



莱特光电 (688150.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

OLED 发光材料，步入加速成长阶段

公司简介

陕西莱特光电材料股份有限公司成立于 2010 年，主要从事 OLED 终端材料的研发、生产和销售。2016 年，公司与韩国 MS 合资成立莱特迈思，并成为京东方和华星光电 Red Prime 材料的国内供应商；2020 年，公司收购莱特迈思全部股权。公司业绩从 2023 年 4 季度开始已经开始逐步改善，2024 年 1 季度，受益于下游稼动率提升以及新款 Green Host 材料的放量，公司实现归母净利润 0.44 亿元，同比增长+83%。

投资逻辑

中尺寸渗透率提升，8.6 代线投放，将拉动 OLED 材料需求。需求端方面，下游应用结构上，其中智能手机占比约 73%，是最主要的应用领域；其次为电视面板，市场占比为 19%；最后是笔电行业和可穿戴设备。手机方面，我们认为柔性 OLED 面板有望进一步促进 OLED 面板的更新迭代，此外 OLED 应用由高端机型向中低端机型渗透，而笔电行业中尺寸未来有望加速推广 OLED 面板。

随着面板向国内的转移，OLED 国产化率将得到提升。近期主要面板厂商纷纷宣布投资计划，京东方、三星等头部面板厂商加速布局生产中尺寸面板更为经济的 8.6 代产线，而 8.6 代线单线有机发光材料用量远高于 6 代线。根据公司年报披露的数据，京东方是公司第一大客户，2018 年到 2023 年，京东方占到公司收入的 65.6%-85.2% 之间。随着新高世代产线建成、技术发展以及材料寿命的提高，预计 2025 年 OLED 产品的市场渗透率持续提升。

OLED 终端材料研发壁垒高，公司未来有望持续导入多款材料。公司聚焦 OLED 发光层终端材料，目前已实现 Red Prime、Green Host 量产化供应，并持续拓展 Red Host 等新品类。

盈利预测、估值和评级

我们预测，2024/2025/2026 年公司实现营业收入 6.2 亿/10.2 亿/14.45 亿元，同比+106.10%/+64.55%/+41.68%，归母净利润 2.12 亿/3.14 亿/4.5 亿元，同比+175.43%/+47.89%/+43.43%，对应 EPS 为 0.53/0.78/1.12 元。考虑到公司的高成长性，我们给予公司 2025 年 35 倍估值，目标价 27.3 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

新材料研发不及预期；OLED 面板厂家投产进度不及预期；公司在下游客户的导入不及预期；单一大客户风险。

国金证券研究所

分析师：王明辉 (执业 S1130521080003)

wangmh@gjzq.com.cn

分析师：樊志远 (执业 S1130518070003)

fanzhiyuan@gjzq.com.cn

分析师：陈屹 (执业 S1130521050001)

chenyi3@gjzq.com.cn

联系人：丁彦文

dingyanwen@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：19.83 元

目标价 (人民币)：27.30 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	280	301	620	1,020	1,445
营业收入增长率	-16.74%	7.27%	106.10%	64.55%	41.68%
归母净利润(百万元)	105	77	212	314	450
归母净利润增长率	-2.28%	-26.95%	175.43%	47.89%	43.43%
摊薄每股收益(元)	0.262	0.191	0.527	0.780	1.119
每股经营性现金流净额	0.45	0.16	0.48	0.58	0.91
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.26%	4.54%	11.63%	15.60%	19.72%
P/E	75.66	103.58	37.61	25.43	17.73
P/B	4.74	4.70	4.38	3.97	3.50

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、公司主营业务为 OLED 终端材料，主要供应京东方等头部客户.....	4
1.1 公司主营业务为 OLED 发光材料及其中间体.....	4
1.2 OLED 有机发光材料壁垒较高，公司技术优势明显，产品供应头部客户.....	6
二、OLED 终端材料：国产化率将进一步提升.....	8
2.1 OLED 面板在小尺寸渗透率进一步提升，中尺寸场景有望加速使用.....	8
2.2 韩国面板供应商仍然保持龙头地位，国内厂商市场份额不断抬升.....	12
2.3 有机发光材料是 OLED 材料重要组成部分，国产化率将加速提升.....	12
2.4 公司未来将有多款材料持续加速导入下游客户.....	17
三、盈利预测与投资建议.....	20
3.1 盈利预测.....	20
3.2 投资建议及估值.....	21
四、风险提示.....	22

图表目录

图表 1：公司发展历程.....	4
图表 2：公司股权结构图.....	4
图表 3：公司营收 2024 年一季度逐步向上.....	5
图表 4：公司净利润 2024 年一季度逐步向上.....	5
图表 5：OLED 终端材料占到公司主要收入构成.....	5
图表 6：公司毛利率逐步恢复.....	5
图表 7：公司费用情况.....	6
图表 8：公司研发费用率逐步提升.....	6
图表 9：公司 OLED 发光层材料核心技术.....	6
图表 10：公司 OLED 终端材料营收保持稳定增长.....	7
图表 11：京东方是公司的主要大客户.....	7
图表 12：半导体显示技术分类.....	8
图表 13：TFTLCD、OLED 主要对比.....	8
图表 14：AMOLED、PMOLED 对比.....	9
图表 15：AMOLED 面板市场规模（亿美元）逐步扩大.....	10
图表 16：2022 年 OLED 下游应用占比.....	10
图表 17：OLED 手机面板出货量（百万片）.....	11
图表 18：OLED 手机面板渗透率.....	11
图表 19：OLED 笔电面板出货量（百万台）.....	11



图表 20: OLED 中尺寸显示器面板出货量 (万台)	11
图表 21: OLED 面板出货量 (千块)	11
图表 22: OLED 车载面板渗透率	11
图表 23: 2022 年中小尺寸 AMOLED 出货量占比	12
图表 24: OLED 产业链情况	12
图表 25: OLED 面板结构与蒸镀材料示意图	13
图表 26: 手机面板中 OLED 各种有机材料成本占比	13
图表 27: 电视面板中 OLED 各种有机材料成本占比	13
图表 28: 有机发光材料分类及作用	14
图表 29: 有机发光材料种类及发展趋势	14
图表 30: 全球 OLED 有机材料市场规模情况	15
图表 31: 中国 OLED 有机材料市场规模情况	15
图表 32: 国内 OLED 材料市场概况	15
图表 33: 2022 年全球 OLED 终端材料市场占比	16
图表 34: OLED 终端材料国内外主要量产企业	16
图表 35: 公司与下游面板厂商开展合作研发	17
图表 36: 在研项目与目标	18
图表 37: 可比公司营收及增速情况	19
图表 38: 可比公司归母净利润及增速情况	19
图表 39: 公司毛利率显著高于同行	20
图表 40: 公司净利率显著高于同行	20
图表 41: 公司各项业务拆分	20
图表 42: 可比公司估值	21

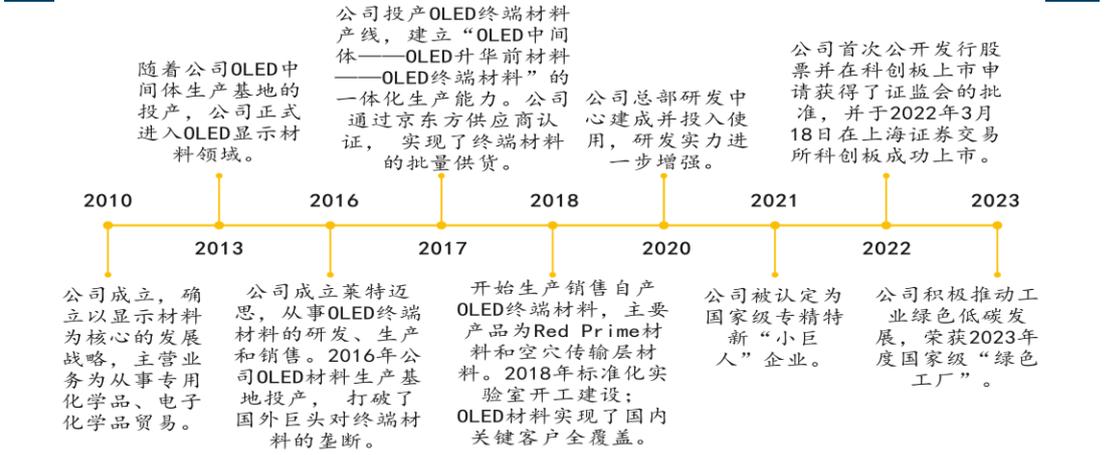


一、公司主营业务为 OLED 终端材料，主要供应京东方等头部客户

1.1 公司主营业务为 OLED 发光材料及其中间体

陕西莱特光电材料股份有限公司成立于 2010 年，主要从事 OLED 终端材料的研发、生产和销售。公司是京东方、天马、和辉光电等国内面板厂商的 OLED 终端材料供应商。

图 1：公司发展历程



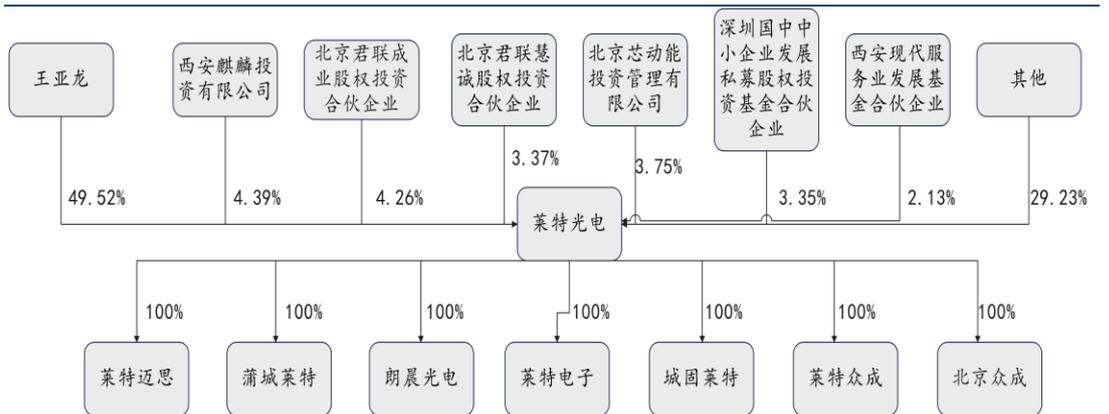
来源：公司招股书，公司官网，国金证券研究所

莱特光电主要从事 OLED 有机材料的研发、生产和销售，经过十几年发展，实现了 OLED 有机材料的设计、中间体合成、升华前材料制备、终端材料生产和器件制备与评测的全产业链运营。公司 OLED 有机材料产品包括 OLED 终端材料和 OLED 中间体。公司目前量产的 OLED 终端材料主要为发光层材料中的 Red Prime 材料和空穴传输层材料，OLED 中间体是生产 OLED 终端材料的前端产品。

