

# 京东方 A (000725)

证券研究报告

2025 年 01 月 13 日

## 全球半导体显示龙头，OLED 盈利拐点将至

**概况：全球半导体显示龙头企业，营收利润稳步提升。**京东方成立于 1993 年，以半导体显示业务为核心主业，构建“1+4+N+生态链”发展架构。2024 年上半年，京东方在 LCD 领域五大主流应用出货量稳居全球第一，OLED 面板出货量国内第一、全球第二。京东方 2024 年前三季度实现营业收入 1437.32 亿元，较去年同期增长 13.61%；归属于上市公司股东的净利润 23.08 亿元，同比大幅增长 223.80%，展现出强劲发展动能。

**LCD 领域：LCD 长期供需格局持续优化，短期看好国补政策催化市场需求，京东方折旧退出贡献利润。从行业来看：**LCD 面板仍是市场主流选择，面板平均尺寸增加带动出货面积增长。全球 LCD 产能保持，日韩和中国台湾地区厂商不断撤出，产能向中国大陆集中，中国大陆 LCD 电视面板厂的市占率 2023 年进一步提升至 70.4%。据 DSCC 预测，电视面积增大可能导致未来需求增长、供应短缺，2023 年至 2028 年显示区域需求的年增长率预计为 5%。**看好国补拉动电视需求量价齐升。**8 月份中国政府宣布新一轮折旧换新补贴计划，拨款 3000 亿元分四个阶段全部用于家电补贴，中国市场渐成为市场淡季的稳定器，超大尺寸出货将创单季新高，四季度全球大尺寸出货量中，超大尺寸的占比将首次来到 48%，较三季度环比提升 5 个百分点。10 月面板价格全面回升，四季度 TV 面板价格保持平稳。明年家电补贴政策有望延续，中国大陆电视厂商和显示面板厂商预计新一轮“家电以旧换新”计划将有助于提升市场需求，有望增加 150 万至 200 万台。**从公司来看：**京东方在 LCD 领域五大主流应用出货量稳居全球第一，运营着 8 代以上 LCD 面板产线共 8 条，截至 2024 年上半年京东方全球面板出货量市占率为 23.8%。2025 年京东方预计折旧退出，利润率提升。2018 年开始量产的第 10.5 代 TFT 生产线将于 2025 年 Q1 开始完成设备折旧，全面折旧将允许面板厂商降低总模块和开模产品的成本，使京东方能够在不牺牲利润率的情况下提高需求，并提高其第 10.5 代设施的利用率。

**OLED 领域：中小尺寸渗透率提升市场空间广阔，客户及产品结构优化下有望迎来盈利拐点。从行业来看：**OLED 全球市场规模平稳增长，2027 年出货量有望达到 11.7 亿片。中国 OLED 面板市场占比也逐步扩大，2023 年中国大陆 OLED 面板出货约 2.9 亿片，同比增长约 71%。同时，OLED 面板渗透率上升，预计 2024 年全球 OLED 智能手机渗透率为 55%，折叠手机等新需求促进 OLED 屏幕需求增长、苹果布局带动 OLED 逐渐向中尺寸渗透。此外，国内已布局多条 OLED 产线，24Q1 中国首次超过韩国成为全球 OLED 出货量第一，OLED 国产化进程加快。**从公司来看：**2024 年上半年京东方柔性 AMOLED 智能手机面板出货量为全球厂商第二名，占比 22.3%，仅次于三星显示；京东方 OLED 位列苹果供应链，并独供国内多个高端旗舰品牌，技术优势行业领先。京东方投建国内首条 8.6 代 AMOLED 生产线，设计产能每月 3.2 万片玻璃基板，2024 年 9 月 26 日，该生产线提前完成全面封顶，从开工到封顶仅用时 183 天。预计在 2026 年 10 月实现量产，2029 年达到满产状态。

**非显示业务：构建“1+4+N+生态链”发展架构，打开新的增长空间。**京东方坚持“屏之物联”战略，打造“1+4+N+生态链”发展架构。“1”即显示器业务，公司持续稳固行业领先地位；“4”即公司在物联网发展过程中布局的物联网创新、传感、MLED 及智慧医工四条主战线，公司加大研发力度、拓展应用场景；“N”即物联网细分应用场景，是公司物联网发展新的着力点，打造业务增长新曲线。

**投资建议：**伴随 LCD 出货规模增加、OLED 渗透率提高、京东方保持行业龙头地位和技术优势，我们预计 2024-2026 年公司分别能实现 2001/2202/2406 亿元营收，公司归母净利润在 2024/2025/2026 年预计能达到 44.71/84.72/122.02 亿元。估值方面，我们选取 TCL 科技与深天马 A 为可比公司，对应 2025 年平均 PB 倍数为 1.11 倍，基于 LCD 长期供需格局持续优化，京东方在该领域五大主流应用出货量稳居全球第一，随着 10.5 代 TFT 生产线将于 2025 年开始完成设备折旧，公司预计折旧退出，利润率提升；叠加 OLED 在新产品、新客户的拓展，带来较高的业绩弹性，考虑到公司 OLED 业务规模较大且具备较高成长性，故给予公司高于可比公司平均的 15 倍 PB，预计公司 2025 年每股净资产 3.73 元，对应目标价 5.6 元，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**补贴政策效果不及预期；经营风险；面板景气度不及预期；地缘政治风险；数据测算具有预测性。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	178,413.73	174,543.45	200,148.97	220,203.90	240,550.74
增长率(%)	(18.65)	(2.17)	14.67	10.02	9.24
EBITDA(百万元)	57,102.50	49,280.74	48,661.66	49,941.25	53,471.56
净利润(百万元)	7,550.88	2,547.44	4,470.97	8,472.05	12,201.82
增长率(%)	(70.77)	(66.26)	75.51	89.49	44.02
EPS(元/股)	0.20	0.07	0.12	0.23	0.32
市盈率(P/E)	20.94	62.07	35.36	18.66	12.96
市净率(P/B)	1.16	1.22	1.16	1.13	1.07
市销率(P/S)	0.89	0.91	0.79	0.72	0.66
EV/EBITDA	4.38	5.54	5.41	5.70	4.92

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（首次评级）
当前价格	4.2 元
目标价格	5.6 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	36,952.13
流通 A 股股本(百万股)	36,851.56
A 股总市值(百万元)	155,198.95
流通 A 股市值(百万元)	154,776.53
每股净资产(元)	3.45
资产负债率(%)	51.74
一年内最高/最低(元)	4.92/3.53

### 作者

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

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《京东方 A-季报点评:Q1 业绩保持稳定，面板周期逐渐见底》2022-04-28
- 《京东方 A-年报点评报告:21 业绩新高，周期逐渐见底，面板龙头优势显著》2022-04-02
- 《京东方 A-季报点评:周期有望见底，看好未来盈利中枢提升》2021-11-07

## 内容目录

<b>1. 京东方：半导体显示龙头企业</b> .....	<b>4</b>
1.1. 公司概况：三十载创新发展，构建“1+4+N+生态链”发展架构.....	4
1.2. 公司治理：国资实际控制，核心团队稳定.....	4
1.3. 财务分析：营收利润稳步提升，坚持创新驱动发展.....	6
<b>2. LCD 仍为主流选择，京东方保持领先优势</b> .....	<b>8</b>
2.1. 面板尺寸增长带动出货增长，LCD 产能向大陆集中.....	8
2.1.1. LCD 市场表现亮眼，仍为市场主流选择.....	8
2.1.2. LCD 产能向大陆集中，多因素促进需求复苏.....	10
2.2. 稳居出货第一，京东方建立高世代线切割优势.....	14
<b>3. OLED 渗透率快速上升，京东方发展前景广阔</b> .....	<b>14</b>
3.1. OLED 市场规模扩大，渗透率快速上升.....	14
3.2. 国内 OLED 产线多点分布，首次成为全球出货量第一.....	16
3.3. 京东方 OLED 面板出货量国内第一，国际认可度高.....	18
<b>4. 坚持“屏之物联”战略，打造“1+4+N+生态链”发展架构</b> .....	<b>19</b>
<b>5. 核心假设及投资建议：</b> .....	<b>21</b>
<b>6. 风险提示</b> .....	<b>23</b>

## 图表目录

图 1：京东方业务版图.....	4
图 2：京东方股东及控股情况(截至 2024 年 10 月 30 日).....	4
图 3：京东方 2019-2024Q1-Q3 营业收入及增速.....	6
图 4：京东方 2019-2024Q1-Q3 归母净利润及增速.....	6
图 5：京东方 2020-2024H1 分产品营收占比.....	7
图 6：京东方 2020-2024H1 毛利率变化情况.....	7
图 7：京东方 2020-2024Q1-Q3 各项费用率变化情况.....	7
图 8：京东方 2020-2023 年研究人员情况.....	8
图 9：京东方 2020-2023 年研发投入情况.....	8
图 10：2024H1 全球 TV 面板出货量.....	9
图 11：2021-2025F 笔记本电脑面板不同技术路线的出货量占比.....	10
图 12：2023-2025 年全球 LCD 电视面板出货面积份额趋势 单位：%.....	10
图 13：2019-2028 年按应用划分的显示面积需求.....	12
图 14：全球 LCD 电视面板出货数量.....	12
图 15：2024 年 11 月 TV 面板价格（单位：美元）.....	13
图 16：2021-2024 年全球 OLED 面板市场规模（单位：亿美元）.....	14
图 17：2021-2024 年中国 OLED 面板出货量（单位：亿片）.....	14

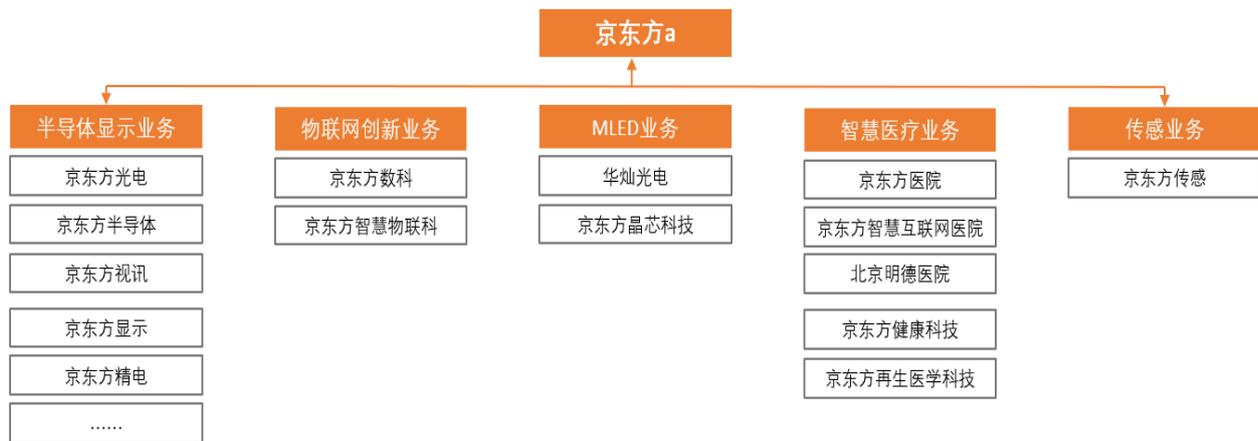
图 18: 2023-2025 全球六大 AMOLED 手机面板厂占有率.....	15
图 19: 2023-2028 年 OLED 平板电脑&笔记本电脑渗透率 .....	15
图 20: OLED 整体出货量市场份额.....	17
图 21: OLED 中小尺寸出货量市场份额.....	17
图 22: 2023-2024Q3 全球智能手机出货量 .....	18
图 23: 2024Q3 全球 AMOLED 智能手机面板厂商出货量排名 .....	18
图 24: 京东方“1+4+N+生态链”发展架构 .....	19
图 25: 京东方 MLED 产品展示 .....	20
图 26: 京东方智慧医工业务展示.....	20
图 27: 京东方打造数字医院.....	20
图 28: 搭载京东方 LC 智能光幕的新能源汽车 .....	21
图 29: 搭载京东方自主研发的光幕技术的汽车 .....	21
表 1: 主要子公司情况 (2024 年中报) .....	5
表 2: 公司核心团队 .....	5
表 3: 全球面板市场及展望 (单位: 亿美元) .....	8
表 4: 全球 LCD 面板市场份额占比详情.....	11
表 5: 不同世代线玻璃面板经济切割尺寸 .....	14
表 6: 全球主要 OLED 产线分布 .....	16
表 7: 公司营收拆分预测 (单位: 亿元) .....	22
表 8: 可比公司估值表 .....	23

