

2026年02月04日

京东方 A (000725.SZ)

投资评级：买入（首次）

——半导体显示行业领跑者，格局优化凸显盈利拐点

投资要点：

- **半导体显示行业龙头，业务即将步入新发展阶段。**公司历经 30 余年发展，已成为全球显示面板龙头之一。公司以半导体显示为核心，物联网创新、传感器、MLED 和智慧医工四大高潜航道协同发展，构建了“1+4+N+生态链”战略框架。2025 年上半年，公司显示器件营收占比超八成，创新业务持续放量，业绩延续增长态势，实现营收 1012.78 亿元，同比+8.45%；实现归母净利润 32.47 亿元，同比+42.15%，在复杂的国际环境和激烈的市场竞争下具备良好的经营韧性。公司预计 2025 年资本开支、折旧双达峰，业绩或将进入良性增长区间。
- **LCD 业务：行业格局持续优化，LCD 业务迈入收获期，受益大尺寸需求增长。**供给端看，近年来 LCD 产能加速向大陆集中，行业寡头格局初现，叠加高世代产线折旧陆续到期，国内厂商有望通过“按需生产”灵活调控稼动率以稳定价格，供需格局进一步优化。需求端看，LCD 仍是主流的显示技术，根据 Omdia 数据，2025 年，大尺寸 LCD 显示屏出货量预计将同比增长 2.4%，其中，LCD 电视显示屏出货量预计将同比下降 2.1%，但出货面积或将同比增长 4.9%，大尺寸化趋势明确。公司具备多条高世代产线，在大尺寸领域市场占有率较高，考虑到该类价值量较高，且公司产线折旧压力或将减轻，公司 LCD 业务预计将步入收获期，盈利能力逐步改善。
- **OLED 业务：手机 OLED 快速渗透，中尺寸放量或在即。**OLED 面板在手机应用领域渗透率持续提升，根据 Omdia 数据，2024 年 OLED 手机总出货量增至 7.84 亿台，同比+26%，在智能手机显示面板的市场份额首次超越 TFT-LCD 达 51%。同时，OLED 市场或受苹果催化在中尺寸领域快速扩容，苹果 iPad、MacBook 系列的更多机型预计将自 2026 年起陆续导入 OLED，有望大幅拉动中尺寸 OLED 面板出货量。目前，公司已拥有成都、绵阳、重庆三条成熟的 6 代 AMOLED 产线，折叠屏、LTPO、Tandem OLED 等技术加速落地；成都 8.6 代 AMOLED 线预计 2026 年量产，锁定高端 IT 及车载市场，有望为公司打开中尺寸 OLED 市场空间。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 85.41/117.15/154.54 亿元，同比增速分别为 60.44%/37.16%/31.92%，当前股价对应的 PB 分别为 1.17/1.08/0.98 倍。我们选取深天马 A、TCL 科技为可比公司，测得 2025 年 PB 均值为 1.23 倍。鉴于公司 LCD 产线折旧即将结束、业务进入收获期，且柔性 OLED 产品持续放量，创新业务稳步推进，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：补贴政策不及预期；行业景气度不及预期；地缘政治风险。**

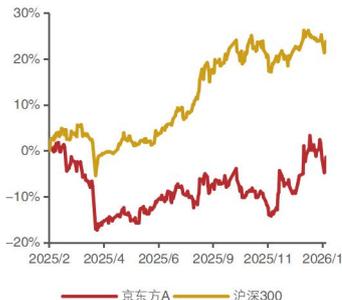
证券分析师

葛星甫
SAC: S1350524120001
gexingfu@huayuanstock.com
刘晓宁
SAC: S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com

联系人

熊宇翔
xiongyuxiang@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2026年02月04日

收盘价(元)	4.39
一年内最高/最低(元)	4.73/3.64
总市值(百万元)	162,624.60
流通市值(百万元)	162,581.66
总股本(百万股)	37,044.33
资产负债率(%)	52.43
每股净资产(元/股)	3.58

