

电子

2025年01月15日

瑞联新材 (688550)

——依托强大化学合成及工艺放大能力，多元化布局打造新材料定制化平台

报告原因：首次覆盖

增持 (首次评级)

市场数据：2025年01月14日

收盘价(元)	31.57
一年内最高/最低(元)	40.00/18.23
市净率	1.9
股息率%(分红/股价)	1.81
流通A股市值(百万元)	5,516
上证指数/深证成指	3,240.94/10,165.17

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2024年09月30日

每股净资产(元)	16.92
资产负债率%	12.07
总股本/流通A股(百万)	175/175
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

马昕晔 A0230511090002

maxy@swsresearch.com

研究支持

周超 A0230123090004

zhouchao@swsresearch.com

联系人

马昕晔

(8621)23297818x

maxy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司依托强大的化学合成及工艺放大能力，打通从小试研发、中试放大至产业化生产的一站式服务，多元化布局打造新材料定制化平台。**公司以显示材料单体液晶、中间体起家，以分子合成、工艺放大为技术核心，掌控了百余种核心化学反应及放大生产能力，依靠长期积累的合成纯化经验、金属离子的分析检测和去除能力、中试量产优势等，进行多元化业务布局，目前公司产品涵盖单体液晶、OLED 升华前/升华后材料、医药 CDMO、光刻胶材料、PI 材料、封装材料等，化工新材料定制平台全面开花。同时公司控股股东或变更为青岛开投集团（实控人为青岛西海岸新区国资局），国资控股有助于公司稳定股权结构，并实现战略性协同发展。
 - **显示材料方面，液晶材料稳中求进，OLED 材料增长显著。**公司单体液晶是海外混晶企业 Merck、JNC 等的战略供应商，与国内主要混晶厂商八亿时空、江苏和成、诚志股份建立了长期稳定的合作关系。公司是国内 OLED 升华前材料领域主要供应商之一，与 Idemitsu、Dupont、Merck 等全球前列 OLED 终端材料厂商合作紧密，产品实现了对发光层材料、通用层材料的全覆盖，且能够规模化生产全系列氙代发光材料；公司通过现金增资方式持股出光电子 20% 的股权，切入 OLED 终端材料领域，进行产业链的延伸和完善，未来有望快速分享国产化替代大市场。
 - **医药 CDMO 方面，构建中间体+原料药一体化战略。**公司凭借在显示材料领域积累的丰富化学合成、纯化、痕量分析及量产体系等方面的技术经验，将技术应用延伸至医药中间体领域，成功开拓了医药 CMO/CDMO 业务，与海外 Chugai、阿斯利康、日本大冢制药、卫材制药、Kissei 以及国内普洛药业、合全药业等形成密切合作，产品研发管线涉及品种 200 多种。同时公司全面推进“中间体+原料药”一体化的 CMO/CDMO 战略，原料药生产基地已建设完工，并获得《药品生产许可证》，通过药品 GMP 符合性检查，预计 25 年开始将逐步贡献业绩。
 - **电子材料新产品方面，平台化布局打造新成长曲线。**公司从 2015 年开始研发半导体光刻胶单体电子材料产品，目前主要产品包括半导体光刻胶单体、TFT 平坦层光刻胶、聚酰亚胺单体等，同时公司与西安思摩威新材料合作，为其提供封装材料单体。公司凭借技术延伸，不断丰富产品矩阵，平台化布局初见成效，后续随着新产品在客户端的陆续上量，未来几年增长潜力巨大，将成为公司成长新曲线。
- 投资分析意见：**公司以液晶业务起家，凭借掌握的百余种核心化学反应能力，打通了从小试研发、中试放大至产业化生产的一站式服务，业务多元化拓展至单体液晶、OLED 材料、医药、光刻胶、PI 等领域，新材料定制平台逐步成型。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 2.42、3.29、4.12 亿元，当前市值对应 PE 分别为 23、17、13X，可比公司万润股份、飞凯材料、莱特光电 2025 年平均 PE 为 22X，瑞联新材 2024 年 PE 为 17X，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**1) 核心业务显示材料下游需求不及预期；2) 医药客户订单体量及节奏不及预期；3) 新产品验证导入及客户端放量不及预期；4) 控制权变更重大事项存在不确定性。

财务数据及盈利预测

	2023	2024Q1-3	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	1,208	1,093	1,490	1,822	2,143
同比增长率(%)	-18.4	17.3	23.3	22.3	17.6
归母净利润(百万元)	134	185	242	329	412
同比增长率(%)	-45.6	89.0	80.5	35.8	25.2
每股收益(元/股)	0.98	1.06	1.38	1.88	2.35
毛利率(%)	35.2	43.3	41.4	42.9	43.9
ROE(%)	4.6	6.3	7.7	9.6	10.9
市盈率	41		23	17	13

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

公司以液晶业务起家，凭借掌握的百余种核心化学反应能力，打通了从小试研发、中试放大至产业化生产的一站式服务，业务多元化拓展至单体液晶、OLED 材料、医药、光刻胶、PI 等领域，新材料定制平台逐步成型。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 2.42、3.29、4.12 亿元，当前市值对应 PE 分别为 23、17、13X，可比公司万润股份、飞凯材料、莱特光电 2025 年平均 PE 为 22X，瑞联新材 2024 年 PE 为 17X，首次覆盖，给予“增持”评级。

关键假设点

液晶材料：1) 营收假设：24 年终端消费电子弱复苏，LCD 面板出货量有所恢复，预计 25-26 年仍有逐步修复，预计 24-26 年收入增速分别为 6%、5%、5%；2) 毛利率假设：随着收入恢复增长，毛利率预计小幅提升后维持稳定，预计 24-26 年毛利率分别为 30%、30%、30%；

OLED 材料：1) 营收假设：OLED 面板渗透率持续提升，景气度持续，同时高价值量氪代材料比例增加，带动营收高增长，预计 24-26 年收入增速分别为 46.5%、21.4%、17.6%；2) 毛利率假设：氪代材料的渗透率提升以及公司工艺改善，业务盈利能力显著增长，预计 24-26 年毛利率分别为 48%、48%、48%；

医药中间体：1) 营收假设：随着公司主要客户产品再次进入医保，公司业务逐步恢复增长，同时公司仍有新产品即将进入放量阶段，预计 24-26 年收入增长分别为 10.4%、59.4%、35.0%；2) 毛利率假设：随着订单的恢复以及新产品的放量，业务利润率将稳步提升，预计 24-26 年毛利率分别为 54.4%、58.5%、58.7%。

其他（电子材料等）：1) 营收假设：公司新产品主要包括平坦层光刻胶、半导体光刻胶单体及 PI 单体等，预计 25 年将进入到放量阶段，预计 24-26 年收入增速分别为 10%、130%、50%；2) 毛利率假设：高附加值新产品的逐步放量将带动业务毛利率显著提升，预计 24-26 年毛利率分别为 35%、38%、42%。

有别于大众的认识

市场认为：1) 公司业务集中在显示材料领域，面板行业周期波动较大，导致公司业绩稳定性不足；2) 公司业务客户依赖度较高，单一大客户风险将影响公司发展。

我们认为：

1) 一方面，随着 LCD 产业的转移，未来面板企业重要集中在国内头部企业，行业周期稳定性将持续增强；同时液晶材料的完全国产化已成趋势，公司作为全球主要的单体液晶供应商，不仅与默克、JNC 等海外客户形成在战略合作关系，还与国内飞凯材料、八亿时空、诚志股份建立了长期稳定合作，业务有望维持稳中有增；OLED 产业仍处于快速增长阶段，公司升华前材料业务近年来维持高速增长，且随着高价值量氪代材料的渗透率快速提升，业务盈利能力也实现显著提升；此外公司通过参股出光中国，涉足更高附加值的升华后材料业务，带来更强的成长性；另一方面，公司依托强大的合成及工艺放大能力，不断拓展自身产品矩阵，医药、光刻胶材料、PI 材料等新业务也进入放量阶段，平台化发展有望增强公司业绩的稳定性。

2) 公司单体液晶、OLED 升华后材料、创新药中间体等作为终端产品的中间体，更多依赖客户订单，尤其医药方面管线数目前还较少，客户订单波动影响显著，但是随着公司产品矩阵的持续扩充，业务面的拓展也将拓宽公司客户范围，单一客户的依赖影响将快速减弱。

股价表现的催化剂

1) 终端消费电子需求持续修复，面板厂稼动率维持高位；2) OLED 终端材料业务将加速突破，氙代中间体渗透率持续提升；3) 光刻胶材料、PI 材料等新业务放量快速放量，医药客户订单释放超预期。

核心假设风险

1) 核心业务显示材料下游需求不及预期；2) 医药客户订单体量及节奏不及预期；3) 新产品验证导入及客户端放量不及预期；4) 控制权变更重大事项存在不确定性风险。

目录

1. 以强大的合成及放大能力，打造化工新材料平台	7
1.1 起步于显示材料，业务多元化发展.....	7
1.2 显示材料为公司业务核心，业绩恢复稳健增长	9
2. 显示产业逐步复苏，OLED 材料持续放量.....	11
2.1 显示领域上下游密切合作，促进相关材料规模化应用.....	11
2.2 终端消费电子需求逐步回暖，面板出货量有望持续回升	13
2.3 LCD 产业持续转移，公司单晶业务稳中求进	14
2.4 OLED 渗透率持续提升，气代材料替代加速	16
3. 中间体延伸至原料药，CDMO 业务潜力渐显	22
3.1 医药 CDMO 市场空间广阔，中国增速高于全球.....	22
3.2 公司 CDMO 业务持续拓展，业绩有望逐步兑现.....	23
4. 平台化发展逐渐成效，光刻胶、PI 等材料陆续进入放量阶段	24
4.1 光刻胶材料顺利推进，客户端订单放量在即	24
4.2 积极布局发展 PI 材料，单体逐步切入高端应用.....	26
5. 盈利预测与投资评级	28
6. 风险提示	31

图表目录

图 1：公司发展历程	7
图 2：公司业务发展阶段	7
图 3：公司主要产品及应用下游	8
图 4：公司股权结构（截至 2024 年三季报）	9
图 5：公司营业收入及同比增速情况	9
图 6：公司归母净利润及同比增速情况	9
图 7：公司主营业务收入构成	10
图 8：2018-2024H1 公司主要产品毛利率情况	10
图 9：2018-2024H1 可比公司毛利率情况	10
图 10：公司 ROE 及资产负债率情况	11
图 11：公司三项费用率情况	11
图 12：公司研发投入不断提升	11
图 13：显示技术发展历程	12
图 14：液晶面板产业链内相关企业	12
图 15：OLED 面板产业链内相关企业	13
图 16：全球智能手机出货量(百万部)	13
图 17：国内智能手机出货量(百万部)	13
图 18：全球 PC 出货量(百万台)	14
图 19：国内彩电产量(百万台)	14
图 20：全球大尺寸 TFT 液晶面板出货量(百万片)	14
图 21：全球 OLED 面板出货量及同比增速	14
图 22：中国大陆液晶面板产能占比持续提升	15
图 23：全球液晶电视面板市场区域结构及变化	15
图 24：中国液晶材料市场规模及均价	16
图 25：中国液晶材料供需情况	16
图 26：全球中小尺寸 OLED 面板竞争格局	17
图 27：全球大尺寸 OLED 面板竞争格局	17
图 28：OLED 模组的构造示意图	19
图：全球面板市场规模细分(亿美元)	