- 1) OLED 终端材料：OLED 终端材料系 OLED 有机材料生产链的末端，化工原材料经合成可生产出 OLED 中间体，OLED 中间体经进一步或者多步工艺合成生产出 OLED 升华前材料，对 OLED 升华前材料进行升华提纯后可得到 OLED 终端材料。公司目前量产的 OLED 终端材料产品为发光层材料中的 Red Prime 材料和空穴传输层材料，根据其性质和在 OLED 器件中的功能，OLED 终端材料也称为“有机发光材料”。
- 2) OLED 中间体业务：公司生产的 OLED 中间体是合成 OLED 升华前材料所必需的精细化学品，专用性强且定制化程度高，通常由基础化工原料通过化学反应合成。公司 OLED 中间体为定制化产品，根据下游客户要求的产品结构式及技术指标生产。公司 OLED 中间体种类较多，下游客户主要为日韩厂商。

公司股权结构清晰。公司控股股东、实际控制人为王亚龙先生。王亚龙目前担任公司董事长、总经理，王亚龙先生配偶李红燕为公司副董事长。截至 2023 年底，王亚龙直接持有公司股份比例为 49.52%。公司子公司业务分工明确，其中莱特迈思负责 OLED 终端材料的研发、生产和销售，蒲城莱特负责 OLED 中间体及升华前材料的生产及销售，莱特电子负责后勤服务，其余朗晨光电、城固莱特、莱特众成、北京众成无实际经营，亦无相关产能。

图 2：公司股权结构图



来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所

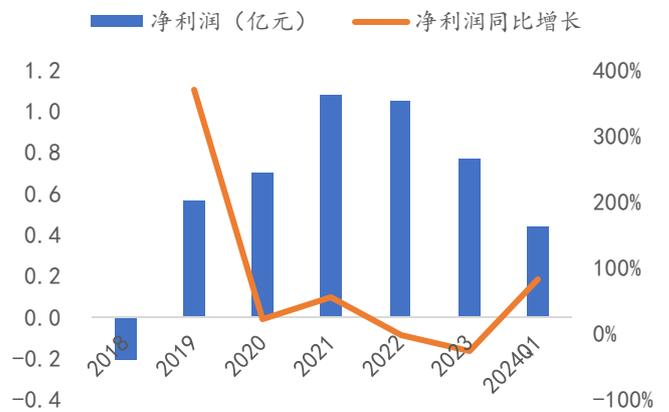
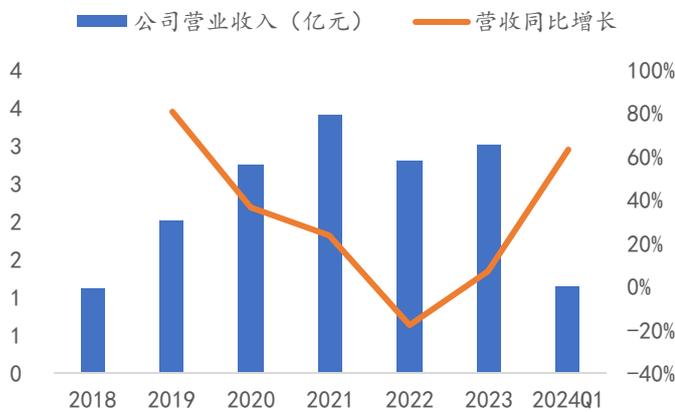


公司业绩稳健增长，各板块收入不断增加。

- 1) 公司营收方面：公司 2023 年全年实现营收 3.01 亿元，同比增长 7.27%；2024Q1 实现营收 1.14 亿元，同比增长 61.94%，环比增长 10.68%
- 2) 公司净利润方面：公司 2023 年全年实现归母净利润 0.77 亿元，同比减少 26.95%，2024Q1 实现归母净利润 0.44 亿元，同比增长 85.00%，环比增长 109.52%。
- 3) OLED 终端材料业务方面：2023 年年报显示，OLED 有机材料收入占据公司营业收入的 85.38%，公司 OLED 有机材料收入为 2.57 亿元，其中 OLED 终端材料贡献主要收入。18-23 年公司 OLED 有机材料毛利率分别为 34.89%、68.94%、65.94%、72.57%、66.78%、64.95%，其中 18-22 年公司 OLED 终端材料毛利率分别为 49.67%、78.03%、79.68%、79.96%、71.97%。公司 OLED 终端材料为贡献毛利主要产品，毛利率较高且十分稳定。
- 4) OLED 中间体业务方面：2023 年中报显示，公司 OLED 中间体收入占据公司 OLED 有机材料营业收入的 11.97%，达 0.17 亿元。OLED 中间体业务稳定增长，18-22 年公司 OLED 中间体业务毛利率分别为-11.43%、8.07%、2.22%、22.99%、23.86%。

图表3：公司营收 2024 年一季度逐步向上

图表4：公司净利润 2024 年一季度逐步向上

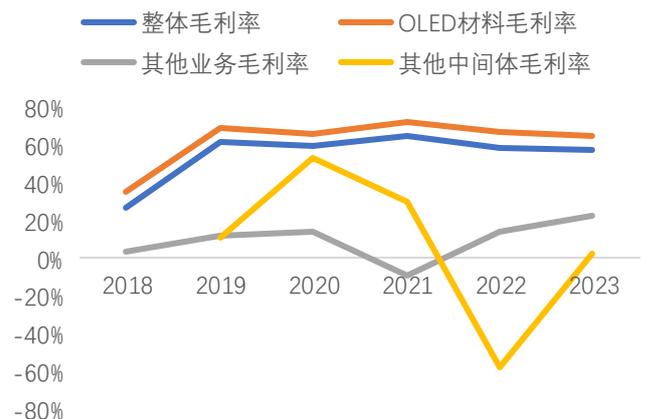
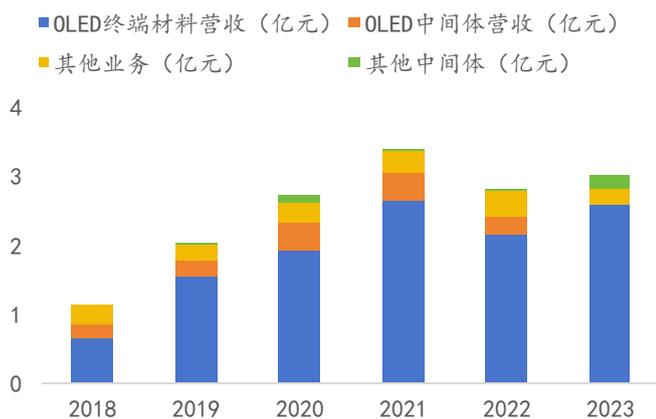


来源：同花顺 ifind，国金证券研究所

来源：同花顺 ifind，国金证券研究所

图表5：OLED 终端材料占到公司主要收入构成

图表6：公司毛利率逐步恢复



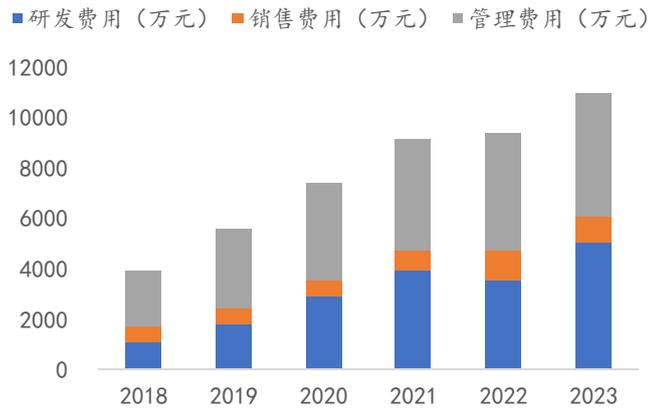
来源：同花顺 ifind，国金证券研究所

来源：同花顺 ifind，国金证券研究所

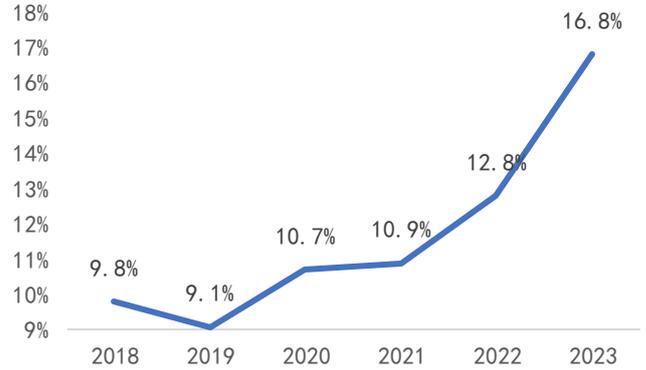
公司研发费用持续增长，三费控制稳定。公司研发投入力度不断提升，三费控制稳定，18-23 年研发费用率分别为 9.8%、9.1%、10.7%、10.9%、12.8%和 16.8%，2023 年年报显示研发费用为 5041.7 万元，18-23 年 CAGR 达到 11.68%。公司研发费用主要用于：1) OLED 终端材料领域：完善 OLED 终端材料体系和提升材料性能，针对下一代发光材料及关键高分子功能材料做技术布局和技术储备。2) OLED 中间体：以研发新一代产品及新技术为核心。



图表7: 公司费用情况



图表8: 公司研发费用率逐步提升



来源: 同花顺 ifind, 国金证券研究所

来源: 同花顺 ifind, 国金证券研究所

1.2 OLED 有机发光材料壁垒较高, 公司技术优势明显, 产品供应头部客户

OLED 面板厂商对 OLED 有机材料供应商的选取极为严格, 供应商导入通常分为三个环节。资质审查环节, 面板厂商对公司的各种资质、专利情况进行审核, 同时公司向面板厂商推荐各类材料, 进行材料评测筛选; 工厂稽核环节, 面板厂商对公司的研发实力、管理体系、品质管控、生产能力等进行严格审核; 材料认证环节, 面板厂商对公司从小批量、中批量、大批量等各个阶段材料的品质均一性、量产稳定性、模组信赖性等进行逐一验证, 验证通过后开始批量供货。上述整体认证时间通常需要 2-3 年左右。对于一个系列产品而言, 器件性能是由使用的 OLED 各层有机材料组合体现的, 因此, 在各层材料搭配形成完整的器件体系后, 不会轻易变更所使用的材料。例如三星 M10 的材料供应商体系中, 每一层材料仅有一个供应商, 且只有在 M10 到 M11 的时候才会根据器件结构的调整决定是否更换材料或供应商。综上, 由于面板厂商对材料商审查非常严格, 需要经过多轮的测试通过后才能进入供应商体系, 材料厂商一旦进入面板厂商供应体系, 通常在较长时间内不易被替换, 客户黏性较强。

OLED 产业迭代速度较快, 对 OLED 有机材料厂商研发创新能力提出了更高的要求。OLED 作为新型显示材料, 目前正处于高速发展阶段, 下游产品及技术更新迭代速度较快, 尚未进入技术及产品的成熟稳定状态。OLED 有机材料厂商需要随着下游客户产品的不断迭代, 设计出相应的材料。因此, OLED 有机材料厂商需要持续地进行产品技术研发创新来跟上市场对产品更新换代的需求, 从而使 OLED 有机材料厂商的产品和技术始终保持竞争力, 对于 OLED 有机材料厂商的研发创新能力提出了更高的要求。

