

京东方A(000725.SZ)

LCD&OLED双龙头，半导体显示领航者

推荐（首次）

股价：4.36元

主要数据

行业	电子
公司网址	www.boe.com
大股东/持股	北京国有资本运营管理有限公司 /10.79%
实际控制人	北京市人民政府国有资产监督管理委员会
总股本(百万股)	37,653
流通A股(百万股)	36,857
流通B/H股(百万股)	693
总市值(亿元)	1,642
流通A股市值(亿元)	1,607
每股净资产(元)	3.41
资产负债率(%)	52.5

行情走势图



证券分析师

付强	投资咨询资格编号 S1060520070001 FUQIANG021@pingan.com.cn
徐勇	投资咨询资格编号 S1060519090004 XUYONG318@pingan.com.cn

研究助理

陈福栋	一般证券从业资格编号 S1060122100007 CHENFUDONG847@pingan.com.cn
-----	---



平安观点：

- 公司显示面板业务全球领先，业绩周期波动有望逐渐缓解。公司是全球显示面板龙头，经过30余年的发展，实现了显示面板从无到有、从弱到强的华丽转身，为解决国家“少屏”问题做出了重大贡献。长期以来，面板行业呈现出强周期性，公司业绩也随之上下波动：2019-2023年，公司收入分别为1160.6亿元、1355.5亿元、2210.4亿元、1784.1亿元、1745.4亿元，波动明显，其中，2021年是面板大周期的价格高位阶段，公司收入达到阶段性峰值，同时，净利润波动规律与收入基本一致，2021年达到259.6亿元的峰值。当前，中国大陆面板厂执行按需生产策略，面板行业的周期性逐渐得到抑制，未来公司业绩的波动性有望弱化，盈利能力有望逐渐趋稳。
- LCD面板巨头，有望受益于行业周期弱化。LCD产业已经成熟，长期以来属于典型的周期行业，在经历了美欧-日本-韩台-中国大陆的产业转移后，目前产能主要集中在中国大陆，行业Top3京东方、TCL华星、惠科合计拥有18条G8.5及以上高世代LCD产线，因此，中国大陆基本掌握了产业链话语权，具备控产保价、按需生产的能力，LCD行业周期逐渐得到抑制。公司拥有6条G8.5/G8.6、2条G10.5以及多条低世代LCD产线，规模位居行业榜首，随着多条LCD产线陆续完成折旧，盈利能力有望逐渐释放，在行业周期弱化的趋势中，公司有望充分受益。
- OLED行业快速发展，静待公司盈利能力释放。OLED在小尺寸手机领域持续攻城略地，已占据半壁江山，并逐渐往IT等中尺寸领域渗透，行业总体处于快速发展阶段。公司在OLED领域拥有强大的技术、产能优势，在各种柔性创新形态、核心EL发光器件等方面技术实力强大，且拥有三条G6 AMOLED产线，产能规模国内第一，2023年，公司手机OLED面板出货量近1.2亿片，2024年预计出货量1.6亿片，客户范围几乎覆盖国内所有主流手机厂，市场地位较为稳固。2023年11月，公司公告投建G8.6高世代OLED产线，定位中尺寸IT产品，公司OLED业务发展

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	178414	174543	211860	244871	267462
YOY(%)	-19.3	-2.2	21.4	15.6	9.2
净利润(百万元)	7541	2547	6632	9738	12606
YOY(%)	-71.0	-66.2	160.3	46.8	29.5
毛利率(%)	11.7	12.6	16.5	16.0	15.7
净利率(%)	4.2	1.5	3.1	4.0	4.7
ROE(%)	5.5	2.0	4.9	6.8	8.3
EPS(摊薄/元)	0.20	0.07	0.18	0.26	0.33
P/E(倍)	21.8	64.4	24.8	16.9	13.0
P/B(倍)	1.3	1.3	1.2	1.2	1.1

势头迅猛。当前，国内 OLED 产线大都处于亏损状态，未来随着出货规模持续增长以及价格改善，国内 OLED 产业扭亏曙光已现，2023 年上半年绵阳京东方实现盈利，公司 OLED 业务扭亏为盈未来可期。

- **投资建议：**公司是全球显示面板龙头企业，在 LCD、OLED 领域具备强大的竞争实力，LCD 产业周期减弱，有望助力公司盈利能力趋于稳定，OLED 在小尺寸中快速拓展并逐渐往中尺寸 IT 等产品渗透，公司 OLED 业务体量稳定增长，扭亏为盈未来可期。我们预计 2024-2026 年公司 EPS 分别为 0.18 元、0.26 元、0.33 元，对应 2024 年 5 月 13 日收盘价的 PE 分别为 24.8X、16.9X、13.0X，公司技术积累雄厚，产品力强大，市场地位稳固，在当前面板行业景气向好的时点颇具潜力，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**1、技术产品迭代不及预期的风险。面板属于技术密集型产业，产品的升级迭代速度较快，竞争激烈，若公司新技术产品的研发无法满足下游客户的需求，可能对公司业绩带来不利影响。2、OLED 业务长期亏损的风险。国内 OLED 产线大都处于亏损状态，若公司 OLED 业务长期无法实现扭亏，将对公司的盈利能力造成影响。3、下游需求不及预期的风险。面板作为 TV、IT、手机等产品的核心零部件，行业景气程度强依赖于终端需求，若终端消费需求长期不振，将对公司业绩产生影响。

正文目录

一、 公司显示面板全球领先，业绩周期波动有望逐渐缓解	6
1.1 全球显示面板龙头，构建“1+4+N+生态链”业务架构	6
1.2 公司重视研发，构建了较为完善的专利体系	7
1.3 面板周期减弱有望推动公司业绩趋稳，折旧峰值过后有望释放利润	7
二、 LCD 面板巨头，有望受益于行业周期弱化趋势	9
2.1 LCD 产业成熟，长期呈现强周期属性	9
2.2 中国大陆面板产能集中度高企，控产保价驱动面板周期走弱	11
2.3 公司 LCD 产能规模庞大，有望在周期减弱趋势中充分受益	12
三、 OLED 行业快速发展，静待公司盈利能力释放	13
3.1 OLED 在小尺寸持续攻城略地，并逐渐往中尺寸产品渗透	13
3.2 公司 OLED 业务实力雄厚，扭亏为盈未来可期	15
四、 坚定“屏之物联”战略，构建“1+4+N+生态链”发展架构	17
4.1 坚定“屏之物联”战略，建立生态协同的价值增长体系	17
4.2 公司在 MLED 领域深入布局，推出 α -MLED 技术品牌	18
五、 盈利预测	18
5.1 盈利预测	19
5.2 估值分析	20
5.3 投资建议	20
六、 风险提示	20

图表目录

图表 1	公司发展历程	6
图表 2	公司“1+4+N+生态链”业务发展架构	7
图表 3	公司历年研发投入及研发人员情况（亿元、人）	7
图表 4	公司近年营业收入情况（亿元）	8
图表 5	公司近年净利润情况（亿元）	8
图表 6	公司近年营收结构情况（%）	8
图表 7	公司近年费用率情况（%）	8
图表 8	公司整体及各业务毛利率情况（%）	9
图表 9	公司近年固定资产计提折旧情况（亿元）	9
图表 10	LCD 产业发展史	9
图表 11	LCD 面板价格周期变动情况（美元/片）	10
图表 12	近年全球电视出货量情况（百万台）	10
图表 13	电视面板平均尺寸变化趋势（英寸）	10
图表 14	中国大陆面板产线情况	11
图表 15	全球液晶电视面板市场区域分布（%）	11
图表 16	全球液晶电视面板出货量@23H1（万片）	11
图表 17	京东方高世代 LCD 产线情况	12
图表 18	ADS 技术	13
图表 19	公司 ADS Pro 技术品牌	13
图表 20	公司 ADS Pro TV	13
图表 21	公司 ADS Pro MNT	13
图表 22	OLED 在智能手机中的渗透率情况（%）	14
图表 23	折叠手机 OLED 面板出货量（百万片）	14
图表 24	苹果技术路线图	14
图表 25	全球 IT 用 OLED 面板出货量（百万片）	14
图表 26	OLED 手机面板出货量市占率@2021	15
图表 27	OLED 手机面板出货量市占率@2024Q1	15
图表 28	公司 f-OLED 技术品牌	15
图表 29	公司柔性卷曲笔记本显示	15
图表 30	公司 Q 系列技术平台	16
图表 31	公司 K 系列技术平台	16
图表 32	京东方 OLED 产线情况	16
图表 33	公司近年 AMOLED 销售量情况（km ² ）	16
图表 34	AMOLED 手机面板市占率@24Q1（%）	16
图表 35	搭载公司 OLED 屏的旗舰手机	17
图表 36	搭载公司 OLED 屏的折叠手机	17

图表 37	绵阳京东方近年收入情况（亿元）	17
图表 38	绵阳京东方近年净利润情况（亿元）	17
图表 39	公司 α -MLED 技术品牌	18
图表 40	公司玻璃基 AM P0.9 MLED 产品	18
图表 41	全球 Mini LED 直显市场规模（亿美元）	18
图表 42	全球 Micro LED 市场规模（亿美元）	18
图表 43	公司各业务板块盈利预测	19
图表 44	公司与可比公司相对估值比较	20

