

# 深天马 A (000050.SZ)

## 4Q23 毛利率同环比改善，布局中小尺寸全领域主流显示技术

买入

### 核心观点

**2023 年营收同比增长 3%，4Q23 归母净利润环比减亏。**2023 年公司营收 322.71 亿元 (YoY +2.62%)，归母净利润亏损 20.98 亿元；其中 4Q23 营收 75.72 亿元 (YoY +4.66%，QoQ -12.94%)，归母净利润亏损 3.07 亿元，环比减亏 0.59 亿元。4Q23 公司毛利率 11.26% (YoY +0.99pct，QoQ +6.33pct)。

**柔性 AMOLED 智能手机面板价格上升促进公司业绩修复。**据群智咨询数据，2023 年全球智能手机面板出货量约 21.1 亿片 (YoY +18.1%)。其中柔性 OLED 智能手机面板出货量约 6.8 亿片，同比增长 15.7%，国内 OLED 面板厂在全球市场占有率持续走高，占全球的 43.3%。天马拥有丰富的客户结构以及具有竞争力的产品，2023 年柔性 OLED 出货量约 4950 万片，同比增长 2.6 倍。据群智咨询，3 月观察到终端品牌对柔性 OLED 备货需求仍然积极，个别柔性 OLED 面板价格存在进一步上涨空间。2023 年公司 OLED 产线 TM18 顺利爬坡，提前 5 个月实现单月百万片出货，实现折叠、HTD、MLP 等先进技术在头部客户旗舰产品量产，2024 年 OLED 面板价格好转将促进公司业绩修复。

**公司车载显示全球领先，新能源汽车渗透率提升带动公司车载业务增长。**公司在车载领域深耕近三十年，产品涵盖主流品牌上千个车型，客户实现国际头部整车厂和中国自主品牌 (Top 10) 全覆盖。据群智咨询，2023 年全球车载显示面板出货规模达到 2.1 亿片，同比增长 7%，创历史新高，其中车载前装市场出货量约 1.9 亿片，同比增长 5%。天马 2023 年车载显示面板出货量达到 2950 万片，占全球市场份额的 14%，在车载前装显示细分市场领域位列第一。随着新能源汽车、智能驾驶的逐步渗透，车载显示呈现大屏化、多屏化趋势，公司车载业务业绩有望进一步增长。

**公司新建产线进展顺利，已形成中小尺寸全领域主流显示技术布局。**公司不断加大全球先进技术和高端产线的投入，已形成包含无源、a-Si TFT-LCD、LTPS TFT-LCD、IGZO TFT-LCD、AMOLED、Micro-LED 的中小尺寸全领域主流显示技术布局。截至 2023 年底，TM19 产线完成核心设备搬入；TM20 产线在 2023 年 12 月实现首款产品点亮；Micro LED 产线实现首台设备搬入。

**投资建议：**我们看好公司车载业务在主要新能源汽车客户的份额加速提升带来的业绩增长；看好公司作为头部手机面板厂商带来的行业定价能力和产线顺利爬坡带来的产能释放，预计公司 2024-2026 年归母净利润为 -5.06/3.38/8.79 亿元 (前值：2024-2025 年归母净利润为 -2.62/3.63 亿元)，对应 PB 为 0.76/0.75/0.73 倍，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

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	31,447	32,271	34,202	37,100	40,991
(+/-%)	-1.2%	2.6%	6.0%	8.5%	10.5%
净利润 (百万元)	113	-2098	-506	338	879
(+/-%)	-92.7%	-1964.2%	75.9%	166.8%	160.1%
每股收益 (元)	0.05	-0.85	-0.21	0.14	0.36
EBIT Margin	-1.2%	-7.2%	-1.0%	1.0%	2.3%
净资产收益率 (ROE)	0.4%	-7.5%	-1.9%	1.2%	3.1%
市盈率 (PE)	184.6	-9.9	-41.1	61.4	23.6
EV/EBITDA	23.0	35.7	20.0	15.6	13.4
市净率 (PB)	0.69	0.74	0.76	0.75	0.73