OLED 产业降本增效要求较高, 对于 OLED 有机材料厂商工艺提升及成本控制提出了更高的要求。目前, 全球 OLED 产业竞争愈发激烈。随着全球 OLED 产业的竞争加剧, 为在国际化的竞争中取得优势, 国内面板厂商通过持续的工艺改进和规模化的生产不断优化成本。同时, 生产成本的降低也是 OLED 面板逐步提升在下游手机、电视等显示领域渗透率, 不断扩大市场占有率的必经之路。

公司核心技术优势明显, 研发团队实力雄厚。公司建立了一支集聚中、日、韩专家的全球化研发队伍, 并且以博士、硕士为骨干, 长期从事有机发光材料的研发; 公司研发投入高、专利、核心技术积累多, 生产技术优势明显, 拥有国内先进的测试平台、验证平台、量产平台, 材料生产、升华、量产经验丰富, 工艺、技术、人才储备深厚。

图表9: 公司 OLED 发光层材料核心技术

细分类别	技术名称	技术内容	成熟程度	技术来源
发光层材料	Prime 材料	通过分子空间构型扭曲调控, 改变了材料分子堆叠方式, 调整载流子传输方式, 改善了器件的发光效率; 通过平面基团连接位点、空间构型调控, 精密调节分子的能级和载流子的迁移率, 维持与周边层材料的电荷均衡, 从而在保持驱动电压的同时, 实现了器件发光效率的大幅提升	已批量产品化	自主研发

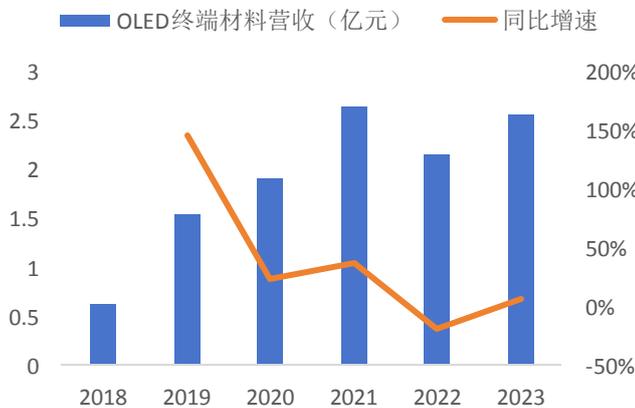


	高纯度材料开发技术	通过顶空气相 (HS-GC)、质谱仪 (MASS)、热失重 (TGA) 等手段, 快速拟定杂质分析及定向去除方法, 结合升华提纯手段, 从而实现材料纯度的提升	已批量产品化	自主研发
	高成膜能力材料开发技术	通过非共轭结构的引入或控制分子的三维结构, 在保证材料高空穴迁移率的同时, 改善了材料成膜性, 使材料在器件中保持无定形态不易结晶, 提升了有机电致发光器件的寿命	已批量产品化	自主研发/外部许可
	高匹配度能级调控技术	通过量子计算模拟能态分布, 建立与实测值的数据库, 通过比较分析提升相邻功能层间能级匹配度, 达成合适的注入特性, 提升相邻功能层间能级匹配度, 达成合适的驱动电压	已批量产品化	自主研发
Host 材料	量子效率增强型主体材料开发技术	通过引入较高的第一、三重态能级官能团以及非共轭的连接方式, 使得主体激子能量高效传输至发光掺杂材料, 调节电子和空穴的移动速度来调整激子生成的发光中心位置, 提升固定电流密度下的器件发光效率	研发测试	自主研发
	高功率效能型主体材料开发技术	通过缺电子氮杂芳环基团与平面稠合基团共轭连接的方式, 即保持材料第一、三重态能级, 又有效提升主体材料的载流子迁移率, 达成了降低器件的驱动电压和提升效率的目的	研发测试	自主研发
Dopant 材料	低斯托克斯位移蓝光掺杂材料开发技术	通过稳态官能团的引入, 提升材料的耐热及耐电子稳定性, 通过导入取代基的立体障碍效果来控制三维结构, 降低斯托克斯位移, 提升蓝光器件的发光效率及寿命	内部研发	自主研发/外部许可

来源: 公司招股书, 国金证券研究所

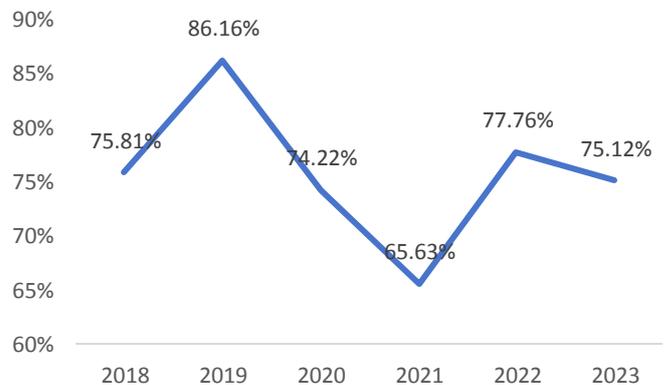
2016年, 为切入 OLED 终端材料领域, 公司寻找同时具有 OLED 终端材料技术且具有合作意愿的厂商。Material Science 是韩国的 OLED 终端材料厂家, 掌握着相关的核心技术, 此时 MS 已经为京东方鄂尔多斯工厂持续供货, 为京东方的合格供应商。经公司与 MS 协商, 双方决定成立莱特迈思, 由莱特迈思在中国境内进行 OLED 终端材料的研发、生产和销售。2017年, 莱特迈思产线建设完成并经过京东方审厂稽核。2018年开始公司向京东方供应自产 OLED 终端材料。2020年, 公司收购 MS 持有的莱特迈思 49% 股权, MS 退出, 莱特迈思成为莱特全资子公司。

图表10: 公司 OLED 终端材料营收保持稳定增长



来源: 公司招股书, 公司年报, 国金证券研究所

图表11: 京东方是公司的主要大客户



来源: 公司招股书, 公司年报, 国金证券研究所

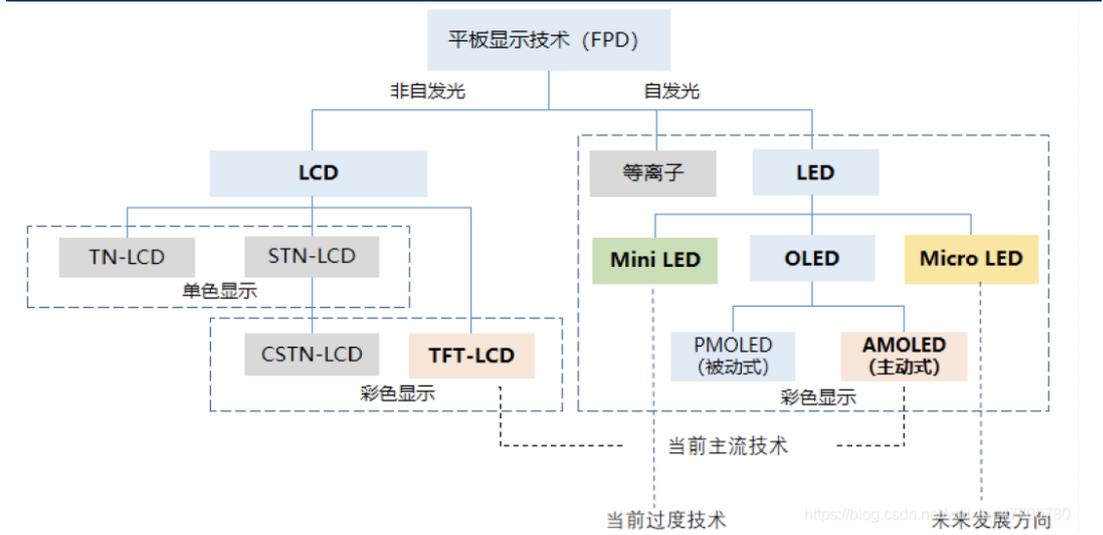


二、OLED 终端材料：国产化率将进一步提升

2.1 OLED 面板在小尺寸渗透率进一步提升，中尺寸场景有望加速使用

OLED 是继 CRT、PDP、LCD 后的主流显示技术。OLED 是指有机发光二极管 (Organic Light-Emitting Diode)，不同于 LCD 面板通过背光光源来点亮像素，OLED 面板采用自发光技术，通过对逐个像素的控制实现像素点的独立发光。由于其超高对比度、更细腻逼真的色彩、宽广视角、轻薄外形、宽温操作等特性，OLED 已经成为继 CRT、PDP、LCD 后的主流显示技术。

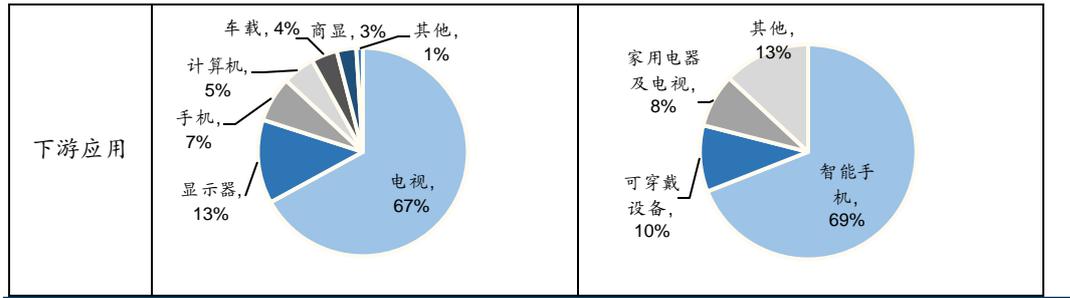
图表12：半导体显示技术分类



来源：CSDN，国金证券研究所

图表13：TFTLCD、OLED 主要对比

显示技术	LCD	OLED
结构		
发光机制	背光	自发光
亮度	500nits	>500nits
发光效率	低	中等
对比度	1000:1	100 万:1
响应时间	1ms	20us
视角	有限制，尤其垂直方向	所有方向均可超过 160 度
厚度	2mm	<1.5mm
工作温度	-20C° ~70C°	-40C° ~85C°
功耗	高	约 LCD 的 60-80%
耗电	CCFL 背光彩电耗电 290 瓦	极省，40 寸彩电耗电 80-100 瓦
寿命	长，1 万-5 万小时	中等，约 5000 小时
柔性显示	不可能	可能
透明显示	可能	可能，更容易实现
成本	低	中等



来源：拓普微官网，行家说，国金证券研究所

AMOLED 为 OLED 面板的主流技术。按照驱动方式的不同，OLED 可分为无源驱动 (PMOLED) 和有源驱动 (AMOLED)，其中 PMOLED 主要通过外加电路对特定的阳极条阴极条输出电流，达到像素点发光效果，结构较简单、驱动电压高，适合应用在低分辨率面板上，如工控表盘等；AMOLED 则是加入一层薄膜晶体管阵列 (TFTA) 驱动像素发光，工艺较复杂、驱动电压低、发光元件寿命长，适合应用在高分辨率的面板上，如手机、电视、电脑、平板、VR 设备、车载显示等，AMOLED 是目前 OLED 面板的主流技术。

