

投资评级 优于大市 首次覆盖

Q2 盈利高增，开拓高端 LED 芯片市场

股票数据

07 月 09 日收盘价(元)	33.58
52 周股价波动(元)	14.01-45.70
总股本/流通 A 股(百万股)	302/189
总市值/流通市值(百万元)	10149/6343

相关研究

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	37.6	75.4	59.3
相对涨幅(%)	40.8	73.9	58.6

资料来源：海通证券研究所

投资要点：

- **扣非扭亏为盈，归母高速增长。**2021 年 7 月 5 日，公司发布半年度业绩预告，上半年实现归母净利润 6000-8000 万元，同比增长 338.65%-484.87%。同时公司上半年实现扣非后归母净利润 700-1000 万元，扭亏为盈。公司业绩实现高速增长，一方面由于 LED 芯片行业景气度持续走高尤其是中高端芯片市场需求强劲，公司稳步开拓境内外市场，另一方面，公司积极调整产品结构，加大研发投入推动产品转型升级，随着高光效、高压、倒装、背光等高端产品的推出，公司毛利额显著提升。
- **聚焦 LED 主业，稳步扩大产能。**2017 年公司 LED 外延片以及芯片年产能分别为 450 万片、330 万片，2020 年公司芯片年产能已提升至 1420 万片，在建产能 950 万片。随着宿迁生产基地大规模投资建设，公司产能规模释放效应明显，预计未来两年公司业绩将继续保持稳定增长。
- **精细化管理，差异化竞争。**公司精细化运营指标超过行业均值，产能利用率稳居行业高位。同时公司精准布局营销，目前公司与韩国首尔半导体、台湾泰谷光电、木林森、鸿利智汇等国内外知名 LED 封装、应用厂商建立了稳固的商业合作关系，推动高端产品进入终端一线品牌。我们认为基于公司的精细化管理、强品牌布局，公司在行业内已经逐步形成了差异化的领先地位。
- **积极布局高端 LED 芯片，落实产品升级。**2020 年 10 月 13 日公司发布向特定对象发行股票募集说明书（注册稿），计划投入 7 亿元用于研发与制造包含 Mini/Micro LED、车用照明、高功率 LED 等在内的高光效 LED 芯片产品，并形成蓝绿光 LED 芯片 950 万片/年的生产能力，其中蓝绿光 LED 芯片 828 万片/年，mini LED 芯片 120 万片/年。在 Mini LED 产品上，公司已有针对下游公司提供相应的试量产验证及多款产品的设计开发，预计 2021 年可实现多款产品量产。公司在高端车用氮化镓基倒装 LED 芯片上积极布局，研发的大尺寸锡膏工艺将于 2021 年第三季度完成设备装机并量产、银镜专用设备已进入采购议价阶段。
- **盈利预测及投资评级。**我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 20.10/25.30/33.39 亿元，2021-2023 年公司归母净利润分别为 1.79/3.40/5.39 亿元，对应 EPS 分别为 0.59/1.13/1.78 元/股。考虑到可比公司估值水平，给予 21 年 PE 估值区间 63-68x，对应合理价值区间 37.2-40.1 元，首次覆盖给予“优于大市”评级。
- **风险提示：**LED 产品价格大幅度下降；行业竞争加剧；公司产线产能释放进度不及预期；疫情持续恶化。

分析师：朱劲松

Tel:(010)50949926

Email:zjs10213@htsec.com

证书:S0850515060002

联系人：薛逸民

Email:xym13863@htsec.com

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1143	1407	2010	2530	3339
(+/-)YoY(%)	104.6%	23.0%	42.9%	25.8%	32.0%
净利润(百万元)	8	21	179	340	539
(+/-)YoY(%)	-60.0%	162.5%	735.6%	90.6%	58.4%
全面摊薄 EPS(元)	0.03	0.07	0.59	1.13	1.78
毛利率(%)	12.9%	13.4%	19.9%	22.6%	25.3%
净资产收益率(%)	1.1%	2.8%	10.8%	17.0%	21.2%

资料来源：公司年报（2019-2020），海通证券研究所
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

■ 核心假设

根据公司 2021 年 3 月 3 日的投资者调研纪要，具体在产能规划上，2021 年公司将利用经营性现金流的扩产，预计月均产量可增加 30 万片左右；非公开发行募投项目的实施，预计在 2022 年月均产量可贡献 80 万片。同时公司持续改善产品结构，提升高端产品营收占比。因此我们预计 LED 及外延芯片 2021-2023 年销量同比增长 50.54%/34.45%/40.63%，毛利率为 27.38%/29.85%/32.04%。

表 1 公司营业收入分项预测表（百万元）

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1143.21	1406.67	2010.35	2529.92	3338.91
YOY	104.61%	23.05%	42.92%	25.84%	31.98%
毛利率	12.90%	13.44%	19.90%	22.56%	25.27%
其中：LED 及外延芯片	771.95	868.05	1306.73	1756.89	2470.79
YOY	68.45%	45.08%	50.54%	34.45%	40.63%
占比总收入	67.52%	61.71%	65.00%	69.44%	74.00%
毛利率	16.49%	20.53%	27.38%	29.85%	32.04%
其他	371.26	538.62	703.62	773.03	868.12
YOY	269.56%	61.71%	30.63%	9.86%	12.30%
占比总收入	32.48%	38.29%	35.00%	30.56%	26.00%
毛利率	5.44%	2.00%	6.00%	6.00%	6.00%