## 1. 京东方：半导体显示龙头企业

### 1.1. 公司概况：三十载创新发展，构建“1+4+N+生态链”发展架构

京东方科技集团股份有限公司（BOE）是半导体显示行业龙头企业。京东方于 1993 年由老国企北京电子管厂改制而成，现已形成了以半导体显示为核心，物联网创新、传感器及解决方案、MLED、智慧医工融合发展的“1+4+N+生态链”业务架构。截至 2023 年，京东方在北京、合肥、成都、重庆、福州、绵阳、武汉、昆明、苏州、鄂尔多斯、固安等地拥有多个制造基地，子公司遍布 20 多个国家和地区，服务体系覆盖欧、美、亚、非等全球主要地区，全球每 4 个智能显示终端就有 1 块显示屏来自 BOE。据 Omdia 数据，2024 年上半年，在 LCD 领域，京东方全球显示屏整体出货量和五大主流应用领域液晶显示屏出货量稳居全球第一；在柔性 OLED 领域，产品出货量提升超 25%，打造多款品牌首发产品。

图 1：京东方业务版图



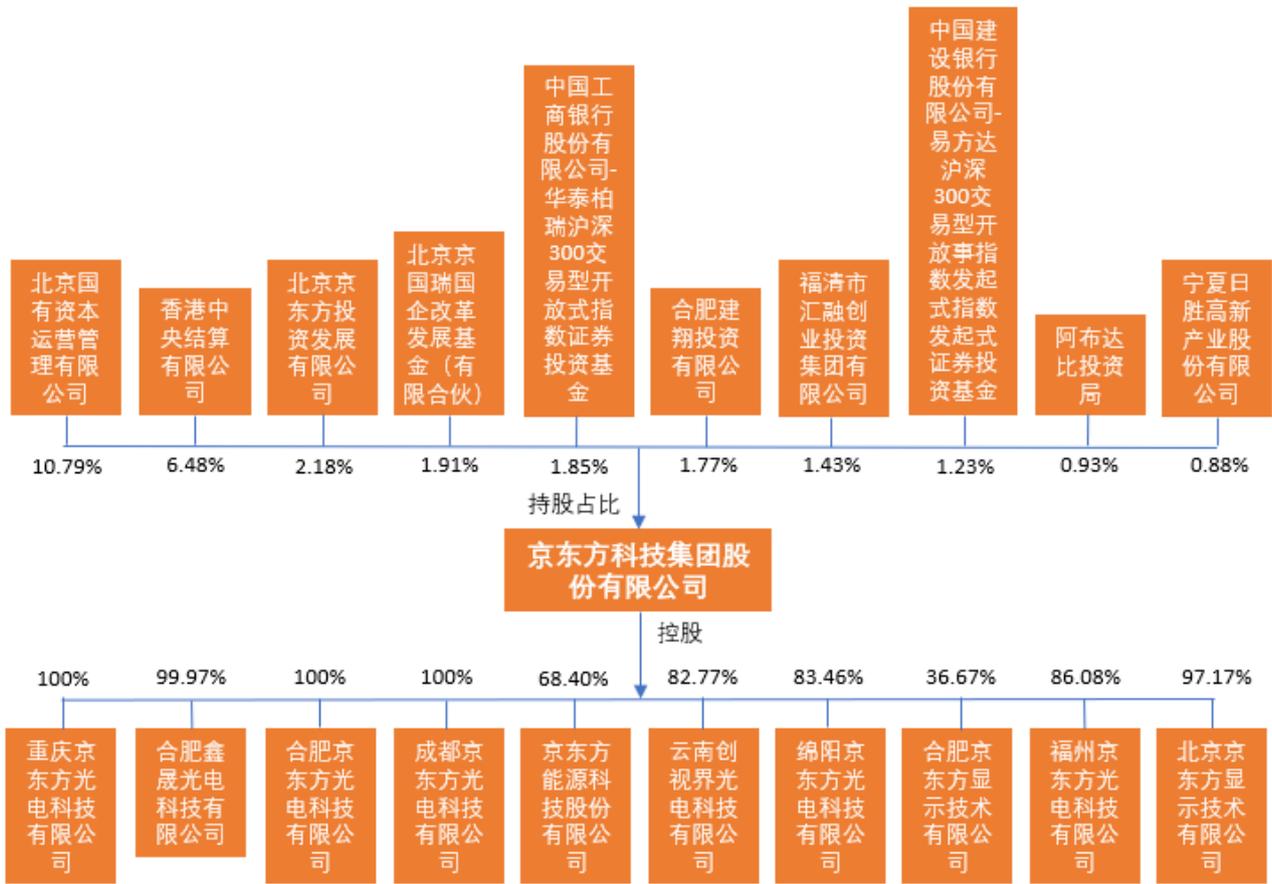
资料来源：京东方官网、京东方 BOE 公众号、天风证券研究所

京东方构建了“1+4+N+生态链”发展架构，铸就公司核心竞争力。其中，“1”指半导体显示，致力于提供应用 AMOLED、TFT-LCD、Microdisplay 等技术的端口器件，为客户提供高品质的手机、平板电脑、笔记本电脑、显示器、电视、车载、VR/AR 等显示器件产品，是京东方积累沉淀的核心能力与优质资源，是公司发展的策源地和原点；“4”指基于京东方核心能力和价值链延伸所选定的高潜航道与发力方向，是公司在物联网发展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”是京东方不断开拓与耕耘的物联网细分应用场景，是公司物联网发展的具体着力点；“生态链”是公司协同众多生态合作伙伴，聚合产业链和生态链资源，构筑的产业生态发展圈层。

### 1.2. 公司治理：国资实际控制，核心团队稳定

公司股权结构较为分散。截至 2024 年 10 月，公司最大持股人为北京国有资本运营管理有限公司，持股 10.79%；共有 8 家公司持股比例超过 1%。北京市人民政府国有资产监督管理委员会持有北京国有资本运营管理有限公司 100% 的股份，是实际控制人。

图 2：京东方股东及控股情况(截至 2024 年 10 月 30 日)



资料来源：iFinD、天风证券研究所

**公司控制子公司众多。**根据 iFinD 数据显示，截至 2024 年中报，京东方共有 47 家子公司。这些子公司业务复杂，以显示业务为核心，涵盖至新能源、信息技术等领域。其中，主要子公司有三家：重庆京东方光电科技有限公司、合肥鑫晟光电科技有限公司、合肥京东方光电科技有限公司。

表 1：主要子公司情况（2024 年中报）

公司名称	主要业务	净利润	净利润占比
重庆京东方光电科技有限公司	主要从事半导体显示器件、整机及相关产品的研发、生产和销售，以及货物进出口业务、技术咨询	13.59 亿元	76.74%
合肥鑫晟光电科技有限公司	从事薄膜晶体管液晶显示器件相关产品及其配套产品投资建设、研发、生产、销售	5.51 亿元	31.13%
合肥京东方光电科技有限公司	主要从事薄膜晶体管液晶显示器件相关产品及其配套产品投资建设、研发、生产、销售	4.53 亿元	25.58%

资料来源：京东方 2024 年半年报、天风证券研究所

**公司核心董事会团队稳定性强、经验丰富。**公司核心团队都具有多年半导体或会计相关从业经验，能够助力公司快速发展。公司管理团队中大部分成员在京东方工作多年，其中董事长陈炎顺 1993 年加入公司、副董事长冯强 1998 年加入公司、董事高文宝 2003 年加入公司，均在公司任职超过 20 年，公司核心团队稳定性强、对公司业务熟悉程度高。

表 2：公司核心团队

姓名	职务	从业背景
陈炎顺	董事长、执行委员会主席	经济学硕士，正高级经济师、高级会计师。同时担任中国电子信息行业联合会副会长，中国光学光电子行业协会副理事长、中国光学光电子行业协会液晶分会理事长。
冯强	副董事长、执行	高级工商管理硕士、工程硕士、工程师。1998 年加入公司，曾任北京英赫世纪置业有限公司

委员会主席	司执行董事兼常务副总经理、总经理，北京·松下彩色显象管有限公司总经理，健康服务事业群 Co-CEO，智慧医工业务董事长兼 CEO。
高文宝	董事、总裁、执行委员会副主席 微电子学与固体电子学博士。2003 年加入公司，曾任 TPC SBU 总经理。
吴礼顺	董事 工商管理硕士，毕业于对外经济贸易大学与美国马里兰大学合办工商管理专业。曾任毕马威华振会计师事务所咨询顾问、经理等职务。
叶枫	董事 工学学士，工程师。曾任北京建中机器厂副厂长，北京七星华创电子股份有限公司董事会董事、总经理，北京北广电子集团有限责任公司副总裁，北京大华无线电仪器厂厂长，北京大华无线电仪器有限责任公司董事长。
王锡平	董事 曾任南京瀚宇彩欣科技有限公司经理，历任公司生产管理中心负责人、显示事业 Co-CEO、首席采购官等职务。
王谨	监事会主席 现任北京电子控股有限责任公司总法律顾问。兼任北方华创科技集团股份有限公司监事会主席，北京易亨电子集团有限责任公司董事，北京益泰电子集团有限责任公司董事，北京七星华电科技集团有限责任公司董事。
时晓东	监事 曾任北京松下控制装置有限公司人事专员，博思智联管理顾问有限公司管理咨询顾问，兆维科技股份有限公司企业管理部经理、人力资源部经理、总经理助理、副总经理，北京兆维电子（集团）有限责任公司执行副总裁，北京电控爱思开科技有限公司党支部书记、副总经理、工会主席。
徐婧鹤	监事 管理学硕士，美国注册管理会计师，中国注册会计师专业资格。曾任北京亦庄投资控股有限公司财务管理部财务主管、北京亦庄城市更新有限公司财务管理部经理、北汽蓝谷新能源科技股份有限公司监事。
宋立功	监事 工商管理硕士，正高级会计师。曾任中国航空工业总公司财务司主任科员，北京无线电厂总会计师，北京电子控股有限责任公司计划财务部副部长，北京北广电子集团有限责任公司总会计师，北京北广科技股份有限公司副总裁、财务总监、副董事长、总经理、党委书记，北京兆维电子（集团）有限责任公司副总经理，北京电子控股有限责任公司安全环保部副总监、总监。

资料来源：京东方 2023 年报、京东方 2024 半年报、iFinD、天风证券研究所

### 1.3. 财务分析：营收利润稳步提升，坚持创新驱动发展

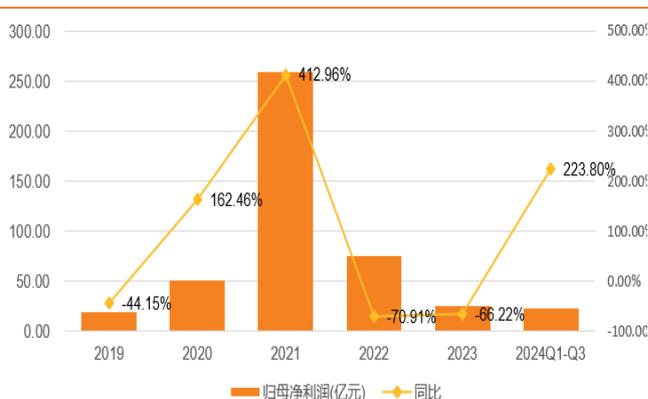
**公司营收利润双增长，稳定经营促发展。**京东方 2024 年上半年实现营业收入 933.86 亿元，同比增长 16.47%；归母净利润 22.84 亿元，同比增长 210.41%。前三季度公司实现营收 1437.3 亿元，同比增长 13.6%；归母净利润 23.08 亿元，同比增长 223.8%，经营业绩大幅增长，展现出强劲的发展动能。2023 年实现营业收入 1745.43 亿元，归母净利润 25.47 亿元，营业收入实现逐季提升，全年保持稳定经营。

图 3：京东方 2019-2024Q1-Q3 营业收入及增速



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 4：京东方 2019-2024Q1-Q3 归母净利润及增速

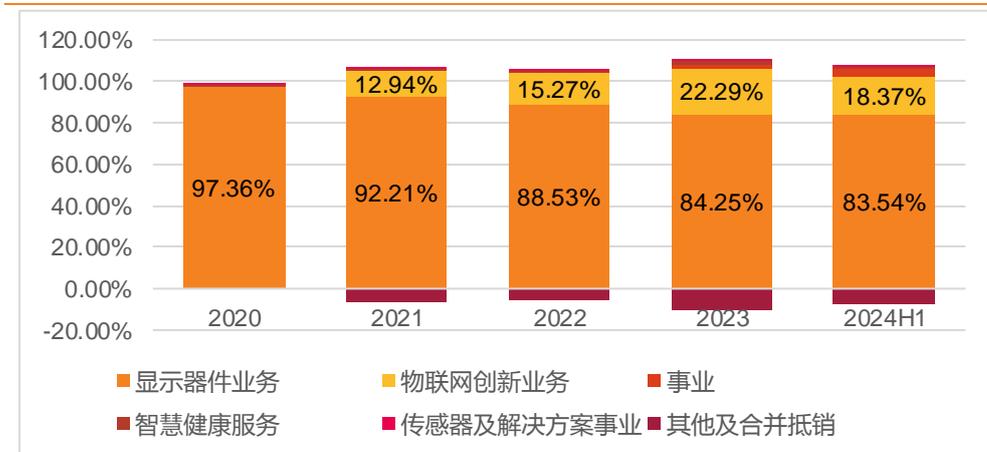


资料来源：公司公告、天风证券研究所

公司显示器件业务占比超八成，多数产品营收增长。2024 年上半年，京东方显示器件业务、

物联网创新业务、MLED 业务、智慧医工业务收入分别增长 14.87%、10.57%、115.95%、13.63%；传感业务领域，极氪推出首个量产搭载京东方 LC 智能光幕的新能源汽车、一汽红旗全新推出搭载京东方自主研发的光幕技术的 C+级豪华旗舰轿车，标志着京东方传感业务在车载调光领域树立行业新标杆，具有较大发展潜力。