图表14: AMOLED、PMOLED 对比

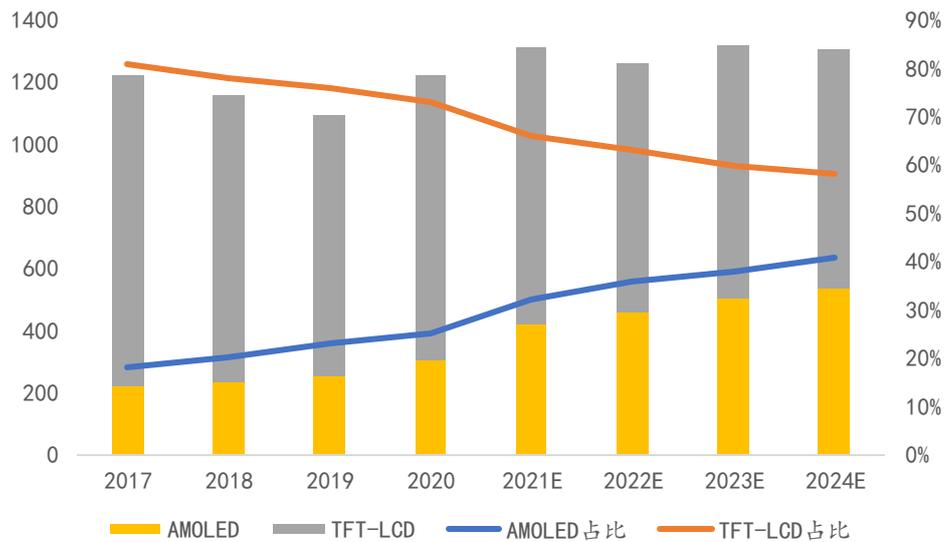
分类	PMOLED	AMOLED
结构		
特点	采用扫描方式，瞬间注入高电流，产生高亮度发光；面板外接驱动 IC	TFT 背板上形成 OLED 像素；使用 TFT 驱动电路对每个像素的发光进行独立控制；面板外接驱动 IC
显示性能	单色或彩色小尺寸，<5 英寸	彩色；中大尺寸
优点	生产工艺成熟；成本低	色域宽，分辨率较高；可柔显
缺点	分辨率较低；功耗较高	工艺复杂；成本高

来源：OrientDisplay, CSDN, 华经产业研究院, 国金证券研究所

AMOLED 面板市场占比有望持续提升。根据 IHS 统计数据，2019 年 AMOLED 面板市场规模约为 249 亿美元，占比约 23%；至 2024 年 AMOLED 市场规模预计将达到 536 美元，较 2019 年增长 115.66%，市场占比将提升至 41%。伴随 AMOLED 显示面板性能不断提升、成本持续下降，市场规模和份额将持续提升。



图表15: AMOLED 面板市场规模 (亿美元) 逐步扩大

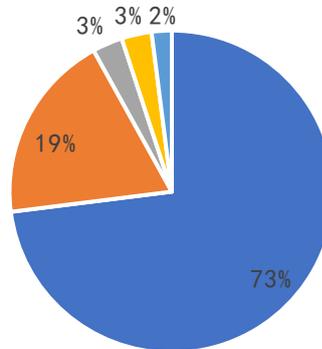


来源: IHS, 莱特光电招股书, 国金证券研究所

手机占据 AMOLED 终端应用最大份额, 笔电增速最快。下游显示终端应用领域中, AMOLED 凭借着柔性、可折叠等特性, 已成为继 LCD 之后的主流技术, 广泛应用于手机、平板、笔记本电脑、智能穿戴、车载显示屏等领域。需求端方面, 目前以智能手机和智能手表等可穿戴设备为主的移动 OLED 市场占比接近 80%, 其中智能手机占比约 73%, 是最主要的应用领域, 增速逐渐稳定; 其次为电视面板, 市场占比为 19%。随着近年产业技术的不断发展及市场需求的增长, 预计 AMOLED 在笔电、车载等领域的应用占比逐年提升。

图表16: 2022 年 OLED 下游应用占比

■ 智能手机 ■ OLED电视 ■ 智能手表 ■ 电脑 ■ 其他

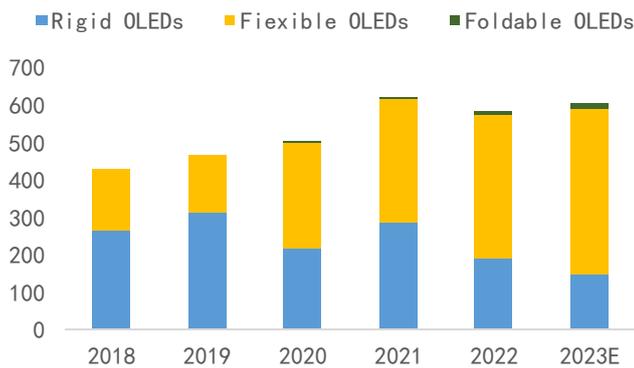


来源: 华经产业研究院, 国金证券研究所

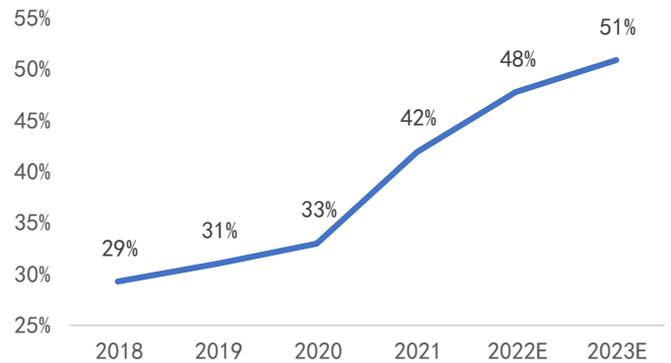
AMOLED 手机渗透率不断提升, 并向折叠屏及中低端手机市场拓展。伴随产业进程, 1) 柔性 AMOLED 面板有望得到快速发展。折叠屏手机销量不断增长, 同时伴随国内手机厂商陆续进入折叠屏手机市场, 有望进一步促进 AMOLED 面板的更新迭代。2) AMOLED 价格逐渐下降, 由高端机型向中低端机型渗透。目前 AMOLED 主要用于高端机型, 当前已经有部分国内厂商推出 OLED 中低端机型, 未来随着 AMOLED 产能抬升、成本下降, 预计中低端手机渗透率将逐步提升。



图表17: OLED 手机面板出货量 (百万片)



图表18: OLED 手机面板渗透率

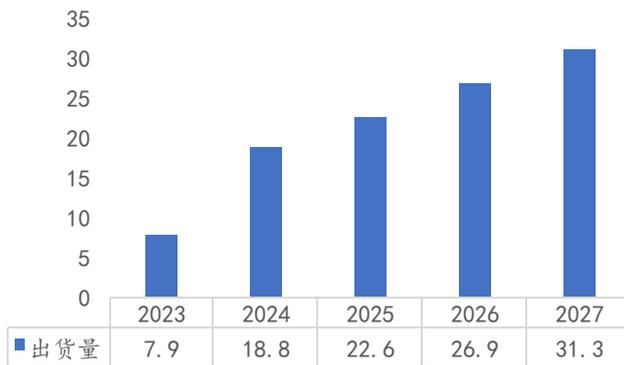


来源: Wind, 国金证券研究所

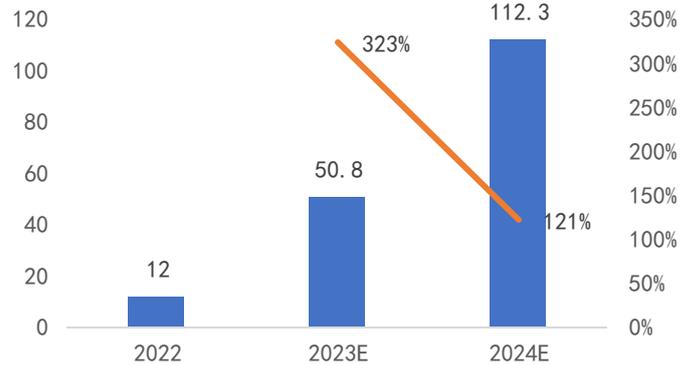
来源: TrendForce, 国金证券研究所

AMOLED 笔电伴随中大尺寸市场发展, 增长潜力巨大。2023 年用于平板电脑、笔记本电脑及显示器的 AMOLED 显示器出货量达到 790 万台, 2027 年增长至 3100 万台。当前主要电脑厂商如三星、戴尔、华硕在多个细分中尺寸市场发力, OLED 显示器市场规模有望加速抬升, 根据 TrendForce, 预计 2023 年 OLED 显示器出货量达到 50.8 万台, 同比增长 323%; 2024 年出货量突破 100 万台。

图表19: OLED 笔电面板出货量 (百万台)



图表20: OLED 中尺寸显示器面板出货量 (万台)

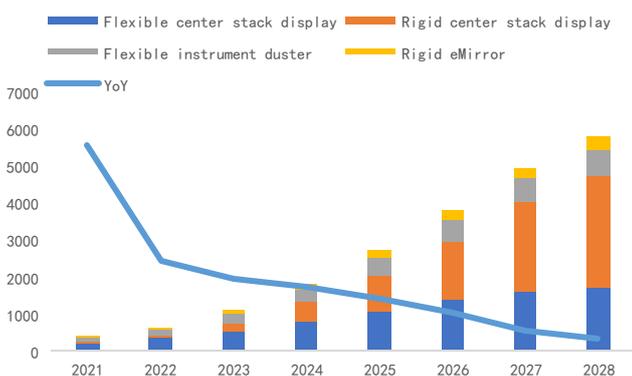


来源: UBIResearch, 国金证券研究所

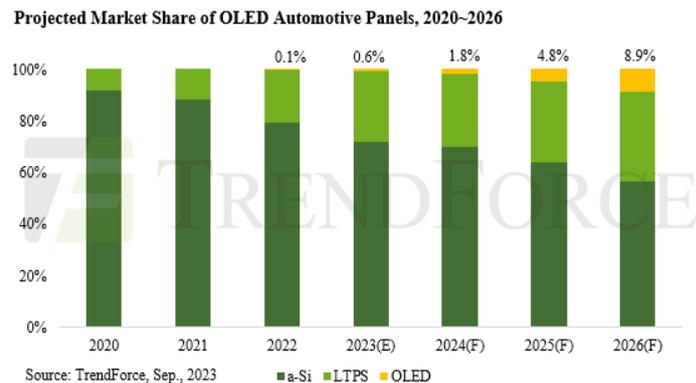
来源: TrendForce, 国金证券研究所

AMOLED 车载市场渗透率抬升速度较快。伴随手机等消费电子产品需求下降、汽车市场逐渐复苏、智能座舱持续发展, 车载面板整体需求逐渐企稳并开始抬升。根据 Omdia, OLED 面板的出货量将从 2022 年的约 50 万块增长到 2028 年的近 600 万块。根据 TrendForce, 2026 年 OLED 在汽车面板市场的市场份额将达到 8.9%。

