.8%	88.8%	134.2%
EPS (元)	0.14	0.67	0.20	0.06	0.12	0.28
ROE (%)	5%	18%	6%	2%	3%	7%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

综上所述, 我们预计 2023-2025 年公司收入同比增长 1.1%/15.7%/12.5% 至 1804.55/2087.07/2348.80 亿元, 对应归母净利润同比变动-68.8%/88.8%/134.2% 至 23.56/44.47/104.17 亿元。

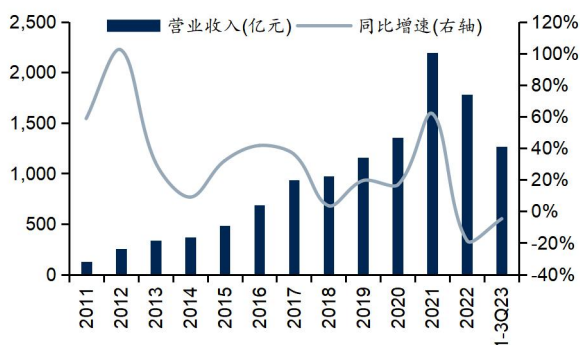
盈利预测的情景分析

表3: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
乐观预测					
营业收入(百万元)	219,310	178,414	180,496	209,320	236,094
(+/-%)	61.8%	-18.6%	1.2%	16.0%	12.8%
净利润(百万元)	25831	7551	5649	9759	17290
(+/-%)	413.0%	-70.8%	-25.2%	72.7%	77.2%
摊薄 EPS	0.67	0.20	0.15	0.26	0.46
中性预测					
营业收入(百万元)	219,310	178,414	180,455	208,707	234,880
(+/-%)	61.8%	-18.6%	1.1%	15.7%	12.5%
净利润(百万元)	25831	7551	2356	4447	10417
(+/-%)	413.0%	-70.8%	-68.8%	88.8%	134.2%
摊薄 EPS(元)	0.67	0.20	0.06	0.12	0.28
悲观预测					
营业收入(百万元)	219,310	178,414	180,414	208,095	233,669
(+/-%)	61.8%	-18.6%	1.1%	15.3%	12.3%
净利润(百万元)	25831	7551	-923	2190	8708
(+/-%)	413.0%	-70.8%	-112.2%	337.3%	297.6%
摊薄 EPS	0.67	0.20	-0.02	0.06	0.23
总股本(百万股)	38,446	38,196	37,653	37,653	37,653

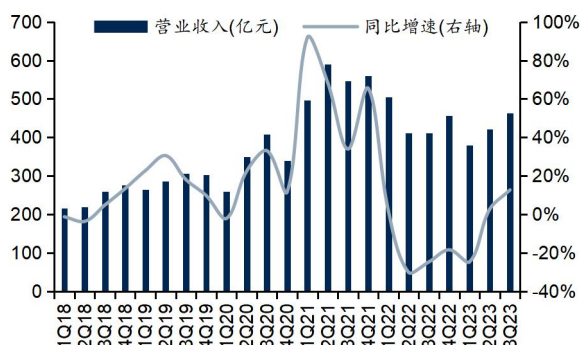
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

图1: 公司营业收入及同比增速



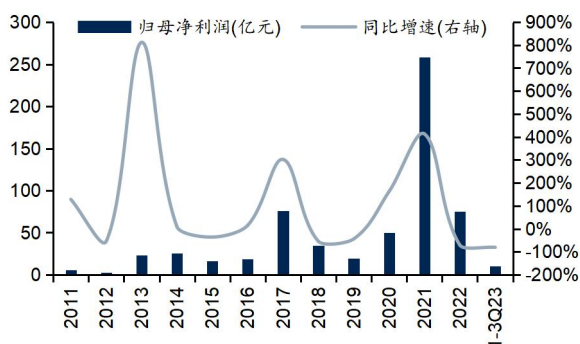
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季度营业收入及同比增速



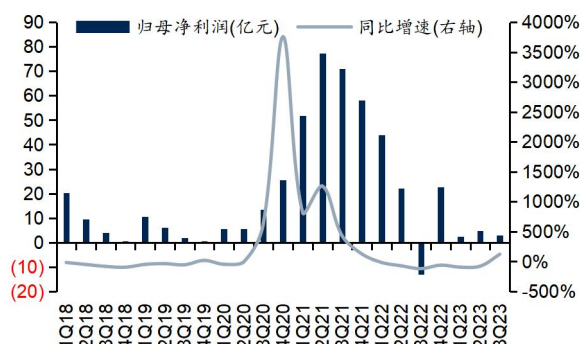
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及同比增速



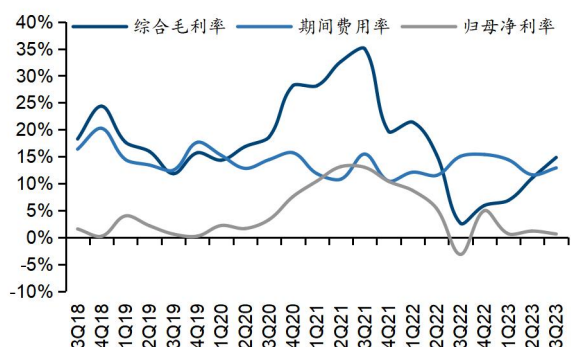
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季度归母净利润及同比增速



