

京东方 A (000725.SZ)

业绩增速亮眼，子公司挂牌提升竞争力

核心观点：

- 公司 2024 年前三季度实现总营收 1437.32 亿元，同比增长 13.61%；归母净利润 33.10 亿元，同比增长 223.80%；扣非后归母净利润 23.08 亿元，同比增长 254.67%。2024Q3 单季度实现营收 503.45 亿元，同比增长 8.65%；归母净利润 10.26 亿元，同比增长 258.21%；扣非后归母净利润 6.94 亿元，同比增长 651.97%。
- **LCD 产品结构优化，OLED 出货量持续提升。** LCD 领域，2024 年上半年，公司五大主流应用出货量稳居全球第一，核心客户端占比持续提升，优势高端旗舰产品稳定突破，超大尺寸（≥85"）产品保持全球出货量第一。产品结构优化，优势高端旗舰产品稳定突破。柔性 OLED 领域，产品出货量增加，多款柔性 AMOLED 高端折叠产品实现客户独供，打造多款品牌首发产品。除此之外，公司在物联网创新、传感、MLED 和智慧医工四个高潜航道进行布局，推动物联网转型战略落地。
- **子公司京东方能源申请挂牌新三板，加快创新业务发展。** 2024 年 10 月 30 日，京东方发布公告，同意公司控股子公司京东方能源申请在新三板挂牌。京东方能源为客户提供零碳综合能源服务，主要包括综合能源供应、综合能源服务和零碳服务三大板块。根据公司战略规划，公司拟通过孵化创新业务挂牌，加快创新业务发展，提升公司在能源物联网板块的市场竞争力，实现资产的优化配置和价值最大化。同时通过子公司挂牌，提高公司的曝光度，吸引更多投资者的目光，进而提升公司的市场地位和品牌价值，符合公司的战略目标。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计 24~26 年公司 EPS 分别为 0.12/0.24/0.32 元/股，由于行业存在重资产和周期性属性，采用 PB 估值，预计公司 24 年 BPS 至 3.51 元/股，参考可比公司估值，给予公司 24 年 1.5 倍 PB 估值，合理价值 5.27 元/股，给予“买入”评级。
- **风险提示。** 行业景气度波动，国际贸易风险，世界经济复苏风险等。

盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	178414	174543	200266	226449	251325
增长率（%）	-19.3%	-2.2%	14.7%	13.1%	11.0%
EBITDA（百万元）	30985	36596	45918	52826	59465
归母净利润（百万元）	7541	2547	4679	8865	12103
增长率（%）	-71.0%	-66.2%	83.7%	89.4%	36.5%
EPS（元/股）	0.19	0.06	0.12	0.24	0.32
市盈率（P/E）	17.79	65.00	34.11	18.01	13.19
ROE（%）	5.5%	2.0%	3.5%	6.5%	8.4%
EV/EBITDA	6.75	6.08	4.81	3.79	2.92

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

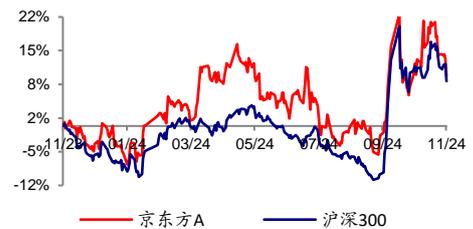
识别风险，发现价值

公司评级

买入

当前价格	4.24 元
合理价值	5.27 元
前次评级	买入
报告日期	2024-11-24

相对市场表现



分析师：

王亮



SAC 执证号：S0260519060001

SFC CE No. BFS478



021-38003658



gfwangliang@gf.com.cn

分析师：

耿正



SAC 执证号：S0260520090002



021-38003660



gengzheng@gf.com.cn

分析师：

王钰乔



SAC 执证号：S0260524070006



021-38003772



wangyuqiao@gf.com.cn

请注意，耿正、王钰乔并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

盈利预测和投资建议

京东方是一家为信息交互和人类健康提供智慧端口产品和服务的物联网公司，经过多年深耕，如今已发展成为半导体显示领域全球龙头及物联网领域全球创新型企业。基于“屏之物联”战略设计，在新的发展格局下，公司建立“1+4+N+生态链”业务发展架构。其中，“1”是指半导体显示，是京东方所积累沉淀的核心能力与优质资源，是公司转型发展的策源地和原点；“4”是公司在物联网转型过程中布局的物联网创新业务，传感器及解决方案、MLED及智慧医工4条主战线；“N”是京东方不断开拓与耕耘的物联网细分应用场景；“生态链”是公司以战略投资与战略合作等方式，与众多合作伙伴协同共进，推动确保产业生态安全。