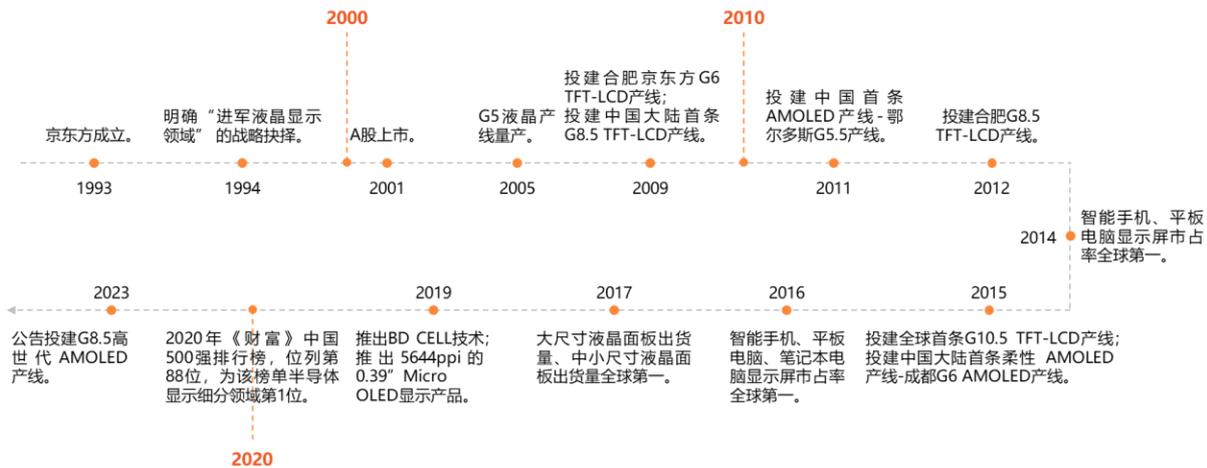
一、公司显示面板全球领先，业绩周期波动有望逐渐缓解

1.1 全球显示面板龙头，构建“1+4+N+生态链”业务架构

公司是全球领先的显示面板龙头企业，具备强大的技术产品竞争力。公司成立于 1993 年，总部位于北京，前身为北京电子管厂，2001 年在 A 股上市。公司成立 30 余年，成功突破日韩对显示面板领域的垄断，目前已经成长为全球领先的显示面板龙头企业，在技术、产品、产能等方面均处于全球第一梯队，具备强大的竞争实力，为国家解决长期存在的“少屏”问题作出了重大贡献。

公司在显示面板领域一路披荆斩棘，历经从无到有、从弱到强的华丽转身。经过 30 余年的发展，公司在显示面板领域逐渐完成了“跟随者-并行者-引领者”的身份转变，公司的发展历程很大程度上反映了中国大陆在显示面板领域的突围历程。公司自成立以来的重要节点总结如下：1994 年，公司明确了“进军液晶显示领域”的战略抉择；2005 年，公司 G5 液晶产线量产；2009 年，公司投建中国大陆首条 G8.5 TFT-LCD 产线；2011 年，投建中国首条 AMOLED 产线-鄂尔多斯 G5.5 产线，正式进军 OLED 领域；2014 年，公司智能手机、平板电脑显示屏市占率达到全球第一；2015 年，公司投建全球首条 G10.5 TFT-LCD 产线，同年投建中国大陆首条柔性 AMOLED 产线-成都 G6 AMOLED 产线；2017 年，公司实现大尺寸&中小尺寸液晶面板出货量全球第一；2019 年，公司推出 5644ppi 的 0.39” Micro OLED 显示产品；2023 年，公司公告投建 G8.6 高世代 AMOLED 产线，强势进军中尺寸 OLED 领域。当前，公司 LCD&OLED 产能规模国内首屈一指，技术产品实力雄厚，在显示面板领域已经确立了自己的龙头市场地位。

图表1 公司发展历程



资料来源：公司官网，平安证券研究所

公司坚定“屏之物联”发展战略，构建“1+4+N+生态链”业务发展架构。2021 年，公司提出了面向物联网时代的“屏之物联”发展战略，即充分发挥公司多年来在半导体显示领域积累的核心能力，抓住数字化时代“屏”无处不在的产业机遇，通过给屏集成更多功能、将屏置入更多场景、衍生屏的更多出货形态等方式，在不断赋能万千场景的同时，持续提升企业的价值创造能力。在“屏之物联”战略基础上，公司进一步完善发展模式，构建了“1+4+N+生态链”业务发展架构，其中，“1”为半导体显示，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”为基于京东方核心能力和价值链延伸所选定的发力方向，是公司在物联网转型过程中布局的物联网创新、传感、MLED 及智慧医工四条主战线；“N”为京东方不断开拓与耕耘的物联网细分应用场景，是公司物联网转型发展的具体着力点，如智慧车联、工业互联、数字艺术等；“生态链”为京东方协同众多生态合作伙伴，聚合产业链和生态链优质资源，构筑的产业生态发展圈层。公司目前的定位：致力于为信息交互和人类健康提供智慧端口产品和服务，不断追求卓越的物联网创新公司。

图表2 公司“1+4+N+生态链”业务发展架构



资料来源：公司年报整理，平安证券研究所

1.2 公司重视研发，构建了较为完善的专利体系

公司坚持“以创新为第一驱动力”，始终保持对技术的尊重与对创新的坚持，每年坚持将营收的 7%左右投入研发，其中营收的 1.5%用于基础与前沿技术研究。2018-2023 年，公司研发投入从 72.38 亿元增长到 125.63 亿元，近三年研发投入分别为 124.36 亿元、126.02 亿元、125.63 亿元，较为稳定，占营收的比重分别为 5.67%、7.06%、7.20%；研发人员方面，2018-2023 年，公司研发人员从 19627 人增长到 21888 人，2023 年，公司研发人员占比为 24.17%。

公司持续强化高质量专利布局，已经建立了较为完善的专利体系。截至 2023 年，公司累计自主专利申请超 9 万件，其中柔性 OLED 相关专利申请已超 3 万件。2023 年，公司新增专利申请中发明专利超 90%，海外专利超 33%，覆盖美、欧、日、韩等多个国家和地区，遍及柔性 OLED、传感、人工智能、大数据等多个领域，同时，公司全球持有授权有效专利超 4 万件，并连续第六年位列美国专利授权排行榜全球 TOP20。公司拥有较为完善的专利护城河，为维持技术竞争力奠定了基础。

图表3 公司历年研发投入及研发人员情况（亿元、人）

项目	2018	2019	2020	2021	2022	2023
研发投入金额（亿元）	72.38	87.48	94.42	124.36	126.02	125.63
研发投入占营业收入比例（%）	7.45%	7.54%	6.97%	5.67%	7.06%	7.20%
研发人员数量（人）	19627	19617	19694	19708	21075	21888
研发人员占比（%）	28.73%	30.17%	25.76%	24.80%	23.86%	24.17%

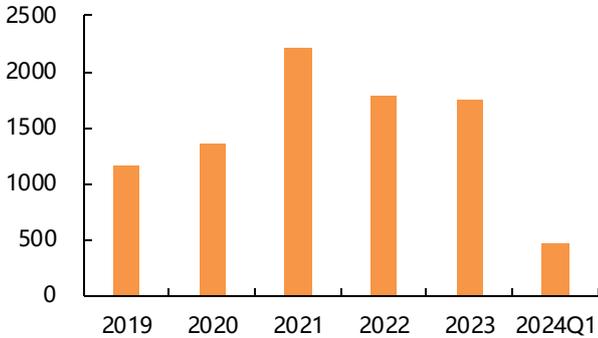
资料来源：iFind，平安证券研究所

1.3 面板周期减弱有望推动公司业绩趋稳，折旧峰值过后有望释放利润

近年公司业绩呈现出较为明显的波动性，后续随着面板行业周期性趋弱，公司业绩的波动性有望平缓，盈利能力有望稳中有升。收入方面，2019-2023 年，公司收入分别为 1160.6 亿元、1355.5 亿元、2210.4 亿元、1784.1 亿元、1745.4 亿元，波动明显，其中，公司 2021 年收入达到 2210.4 亿元阶段性峰值，主要因为 2021 年是面板大周期（2019 年末-2022 年末）的价格高位阶段，当年公司深度受益；2024Q1，公司收入为 458.9 亿元，同比增长 20.84%。利润方面，2019-2023 年，公司归母净利润分别为 19.2 亿元、50.4 亿元、259.6 亿元、75.4 亿元、25.5 亿元，与收入的波动规律基本一致，2024Q1，

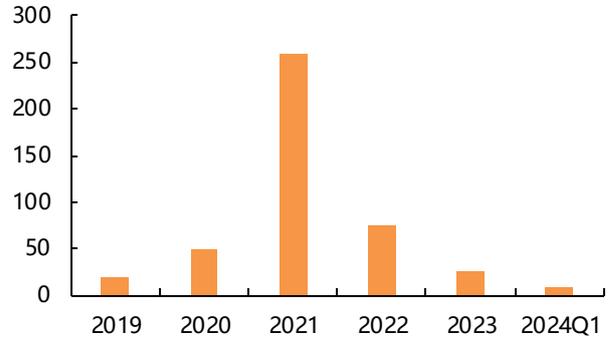
公司归母净利润为 9.8 亿元，同比大增 297.8%。当前，中国大陆集中了全球大部分面板产能，且产能集中度未来有望进一步提升，面板厂具备控产保价、按需生产的能力，面板行业的周期性将得到抑制，公司业绩的波动性有望逐渐弱化。

