

全年收入逐季提升, OLED出货达成目标

投资要点

- 业绩总结:** 2024年4月2日, 公司发布2023年年度报告。2023年, 公司实现营业收入1745.4亿元, 同比下降2.2%; 实现归母净利润25.5亿元, 同比下降66.2%; 实现扣非归母净利润-6.3亿元, 同比增长71.7%。其中2024Q4单季度, 公司实现营业收入480.3亿元, 同比增长5.2%, 环比增长3.6%; 实现归母净利润15.3亿元, 同比下降32.2%, 环比增长427.6%; 实现扣非归母净利润8.6亿元, 同比增长122.7%, 环比增长855.6%。
- 收入逐季提升, 毛利率、净利率同比改善。** 2023年: 1) **营收端:** 公司实现营业收入1745.4亿元, 同比下降2.2%, 其中显示器件业务/物联网创新业务/MLED事业/智慧健康服务/传感器及解决方案事业分别实现收入1470.5/389.0/29.0/27.9/4.1亿元, 分别同比减少-6.9%/增加42.8%/增加31.6%/增加229.5%/增加33.7%。2) **利润端:** 公司实现归母净利润25.5亿元, 同比下降66.3%; 公司毛利率/净利率分别为12.6%/0.2%, 分别同比上升0.8pp/上升1.2pp。3) **费用端:** 公司销售/管理/研发费用率分别为2.1%/3.4%/6.5%, 分别同比下降0.2pp/下降0.1pp/上升0.3pp。
- TV平均出货尺寸恢复增长, 需求预计将在24年恢复; IT有望触底反弹。** 2023年, 终端需求整体仍偏疲软, TV大尺寸化持续, 2023年TV平均出货尺寸增长2.7英寸至50.7"; 进入2024年, TV需求端在下行3年后有望温和复苏, 同时年终体育赛事预计将刺激需求, TV平均出货尺寸预计将进一步提升1.3英寸至52", IT需求预计将随着加息接近尾声、PC端软硬件升级、以及主要品牌的库存健康化而得到改善。22H2以来, 主要面板厂商继续坚持按需生产的策略, 预计未来将长期延续该策略。
- OLED出货量接近1.2亿片, 结构改善预计将改善营利性。** 2023年, 全球柔性OLED在手机端渗透率超38%, 其中折叠等高端产品渗透增速更明显; 23Q4 OLED手机价格企稳回暖。公司柔性AMOLED出货量持续增长, 2023年出货量接近1.2亿片, 同比增长50%, 预计2024年出货量将保持30%增长至1.6亿片。其中, 手机LTPO出货量快速提升, 已成为高端旗舰手机标配; 折叠手机渗透率持续提升。公司在LTPO和折叠领域持续投入, 目前在LTPO国内份额超50%, 折叠屏出货量再创新高, 预计将在提升OLED面板出货量。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2024-2026年, 公司营业收入分别为2166.0/2469.4/2709.4亿元, 归母净利润分别为48.4/97.7/159.2亿元。考虑到公司OLED出货量和结构的改善、公司作为龙头在面板下游应用恢复全面上行后的业绩弹性、以及MLED业务起量后的行业份额, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 行业竞争改善不及预期、OLED出货不及预期、需求恢复不及预期等风险。

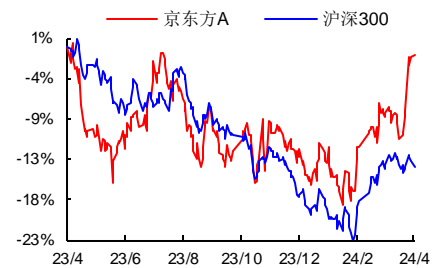
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	174543.45	216602.05	246944.10	270938.22
增长率	-2.17%	24.10%	14.01%	9.72%
归属母公司净利润(百万元)	2547.44	4838.27	9767.00	15920.70
增长率	-66.26%	89.93%	101.87%	63.00%
每股收益EPS(元)	0.07	0.13	0.26	0.42
净资产收益率ROE	0.19%	2.99%	5.61%	8.50%
PE	64.15	33.77	16.73	10.26
PB	1.26	1.23	1.16	1.07

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王谋
执业证号: S1250521050001
电话: 0755-23617478
邮箱: wangmou@swsc.com.cn
联系人: 李明明
电话: 023-63786433
邮箱: liming@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	376.53
流通A股(亿股)	367.61
52周内股价区间(元)	3.58-4.5
总市值(亿元)	1,634.12
总资产(亿元)	4,191.87
每股净资产(元)	3.38

相关研究

- 京东方A (000725): 行业复苏, OLED有望保持高速增长 (2023-04-10)