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

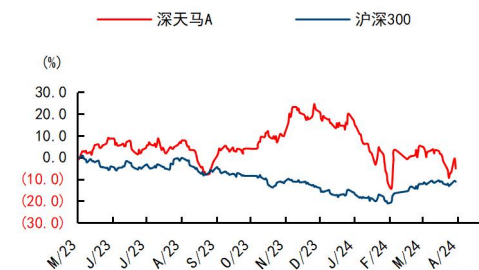
#### 电子·光学光电子

<b>证券分析师：胡剑</b> 021-60893306 hujian1@guosen.com.cn S0980521080001	<b>证券分析师：胡慧</b> 021-60871321 huhui2@guosen.com.cn S0980521080002
<b>证券分析师：周靖翔</b> 021-60375402 zhoujingxiang@guosen.com.cn S0980522100001	<b>证券分析师：叶子</b> 0755-81982153 yezi3@guosen.com.cn S0980522100003
<b>联系人：詹浏洋</b> 010-88005307 zhanliuyang@guosen.com.cn	<b>联系人：李书颖</b> 0755-81982362 lishuying@guosen.com.cn
<b>联系人：连欣然</b> 010-88005482 lianxinran@guosen.com.cn	

#### 基础数据

投资评级	合理估值	买入 (维持)
收盘价		8.42 元
总市值/流通市值		20694/20004 百万元
52 周最高价/最低价		11.38/7.07 元
近 3 个月日均成交额		127.05 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

《深天马 A (000050.SZ) -3Q23 归母净利润环比减亏，手机面板价格回升促进业绩修复》——2023-11-29

## 盈利预测的假设前提

显示屏及显示模组是公司收入主要来源，盈利预测假设条件如下：

**显示屏及显示模组：**公司深耕中小尺寸显示，手机、车载显示是公司的核心业务，2023年上半年各技术别手机面板价格均下滑，2023下半年LCD手机面板价格企稳，4Q23柔性OLED智能手机面板价格企稳回升，预计2024-2026年显示屏及显示模组收入同比增长6.1%/8.5%/10.6%至339.33/368.31/407.16亿元，毛利率分别为12.1%/14.3%/15.5%。

表1：公司营业收入及毛利率预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>显示屏及显示模组</b>					
收入（亿元）	309.80	319.97	339.33	368.31	407.16
增速	-1.1%	3.3%	6.1%	8.5%	10.6%
毛利率	12.9%	6.7%	12.1%	14.3%	15.5%
<b>其他</b>					
收入（亿元）	4.68	2.74	2.69	2.69	2.74
增速	-8.1%	-41.5%	-2.0%	0.0%	2.0%
毛利率	10.5%	20.8%	19.3%	19.2%	16.0%
<b>合计</b>					
总营收（亿元）	314.47	322.71	342.01	370.99	409.90
增速	-1.2%	2.6%	6.0%	8.5%	10.5%
毛利率	12.9%	6.8%	12.1%	14.4%	15.5%

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）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	318.29	314.47	322.71	342.01	370.99	409.90
YoY	8.88%	-1.20%	2.62%	5.98%	8.47%	10.49%
销售费用	3.40	4.20	3.82	4.09	4.59	4.94
管理费用	10.11	10.95	8.46	10.82	11.54	12.68
研发费用	19.98	27.32	30.62	26.83	29.96	32.63
财务费用	5.66	4.66	8.34	9.64	10.59	11.00
营业利润	16.22	1.29	-19.26	-4.88	2.94	7.98
利润总额	16.61	1.64	-19.32	-4.66	3.11	8.10
归母净利润	15.42	1.13	-20.98	-5.06	3.38	8.79
YoY	4.54%	-92.67%	-1956.64%	75.90%	166.84%	160.13%
EPS（元）	0.63	0.05	-0.85	-0.21	0.14	0.36
ROE（%）	4%	0%	-8%	-2%	1%	3%

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2024-2026年公司收入同比增长5.98%/8.47%/10.49%至342.01/370.99/409.90亿元，归母净利润-5.06/3.38/8.79亿元。