资料来源：聚源数据

盈利预测与估值(人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	174,543	198,381	220,420	241,373	265,333
同比增长率(%)	-2.17%	13.66%	11.11%	9.51%	9.93%
归母净利润(百万元)	2,547	5,323	8,541	11,715	15,454
同比增长率(%)	-66.26%	108.97%	60.44%	37.16%	31.92%
每股收益(元/股)	0.07	0.14	0.23	0.32	0.42
ROE(%)	1.97%	4.00%	6.04%	7.66%	9.19%
市盈率(P/E)	63.84	30.55	19.04	13.88	10.52

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 85.41/117.15/154.54 亿元，同比增速分别为 60.44%/37.16%/31.92%，当前股价对应的 PB 分别为 1.17/1.08/0.98 倍。我们选取深天马 A、TCL 科技为可比公司，测得 2025 年 PB 均值为 1.23 倍。鉴于公司 LCD 产线折旧即将结束、业务进入收获期，且柔性 OLED 产品持续放量，创新业务稳步推进，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

显示器件业务：显示器件为公司核心业务，包括 LCD 和 OLED。LCD 方面，业内厂商折旧陆续到期，普遍采取“按需生产”策略，灵活调整产线稼动率，供需格局趋于平衡，盈利能力或得到改善。OLED 方面，公司已构建起产能规模和技术优势，在柔性 AMOLED 领域全面覆盖手机主要 Top 品牌客户，同时积极布局车载、IT 等中尺寸创新应用，抢抓市场机遇，匹配下游客户需求。我们预计 2025/2026/2027 年营收增速为 8.47%/7.17%/7.40%。

MLED 业务：公司 MLED 业务持续完善产业链条，业绩经营向好。直显业务经营改善明显，COB 新产线顺利点亮；背光业务产品竞争力进一步强化，在 NB、MNT、车载等细分领域推出多款高端产品。我们预计 2025/2026/2027 年营收增速为 50.00%/30.00%/30.00%。

物联网创新业务：该业务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，提供多种整体解决方案。公司深耕细分市场，行业影响力显著提升，我们预计 2025/2026/2027 年营收增速为 10.00%/10.00%/10.00%。

智慧医工业务：该业务提供健康医疗、智慧康养、医工融合产品等服务与解决方案，公司持续强化数字医院运营能力，品牌影响力显著提升，我们预计 2025/2026/2027 年营收增速为 20.00%/20.00%/20.00%。

传感业务：公司聚焦于 FPD、智慧视窗、MEMS、工业传感、玻璃基封装载板业务，持续深耕高潜航道，与多家头部客户达成合作，推动业务高质发展。我们预计 2025/2026/2027 年营收增速为 20.00%/30.00%/30.00%。