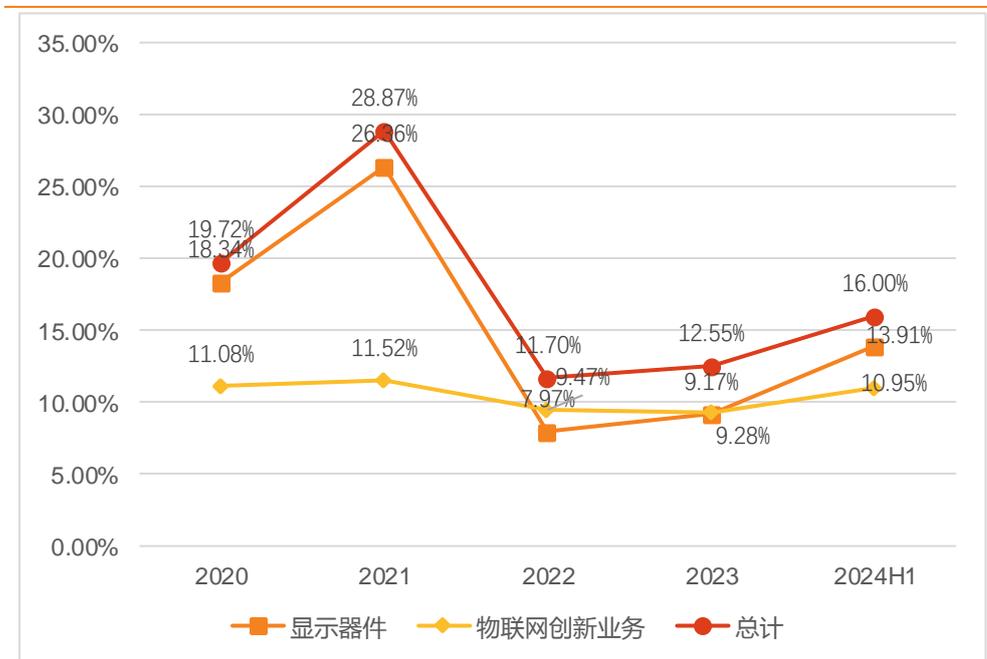
图 5：京东方 2020-2024H1 分产品营收占比



资料来源：公司公告、wind、天风证券研究所

**公司经历周期波动，毛利率稳步上升。**2022 年，在地缘政治风险频发、全球经济低迷的宏观环境下，刚性支出抑制升级消费，品牌端采购策略趋于保守，半导体显示行业供需失衡，行业景气度下行，产品价格大幅下降，导致公司毛利率下降。但从 2023 年开始，公司总体毛利率和分业务毛利率均稳步上升，2024 年上半年，显示器件和物联网创新业务毛利率分别为 13.91%和 10.95%，同比增长分别为 7.92pct 和 2.97pct，2024 前三季度公司实现 16.49% 的总销售毛利率。

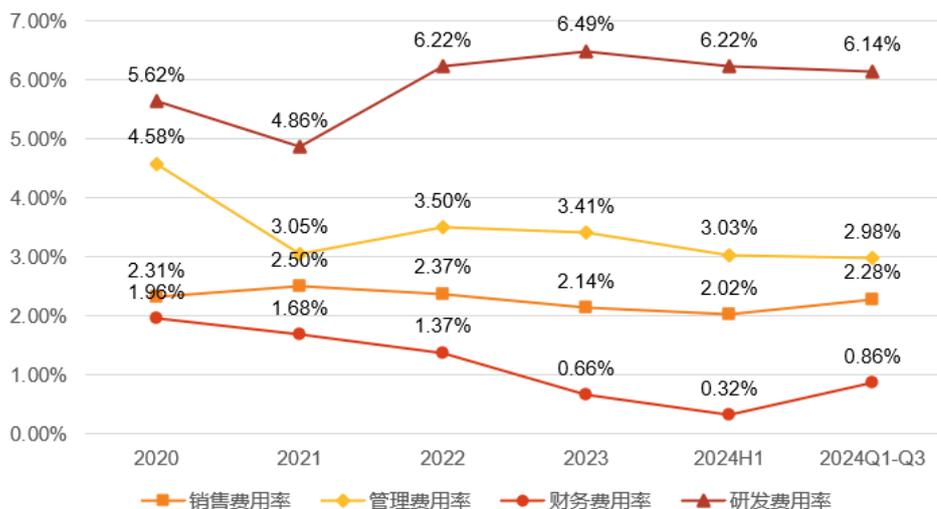
图 6：京东方 2020-2024H1 毛利率变化情况



资料来源：公司公告、wind、天风证券研究所

**公司各项费用率稳中有降，经营效率提高。**公司各项费用率较为稳定，呈下降趋势；2024 上半年财务费用率降低明显，主要是由于利息净支出减少及汇兑净收益增加所致。2024 年 Q1-Q3 销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 2.28%、2.98%、0.86%，整体经营效率提高。

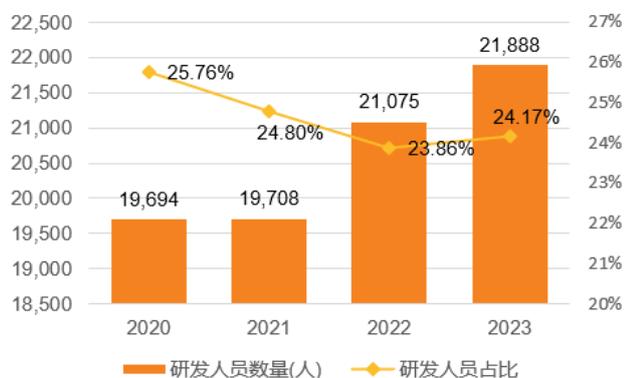
图 7：京东方 2020-2024Q1-Q3 各项费用率变化情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

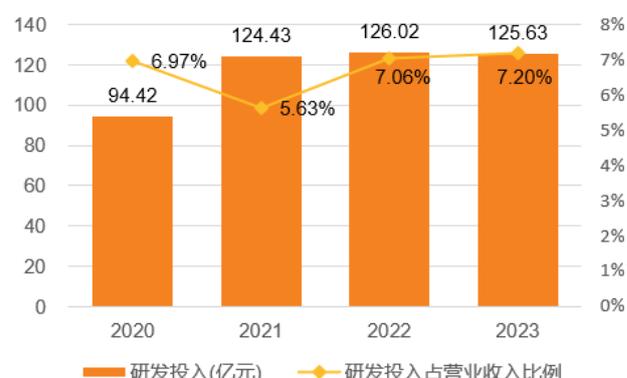
公司保持高强度研发投入，强化高质量专利布局。京东方每年坚持将营收的 7% 左右投入研发，其中营收的 1.5% 用于基础与前沿技术研究，已发展成为全球半导体显示领域研发投入的佼佼者。此外，2024 年上半年京东方新增专利申请超 4,000 件，其中发明专利超 90%，海外专利超 30%，覆盖美、欧、日、韩等多个国家和地区，遍及柔性 OLED、传感、人工智能、大数据等多个领域。京东方保持对技术的尊重与创新的坚持，连续 6 年进入 IFI 美国专利授权排行榜全球 TOP20；连续 8 年进入 WIPO 全球 PCT 专利申请 TOP10；并在 2024 年科睿唯安首次公布的《全球百强创新机构》榜单中位列第 12 位。

图 8：京东方 2020-2023 年研究人员情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 9：京东方 2020-2023 年研发投入情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

## 2. LCD 仍为主流选择，京东方保持领先优势

### 2.1. 面板尺寸增长带动出货增长，LCD 产能向大陆集中

#### 2.1.1. LCD 市场表现亮眼，仍为市场主流选择

从出货量和出货面积来看，LCD 面板仍是市场的主流选择。LGD 公开的数据显示，包括 LCD 面板与 OLED 面板，2023 年全球显示产业面板市场规模约在 1181 亿美元左右，其中 LCD 面板占比约为 63%，OLED 面板占比约为 36%。

表 3：全球面板市场及展望 (单位：亿美元)

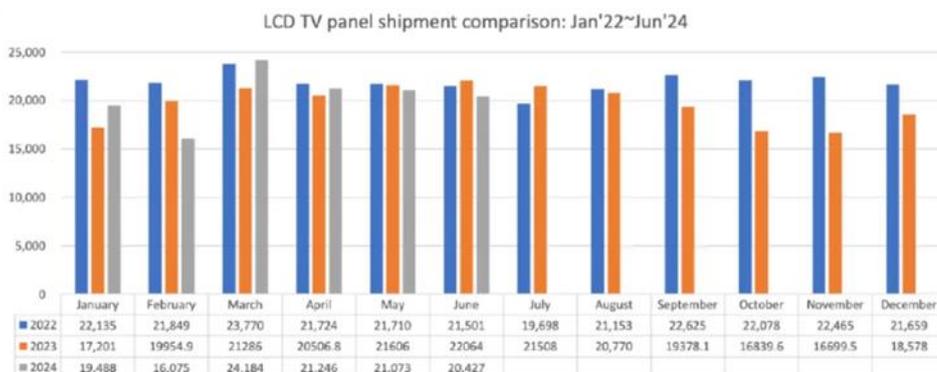
类别	尺寸	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年
LCD	大型	651	635	669	692	691	694
	占比	81.80%	85.40%	86.30%	86.70%	86.70%	86.70%
	中小型	145	108	106	106	106	106

	占比	18.20%	14.60%	13.70%	13.30%	13.30%	13.30%
	合计	796	743	775	798	797	801
	占比	64.90%	62.90%	62.70%	61.90%	60.70%	59%
OLED	大型	59	60	88	109	129	153
	占比	14.10%	14%	19.80%	23.10%	26.60%	30.20%
	中小型	361	368	359	364	357	354
	占比	85.90%	86%	80.20%	76.90%	73.40%	69.80%
	合计	421	428	447	474	486	507
	占比	34.30%	36.20%	36.20%	36.70%	37%	37.40%
	其他屏幕	9	10	14	18	30	49
占比	0.70%	0.80%	1.20%	1.40%	2.30%	3.60%	
合计		1226	1181	1237	1290	1312	1356

资料来源：维科网显示公众号、天风证券研究所

大尺寸方面，2024 年上半年整体表现优于去年同期，出货水平与去年同期保持一致，但面板平均尺寸有所增加。据 Omdia 显示，2024 年上半年，LCD TV 面板出货量达到 1.23 亿片，与 2023 年上半年出货水平基本一致。若今年维持 2023 年 TV 面板上下半年出货布局，今年 TV 面板整体出货仍将保持在 2.4 亿片上下，这对面板厂会是一个比较理想的结果。而去年同期 TV 面板平均尺寸仅约 49.4 寸，今年上半年 TV 面板平均尺寸则达到了 51.3 寸，这也使得尽管出货量差不多，但出货面积以及产线稼动率都较去年同期有更好表现。出货面积上，去年同期，液晶 TV 面板出货面积为 8,228 万平米，而今年上半年则达到了 8,714 万平米，年同比增长达到 6%。

图 10：2024H1 全球 TV 面板出货量



资料来源：Omdia、天风证券研究所

中尺寸方面，IT 面板 2024 年上半年出货表现亮眼。显示器面板出货达到 7,950 万片，远高于 2023 年上半年的 7,113 万片。笔记本电脑面板的情况也与显示器面板出货表现差不多。2024 年上半年，笔记本电脑面板出货达到 9,480 万片，也远高于 2023 年上半年的 8,745 万片，成长明显。出货面积上，显示器面板今年上半年出货面积达到 1,392 万平米，2023 年上半年则仅为 1,231 万平米，年同比大幅增长 13%；笔记本电脑面板 2024 年上半年出货面积达到 568 万平米，而 2023 年上半年出货面积则仅为 521 万平米，年同比增长 9%。