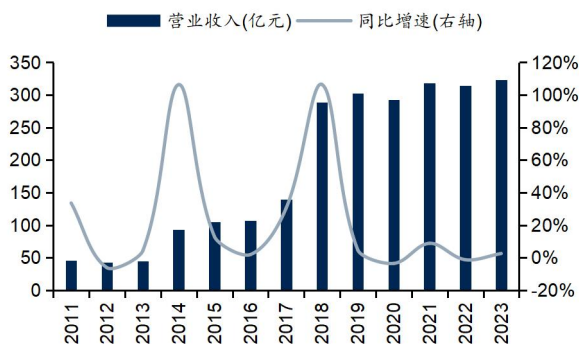
## 盈利预测的情景分析

表3: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>乐观预测</b>					
营业收入(百万元)	31,447	32,271	34,240	37,199	41,179
(+/-%)	-1.2%	2.6%	6.1%	8.6%	10.7%
净利润(百万元)	113	-2098	270	1194	1845
(+/-%)	-92.7%	-1964.2%	112.9%	342.6%	54.6%
摊薄 EPS	0.05	-0.85	0.11	0.49	0.75
<b>中性预测</b>					
营业收入(百万元)	31,447	32,271	34,202	37,100	40,991
(+/-%)	-1.2%	2.6%	6.0%	8.5%	10.5%
净利润(百万元)	113	-2098	-506	338	879
(+/-%)	-92.7%	-1964.2%	75.9%	166.8%	160.1%
摊薄 EPS(元)	0.05	-0.85	-0.21	0.14	0.36
<b>悲观预测</b>					
营业收入(百万元)	31,447	32,271	34,163	37,000	40,803
(+/-%)	-1.2%	2.6%	5.9%	8.3%	10.3%
净利润(百万元)	113	-2098	-1285	-527	-100
(+/-%)	-92.7%	-1964.2%	38.8%	59.0%	81.1%
摊薄 EPS	0.05	-0.85	-0.52	-0.21	-0.04
总股本(百万股)	2,458	2,458	2,458	2,458	2,458

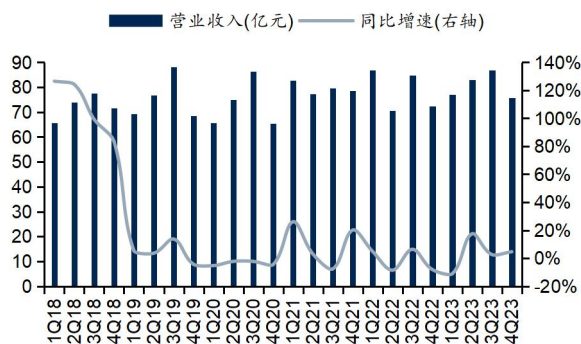
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

图1: 公司营业收入及同比增速



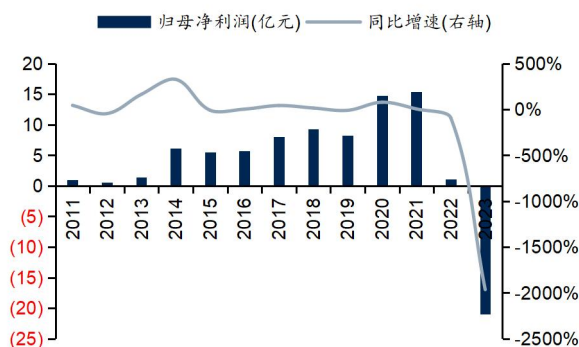
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季度营业收入及同比增速



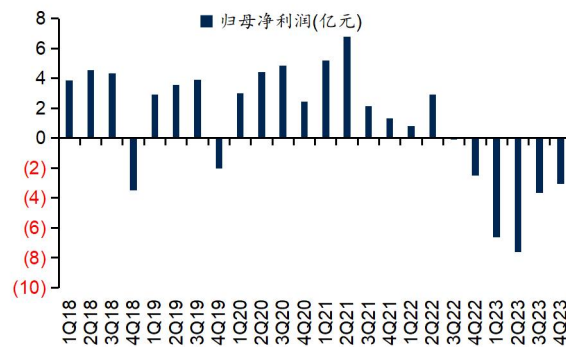
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及同比增速



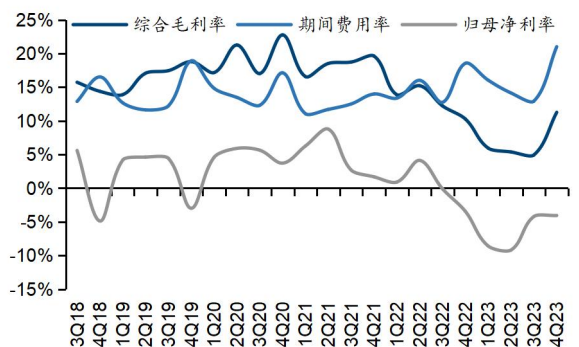
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季度归母净利润