图表4 公司近年营业收入情况（亿元）



资料来源：iFind，平安证券研究所

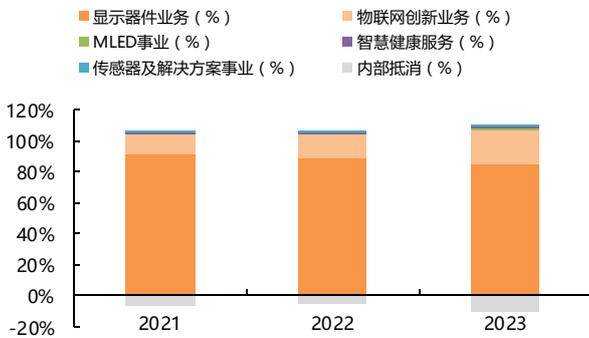
图表5 公司近年净利润情况（亿元）



资料来源：iFind，平安证券研究所

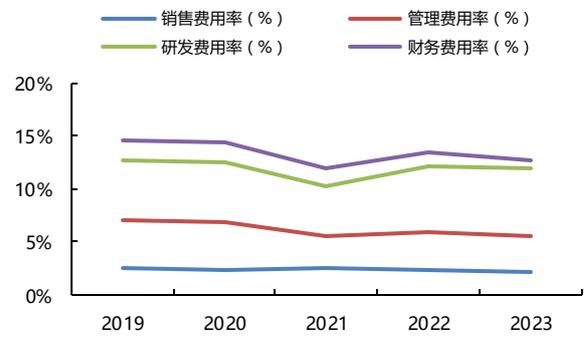
公司是全球面板行业龙头，核心为显示器件业务，收入占比长期维持在 80%-90%之间。公司业务范围划分为显示器件业务、物联网创新业务、MLED 事业、智慧健康服务、传感器及解决方案事业，其中，显示器件业务是公司的核心，也是公司的主要收入来源，2021-2023 年，公司显示器件业务的收入占比分别为 91.49%、88.53%、84.25%，长期维持在约 80%-90%的较高水平。费用率方面，2019-2023 年，公司研发费用率从 5.77%增长至 6.49%，销售费用率从 2.51%下降至 2.14%，管理费用率从 4.49%下降至 3.41%，财务费用率从 1.72%下降至 0.66%，除研发费用率外，公司其他三大费用率整体呈现下降趋势。

图表6 公司近年营收结构情况（%）



资料来源：iFind，平安证券研究所

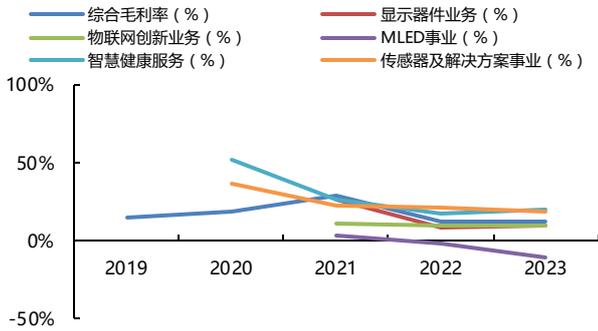
图表7 公司近年费用率情况（%）



资料来源：iFind，平安证券研究所

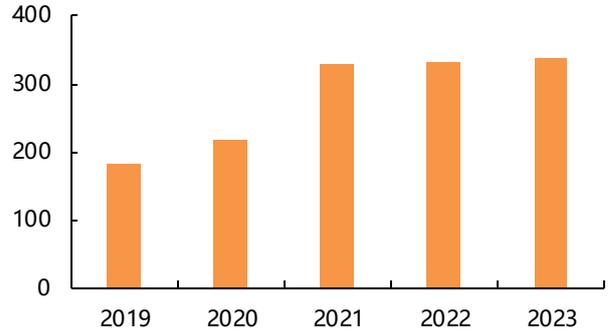
公司毛利率波动与行业周期较为吻合，固定资产折旧近年维持在 330-340 亿元的较高水平。2019-2023 年，公司综合毛利率分别为 15.18%、18.55%、28.84%、11.70%、12.55%，与公司营业收入及归母净利润波动规律较为吻合，后续随着面板行业的周期波动减弱，公司毛利率有望趋于稳定。此外，公司所处的面板行业属于重资产行业，折旧节奏对其盈利表现影响较大，经过前些年的大规模产线投资，目前逐渐接近公司的折旧高峰期，根据公司历年年报，2019-2023 年，公司固定资产折旧计提分别为 184.2 亿元、218.8 亿元、330.8 亿元、332.3 亿元、339.2 亿，固定资产折旧近三年维持在 330-340 亿元的较高水平，后续随着各条新建产线陆续转固，公司将迎来折旧高峰期，再之后公司早期产线将陆续折旧完毕，利润将逐渐释放。

图表8 公司整体及各业务毛利率情况 (%)



资料来源: iFind, 平安证券研究所

图表9 公司近年固定资产计提折旧情况 (亿元)



资料来源: 公司历年年报, 平安证券研究所

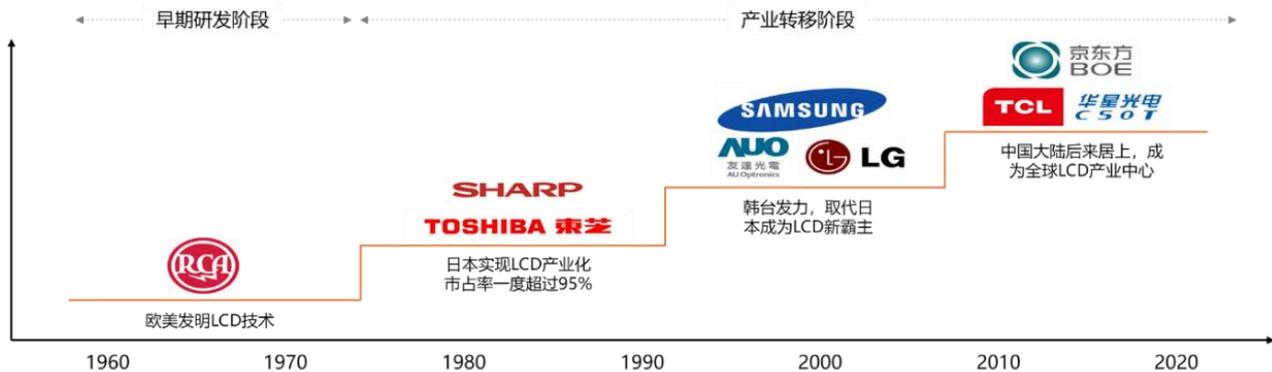
二、LCD 面板巨头，有望受益于行业周期弱化趋势

2.1 LCD 产业成熟，长期呈现强周期属性

液晶显示 (LCD) 产业成熟，是目前中大尺寸显示应用场景的主流。LCD 显示属于被动发光，需要搭配背光源及两层偏光片，液晶分子则充当开关作用，通过施加电压即可控制液晶分子偏转从而实现对显示像素的亮暗控制。LCD 产业目前已经成熟，在小 (手机)、中 (IT、车载)、大 (电视) 尺寸市场中均有广泛应用，虽然在部分市场的高端场景中可能面对 OLED 等新技术的竞争，但 LCD 显示仍然是中、大尺寸显示应用场景的主流，且 Mini LED 背光以及 QD 技术的加持赋予了 LCD 与 OLED 等新技术媲美的竞争力，LCD 是显示产业不可或缺的重要组成部分。

从 LCD 技术的发展历程来看，LCD 主要经历了四个发展阶段，先后在美欧、日本、韩国、中国间发生了技术及产业转移：LCD 最初的材料基础理论和应用研究主要集中在美国和德国，而日本则率先实现了真正意义上的产业化，之后韩国、中国台湾地区则利用逆周期投资成功取代日本成为 LCD 新霸主，到如今韩国、中国台湾的 LCD 产业日渐衰退，中国大陆则后来居上，在技术、产能等方面实现了全面超越。

图表10 LCD 产业发展史

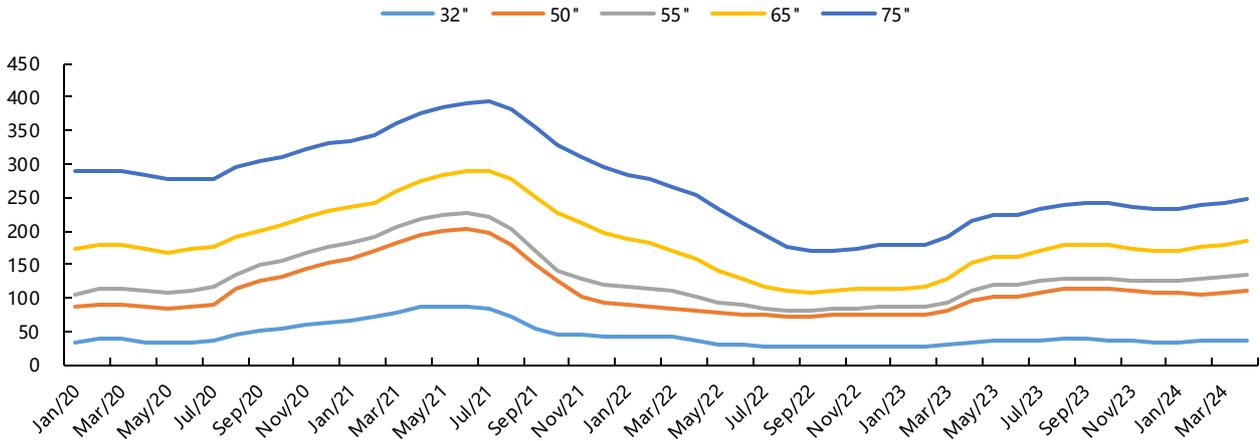


资料来源: 平安证券研究所

长期以来，LCD 面板产业具备强周期属性，面板价格伴随供需关系的变化呈现明显的周期波动。复盘 2019 年末-2022 年末的面板周期:该轮周期起于 2019 年末,在需求端疫情宅经济拉动需求上升以及供给端韩国厂商逐步关停产线的共同推动下，

面板价格开始上涨，面板产业迎来上行周期；2021 年 6 月该上涨周期迎来高点，需求逐渐透支，供过于求严重，面板价格开始下跌，面板产业进入下跌周期，到 2022 年末面板价格跌至谷底，在供给端严格控产后，供需逐渐平衡，价格维持稳定。根据群智咨询数据，本轮周期中，以 55” 电视面板为例，2019 年 12 月价格约为 106 美元/片，到 2021 年 6 月，价格上涨到约 226 美元/片，涨幅达到 113.2%，属于罕见的面板大牛市，到 2022 年末，55” 电视面板的价格下降到约 82 美元/片左右，降幅为 63.7%。