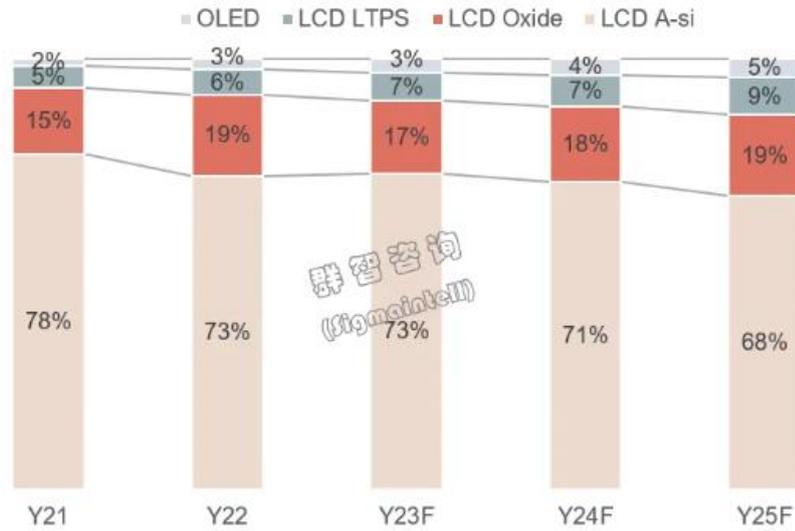
从显示器技术层面来看，LCD 仍为主流，MiniLED 和 OLED 产品热度持续。从高端电竞产品来看，Nano IPS、Fast IPS、高分区 MiniLED、OLED 等技术百花齐放。群智咨询数据显示，2023 年 OLED 显示器面板出货约 80 万片，2024 年有望进一步增长至 140 万片，具备持续增长动能。

从笔记本电脑技术路线来看，其当前出货量占比由高到低分别为 LCD A-Si、LCD Oxide、LCD LTPS、OLED。2022，LCD A-Si 面板市场占有率为 73%，LCD Oxide 面板市场占有率

为 19%，LCD LTPS 面板市场占有率为 6%，OLED 面板市场占有率为 3%。群智咨询预测数据表示，2023 年，LCD A-Si、LCD Oxide、LCD LTPS、OLED 面板的市场占有率分别为 73%，17%，7%，3%。

图 11：2021-2025F 笔记本电脑面板不同技术路线的出货量占比

Y21~Y25F global NB panel technology market share forecast



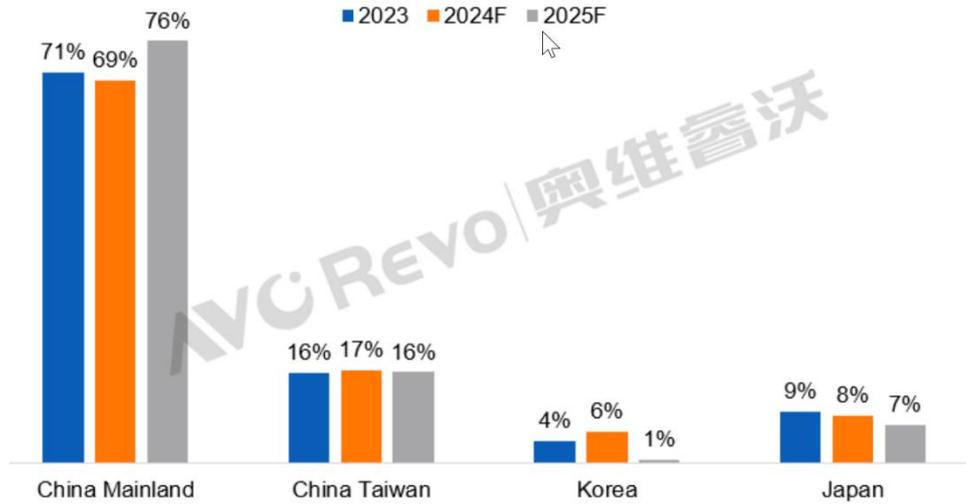
资料来源：群智咨询、天风证券研究所

从车载显示技术层面，2023 年 LCD LTPS 面板的出货量占比增至 28%。在供需两侧的积极推动下，过去几年 LTPS LCD 这一技术在车载显示领域得到了快速发展，2023 年全球 LTPS LCD 车载显示面板出货量达到约 5870 万片，同比增长 66%，占车载显示出货总量的 28%。其主要参与者 LG 显示、友达及大陆面板厂 TCL 华星等在车载显示领域的发展，也得到了有力的保障。

2.1.2. LCD 产能向大陆集中，多因素促进需求复苏

**全球 LCD 产能保持平稳，海外产线逐渐退出。**2022 年至 2028 年，全球 LCD 产能预计将以年均不到 1% 的速度增长。同期，8 代及以上 LCD 工厂产能预计将增加，但 7 代及以下 LCD 工厂产能预计将减少。2023 年，由于部分小型 LCD 工厂停产，LCD 整体产能下降 2%。日韩企业以及中国台湾厂商等不断撤出 LCD 面板市场。从各大面板厂披露的消息来看，韩企 LGD 正在关停或转卖 LCD 产线，日企 JOLED 宣告破产，松下、友达、群创等面板厂也接连宣布出售或者关停液晶面板产线。三星已将苏州 G8.5 产线卖给华星光电，并将韩国的三条 LCD 产线全部转向 QD OLED，完全退出 LCD 市场。LGD 韩国坡州的 P7 G7.5 工厂在 2022 年第四季度关闭，广州厂在减亏策略下已关停 10 万大板/月产能，只剩 11 万大板运转，且在积极寻求出售。日本 JOLED 于 2023 年宣布破产，夏普在日本本土的 10 代 LCD 厂在 2023 年亏损 54.4 亿元，损失增加了两倍，该工厂也已停工并寻求出售。中国台湾的群创光电计划关闭每月产能为 15 万大板的 Fab4 G5.5 产线，而其 G6 产线和友达的 G6 产线正在调整下游应用。

图 12：2023-2025 年全球 LCD 电视面板出货面积份额趋势 单位：%



资料来源：AVC 产业链洞察公众号、天风证券研究所

**中国大陆液晶面板产业崛起，成为全球最大的液晶面板生产基地。**集邦咨询预计数据，中国大陆地区面板厂 2023 年进一步将 LCD 电视面板市占扩展至 70.4%。其中，京东方、华星光电和惠科 2023 年仍是 LCD 电视面板出货量前三。2022-2024 年，在新增产能方面，大陆厂商占据主导，天马和华星光电分别新增 8.6 代 a-Si & IGZO TFT-LCD 产能 12 万大板/月、6 代 LTPS-LCD 产能 4.5 万大板/月。与此同时，日韩和中国台湾地区的产能清退加速。

表 4：全球 LCD 面板市场份额占比详情

类别	地区	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
全尺寸 LCD	中国大陆	25.20%	30.60%	37.20%	44.70%	50.80%	55.50%
	中国台湾	27.70%	30.50%	28.30%	29.70%	31.70%	27.60%
	韩国	32.90%	29.20%	25.80%	20.20%	14.40%	13.50%
	日本	13.00%	8.20%	7.60%	4.60%	2.50%	2.90%
	其他	1.10%	1.50%	1.20%	0.40%	0.50%	0.50%
大尺寸 LCD	中国大陆	23.30%	28.20%	35.00%	43.20%	50.60%	56.30%
	中国台湾	34.50%	32.30%	30.50%	31.20%	32.60%	27.50%
	韩国	41.80%	37.80%	33.30%	25.40%	16.80%	16.20%
	日本	0.40%	1.80%	1.20%	0.20%	0.00%	0.00%
中小尺寸 LCD	中国大陆	28.90%	35.20%	40.90%	48.10%	51.80%	53.10%
	中国台湾	14.90%	27.00%	24.40%	26.50%	28.60%	27.80%
	韩国	16.30%	12.60%	12.90%	8.50%	6.10%	5.20%
	日本	36.80%	20.70%	18.50%	14.60%	11.20%	11.80%
	其他	3.10%	4.40%	3.30%	2.20%	2.30%	2.10%

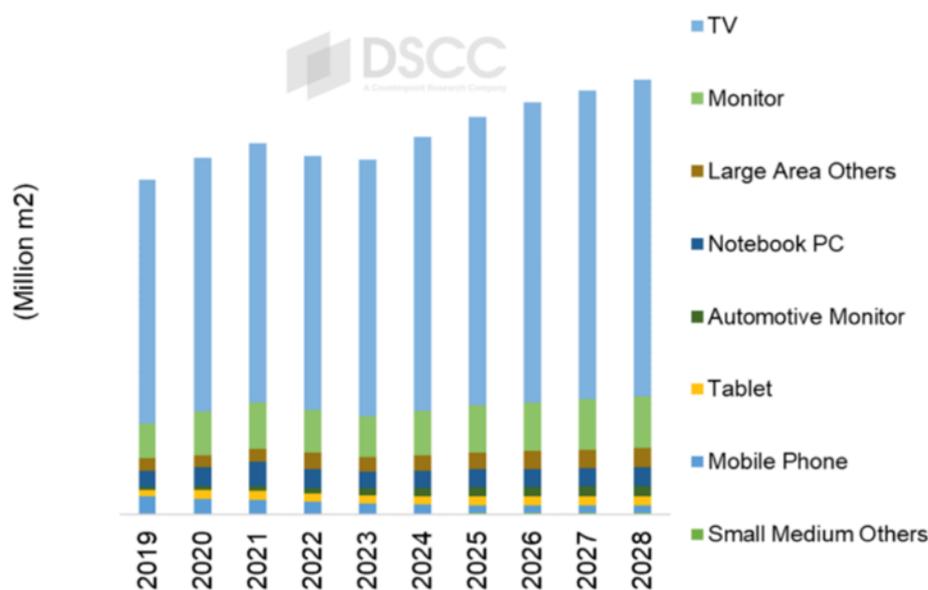
资料来源：维科网显示公众号、天风证券研究所

**电视面板面积增加带动 LCD 需求复苏，预计未来供应短缺。**据研究机构 DSCC 预测，按面积计算的液晶显示(LCD)面板的需求将在五年内超过产能。最大的推动力是更大的电视屏幕。由于在疫情期间液晶面板需求激增，产能增加，液晶面板的结构性供应过剩持续至今，但 DSCC 预计这将在五年内转变为供应短缺。尽管未来 4 至 5 年显示产品的需求增速将温和，但预计增长将持续，从而导致 LCD 工厂开工率改善以及新建或扩建 LCD 工厂的需求。由于疫情造成的基数效应（需求等），显示区域需求在 2022 年和 2023 年连续两年下降，但由于恢复增长，预计 2024 年将恢复到 2021 年的水平，这种增长趋势可能会持续到 2028 年。2023 年至 2028 年显示区域需求的平均年增长率（CAGR）预计为 5%。电视面板占显示面积需求的 70%以上。随着电视出货量逐渐增加，由于电视面积增大，预计电视面板面积的需求将会增加。随着显示器、笔记本电脑和平板电脑等 IT 产品逐渐从疫情之后的低迷

销售中恢复过来，IT 产品面板领域的需求也在复苏。

**LCD 行业开工率将逐步提升，进一步创造需求。** DSCC 预测，2024 年 LCD 工厂开工率将高于 2023 年。预计 2025 年和 2026 年液晶面板企业的盈利能力可能会有所改善。这是因为扩大液晶显示器产能的计划很少，而需求预计将稳定增长。DSCC 预测，考虑到目前的供需前景，2027 年 LCD 工厂开工率将达到与 2021 年高点类似的水平，并在 2028 年进一步上升。如果液晶工厂开工率增加，液晶面板的价格将会上涨，这可能会导致供应增加并创造需求。

图 13：2019-2028 年按应用划分的显示面积需求



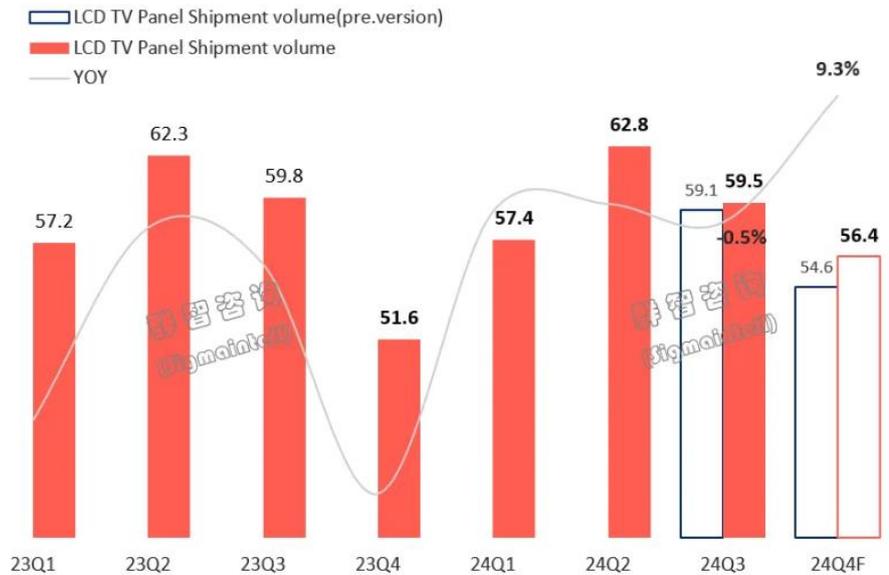
资料来源：OLEDindustry 公众号、DSCC、天风证券研究所

**国补政策刺激中国大陆市场电视需求。** 2024 年 8 月，政府宣布对在中国大陆购买的电视和消费电子产品实施新一轮的以旧换新补贴计划。该计划自 9 月起实施，有效期至 2025 年第一季度。补贴金额为商品标价的 15%至 20%，具体额度视节能等级而定。该计划有效刺激了中国大陆市场的电视需求，消费者纷纷涌入商场，利用补贴优惠购置新电视。中国大陆电视厂商和显示面板厂商预计，新一轮“家电以旧换新”计划将有助于提升中国电视市场需求，有望增加 150 万至 200 万台。