资料来源：Wind，海通证券研究所

表 2 可比公司盈利预测与估值表

代码	简称	EPS（元）			PE（倍）		
		2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
600703	三安光电	0.23	0.47	0.67	142.6	68.8	48.3
301002	崧盛股份	1.05	1.93	2.68	88.5	48.3	34.8
300323	华灿光电	0.01	0.15	0.24	760.2	73.0	46.4
	均值	0.43	0.85	1.20	330.5	63.4	43.1
300708	聚灿光电	0.07	0.59	1.13	479.7	56.8	29.8

资料来源：Wind，海通证券研究所，除聚灿光电外，其余公司为 wind 一致预期，PE 对应股价为 2021 年 7 月 9 日。

■ 风险提示

LED 产品价格大幅度下降；行业竞争加剧；公司产线产能释放进度不及预期；疫情持续恶化。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E	利润表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标（元）					营业总收入	1407	2010	2530	3339
每股收益	0.07	0.59	1.13	1.78	营业成本	1218	1610	1959	2495
每股净资产	2.53	5.49	6.62	8.40	毛利率%	13.4%	19.9%	22.6%	25.3%
每股经营现金流	0.77	1.38	1.33	1.37	营业税金及附加	2	7	9	12
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.1%	0.4%	0.4%	0.4%
价值评估（倍）					营业费用	9	17	20	26
P/E	474.81	56.82	29.81	18.82	营业费用率%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%
P/B	13.26	6.12	5.07	4.00	管理费用	34	94	86	116
P/S	6.21	5.05	4.01	3.04	管理费用率%	2.4%	4.7%	3.4%	3.5%
EV/EBITDA	41.68	26.17	20.14	15.14	EBIT	83	196	355	556
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	51	29	14	14
盈利能力指标（%）					财务费用率%	3.6%	1.4%	0.5%	0.4%
毛利率	13.4%	19.9%	22.6%	25.3%	资产减值损失	-7	0	0	0
净利率	1.5%	8.9%	13.5%	16.1%	投资收益	-2	10	0	0
净资产收益率	2.8%	10.8%	17.0%	21.2%	营业利润	15	182	346	548
资产回报率	0.8%	6.0%	10.1%	13.8%	营业外收支	0	0	0	0
投资回报率	6.2%	8.8%	13.8%	17.8%	利润总额	15	182	346	548
盈利增长（%）					EBITDA	186	397	506	657
营业收入增长率	23.0%	42.9%	25.8%	32.0%	所得税	-6	3	6	9
EBIT 增长率	72.2%	136.5%	81.0%	56.5%	有效所得税率%	-41.4%	1.7%	1.7%	1.7%
净利润增长率	162.5%	735.6%	90.6%	58.4%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	21	179	340	539
资产负债率	71.2%	44.3%	40.5%	35.2%					
流动比率	0.97	1.62	1.91	2.41	资产负债表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
速动比率	0.83	1.21	1.48	1.87	货币资金	276	298	487	738
现金比率	0.19	0.34	0.53	0.78	应收账款及应收票据	588	386	485	595
经营效率指标					存货	183	329	359	461
应收帐款周转天数	100.44	40.00	40.00	35.00	其它流动资产	359	419	435	479
存货周转天数	54.74	74.53	66.81	67.37	流动资产合计	1406	1432	1766	2272
总资产周转率	0.53	0.67	0.75	0.85	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	1.32	1.47	1.79	2.28	固定资产	1066	1366	1416	1466
					在建工程	66	66	66	66
					无形资产	44	42	40	38
					非流动资产合计	1250	1547	1596	1644
现金流量表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E	资产总计	2655	2979	3362	3916
净利润	21	179	340	539	短期借款	595	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	636	574	617	622
非现金支出	128	201	151	101	预收账款	0	9	10	12
非经营收益	52	19	14	14	其它流动负债	224	302	299	308
营运资金变动	31	20	-103	-240	流动负债合计	1455	885	927	942
经营活动现金流	233	418	403	414	长期借款	346	346	346	346
资产	-326	-498	-199	-149	其它长期负债	89	89	89	89
投资	0	0	0	0	非流动负债合计	435	435	435	435
其他	2	10	0	0	负债总计	1890	1319	1362	1377
投资活动现金流	-324	-488	-200	-149	实收资本	260	302	302	302
债权募资	1026	-595	0	0	归属于母公司所有者权益	766	1660	2000	2539
股权募资	7	42	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-939	645	-14	-14	负债和所有者权益合计	2655	2979	3362	3916
融资活动现金流	94	92	-14	-14					
现金净流量	0	22	189	251					

备注：（1）表中计算估值指标的收盘价日期为 07 月 09 日；（2）以上各表均为简表

资料来源：公司年报（2020），海通证券研究所

信息披露

分析师声明

朱劲松 电子行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 光迅科技,中国联通,歌尔股份,通富微电,闻泰科技,深南电路,传音控股,天孚通信,中新赛克,中控技术,光环新网,科华数据,烽火通信,海格通信,亨通光电,崇达技术,博创科技,迪普科技,中瓷电子,星网锐捷,东软载波,中兴通讯,光库科技,锐科激光,恒玄科技,华测导航,拓邦股份,移远通信,亿联网络,武汉凡谷

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类 别	评 级	说 明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。