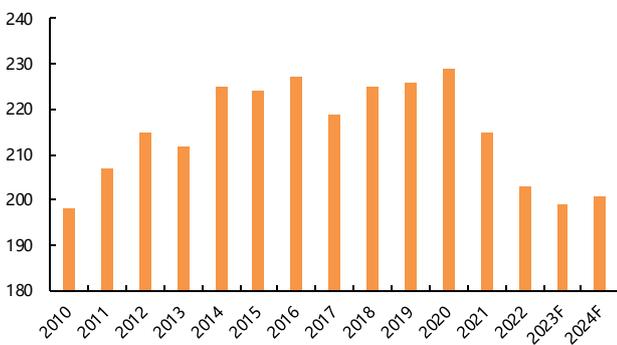
图表11 LCD 面板价格周期变动情况（美元/片）



资料来源：群智咨询，平安证券研究所

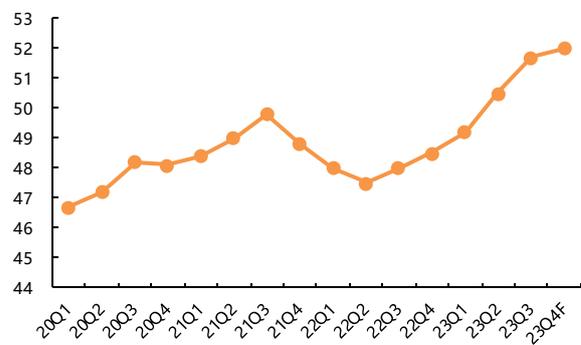
2024 年全球电视市场有望迎来触底反转，叠加电视面板平均尺寸快速增长，电视面板的市场需求较为乐观。根据奥维睿沃数据，2024 年在体育赛事带动下，全球电视出货规模将达到 2.01 亿台，同比增长 1.1%。2014-2020 年间，电视出货量常年维持在约 2.2 亿台-2.3 亿台的区间内，2020 年在疫情带来的宅经济推动下，电视出货规模达到 2.29 亿台，达到近年来的峰值；随后，在需求下滑的影响下，市场规模有所下降，2023 年，预计全球电视出货量为 1.99 亿台；进入 2024 年，随着多个大型体育赛事举办，电视市场有望迎来转机，全球电视出货量将实现触底回暖，根据奥维睿沃数据，预计 2024 年将实现 2.01 亿台的电视出货量，同比增长 1.1%。此外，电视面板的平均尺寸维持快速增长趋势。根据奥维睿沃数据，2022 年 Q2，电视面板的平均尺寸为 47.5”，2023 年 Q4 电视面板平均尺寸预计将增长到 52.0”，面积涨幅达到 4.5”，电视面板平均尺寸的持续上涨将对 LCD 产业带来持续的增长需求。

图表12 近年全球电视出货量情况（百万台）



资料来源：奥维睿沃，平安证券研究所

图表13 电视面板平均尺寸变化趋势（英寸）

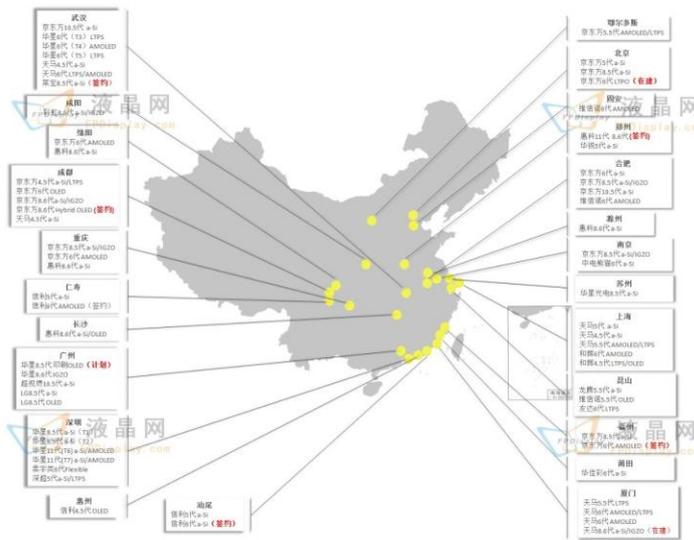


资料来源：奥维睿沃，平安证券研究所

2.2 中国大陆面板产能集中度高企，控产保价驱动面板周期走弱

随着 LCD 产业中心转移至中国大陆，中国大陆的 LCD 面板产能集中度高企，国内面板厂逐渐掌握产业链话语权。京东方、TCL 华星光电、惠科是目前全球范围内 LCD 面板领域的三大龙头，均在中国大陆，根据液晶网信息，这三家面板厂拥有 G8.5/G8.6 LCD 产线共 14 条，拥有 G10.5/G11 LCD 产线 4 条，牢牢掌握全球 LCD 产业之牛耳，为掌握产业链话语权奠定了基础。此外，根据 Omdia 源引 Mainichi Shinbun 信息，夏普将关闭旗下的 G10 LCD 产线 SDP，根据 Cinno 消息，LGD 计划出售其位于广州的 G8.5 LCD 产线，若上述两件事情发生，将进一步提高中国大陆面板厂的产能集中度，中国大陆在面板产业链中的话语权也将进一步提升。

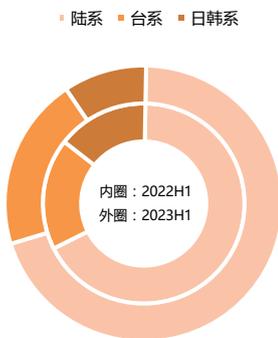
图表 14 中国大陆面板产线情况



资料来源：液晶网，平安证券研究所

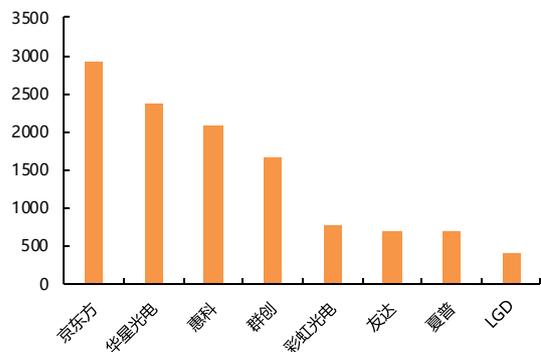
规模庞大的 LCD 产能集中在中国大陆，中国大陆面板厂市场份额高企。根据洛图科技数据，2023 年 H1，全球液晶电视面板出货量排名依次为：京东方、华星光电、惠科、群创、彩虹光电、友达、夏普、LGD，京东方、华星光电、惠科稳居前三；从市场份额角度看，根据洛图科技数据，2022 年 H1，中国大陆面板厂在 LCD 电视面板领域的全球份额为 67.3%，牢牢占据液晶面板产业主导地位，2023 年 H1，市场份额较去年同期进一步上涨 2.7 个百分点，达到 70%，全球 LCD 电视面板的话语权基本掌握在中国大陆面板厂商手中。

图表 15 全球液晶电视面板市场区域分布 (%)



资料来源：洛图科技，平安证券研究所

图表 16 全球液晶电视面板出货量@23H1 (万片)



资料来源：洛图科技，平安证券研究所

中国大陆面板厂凭借极高的产能集中度已经掌握了产业链话语权，基本具备控产保价、按需生产的能力，面板的周期属性逐渐得到抑制。复盘 2023 年至今的面板行情：2023 年初，在供给端严格控产的推动下，面板库存水平逐渐恢复健康，供需关系开始转变，面板产业迎来温和的上涨趋势，根据群智咨询数据，2023 年 1 月，55”电视面板价格约为 86.0 美元/片，2023 年 8-9 月价格达到顶点，约为 130.0 美元/片，涨幅为 51.2%，之后面板价格开始下跌，截止到 2023 年 12 月，55”电视面板价格下降到 125.0 美元/片，降幅约为 3.8%，面板厂再次启动控产保价策略；时间进入 2024 年，控产保价效果初显，各尺寸电视面板价格开始复苏，2023 年的面板行情开始重演，面板进入新一轮涨价周期，根据群智咨询数据，2024 年 4 月，55”电视面板价格为 135 美元/片，较 1 月上涨 7.1%。综上，在供给端按需生产的策略下，面板周期的持续时间、价格波动幅度正逐渐减弱，面板的周期性得到抑制，面板厂的盈利能力有望趋于稳定。

2.3 公司 LCD 产能规模庞大，有望在周期减弱趋势中充分受益

公司拥有全球首屈一指的 LCD 产能规模，在下游各类终端应用中的市占率均保持较高水平，在 LCD 产业链中拥有较强的话语权，此外，公司持续升级 LCD 技术，通过多方面创新赋予 LCD 这一成熟技术新的竞争活力，市场地位稳健。

公司共拥有 8 条 G8.5 及以上高世代 LCD 产线，产线规模位居全球第一。公司在北京、合肥、重庆、福州布局了 4 条 G8.5 LCD 产线，并收购了中电熊猫在南京和成都的两条 G8.5/G8.6 LCD 产线，目前公司共拥有 6 条 G8.5/G8.6 高世代 LCD 产线；此外，公司在合肥、武汉布局了两条 G10.5 LCD 产线，主要生产 TV 面板产品，因此，公司合计拥有 8 条 G8.5 及以上高世代 LCD 产线，规模位居行业榜首。