**放眼四季度，由于国补政策的实施范围正逐渐扩大到全国，中国市场的备货需求将在四季度持续增长。** 而四季度品牌的海外渠道备货进入淡季，预计这一“此消彼长”的态势在四季度将变得更为显著。根据群智咨询 (Sigmaintell) 的研究数据，以数量基准来看，2024 年三季度全球 LCD 电视面板出货数量 5953 万片，同比下降 0.5%，预计四季度全球 LCD 电视面板出货量约为 5640 万片，同比增长约 9.3%。同时，受国补政策拉动，累计 9 月至四季度的面板出货量预测值较此前上调了约 220 万片。因此，尽管四季度进入全球面板市场淡季，但显然中国的国补政策对淡季效应起到了稳定器的作用。

图 14：全球 LCD 电视面板出货数量

23Q1~24Q4 Global LCD TV Panel shipment volume trend (Mil.pcs)



资料来源：群智咨询公众号、天风证券研究所

根据群智咨询 (Sigmaintell) 的预测数据, 四季度全球大尺寸出货量中, 超大尺寸的占比 (75"及以上) 将首次来到 48%, 较三季度环比提升 5 个百分点, 其出货量和市场占比均达到历史新高水平。

价格方面, 10 月份面板价格全面回升, 第四季度 TV 面板价格持平。根据洛图科技, 10 月与 11 月 TV 面板价格均持平。2024 年至今, 经过几个小周期之后, 10 月面板价格已经全面回落至年初水平, 部分尺寸在 80% 稼动率条件下的盈亏平衡线。11 月的持平则是真正进入了稳态, 局面明朗的可以直接看到年底, 在中国市场, 史上最超长期的大型促销“双十一”叠加“以旧换新”国补, 使得终端销售大幅度改善, 超大尺寸、Mini LED、高能效产品热卖, 当下堪称是近年来彩电的最好时代。洛图科技预计 12 月价格继续维持, 进入第四季度, 整体上液晶电视面板价格将温和运行。2025 年 Q1 不排除部分主力大尺寸向上拉动的可能性。

图 15: 2024 年 11 月 TV 面板价格 (单位: 美元)

尺寸	Sep, 2024	Oct, 2024	Nov, 2024	Dec, 2024	Jan, 2025
32"	33	33	33 (0)	33 (0)	33
43"F	64	64	64 (0)	64 (0)	64
50"	98	98	98 (0)	98 (0)	98
55"	122	122	122 (0)	122 (0)	122
65"	172	172	172 (0)	172 (0)	172
75"	233	233	233 (0)	233 (0)	233
85"	325	325	325 (0)	325 (0)	325
98"	450	450	450 (0)	450 (0)	450

资料来源: Runto 洛图科技观研公众号、天风证券研究所

第 10.5 代 TFT 生产线于 2018 年开始量产。目前, 第 10.5 代是最大的 TFT 生产线, 专门设计用于从一张玻璃基板上生产八个 65 英寸面板或六个 75 英寸面板。从 2025 年第一季度开始, 这些第 10.5 代生产线将开始完成设备折旧, 从而大幅降低 65 英寸和 75 英寸 4K LCD 面板的成本。虽然厂房仍将继续折旧, 但 2025 年第一季度的全面折旧将允许面板厂商降低总模块和开模产品的成本。这一变化将使面板制造商能够在不牺牲利润率的情

况下提高需求，并提高其第 10.5 代设施的利用率。

## 2.2. 稳居出货第一，京东方建立高世代线切割优势

2024 年上半年，京东方继续保持半导体显示领域领先优势。在 LCD 领域，五大主流应用出货量稳居全球第一，核心客户端占比持续提升。LCD 产品结构持续优化，优势高端旗舰产品稳定突破：超大尺寸（≥85”）产品保持全球出货量第一。2024 年 5 月份，全球大尺寸液晶电视面板市场，京东方出货量约为 510 万片，同比增长 0.7%，环比增长 1.2%，市占排名第一。目前京东方运营着 8 代及以上的 LCD 面板产线共计 8 条，其中 B9 和 B17 各运营着一条第 10.5 代 TFT LCD 面板产线，主要负责生产大尺寸类 LCD 面板。

中尺寸方面，8.5 代线切割中小尺寸建立行业优势。切割同样尺寸的面板，只要都在经济切割的范围之内，单块面板分摊的折旧费用更低，体现了投资的规模经济效应。例如 8 代线和 10 代线生产同在经济切割范围内的各规格产品，10 代线折旧费用更低。8.5 代线可以用来切割 3 片 65 英寸类似电视的屏，玻璃利用率只有 70%左右，而切割 18 片 32 英寸显示器的屏，玻璃利用率高达 94.97%。过去，8.5 代线常被用于生产 55 英寸、65 英寸等大尺寸面板，如今，通过优化产品结构，京东方将 8.5 代线更多地用于生产笔记本、显示器等中小尺寸领域，与大多数工厂使用 6 代线生产中小尺寸产品相比，京东方大大提高了对玻璃大板的利用率，减少了对生产材料的浪费，同时提高了产量。除了优化产品结构，近年来南京京东方还依托集团供应链优势，通过“规模效应”降低单件产品的生产成本和不必要的耗损。此外，京东方还注重按需、按量生产，按照客户和市场需求进行有计划的生产，避免盲目生产造成不必要的资源浪费。通过开源节流，京东方在收购南京中电熊猫 8.5 代线后，平均每个月节省出的费用约亿元，对助力效益提升大有裨益。

表 5：不同世代线玻璃面板经济切割尺寸

产线	母玻璃基板尺寸 (mm)	经济切割尺寸
6 代线	1500 × 1850	32 英寸/8 片, 37 英寸/6 片
7 代线	1950 × 2250	42 英寸/8 片, 46 英寸/6 片
8 代线	2160 × 2460	46 英寸/8 片, 52 英寸/6 片
8.5 代线	2200 × 2500	55 英寸/6 片
8.6 代线	2250 × 2600	45 英寸/50 英寸
10 代线	2880 × 3100	60 英寸/8 片, 65 英寸/6 片
10.5 代线	2940 × 3370	65 英寸/8 片

资料来源：找屏网公众号、天风证券研究所

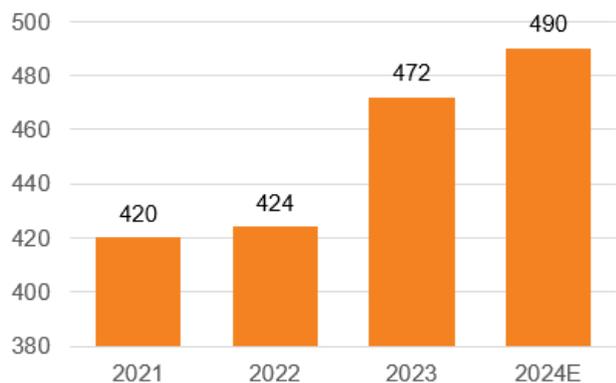
## 3. OLED 渗透率快速上升，京东方发展前景广阔

### 3.1. OLED 市场规模扩大，渗透率快速上升

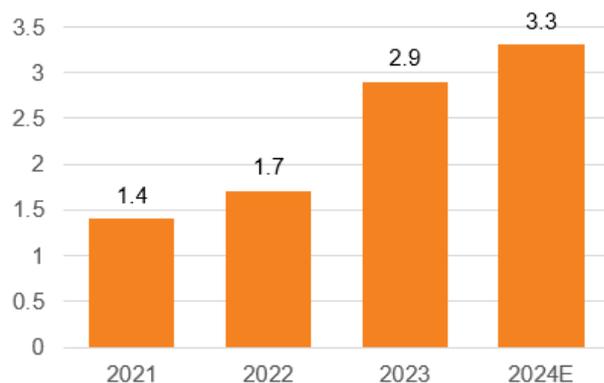
OLED 市场规模平稳增长，中国市场占比逐渐扩大。OLED 显示技术具有自发光、广视角、高对比度、低耗电、高反应速率、全彩化、制程简单等优点，是新一代的显示技术，被广泛应用于电视、手机、平板、可穿戴设备等领域。当前受终端需求回暖影响，OLED 面板行业格局持续优化，渗透率不断提升，行业前景广阔。从营收规模来看，2022 年、2023 年全球 OLED 面板市场规模分别为 424 亿美元、472 亿美元，据中商产业研究院预测 2024 年有望达到 490 亿美元，全球 OLED 面板市场规模平稳增长；从出货量来看，2023 年全球 OLED 显示面板出货量为 9 亿片，据中商产业研究院预测到 2027 年出货量将达到 11.7 亿片，CAGR 为 6.69%。近年来，中国 OLED 面板市场规模不断提升、出货量实现快速增长，2023 年中国大陆 OLED 面板出货约 2.9 亿片，同比增长约 71%，中商产业研究院预计 2024 年中国 OLED 面板出货量将达到 3.3 亿片。

图 16：2021-2024 年全球 OLED 面板市场规模（单位：亿美元）

图 17：2021-2024 年中国 OLED 面板出货量（单位：亿片）



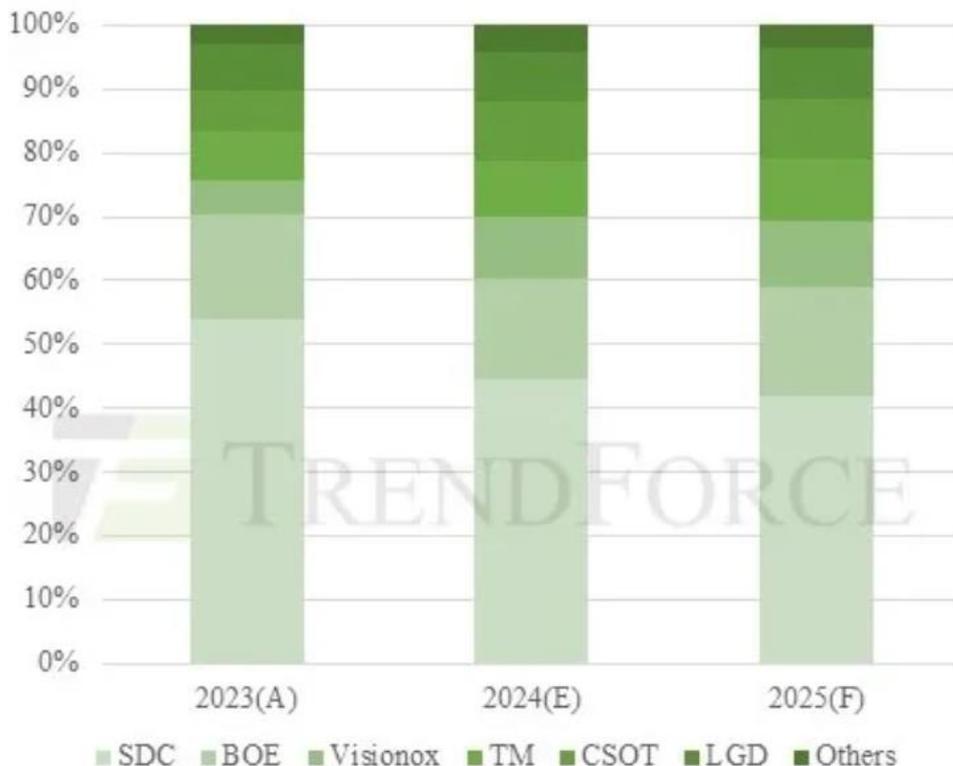
资料来源: Omdia、中商产业研究院公众号、天风证券研究所



资料来源: 中商产业研究院公众号、天风证券研究所

**OLED 面板渗透率上升，新需求推动行业发展。**随着 OLED 的应用领域不断拓展，OLED 产业有望实现长期快速增长。OLED 显示屏目前在智能手机等小尺寸产品领域市场占有率较高，未来平板电脑、笔记本电脑等中尺寸 OLED 产品需求有望持续攀升。**在智能手机领域**，据 Omdia 数据，2023 年全球 OLED 智能手机渗透率为 51%，出货量为 5.95 亿部；预计 2024 年全球 OLED 智能手机渗透率为 55%，出货量为 6.61 亿部；预计 2028 年全球 OLED 智能手机渗透率有望达到 60%，出货量有望达到 7.5 亿部，2023 年至 2028 年全球 OLED 智能手机出货量复合增长率为 4.74%。**在平板电脑和笔记本电脑领域**，苹果将逐步在 iPad 和 Mac 系列中使用 OLED 面板替代 LCD 面板，而苹果产品 2023 年在平板及电脑的市场份额分别达到 40% 和 9%。Omdia 认为，苹果的布局或将带动 OLED 面板在中尺寸显示领域的快速渗透。Omdia 预计 2023 年到 2031 年，移动 PC 市场对 OLED 显示屏的需求将以 37% 的年复合增长率增长。根据群智咨询预计 2028 年全球 OLED 平板电脑、笔记本电脑面板出货占比将分别达到 17.9%、21.5%。