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：显示器件业务的出货量和价格方面，我们预计 TV 需求预计将在 2024 年恢复之后保持小幅波动，平均出货尺寸保持增长；IT 需求有望在 2024 年触底反弹，价格预计将在 IT 面板竞争格局优化后提升；OLED 保持出货量提升的同时，在整体涨价叠加公司 OLED 产品线结构优化下提升 ASP。我们预计 2024-2026 年，公司 TV LCD 出货量将同比增长 5%/3%/2%，ASP 将同比增长 15%/10%/5%；IT LCD 出货量将同比增长 5%/3%/3%，ASP 将同比增长 0%/0%/5%；OLED 出货量将同比增长 30%/15%/10%，ASP 将同比增长 10%/5%/3%。

假设 2：23H2 在 TV 面板价格提升带动下，公司显示器件业务毛利率相较 23H1 提升超 5pp；我们预计 2024-2026 年，公司毛利率将在均价震荡上行以及原材料降本带动下持续提升，显示器件业务整体毛利率将分别为 14%/15.5%/17.5%。

假设 3：我们预计公司其他业务领域保持温和增长的同时，毛利率亦有改善。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入与毛利率如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2023A	2024E	2025E	2026E
显示器件业务	收入	1470.5	1766.9	1979.2	2159.2
	增速	-2.1%	20.2%	12.0%	9.1%
	毛利率	9.2%	14.0%	15.5%	17.5%
物联网创新业务	收入	389.0	466.8	536.8	590.5
	增速	13.3%	20.0%	15.0%	10.0%
	毛利率	9.3%	10.0%	12.0%	14.0%
传感业务	收入	4.1	5.1	6.1	7.0
	增速	32.1%	25.0%	20.0%	15.0%
	毛利率	18.4%	20.0%	22.0%	23.0%
MLED 业务	收入	29.0	40.6	54.8	71.3
	增速	81.4%	40.0%	35.0%	30.0%
	毛利率	-11.2%	2.0%	4.0%	7.0%
智慧医工业务	收入	27.9	30.7	32.9	34.5
	增速	26.7%	10.0%	7.0%	5.0%
	毛利率	19.7%	20.0%	22.0%	23.0%
其他及抵消	收入	-175.1	-144.1	-140.3	-153.2
	增速	-72.0%	17.7%	2.6%	-9.1%
	毛利率	-25.8%	-30.0%	-30.0%	-30.0%
合计	收入	1745.4	2166	2469.5	2709.3
	增速	-2.2%	24.1%	14.0%	9.7%
	毛利率	12.6%	15.9%	17.2%	19.2%

数据来源：Wind, 西南证券

我们选取了行业内 3 家主流可比公司，分别是 TCL 科技、三利谱和深天马 A，2025 年 3 家公司的 Wind 一致预期的平均 PE 为 27 倍。

预计 2024-2026 年，公司营业收入分别为 2166.0/2469.4/2709.4 亿元，归母净利润分别为 48.4/97.7/159.2 亿元。考虑到公司 OLED 出货量和结构的改善、公司作为龙头在面板下游应用恢复全面上行后的业绩弹性、以及 MLED 业务起量后的行业份额，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
000100.SZ	TCL 科技	5.12	0.02	0.20	0.41	0.56	256	26	12	9
002876.SZ	三利谱	25.86	1.19	0.68	1.51	2.52	22	38	17	10
000050.SZ	深天马 A	8.38	0.05	-0.85	-0.24	0.14	168	—	—	60
PE 平均值							149	32	15	27