随着多条 LCD 产线折旧压力缓解，公司 LCD 业务的盈利能力有望逐渐释放。LCD 产线属于重资产投资，折旧节奏会对其利润产生影响，从公司各条 LCD 产线的投产日期看，根据液晶网信息，公司北京、合肥两条 G8.5 以及 1 条 G6 LCD 产线已经投产超 10 年，重庆 G8.5 产线也已投产 9 年，福州 G8.5 产线投产 7 年，这些 LCD 产线的折旧压力不大，利润释放潜力凸显，根据公司年报披露，2023 年，重庆京东方光电、合肥鑫晟光电、合肥京东方光电的净利润分别为 34.2 亿元、7.8 亿元、8.1 亿元，合计 50.1 亿，是 2023 年公司利润的主要来源，后续随着公司更多 LCD 产线折旧接近尾声，LCD 面板业务将逐渐为公司释放可观的利润。

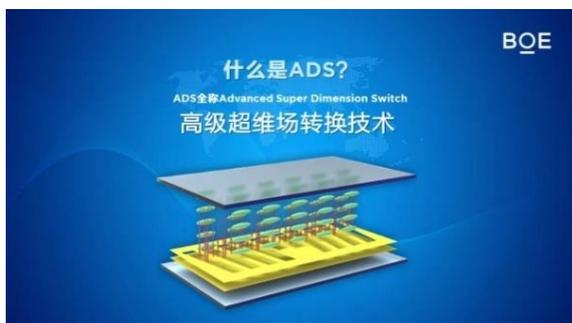
图表17 京东方高世代 LCD 产线情况

厂商	地区	产线	技术路线	投产时间	投资金额（亿元）
京东方	合肥	G6	a-Si	2010 年 11 月	175
	北京	G8.5	a-Si	2011 年 6 月	280
	合肥	G8.5	a-Si/IGZO	2013 年 12 月	285
	南京	G8.5	a-Si/IGZO	2015 年 3 月	291.5
	重庆	G8.5	a-Si/IGZO	2015 年 4 月	328
	福州	G8.5	a-Si	2017 年 2 月	300
	成都	G8.6	a-Si/IGZO	2018 年 2 月	280
	合肥	G10.5	a-Si	2018 年 3 月	400
	武汉	G10.5	a-Si	2019 年 11 月	460

资料来源：液晶网，平安证券研究所

公司持续对 LCD 进行技术升级，改善 LCD 显示性能，激发 LCD 市场活力。2021 年，京东方发布技术品牌-高端液晶显示技术 ADS Pro。ADS Pro 是高端 LCD 技术解决方案，具有全视角、无色偏、超高刷新率的优势，其在京东方 ADS 技术的基础之上，进一步叠加 Mini LED、BD Cell、高刷新率、高分辨率、高色域、健康护眼等高端技术，使屏幕显示效果更接近人眼所看到的真实的画面，更能保护人眼健康。在新技术的加持下，LCD 显示性能大幅改善，基本具备在高端市场与 OLED 等新技术正面竞争的实力，为 LCD 这一成熟技术注入新活力。

图表18 ADS 技术



资料来源: BOEDisplay 公众号, 平安证券研究所

图表19 公司 ADS Pro 技术品牌



资料来源: 公司官网, 平安证券研究所

图表20 公司 ADS Pro TV



资料来源: BOEDisplay 公众号, 平安证券研究所

图表21 公司 ADS Pro MNT



资料来源: BOEDisplay 公众号, 平安证券研究所

公司在 LCD 技术、产能等方面均处于行业领先地位, 市场竞争力强大, 在 LCD 整体及五大主流领域产品的出货连续多年保持全球第一。根据公司年报, 2023 年, 公司继续稳居半导体显示领域领先市场地位, 在智能手机、平板电脑、笔记本电脑、显示器、电视五大主流应用领域出货量继续稳居全球第一, 优势高端旗舰产品保持突破, 超大尺寸 (≥85 英寸) 产品全球出货量第一, ADS Pro 产品实现 TV 高端市场突破。公司凭借强大的技术实力和产能规模, 连续多年取得了优异的市场表现, 后续 LCD 产业周期弱化, 公司有望率先受益。

三、 OLED 行业快速发展, 静待公司盈利能力释放

3.1 OLED 在小尺寸持续攻城略地, 并逐渐往中尺寸产品渗透

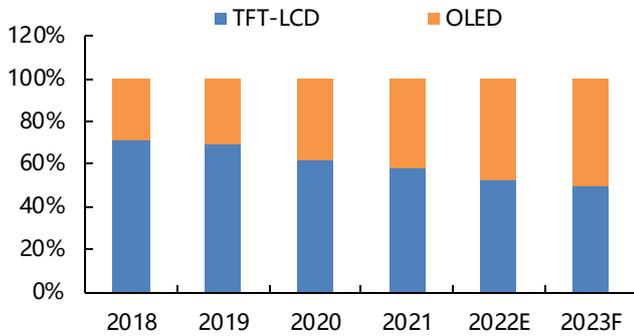
OLED 凭借全固态、可柔性、高画质等优势, 在小尺寸手机应用中占据半壁江山, 且正在强势开拓 IT 等中尺寸产品应用, 处于快速发展期。

OLED 正逐渐成为智能手机的主流显示技术。2011 年, 全球首款 OLED 手机-诺基亚 N85 发布, 标志着 OLED 技术正式进入智能手机领域, 随后三星也推出了搭载 OLED 面板的智能手机, 并在 FMM OLED 领域持续发力, 逐渐成为 OLED 领域的技术和产品引领者; 经过十几年的发展, 目前全球主流手机品牌均已采用 OLED 技术, 其旗舰机型大都搭载 AMOLED 面板, 且正逐渐往中低端机型渗透, 根据 TrendForce 数据, 2018 年 OLED 在智能手机中的渗透率约为 29.2%, 预计 2023 年将增长到 50.8%, OLED 已占据小尺寸手机市场的半壁江山。

智能手机上搭载的 OLED 面板分为刚性 OLED 和柔性 OLED, 其中柔性 OLED 由于轻薄、形态可变的优势逐渐成为主流。3D 弯曲屏是目前最常见的柔性形态, 其特征为屏幕边缘呈弧形形状, 能够给用户不一样的触感, 而折叠、滑卷、卷曲

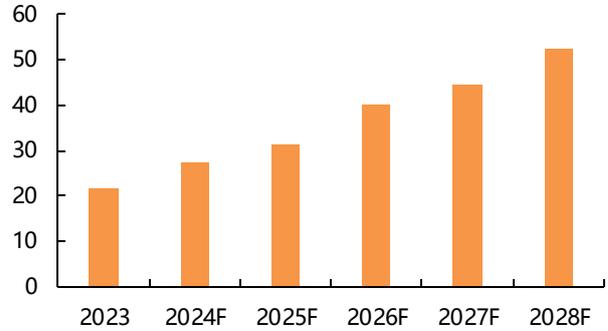
等全新的柔性形态层出不穷，这些新形态将赋予终端用户完全不同的使用体验，待后续折痕、信赖性等问题解决后，柔性新形态有望成为智能手机市场的一大增长点。根据 UBI Research 数据，2023 年，全球折叠手机面板出货量约为 2180 万片，预计 2028 年将达到 5270 万片，年复合增长率约为 19.3%。

图表22 OLED 在智能手机中的渗透率情况 (%)



资料来源: TrendForce, 平安证券研究所

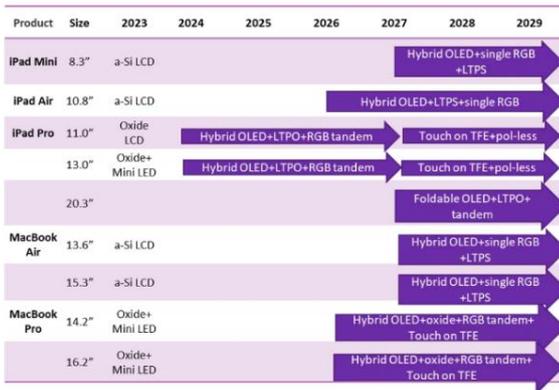
图表23 折叠手机 OLED 面板出货量 (百万片)



资料来源: UBI Research, 平安证券研究所

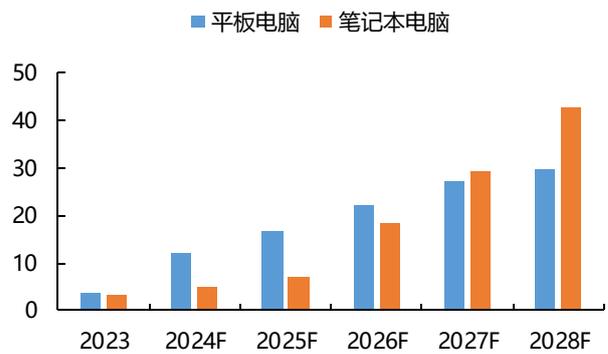
OLED 技术正逐渐从智能手机往 IT 产品拓展。IT 产品 (平板电脑、笔记本电脑等) 在显示形态方面已经有较长时间未更新迭代，终端客户逐渐产生审美疲劳，因此市场亟待新的创新点出现，OLED 技术凭借其柔性、轻薄、窄边框、高画质等优势，完美符合以上需求，有望在 IT 领域大放异彩。2024 年 5 月 7 日，苹果发布最新款 iPad，iPad Pro 型号已经搭载双层串联 OLED 屏，另外，根据 Omdia 信息，苹果计划 2026 年在其 MacBook 产品上搭载 OLED 屏，鉴于苹果在消费电子领域的龙头地位，引领能力强大，苹果此举有望带动 OLED 技术在 IT 产品中快速拓展。根据 Omdia 数据，2023 年，用于笔记本电脑的 OLED 面板出货量约为 340 万片，用于平板电脑的 OLED 面板出货量约为 370 万片，预计 2028 年出货量将分别增长到约 4270 万片和 2960 万片，年复合增长率分别为 65.9%和 51.6%。