图表21: OLED 面板出货量 (千块)



图表22: OLED 车载面板渗透率



来源: Omdia, 国金证券研究所

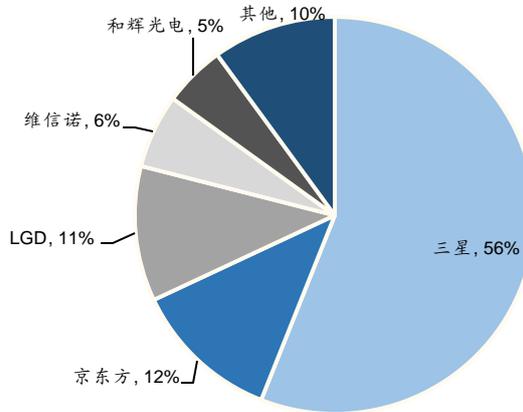
来源: TrendForce, 国金证券研究所



2.2 韩国面板供应商仍然保持龙头地位，国内厂商市场份额不断抬升

供给端来看，韩国三星保持 AMOLED 市场的龙头地位，但市场份额下滑较快；京东方则伴随着出货量不断提升，在 2022 年以 12% 的市场份额超越 LGD，成为第二大供应商；LGD 市场份额 2022 年为 11%，排名第三。新兴制造商维信诺和和辉光电位列第四和第五名，伴随出货量稳步增长，正在逐步缩小与韩国主要厂家的差距。

图表23: 2022 年中小尺寸 AMOLED 出货量占比



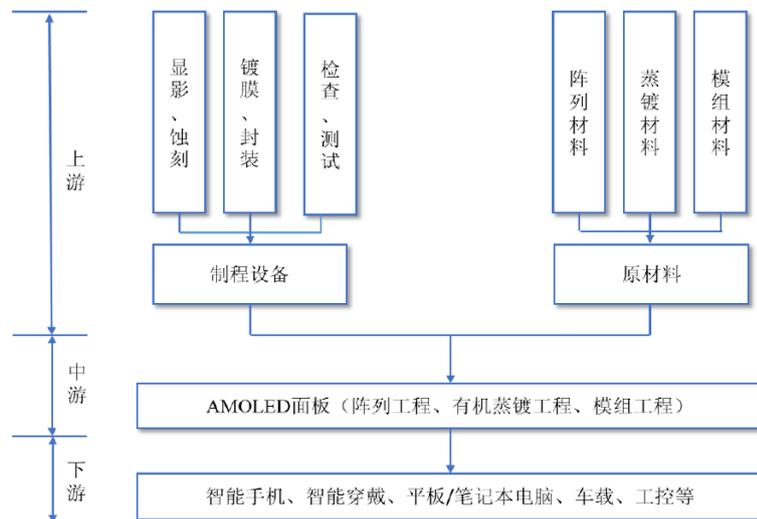
来源: Omdia, 国金证券研究所

国内面板厂商产能不断抬升，向高世代 OLED 产线发展。国内厂商在 OLED 产能方面已经接近韩国，并在下游各细分应用市场同韩国厂商展开激烈竞争，OLED 面板赛道中韩竞争的格局基本形成，随着国内 OLED 面板厂商的积极扩产，国内 OLED 产业链将迎来历史性发展机遇。预计伴随主要厂商投资规模和产能的抬升，将满足苹果对中型应用的需求，并推动下游其他应用领域发展。随着新高世代产线建成、技术发展以及材料寿命的提高，预计 2025 年 OLED 产品的市场渗透率持续提升。近期主要面板厂商纷纷宣布投资计划，京东方、三星等头部面板厂商加速布局生产中尺寸面板更为经济的 8.6 代产线，而 8.6 代线单线有机发光材料用量远高于 6 代线。

2.3 有机发光材料是 OLED 材料重要组成部分，国产化率将加速提升

OLED 产业链分为上中下游三部分，上游为设备制造、材料制造与零件组装，中游为面板制造、模组组装，下游为显示终端应用领域。OLED 产业上游具有技术密集型特点，毛利率普遍为 40%-70%，市场集中于日本出光兴产、堡土谷化学、美国 UDC 公司以及部分韩国公司手中，国内能够实现规模量产的上游企业较少；产业中游面板制造厂商竞争较为激烈，利润被挤占较大，其中韩国处于相对主导地位，随着中国在 OLED 手机面板领域的投资开始赶超三星和 LGD，以京东方为代表的企业正在奋起直追；产业下游应用广泛，包括电视、手机、可穿戴设备、VR 等，发展前景广阔，毛利率相较中游更加可观。

图表24: OLED 产业链情况

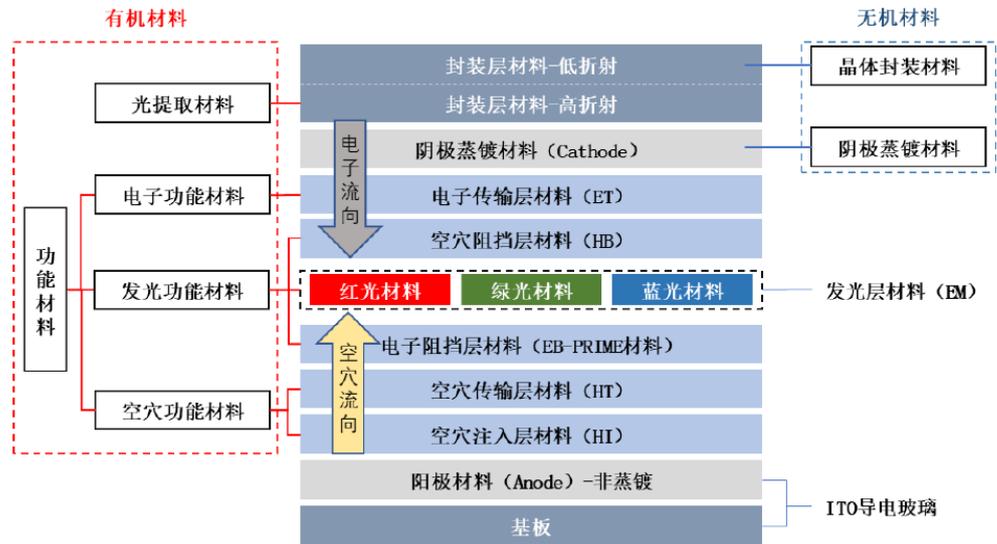




来源：和辉光电招股书，国金证券研究所

由电子功能层、发光功能层、空穴功能层组成的 OLED 器件结构是目前 OLED 中最常采用的结构。其中，空穴注入层 (HIL)、电子注入层 (EIL) 分别用于增进空穴、电子注入传输层的效率；空穴传输层 (HTL)、电子传输层 (ETL) 分别用于增进空穴、电子注入发光层并阻绝空穴、电子直接流入阴极、阳极。最终空穴与电子分别传输至发光层而后结合并发光。

图表25: OLED 面板结构与蒸镀材料示意图

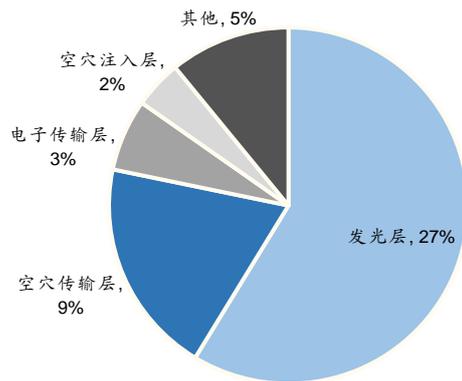
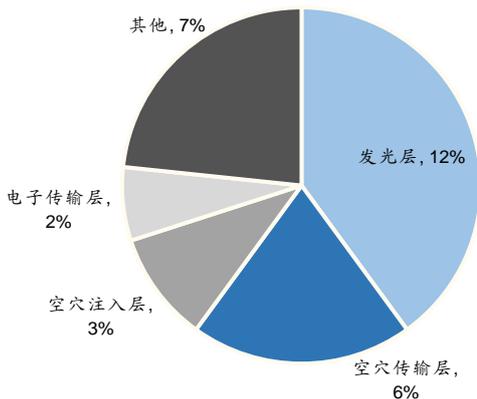


来源：海谱润斯招股书，国金证券研究所

由于 OLED 显示屏的结构与液晶显示屏不同，滤光片、偏光片、背光源和液晶被 OLED 蒸镀材料层所取代，因此在整个面板制造中，OLED 材料成本占比达到 30%以上，是 OLED 产业链中技术壁垒重要领域之一。根据 NanoMarket 统计，OLED 有机材料在手机面板的成本占比达 30%，在电视面板的成本占比达 46%。

图表26: 手机面板中 OLED 各种有机材料成本占比

图表27: 电视面板中 OLED 各种有机材料成本占比



来源：莱特光电招股书，国金证券研究所

来源：莱特光电招股书，国金证券研究所

发光功能层可划分为红光/绿光/蓝光主体 (Host)、掺杂 (Dopant)、电子阻挡层 (Prime) 材料。主体与掺杂材料主要起发光作用，其中主体材料自身发光性能差，但成膜性好，掺杂材料自身发光性能好，但单独不能成膜，通过将一定比例的掺杂物掺杂到主体材料中，可以使发光效率大幅提高，电子阻挡层材料本身不发光，主要起缓冲作用，阻挡过剩电子或空穴传输，促进器件的电荷平衡。



图表28：有机发光材料分类及作用

材料类型	材料名称	材料作用
主体材料 (Host)	RedHost	按照固有颜色发光，同时也能将能量高效传递给 Dopant 材料
	GreenHost	
	BlueHost	
掺杂材料 (Dopant)	RedDopant	接受能量得到激发下，实现高效发光，提升器件整体的发光效率
	GreenDopant	
	BlueDopant	
电子阻挡层材料 (EB-Prime)	RedPrime	不发光，主要起到高效传输载流子和增强 Host 材料以及 Dopant 材料高效发光的作用
	GreenPrime	
	BluePrime	
空穴阻挡层材料 (HB)	HB	

来源：海谱润斯招股书，国金证券研究所

发光功能层材料包括荧光材料、磷光材料、TADF 材料，在发光机理、发光效率、使用寿命等方面存在差异。第一代荧光材料制成的 OLEDs 只有 25% 的单线态激子辐射发光，75% 的三线态激子则通过热和声子非辐射的形式被浪费，效率较低；第二代磷光材料制成的 OLEDs 使单线态激子和三线态激子都能以光的形式释放，实现 100% 激子利用率，大大提高了 OLEDs 的效率。目前绿光和红光磷光发光材料已经在 OLEDs 产品中得到了应用，然而蓝光器件的稳定性仍然较差。目前正在研究的第三代 TADF 材料仍未实现商用，因此目前 OLEDs 产品中所用的蓝光材料仍然采用属于第一代荧光发光材料。

