

重返单季正增长

核心观点

- 前三季度营收和归母净利润分别为 59 和 9.4 亿元，同比分别增长 11%和-19%。在三季度单季，营收同比增长 20%至 23.3 亿元，归母净利润超过 3 亿元，同比增长 13%，是自 3Q18 以来的首次单季同比正增长。
- **化合物半导体逐步放量**：砷化镓射频出货客户累计将近 100 家，氮化镓产品逐步爬坡；电力电子产品客户累计超过 60 家，近 30 种产品已进入批量量产阶段；光通讯业务除扩大现有中低速 PD/MPD 产品的市场领先份额外，高端产品 10G APD/25G PD、VCSEL 和 DFB 发射端产品都已通过客户验证，并进入批量试产阶段；滤波器产品性能优越，产线持续扩充及备货中。建设中的长沙子公司布局碳化硅等产品，并于 8 月收购福建北电新材，加强上游衬底材料能力。
- **MiniLED/MicroLED 行业迎来发展机遇**：任天堂、小米等近期纷纷推出 miniLED 背光游戏机、电视等产品。媒体报道，苹果有望在未来几个月推出采用 miniLED 背光的 iPad 和 MacBook，三星有望在明年推出多款 miniLED 背光电视，总量可能达 300 万台，LG、TCL 等厂商也高度重视 miniLED 技术。三安已实现批量供货三星，成为其首要供应商，与 TCL 华星成立联合实验室推进 MicroLED 的市场化。我们测算，如果 10%电视等终端采用 miniLED 背光，全球 LED 芯片总产能的 15-20%将被消耗。我们不同于市场认为，LED 背光的升级是渐进的，高对比度需求增加分区数量和 LED 需求。传统背光仅采用几十颗 LED 灯珠，分区调光背光可能需要上千颗灯珠，而 miniLED 背光灯珠数量为几万颗，对应 LED 灯条的单机价值量有望从 100 元提升至数百元甚至数千元，给产业链相关公司带来巨大空间。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司 20-22 年每股收益分别为 0.33、0.48、0.72 元（原预测 0.50/0.70/0.96 元，下调了 LED 和化合物半导体毛利率预测，并上调了研发费用率），根据可比公司 21 年 56 倍估值，对应目标价为 26.88 元，维持买入评级。

风险提示

- 存货减值风险；贸易摩擦对业务造成短期扰动；LED 需求不及预期。

公司主要财务信息

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,364	7,460	8,986	11,106	13,699
同比增长(%)	-0%	-11%	20%	24%	23%
营业利润(百万元)	3,241	1,592	1,758	2,594	3,845
同比增长(%)	-16%	-51%	10%	48%	48%
归属母公司净利润(百万元)	2,830	1,298	1,475	2,172	3,215
同比增长(%)	-11%	-54%	14%	47%	48%
每股收益(元)	0.63	0.29	0.33	0.48	0.72
毛利率(%)	44.7%	29.4%	30.2%	32.8%	37.5%
净利率(%)	33.8%	17.4%	16.4%	19.6%	23.5%
净资产收益率(%)	13.8%	6.0%	5.7%	7.0%	9.7%
市盈率	45.5	99.1	87.3	59.2	40.0
市净率	6.1	5.9	4.3	4.0	3.7

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2020年10月30日)	22.23 元
目标价格	26.88 元
52周最高价/最低价	31.5/14.55 元
总股本/流通A股(万股)	447,934/407,842
A股市值(百万元)	99,576
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2020年10月31日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-3.14	-9.01	-15.73	49.09
相对表现	-2.65	-11.36	-16.57	28.43
沪深300	-0.49	2.35	0.84	20.66



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

蒯剑

021-63325888*8514

kuaijian@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860514050005

香港证监会牌照：BPT856

证券分析师

马天翼

021-63325888*6115

matianyi@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860518090001

联系人

唐权喜

021-63325888*6086

tangquanxi@orientsec.com.cn

联系人

李庭旭

litingxu@orientsec.com.cn

相关报告

毛利率持续改善，miniLED、化合物半导体 2020-08-19

逐步放量：

LED 芯片行业景气企稳，三安集成快速增长 2020-04-24

长：

三季度环比好转，化合物半导体潜力大： 2019-11-08

投资建议

- 我们预测公司 20-22 年每股收益分别为 0.33、0.48、0.72 元（原预测 0.50/0.70/0.96 元，下调了 LED 和化合物半导体毛利率预测，并上调了研发费用率），根据可比公司 21 年 56 倍估值，对应目标价为 26.88 元，维持买入评级。