我们认为，随着行业内LCD生产线扩产逐步进入尾声，行业内产能释放趋于平缓，叠加部分海外厂商退出，中国大陆企业在全中国范围内产能占比逐步增加，行业整体集中度大幅提升，供给格局持续改善。行业内厂商持续坚持“按需生产”的经营策略，根据市场需求灵活调整产线稼动率，以推动行业健康发展。未来，随着LCD行业逐步进入成熟期，公司作为行业头部企业，将受益于行业竞争格局的持续改善，公司盈利及平抑周期能力提升。

表 1: 京东方A盈利拆分

	百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总计	营业收入	178,414	174,543	200,266	226,449	251,325
	YoY	-19%	-2%	15%	13%	11%
	营业成本	157,531	152,633	166,417	186,290	204,274
	毛利率	12%	13%	17%	18%	19%
1.显示器件	营业收入	157,949	147,053	167,641	187,757	206,533
	YoY	-22%	-7%	14%	12%	10%
	营业成本	145,363	133,565	144,171	159,969	174,107
	毛利率	8%	9%	14%	15%	16%
2.物联网创新业务	营业收入	27,245	38,900	43,179	47,497	52,247
	YoY	-4%	43%	11%	10%	10%
	营业成本	24,667	35,289	38,861	42,747	47,022
	毛利率	9%	9%	10%	10%	10%
3.传感器及解决方案	营业收入	307	405	405	425	447
	YoY	42%	32%	0%	5%	5%
	营业成本	242	330	328	336	348
	毛利率	21%	18%	19%	21%	22%
4.MLED	营业收入	847	2,902	6,385	10,854	15,195
	YoY	88%	243%	120%	70%	40%
	营业成本	865	3,227	6,193	10,420	14,588
	毛利率	-2%	-11%	3%	4%	4%
5.智慧医工	营业收入	2,203	2,792	2,792	3,071	3,531
	YoY	19%	27%	0%	10%	15%
	营业成本	1,810	2,242	2,233	2,457	2,825
	毛利率	18%	20%	20%	20%	20%
6.其他及抵销	营业收入	-10,138	-17,509	-20,135	-23,155	-26,628
	YoY	-27%	73%	15%	15%	15%
	营业成本	-15,415	-22,020	-25,370	-29,639	-34,617
	毛利率	-52%	-26%	-26%	-28%	-30%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

显示器件: 半导体显示领先地位持续巩固, 公司致力于提供应用TFT-LCD、AMOLED、Oxide、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、电子标牌、拼接、工控、穿戴、VR/AR、电子标签、白电、医疗、移动支付、交互白板等显示器件产品。根据公司2024年半年报, 在LCD领域, 五大主流应用出货量稳居全球第一, 核心客户端占比持续提升。LCD产品结构持续优化, 优势高端旗舰产品稳定突破: 超大尺寸(≥85")产品保持全球出货量第一。在柔性OLED领域, 产品出货量进一步增加, 同比提升超25%, 多款柔性AMOLED高端折叠产品实现客户独供, 打造多款品牌首发产品。毛利率预测方面, 我们认为, 未来, LCD供给格局持续改善, 行业内厂商根据市场需求灵活调

整产线稼动率，LCD价格中枢有望持续提升，OLED产品出货量的逐渐提升将进一步带动公司盈利水平增长。同时，24年和25年公司折旧波动不大。公司会持续优化产线产品结构，提升运营效率，持续改善盈利水平。基于以上分析，我们预计公司显示器件业务在2024~2026年收入增速分别为14%、12%、10%；毛利率分别为14%、15%、16%。

物联网创新业务：智慧终端加速海外布局，自主投建越南智慧终端二期项目如期开工，全球化产品和服务投放能力进一步夯实，IoT应用和低功耗终端在白板、拼接、ESL等细分市场出货量保持全球第一。系统方案业务持续推进，智慧金融网点综合管理平台迭代升级，落地湖南、广州等地区的多家银行智慧网点；智慧园区完成园区物联管理平台及运营服务平台产品迭代升级及标准产品SaaS化，持续推动文旅园区标杆项目落地；品牌产品竞争力持续提升，集成语音智能笔、AI大模型会议纪要、端侧语音转写、大模型问答技术等功能的一体机 C100上市。毛利率预测方面，我们认为，随着公司产品品牌力提升，公司加速海外布局推动出货量持续增长，公司盈利能力有望稳步提升。基于以上分析，我们预测公司物联网创新业务在2024~2026年收入增速分别为11%、10%、10%；毛利率分别为10%、10%、10%。