图表29：有机发光材料种类及发展趋势

分类	产品种类	下游应用发展趋势
聚合物高分子材料	聚乙炔类、聚对苯类、聚噻吩类、聚芴类产品	主要应用于喷墨打印工艺中，由于喷墨打印技术尚不成熟，工艺、材料、装备仍存在关键问题需要解决，因此高分子材料尚未能实现量产。
小分子材料	第一代荧光材料	目前荧光材料仍然存在大量的应用，特别是蓝光材料体系中，开发更好性能结构的材料体系仍然是主要发展方向。
	第二代磷光材料	目前磷光材料存在大量的应用，特别是红、绿光材料，开发更好性能结构的材料体系仍然是主要的发展方向。
	第三代 TADF 材料	TADF 由于材料结构本身存在寿命、色纯度等问题，材料目前还没有完全实现商用，研究开发发光性能和寿命的 TADF 材料将是重点方向，另外，通过设计一定 TADF 材料提升器件性能也是研究重点。

来源：公司招股书，国金证券研究所

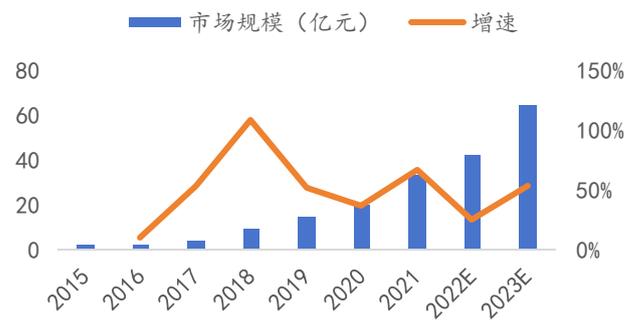
根据 DSCC 的预测，2019 年全球 OLED 有机材料的市场规模达到 9.25 亿美元，2025 年为 21.80 亿美元，年复合增长率为 23.90%。根据智研咨询的数据，2017 年国产 OLED 有机材料市场规模约为 4.60 亿元，截至 2019 年，国产 OLED 有机材料市场规模增至 14.7 亿元，较 2017 年增长 219.57%，未来国产 OLED 有机材料市场规模将快速提升。



图表30: 全球 OLED 有机材料市场规模情况



图表31: 中国 OLED 有机材料市场规模情况

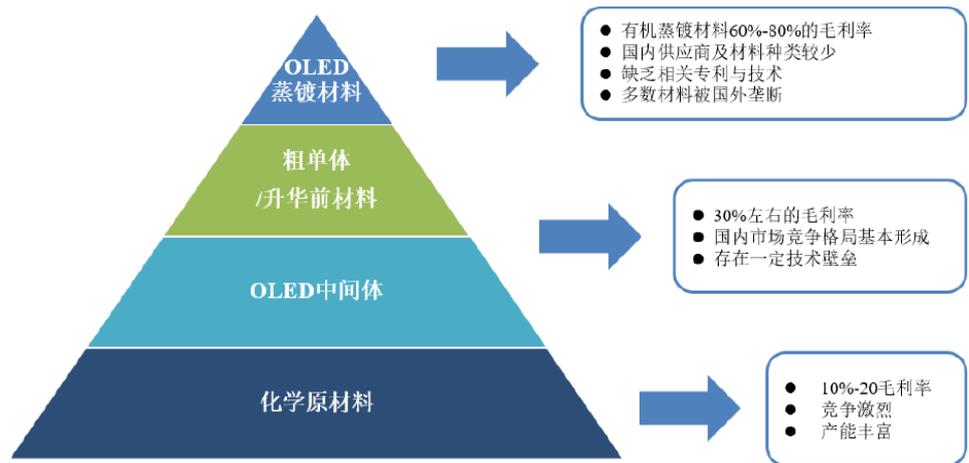


来源: 华经产业研究院, 国金证券研究所

来源: 华经产业研究院, 国金证券研究所

发光功能层的形成需要经过三大环节, 首先是将化学原材料有机合成中间体或单体粗品, 然后再升华成 OLED 粗单体或升华前材料, 再由面板生产企业蒸镀到基板上, 形成 OLED 有机发光材料层。虽然我国 OLED 中间体和前端材料已实现国产化, 但由于我国 OLED 行业发展晚于国外, 在利润较高的蒸镀(终端)材料领域占比较低。据赛迪智库 2020 年 3 月发布的数据显示, 国内企业在 OLED 蒸镀材料领域占比较低。

图表32: 国内 OLED 材料市场概况

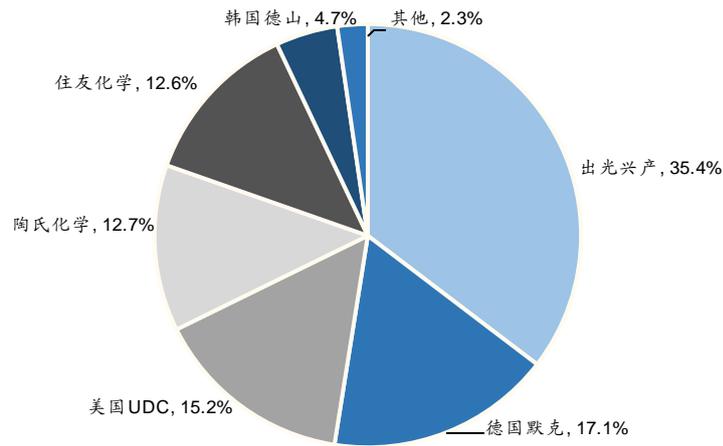


来源: 智研咨询, 中国产业信息网, 海谱润斯招股书, 国金证券研究所

目前 OLED 有机发光终端材料的核心技术和专利仍掌握在海外少数厂商手中, 市场主要被美、日、韩、德等海外企业垄断。主要厂商包括日本出光兴产、德国默克、美国 UDC、陶氏化学、住友化学等, 其中前三大厂商的市占率超过 65%, 市场集中度高。各领域来看, 德山金属、LG 化学、三星 SDI 等韩国公司, 东丽、保土谷化学、出光兴产等日本公司, 德国默克公司等国外厂商垄断了大部分电子功能材料和空穴功能材料的专利布局和市场份额; 美国 UDC 与陶氏公司、三星 SDI、日本出光、LGC、JNC、SFC 等公司分别在红色发光材料、绿色发光材料和蓝色发光材料中占据绝对优势地位。



图表33: 2022 年全球 OLED 终端材料市场占比



来源: 观研天下, 国金证券研究所

从中国市场来看, 随着 OLED 面板产业的快速发展, 京东方、华星光电、和辉光电、天马集团、维信诺等企业正在大力建设 OLED 面板 6 代线, 随着国内厂商产能快速扩张, 全球 OLED 面板产业的重心也将逐步开始向中国转移。对于 OLED 终端材料来说, 由于国内 OLED 产业起步相对较晚, 国内面板厂商在生产之初 OLED 终端材料基本依靠国外进口, 而国外材料供应商凭借其垄断优势, OLED 终端材料的价格居高不下, 从而限制了国内面板厂商快速参与全球化的竞争。目前, 在全球贸易摩擦不确定性增强的情况下, 严重依赖国外材料也对国内面板厂商未来的发展形成了较大的不确定性。

近年来, 以莱特光电为代表的 OLED 有机材料厂商通过技术研发等途径逐步打破了国外的专利垄断, 实现了 OLED 终端材料专利产品从 0 到 1 的突破。凭借优异的产品性能、成本、服务优势, 国内 OLED 终端材料厂商逐步进入国内 OLED 面板厂商的供应链体系, 实现了国产 OLED 终端材料在下游显示面板中的批量应用。同时, 随着以莱特光电为代表的国内 OLED 终端材料厂商的进入, 高性价比的产品也开始对国外材料厂商形成了全面冲击, 打破了国外厂商的价格壁垒, 倒逼国外材料逐步降价, 为国内面板厂商降本增效, 持续提升国际竞争力建立了良好的基础。

图表34: OLED 终端材料国内外主要量产企业

材料分类	材料名称	国外主要企业		国内主要量产企业	
		韩日	欧美		
封装层材料	晶体封装材料	LiF	-	-	海谱润斯
	光提取材料	光提取材料	保土谷化学	杜邦	海谱润斯
电极材料	阴极蒸镀材料	Ag、Yb	-	-	海谱润斯
电子功能材料	电子传输层 (ETL) 材料	ET	LG 化学、出光	-	海谱润斯、奥来德
发光功能材料	空穴阻挡层 (HBL) 材料	HB	DOOSAN	-	海谱润斯
	发光层 (EML 材料)	RedHost	三星 SDI、喜星电子、德山金属	UDC、陶氏化学	
		GreenHost	三星 SDI、喜星电子、德山金属	UDC、陶氏化学	莱特光电
		BlueHost	出光、LG 化学	-	
		RedDopant	-	UDC	
GreenDopant	-	UDC			



电子阻挡层 (EBL) 材料	BlueDopant	SFC、日本 JNC、出光兴产	-	
	RedPrime	德山金属、LG 化学、三星 SDI、出光	默克、杜邦	莱特光电, 奥莱得
	GreenPrime	德山金属	默克	海谱润斯
	BluePrime	出光、LG 化学、保土谷化学	默克	-
空穴功能材料	空穴传输层 (HTL) 材料	HT	出光兴产	默克
	空穴注入层 (HIL) 材料	HI	三星 SDI、Novaled	-

来源：海谱润斯招股书，国金证券研究所

2.4 公司未来将有多款材料持续加速导入下游客户

公司下游客户包括了全球知名的显示面板厂商京东方、华星光电、和辉光电等公司，上述公司正在参与全球化的竞争，其竞争对手不仅通过产品、渠道等方面进行竞争，还会通过专利诉讼等手段维护自身利益并保持竞争优势，因此，上述终端用户对于专利具有严格的管控体系，要求上游供应商提供的材料皆具有专利保护，故是否具有相应的专利是下游客户选择材料供应商的必要条件之一。

图表35：公司与下游面板厂商开展合作研发

项目名称	合作方	合作时间	主要合作内容
“OLED 终端材料联合开发”项目	京东方	2020 年 4 月 17 日至双方事先以书面形式终止	就 OLED 终端材料进行联合开发
OLED 终端材料合作开发”项目	华星光电	2019 年 12 月 15 日至 2022 年 12 月 31 日	共同开发 OLED 终端材料
OLED 显示功能材料的批量合成和应用	云谷（固安）科技有限公司、天津大学	2020 年 11 月至 2022 年 10 月	共同承担“高性能有机材料分子设计与批量制备”课题
面向新一代显示应用的 OLED 材料制备及面板技术	咸阳彩虹光电科技有限公司、咸阳虹微新型显示技术有限公司	2020 年 6 月至项目结题通过（如项目未获得批准则合作期限自动终止）	共同申报“面向新一代显示应用的 OLED 材料制备及面板技术”课题

来源：公司招股书，国金证券研究所

公司 Red Prime 材料已经实现量产，GreenHost 材料加速导入。目前公司的红绿蓝色 Prime 材料不断取得新突破，RedPrime 材料导入京东方量产线；GreenHost 材料在 2023 年导入京东方量产线，在后续有望加速放量。此外，公司在研项目丰富，后续将持续导入多款材料。