投资逻辑要点

公司为半导体显示行业龙头，业务即将步入新发展阶段。

LCD 业务：行业格局持续优化，LCD 业务迈入收获期，受益大尺寸需求增长。

OLED 业务：手机 OLED 快速渗透，中尺寸放量或在即。

核心风险提示

补贴政策不及预期；行业景气度不及预期；地缘政治风险。

内容目录

1. 京东方：半导体显示行业龙头	8
1.1. 背靠国资委，业务进入新发展阶段	8
1.1.1. 以 LCD+OLED 显示业务为核心，构建“1+4+N+生态链”战略框架	8
1.1.2. 国资背景重资产企业，大股东多次参与再融资项目	9
1.2. 公司业绩或将进入收获期	10
1.2.1. 供需格局改善，业绩进入良性增长区间	10
1.2.2. 折旧达峰或带来利润释放，公司步入股东回报新阶段	12
1.3. LCD+OLED+创新业务齐头并进	13
1.3.1. 折旧或将到期，寡头格局初现，LCD 大尺寸趋势延续	13
1.3.2. 苹果产品升级，中尺寸 OLED 面板或快速放量	14
1.3.3. 玻璃基、钙钛矿为“第 N 曲线”中具有前景的 N 分之二	15
2. LCD 行业：大陆产线成熟，迈向大尺寸市场	16
2.1. 显示技术快速迭代，LCD 仍为主流应用	16
2.1.1. 多种显示技术共发展，国内技术竞争力与日俱增	17
2.1.2. TFT 和背光技术为液晶面板工艺核心	17
2.1.3. LCD 为当前主流显示技术	20
2.2. 供需复盘	21
2.2.1. 供给：大陆产能具备竞争优势，兼并购持续提升行业集中度	21
2.2.2. 需求：大尺寸市场快速扩容，高世代线竞争优势凸显	23
2.2.3. 折旧成本趋稳，控产保价，现金流业务形成	24
3. OLED 行业：技术卡点突破，中尺寸需求拉升	26
3.1. OLED 技术创新不断涌现	26
3.1.1. 新型驱动技术 LTPO 已投入市场	26
3.1.2. 折叠屏在智能手机领域快速渗透	27
3.1.3. 柔性 OLED 的封装和结构创新	28
3.2. 供需复盘	29
3.2.1. 供给：海外产线水平较高，大陆奋力追赶，技术壁垒逐步瓦解	30
3.2.2. 需求：中尺寸需求或提升 OLED 市场规模	32
4. 盈利预测与评级	33

4.1. 盈利预测拆分表	33
4.2. 相对估值	34
5. 风险提示	35

图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	8
图表 2: 公司主要业务板块.....	9
图表 3: 公司股权结构.....	10
图表 4: 公司上市以来的 6 次定向增发.....	10
图表 5: 公司营业收入及增速.....	11
图表 6: 公司归母净利润&扣非后归母净利润.....	11
图表 7: 公司营收结构 (单位: 亿元).....	11
图表 8: 公司毛利率&净利率.....	12
图表 9: 公司销售、管理、研发和财务费用率.....	12
图表 10: 公司资本开支及资本开支占收入比重.....	12
图表 11: 公司折旧及折旧占收入比重.....	12
图表 12: 公司存货金额&存货周转天数.....	13
图表 13: 公司经营性现金流 vs 资本开支.....	13
图表 14: 公司货币资金及未分配利润.....	13
图表 15: 公司现金分红总额及股利支付率.....	13
图表 16: 大尺寸 LCD 地区市占率 (2025E).....	14
图表 17: 大尺寸 LCD 厂商市占率 (2025E).....	14
图表 18: 公司柔性 OLED 出货量.....	15
图表 19: 25Q2 苹果 iPhone OLED 屏幕出货份额.....	15
图表 20: 全球平板电脑和笔记本电脑 OLED 显示面板出货量 (单位: 百万片).....	15
图表 21: 三种基板材料的性能对比.....	16
图表 22: 公司钙钛矿光伏产品.....	16
图表 23: 传音 Infinix 概念机应用钙钛矿光伏储能技术.....	16
图表 24: 显示技术演进时间轴.....	17
图表 25: LCD 面板结构.....	17
图表 26: 四种常见的液晶显示模式.....	18
图表 27: 三种 TFT 技术对比.....	19
图表 28: 背光技术对比.....	19
图表 29: 液晶面板工艺流程.....	20

