

瑞丰光电 (300241)

证券研究报告

2019年06月14日

巨头加持, Mini LED&激光显示打开成长空间

1. 苹果发布类 Mini LED 显示器, 助力行业技术升级

苹果 2019 年 WWDC 发布一款 6K 显示器 Pro Display XDR, 该产品特点是高对比度、高亮度, 对比度达 1000000:1, 最高亮度 1600 尼特, 该产品的技术特点是采用类 Mini LED 方案, 背光采用 576 个独立分区的 Local Dimming 技术, 我们认为此次苹果采用方案是非典型的 Mini LED 方案 (芯片大小), 在封装工艺和背光控制技术明确了 LED 背光的技术升级方向。

2. 华为大屏终端有望加速, Mini LED 大屏应用逐步打开

美国公布针对华为的实体清单政策后, 对华为公司影响较大, 从公司产品线角度看, 我们认为智能大屏终端业务对美国依赖度较低 (芯片、系统等), 有望成为华为未来重要的增长点, 将得到重点支持和发展。在华为智能大屏终端技术创新方面, 我们维持 3 月 22 日《看好华为电视供应链》观点, 有望加速大屏新型显示技术 (Mini LED&QD) 的创新速度和渗透率提升趋势。

3. 激光投影高速发展, 成为新型显示重要新赛道

随着近年来成本的快速下降, 激光显示在超大尺寸显示应用发展迅猛, 其中影院投影产品国内 2018 年末已安装 23431 台 (中国电影发行放映协会数据), 瑞丰子公司中科创市占率 3.47%, 排在国内第三, 竞争力较强; 在激光电视应用行业, AVC 数据显示 2018 年国内激光电视出货量 16.4 万台, 预计到 2021 年三年复合增速超过 60%。

4. 瑞丰光电 Mini LED&激光投影技术国内领先, 将显著受益

瑞丰光电作为国内高端 LED 封装行业领先公司, 在 Mini LED 显示技术方面技术实力较强并且拥有先发优势, 有望充分受益于 Mini LED 行业的发展趋势, 同时公司子公司中科创在激光显示行业在国内份额前三, 2018 年激光业务营收 3797 万, 同比增长 307%, 有望持续保持高增长势头。

5. 投资建议

瑞丰光电近两年公司处于传统 LED 产能调整和新品布局阶段, 我们看好公司在 Mini LED 和激光显示等高成长领域的技术优势和成长机会, 2019 年公司有望步入收获期, 看好新产品放量带来业绩增长, 维持公司 19-20 年归母净利润 2.1/3.0 亿盈利预测, 目前股价对应 PE 分别为 16/11 倍, 维持买入评级。

风险提示: LED 行业竞争加剧风险; LED 封装盈利能力下滑风险; 新品拓展不及预期风险。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,583.69	1,562.01	1,961.01	2,661.01	3,531.02
增长率(%)	34.28	(1.37)	25.54	35.70	32.69
EBITDA(百万元)	223.36	178.76	225.27	345.70	468.13
净利润(百万元)	134.19	86.23	212.00	302.15	397.33
增长率(%)	168.35	(35.74)	145.86	42.52	31.50
EPS(元/股)	0.24	0.16	0.38	0.55	0.72
市盈率(P/E)	25.66	39.94	16.24	11.40	8.67
市净率(P/B)	2.81	2.58	2.18	1.85	1.54
市销率(P/S)	2.17	2.20	1.76	1.29	0.98
EV/EBITDA	21.55	13.47	13.27	8.21	5.49

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	电子/光学光电子
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	6.25 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	550.96
流通 A 股股本(百万股)	413.66
A 股总市值(百万元)	3,443.51
流通 A 股市值(百万元)	2,585.40
每股净资产(元)	2.45
资产负债率(%)	41.54
一年内最高/最低(元)	8.68/4.09

作者

潘暕 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517070005
panjian@tfzq.com

张健 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518010002
zjian@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《瑞丰光电-年报点评报告:步入收获期, 受益于 Mini LED 技术升级》2019-05-08
- 《瑞丰光电-公司点评:与华登国际战略合作, 强化光电半导体产业核心竞争力》2019-01-12
- 《瑞丰光电-公司点评:可转债持续推进, Mini & Micro LED 成长可期》2018-09-04



图 1：2018 年末我国影院行业激光光源部署数量

序号	单位名称	激光光源部署台数	占比
1	中影光峰激光影院技术（北京）有限公司	14,018	59.83%
2	山西汉威激光科技股份有限公司	2,070	8.83%
3	深圳市中科创激光技术有限公司	812	3.47%
4	北京镭创高科光电科技有限公司	404	1.72%
5	中影迪威激光显示技术有限公司	248	1.06%
6	杭州中科极光科技有限公司	239	1.02%
7	无锡海勒激光影视技术有限公司	15	0.06%
8	放映机整机厂销售的激光放映机	5,625	24.01%