图表36: 在研项目与目标

项目名称	项目内容与目标	与行业技术水平的比较及行业发展趋势具体体现
高性能 RedPrime 材料开发	通过使用非对称性连接方式的双胺,可使材料在具有较深的 HOMO 能级同时具有高的空穴迁移率,同时具有稳定的无定形态,可有效改善红光器件的电压、效率以及寿命	项目通过双胺结构调控,加深 HOMO 能级的同时提高空穴迁移率,有效提高红光器件的效率和寿命,符合行业技术发展趋势
高效率 RedPrime 材料验证测试	通过引入在 N 与平面基团中间引入连接基团,调控了迁移率及 HOMO 水平,提高了红光器件效率。通过平面基团和非平面基团的组合调控,实现了材料 HOMO 变深,迁移率降低,达到提高效率的目标	项目通过连接基团调整构型使材料具有好的成膜性,同时通过迁移率的调控,达到平衡电荷的作用;同时项目引入唑基,结合连接基团的作用,使得材料具有较宽的能隙,可以有效阻挡发光层激子扩散,提升效率,符合行业技术发展趋势
高性能 RedPrime 材料验证测试	通过 HOMO 能级匹配筛选出材料并进行器件测试,调节不同连接位置调整 HOMO 及迁移率,达到降低电压、提高器件效率的目的	项目通过取代基种类和取代位置的不同,调节材料 HOMO 能级与迁移率;同时通过对化合物结构-材料能级-器件性能的对比研究,主动降低器件电压,提升效率,符合行业技术发展趋势
RedPrime 材料能级调整技术研究	通过三芳基胺在核心稠合型芳环上取代位点的调节,使材料整体具有较宽的能带隙,较高的第一三重态能级;同时加深分子的 HOMO 能级以控制激子的注入与结合,使得红光器件具有明显增强的发光效率	项目通过在富电子的稠芳环的不同位置上链接芳胺,提升能级,所得材料在保证空穴传输的同时,能与主体材料有较好的能级匹配,提成发光效率;同时引入菲或萘等稠环基团,使得 HOMO 能级在整个分子分布面积增大,材料具有较宽的能隙,有效阻挡发光层激子扩散,提升效率,符合行业技术发展趋势
高效率型 GreenHost 材料开发	通过调整分子形态以控制分子间堆叠方式,增强主体材料与客体材料间作用力以提高能量传输效率,使绿光器件具有增强的发光效率	项目通过分子结构调节,在现有技术基础上将绿光器件外量子效率进一步提升,提供器件效率,符合行业技术发展趋势
寿命增强型 GreenHost 材料开发	通过对于分子结构中电流抗性较弱的位点进行保护的方法,增强材料分子于器件中长时间使用时的结构稳定性,从而使绿光器件具有提升的寿命	项目通过对特定位点进行取代,增加器件结构稳定性,提高器件寿命,符合行业技术发展趋势
新型结构 GreenHost 材料开发	通过将新型特殊取代基团引入空穴型以及电子型两种绿光主体材料以调节成膜状态下分子间距,从而改善绿光器件电压、效率以及寿命	项目通过特定构型取代基团的引入,缩小分子间距,将绿光器件在现有技术基础上进一步降低电压,提高器件效率及寿命,符合行业技术发展趋势
高效率 GreenPrime 材料开发	将三芳基胺在核心稠合型芳环上使用高度扭曲的连接方式,可以有效改善分子间堆叠的同时降低分子旋转自由度合重组能,使材料具有深的 HOMO 能级同时具有高空穴迁移率,提升绿光器件发光效率	项目通过连接特性稠合核心片段,达成高迁移率,使得绿光材料空间构型更加立体,提高器件效率及寿命,符合行业技术发展趋势
长寿命 BluePrime/EBL 材料制备	通过优化 HTL 的界面势垒,一方面使空穴的注入和传输速率提高,另一方面把电子阻挡在发光层,使器件的电子和空穴达到平衡,这样可以提高器件的效率及寿命	项目通过给主核结构添加氟原子,调整分子能级水平,降低界面能垒,同时引入氟原子,提高 EBL 材料能级,把电子阻挡在发光层外,使器件中的电子和空穴达到平衡,提高器件的效率及寿命,符合行业技术发展趋势
高效率 BlueDopant 材料研究	通过引入平面刚性结构,提升分子结构稳定性,减小分子振动能量,促进半波宽降低,提升器件发光效率	项目通过提升材料分子刚性,降低半波宽,提升器件外量子效率,符合行业技术发展趋势。

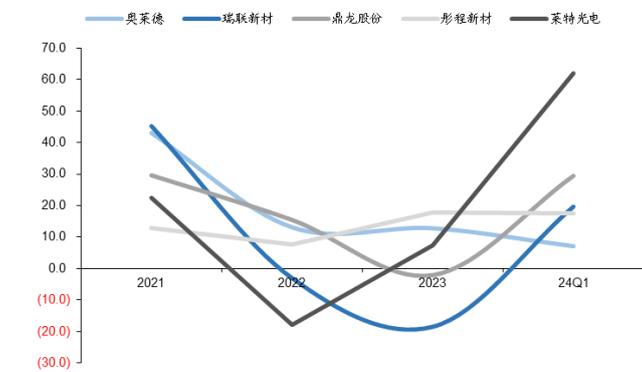


低电压、长寿命 HTL 材料开发	通过优化产品的 HOMO 能级，注入和迁移率等，加快空穴的传输速率，使空穴与电子达到平衡并在发光层复合，产生激子最终发光，从而实现降低驱动电压及提高工作效率	项目中加入特殊的刚性主核结构，一方面有效的降低产品的蒸镀温度，加强产品稳定性；另一方面加强空穴的传输速度，实现驱动电压的降低以及工作效率的提升，符合行业技术发展趋势
高效率 ETL/HBL 材料开发	通过将平面型高电子传输性能基团与立体型非芳香性基团相结合，使得材料具有较高的电子迁移率以及增强型的物理/热学特性，有效提升器件的效率以及寿命	项目引入平面型高电子传输性能基团与立体型非芳香性基团，增强了电子迁移率，有效提升器件的效率以及寿命，符合行业技术发展趋势
高性能 RedHost 材料开发	通过稠合平面基团的引入以及特定取代位点的选择与优化，提升材料的载流子迁移率确保复合效率的同时，提高激子能量由主体材料向客体材料的传输速率，从而提升红光器件的发光效率。	项目通过引入稠合基团及位点选择，促进载流子迁移率和激子能量的传递，有效提高红光器件的性能，符合行业的技术需求和发展趋势。

来源：公司招股书，国金证券研究所

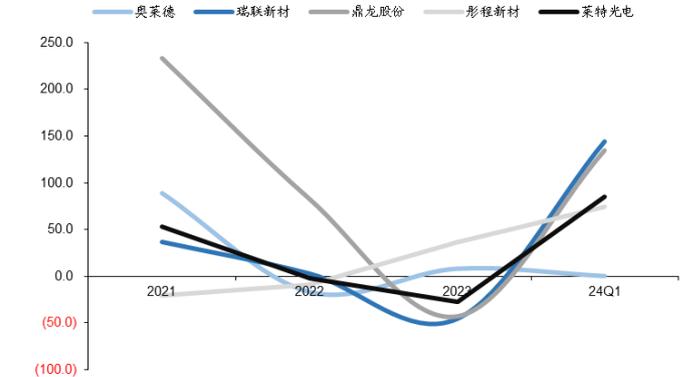
公司盈利能力自 2019 年后显著提升，目前已超过可比公司。2018 年公司毛利率低于可比公司平均水平，主要系公司产能还在爬坡阶段，且同行业可比公司收入规模远高于公司，规模效应更加明显，单位生产成本更低；自 2019 年起，公司毛利率高于同行业可比公司，利润质量改善幅度较大。净利率变化与毛利率基本一致，2022 年-至今，公司在净利率水平在可比公司中居于首位。

图表37：可比公司营收及增速情况



来源：wind，国金证券研究所

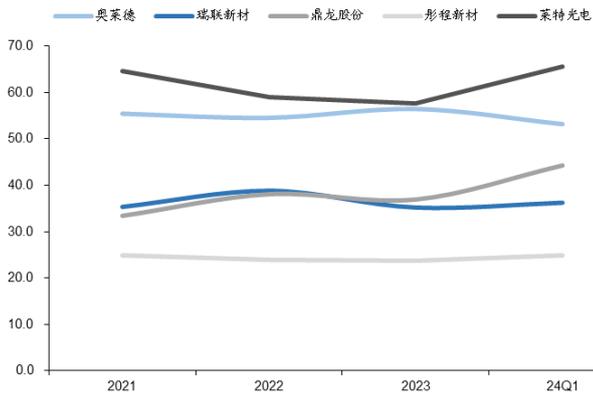
图表38：可比公司归母净利润及增速情况



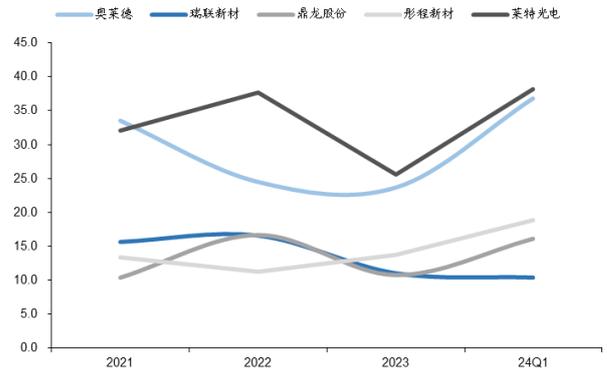
来源：wind，国金证券研究所



图表39：公司毛利率显著高于同行



图表40：公司净利率显著高于同行



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

三、盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测

OLED 材料板块：我们预测，公司 OLED 材料板块业务 2024-2026 年营收将分别达到 551.99、936.99、1339.49 百万元，同比增长 114.51%、69.75%、42.96%，同时假设 2024-2026 年毛利率为 70.69%、71.64%、72.05%。

假设 1：公司 OLED 材料主要包含 OLED 终端材料和 OLED 中间体材料，OLED 终端材料的毛利率较高，公司目前主要是 Red Prime 材料导入下游终端客户，伴随着 OLED 行业景气度提升，下游稼动率提升将需求拉动 Red Prime 材料出货量增长，公司 Green Host 材料在 2023 年开始导入下游客户，我们预计在 2024 年将会逐步放量。

假设 2：我们预计 2025-2026 年，公司会有其他的材料逐步导入下游客户，根据公司年报等公开交流口径，公司 Red Host、Green Prime、Blue Host 等新品类在下游认证、导入，预计未来公司 OLED 材料营收将持续维持高增。

假设 3：毛利率方面，对于已经导入的产品而言，价格在导入后的 2-3 年会有小幅下降，但 OLED 材料随着下游的面板厂迭代，新品类迭代周期一般 2-3 年左右，新产品毛利率相对较高，且随着公司产品放量的加速，预计成本也会进一步下降，我们预计公司整体的毛利率呈现稳定向上的趋势；