图表 30: 全球 TV 出货量及 LCD 品类占比	20
图表 31: 不同世代线面板尺寸对比	21
图表 32: 8 代、10.5 代线可经济切割尺寸	21
图表 33: 大陆 LCD 发展趋势	22
图表 34: 全球&中国 LCD 产量 (单位: 百万平方米)	22
图表 35: 主要厂商 LCD 电视面板出货量 (单位: 百万片)	22
图表 36: 近年来显示面板行业兼并购部分统计	23
图表 37: 2024 年全球 LCD 产值下游应用分布 (单位: %)	23
图表 38: 2025H1 全球电视面板主要尺寸出货量及同比	23
图表 39: 全球液晶电视面板价格 (单位: 美元/片)	24
图表 40: 公司分业务毛利率 (单位: %)	25
图表 41: 公司折旧占营收比重趋势	25
图表 42: 显示驱动 IC 单价走势 (单位: 美元)	25
图表 43: 公司显示器件业务营业成本	25
图表 44: 京东方&TCL 科技资本开支对比 (单位: 亿元)	26
图表 45: LTPS vs LTPO 技术对比图	27
图表 46: 2024 (内) &2025E (外) 全球折叠手机厂商市占率 (单位: %)	27
图表 47: 中国折叠屏手机出货量及增速	27
图表 48: 全球可折叠屏手机 OLED 出货量	28
图表 49: 柔性 OLED 采用的 TFE 封装技术示意图	28
图表 50: Tandem OLED 结构	29
图表 51: 京东方 Tandem 双层堆叠方案	29
图表 52: AMOLED vs MicroLED 发展路径	29
图表 53: 全球主要厂商 AMOLED 产线布局	30
图表 54: 大陆面板厂主要 OLED 产线所用蒸镀机	31
图表 55: 2022 年全球手机 AMOLED DDIC 市场份额	31
图表 56: AMOLED DDIC 销售量及大陆占比 (单位: 百万颗)	31
图表 57: 2023 年全球 OLED 终端材料市场份额占比 (单位: %)	32
图表 58: 全球智能手机显示屏出货量 (按技术类别)	32
图表 59: 全球 OLED 面板出货结构 (按面积)	32
图表 60: 全球 OLED 平板电脑出货量及增速	33
图表 61: 盈利预测拆分表 (单位: 亿元, %)	34

图表 62: 可比公司估值表 35

1. 京东方：半导体显示行业龙头

1.1. 背靠国资委，业务进入新发展阶段

1.1.1. 以 LCD+OLED 显示业务为核心，构建“1+4+N+生态链”战略框架

京东方科技集团股份有限公司（以下简称“京东方”或“公司”）成立于1993年，2001年于深交所A股上市。公司深度参与了显示面板的国产化历程，历经30余年发展，现已成长为半导体显示行业龙头。公司2003年投建北京第5代TFT-LCD产线，正式开启LCD业务，该产线为大陆首条依靠自主技术建设的显示生产线，于2005年实现量产。此后，公司陆续投建成都第4.5代、合肥第6代、北京第8.5代TFT-LCD线，2011年实现中国全系列液晶屏国产化，并继续布局高世代产线。OLED方面，2013年，国内首条AMOLED产线—京东方鄂尔多斯第5.5代线投产；2017年，国内首条柔性AMOLED产线—京东方成都第6代线投产；2024年，公司最新高世代线—成都第8.6代AMOLED线完成封顶，预计将于2026年实现量产。目前，全球超过四分之一的显示屏来自公司，根据Omdia数据，2024年，公司面板整体出货量在电视、显示器、平板电脑、笔记本电脑和智能手机五大主流应用终端均位居全球第一。此外，为顺应数字经济时代的发展趋势，公司提出“1+4+N+生态链”发展框架，现已形成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业务架构。

图表 1：公司发展历程



资料来源：京东方官网，公司公告，华源证券研究所

以半导体显示为核心，探索物联网等创新业务。随着我国进入以海量数据、先进算力和算法为代表的数字经济时代，物联网成为重要基础设施之一。为顺应这一发展趋势，公司创新性提出了“1+4+N+生态链”的发展架构，其中：

“1”指半导体显示，是公司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。该业务聚焦器件和整机业务，提供应用TFT-LCD、AMOLED等技术的端口器件，产品