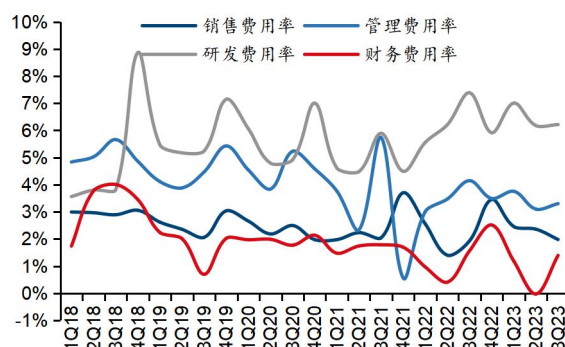
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司单季度综合毛利率、归母净利率、期间费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司单季度销售、管理、研发、财务费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	80987	68800	80634	78397	92919	营业收入	219310	178414	180455	208707	234880
应收款项	37642	29391	30812	35280	39501	营业成本	155985	157531	159125	176745	193275
存货净额	27805	22788	25735	27904	29322	营业税金及附加	1424	1275	1299	1450	1667
其他流动资产	14806	21252	17508	20455	22990	销售费用	5485	4233	4108	4875	5469
流动资产合计	161239	142231	154690	162036	184731	管理费用	6693	6248	7053	7356	8381
固定资产	259241	249373	251332	242114	227635	研发费用	10669	11101	10051	11356	12548
无形资产及其他	11209	8948	8590	8232	7875	财务费用	3682	2445	3401	3342	3155
其他长期资产	12502	7593	7321	7047	6802	投资收益	1347	6094	5560	4334	5329
长期股权投资	6041	12422	15656	19644	24179	资产减值及公允价值变动	(4393)	(7145)	(4570)	(4931)	(5252)
资产总计	450233	420568	437590	439074	451221	其他	2218	5445	3342	3664	4140
短期借款及交易性金融负债	30947	25078	29708	28578	27788	营业利润	34543	(25)	(251)	6650	14603
应付款项	33284	30705	31064	33668	36661	营业外净收支	76	76	67	73	72
其他流动负债	39132	29888	44073	41406	44553	利润总额	34620	51	(184)	6724	14675
流动负债合计	103362	85670	104845	103652	109002	所得税费用	4188	1788	(22)	807	1761
长期借款及应付债券	116438	123143	123143	123143	123143	少数股东损益	4601	(9288)	(2518)	1469	2498
其他长期负债	13053	9713	8665	7205	5255	归属于母公司净利润	25831	7551	2356	4447	10417
长期负债合计	129491	132857	131809	130348	128398	现金流量表 (百万元)					
负债合计	232854	218527	236654	234000	237400	净利润	30432	(1737)	(162)	5917	12914
少数股东权益	74293	65961	63443	64912	67410	资产减值准备	4478	7304	4662	5044	5373
股东权益	143086	136080	137493	140162	146412	折旧摊销	34617	34417	33933	41070	45596
负债和股东权益总计	450233	420568	437590	439074	451221	公允价值变动损失	(85)	(159)	(92)	(112)	(121)
关键财务与估值指标						财务费用	4521	4070	3401	3342	3155
每股收益	0.67	0.20	0.06	0.12	0.28	营运资本变动	(17933)	4057	7170	(6385)	(2021)
每股红利	0.27	0.36	0.03	0.05	0.11	其它	6239	(4931)	(8063)	(8386)	(8528)
每股净资产	3.72	3.56	3.65	3.72	3.89	经营活动现金流	62271	43022	40849	40490	56368
ROIC	13%	-103%	3%	5%	7%	资本开支	(35670)	(29398)	(36011)	(31935)	(31092)
ROE	18%	6%	2%	3%	7%	其它投资现金流	(5043)	(6575)	3308	(7883)	(5798)
毛利率	29%	12%	12%	15%	18%	投资活动现金流	(40713)	(35973)	(32703)	(39818)	(36889)
EBIT Margin	18%	-1%	-1%	3%	6%	权益性融资	31520	2302	0	0	0
EBITDA Margin	34%	18%	18%	23%	25%	负债净变化	(16374)	7065	0	0	0
收入增长	62%	-19%	1%	16%	13%	支付股利、利息	(10262)	(13829)	(942)	(1779)	(4167)
净利润增长率	413%	-71%	-69%	89%	134%	其它融资现金流	(17066)	(16711)	4631	(1131)	(790)
资产负债率	68%	68%	69%	68%	68%	融资活动现金流	(12182)	(21173)	3688	(2910)	(4956)
息率	6.5%	8.8%	0.6%	1.1%	2.7%	现金净变动	8559	(12241)	11834	(2238)	14522
P/E	6.1	20.8	65.7	34.8	14.9	货币资金的期初余额	68065	76623	64382	76216	73979
P/B	1.1	1.2	1.1	1.1	1.1	货币资金的期末余额	76623	64382	76216	73979	88501
EV/EBITDA	5.3	11.6	12.0	8.1	6.6	企业自由现金流	15344	76018	4052	8846	24398
						权益自由现金流	(18096)	66371	5690	4774	20832

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032