图表24 苹果技术路线图



资料来源: Omdia, 平安证券研究所

图表25 全球 IT 用 OLED 面板出货量 (百万片)

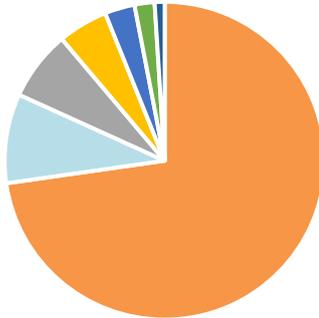


资料来源: Omdia, 平安证券研究所

产业格局方面，韩国 SDC 和 LGD 长期处于垄断地位，近年国内面板厂强势切入 OLED 领域并陆续实现技术突破，已成功打破韩国垄断，与韩国厂商同台竞争。AMOLED 属于技术密集型及资金密集型产业，一条月产 45K 产能的产线投资大约 400-500 亿人民币，目前 AMOLED 面板的生产厂商主要集中于韩国、中国两地。长期以来，韩国厂商在 OLED 领域拥有明显的先发优势，紧握 OLED 产业之牛耳，根据 Cinno Research 数据，2021 年，韩国 SDC、LGD 在 OLED 手机面板的市占率合计为 79%，中国京东方、维信诺、华星光电、天马、和辉光电市占率合计仅为 20%左右，OLED 产业话语权基本掌握在韩国手中；近年来，国内厂商快速进步，与韩国厂商逐渐展开正面竞争，市场地位稳步提升，根据 Cinno Research 数据，2024 年一季度，京东方、维信诺、华星光电、天马、和辉光电 OLED 手机面板市占率合计约为 53%，超过韩国 SDC 和 LGD 的 47%，较 2021 年增长约 33 个百分点，标志着中国 OLED 产业发展迈上新台阶。

图表26 OLED手机面板出货量市占率@2021

SDC BOE LGD Visionox EDO CSOT Tianma



资料来源: Cinno Research, 平安证券研究所

图表27 OLED手机面板出货量市占率@2024Q1

SDC BOE Visionox CSOT Tianma LGD EDO



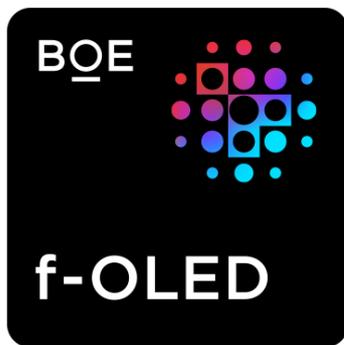
资料来源: Cinno Research, 平安证券研究所

3.2 公司 OLED 业务实力雄厚，扭亏为盈未来可期

公司 OLED 业务国内领先，具备较为强大的全球竞争力。公司 OLED 业务在技术水平、产能规模、出货量、客户结构等方面均处于国内领先水平，且发展势头迅猛，与韩国 OLED 面板厂商基本处于同台竞争的水平，随着 OLED 产业边际向好，近年公司 OLED 业务减亏趋势明显，未来盈利可期。

公司在柔性新形态、EL 发光器件等 OLED 核心领域具备强大的技术实力，2021 年发布技术品牌 f-OLED。柔性形态方面，公司拥有柔性 N 形折叠、柔性 360° 折叠、滑卷显示、腕带显示、柔性“十字双向折叠”、柔性双滑卷、柔性卷曲笔记本显示、柔性升降滑卷车载中控屏等系列尖端柔性 AMOLED 技术，并持续进行创新突破；核心 EL 器件方面，公司持续打造柔性 OLED Q/K 系列技术平台，其中，Q 系列平台采用新型发光器件，在亮度、寿命、续航、色域和温升控制等方面性能卓越，优于市面上的常规 OLED 器件，适用于高端智能手机、穿戴等场景，K 系列平台则是采用双层堆叠方案，具备高亮度、长寿命、高效率等优势，适用于车载显示、笔记本电脑、旗舰手机等场景。2021 年，公司推出 f-OLED 技术品牌，f-OLED 是公司高端柔性 OLED 技术解决方案，具有色彩绚丽、形态多变、集成度高等优势，基于 f-OLED 技术品牌，公司研发出折叠屏、四曲屏、超视网膜护眼屏等创新产品，重塑了显示产业新标杆。

图表28 公司 f-OLED 技术品牌



资料来源: 公司官网, 平安证券研究所

图表29 公司柔性卷曲笔记本显示



资料来源: BOE 创新汇公众号, 平安证券研究所

图表30 公司 Q 系列技术平台



资料来源：BOE 创新汇公众号，平安证券研究所

图表31 公司 K 系列技术平台



资料来源：BOE 创新汇公众号，平安证券研究所

公司拥有国内规模最大的 OLED 产线产能，2023 年公告投建 G8.6 高世代 OLED 产线，与国际同业基本处于并行状态。根据公司公告，公司在成都、绵阳、重庆分别拥有 1 条 G6 AMOLED 产线，设计产能均为 48K/M，产能合计 144K/M，此外，公司在鄂尔多斯还拥有一条 G5.5 AMOLED 产线，主要生产中小尺寸 LTPS LCD 和 AMOLED 显示器件，综合来看，公司 AMOLED 产能规模国内第一；2023 年 11 月，公司公告投建 G8.6 AMOLED 产线，设计产能 32K/M，分两期分阶段建设，主攻中尺寸 OLED IT 类产品，总投资 630 亿元，属于全球首批高世代 AMOLED 半导体显示产线，与国际同业基本处于并行状态。

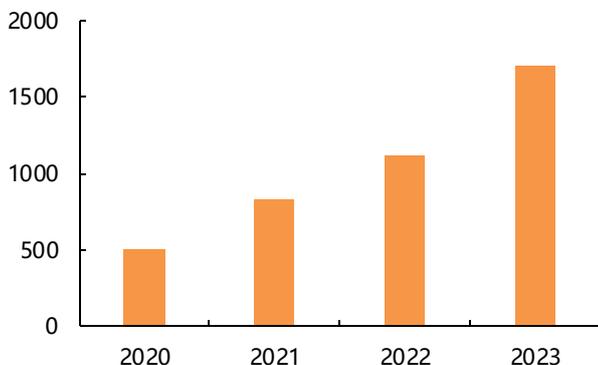
图表32 京东方 OLED 产线情况

厂商	地区	产线	技术路线	设计产能 (K/M)	是否量产	投资金额 (亿元)
京东方	成都	G6	LTPS/AMOLED	48	是	465
	绵阳	G6	柔性 AMOLED	48	是	465
	重庆	G6	柔性 AMOLED	48	是	465
	鄂尔多斯	G6	AMOLED<PS LCD	54	是	220
	成都	G8.6	AMOLED	32	否	630

资料来源：公司公告，平安证券研究所

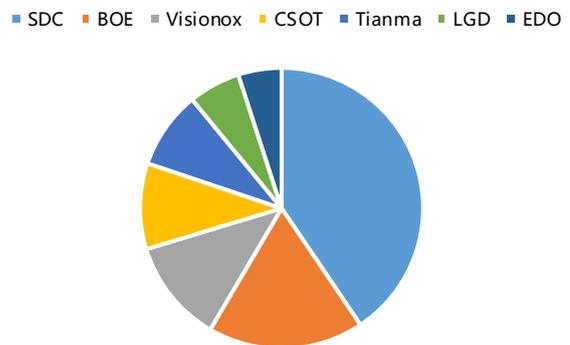
公司 OLED 面板出货规模快速增长，2023 年出货量近 1.2 亿片，市占率仅次于 SDC，位居全球第二。出货规模方面，根据公司历年年报，2020-2023 年公司 AMOLED 销售面积从 501km² 快速增长到 1704km²，年复合增长率高达 50.4%，2023 年，公司 AMOLED 出货量近 1.2 亿片，创单年出货量新高，公司预计 2024 年 AMOLED 出货量将进一步增长到 1.6 亿片，增幅超过 30%；市占率方面，根据 Cinno Research 数据，2024 年 Q1，公司 AMOLED 手机面板的全球市占率约为 18%，仅次于三星显示 (SDC)，位居全球第二，市场地位举足轻重。

图表33 公司近年 AMOLED 销售量情况 (km²)



资料来源：公司历年年报，平安证券研究所

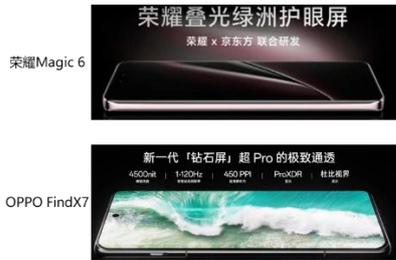
图表34 AMOLED 手机面板市占率 @24Q1 (%)



资料来源：Cinno Research，平安证券研究所

公司 OLED 手机面板的下游客户包括华为、荣耀、OPPO、VIVO 等主流手机厂商，且积极参与国际市场竞争。京东方 OLED 手机面板性能优异，获得了下游客户的广泛认可，国内主流手机厂商的多款旗舰手机如荣耀 Magic 6 系列、OPPO Find X7 系列、VIVO X100 系列等均搭载了公司的 OLED 屏，且其在折叠 OLED 方面积累雄厚，包括荣耀 Magic V、OPPO Find N3、VIVO X Flip 等在内的折叠手机搭载的也是公司的折叠 OLED 屏，充分表明京东方 OLED 手机面板具备优异的性能以及强大的市场竞争力。此外，京东方积极参与国际竞争，位列苹果公布的 2023 财年供应链名单之中，获得国际市场的认可。