传感器及解决方案：公司在市场开拓、客户导入、新产品研发等方面取得突破。其中，医疗影像产品在国内头部探测器厂商客户端占比超四成，并与欧、美、韩头部客户均保持良好合作关系；晟视科技开辟多家车企客户，自主开发的光伏无线调光系统实现行业首发；苏州传感完成光伏、锂电等行业多家头部客户导入；MEMS/IPD产品转化及研发能力逐步提升，自主研发的业内首款晶圆级无引线TGV MEMS压力传感器性能获得头部客户认可。毛利率预测方面，我们认为，随着公司持续开拓客户，导入多领域市场，公司出货量有望持续增长，规模效应拉动公司该业务盈利能力提升。基于以上分析，我们预测公司传感器及解决方案在2024~2026年收入增速分别为0%、5%、5%；毛利率分别为19%、21%、22%。

MLED：持续完善产业链条，LED直显强化应用场景拓展，以高亮度、高可靠性、高对比度产品实现户外、商显、电影屏、创意显示等领域的多款标杆项目交付；背光业务综合竞争力进一步提升，联动行业头部客户在NB、MNT、车载等细分领域推出多款Mini、曲面、异形等高端产品，其中MNT 31.5"产品获得VGP金赏奖。毛利率预测方面，我们认为，随着下游需求恢复，公司盈利能力有望持续提升。基于以上分析，我们预测公司连接器等新业务在2024~2026年收入增速分别为120%、70%、40%；毛利率分别为3%、4%、4%。

智慧医工：根据公司2024年半年报，数字医院持续提升核心能力，总门诊量达76万人次，同比增长31%，总出院量达3.1万人次，同比增长22%，运营质量显著提升；成都智慧医养中心完成工程建设，推动储备客户签约。基于以上分析，我们预测公司连接器等新业务在2024~2026年收入增速分别为0%、10%、15%；毛利率分别为20%、20%、20%。

我们预计24~26年公司EPS分别为0.12/0.24/0.32元/股，由于行业存在重资产和周期性属性，采用PB估值，我们预计公司24年BPS为3.51元/股。同行业可比公司选取中国大陆面板厂商TCL科技和深天马A。参考可比公司平均估值水平，公司作为行业龙头具备平抑周期能力和盈利能力，成长路径清晰，我们认为适合给予公司24年1.5倍PB，对应合理价值5.27元/股，给予“买入”评级。

表 2: 京东方A可比公司估值

公司名称	公司代码	股价 (元/股)	BPS (元/股)			PB		
			2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
TCL 科技	000100.SZ	4.59	2.82	2.96	3.27	1.63	1.55	1.40
深天马 A	000050.SZ	8.75	11.38	11.12	11.23	0.77	0.79	0.78
平均						1.20	1.17	1.09

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 以 2024 年 11 月 22 日收盘价计算, 可比公司业绩采用 Wind 一致预期。

风险提示

(一) 行业景气度波动风险

公司所处的半导体显示行业受市场供需关系影响较大, 行业景气度与宏观经济周期存在一定的关联性, 行业呈现一定波动性。目前, 半导体显示行业供需关系持续波动, 品牌激烈竞争导致终端价格持续下探, 产业链利润空间被进一步压缩。公司面临宏观经济和行业波动导致公司的经营业绩出现波动的风险。

(二) 国际贸易风险

公司主要客户涵盖国际知名企业, 在可以预见的未来, 全球贸易政策仍然存在一定的不确定性, 公司面临一定的国际贸易风险。

(三) 世界经济复苏风险

世界经济在不均衡中缓慢复苏, 地区经济增长分化明显, 产业链结构持续调整, 全球格局表现为动荡变革与调整复苏交织。公司面临一定的世界经济复苏风险。

资产负债表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	142,231	143,191	179,795	216,416	257,904
货币资金	68,800	72,467	105,156	133,553	166,947
应收及预付	29,005	34,300	36,091	41,347	46,253
存货	22,788	24,120	26,076	28,899	31,894
其他流动资产	21,638	12,304	12,472	12,617	12,810
非流动资产	278,337	275,996	263,218	244,272	222,476
长期股权投资	12,422	13,732	13,905	13,992	13,811
固定资产	205,987	210,371	199,740	187,077	172,942
在建工程	43,386	29,670	23,083	15,932	7,392
无形资产	8,948	11,566	12,009	12,727	13,670
其他长期资产	7,593	10,658	14,481	14,544	14,661
资产总计	420,568	419,187	443,014	460,688	480,379
流动负债	85,670	90,167	105,811	113,532	121,439
短期借款	2,374	1,746	2,048	2,350	2,652
应付及预收	30,785	33,992	35,266	39,640	43,748
其他流动负债	52,512	54,429	68,497	71,542	75,039
非流动负债	132,857	131,222	138,065	145,130	152,195
长期借款	123,143	121,546	128,611	135,676	142,741
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	9,713	9,676	9,454	9,454	9,454
负债合计	218,527	221,388	243,876	258,662	273,633
股本	38,196	37,653	37,650	37,650	37,650
资本公积	55,225	52,114	52,220	52,220	52,220
留存收益	39,071	39,151	41,663	46,598	53,335
归属母公司股东权益	136,086	129,428	132,104	137,038	143,775
少数股东权益	65,954	68,370	67,033	64,988	62,970
负债和股东权益	420,568	419,187	443,014	460,688	480,379