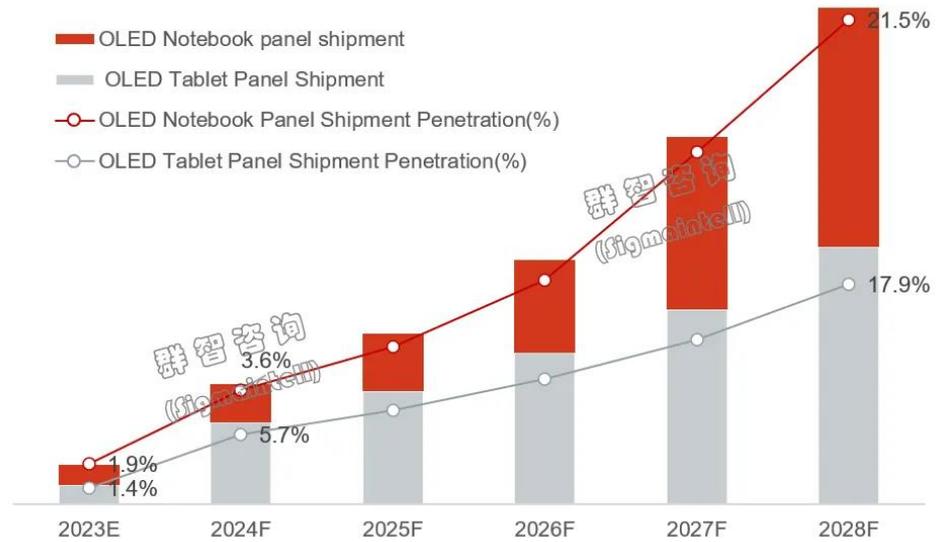
图 18: 2023-2025 全球六大 AMOLED 手机面板厂占有率



资料来源: WitsView 睿智显示公众号、TrendForce 集邦、天风证券研究所

图 19: 2023-2028 年 OLED 平板电脑&笔记本电脑渗透率

2023-2028F Global OLED Tablet&Notebook Display Shipment and Penetration Trend (%)



资料来源：群智咨询公众号、天风证券研究所

### 3.2. 国内 OLED 产线多点分布，首次成为全球出货量第一

OLED 产业具有技术门槛高、资金投入大的特点，国内产线多点分布。OLED 产业的技术门槛主要体现在背板段需要微米级的工艺精度和极高的电性指标均一度要求，以及前板段的核心原料 OLED 有机材料、关键设备真空蒸馏设备技术壁垒极高。OLED 产业资金投入大主要是由于核心生产设备价格高，且对厂房洁净度、温度要求较高。目前国内已建成 OLED 产线 13 条，总投资金额超 3800 亿元，地方政府直接投资占比超 50%，重点布局高世代 OLED 产线。

表 6：全球主要 OLED 产线分布

公司	工厂	代线	投产时间	产能 (千片/月)
京东方	成都	6	2017Q3	48
	绵阳	6	2019Q2	48
	重庆	6	2021Q2	48
	成都	8.6	在建 (预计 2026Q4 量产)	32
深天马	上海	5.5	2015Q2	30
	武汉	6	2018Q3	37.5
	厦门	6	一期: 2023Q1 二期: 2023Q2 动工	48
华星光电	武汉	6	2020Q1	48
	武汉	5.5	在建 (预计 2024 年底投产)	印刷 OLED 试产线
和辉光电	上海	4.5	2015Q2	15
	上海	6	2018Q4	30
维信诺	苏州昆山	5.5	2015Q2	-
	固安	6	2018Q4	30
	合肥	6	2021Q4	30
	合肥	8.6	2024 年 5 月达成合作意向	32

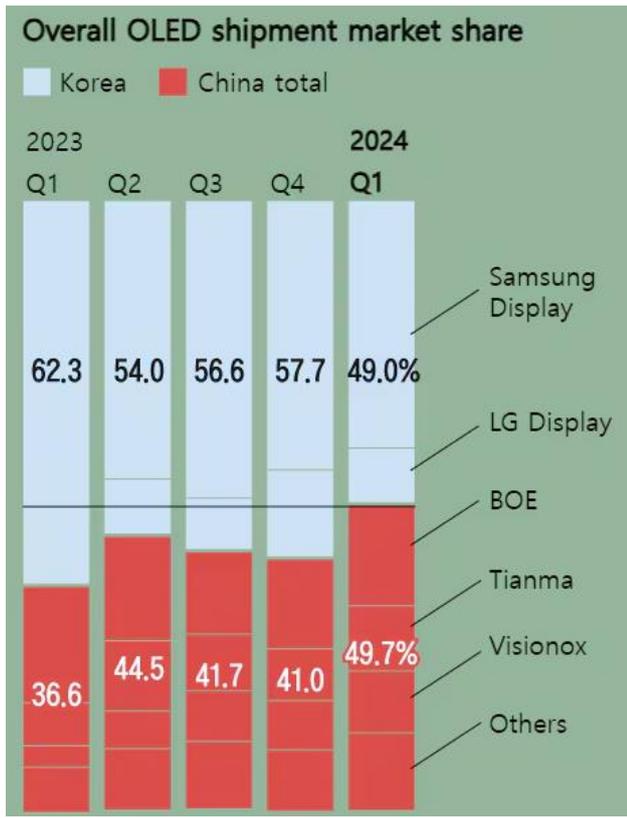
韩国	三星	天安 A1	4.5	2007Q2	45	
		汤井 A2	5.5	2014Q2	165	
		汤井 A2-E	5.5	2017Q3	16	
		牙山 A3	6	2017Q3	145	
		汤井 A4	6	2018Q3	30	
		汤井 A5	6	2021Q1	270	
		L7-1LCD 技改线	6	2018Q3	60	
		牙山 A6	8.6	预计 2026 年量产	15	
		LGD	龟伟 AP2-E2	4.5	2013Q3	19
			龟伟 AP3-E5	6	2017Q3	30
		坡州 E7	6	2018Q4	15	
		M2-E4-1	8	2014Q3	26	
		P9WOLED-E4-2	-	2017Q3	30	
		M2-E4-3	8	2018Q3	24	
		P9-E6	6	2018Q3	45	
		坡州 P10	10.5	2020Q2	45	
		广州	8.5	2019Q4	90	
日本	JDI	石川	4.5	2014Q3	10	
		白山	6	2017Q3	15	
		茂源	6	2018Q4	12	
	夏普	高雄 Sakai-1	6	2019Q1	15	
		高雄 Sakai-2	6	2019Q2	15	

资料来源：雨前产经观察公众号、天风证券研究所

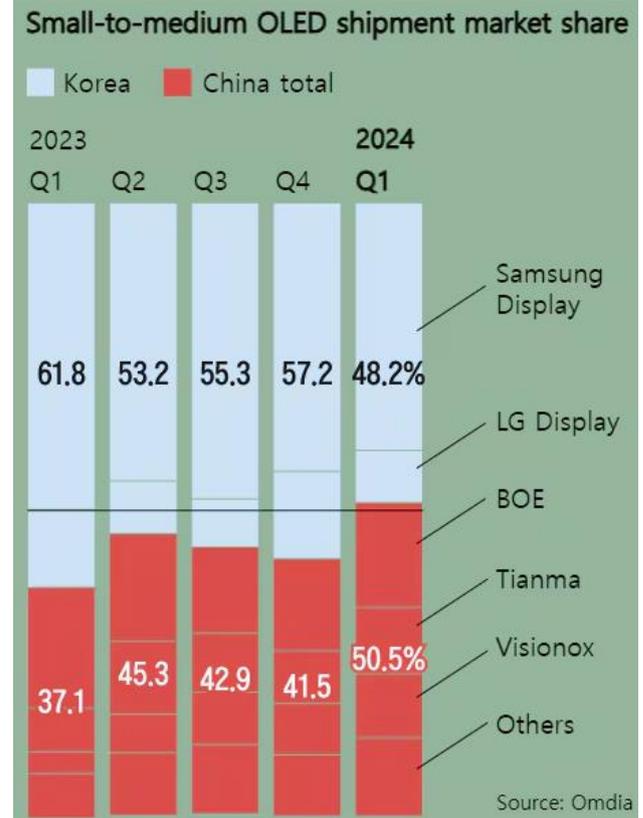
**中国首次超越韩国成为全球 OLED 出货量第一，OLED 国产化进程加快。**韩国一直在 OLED 领域占据主导地位。2023 年一季度韩国企业 OLED 出货量占全球份额的 62.3%、中国企业占 36.6%。而 2024 年一季度中国企业 OLED 出货量占全球市场 49.7%，首次占据第一，韩国则以 49% 的份额位居第二。据韩国显示器行业协会称，华为和小米、荣耀、vivo、Oppo 等中国智能手机制造商使用的 OLED 面板中韩国零部件的份额从 2021 年的 78% 下降到 2023 年的 16%。中国智能手机制造商越来越多地推出采用中国本土 OLED 面板的智能手机，OLED 国产化进程加快。

图 20：OLED 整体出货量市场份额

图 21：OLED 中小尺寸出货量市场份额



资料来源：OLEDindustry 公众号、Omdia、天风证券研究所

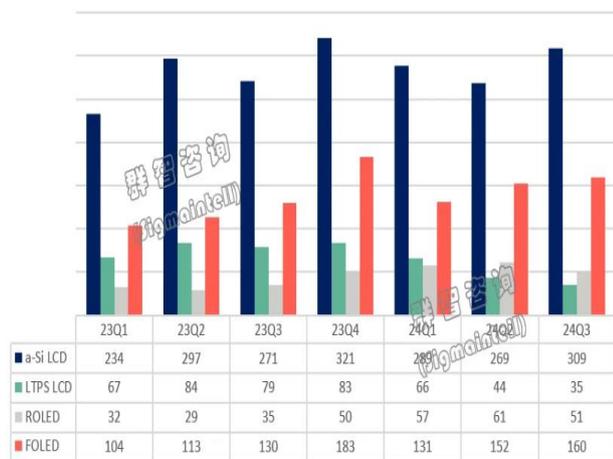


资料来源：OLEDindustry 公众号、Omdia、天风证券研究所

### 3.3. 京东方 OLED 面板出货量国内第一，国际认可度高

京东方 OLED 面板出货量国内第一、全球第二，OLED 营收持续提升。从厂商出货占比来看,2024 年上半年京东方柔性 AMOLED 智能手机面板出货量为全球厂商第二名,占比 22.3%,仅次于三星显示;Counterpoint Research 的报告指出,京东方在 OLED 领域的发展迅速,预计将在 2028 年以 26%的市场份额超越三星显示,成为全球最大的 OLED 面板供应商。从营业收入来看,在智能手机需求的拉动和平均单价的提升下,2023 年京东方 OLED 业务营收同比增长了 23%,受益于 OLED 在中小尺寸领域渗透率提升和价格竞争趋缓,京东方 OLED 的营收将持续提升。

图 22: 2023-2024Q3 全球智能手机出货量



资料来源：群智咨询公众号、天风证券研究所

图 23: 2024Q3 全球 AMOLED 智能手机面板厂商出货量排名



资料来源：CINNO Research 公众号、天风证券研究所

京东方掌握新型技术，国际认可度高。从技术来看,京东方成功将 TADF (Thermally Activated Delayed Fluorescence) 敏化高色域技术引入双栈串联 OLED,兼具低功耗和长寿命优势。该产品实现了标准色域 BT 2020 的 95%,高于 LG Display 的白色 (W)-OLED 面板 (70%) 和三星 Display 的量子点 (QD)-OLED 面板 (90%)。这一技术适用于穿戴设备、

智能手机、平板电脑和笔记本电脑等多种产品，有望引领 OLED 高端旗舰机的发展趋势。从下游客户来看，京东方获得国际广泛认可。京东方位列苹果公司 OLED 面板的供应链名单之中，与三星、LG Display 一起被列为苹果新旗舰手机 iPhone 16 系列的面板供应商，其中，京东方为标准机型供应 OLED 面板；京东方与华为也一直是合作伙伴关系。