图表35 搭载公司 OLED 屏的旗舰手机



资料来源：京东方 BOE 公众号，平安证券研究所

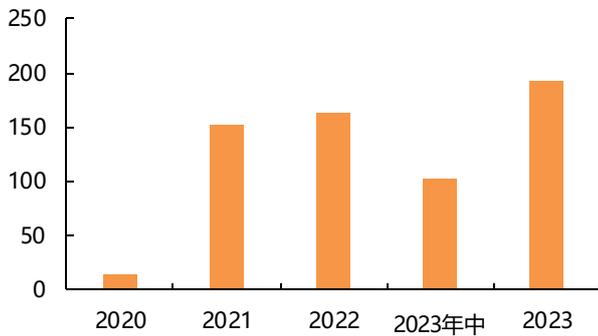
图表36 搭载公司 OLED 屏的折叠手机



资料来源：京东方 BOE 公众号，平安证券研究所

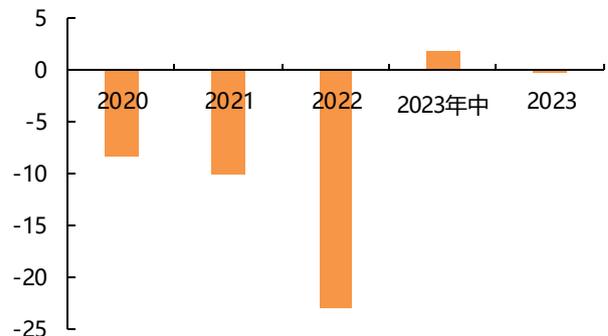
绵阳京东方 OLED 产线减亏趋势明显，扭亏为盈的标志性时点将近。根据公司历年年报，2020-2023 年，绵阳京东方营收分别为 14.1 亿元、152.5 亿元、163.6 亿元、193.8 亿元，维持稳定的上涨趋势，净利润则分别为-8.3 亿元、-10.0 亿元、-23.0 亿元、-0.24 亿元，2023 全年大幅减亏；另外，2023 上半年，绵阳京东方实现了 2.0 亿的盈利，表明该条产线扭亏时点将近，盈利潜力有望逐渐释放。

图表37 绵阳京东方近年收入情况（亿元）



资料来源：公司历年年报，平安证券研究所

图表38 绵阳京东方近年净利润情况（亿元）



资料来源：公司历年年报，平安证券研究所

四、 坚定“屏之物联”战略，构建“1+4+N+生态链”发展架构

4.1 坚定“屏之物联”战略，建立生态协同的价值增长体系

基于在半导体显示与物联网产业的多年探索实践，公司创新提出了适配企业物联网转型发展的“屏之物联”战略，将“屏”作为人类信息交互的重要端口及物联时代数实融合的第一触点，发掘“屏”无处不在的增长机遇，依托自身“屏”之核心优势，通过将“屏”集成更多功能、衍生更多形态、植入更多场景，协同众多伙伴不断拓展“屏”之应用能力，实现数字化时代“屏即终端”的用户感知革命，构建“屏即平台、屏即系统”的产业生态。在“屏之物联”的战略引领下，公司打造了从显示面板到智慧终端，再到系统方案的全产业链价值创造体系。

物联网创新、传感、MLED、智慧医工是公司物联网转型中布局的四条主战线。1) 物联网创新。为客户提供电视、显示器、笔记本电脑、平板电脑、低功耗、IoT、3D 显示等领域的智慧终端产品，并以人工智能、大数据为技术支撑，聚焦软硬

融合的产品与服务，提供智慧园区、智慧金融等物联网细分领域的整体解决方案。2) 传感。覆盖玻璃基和硅基两大领域，业务聚焦于智慧视窗、创新玻璃基传感器器件、MEMS 传感器、工业传感器、消费电子等，为客户提供智能调光视窗及调光系统解决方案、工业传感器及解决方案、MEMS 传感器、X-ray 平板探测器背板等产品和解决方案。3) MLED。包括 LED 背光以及户外、商用、透明等细分应用领域的 Mini/Micro LED 显示产品。4) 智慧医工。提供健康医疗、智慧康养、医工融合产品等服务与解决方案。

4.2 公司在 MLED 领域深入布局，推出 α-MLED 技术品牌

背光、直显双布局，推出 α-MLED 技术品牌。公司 MLED 业务包括背光、直显两大组成部分，其中，Mini LED 背光是 LCD 的重要升级方向，具有黑区更深邃、亮部更明媚、抑制眩光让明暗画面更自然的特点，在大尺寸 TV、中尺寸 IT 以及车载等领域具有广泛的应用；直显部分，公司引入玻璃基技术，AM 驱动，从根源上解决屏闪问题，减少对眼睛的损伤，提高画面稳定性和流畅度，安全舒适。2021 年，公司推出 α-MLED 技术品牌，是业界领先的玻璃基新型 LED 显示系统及解决方案，具有超高亮度、超高对比度、超广色域与极低频闪的特点，2021 年完成首个玻璃基 AMP0.9 直显 MLED 产品的交付。

图表39 公司 α-MLED 技术品牌



资料来源：公司官网，平安证券研究所

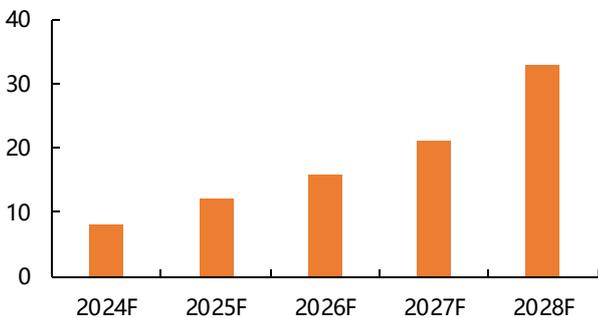
图表40 公司玻璃基 AM P0.9 MLED 产品



资料来源：BOE 晶芯科技公众号，平安证券研究所

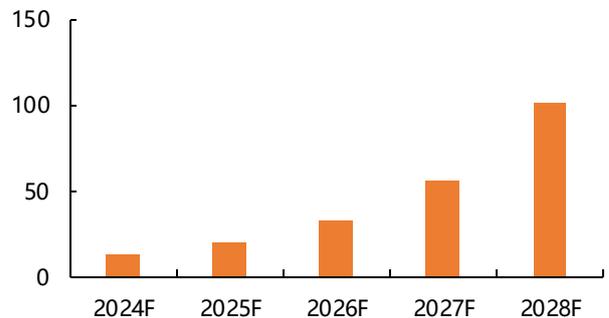
公司控股华灿光电，补全上游芯片版图，有望实现 1+1>2 的协同效应，在 Mini/Micro LED 领域大放异彩。根据洛图科技数据，2024-2028 年，全球 Mini LED 直显市场规模将从 8 亿美元增长到 33 亿美元，CAGR 约为 43%，全球 Micro LED 市场将从 14 亿美元增长到 102 亿美元，CAGR 约为 64%，市场潜力巨大。公司通过控股华灿光电，补足了其在上游材料端的布局，打通了 Mini/Micro LED 垂直产业链，有望激发 MLED 显示面板和芯片两大核心技术“1+1>2”的融合优势，建立完整的 MLED 技术和生态体系，从而在 Mini/Micro LED 领域大放异彩。

图表41 全球 Mini LED 直显市场规模（亿美元）



资料来源：洛图科技，平安证券研究所

图表42 全球 Micro LED 市场规模（亿美元）



资料来源：洛图科技，平安证券研究所

五、 盈利预测

5.1 盈利预测

(1) 显示器件业务：该业务板块主要包括 LCD 和 OLED 两大方向，是公司的核心业务。LCD 方向，2024 年全球 TV 面板出货量预计略有提升，且 TV 面板的平均尺寸持续增长，公司作为全球第一大 LCD 面板厂，2024 年 LCD 面板出货规模大概率将增加，同时，2024 年初面板厂便开始执行控产保价策略，截至目前 TV 面板价格较去年同期明显更高，全年有望维持该形势，因此 2024 年 LCD 面板市场有望呈现同比量价齐升的格局，利好公司 LCD 业务，且后续随着 LCD 面板周期走弱，成长属性增强，该趋势有望得到延续；OLED 方向，OLED 在手机中的渗透率不断提高且逐渐往中尺寸 IT 等领域渗透，长期看是一个可观的增量市场，公司拥有 3 条 G6 产线，B11 有望率先盈利，B12 也开始快速放量，预计未来公司 OLED 出货量将维持稳定增长趋势，同时，OLED 面板价格出现明显的回暖迹象，边际改善趋势明确，公司 OLED 产线有望在国内率先实现扭亏为盈，且后续公司 G8.6 OLED 产线建成投产后，将进一步增强公司在 OLED 领域的领先地位。综上，我们预计 2024、2025、2026 年公司显示器件业务的收入增速分别为 17.0%、11.0%、5.0%，毛利率分别为 17.5%、17.0%、16.5%。

(2) 物联网创新业务：该业务模块主要是智能终端产品以及智慧园区、智慧金融等整体解决方案，是公司依托显示面板业务基础，并融合人工智能、大数据等技术进行的应用外拓，对公司而言有较为雄厚的技术基础，且符合物联网、人工智能的发展趋势，我们预计 2024、2025、2026 年公司该业务板块的收入增速分别为 15.0%、15.0%、10.0%，毛利率分别为 9.2%、9.0%、8.8%。

(3) MLED 事业：MLED 分为背光和直显两大方向，其中，Mini LED 背光是 LCD 主要升级方向，赋予 LCD 在高端领域与 OLED 一争高下的能力，而 Mini LED 直显、Micro LED 技术进步迅速，在商显等领域的应用正逐步扩张，因此，MLED 总体呈现可观的增长趋势。京东方在 MLED 领域做了全面布局，子公司晶芯科技总揽 Mini/Micro LED 业务，且控股华灿打通上游垂直产业链，具备较强的市场竞争实力，在 MLED 蓬勃发展潮流中有望充分受益，我们预计 2024、2025、2026 年公司 MLED 事业收入增速分别为 130.0%、80.0%、50.0%，毛利率分别为-5.0%、5.0%、10.0%。