数据来源：Wind，西南证券整理（数据截至 2024/4/3 收盘，PE 剔除负值）

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	174543.45	216602.05	246944.10	270938.22	净利润	369.87	6047.84	11910.98	19415.48
营业成本	152633.06	182079.18	204539.82	218836.42	折旧与摊销	34839.03	37131.86	37627.84	37627.84
营业税金及附加	1132.99	1480.56	1669.43	1833.63	财务费用	1150.31	654.50	635.05	711.10
销售费用	3736.94	4981.54	5647.29	6150.77	资产减值损失	-2406.23	-2000.00	-2000.00	-2000.00
管理费用	5944.88	23826.23	24694.41	25739.13	经营营运资本变动	1670.68	-27249.91	-7222.70	-6963.01
财务费用	1150.31	654.50	635.05	711.10	其他	2678.17	-2195.40	1220.88	1209.82
资产减值损失	-2406.23	-2000.00	-2000.00	-2000.00	经营活动现金流净额	38301.83	12388.89	42172.05	50001.25
投资收益	810.71	600.00	600.00	600.00	资本支出	20172.97	18000.00	16000.00	15000.00
公允价值变动损益	291.54	170.09	179.77	190.50	其他	-49474.78	917.98	758.59	777.89
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-29301.81	18917.98	16758.59	15777.89
营业利润	1518.65	6350.14	12537.87	20457.66	短期借款	-627.75	-746.18	-300.00	-100.00
其他非经营损益	314.35	16.00	0.00	-20.31	长期借款	-1597.14	0.00	0.00	0.00
利润总额	1833.00	6366.14	12537.87	20437.35	股权融资	-3648.76	111.06	0.00	0.00
所得税	1463.13	318.31	626.89	1021.87	支付股利	-2296.37	-942.08	-1633.56	-3347.88
净利润	369.87	6047.84	11910.98	19415.48	其他	-13491.35	-26064.40	-635.05	-711.10
少数股东损益	-2177.56	1209.57	2143.98	3494.79	筹资活动现金流净额	-21661.37	-27641.60	-2568.60	-4158.98
归属母公司股东净利润	2547.44	4838.27	9767.00	15920.70	现金流量净额	-12289.06	3665.26	56362.03	61620.15
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	72467.39	76132.65	132494.68	194114.84	成长能力				
应收和预付款项	34299.65	59656.15	69759.38	77993.88	销售收入增长率	-2.17%	24.10%	14.01%	9.72%
存货	24119.67	33760.31	37523.02	40288.98	营业利润增长率	6229.93%	318.14%	97.44%	63.17%
其他流动资产	12303.89	11677.02	12372.19	12790.92	净利润增长率	121.29%	1535.12%	96.95%	63.00%
长期股权投资	13731.70	13731.70	13731.70	13731.70	EBITDA 增长率	1.59%	17.67%	15.10%	15.74%
投资性房地产	1412.55	1273.35	1294.53	1307.14	获利能力				
固定资产和在建工程	240041.59	186602.54	134667.52	83732.49	毛利率	12.55%	15.94%	17.17%	19.23%
无形资产和开发支出	12437.27	10797.90	9158.54	7519.17	三费率	6.21%	13.60%	12.54%	12.03%
其他非流动资产	8373.38	8319.93	8266.49	8213.04	净利率	0.21%	2.79%	4.82%	7.17%
资产总计	419187.10	401951.55	419268.03	439692.14	ROE	0.19%	2.99%	5.61%	8.50%
短期借款	1746.18	1000.00	700.00	600.00	ROA	0.09%	1.50%	2.84%	4.42%
应付和预收款项	38409.61	42058.80	45816.04	47990.37	ROIC	0.21%	2.67%	5.74%	11.51%
长期借款	121546.34	121546.34	121546.34	121546.34	EBITDA/销售收入	21.49%	20.38%	20.57%	21.70%
其他负债	59686.28	35303.78	38885.60	41167.78	营运能力				
负债合计	221388.41	199908.92	206947.98	211304.49	总资产周转率	0.42	0.53	0.60	0.63
股本	37652.53	37652.53	37652.53	37652.53	固定资产周转率	0.84	1.09	1.54	2.48
资本公积	52113.58	52224.64	52224.64	52224.64	应收账款周转率	5.65	5.96	5.83	5.69
留存收益	39151.36	43047.55	51180.99	63753.81	存货周转率	5.22	5.95	5.74	5.62
归属母公司股东权益	129428.31	132462.68	140596.13	153168.95	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.67%	—	—	—
少数股东权益	68370.38	69579.95	71723.92	75218.71	资本结构				
股东权益合计	197798.69	202042.63	212320.05	228387.66	资产负债率	52.81%	49.73%	49.36%	48.06%
负债和股东权益合计	419187.10	401951.55	419268.03	439692.14	带息债务/总负债	55.69%	61.30%	59.07%	57.81%
					流动比率	1.59	2.64	3.33	4.06
					速动比率	1.32	2.15	2.83	3.56
					股利支付率	90.14%	19.47%	16.73%	21.03%
					每股指标				
					每股收益	0.07	0.13	0.26	0.42
					每股净资产	3.44	3.52	3.73	4.07
					每股经营现金	1.02	0.33	1.12	1.33
					每股股利	0.06	0.03	0.04	0.09
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	37507.99	44136.51	50800.76	58796.61					
PE	64.15	33.77	16.73	10.26					
PB	1.26	1.23	1.16	1.07					
PS	0.94	0.75	0.66	0.60					
EV/EBITDA	5.83	4.31	2.63	1.22					
股息率	1.41%	0.58%	1.00%	2.05%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