资料来源：中国电影发行放映协会，光峰科技招股书，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	205.75	227.51	468.69	616.96	883.34	营业收入	1,583.69	1,562.01	1,961.01	2,661.01	3,531.02
应收票据及应收账款	732.12	684.28	913.78	1,182.07	1,599.00	营业成本	1,287.31	1,254.25	1,537.64	2,061.19	2,688.79
预付账款	7.29	5.01	6.02	10.87	11.70	营业税金及附加	8.37	8.11	9.65	13.66	17.95
存货	252.71	216.23	348.08	419.25	570.36	营业费用	49.87	55.53	60.79	77.17	109.81
其他	125.93	187.54	127.81	170.52	188.44	管理费用	71.40	62.48	64.71	87.81	120.05
流动资产合计	1,323.80	1,320.56	1,864.38	2,399.66	3,252.84	研发费用	58.00	91.27	78.44	101.12	141.24
长期股权投资	130.83	206.67	206.67	206.67	206.67	财务费用	8.12	3.73	4.34	(0.13)	(2.56)
固定资产	509.15	474.53	520.31	564.25	594.08	资产减值损失	31.40	78.58	25.00	23.00	33.00
在建工程	91.08	127.49	112.49	115.50	99.30	公允价值变动收益	14.64	(9.01)	(1.59)	2.71	(1.27)
无形资产	100.43	83.68	78.73	73.78	68.84	投资净收益	6.93	13.90	7.92	7.92	7.92
其他	243.87	199.41	181.57	179.88	178.37	其他	(109.94)	(98.68)	(12.66)	(21.26)	(13.30)
非流动资产合计	1,075.35	1,091.78	1,099.78	1,140.08	1,147.26	营业利润	157.60	101.85	186.77	307.83	429.37
资产总计	2,399.15	2,412.33	2,964.16	3,539.75	4,400.10	营业外收入	0.26	0.26	58.00	38.00	25.00
短期借款	62.60	134.90	50.00	50.00	50.00	营业外支出	1.34	2.51	2.93	2.26	2.57
应付票据及应付账款	727.10	668.20	920.92	1,236.94	1,624.68	利润总额	156.53	99.59	241.84	343.56	451.81
其他	166.93	120.95	242.55	213.98	322.88	所得税	23.80	14.56	31.44	44.66	58.73
流动负债合计	956.63	924.04	1,213.47	1,500.92	1,997.57	净利润	132.73	85.03	210.40	298.90	393.07
长期借款	70.00	70.00	70.00	70.00	70.00	少数股东损益	(1.46)	(1.19)	(1.60)	(3.25)	(4.26)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	134.19	86.23	212.00	302.15	397.33
其他	146.92	80.25	103.40	110.19	97.95	每股收益(元)	0.24	0.16	0.38	0.55	0.72
非流动负债合计	216.92	150.25	173.40	180.19	167.95						
负债合计	1,173.55	1,074.29	1,386.88	1,681.11	2,165.52	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	0.53	2.03	0.43	(2.82)	(7.08)	成长能力					
股本	276.50	552.58	550.96	550.96	550.96	营业收入	34.28%	-1.37%	25.54%	35.70%	32.69%
资本公积	673.41	387.90	387.90	387.90	387.90	营业利润	245.86%	-35.38%	83.39%	64.82%	39.49%
留存收益	1,042.04	828.99	1,025.89	1,310.49	1,690.70	归属于母公司净利润	168.35%	-35.74%	145.86%	42.52%	31.50%
其他	(766.88)	(433.46)	(387.90)	(387.90)	(387.90)	获利能力					
股东权益合计	1,225.61	1,338.04	1,577.28	1,858.64	2,234.59	毛利率	18.71%	19.70%	21.59%	22.54%	23.85%
负债和股东权益总	2,399.15	2,412.33	2,964.16	3,539.75	4,400.10	净利率	8.47%	5.52%	10.81%	11.35%	11.25%
						ROE	10.95%	6.45%	13.44%	16.23%	17.72%
						ROIC	16.52%	8.76%	13.95%	23.84%	29.59%
						偿债能力					
						资产负债率	48.92%	44.53%	46.79%	47.49%	49.22%
						净负债率	-5.97%	-1.69%	-22.11%	-26.74%	-34.16%
						流动比率	1.38	1.43	1.54	1.60	1.63
						速动比率	1.12	1.20	1.25	1.32	1.34
						营运能力					
						应收账款周转率	2.48	2.21	2.45	2.54	2.54
						存货周转率	6.54	6.66	6.95	6.94	7.14
						总资产周转率	0.74	0.65	0.73	0.82	0.89
						每股指标(元)					
						每股收益	0.24	0.16	0.38	0.55	0.72
						每股经营现金流	0.39	0.34	0.64	0.44	0.58
						每股净资产	2.22	2.42	2.86	3.38	4.07
						估值比率					
						市盈率	25.66	39.94	16.24	11.40	8.67
						市净率	2.81	2.58	2.18	1.85	1.54
						EV/EBITDA	21.55	13.47	13.27	8.21	5.49
						EV/EBIT	30.67	22.31	15.64	9.22	6.02

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com