京东方投建国内首条 8.6 代 AMOLED 生产线，设计产能每月 3.2 万片玻璃基板。2024 年 9 月 26 日，该生产线提前完成全面封顶，从开工到封顶仅用时 183 天。预计在 2026 年 10 月实现量产，2029 年达到满产状态。根据韩国媒体 2024 年 12 月 12 日的报道，京东方成都 8.6 代 OLED 产线项目包括 OLED 生产核心设备——蒸镀机在内的首批设备订购已基本完成。

#### 4. 坚持“屏之物联”战略，打造“1+4+N+生态链”发展架构

坚持“屏之物联”战略，打开新的增长空间。2016 年，京东方提出“开放两端，芯屏气/器和”，开始从显示器件制造向物联网转型。京东方依托“屏”这一核心端口去构建整个物联网技术体系，每个技术都对应了具体的应用场景。比如在金融场景、零售场景、园区智能化管理等场景中，京东方的团队在场景中解决客户遇到的问题和痛点，从而找到新的市场增长空间、形成了新的“产品”，即“屏+AIoT（智能物联网）”系统解决方案。2019 年，京东方提出了“屏之物联”战略，确定了物联网发展方向。在这个战略下，京东方也梳理了自己的业务架构和可执行的具体的商业模式，即“1+4+N+生态链”的发展架构。

图 24：京东方“1+4+N+生态链”发展架构



资料来源：公司公告、天风证券研究所

显示器业务方面，积极拓展全球市场，持续稳固行业领先地位。2024 年上半年，京东方累计自主专利申请已超 9 万件，上半年新增专利申请超 4,000 件，其中发明专利超 90%，海外专利超 30%，技术与产品创新能力稳步提升。据 Omdia 数据，京东方全球显示屏整体出货量和五大主流应用领域液晶显示屏出货量稳居全球第一；同时，持续优化 LCD 产品结构，京东方自主研发的、独有的液晶显示领域顶流技术 ADS Pro，不仅是目前出货量最高的主流液晶显示技术，也是应用最广的硬屏液晶显示技术。凭借全视角、超高环境光对比度、超高刷新率等优势，ADS Pro 技术成为客户高端旗舰产品的首选，市场占有率和客户采纳率遥遥领先。2024 年上半年京东方柔性 AMOLED 产品出货量进一步增加，多款柔性 AMOLED 高端折叠产品实现客户独供，并打造众多品牌首发产品；同时，不断深耕折叠为代表的高端 AMOLED 市场，投建国内首条第 8.6 代 AMOLED 生产线，推动 OLED 显示产业快速迈进中尺寸发展阶段。2024H1 该业务营收为 780.13 亿元，同比增长 14.87%，占总营业收入比例 83.54%，毛利率较上年同比增长 7.92pct。

物联网创新业务持续发力，深耕智慧终端和系统方案两大领域。物联网创新业务为系统解决方案设计整合制造模式，为客户提供具有竞争力的电视、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。2024 上半年，物联网创新业务在智慧终端和系统方案两大领域持续高速发展。智慧终端加

速海外布局，京东方首个海外自主投建的智慧工厂在越南开工，迈出全球化战略布局的重要一步，IoT 应用和低功耗终端在白板、拼接、ESL 等细分市场出货量保持全球第一。在系统方案领域，深耕包括智慧园区、智慧金融等多个物联网细分场景。为深化智能融合应用，推动产业数字化转型，国家支持在工业互联网领域，推动在平台化设计、网络化协同等典型模式中的应用，满足“5G+工业互联网”重点场景的业务需求，促进制造业“智改数转网联”。在智能制造领域，加快在研发、生产、管理等环节的应用，强化在人机交互、智能调度等场景的支撑能力，满足智能制造发展需求。2024H1 该业务营收为 171.56 亿元，同比增长 10.57%，占总营业收入比例 18.37%，毛利率较上年同比增长 2.97 pct。

**强化 MLED 业务应用场景拓展，推出细分领域高端产品。**MLED 业务为 LED 显示解决方案研发制造销售整合模式，聚焦器件与解决方案，为电视、显示器、笔记本电脑、车载、VR/AR 等领域显示产品提供高品质及高可靠性的 LED 背光产品，同时为户外显示、商用显示、透明显示、特殊显示等细分应用领域 提供高亮度、高可靠性、高对比度的 Mini/Micro LED 显示产品。京东方 2024 上半年拓展 MLED 业务应用场景，以高亮度、高可靠性、高对比度产品持续赋能户外、商显、电影屏、创意显示等多元化应用场景，并在 NB、MNT、车载等细分领域推出多款 Mini、曲面、异形等高端产品。2024H1 该业务营业收入为 40.33 亿元，较上年同比增长 115.95%，增速最快，占总营业收入比例 4.32%。

图 25：京东方 MLED 产品展示



资料来源：京东方 BOE 公众号、天风证券研究所

**智慧医工业务方面，加强科技与医学结合，打造现代智慧医养社区。**智慧医工业务为专业服务模式，提供健康医疗、智慧康养、医工融合产品等服务与解决方案。同时，致力于构建以健康管理为核心、医工终端为牵引、数字医院和康养社区为支撑的全周期健康服务闭环，打造智慧健康管理生态系统，将检测设备、医护人员与客户连接，为客户提供“预防-诊疗-康养”全链条专业健康服务。京东方强化科技与医学的结合，打通“防治养”全链条，通过创新医养融合模式打造国内智慧医养社区标杆；2024 年以来，数字医院持续提升核心能力，总门诊量达 76 万人次，同比增长 31%，总出院量达 3.1 万人次，同比增长 22%。此外，政府支持在智慧医疗健康领域，扩大在血压仪、血糖仪、穿戴物等终端设备中的智能化应用，开展智慧医疗健康设备和应用创新，提高健康管理水平和健康数据分析能力。2024H1 该业务营收为 9.04 亿元，较上年同比增长 13.63%，占总营业收入比例 0.97%。

图 26：京东方智慧医工业务展示

图 27：京东方打造数字医院



资料来源：京东方 BOE 公众号、天风证券研究所



资料来源：京东方 BOE 公众号、天风证券研究所

传感业务方面，自主研发光伏无线调光系统，加强智慧交通和汽车方面的应用。传感业务为系统解决方案设计整合制造模式，业务聚焦于智慧视窗、工业传感器、玻璃基创新、MEMS 传感器等，为客户提供包括智能调光视窗及调光系统解决方案、工业应用、消费电子、汽车电子传感器及解决方案、X-ray 平板探测器背板等产品和服务。2024 上半年京东方自主开发的光伏无线调光系统实现行业首发；同时，京东方智慧视窗解决方案应用于轨道交通、乘用车天窗和侧窗等领域，其中极氪推出的首款四座超豪华旗舰 MPV 极氪 009 光辉，成为全球首个量产搭载京东方 LC 智能光幕的新能源汽车，一汽红旗全新推出的 C+ 级豪华旗舰轿车红旗 H9 同样搭载京东方自主研发的光幕技术，可实现秒级快速响应的无调光，标志着京东方传感业务在车载调光领域树立行业新标杆。此外，政府支持企业在智能网联汽车领域，推动在行车监控、自动驾驶等场景应用，实现信息交换共享、复杂环境感知、智能决策和协同控制等功能，鼓励 5G RedCap 车载应用创新。2024H1 该业务营收为 1.63 亿元，较上年同比减少 10.83%，占总营业收入比例 0.18%。

图 28：搭载京东方 LC 智能光幕的新能源汽车



资料来源：京东方 BOE 公众号、天风证券研究所

图 29：搭载京东方自主研发的光幕技术的汽车



资料来源：京东方 BOE 公众号、天风证券研究所

以“N”业务为具体着力点，打造业务增长新曲线。公司以“N”业务为具体着力点，为不同行业提供软硬融合、系统整合解决方案，具体包括智慧车联、智慧能源、工业互联、超高清显示、数字艺术等多个细分领域，可为客户提供多功能、智能化的物联网细分场景新体验。在数字文化领域，2023 年，京东方艺云建设的首座全场景数字化苏州湾数字艺术馆，以独有的全场景数字化体验，成功打造具有行业标杆性意义的数字文化应用场景，更将加速推动科技与文化融合创新。在中联超清业务领域，2024 年 12 月 7 日，井冈山经开区与京东方中联超清、零秒空间签署合作协议，携手共建广电总局超高清重点实验室吉安分中心与京东方零秒空间产业孵化基地（南方中心）项目；中联超清作为京东方超高清业务的先锋军，将充分发挥“国家级超高清全产业链协同平台”优势，大力培育超高清产业新质生产力，引领超高清产业迈向新高度。

## 5. 核心假设及投资建议：

- 1. 显示器件业务：是公司的核心业务，主要包括 LCD 业务和 OLED 业务。** LCD 方面，我们预计 2024 全球面板出货量将同比增长叠加 TV 面板的平均尺寸增长。同时，2024 年面板厂启动“按需生产，控产保价”策略，LCD 面板行业受多因素影响需求复苏，改善供需关系。公司作为全球第一大 LCD 面板厂，将保持高世代线切割优势，出货量有望提升，叠加控产保价策略，有望出现量价齐升；OLED 方面，OLED 手机渗透率持续提升的同时逐渐往中尺寸领域渗透。B11 产线有望率先扭亏为盈，未来公司 8.6 代线投产后，将进一步增强公司在 OLED 领域的领先地位。综上，预测 2024/2025/2026 年公司显示器件业务的收入分别为 1637.81/1709.19/1781.30 亿元，毛利率分别为 13.83%/17.96%/23.63%。
- 2. 物联网创新业务：该板块提供智慧园区、智慧金融等物联网细分领域的整体解决方案。**京东方依托现有显示面板业务基础，拓展融合 AI，大数据等新兴技术以应对 IoT、人工智能的发展趋势，预测 2024/2025/2026 年的收入分别为 447.35/514.45/565.9 亿元，毛利率分别为 10.12%/10.55%/11.43%。
- 3. MLED 事业：MLED 分为 MiniLED 背光和 Mini/Micro LED 显示两大方向。**MiniLED 背光+LCD 是现有 LCD 的主要升级方向。当前 Mini LED 背光方案起势明显，苹果、三星等多家品牌厂商都已开始推出相关产品。而 MiniLED 直显、MicroLED 技术迭代迅速，加速向商显领域等渗透。公司在 MLED 领域全面布局，京东方晶芯科技专注于 Mini/Micro LED 显示技术和相关解决方案的设计、生产和提供；京东方华灿是全球领先的 LED 芯片及先进半导体解决方案供应商，主要业务为 LED 芯片、LED 外延片、蓝宝石衬底及第三代半导体化合物 GaN 电力电子器件的研发、生产和销售，打通垂直产业链，公司有望从 MLED 发展潮流中受益。毛利率方面京东方 2023 年为了提升技术与产品竞争力、强化市场拓展，该业务投入成本较大，预计 2024 年毛利率有所增长。故预测 2024/2025/2026 年的收入分别为 58.04/104.47/167.16 亿元，毛利率分别为 4.38%/5.52%/6.56%。
- 4. 智慧健康服务：该业务板块主要为专业服务模式，提供健康医疗、智慧康养、医工融合产品等服务与解决方案。**公司致力于构建以健康管理为中心，依托医疗工程技术产品，并由数字化医院和疗养社区提供支持的健康物联网生态系统，顺应大健康产业的发展潮流。目前，BOE（京东方）已在北京、合肥、成都、苏州四地建设并运营 5 家数字医院。面向未来，BOE（京东方）将坚持以“屏之物联”战略为牵引，积极推动医疗健康产业的智慧转型，以创新驱动和科技赋能开启医工融合发展的崭新篇章，看好未来该业务毛利率有所回升。预测 2024/2025/2026 年的收入分别为 28.11/42.18/57.34 亿元，毛利率分别为 -1.03%/11.57%/16.64%。
- 5. 传感器及解决方案事业：公司利用现有面板技术，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。**预测 2024/2025/2026 年的收入分别为 5.27/6.84/8.9 亿元，毛利率分别为 20.30%/21.05%/22.47%。

公司营业收入增幅显著，各项业务呈高速增长态势。2022-2023 年公司分别实现营业收入 1784 亿元、1745 亿元。预计 2024/2025/2026 年公司将实现 2001/2202/2406 亿元的收入，对应归母净利润 44.71/84.72/122.02 亿元。

表 7：公司营收拆分预测（单位：亿元）

按业务类型拆分	2023	2024E	2025E	2026E
<b>显示器件业务</b>				
收入	1470.53	1637.81	1709.19	1781.30
增长率(%)	-2.06%	11.38%	4.36%	4.22%
成本	1335.65	1411.31	1402.3	1360.3
毛利率	9.17%	13.83%	17.96%	23.63%
<b>物联网创新业务</b>				
收入	389	447.35	514.45	565.9
增长率(%)	13.20%	15.00%	15.00%	10.00%