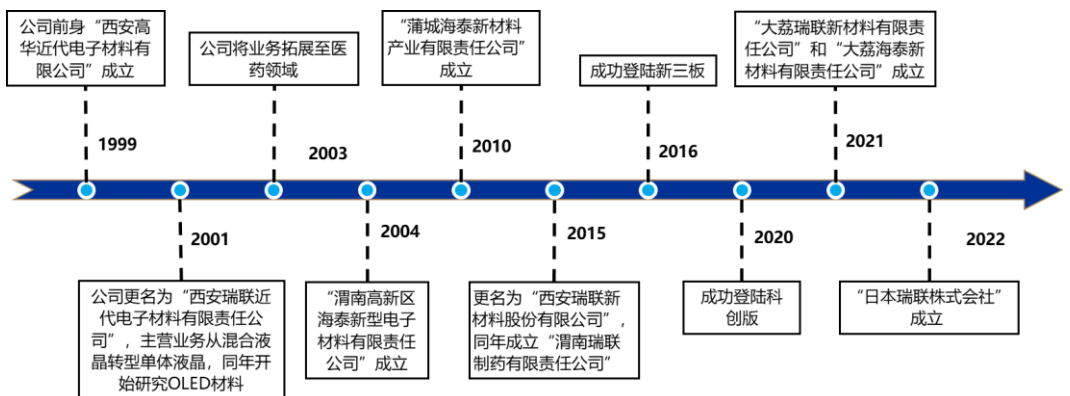
图 30: 全球面板市场规模细分占比.....	19
图 31: 全球 OLED TV 出货量及同比增速.....	20
图 32: 叠层 OLED 模组构造示意图.....	20
图 33: 医药 CXO 行业产业链.....	22
图 34: 中国 CMO 行业市场规模及增速(十亿元).....	22
图 35: 全球 CMO 行业市场规模及增速(十亿美元).....	22
图 36: 公司医药中间体业务营收及毛利率.....	23
图 37: 全球光刻胶市场规模及增速.....	25
图 38: 中国光刻胶市场规模及增速.....	25
图 39: PI 薄膜实现 OLED 屏幕的曲面与可折叠功能.....	26
图 40: 聚酰亚胺薄膜产业链.....	27
表 1: 全球高世代 LCD 面板产能 (7 代及以上产线) (万片/年).....	15
表 2: OLED 全球产能情况.....	17
表 3: 海外主要 OLED 发光材料公司.....	21
表 4: 公司产品管线情况.....	24
表 5: 光刻胶产品分类.....	24
表 6: 公司光刻胶研发项目情况.....	25
表 7: 各应用领域用先进 PI 材料.....	26
表 8: 部分常用二酐、二胺种类与特性.....	27
表 9: 关键假设表.....	28
表 10: 可比公司估值表.....	29
表 11: 合并利润表.....	29
表 12: 合并现金流量表.....	30
表 13: 合并资产负债表.....	31

1. 以强大的合成及放大能力，打造化工新材料平台

1.1 起步于显示材料，业务多元化发展

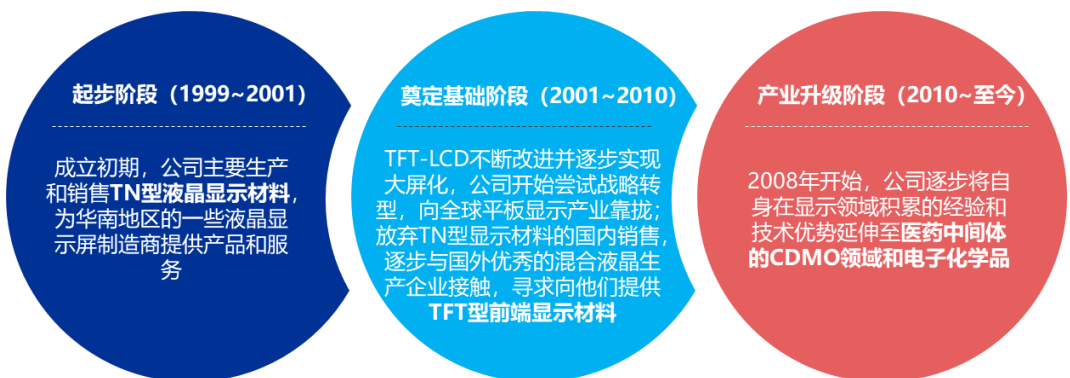
公司以显示材料液晶单体、中间体起步，依托核心有机合成及纯化技术，不断进行多元化业务布局。西安瑞联新材料股份有限公司，前身“西安高华近代电子材料有限责任公司”成立于1999年，是一家专注于研发、生产和销售专用有机新材料的高新技术企业。经过多年发展，公司形成以分子合成、工艺放大为技术核心，不断切入不同行业的发展模式，目前主要产品涉及单体液晶、OLED材料、创新药CDMO、以及光刻胶材料、PI材料、封装材料等电子材料，业务呈现多元化发展。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，申万宏源研究

图 2：公司业务发展阶段



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

1) **液晶材料**，公司是国际领先的单体液晶供应商之一，具备单体液晶的研发、中试及产业化能力，核心产品近千种，其中300多种达到量产（公司官网信息），涵盖了烯类、联苯类、酯类、苯基环己烷类、乙烷类、炔类、含氟类、二恶烷类、手性等多个技术领域。公司是全球优秀企业 Merck 和 JNC 的战略供应商，并与国内主要混晶厂商八亿时空、江苏和成、诚志股份均建立了长期稳定的合作关系；

2) OLED 材料，公司是国内 OLED 升华前材料领域主要供应商之一，经过多年与全球领先 OLED 终端材料厂商的紧密合作，已成功开发化合物超过 1300 种，自主研发的合成路线超过 1800 种（公司官网信息），实现了对发光层材料、通用层材料的全覆盖；2024 年，公司公告拟通过现金增资方式持有出光电子 20% 的股权，涉足 OLED 终端材料领域，进行产业链的延伸和完善。

3) 医药 CDMO，公司凭借在显示材料领域积累的丰富化学合成、纯化、痕量分析及量产体系等方面的技术经验，将技术应用延伸至医药中间体领域，成功开拓了医药 CMO/CDMO 业务，目前公司产品研发管线涉及品种 200 多种（官网信息），其中肺癌靶向药、子宫肌瘤等医药中间体已经与国际知名制药企业建立了战略合作伙伴关系。

4) 电子化学品，公司从 2015 年开始研发半导体光刻胶单等材料，并不断加大对电子化学品及其他新材料的研发投入和市场开拓，目前主要产品包括半导体光刻胶单体、TFT 平坦层光刻胶、聚酰亚胺单体、封装材料单体等，产品陆续进入客户端放量阶段。

未来，公司将坚定实施聚焦于 OLED 材料和医药 CDMO 业务两大核心主赛道的多元化发展战略，电子化学品及其他新材料板块业务提供远期广阔增长空间。

图 3：公司主要产品及应用下游

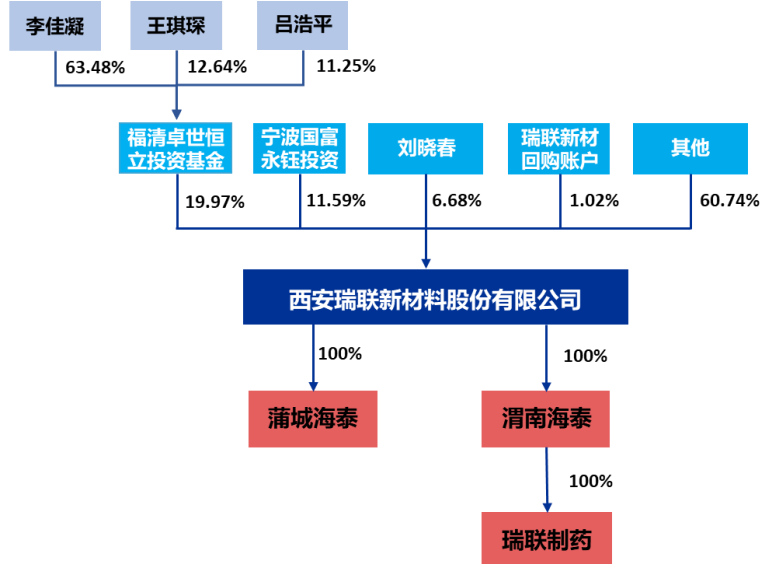


资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司形成了以西安总部为行政研发中心，渭南海泰为主要中试基地、蒲城海泰为核心生产基地、瑞联制药为原料药生产基地、日本瑞联为医药业务市场开拓基地、大荔瑞联和大荔海泰为产能储备基地的“一中心多基地”架构体系，可以提供从小试研发、中试放大至产业化生产的一站式服务。位于西安高新技术开发区的“省级企业技术中心”拥有 70 间标准实验室，200 多套高端检测设备以及 400 多名研发技术人员，生产基地拥有 40 多条生产线（公司官网信息），可以进行酰化反应、格氏偶联反应、Suzuki 偶联反应、氢化反应、Wittig 反应、氢同位素取代反应等上百种化学反应，依托 ERP 系统管理平台，执行 6S 现场管理和 SOP 作业标准程序，可以稳定生产上千吨产品，满足了客户对产业化的要求。

引入国资股东，稳定股权结构，实现战略性协同发展。公司于 2024 年 5 月 10 日与开投集团签署《附生效条件的股份认购协议》，在上述协议转让及表决权委托完成后，开投集团拥有公司表决权的比例将达到 23.81%，将成为公司的控股股东，青岛西海岸新区国资局作为开投集团的实际控制人，届时也将成为公司的实际控制人。同日，公司发布 2024 年限制性股票激励计划，拟授予限制性股票 671.30 万股，授予价格 19.73 元/股。

图 4：公司股权结构（截至 2024 年三季报）

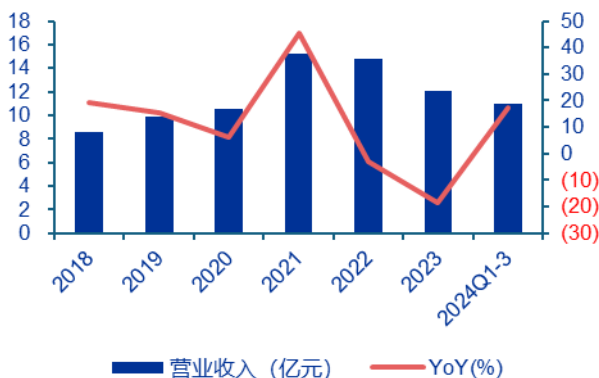


资料来源：Wind，申万宏源研究

1.2 显示材料为公司业务核心，业绩恢复稳健增长

24 年公司业绩逐步修复，盈利能力显著提升。2023 年，公司实现营收 12.08 亿元，同比下滑 18.39%，归母净利润 1.34 亿元，同比大幅下滑 45.57%。2024 年，随着电子产业重启温和回升模式，公司显示材料板块持续修复，尤其 OLED 升华前材料增长迅猛，且氙代材料持续渗透，带动业务盈利能力也得进一步提升。24H1 受客订单节奏影响，医药 CDMO 板块表现不佳，但根据公司与客户长期的合作经验，全年订单预期兑度强，24Q3 主力产品开始出货，业务改善明显。

图 5：公司营业收入及同比增速情况



资料来源：Wind，申万宏源研究

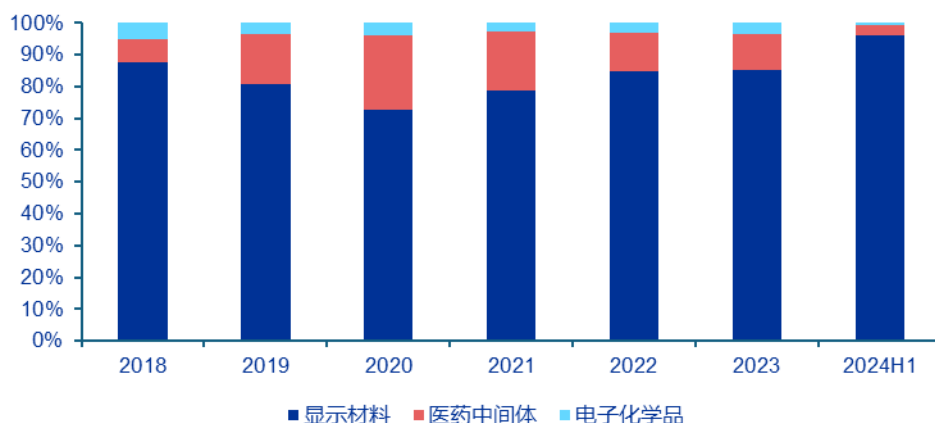
图 6：公司归母净利润及同比增速情况



资料来源：Wind，申万宏源研究

显示材料一直是公司主要业绩来源，未来仍将支撑公司持续成长。显示材料是公司主要的收入来源，2024H1 显示材料营业收入 6.65 亿元，占比近 96%。随着 OLED 面板渗透率持续提升，以及材料的“氙代化”趋势，公司 OLED 业务有望持续快速增长，预计未来显示材料仍将长期作为公司最大拼图贡献稳定业绩。同时，2024 年公司拟以自有资金对出光电子以现金方式增资 7640 万元，增资完成后公司持有出光电子 20% 的股权。出光电子是日本出光在国内设立的 OLED 终端材料制造基地，公司通过此次合作涉足终端材料领域，进行产业链的延伸和完善，有望在未来分享国产化替代的大市场。