(4) 智慧健康服务：该业务板块是公司重点发展的高潜事业，重点打造以健康管理为核心、医工产品为牵引、数字医院和疗养社区为支撑的健康物联网生态，符合大健康趋势。2023 年 10 月，公司首个智慧医养示范社区-“锦城拾光”顺利启航，标志着公司全周期健康服务闭环趋于完善，我们预计 2024、2025、2026 年公司该业务板块收入增速分别为 30.0%、30.0%、35.0%，毛利率分别 20.0%、22.0%、24.0%。

(5) 传感器及解决方案事业：该业务板块中，公司主要聚焦光电传感，拥有生物检测、指纹识别、智慧视窗、医疗影像、工业传感器等产品类别，很大程度上是公司现有技术的复用及应用外拓，取得了不错的效果，未来随着信息交互的快速发展，该业务板块有望呈现稳定的增长趋势，我们预计 2024、2025、2026 年公司该业务板块收入增速分别为 30.0%、30.0%、35.0%，毛利率分别 20.0%、20.5%、21.0%。

图表 43 公司各业务板块盈利预测

财务数据		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	绝对值 (亿元)	1745.4	2118.6	2448.7	2674.6
	同比增长率	-2.2%	21.4%	15.6%	9.2%
营业成本	绝对值 (亿元)	1526.3	1768.2	2057.0	2255.7
毛利率	(%)	12.6%	16.5%	16.0%	15.7%
净利润	绝对值 (亿元)	25.5	66.3	97.4	126.1
	同比增长率	-66.2%	160.3%	46.8%	29.5%
显示器件业务	营业收入 (亿元)	1470.5	1720.5	1909.8	2005.3
	同比增长率	-6.9%	17.0%	11.0%	5.0%
	毛利率	9.2%	17.5%	17.0%	16.5%
物联网创新业务	营业收入 (亿元)	389.0	447.4	514.5	565.9
	同比增长率	42.8%	15.0%	15.0%	10.0%
	毛利率	9.3%	9.2%	9.0%	8.8%

MLED 事业	营业收入 (亿元)	29.0	66.7	120.1	180.2
	同比增长率	242.7%	130.0%	80.0%	50.0%
	毛利率	-11.2%	-5.0%	5.0%	10.0%
智慧健康服务	营业收入 (亿元)	27.9	36.3	47.2	63.7
	同比增长率	26.7%	30.0%	30.0%	35.0%
	毛利率	19.7%	20.0%	22.0%	24.0%
传感器及解决方案事业	营业收入 (亿元)	4.1	5.3	6.8	9.2
	同比增长率	32.1%	30.0%	30.0%	35.0%
	毛利率	18.4%	20.0%	20.5%	21.0%

资料来源: iFind, 平安证券研究所

5.2 估值分析

公司是显示面板龙头, 核心业务集中在 LCD 和 OLED 两大领域, 我们选取该赛道 TCL 科技、深天马 A 以及上游产业链公司三利谱作为公司的对标企业。根据 iFind 盈利预测及一致预期, 我们计算得到可比公司 5 月 13 日收盘价对应的 2024-2026 年平均 PE 分别为 17.2X、26.2X、14.3X, 公司 5 月 13 日收盘价对应的 2024-2026 年 PE 分别为 24.8X、16.9X、13.0X, 远期看具备估值优势。我们认为, 公司作为显示面板的龙头企业, 在 LCD 周期减弱以及 OLED 应用拓展的背景下, 具有较为可观的成长潜力。

图表44 公司与可比公司相对估值比较

证券简称	股票代码	收盘价 (5.13)	市值 (亿元)	EPS (元)			PE		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
TCL 科技	000100	4.68	878.86	0.27	0.42	0.53	17.1	11.2	8.9
深天马 A	000050	7.87	193.42	-0.24	0.14	0.35	-	56.2	22.8
三利谱	002876	24.15	41.99	1.40	2.13	2.14	17.2	11.3	11.3
平均			371.43	0.48	0.90	1.00	17.2	26.2	14.3
京东方 A	000725	4.36	1628.19	0.18	0.26	0.33	24.8	16.9	13.0

资料来源: iFind, 平安证券研究所。

5.3 投资建议

公司是全球显示面板龙头企业, 在 LCD、OLED 领域具备强大的竞争实力, LCD 产业周期减弱, 有望助力公司盈利能力趋于稳定, OLED 在小尺寸中快速拓展并逐渐往中尺寸 IT 等产品渗透, 公司 OLED 业务体量稳定增长, 扭亏为盈未来可期。我们预计 2024-2026 年公司 EPS 分别为 0.18 元、0.26 元、0.33 元, 对应 2024 年 5 月 13 日收盘价的 PE 分别为 24.8X、16.9X、13.0X, 公司技术积累雄厚, 产品力强大, 市场地位稳固, 在当前面板行业景气向好的时点颇具潜力, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

六、风险提示

1、技术产品迭代不及预期的风险。面板属于技术密集型产业, 产品的升级迭代速度较快, 竞争激烈, 若公司新技术产品的研发无法满足下游客户的需求, 可能对公司业绩带来不利影响。

- 2、OLED 业务长期亏损的风险。国内 OLED 产线大都处于亏损状态，若公司 OLED 业务长期无法实现扭亏，将对公司的盈利能力造成影响。
- 3、下游需求不及预期的风险。面板作为 TV、IT、手机等产品的核心零部件，行业景气程度强依赖于终端需求，若终端消费需求长期不振，将对公司业绩产生影响。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	143191	156884	178145	199677
现金	72467	78356	88379	102201
应收票据及应收账款	34245	36568	42266	46166
其他应收款	727	1295	1496	1634
预付账款	559	815	942	1029
存货	24120	28259	32873	36050
其他流动资产	11073	11591	12188	12597
非流动资产	275996	240605	204418	167718
长期投资	13732	14557	15382	16207
固定资产	211096	182194	152518	122068
无形资产	11566	9661	7752	5838
其他非流动资产	39603	34193	28765	23605
资产总计	419187	397489	382563	367395
流动负债	90167	104741	121056	132068
短期借款	1746	1546	1346	1046
应付票据及应付账款	33897	37050	43100	47264
其他流动负债	54523	66145	76610	83758
非流动负债	131222	90440	52578	17826
长期借款	122088	81307	43444	8693
其他非流动负债	9133	9133	9133	9133
负债合计	221388	195181	173634	149895
少数股东权益	68370	67599	66467	65001
股本	37653	37653	37653	37653
资本公积	52114	52114	52114	52114
留存收益	39662	44943	52696	62733
归属母公司股东权益	129428	134709	142462	152499
负债和股东权益	419187	397489	382563	367395

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	38302	52700	52398	51819
净利润	370	5861	8605	11140
折旧摊销	34839	36234	37013	37525
财务费用	1150	4740	2796	983
投资损失	-811	-2751	-2751	-2751
营运资金变动	-949	6970	5277	3603
其他经营现金流	3702	1647	1457	1319
投资活动现金流	-29302	262	468	606
资本支出	24849	30000	35000	25000
长期投资	-9126	-9000	-8800	-8500
其他投资现金流	-45025	-20738	-25732	-15894
筹资活动现金流	-21661	-47073	-42843	-38603
短期借款	-628	-200	-200	-300
长期借款	-1594	-40782	-37863	-34752
其他筹资现金流	-19440	-6091	-4781	-3552
现金净增加额	-12289	5889	10023	13822

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	174543	211860	244871	267462
营业成本	152633	176823	205696	225571
税金及附加	1133	1418	1639	1790
营业费用	3737	4449	4653	4547
管理费用	5945	6780	7101	6954
研发费用	11320	13771	15427	16850
财务费用	1150	4740	2796	983
资产减值损失	-2406	-2921	-3376	-3687
信用减值损失	-19	-37	-43	-47
其他收益	4202	3927	3927	3927
公允价值变动收益	292	0	0	0
投资净收益	811	2751	2751	2751
资产处置收益	13	59	59	59
营业利润	1519	7659	10877	13770
营业外收入	384	226	226	226
营业外支出	70	71	71	71
利润总额	1833	7814	11033	13925
所得税	1463	1954	2427	2785
净利润	370	5861	8605	11140
少数股东损益	-2178	-771	-1132	-1466
归属母公司净利润	2547	6632	9738	12606
EBITDA	37822	48788	50842	52433
EPS (元)	0.07	0.18	0.26	0.33

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入(%)	-2.2	21.4	15.6	9.2
营业利润(%)	6229.9	404.3	42.0	26.6
归属于母公司净利润(%)	-66.2	160.3	46.8	29.5
获利能力				
毛利率(%)	12.6	16.5	16.0	15.7
净利率(%)	1.5	3.1	4.0	4.7
ROE(%)	2.0	4.9	6.8	8.3
ROIC(%)	0.2	3.6	4.9	6.6
偿债能力				
资产负债率(%)	52.8	49.1	45.4	40.8
净负债比率(%)	26.0	2.2	-20.9	-42.5
流动比率	1.6	1.5	1.5	1.5
速动比率	1.3	1.2	1.2	1.2
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.5	0.6	0.7
应收账款周转率	5.2	5.8	5.8	5.8
应付账款周转率	4.6	4.9	4.9	4.9
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.07	0.18	0.26	0.33
每股经营现金流(最新摊薄)	1.02	1.40	1.39	1.38
每股净资产(最新摊薄)	3.38	3.52	3.73	4.00
估值比率				
P/E	64.4	24.8	16.9	13.0
P/B	1.3	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	7.2	5.1	4.0	2.9

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层