图 1：核心假设变动对比表

核心假设及盈利预测变动分析表						
人民币百万	调整前			调整后		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
LED						
销售收入	6,174.1	6,691.8	7,066.3	6,174	6,692	7,066
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	15.5%	16.3%	18.4%	12.4%	12.8%	13.7%
变动幅度				-3.1%	-3.5%	-4.7%
化合物半导体						
销售收入	722.8	1,907.3	3,623.9	723	1,907	3,624
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	40.0%	55.0%	55.0%	25.0%	35.0%	45.0%
变动幅度				-15.0%	-20.0%	-10.0%
其他业务						
销售收入	2,089.3	2,507.1	3,008.6	2089	2507	3009
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	85.4%	85.4%	85.4%	84.6%	84.6%	84.6%
变动幅度				-0.8%	-0.8%	-0.8%
三费率	9.5%	9.5%	9.5%	11.5%	11.5%	11.5%
变动幅度				2.0%	2.0%	2.0%
销售收入合	8,986	11,106	13,699	8,986	11,106	13,699
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
综合毛利率	33.7%	38.5%	42.8%	30.2%	32.8%	37.5%
变动幅度				-3.5%	-5.7%	-5.2%

主要财务数据变动分析表						
人民币百万	调整前			调整后		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
营业收入	8,986	11,106	13,699	8,986	11,106	13,699
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	2,683	3,751	5,121	1,758	2,594	3,845
变动幅度				-34.5%	-30.8%	-24.9%
归属母公司	2,246	3,137	4,280	1,475	2,172	3,215
变动幅度				-34.3%	-30.8%	-24.9%
每股收益 (元)	0.50	0.70	0.96	0.33	0.48	0.72
变动幅度				-34.3%	-30.8%	-24.9%
毛利率 (%)	33.7%	38.5%	42.8%	30.2%	32.8%	37.5%
变动幅度				-3.5%	-5.7%	-5.2%
净利率 (%)	25.0%	28.2%	31.2%	16.41%	19.56%	23.47%
变动幅度				-8.6%	-8.7%	-7.8%

数据来源：东方证券研究所测算

图 2：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元) 2020/10/30	每股收益(元)				市盈率			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
长电科技	600584	37.02	0.06	0.49	0.77	1.09	669.44	75.11	48.05	33.99
扬杰科技	300373	40.69	0.48	0.75	0.96	1.26	85.32	54.13	42.24	32.39
兆易创新	603986	194.70	1.29	2.05	2.78	3.72	151.28	94.87	70.07	52.34
韦尔股份	603501	198.02	0.54	2.79	3.97	5.02	367.25	70.91	49.89	39.46
信维通信	300136	47.50	1.06	1.42	2.05	2.57	44.85	33.43	23.16	18.45
中微公司	688012	161.98	0.35	0.63	0.74	1.03	459.52	256.50	219.34	157.63
赛微电子	300456	27.27	0.19	0.25	0.40	0.66	144.44	109.08	68.18	41.32
	最大值						669.44	256.50	219.34	157.63
	最小值						44.85	33.43	23.16	18.45
	平均数						274.58	99.15	74.42	53.65
	调整后平均						241.56	80.82	55.68	39.90