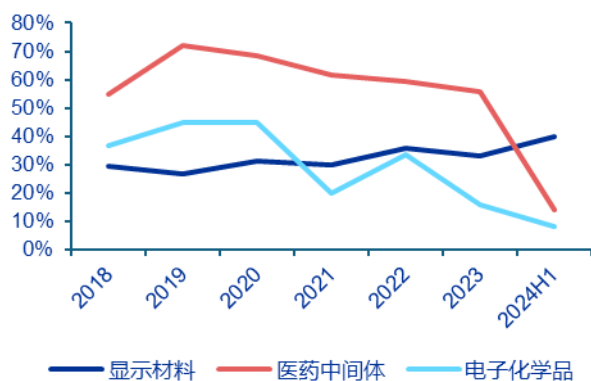
图 7：公司主营业务收入构成



资料来源：Wind，申万宏源研究

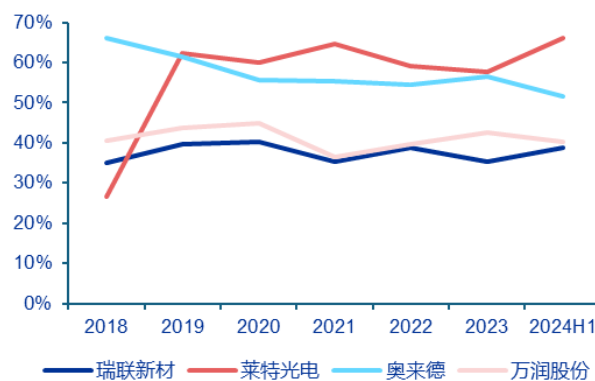
公司综合毛利率稳中有增，随着业务结构的变化，未来盈利能力将继续增强。2018 年至 2024H1，公司显示材料业务毛利率总体稳中有增，医药中间体毛利率持续下滑（24H1 由于客户订单不及预期导致收入和利润率显著下滑），电子化学品及其他新材料毛利率波动明显。但由于显示材料营收占比较大，公司综合毛利率较为稳定，基本维持在 35%-40% 区间。费用方面，公司持续加强管控，预计未来仍有下行空间。近年来公司资产负债率维持在 10% 左右低位，财务风险低，未来融资空间较大。

图 8：2018-2024H1 公司主要产品毛利率情况

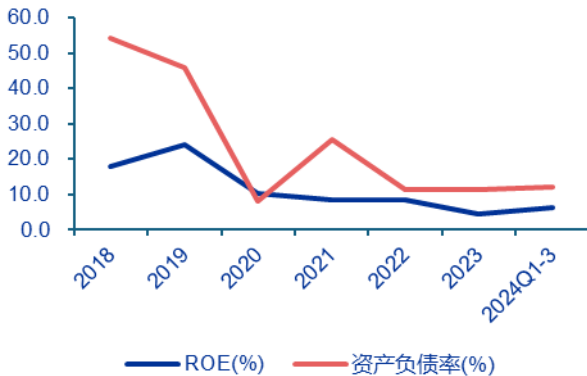


资料来源：Wind，申万宏源研究

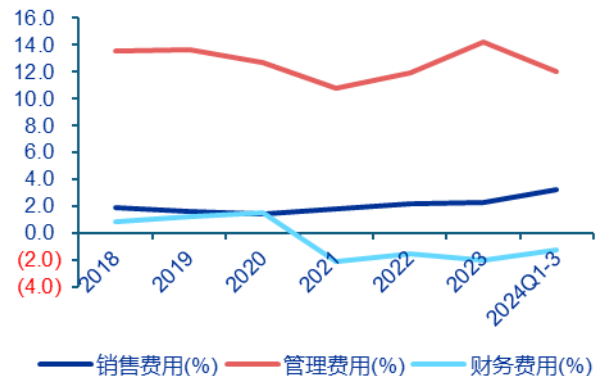
图 9：2018-2024H1 可比公司毛利率情况



资料来源：Wind，申万宏源研究

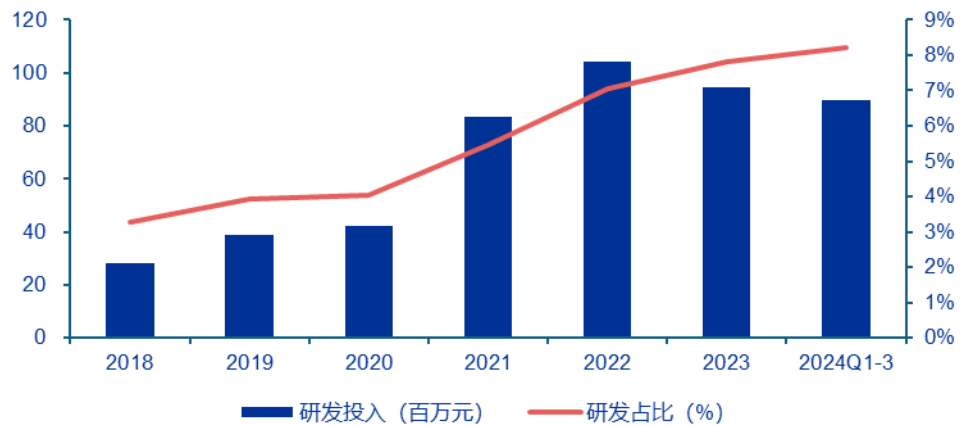
图 10：公司 ROE 及资产负债率情况


资料来源：Wind，申万宏源研究

图 11：公司三项费用率情况


资料来源：Wind，申万宏源研究

公司重视研发，研发投入持续增加。公司自成立以来，始终专注于专用有机新材料的研发及生产，核心技术主要体现在化学合成、纯化、同位素分析、痕量分析及量产体系等方面，广泛应用于公司的各类产品。截至 2024 年半年报，公司研发人员 366 人，研发人员占比 22.7%，公司累积获得授权专利 94 项。

图 12：公司研发投入不断提升


资料来源：Wind，申万宏源研究

2. 显示产业逐步复苏，OLED 材料持续放量

2.1 显示领域上下游密切合作，促进相关材料规模化应用

目前，平板显示的主流产品为 TFT-LCD 面板与 OLED 面板。显示技术作为信息产业的重要组成部分，大到电视机、笔记本，小到手机、平板，都离不开显示技术的支持。显示技术从 20 世纪 50 年代的 CRT 技术，到 90 年代 CRT、PDP、LCD 技术并行；2000 年后随着 LCD 技术的完善及相关优势，LCD 成为显示技术的主流；2010 左右，OLED 显示技术逐渐商业化在部分市场逐渐替代 LCD；年，三星、华为可折叠手机正式

量产销售，此后 MR、可穿戴等新型产品的持续创新，带动市场新需求。其中 TFT-LCD 面板依靠其工作电压低、功耗小、分辨率高、抗干扰性好、应用范围广等一系列优点，仍为显示产业的主流产品，广泛应于笔记本电脑、桌面显示器、电视、移动通信设备等领域。OLED 面板在推出伊始价格较为昂贵，未进入日常电子消费品行列，2010 年之后随着其生产工艺的提升，OLED 屏幕逐渐在手机、可穿戴设备、乃至平板、电视机等领域渗透应用。

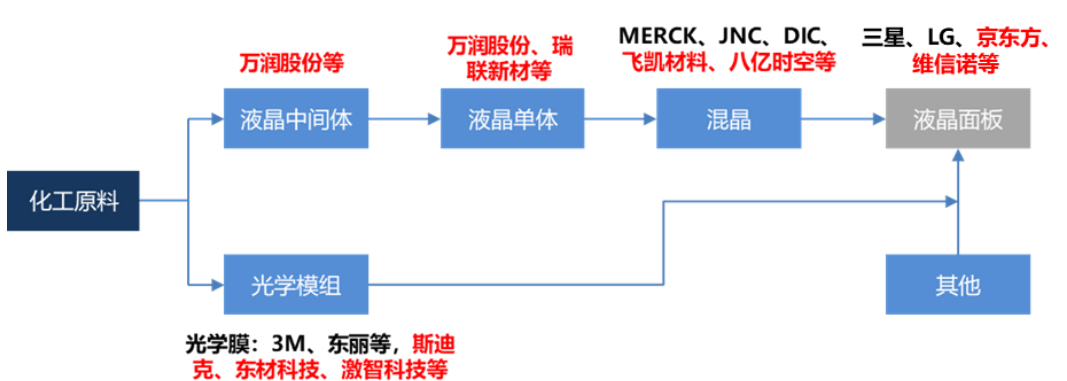
图 13：显示技术发展历程



资料来源：洛图科技，申万宏源研究

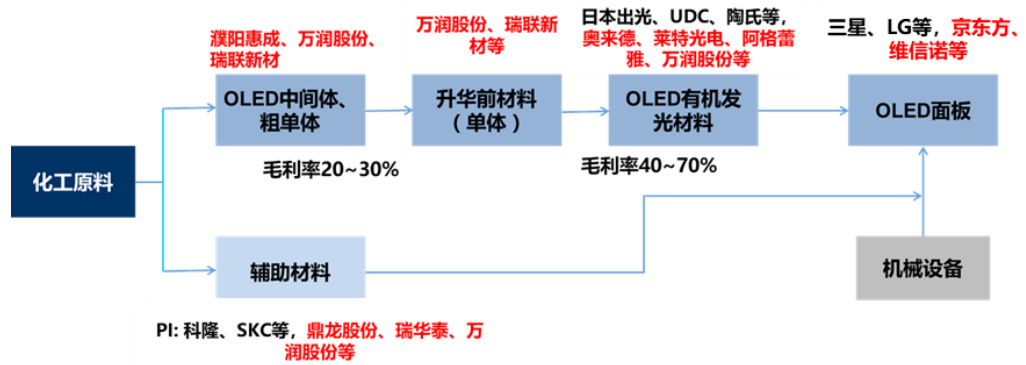
全球显示材料产业链形成稳固分工关系，上下游企业合作推进技术发展。在 LCD 及 OLED 产业链中，上游为各种原材料生产厂商，中游为各式面板厂商，下游为各类整机产品厂商。以瑞联新材、万润股份为代表的单体液晶、OLED 前端材料生产商，在化学合成、纯化等方面建立了竞争优势，而下游混晶（默克、JNC、飞凯材料、八亿时空等）、OLED 终端材料（日本出光、陶氏、UDC、莱特光电等）生产企业在物理升华、混配过程中及化合物专利等方面建立了竞争优势。这种产业链的全球分工与合作格局，是推动显示材料持续技术升级，推出新品、降低现有产品价格以促进终端规模化应用的产业基础。

图 14：液晶面板产业链内相关企业



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 15: OLED 面板产业链内相关企业

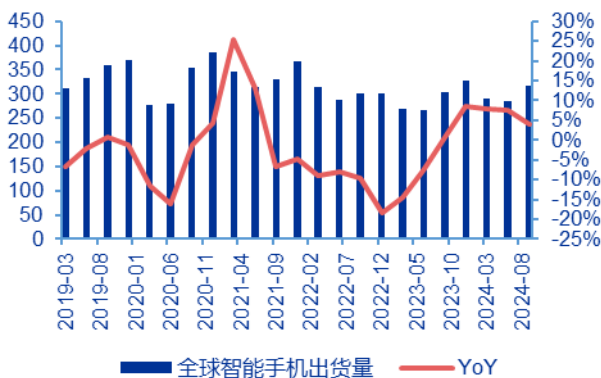


资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.2 终端消费电子需求逐步回暖，面板出货量有望持续回升

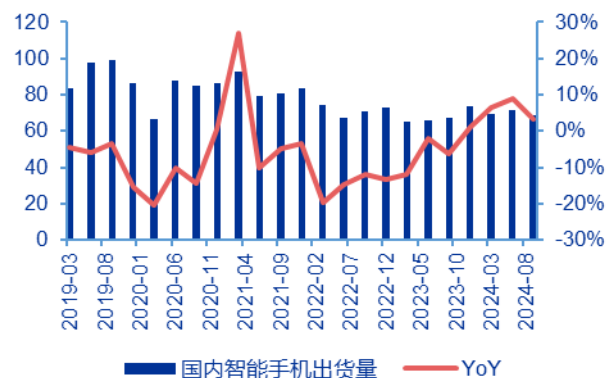
24 年终端消费电子需求温和复苏，25 年国补政策有望延续需求修复。2022 年多因素导致消费降级，消费电子长时间疲软，但自 2023Q3 以来已有明显恢复趋势。2023 年 9 月后手机厂商开始大量发布新机，包括苹果 iPhone 15 系列，华为 Mate 60 系列、Mate X5，荣耀 Magic 6 系列、Magic Vs2，oppo、vivo、小米等都陆续发布新机，全球智能手机出货量同比明显增长。后续随着 AI 在手机终端的应用，预计手机端未来将会持续稳步恢复景气。此外，24 年以来，彩电、PC 出货量也有所恢复。2025 年伊始，国内出台了一系列针对个人消费者的补贴政策，在购买手机、平板电脑等数码产品时可以享受到一定的补贴，国补政策的出台有望促进终端消费修复趋势的延续。