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	178414	174543	200266	226449	251325
营业成本	157531	152633	166417	186290	204274
营业税金及附加	1275	1133	1402	1552	1720
销售费用	4233	3737	5007	5208	5780
管理费用	6248	5945	7009	7473	8294
研发费用	11101	11320	12617	13813	15331
财务费用	2445	1150	1670	1965	1621
资产减值损失	-7304	-2406	-4156	-4609	-4919
公允价值变动收益	159	292	0	0	0
投资净收益	6094	811	-100	0	0
营业利润	-25	1519	4326	8962	13318
营业外收支	76	314	130	130	130
利润总额	51	1833	4457	9092	13448
所得税	1792	1463	1114	2273	3362
净利润	-1741	370	3342	6819	10086
少数股东损益	-9282	-2178	-1337	-2046	-2017
归属母公司净利润	7541	2547	4679	8865	12103
EBITDA	30985	36596	45918	52826	59465
EPS (元)	0.19	0.06	0.12	0.24	0.32

现金流量表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	43,022	38,302	51,215	56,302	63,041
净利润	-1,741	370	3,342	6,819	10,086
折旧摊销	34,500	34,839	39,791	41,769	44,395
营运资金变动	4,919	-969	558	-806	-488
其它	5,343	4,062	7,523	8,520	9,048
投资活动现金流	-35,973	-29,302	-30,904	-27,274	-27,355
资本支出	-29,372	-24,745	-23,874	-24,009	-24,345
投资变动	-8,375	-9,067	-3,326	-3,264	-3,009
其他	1,773	4,510	-3,704	0	0
筹资活动现金流	-21,173	-21,661	12,471	-632	-2,292
银行借款	7,367	-2,225	7,367	7,367	7,367
股权融资	2,302	3,291	104	0	0
其他	-30,842	-22,728	5,000	-7,999	-9,659
现金净增加额	-12,241	-12,289	32,689	28,396	33,394
期初现金余额	76,623	64,382	52,093	84,782	113,178
期末现金余额	64,382	52,093	84,782	113,178	146,572

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-19.3%	-2.2%	14.7%	13.1%	11.0%
营业利润	-100.1%	6,229.9%	184.9%	107.1%	48.6%
归母净利润	-71.0%	-66.2%	83.7%	89.4%	36.5%
获利能力					
毛利率	11.7%	12.6%	16.9%	17.7%	18.7%
净利率	-1.0%	0.2%	1.7%	3.0%	4.0%
ROE	5.5%	2.0%	3.5%	6.5%	8.4%
ROIC	34.1%	0.1%	1.3%	2.2%	2.9%
偿债能力					
资产负债率	52.0%	52.8%	55.0%	56.1%	57.0%
净负债比率	108.2%	111.9%	122.5%	128.0%	132.4%
流动比率	1.66	1.59	1.70	1.91	2.12
速动比率	1.35	1.28	1.41	1.61	1.83
营运能力					
总资产周转率	0.41	0.42	0.46	0.50	0.53
应收账款周转率	5.60	5.67	5.85	6.02	5.90
存货周转率	6.23	6.51	6.63	6.78	6.72
每股指标 (元)					
每股收益	0.19	0.06	0.12	0.24	0.32
每股经营现金流	1.13	1.02	1.36	1.50	1.67
每股净资产	3.56	3.44	3.51	3.64	3.82
估值比率					
P/E	17.79	65.00	34.11	18.01	13.19
P/B	0.95	1.13	1.21	1.16	1.11
EV/EBITDA	6.75	6.08	4.81	3.79	2.92

广发电子行业研究小组

- 耿正：上海交通大学材料科学与工程学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 王亮：复旦大学经济学硕士，2014年加入广发证券发展研究中心。
- 谢淑颖：厦门大学电子工程学士、上海财经大学金融硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 焦鼎：中国科学院大学博士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 张大伟：复旦大学电子与通信工程硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 王钰乔：上海交通大学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 李佳蔚：京都大学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 赵雨心：清华大学博士，2023年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。