数据来源：朝阳永续、东方证券研究所

风险提示

- 存货减值风险；贸易摩擦对业务造成短期扰动；LED 需求不及预期。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	4,406	2,318	7,795	8,994	11,705	营业收入	8,364	7,460	8,986	11,106	13,699
应收票据及应收账款	5,099	3,938	2,699	3,336	4,114	营业成本	4,625	5,269	6,275	7,464	8,557
预付账款	666	290	180	222	274	营业税金及附加	105	107	117	144	178
存货	2,680	3,142	3,639	4,105	4,279	营业费用	113	109	121	150	185
其他	284	575	587	598	612	管理费用及研发费用	645	701	908	1,122	1,384
流动资产合计	13,135	10,263	14,900	17,256	20,985	财务费用	56	114	29	(7)	(26)
长期股权投资	124	121	121	121	121	资产减值损失	202	239	288	148	87
固定资产	8,912	9,265	11,953	12,911	12,939	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	2,733	4,862	3,936	2,568	1,884	投资净收益	9	12	10	10	10
无形资产	2,960	3,419	3,248	3,077	2,906	其他	613	659	500	500	500
其他	2,924	1,751	689	639	589	营业利润	3,241	1,592	1,758	2,594	3,845
非流动资产合计	17,654	19,417	19,947	19,317	18,440	营业外收入	10	5	10	10	10
资产总计	30,789	29,681	34,847	36,573	39,425	营业外支出	3	5	0	0	0
短期借款	2,900	914	914	914	914	利润总额	3,248	1,591	1,768	2,604	3,855
应付票据及应付账款	1,767	2,536	1,882	1,866	2,139	所得税	418	292	293	432	639
其他	753	1,154	558	571	586	净利润	2,830	1,298	1,475	2,172	3,215
流动负债合计	5,420	4,604	3,354	3,351	3,638	少数股东损益	(0)	0	0	0	0
长期借款	302	120	120	120	120	归属于母公司净利润	2,830	1,298	1,475	2,172	3,215
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.63	0.29	0.33	0.48	0.72
其他	3,818	3,212	1,240	1,240	1,240						
非流动负债合计	4,120	3,332	1,360	1,360	1,360	主要财务比率					
负债合计	9,540	7,935	4,715	4,711	4,999		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
股本	4,078	4,078	4,479	4,479	4,479	营业收入	-0%	-11%	20%	24%	23%
资本公积	6,729	6,730	13,679	13,679	13,679	营业利润	-16%	-51%	10%	48%	48%
留存收益	10,420	10,907	11,974	13,704	16,267	归属于母公司净利润	-11%	-54%	14%	47%	48%
其他	22	30	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	21,249	21,745	30,133	31,862	34,426	毛利率	44.7%	29.4%	30.2%	32.8%	37.5%
负债和股东权益总计	30,789	29,681	34,847	36,573	39,425	净利率	33.8%	17.4%	16.4%	19.6%	23.5%
						ROE	13.8%	6.0%	5.7%	7.0%	9.7%
						ROIC	12.6%	5.8%	5.5%	6.7%	9.3%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	31.0%	26.7%	13.5%	12.9%	12.7%
净利润	2,830	1,298	1,475	2,172	3,215	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	1,334	1,666	1,469	1,830	2,078	流动比率	2.42	2.23	4.44	5.15	5.77
财务费用	56	114	29	(7)	(26)	速动比率	1.91	1.50	3.20	3.73	4.38
投资损失	(9)	(12)	(10)	(10)	(10)	营运能力					
营运资金变动	(1,073)	1,750	(607)	(1,309)	(817)	应收账款周转率	3.4	3.1	3.6	3.7	3.7
其它	202	(2,027)	(701)	148	87	存货周转率	2.0	1.7	1.7	1.7	1.7
经营活动现金流	3,339	2,789	1,655	2,826	4,527	总资产周转率	0.3	0.2	0.3	0.3	0.4
资本支出	(3,122)	(4,300)	(3,010)	(1,200)	(1,200)	每股指标(元)					
长期投资	(8)	3	0	0	0	每股收益	0.63	0.29	0.33	0.48	0.72
其他	(1,796)	2,725	6	10	10	每股经营现金流	0.82	0.68	0.37	0.63	1.01
投资活动现金流	(4,926)	(1,571)	(3,005)	(1,190)	(1,190)	每股净资产	4.74	4.85	6.73	7.11	7.69
债权融资	(397)	(735)	(87)	0	0	估值比率					
股权融资	(348)	1	7,350	0	0	市盈率	45.5	99.1	87.3	59.2	40.0
其他	1,739	(2,993)	(437)	(436)	(626)	市净率	6.1	5.9	4.3	4.0	3.7
筹资活动现金流	993	(3,727)	6,826	(436)	(626)	EV/EBITDA	27.7	38.0	39.4	29.0	21.8
汇率变动影响	19	4	-0	-0	-0	EV/EBIT	38.9	75.2	71.8	49.6	33.6
现金净增加额	(575)	(2,505)	5,477	1,199	2,711						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者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口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