图 16: 全球智能手机出货量(百万部)



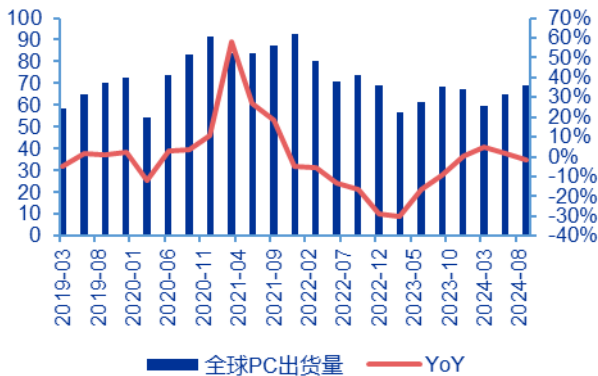
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 17: 国内智能手机出货量(百万部)



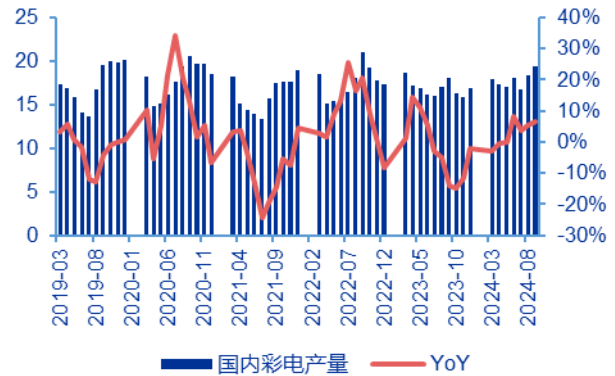
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 18: 全球 PC 出货量(百万台)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

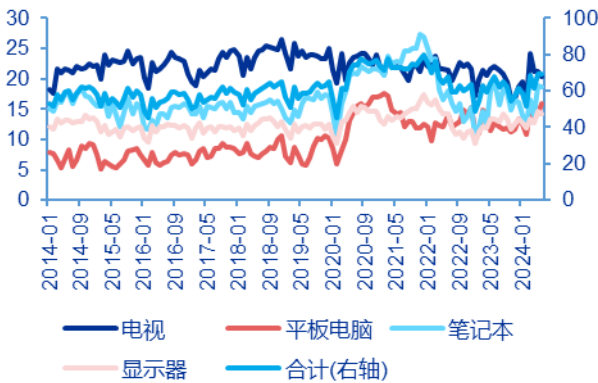
图 19: 国内彩电产量(百万台)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

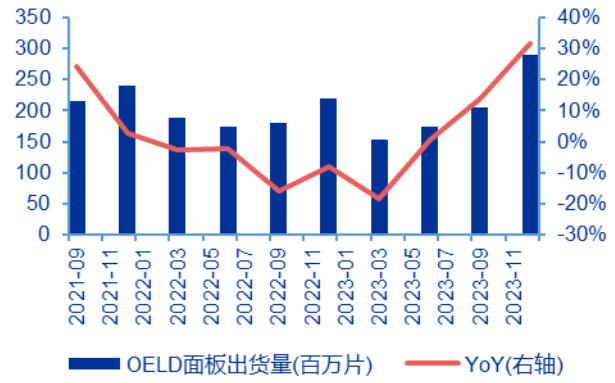
LCD 面板出货量回升, OLED 面板需求持续增长。 24 年大尺寸 TFT-LCD 面板出货量同比回升, 细分到终端应用: 电视长期保持缓慢下滑态势, 24 年 3 月后出货量恢复至 21 年左右; 平板电脑进入 24 年后出货量恢复, 5、6 月同比迅速增加; 笔记本、显示器在 23Q3 后出货量出现明显好转; 综合来看 24 年后大尺寸 TFT-LCD 面板出货量同比保持 5%左右增长。大尺寸 OLED 面板受限于高端 TV 销量降低出货量仍处低位, 中小尺寸 OLED 面板随中高端手机和 PC、平板需求回暖出货量回升, 23Q2 后同比增速迅速增加。

图 20: 全球大尺寸 TFT 液晶面板出货量(百万片)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 21: 全球 OLED 面板出货量及同比增速

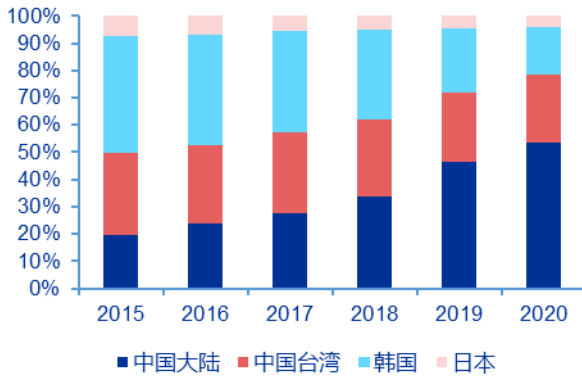


资料来源: 研究机构 DSCC, 申万宏源研究

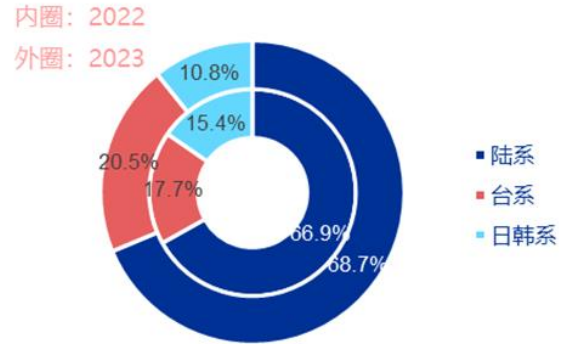
2.3 LCD 产业持续转移, 公司单晶业务稳中求进

海外面板产能纷纷向国内转移, 国内厂商市场份额持续提升。 近年来, 全球显示面板产能不断向中国转移, 加之国内厂商产能密集投放, 国内 LCD 全球产能占比从 2005 年的 3% 上升至 2020 年的 50% 以上。根据洛图科技 (RUNTO) 发布的《全球液晶 TV 面板市场月度追踪》, 京东方 24Q3 出货量约为 1522 万片, 同比增长 8.5%, 环比增长 .% , 市场份额为 .% , 同比提升了 .pct 。大陆面板厂华星光电和惠科

在 24Q3 分别出货约 1185 万片和 845 万片，同比均有所下降，降幅分别为 4.4%和 10.5%，两者市占率则分别为 20.2%和 14.4%，分别下降 0.9 pct 和 1.7pct。2025 年，华星光电在吸纳 LGD 广州工厂的出货量之后，市场份额将有可能成超越京东方。

图 22：中国大陆液晶面板产能占比持续提升


资料来源：洛图科技，申万宏源研究

图 23：全球液晶电视面板市场区域结构及变化


资料来源：洛图科技，申万宏源研究

表 1：全球高世代 LCD 面板产能 (7 代及以上产线) (万片/年)

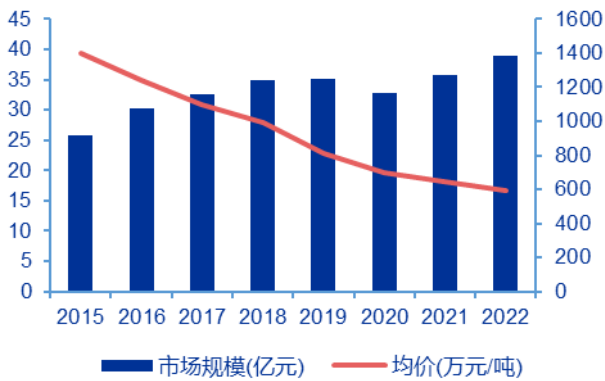
企业	工厂	2017	2018	2019	2020	2021	2022
LG Display	广州 8.5 代线 (CA)	253	256	259	259	253	144
	韩国坡州 7 代线 (P7)	276	275	267	170	180	180
	韩国坡州 8 代线 (P8)	333	283	260	120	149	转线 OLED
	韩国坡州 (P9)	与 AP4 共用，主要生产 OLED					
彩虹光电	咸阳 8.6 代线	204	204	204	204	204	204
富士康 (夏普)	超世堺广州 10.5 代线			72	144	144	144
华星光电	广州 8.6 代线 (T9)						72
	深圳 11 代线 (T6)			28	168	168	168
	深圳 11 代线 (T7)					81	108
	深圳 8.5 代线 (T1)	120	120	120	120	120	120
	深圳 8.5 代线 (T2)	120	120	120	120	120	120
	深圳 8.5 代线 (T10)					90	120
惠科	滁州 8.6 代线			108	144	144	144
	绵阳 8.6 代线				189	252	252
	长沙 8.6 代线					97	166
	重庆 8.6 代线 (H1)	108	144	144	144	144	144
京东方	北京 8.5 代线 (B4)	108	108	108	108	108	108
	成都 8.6 代线 (熊猫)					144	144
	福州 8.5 代线 (B10)	132	144	144	144	144	144
	合肥 10.5 代线 (B9)		90	108	108	108	108
	合肥 8.5 代线 (B5)	108	108	108	108	108	108
	南京 8.5 代线 (熊猫)					72	72
	武汉 10.5 代线 (B17)			24	144	144	144
	重庆 8.5 代线 (B8)	108	108	108	108	108	108
松下	姬路 代线						拍卖

三星	苏州 8.5 代线	120	120	120	120	20	出售-华星
	汤井 7 代线 (L7-2)	192	192	192	192	48	转线 OLED
	汤井 8.5 代线 (L8-1)	24	24	24	24		转线 OLED
	汤井 8.5 代线 (L8-2)	103	103	103	103	103	转线 OLED
友达光电	中国台湾 3.5-8.5 代线	1233	1255	1273	1249	1254	1220
中电熊猫	成都 8.6 代线	144	144	144	144		出售-京东方
	南京 8.5 代线	72	72	72	72		出售-京东方
合计		3822	3951	4192	4487	4665	4371

资料来源：洛图科技，各公司公告，各公司官网，申万宏源研究

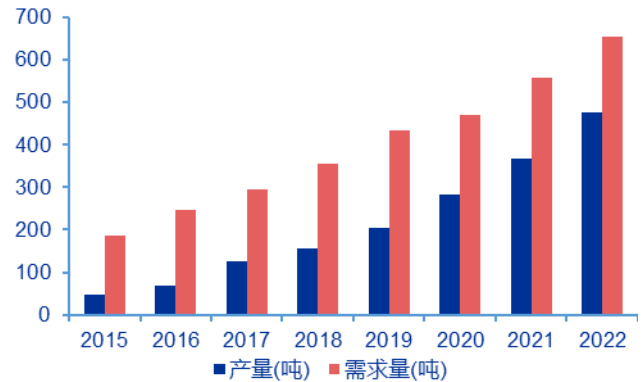
受益于 LCD 面板国内企业市占率快速提高，液晶材料国产化配套快速提升。大陆是全球最大的液晶材料市场之一，2022 年国内液晶材料行业市场规模约为 39.02 亿元；均价受技术进步及上游原材料影响呈现下降态势，2022 年国内液晶材料均价约 596.4 万元/吨。随着国内液晶面板市场快速发展，国内液晶材料厂商迅速扩产，液晶材料国产化率快速提升，2022 年中国液晶材料产量、需求量分别为 475.6、654.3 吨。未来液晶面板作为成熟市场，液晶材料均价基本稳定，长周期面临 OLED 与 Mini LED RGB、Micro LED 等新显示技术挤压市场空间受限，大尺寸化趋势是促进行业发展的主要动力。随着 LCD 产业的长期转移，默克、DIC、JNC（业务已出售给诚志股份）预计未来将陆续退出，国内混晶企业（飞凯材料、八亿时空、诚志股份）的份额有望再次提升，公司作为国内混晶企业的主要供应商，业务有望迎来进一步发展。