成本	352.89	402.1	460.2	501.2
毛利率	9.28%	10.12%	10.55%	11.43%
MLED 事业				
收入	29.02	58.04	104.47	167.16
增长率(%)	81.42%	100.00%	80.00%	60.01%
成本	32.27	55.5	98.7	156.2
毛利率	-11.20%	4.38%	5.52%	6.56%
智慧健康服务				
收入	27.92	28.11	42.18	57.34
增长率(%)	26.71%	0.68%	50.05%	35.94%
成本	22.4	28.4	37.3	47.8
毛利率	19.70%	-1.03%	11.57%	16.64%
传感器及解决方案事业				
收入	4.05	5.27	6.84	8.9
增长率(%)	32.13%	30.12%	29.79%	30.12%
成本	3.3	4.2	5.4	6.9
毛利率	18.52%	20.30%	21.05%	22.47%
内部抵消				
收入	-175.09	-175.09	-175.09	-175.09
增长率(%)	71.97%	0.00%	0.00%	0.00%
成本	-220.2	-220.2	-220.2	-220.2
毛利率	-25.76%	-25.76%	-25.76%	-25.76%
合计				
收入	1,745.43	2,001.49	2,202.04	2,405.51
增长率(%)	4.69%	14.67%	10.02%	9.24%
成本	1,526.33	1,681.31	1,783.70	1,852.20
毛利率(%)	12.55%	16.00%	19.00%	23.00%

资料来源: wind、天风证券研究所

伴随 LCD 出货规模增加、OLED 渗透率提高、京东方保持行业龙头地位和技术优势, 我们预计 2024-2026 年公司分别能实现 2001/2202/2406 亿元营收, 公司归母净利润在 2024/2025/2026 年预计能达到 44.71/84.72/122.02 亿元。估值方面, 我们选取 TCL 科技与深天马 A 为可比公司, 对应 2025 年平均 PB 倍数为 1.11 倍, 基于 LCD 长期供需格局持续优化, 京东方在该领域五大主流应用出货量稳居全球第一, 随着 10.5 代 TFT 生产线将于 2025 年开始完成设备折旧, 公司预计折旧退出, 利润率提升; 叠加 OLED 在新产品、新客户的拓展, 带来较高的业绩弹性, 考虑到公司 OLED 业务规模较大且具备较高成长性, 故给予公司高于可比公司平均的 1.5 倍 PB, 预计公司 2025 年每股净资产 3.73 元, 对应目标价 5.6 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 8: 可比公司估值表

公司名称	营业收入 (亿元)			预测每股净资产 (元)			PB (x)		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
TCL 科技	1,733.14	1,982.02	2,177.44	2.93	3.22	3.66	1.72	1.48	1.30
深天马 A	332.90	367.50	413.87	11.25	11.36	11.73	0.80	0.73	0.71
PE 均值 (x)							1.26	1.11	1.01

资料来源: wind、天风证券研究所 (wind 采用一致预期, 截至 2025 年 1 月 10 日)

## 6. 风险提示

### 补贴政策不及预期

2024 年 8 月，关于家电“以旧换新”的相关政策开始陆续落地，对于企业出货拉动明显，有效振兴了市场需求，但对于 2025 年是否有相应国补政策延续，以及政策效果可能不及预期，具有一定的风险性。

### 经营风险

根据公司 2024 年半年度报表，公司存货增加，根据市场状况对存货计提的跌价明显升高，可能增加其经营压力；公司第三季度其他收益与投资收益均显著减少，可能对经营产生不利影响。

### 面板行业景气度不及预期

面板行业自 2021 年起一路走低，进入下行周期，在 2022 年下半年达到谷底。2023 年全球 TV 面板、平板电脑面板出货量同比下降，大多数手机 OLED 面板产线仍处于亏损状态，面板行业仍需等待需求进一步回暖。

### 地缘政治风险

2023 年，受高通胀和地缘冲突等影响，电视和显示器市场出货量下滑。然而，得益于全球经济的复苏和大型体育赛事的推动，2024 年电视和显示器出货量有望实现增长，但受需求恢复力度有限影响，各尺寸面板价格涨幅可能不及预期。

### 数据测算具有预测性

文中有关公司市场规模、业务类型的营收及对应占比的预测均建立在一系列假设基础上，参考公司历史经营数据和其他公司情况，具有一定主观性，不一定代表公司经营实际情况，仅供参考。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	68,800.31	72,467.39	89,762.64	69,758.99	93,319.80
应收票据及应收账款	28,415.44	33,740.99	31,920.51	44,685.06	38,068.93
预付账款	589.76	558.66	1,270.80	466.12	1,271.50
存货	22,787.81	24,119.67	27,513.64	28,112.34	28,948.34
其他	21,566.40	12,208.18	17,083.68	16,933.56	16,024.24
<b>流动资产合计</b>	<b>142,159.73</b>	<b>143,094.89</b>	<b>167,551.26</b>	<b>159,956.07</b>	<b>177,632.81</b>
长期股权投资	12,421.88	13,731.70	17,077.87	20,756.85	23,535.17
固定资产	205,987.05	210,371.48	197,948.55	193,781.64	192,561.29
在建工程	43,386.13	29,670.12	41,839.08	50,287.36	56,201.15
无形资产	8,948.33	11,732.56	10,603.07	9,669.47	9,494.16
其他	7,593.11	10,490.64	6,827.23	2,390.51	138.04
<b>非流动资产合计</b>	<b>278,336.50</b>	<b>275,996.50</b>	<b>274,295.80</b>	<b>276,885.82</b>	<b>281,929.81</b>
<b>资产总计</b>	<b>420,567.87</b>	<b>419,187.10</b>	<b>441,847.05</b>	<b>436,841.89</b>	<b>459,562.62</b>
短期借款	2,373.94	1,746.18	2,064.06	2,061.39	2,061.39
应付票据及应付账款	30,704.94	33,896.92	34,746.73	38,843.00	37,970.50
其他	50,179.72	51,523.26	68,643.25	54,664.73	69,710.15
<b>流动负债合计</b>	<b>83,258.61</b>	<b>87,166.36</b>	<b>105,454.04</b>	<b>95,569.13</b>	<b>109,742.05</b>
长期借款	123,143.48	121,546.34	120,256.16	121,648.66	121,150.39
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	9,713.50	9,675.55	10,814.10	10,067.71	10,185.79
<b>非流动负债合计</b>	<b>132,856.98</b>	<b>131,221.89</b>	<b>131,070.26</b>	<b>131,716.37</b>	<b>131,336.17</b>
<b>负债合计</b>	<b>218,527.30</b>	<b>221,388.41</b>	<b>236,524.30</b>	<b>227,285.50</b>	<b>241,078.22</b>
少数股东权益	65,960.89	68,370.38	68,523.33	69,203.95	70,389.07
股本	38,196.36	37,652.53	37,645.02	37,645.02	37,645.02
资本公积	55,218.50	52,113.58	52,113.58	52,113.58	52,113.58
留存收益	39,070.42	39,151.36	42,057.49	47,564.32	55,495.50
其他	3,594.40	510.84	4,983.34	3,029.53	2,841.24
<b>股东权益合计</b>	<b>202,040.57</b>	<b>197,798.69</b>	<b>205,322.75</b>	<b>209,556.39</b>	<b>218,484.40</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>420,567.87</b>	<b>419,187.10</b>	<b>441,847.05</b>	<b>436,841.89</b>	<b>459,562.62</b>

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	(1,737.18)	369.87	4,470.97	8,472.05	12,201.82
折旧摊销	34,500.40	34,839.03	31,735.67	26,810.65	26,446.83
财务费用	4,070.31	2,567.47	1,706.56	1,752.39	1,715.88
投资损失	(6,094.27)	(810.71)	(2,750.82)	(3,218.60)	(2,260.04)
营运资金变动	3,076.92	(4,155.46)	12,431.64	(20,448.50)	17,658.47
其它	9,205.77	5,491.63	413.93	1,590.18	160.74
<b>经营活动现金流</b>	<b>43,021.97</b>	<b>38,301.83</b>	<b>48,007.95</b>	<b>14,958.16</b>	<b>55,923.69</b>
资本支出	31,539.78	29,520.97	29,213.66	30,904.81	30,846.89
长期投资	6,380.93	1,309.82	3,346.18	3,678.97	2,778.32
其他	(73,893.51)	(60,132.59)	(64,313.02)	(62,718.72)	(59,162.22)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(35,972.80)</b>	<b>(29,301.81)</b>	<b>(31,753.18)</b>	<b>(28,134.94)</b>	<b>(25,537.01)</b>
债权融资	(1,609.23)	(1,641.93)	(1,777.31)	(1,541.35)	(1,728.81)
股权融资	(8,382.70)	(7,861.81)	2,817.78	(5,285.52)	(5,097.07)
其他	(11,181.32)	(12,157.63)	0.00	0.00	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(21,173.25)</b>	<b>(21,661.37)</b>	<b>1,040.48</b>	<b>(6,826.87)</b>	<b>(6,825.88)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(14,124.08)</b>	<b>(12,661.35)</b>	<b>17,295.24</b>	<b>(20,003.64)</b>	<b>23,560.80</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>178,413.73</b>	<b>174,543.45</b>	<b>200,148.97</b>	<b>220,203.90</b>	<b>240,550.74</b>
营业成本	157,530.57	152,633.06	168,125.13	178,365.16	185,224.07
营业税金及附加	1,275.17	1,132.99	1,341.00	1,519.41	1,610.98
营业费用	4,233.29	3,736.94	4,403.28	4,404.08	7,216.52
管理费用	6,247.64	5,944.88	5,003.72	7,046.52	8,419.28
研发费用	11,100.77	11,319.50	12,008.94	14,313.25	15,635.80
财务费用	2,445.13	1,150.31	1,706.56	1,752.39	1,715.88
资产减值损失	(7,356.05)	(2,424.79)	(4,762.50)	(4,847.78)	(4,011.69)
公允价值变动收益	159.34	291.54	178.62	543.07	(1,662.52)
投资净收益	6,094.27	810.71	2,750.82	3,218.60	2,260.04
其他	(3,291.62)	(1,570.34)	0.00	0.00	(0.00)
<b>营业利润</b>	<b>(24.77)</b>	<b>1,518.65</b>	<b>5,727.28</b>	<b>11,716.97</b>	<b>17,314.05</b>
营业外收入	163.24	384.00	226.28	257.84	289.37
营业外支出	87.25	69.65	70.70	75.87	72.07
<b>利润总额</b>	<b>51.22</b>	<b>1,833.00</b>	<b>5,882.86</b>	<b>11,898.95</b>	<b>17,531.35</b>
所得税	1,788.39	1,463.13	1,176.57	2,379.79	3,506.27
<b>净利润</b>	<b>(1,737.18)</b>	<b>369.87</b>	<b>4,706.28</b>	<b>9,519.16</b>	<b>14,025.08</b>
少数股东损益	(9,288.05)	(2,177.56)	235.31	1,047.11	1,823.26
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>7,550.88</b>	<b>2,547.44</b>	<b>4,470.97</b>	<b>8,472.05</b>	<b>12,201.82</b>
每股收益(元)	0.20	0.07	0.12	0.23	0.32

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-18.65%	-2.17%	14.67%	10.02%	9.24%
营业利润	-100.07%	-6229.93%	277.13%	104.58%	47.77%
归属于母公司净利润	-70.77%	-66.26%	75.51%	89.49%	44.02%
<b>获利能力</b>					
毛利率	11.70%	12.55%	16.00%	19.00%	23.00%
净利率	4.23%	1.46%	2.23%	3.85%	5.07%
ROE	5.55%	1.97%	3.27%	6.04%	8.24%
ROIC	-31.29%	0.21%	2.33%	4.45%	5.71%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	51.96%	52.81%	53.53%	52.03%	52.46%
净负债率	39.31%	38.05%	28.20%	37.27%	24.96%
流动比率	1.66	1.59	1.59	1.67	1.62
速动比率	1.39	1.32	1.33	1.38	1.35
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	5.56	5.62	6.10	5.75	5.81
存货周转率	7.05	7.44	7.75	7.92	8.43
总资产周转率	0.41	0.42	0.46	0.50	0.54
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.20	0.07	0.12	0.23	0.32
每股经营现金流	1.14	1.02	1.28	0.40	1.49
每股净资产	3.61	3.44	3.63	3.73	3.93
<b>估值比率</b>					
市盈率	20.94	62.07	35.36	18.66	12.96
市净率	1.16	1.22	1.16	1.13	1.07
EV/EBITDA	4.38	5.54	5.41	5.70	4.92
EV/EBIT	11.04	18.69	15.56	12.30	9.74

## 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	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com