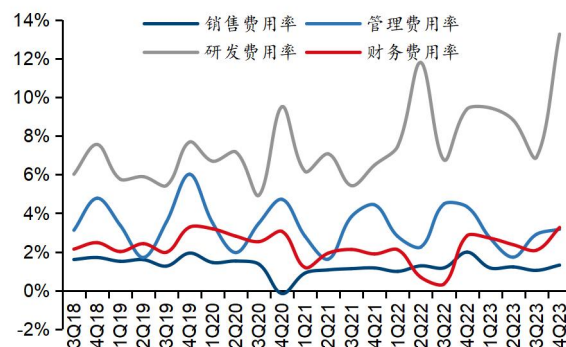
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	9056	8287	8387	8722	8643	营业收入	31447	32271	34202	37100	40991
应收款项	6298	7952	8428	9142	10101	营业成本	27390	30085	30059	31765	34639
存货净额	4853	3666	4361	4626	4742	营业税金及附加	195	211	231	241	270
其他流动资产	1905	1831	2306	2271	2523	销售费用	420	382	409	459	494
<b>流动资产合计</b>	<b>22113</b>	<b>21736</b>	<b>23481</b>	<b>24761</b>	<b>26009</b>	管理费用	1095	846	1178	1250	1364
固定资产	50175	50014	50658	50707	50559	研发费用	2732	3062	2683	2996	3263
无形资产及其他	2264	2402	2305	2209	2113	财务费用	466	834	964	1059	1100
其他长期资产	2909	2832	2533	2434	2301	投资收益	(93)	(352)	(151)	(199)	(234)
长期股权投资	3528	4993	6476	7827	9260	资产减值及公允价值变动	(444)	(523)	(460)	(523)	(569)
<b>资产总计</b>	<b>80989</b>	<b>81976</b>	<b>85454</b>	<b>87938</b>	<b>90242</b>	其他	1516	2096	1446	1685	1741
短期借款及交易性金融负债	8374	6629	10339	12371	12834	营业利润	129	(1926)	(488)	294	798
应付款项	8045	9000	9010	9427	10293	营业外净收支	35	(5)	23	17	12
其他流动负债	4879	4992	5505	5538	6054	<b>利润总额</b>	<b>164</b>	<b>(1932)</b>	<b>(466)</b>	<b>311</b>	<b>810</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>21297</b>	<b>20621</b>	<b>24855</b>	<b>27335</b>	<b>29182</b>	所得税费用	56	178	43	(29)	(75)
长期借款及应付债券	27208	31111	31111	31111	31111	少数股东损益	(5)	(12)	(3)	2	5
其他长期负债	2221	1251	1279	942	515	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>113</b>	<b>(2098)</b>	<b>(506)</b>	<b>338</b>	<b>879</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>29429</b>	<b>32362</b>	<b>32389</b>	<b>32053</b>	<b>31626</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>50727</b>	<b>52983</b>	<b>57244</b>	<b>59388</b>	<b>60808</b>	净利润	108	(2110)	(509)	340	884
少数股东权益	198	1034	1031	1033	1038	资产减值准备	442	537	460	523	569
股东权益	30064	27960	27179	27517	28396	折旧摊销	3499	4379	4251	4759	5149
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>80989</b>	<b>81976</b>	<b>85454</b>	<b>87938</b>	<b>90242</b>	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	839	1034	964	1059	1100
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营运资本变动	(908)	(336)	(1053)	(806)	(394)
每股收益	0.05	(0.85)	(0.21)	0.14	0.36	其它	(68)	453	(1424)	(1582)	(1669)
每股红利	0.53	0.46	0.11	0.00	0.00	<b>经营活动现金流</b>	<b>3913</b>	<b>3958</b>	<b>2689</b>	<b>4293</b>	<b>5640</b>
每股净资产	12.23	11.38	11.06	11.20	11.55	资本开支	(2807)	(4403)	(4491)	(4618)	(4780)
ROIC	3%	2%	4%	6%	7%	其它投资现金流	(660)	(1025)	(1533)	(1371)	(1403)
ROE	0%	-8%	-2%	1%	3%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(3467)</b>	<b>(5428)</b>	<b>(6025)</b>	<b>(5989)</b>	<b>(6183)</b>
毛利率	13%	7%	12%	14%	15%	权益性融资	203	848	0	0	0
EBIT Margin	-1%	-7%	-1%	1%	2%	负债净变化	2196	856	0	0	0
EBITDA Margin	10%	6%	11%	14%	15%	支付股利、利息	(1298)	(1142)	(275)	0	0
收入增长	-1%	3%	6%	8%	10%	其它融资现金流	3201	122	3710	2032	464
净利润增长率	-93%	-1964%	76%	167%	160%	<b>融资活动现金流</b>	<b>4302</b>	<b>684</b>	<b>3435</b>	<b>2032</b>	<b>464</b>
资产负债率	63%	66%	68%	69%	69%	<b>现金净变动</b>	<b>5022</b>	<b>(764)</b>	<b>99</b>	<b>335</b>	<b>(79)</b>
息率	6.3%	5.5%	1.3%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	3958	8980	8215	8314	8650
P/E	184.6	(9.9)	(41.1)	61.4	23.6	货币资金的期末余额	8980	8215	8314	8650	8571
P/B	0.7	0.7	0.8	0.8	0.7	企业自由现金流	(468)	(2888)	(1685)	(241)	1025
EV/EBITDA	23.0	35.7	20.0	15.6	13.4	权益自由现金流	4929	(1910)	972	634	287

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