图 24：中国液晶材料市场规模及均价



资料来源：智研咨询，申万宏源研究

图 25：中国液晶材料供需情况

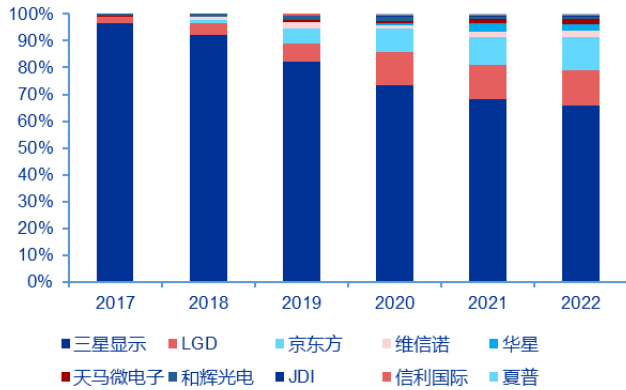


资料来源：智研咨询，申万宏源研究

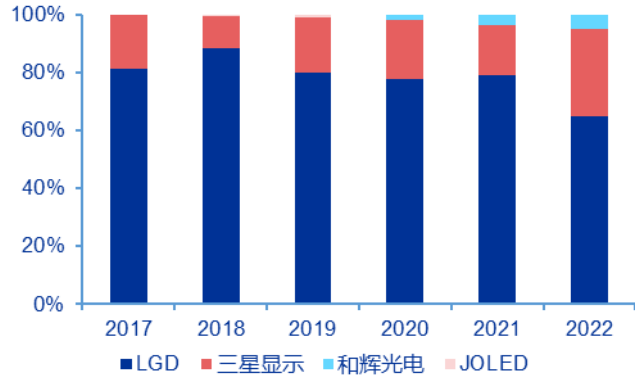
2.4 OLED 渗透率持续提升，氙代材料替代加速

OLED 面板渗透率持续提升，国内 OLED 面板企业份额将逐步占据主导。近年来，三星显示在中小尺寸 OLED 面板市场占据主导，2022 年市占率高达 66%，三星显示、LGD 两家韩国企业市占率合计近 80%。2019 年起，大陆面板厂商 6 代线逐步建成投产，市占率逐步提升，2022 年京东方市场规模与 LGD 基本持平。根据赛诺数据显示，2024H1 大陆面板厂商占全球智能手机 OLED 显示屏出货量的 50.7%，同比上升 10.1 个百分点，韩国厂商市场份额从 .% 下降到 .%，大陆企业在小尺寸 OLED 市场

已超越韩国, 预计未来仍将迅速提升。LGD 在大尺寸 OLED 面板市场处于领先地位, 2022 年在三星显示产线投产放量后, LGD 显示市占率仍高达 65%, 韩国两家企业市占率合计超过 95%。后续随着京东方、华星光电、维信诺等 8.5 或 8.6 代线的建设推进, 国内企业将逐步切入大尺寸 OLED 面板市场。

图 26: 全球中小尺寸 OLED 面板竞争格局


资料来源: 维科网显示, 申万宏源研究

图 27: 全球大尺寸 OLED 面板竞争格局


资料来源: 维科网显示, 申万宏源研究

表 2: OLED 全球产能情况

国家/地区	公司	地点	工厂	世代	技术路线	设计产能 (万片/月)	投资金额	投产时间
中国	京东方	鄂尔多斯	B6	5.5	LTPS	5.4	220 亿元	2013.11
		成都	B7	6	LTPS	4.8	465 亿元	2017.5
		绵阳	B11	6	LTPS	4.8	465 亿元	2019.7
		重庆	B12	6	LTPS	4.8	465 亿元	2021.12
		福州	B15	6	LTPS	4.8	465 亿元	在建, 预计 2025 投产
		成都	TBD	8.6	LTPS	3.2	630 亿元	预计 2026
	华星	武汉	T4	6	LTPS	4.5	350 亿元	2020.1
		广州	T8	8.5	IJP OLED	-	-	在建, 预计 2024 小幅量产
	天马	上海	-	4.5	LTPS	0.1	4.916 亿元	2012
		上海	-	5.5	LTPS	1.5	15.5 亿元	2015.12
		厦门	-	6	LTPS	3	120 亿元	2016.12
		武汉	-	6	LTPS	3	120 亿元	2018.6
		厦门	-	6	LTPS	4.8	480 亿元	2022.2
	维信诺	昆山	V1	5.5	LTPS	1.5	150 亿元	2015.3
		固安	V2	6	LTPS	3	300 亿元	2018.5
		合肥	V3	6	LTPS	3	440 亿元	2020.12
		合肥	-	8.6	LTPS	3.2	550 亿元	2024.5 签署备忘录
	和辉	上海	-	4.5	LTPS	3	59.9 亿元	2014.3
		上海	-	6	LTPS	4.5	352.8 亿元	2018.12
	信利	惠州	-	4.5	LTPS	3	63 亿元	2016.7
		眉山	-	6	LTPS	3	279 亿元	2023.6 点亮, 预计 2024H2 试生产
柔宇	深圳	-	-	Oxide	-	亿元	-	

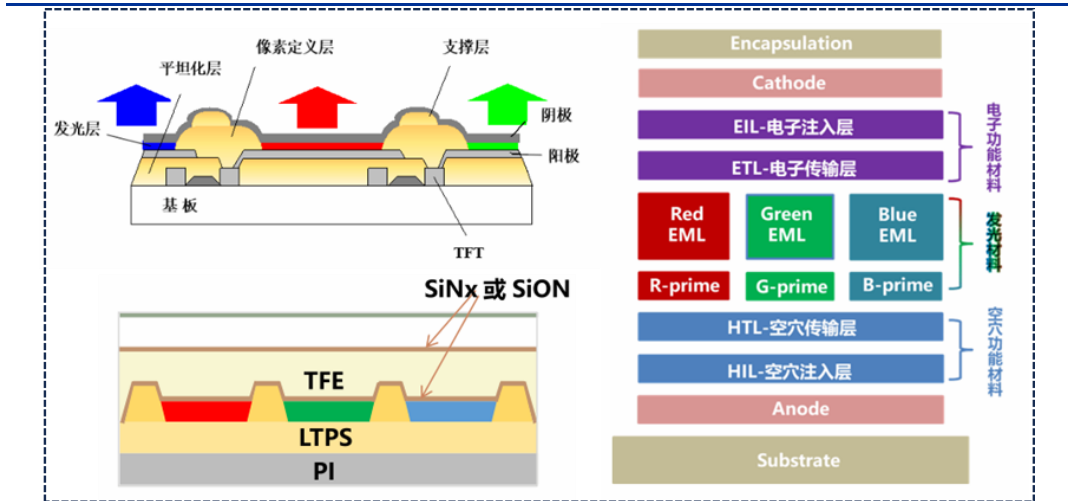
	湖南群显	长沙	-	6	LTPS	4.5	135 亿元	2023.4
韩国	三星	天安	A1	4.5	LTPS	4.5	4775 亿韩元	2007.9
		汤井	A2	5.5	LTPS	16.5	-	2014Q2
		汤井	A2-E	5.5	LTPS	1.6	-	2017Q3
		牙山	A3	6	LTPS	14.5	-	2017A3
		汤井	A4	6	LTPS	3	36 亿美元	2018Q3
		汤井	A5	6	LTPS	27	-	2018Q3
		牙山 (LCD 技改)	L7-1 改	6	LTPS	6	-	2021Q2
		牙山	L8 中试	8	LTPS	2.5	-	2018Q3
		牙山	A6	8.6	QD-OLED	-	4.1 万亿韩元	预计 2026.2
		LGD	龟伟	AP2-E2	4.5	LTPS	1.9	-
龟伟	AP3-E5		6	LTPS	2.25	-	2017Q3	
坡州	E6		6	LTPS	3	-	2018Q4	
坡州	E7		6	LTPS	1.5	-	2018Q3	
坡州	E6-1		8	Oxide	0.83	-	2014Q3	
坡州	E6-2		8	Oxide	2.63	-	2017Q3	
坡州	E6-3		8	Oxide	2.4	-	2018Q3	
广州	-		8.5	WOLED	6	-	2019Q4	
坡州	P10		10.5	WOLED	4.5	-	从 2023.3 推迟至 2028.3	
日本	JDI		石川	-	4.5	LTPS	1	-
		白山	-	6	LTPS	1.5	-	2017Q3
		茂源	-	6	LTPS	1.2	-	2018Q4
	夏普	高雄	-	4.5	LTPS	0.4	-	2018Q2
		高雄	-	6	LTPS	1.5	-	2019Q1
		高雄	-	6	LTPS	1.5	-	2019Q2
中国台湾	友达光电	新加坡	-	4.5	LTPS	4	-	2013Q1, 2023.12 关闭
		新竹	-	4.5	IJP OLED	0.3	50 亿新台币	2022.1

资料来源：洛图科技，各公司公告，各公司官网，申万宏源研究

OLED 发光材料是 OLED 面板材料的核心，有机发光层 (EM) 壁垒、价值量最高。

基于 OLED 器件的结构，可将发光材料按照在元器件中的位置大致分为电极材料、基板材料和核心功能材料三大类，其中电极材料主要为金属及其氧化物，基板材料主要为 ITO 玻璃或光学薄膜，最为重要的 OLED 核心功能材料包括电子注入层 (EIL)、电子传输层 (ETL)、有机发光层 (EM)、空穴传输层 (HTL)、空穴注入层 (HIL) 5 层，主要为各类有机材料。按照发光颜色的不同，发光层材料可分为蓝光、红光和绿光材料，各色发光层材料区分为磷光材料和荧光材料。荧光发光为第一代发光技术，材料成本低，但发光效率仅为 25%；磷光发光为第二代发光技术，理论发光效率可以达到 100%。目前，红光、绿光的磷光材料已规模化应用于各类 OLED 面板中，而蓝色磷光材料的使用寿命仍是制约其发展及应用的主要因素。

图 28: OLED 模组的构造示意图

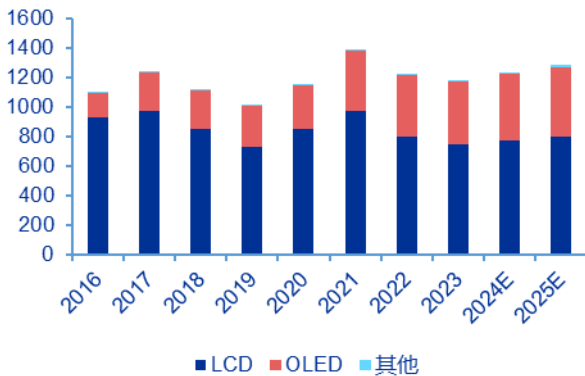


资料来源: 奥来德公告, 申万宏源研究

OLED 渗透率提升+逐步迈向大尺寸化+新技术迭代, 多重因素催化 OLED 发光材料需求。

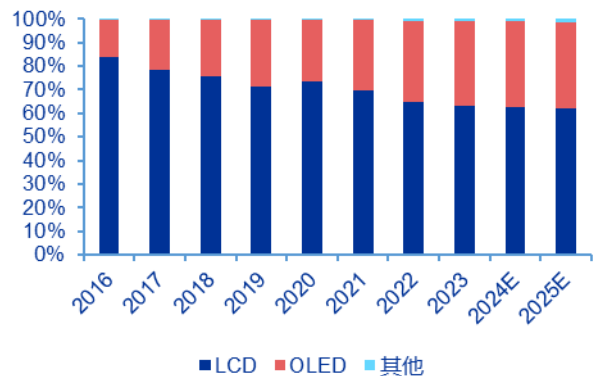
1) **渗透率:** 近年来, 伴随着技术进步与平均售价下降, OLED 面板在消费科技领域渗透持续提升, 越来越多的中端手机也开始采用 OLED 屏, 根据 Omdia 数据, 2023 年以来, 全球 OLED 智能手机的渗透率已超过 50%。除了在手机领域的快速渗透, OLED 屏幕也正逐步向更大尺寸的平板、笔记本电脑、车载显示等设备扩展, 整体遵循先小尺寸后中尺寸、先高端后中低端的路线。

图 29: 全球面板市场规模细分(亿美元)