假设 4：目前公司 1 季度整体毛利率已经在 65.63%，根据我们的假设，最终算出来公司 2024 年整体毛利率在 66.78%，我们认为此毛利率具备合理性。

其他材料：我们预测，公司其他中间体业务 2024-2026 年营收将保持 25.99 百万元，同时假设 2024-2026 年毛利率为 23.86%，主要包括其他中间体等业务，预计未来公司其他材料营业收入将保持稳定。公司其他业务 2024-2026 年营收将保持 23.61 百万元，同时假设 2024-2026 年毛利率为 22.74%。

图表41：公司各项业务拆分

汇总	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万元)	374.47	304.67	306.93	601.59	986.59	1,389.09
YOY		-18.64%	0.74%	96.00%	64.00%	40.80%
成本 (百万元)	148.35	132.19	128.21	199.84	303.79	412.47
毛利 (百万元)	226.12	172.48	178.72	401.75	682.80	976.63
毛利率 (%)	60.38%	56.61%	58.23%	66.78%	69.21%	70.31%
1、OLED 材料						
收入 (百万元)	303.29	240.97	257.33	551.99	936.99	1,339.49
YOY		-20.55%	6.79%	114.51%	69.75%	42.96%
成本 (百万元)	83.20	80.05	90.18	161.81	265.76	374.44
毛利 (百万元)	220.09	160.92	167.15	390.18	671.23	965.06



毛利率(%)	72.57%	66.78%	64.96%	70.69%	71.64%	72.05%
2、其他中间体						
收入(百万元)	39.34	25.99	25.99	25.99	25.99	25.99
YOY		-33.93%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
成本(百万元)	30.30	19.79	19.79	19.79	19.79	19.79
毛利(百万元)	9.04	6.20	6.20	6.20	6.20	6.20
毛利率(%)	22.98%	23.86%	23.86%	23.86%	23.86%	23.86%
3、其他业务						
收入(百万元)	31.84	37.71	23.61	23.61	23.61	23.61
YOY		18.44%	-37.39%	0.00%	0.00%	0.00%
成本(百万元)	34.85	32.35	18.24	18.24	18.24	18.24
毛利(百万元)	-3.01	5.36	5.37	5.37	5.37	5.37
毛利率(%)	-9.45%	14.21%	22.74%	22.74%	22.74%	22.74%

来源：公司公告，国金证券研究所

费用情况：展望未来，(1) 公司为保持其技术领先性，将持续加大研发投入，优化研发流程，同时考虑到伴随着营收快速增长的规模效应，假设 2024-2026 年公司研发费用率为 16%、16%、16%。(2) 在生产方面，公司对于订单量较高的产品采用自动化生产线的方式，降低人工成本；在管理方面，公司持续优化管理和审批流程，提高公司运转效率，缩减不必要的支出，我们假设 2024-2026 年管理费用率分别为 15%、15%、15%。(3) 销售方面，公司客户资源优质，且公司需要不断优化内部管理提升人均效益，考虑规模效应预计 2024-2026 年公司销售费率分别为 3.4%、3.4%、3.4%。

3.2 投资建议及估值

我们预测，2024/2025/2026 年公司实现营业收入 6.2 亿/10.2 亿/14.45 亿元，同比 +106.10%/+64.55%/+41.68%，归母净利润 2.12 亿/3.14 亿/4.5 亿元，同比 +175.43%/+47.89%/+43.43%，对应 EPS 为 0.53/0.78/1.12 元。考虑到公司高成长性和稀缺性，我们给予公司 2025 年 35 倍估值，目标价 27.3 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

我们选取 OLED 材料及设备厂商奥来德、OLED 中间体厂商瑞联新材、新型显示材料厂商鼎龙股份、新材料公司彤程新材作为可比公司，鼎龙股份与彤程新材虽然在业务上存在较大差异，但二者分别为抛光垫、光刻胶国产替代龙头公司，而抛光垫、光刻胶与 OLED 终端材料赛道同属于具有技术壁垒的成长赛道，又考虑到二者行业地位与公司类似，因此作为可比公司。可比公司 2024-2026 年平均 PE 分别为 32/23/16 倍。公司为国内 OLED 终端材料龙头企业，在充分享受行业景气的同时，持续拓品类、增长份额，且供应头部客户，我们认为公司享有一定个估值溢价，考虑到公司的高成长性，我们给予公司 2025 年 35 倍估值，目标价 27.3 元/股，给予公司“买入”评级。

图表42：可比公司估值

股票代码	股票名称	股价 (元)	EPS					PE		
			2022	2023	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
688378.SH	奥来德	32.68	1.1	0.84	1.28	2.00	2.75	23	15	12
688550.SH	瑞联新材	36.73	2.52	-	1.62	2.13	2.55	18	14	-
300054.SZ	鼎龙股份	22.82	0.41	0.24	0.46	0.66	0.89	46	33	24
603650.SH	彤程新材	28.24	0.49	0.68	0.82	0.99	1.18	33	27	25
平均数								33	24	19
中位数								30	23	19
688150.SH	莱特光电	19.83	0.27	0.19	0.53	0.78	1.12	37	25	18

来源：ifind，国金证券研究所；备注：莱特光电为国金证券研究所预测，其他取自 ifind 一致预期，时间截至 2024/5/14



四、风险提示

新材料研发不及预期：OLED 材料终端迭代速度较快，若公司新材料研发不及预期，将影响公司后续在客户端的材料导入。

OLED 面板厂家投产进度不及预期：若下游客户投产进度不及预期，将影响 OLED 材料的需求。

公司在下游客户的导入不及预期：OLED 新款材料需要持续导入，若公司在下游客户的验证和导入不及预期，将影响公司新材料的放量节奏。

单一大客户风险：公司目前主要的客户是京东方，京东方的 OLED 产线稼动率将影响公司 OLED 材料的订单需求。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
主营业务收入	337	280	301	620	1,020	1,445	货币资金	182	326	206	221	238	334	
增长率		-16.7%	7.3%	106.1%	64.5%	41.7%	应收款项	129	77	105	194	319	452	
主营业务成本	-119	-115	-128	-191	-339	-466	存货	42	74	97	131	232	319	
%销售收入	35.4%	41.0%	42.4%	30.8%	33.2%	32.3%	其他流动资产	82	766	719	714	721	726	
毛利	218	165	173	429	681	978	流动资产	436	1,243	1,127	1,259	1,510	1,832	
%销售收入	64.6%	59.0%	57.6%	69.2%	66.8%	67.7%	%总资产	42.4%	65.1%	58.0%	59.8%	62.5%	65.5%	
营业税金及附加	-4	-4	-5	-9	-15	-22	长期投资	0	0	67	67	67	67	
%销售收入	1.0%	1.5%	1.7%	1.5%	1.5%	1.5%	固定资产	497	574	654	717	779	841	
销售费用	-8	-11	-10	-21	-35	-49	%总资产	48.3%	30.1%	33.7%	34.0%	32.3%	30.1%	
%销售收入	2.3%	4.0%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	无形资产	88	77	66	63	60	58	
管理费用	-45	-47	-50	-93	-153	-217	非流动资产	593	666	815	847	907	965	
%销售收入	13.3%	16.7%	16.6%	15.0%	15.0%	15.0%	%总资产	57.6%	34.9%	42.0%	40.2%	37.5%	34.5%	
研发费用	-37	-36	-50	-99	-163	-231	资产总计	1,029	1,909	1,943	2,106	2,416	2,797	
%销售收入	10.9%	12.8%	16.8%	16.0%	16.0%	16.0%	短期借款	23	13	7	0	0	0	
息税前利润 (EBIT)	125	68	58	206	315	460	应付款项	90	81	92	132	234	322	
%销售收入	37.1%	24.1%	19.2%	33.3%	30.9%	31.8%	其他流动负债	17	26	16	33	52	73	
财务费用	-3	9	6	-4	-3	-2	流动负债	130	121	115	165	286	396	
%销售收入	0.9%	-3.2%	-1.8%	0.6%	0.3%	0.1%	长期贷款	76	87	116	116	116	116	
资产减值损失	-13	6	-6	0	0	0	其他长期负债	14	15	15	1	2	3	
公允价值变动收益	1	16	15	15	15	15	负债	220	223	246	282	404	515	
投资收益	1	2	4	4	4	4	普通股股东权益	809	1,685	1,697	1,824	2,012	2,282	
%税前利润	1.2%	1.3%	4.5%	1.8%	1.2%	0.8%	其中：股本	362	402	402	402	402	402	
营业利润	120	105	81	227	336	482	未分配利润	202	266	301	429	617	887	
营业利润率	35.8%	37.4%	26.9%	36.7%	33.0%	33.4%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0	
营业外收支	4	13	2	0	0	0	负债股东权益合计	1,029	1,909	1,943	2,106	2,416	2,797	
税前利润	124	118	83	227	336	482	比率分析		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润率	37.0%	42.1%	27.5%	36.7%	33.0%	33.4%	每股指标							
所得税	-17	-12	-6	-15	-23	-32	每股收益	0.298	0.262	0.191	0.527	0.780	1.119	
所得税率	13.3%	10.6%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	每股净资产	2.233	4.188	4.216	4.532	5.000	5.671	
净利润	108	105	77	212	314	450	每股经营现金净流	0.467	0.448	0.165	0.481	0.582	0.912	
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股股利	0.000	0.100	0.100	0.211	0.312	0.447	
归属于母公司的净利润	108	105	77	212	314	450	回报率							
净利率	32.1%	37.6%	25.6%	34.2%	30.8%	31.2%	净资产收益率	13.34%	6.26%	4.54%	11.63%	15.60%	19.72%	
							总资产收益率	10.49%	5.53%	3.97%	10.07%	12.99%	16.09%	
							投入资本收益率	11.92%	3.38%	2.95%	9.91%	13.79%	17.88%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	22.59%	-16.74%	7.27%	106.10%	64.55%	41.68%	
							EBIT增长率	42.35%	-45.89%	-14.61%	257.42%	52.70%	46.05%	
							净利润增长率	52.72%	-2.28%	-26.95%	175.43%	47.89%	43.43%	
							总资产增长率	27.05%	85.54%	1.79%	8.43%	14.72%	15.76%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	125.1	129.6	107.8	110.0	110.0	110.0	
							存货周转天数	136.8	184.9	245.2	250.0	250.0	250.0	
							应付账款周转天数	223.1	239.4	198.3	200.0	200.0	200.0	
							固定资产周转天数	350.8	405.0	520.9	236.9	134.0	87.4	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	-17.42%	-57.76%	-45.79%	-43.74%	-40.52%	-39.94%	
							EBIT利息保障倍数	40.4	-7.6	-10.5	56.6	95.1	215.7	
							资产负债率	21.37%	11.70%	12.66%	13.41%	16.72%	18.41%	

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	10	12	14	32
增持	1	3	3	5	1
中性	0	0	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.23	1.31	1.35	1.09

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00=买入；1.01~2.0=增持；2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究