资料来源: 维科网显示, 华经产业研究院, 申万宏源研究

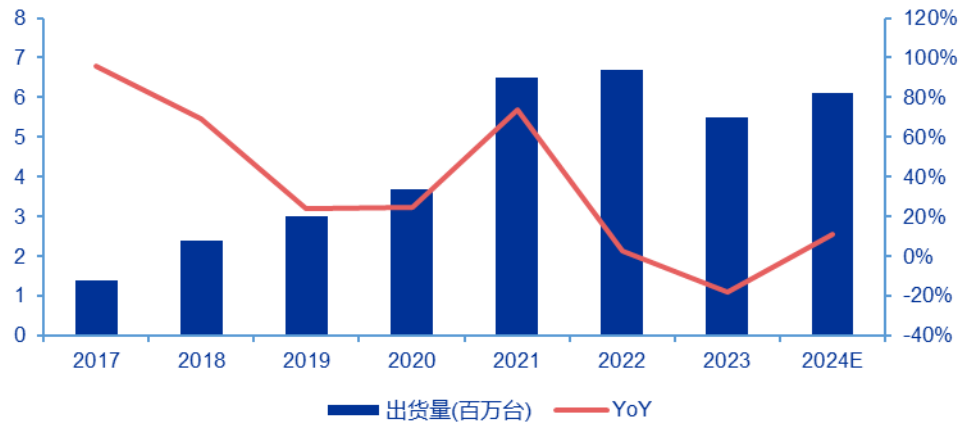
图 30: 全球面板市场规模细分占比



资料来源: 维科网显示, 华经产业研究院, 申万宏源研究

2) **大尺寸化:** 随着 OLED 在小尺寸应用领域的地位日渐稳固, 其向中大尺寸领域的应用不断拓展, OLED 将迎来新一轮的爆发, 尤其是苹果、华为等头部厂商陆续推出搭载 OLED 屏幕的平板电脑产品, 有望推动 OLED 加速向中大尺寸应用领域渗透。12 月 12 日, 华为全新 Mate Pad Pro 正式开售, 该产品采用的是 13.2 英寸的大尺寸柔性 OLED 屏幕。根据研究机构 Omdia 的预测, 2024 年 9 英寸以上的大尺寸 OLED 出货面积将同比增长 11.1%。

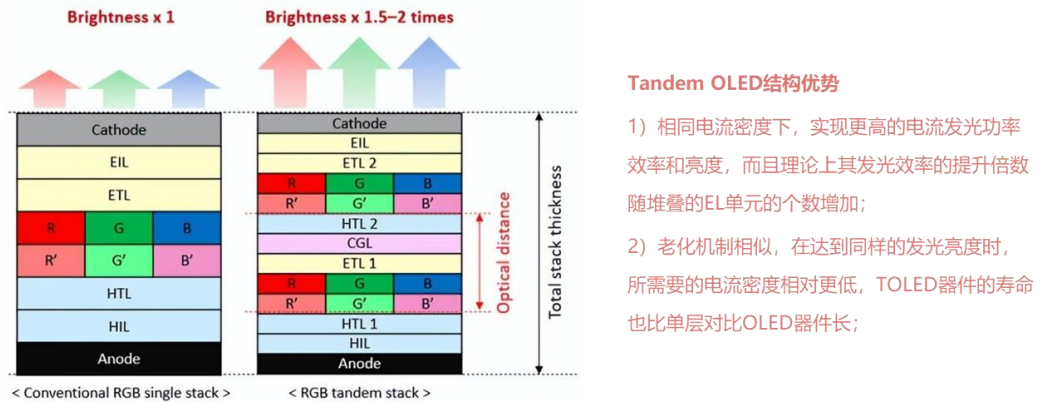
图 31: 全球 OLED TV 出货量及同比增速



资料来源: 奥维睿沃 AVC REVO, 群智咨询 Sigma Intel, 申万宏源研究

3) 叠层技术: Tandem OLED 结构用串联的方式连接多个电致发光单元, 通过中间电荷生成单元连接, 能有效解决有机发光器件中由于激子迁移率和寿命低导致的载流子传输距离短的问题, 提高 OLED 器件的效率和寿命。11 月 26 日下午, 华为推出了 Mate70 系列及 MateX6 等产品。其中, Mate70RS 非凡大师配备了叠层 OLED 屏幕。此外, 今年华为发布的 MatePadPro12.2 英寸平板以及苹果的新款 iPadPro 和戴尔的 XPS13 笔记本电脑都搭载了叠层 OLED 屏幕。早前荣耀发布的 Magic6RSR 保时捷设计手机也采用了叠层 OLED 屏幕。

图 32: 叠层 OLED 模组构造示意图



资料来源: 研究机构 Omdia, 申万宏源研究

OLED 材料氙代化已经成为发展趋势, 大尺寸和高端 OLED 上已逐步形成替代, 材料的价值量进一步凸显。文献表明, 氙代材料能增加蓝光器件寿命至原先的四倍以上, 同时氙代能获得刚好高压稳定性, 且绿光、蓝光器件外量子效率分别提高 280%、270%; LGD 公司在 2022 年发布采用氙代材料的 OLED EX 显示器亮度比传统显示器高 30%。面对多元应用领域渗透和消费电子厂商对高品质屏幕的需求, 下游面板企业和上游材料企业共同努力以改善 OLED 发光材料寿命和发光效率的短板, 基于氙代材料既可提高寿命又可提高性能表现的优异特性, 材料厂商竞相布局、迭代氙代材料, 并将氙代材料的使用从蓝光材料扩展到绿光和红光材料中。

氙代材料是公司 OLED 业务的重要看点，收入占比持续提升，同步带动业务盈利能力的显著增强。根据公司官网信息，公司已开发 OLED 前端材料化合物超过 1300 种，自主研发的合成路线超过 1800 种，产品实现了对发光层材料、通用层材料的全覆盖，技术达到国际先进、国内领先水平。氙代材料方面，公司与下游材料厂商深度合作，是国内最早开始规模化生产前端氙代发光材料的企业之一，已能够规模化量产红绿蓝全系列氙代发光材料。根据公司公告，2021 年公司氙代蓝光材料销量同比增长 210%；2022 年氙代发光材料销售额占 OLED 整体 27%；2023 年氙材出货不及预期，主要是大尺寸 OLED 电视销量较差；2024 年随着终端需求复苏大尺寸和高端 OLED 面板出货量增加，氙代产品销售迅速增长。

国外企业垄断终端专利材料，国内企业陆续实现突破，公司参股出光电子切入终端材料，有望分享国产化市场。类似 LCD-混晶材料发展路径，国产面板企业的成熟加上材料企业的专利突破，混晶材料国产化率近年实现了快速提升。当前下游 OLED 面板企业逐渐成熟崛起，上游专利材料开始突破，未来也有望复制其成长之路。2024 年，公司公告以现金增资方式获取出光电子 20%的股权。出光电子是日本出光兴产在国内的生产基地，后者是全球 OLED 升华后材料的主要供应商，市场份额全球领先。在国内 OLED 产能占比持续提升，材料端国产化替代的大背景下，公司通过此次合作涉足终端材料，进行产业链的延伸和完善，有望在未来分享国产化替代的大市场。

表 3：海外主要 OLED 发光材料公司

厂商	国家	OLED 材料主要特点及优势
UDC	美国	UDC 主宰全球 OLED 发光材料市场，公司除了销售材料，UDC 还有仅 40%的收入来自于专利的特许经营，也为客户提供项目制有机化合物的研发及商用化研究服务。
出光兴产	日本	出光在蓝色主体发光材料的专利是利用有机分子蒽(anthracene)相互链接或侧炼改变结构的衍生物，从而制作出高效率的蓝色主体材料的专利。
斗山	韩国	2003 年开始涉足 OLED 材料，各类材料都有涉及，三星采购其传输层材料为主。
德山	韩国	公司原来做 HTL 材料，2013 年开发成功 RED Host，2014 年有效生产，Red Host 材料市场份额仅次于 Dow。
新日铁化学	日本	公司 OLED 业务主要为磷光 EL 材料 LumiAce，其 4 倍能源效率的蓝色磷光是全球首创的工业化技术。公司 2006 年与 UDC 合作开发出寿命达 6 万小时的磷光绿色材料，在绿光材料市场占有一定份额。
保土谷化学	日本	主要生产 HTL、ETL 等材料。其收购子公司 SFC（三星精密化学）主要产品为荧光蓝色材料、磷光及荧光绿色材料等。SFC 蓝光材料市场份额仅次于出光。
默克	德国	默克在 OLED 材料的所有领域都有涉足，提供所有产品组合。公司在绿光材料方面市场份额较高，仅次于三星。
陶氏化学	美国	陶氏在红色和蓝色发光材料方面全球领先，红色发光材料全球份额第一，蓝色发光材料仅次于出光和 SFC。
LG 化学	韩国	核心有机材料 HIL、HTL、EML、ETL 物质由 LG 化学生产；公司 ETL 材料市场份额较高，三星多款 OLED 配方中 ETL 材料采购自 LG 化学。
三星	韩国	SDI 2006 年开发溶液用磷光绿色主体材料，2007 年开始开发 ETL 材料，2010 年开始开发 HTL 材料，2012 年量产 ETL 材料，2014 年量产磷光绿色主体材料；2013 年收购 Novaled，Novaled 在 P/N dopant 方面领先。

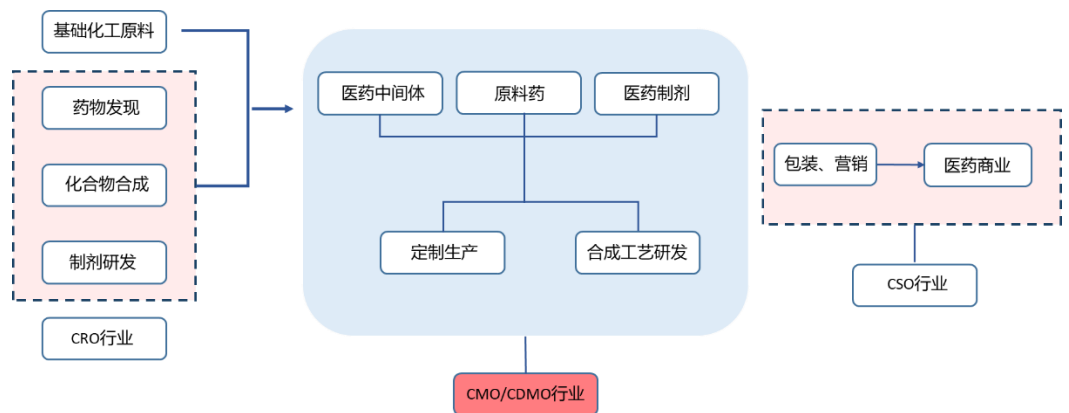
资料来源：各公司官网及公告，申万宏源研究

3. 中间体延伸至原料药，CDMO 业务潜力渐显

3.1 医药 CDMO 市场空间广阔，中国增速高于全球

CMO/CDMO 处于药物研发至商业化销售的中间关键环节。医药 CMO/CDMO 行业的基本业务模式为企业接受下游制药企业的委托，为其药品生产涉及的医药中间体、原料药等的工艺研究、开发、过程优化、制备及规模化生产等提供专业化服务，过程涵盖临床前研发、临床试验、商业化生产等不同阶段。根据制药企业的不同要求，可分为委托方提供工艺路线（CMO）和不提供工艺路线（CDMO）两种情况。

图 33：医药 CXO 行业产业链

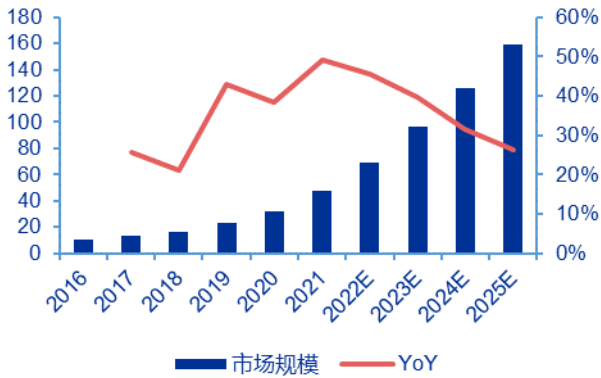


资料来源：公司公告，申万宏源研究

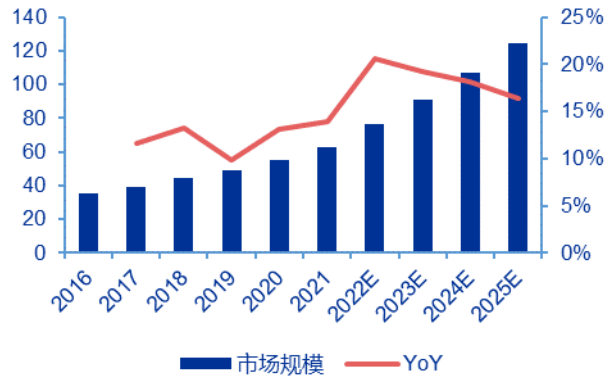
相较于海外成熟的体系，我国的 CMO/CDMO 行业起步较晚，但凭借人才、基础设施和成本结构等方面的竞争优势，在国际大型药企的带动和中国鼓励新药研发政策的环境下，我国 CMO/CDMO 行业的规模日益增长。CMO/CDMO 行业的市场化程度较高，目前行业主要企业主要集中在欧洲和亚洲，其中亚洲市场中的 CMO/CDMO 企业主要集中在中国和印度。由于欧洲、美国、日本等发达国家或地区市场的劳动力成本及环保成本日趋增长，而中国和印度等发展中国家在固有的成本效益优势的基础上，逐步建设完善了药品专利保护制度、不断提升科研和制造实力，因此全球 CMO/CDMO 市场已陆续开始从西方成熟市场向亚洲等新兴市场转移。2016 年中国 CMO 的市场规模约为 105 亿元，2022 年中国 CMO 市场规模约为 688 亿元，复合增长率约为 37%，远高于全球 CAGR14%。

图 34：中国 CMO 行业市场规模及增速(十亿元)

图 35：全球 CMO 行业市场规模及增速(十亿美元)



资料来源：弗若斯特沙利文 Frost&Sullivan，申万宏源研究



资料来源：弗若斯特沙利文 Frost&Sullivan，申万宏源研究

3.2 公司 CDMO 业务持续拓展，业绩有望逐步兑现

后疫情时代和产品医保变化对公司 CDMO 业务造成冲击，主要产品订单下滑影响业绩兑现。公司 CDMO 业务以创新药中间体为主，主力产品的客户包括 Chugai、阿斯利康、日本大冢制药、卫材制药、Kissei 以及国内普洛药业、合全药业等，均系国内外知名药企，且公司对客户的供应处于独供或一供的地位，与客户合作紧密，黏度较高。根据公司公告，截至 2023 年底，公司处于在研阶段的原料药及药用辅料产品共 9 个，公司共有医药管线 207 个，相较于 2022 年底净增加 67 个，其中终端药物为创新药的项目 124 个，仿制药项目 37 个，未知 50 个。2022 和 2023 年公司医药中间体业务表现较差，主要是大单品 PA0045 占 CDMO 业务收入比例接近 7 成，其终端原料药药艾乐替尼在国内医保谈判后价格下降，同时客户考虑产品剂型方案的调整，采购策略方面着力消化库存，导致公司订单预期下调。2023 年公司医药中间体业务营业收入 0.6 亿元，连续两年大幅下降，毛利率 56%。目前，艾乐替尼已经再次进入医保名录，24Q3 开始客户订单陆续恢复，同时新增新剂型配套中间体 PA6467，带动公司业务快速恢复。同时公司于 2024 年 6 月获得泊沙康唑 GMP 证书，逐步将业务从中间体拓展至原料药，为业务带来更广阔的成长空间。

图 36：公司医药中间体业务营收及毛利率



资料来源：Wind，申万宏源研究

表 4: 公司产品管线情况 (个)

进度	2023 年底	2022 年底	终端药物治疗领域
商业化	47	47	骨髓纤维化, 肺癌, 心血管疾病, 细菌感染, 腺病毒, 糖尿病, 胶质瘤, 哮喘, 青光眼, 高血压, 肺栓塞, 静脉血栓等疾病
临床 III 期及临床后	19	27	糖尿病, 肝细胞癌, 抗病毒, 子宫肌瘤, 抗菌药等疾病
临床 II 期	19	16	癌症, 苯丙酮尿症 (PKU), 痛风, 白血病, 肿瘤, 实体瘤, 肥胖, 肾病等疾病
临床 I 期及临床前	72	47	肿瘤, 胃病, 肾病, 乳腺癌, 关节炎, 多发性骨髓瘤, 实体瘤, 睡眠障碍等疾病
未知	50	3	未知
合计	207	140	

注: 1、新增管线数量已剔除因终端药物项目终止而无效的 8 条 2023 年之前已有管线。

2、未知系指部分终端药物的商业化进度、名称、治疗领域等相关信息公司无法获悉。

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

4. 平台化发展逐渐成效, 光刻胶、PI 等材料陆续进入放量阶段

光刻胶材料、PI 材料、封装材料等多款产品陆续进入放量阶段, 公司多元化布局迎来多点开花。基于与全球知名企业长期合作积累的合成纯化经验、金属离子的分析检测和去除能力、中试量产优势以及市场上的良好口碑, 公司从 2015 年开始研发半导体光刻胶材料、聚酰亚胺材料等电子化学品, 目前主要产品包括半导体光刻胶单体、TFT 平坦层光刻胶、聚酰亚胺单体等, 同时公司西安思摩威新材料合作, 为其提供封装材料单体。后续公司将集中力量开发电子材料板块, 新产品在客户端的陆续上量, 未来几年增长潜力巨大。

4.1 光刻胶材料顺利推进, 客户端订单放量在即

光刻胶在微电子制造、半导体制造、平板显示器制造、MEMS 制造以及光子学器件制造等领域都有广泛应用。在微电子制造中, 光刻胶主要用于制作芯片中的电路板图案; 在半导体制造中, 光刻胶用于制作精细的半导体器件结构图案; 在平板显示器制造中, 光刻胶作为传递图案的介质, 用于制造高分辨率、高对比度的显示器; 在 MEMS 制造中, 光刻胶用于制造微电极、微通道等微米级结构; 在光子学器件制造中, 光刻胶用于制造光子晶体、光波导等微米级结构, 用于调控光的传输和调制。

表 5: 光刻胶产品分类

光刻胶类型	曝光源	曝光波长	分辨率
ArF 光刻胶	ArF 准分子激光源	193nm	193nm 干法: 130nm-65nm 集成电路
			193nm 湿法: 65nm-7nm 集成电路 (双重/多重曝光)
KrF 光刻胶	KrF 准分子激光源	248nm	0.13 μ m-0.25 μ m 集成电路
I/G 线光刻胶	Hg	365nm/436nm	0.25 μ m 以上集成电路
紫外负胶	Hg	紫外全谱	2 μ m 以上集成电路和分立半导体器件
TFT 正性光刻胶	Hg	365nm/405nm/436nm	1 μ m-5 μ m 基板阵列
黑色光刻胶	Hg	313nm/365nm/436nm	~5 μ m
彩色光刻胶	Hg	313nm/365nm/437nm	~10 μ m

资料来源: 势银《2024 势银光刻材料产业发展蓝皮书》, 申万宏源研究

光刻胶作为配方性的产品，由树脂、感光剂、溶剂、添加剂等组成，其中树脂是核心中的核心。感光剂能够在紫外光区或可见光区吸收一定波长的能量，产生自由基、阳离子等，从而引发单体聚合交联固化的化合物，包括光增感剂、光致产酸剂等。树脂聚合物，是光刻胶的主要成分，对整个光刻胶起到支撑作用，使光刻胶具有耐蚀性能。溶剂使光刻胶呈液态，负胶中一般为二甲苯等，正胶中一般是乙酸乙氧乙酯或二甲氧基乙醚。不同用途的光刻胶在曝光光源、制造工艺、成膜特性等性能要求不同，对材料的溶解性、耐蚀刻性和感光性能等要求不同，原料的占比会有大幅度变化。树脂作为光刻胶核心，决定了光刻性能和耐蚀性，成本占比达 50% 以上；而光刻胶单体是合成树脂的原料，其性能和质量稳定性决定了树脂的性能和质量稳定。

图 37：全球光刻胶市场规模及增速


资料来源：势银 TrendBank，智研咨询，申万宏源研究

图 38：中国光刻胶市场规模及增速


资料来源：中国电子材料行业协会 CEMIA，智研咨询，申万宏源研究

公司从 2015 年开始研发半导体光刻胶单体和面板光刻胶产品，预计将逐步进入放量阶段。公司已研发出 TFT 光刻胶和光刻胶单体等多种新材料，目前产品主要包括半导体光刻胶单体、TFT 平坦层光刻胶，其中半导体光刻胶单体以 ArF 光刻胶单体、KrF 光刻胶单体和 EUV 光刻胶单体为主；显示用光刻胶主要为 TFT 平坦层光刻胶，应用于液晶面板的 TFT 基板的平坦化保护层中。随着公司相关产品测试通过及规模化量产，光刻胶业务将能够有显著提升并在特定产品领域占据一席之地。

表 6：公司光刻胶研发项目情况

项目名称	进展或阶段性成果	拟达到目标	技术水平	具体应用前景
LC 显示光刻胶树脂及单体的开发	部分专用树脂已完成中试放大并已发样至客户，终端客户正在进行验证。	专用树脂完成中试放大验证，能够实现工业化生产，保证终端产品的树脂原料供应。	行业领先	应用于面板光刻胶原料树脂的合成以及光刻胶配方的混配中。
正性面板光刻胶用丙烯酸树脂的开发	目前已设计并合成出数款丙烯酸树脂，部分产品客户反馈已通过评价，还有数个产品在研。	开发数款应用于面板正性光刻胶的树脂，并进行配方研究，推进光刻胶国产化进程。	行业领先	应用于面板正性光刻胶原料树脂的合成及光刻胶配方的混配中。
TFT 平坦层光刻胶	部分产品目前正在客户验证，测试平台已组建完成。	通过配方研究，开发完成适用于 LCD 面板 TFT 平坦层光刻胶，并通过面板客户验证，最终国产化量产。	行业领先	应用于 LCD 面板 TFT 平坦层光刻胶，推进光刻胶国产化进程。
半导体光刻胶材料系列	部分产品正在验证中，个别产品	开发应用于半导体光刻胶的树脂及	行业领先	应用于半导体光刻胶领域，

项目名称	进展或阶段性成果	拟达到目标	技术水平	具体应用前景
产品开发	已通过客户验证并提供公斤级样品，部分产品正在研发中。	相关单体，为公司开拓新业务板块。		推进半导体国产化进程。

资料来源：公司公告，申万宏源研究

4.2 积极布局发展 PI 材料，单体逐步切入高端应用

聚酰亚胺（PI）具有优异的耐热性、综合力学性能、电学性能、化学稳定性等高性能特点，广泛应用于航空航天、微电子、光电显示、电气绝缘等复杂的应用场景中。

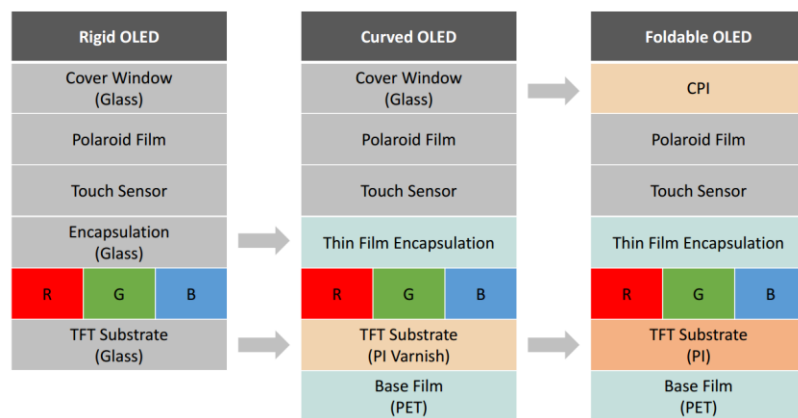
表 7：各应用领域用先进 PI 材料

应用领域	先进 PI 材料
新能源汽车	动力电池 CCS 用 PI 薄膜、电机漆包线 PI 绝缘漆、PI 粘结剂、PI 隔膜、复合集流体用 PI 薄膜
消费电子	热控 PI 薄膜、PI 浆料、PSPI、CPI 薄膜、TPI 薄膜等
半导体封装	COF 用 PI、PSPI、PI 胶带等
其他领域	光伏、氢能等用 PI

资料来源：势银《2024 势银先进聚酰亚胺材料产业发展蓝皮书》，申万宏源研究

柔性 OLED 显示屏应用已成主流，电子与显示用 PI 单体材料需求快速增长。随着 OLED 取代 LCD 成为显示行业趋势，显示面板正沿着曲面→可折叠→可卷曲的方向前进。为了实现柔性可折叠，现有显示屏中的刚性材料要逐步替代为柔性材料。与普通高分子薄膜相比，PI 材料以其优良的耐高温特性、力学性能及耐化学稳定性，是目前柔性 OLED 手机中最佳的应用方案，在柔性 OLED 中得到了大量的应用，其中黄色 PI 在柔性 OLED 里主要应用于基板材料和辅材，CPI（透明 PI）主要应用盖板材料和触控材料，尤其折叠手机快速增长带动 CPI 薄膜需求旺盛。

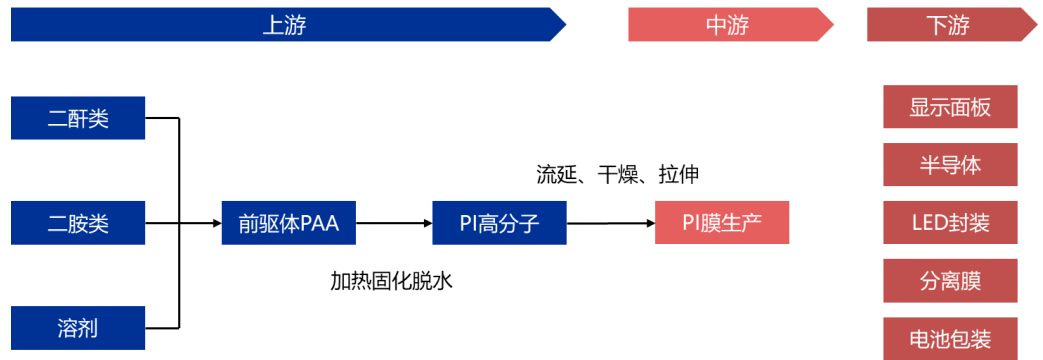
图 39：PI 薄膜实现 OLED 屏幕的曲面与可折叠功能



资料来源：三星官网，申万宏源研究

聚酰亚胺主要原材料包括二酐、二胺、溶剂及添加剂等，主要由二酐、二胺在极性溶剂如 DMF、DMAC 或 NMP 先进行低温缩聚，获得可溶的聚酰胺酸，成膜或者纺丝后加热至 300°C 左右脱水成环转变为聚酰亚胺；也可以向聚酰胺酸中加入乙酸或者书胺类催化剂，进行化学脱水环化，得到聚酰亚胺溶液和粉末。**公司积极布局 PI 单体材料，为客户定制产品即将实现批量销售。**

图 40：聚酰亚胺薄膜产业链



资料来源：瑞华泰公告，申万宏源研究

表 8：部分常用二酐、二胺种类与特性

单体	名称	缩写	特性
二酐	联苯二酐	BPDA	低膨胀、高耐热
	二苯醚二酐	ODPA	高韧性、高粘性、易加工
	酮酐	BTPA	高粘性、易加工、较高耐热
	双酚 A 二酐	BPADA	高韧性、易加工、颜色浅
	六氟二酐	6FDA	无色透明、低介电、较高耐热
	环丁烷二酐	CBDA	无色透明、较高耐热、低介电
	环己烷二酐	CHDA	无色透明、低双折射、低介电
	均苯二酐	PMDA	耐热性、高刚性、难加工
二胺	对苯二胺	PDA	高刚性、高耐热、低 CTE
	间苯二胺	MDA	易加工、较高耐热
	2,2'-二甲基联苯胺	m-TB	高刚性、高耐热、低 CTE
	2,3'-双三氟甲基联苯胺	TFDB	无色透明、低 CTE、低介电
	二胺基二苯甲烷	DDM	易加工、较高耐热
	三苯二醚二胺	APB	易加工、低耐热
	联苯二醚二胺	BAPB	易加工、较高耐热
	双酚 A 二胺	BAPP	易加工、高粘结、低耐热
	双酚 S 二胺	m-BAPS	易加工、较高耐热
	二胺基二苯醚	ODA	易加工、较高耐热

资料来源：势银《2024 势银先进聚酰亚胺材料产业发展蓝皮书》，申万宏源研究

5. 盈利预测与投资评级

关键假设:

液晶材料: 1) 营收假设: 24 年终端消费电子弱复苏, LCD 面板出货量有所恢复, 预计 25-26 年仍有逐步修复, 预计 24-26 年收入增速分别为 6%、5%、5%; **2) 毛利率假设:** 随着收入恢复增长, 毛利率预计小幅提升后维持稳定, 预计 24-26 年毛利率分别为 30%、30%、30%;

OLED 材料: 1) 营收假设: OLED 面板渗透率持续提升, 景气度持续, 同时高价值量氙代材料比例增加, 带动营收高增长, 预计 24-26 年收入增速分别为 46.5%、21.4%、17.6%; **2) 毛利率假设:** 氙代材料的渗透率提升以及公司工艺改善, 业务盈利能力显著增长, 预计 24-26 年毛利率分别为 48%、48%、48%;

医药中间体: 1) 营收假设: 随着公司主要客户产品再次进入医保, 公司业务逐步恢复增长, 同时公司仍有新产品即将进入放量阶段, 预计 24-26 年收入增长分别为 10.4%、59.4%、35.0%; **2) 毛利率假设:** 随着订单的恢复以及新产品的放量, 业务利润率将稳步提升, 预计 24-26 年毛利率分别为 54.4%、58.5%、58.7%。

其他 (电子材料等): 1) 营收假设: 公司新产品主要包括平坦层光刻胶、半导体光刻胶单体及 PI 单体等, 预计 25 年将进入到放量阶段, 预计 24-26 年收入增速分别为 10%、130%、50%; **2) 毛利率假设:** 高附加值新产品的逐步放量将带动业务毛利率显著提升, 预计 24-26 年毛利率分别为 35%、38%、42%。

表 9: 关键假设表

分类		2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
液晶材料	收入/万元	47982	76454	71130	53455	56663	59496	62471
	yoy/%		59.3%	-7.0%	-24.8%	6.0%	5.0%	5.0%
	毛利率/%	33.2%	30.0%	34.0%	28.6%	30.0%	30.0%	30.0%
OLED 材料	收入/万元	28228	43758	53858	49681	72800	88400	104000
	yoy/%		55.0%	23.1%	-7.8%	46.5%	21.4%	17.6%
	毛利率/%	29.0%	29.3%	38.1%	38.2%	48.0%	48.0%	48.0%
医药中间体	收入/万元	24747	28140	18233	13589	15009	23927	32302
	yoy/%	58.4%	13.7%	-35.2%	-25.5%	10.4%	59.4%	35.0%
	毛利率/%	67.0%	61.4%	59.1%	55.8%	54.4%	58.5%	58.7%
其他材料	收入/万元	4003	4206	4817	4091	4500	10350	15525
	yoy/%		5.1%	14.5%	-15.1%	10.0%	130.0%	50.0%
	毛利率/%	40.2%	20.1%	38.0%	15.7%	35.0%	38.0%	42.0%
合计	营收/万元	104961	152557	148038	120816	148972	182173	214298
	yoy/%		45.3%	-3.0%	-18.4%	23.3%	22.3%	17.6%
	毛利率/%	40.3%	35.3%	38.7%	35.2%	41.4%	42.9%	43.9%

资料来源: Wind, 申万宏源研究

选取与公司业务相似的万润股份、飞凯材料、莱特光电作为可比公司：

1) 万润股份：公司以显示材料液晶单体、中间体起步，依托核心有机合成及纯化技术，进行多元化业务布局，形成了电子信息材料产业（液晶材料、OLED 材料、光刻胶材料、PI 材料等）、环保材料产业（分子筛等）、医疗大健康产业三大主营业务板块。公司形成以分子合成、工艺放大为技术核心，通过原材料下游延伸切入不同行业的发展模式。

2) 飞凯材料：公司以光通信领域紫外固化材料起家，通过自身研发和外延并购的方式，不断寻求行业间技术协同，逐步将核心业务范围拓展至集成电路制造（湿电子化学品、锡球、环氧塑封料等）、屏幕显示（液晶材料、光刻胶材料等）和医药中间体领域，为客户提供定制化、差异化的材料解决方案。

3) 莱特光电：公司深耕 OLED 发光材料细分领域，形成从材料结构设计、材料制备、高纯度升华、器件制备到器件评测的完整产业布局，在国内率先实现了 OLED 终端材料的突破，产品布局涵盖了红、绿、蓝三色发光层材料、空穴传输层材料、空穴阻挡层材料和电子传输层材料等核心功能层材料。

盈利预测与投资评级：公司以液晶业务起家，凭借掌握的百余种核心化学反应能力，打通了从小试研发、中试放大至产业化生产的一站式服务，业务多元化拓展至单体液晶、OLED 材料、医药、光刻胶、PI 等领域，新材料定制平台逐步成型。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 2.42、3.29、4.12 亿元，当前市值对应 PE 分别为为 23、17、13X，可比公司万润股份、飞凯材料、莱特光电 2025 年平均 PE 为 22X，瑞联新材 2024 年 PE 为 17X，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 10：可比公司估值表

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	股价	归母净利润 (亿元)				PE			
			(2025/1/14)	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
002643.SZ	万润股份	95.43	10.26	7.63	4.12	5.85	8.26	13	23	16	12
300398.SZ	飞凯材料*	81.90	15.45	1.12	3.03	3.72	4.25	73	27	22	19
688150.SH	莱特光电*	80.89	20.10	0.77	1.88	2.93	4.19	105	43	28	19
可比公司平均								64	31	22	17
688550.SH	联瑞新材	55.16	31.57	1.34	2.42	3.29	4.12	41	23	17	13

资料来源：Wind，申万宏源研究（带*可比公司业绩预测来自 Wind 一致预期）

表 11：合并利润表

百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1480	1208	1490	1822	2143
营业收入	1480	1208	1490	1822	2143
其他类金融业务收入	0	0	0	0	0
营业总成本	1212	1066	1236	1472	1701
营业成本	907	783	873	1040	1202
其他类金融业务成本	0	0	0	0	0
税金及附加	13	13	15	18	21
销售费用	32	28	48	55	60
管理费用					

百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
研发费用	104	95	125	135	150
财务费用	-22	-24	-3	6	11
其他收益	10	15	10	10	10
投资收益	7	4	5	5	5
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	4	3	0	0	0
信用减值损失（损失以“-”填列）	2	3	0	0	0
资产减值损失（损失以“-”填列）	-16	-19	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
汇兑收益及其他	0	0	0	0	0
营业利润	276	149	269	365	457
营业外收入	0	1	0	0	0
营业外支出	4	2	0	0	0
利润总额	272	148	269	365	457
所得税	26	14	26	36	45
净利润	247	134	242	329	412
持续经营净利润	247	134	242	329	412
终止经营净利润	0	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	247	134	242	329	412
其他综合收益的税后净额	-1	2	0	0	0
综合收益总额	246	136	242	329	412
归属于母公司所有者的综合收益总额	246	136	242	329	412
基本每股收益	2.52	0.98	1.39	1.88	2.36
全面摊薄每股收益	1.41	0.77	1.38	1.88	2.35
当期发行在外总股数	98	138	175	175	175

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 12：合并现金流量表

百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	247	134	242	329	412
加：折旧摊销减值	119	161	123	138	153
财务费用	-24	-7	-3	6	11
非经营损失	-2	-7	-5	-5	-5
营运资本变动	-149	168	4	-91	-12
其它	3	1	0	0	0
经营活动现金流	194	449	361	377	558
资本开支	516	268	200	200	200
其它投资现金流	686	-190	-241	-241	-241
投资活动现金流	170	-458	-441	-441	-441
吸收投资	12	8	0	0	0
负债净变化	-307	0	287	119	141
支付股利、利息	121	118	27	54	77
其它融资现金流	-50	-41	3	0	0
融资活动现金流	-	-	-	-	-

百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净现金流	-98	-154	184	1	182

资料来源: Wind, 申万宏源研究

表 13: 合并资产负债表

百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1939	1853	2318	2700	3216
现金及等价物	978	1015	1445	1691	2119
应收款项	266	266	266	266	266
存货净额	625	500	536	671	760
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	71	71	71	71	71
长期投资	44	67	67	67	67
固定资产	1248	1260	1337	1399	1446
无形资产及其他资产	109	144	144	144	144
资产总计	3340	3324	3866	4310	4874
流动负债	367	361	688	852	1069
短期借款	10	10	297	416	557
应付款项	315	311	351	395	472
其它流动负债	42	40	40	40	40
非流动负债	18	22	22	22	22
负债合计	385	383	710	874	1091
股本	98	138	175	175	175
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	2130	2057	2057	2057	2057
其他综合收益	-1	1	1	1	1
盈余公积	49	58	75	97	125
未分配利润	679	687	848	1107	1425
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	2956	2941	3156	3437	3783
负债和股东权益合计	3340	3324	3866	4310	4874

资料来源: Wind, 申万宏源研究

6. 风险提示

- 1) 核心业务显示材料下游需求不及预期:** 公司显示材料业务占据营收主导, 下游面板及终端消费电子周期性较强, 若下游需求持续疲软影响材料需求, 对公司业绩影响显著;
- 2) 医药客户订单体量及节奏不及预期:** 公司医药中间体等业务主要客户为日本医药企业, 若来自客户的订单不及预期, 以及客户下单节奏变化将影响公司业绩释放;
- 3) 新产品验证导入及客户端放量不及预期:** 公司近年来布局光刻胶材料、PI 材料等新业务板块, 拓展产品线加速未来成长, 若新产品进展不及预期, 将影响公司后续成长性。

4) **控制权变更重大事项存在不确定性风险**：公司协议转让和后续定向增发能否最终履行或完成，履行时间和结果尚存在不确定性。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。