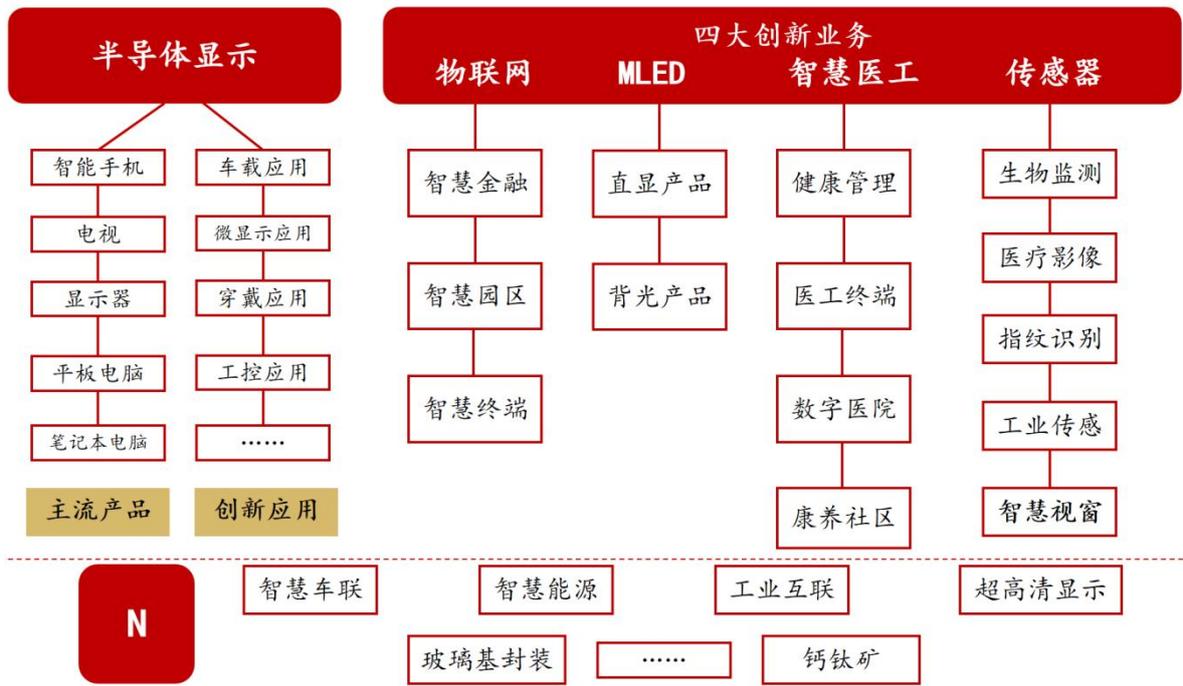
涉及手机、平板电脑、笔记本电脑、显示器、电视，以及 VR/AR、车载、医疗、穿戴等创新应用领域。

“4”指基于公司核心能力和价值链延伸所选定的发力方向，是公司在物联网发展过程中布局的四条主战线：**1) 物联网创新**：提供具备竞争力的智慧终端产品，聚焦软硬融合的产品与服务，提供智慧园区、智慧金融等物联网细分领域的整体解决方案；**2) 传感**：聚焦于 FPXD、智慧视窗、MEMS、工业传感、玻璃基封装载板业务，2024 年智慧视窗业务实现营收同比翻倍增长；**3) MLED**：聚焦器件与解决方案，提供高品质、高可靠性的 LED 背光产品，以及高亮度、高可靠性、高对比度的 Mini/Micro LED 显示产品；**4) 智慧医工**：提供健康医疗、智慧康养、医工融合产品等服务与解决方案，目前公司拥有北京、成都、合肥、苏州四家数字医院。

“N”是公司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，具体包括智慧车联、智慧能源、工业互联、超高清显示等多个细分领域。2024 年，公司在“屏之物联”战略的基础上进一步提出“第 N 曲线”理论，并在玻璃基封装和钙钛矿项目方面取得突破性进展。

“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。

图表 2：公司主要业务板块



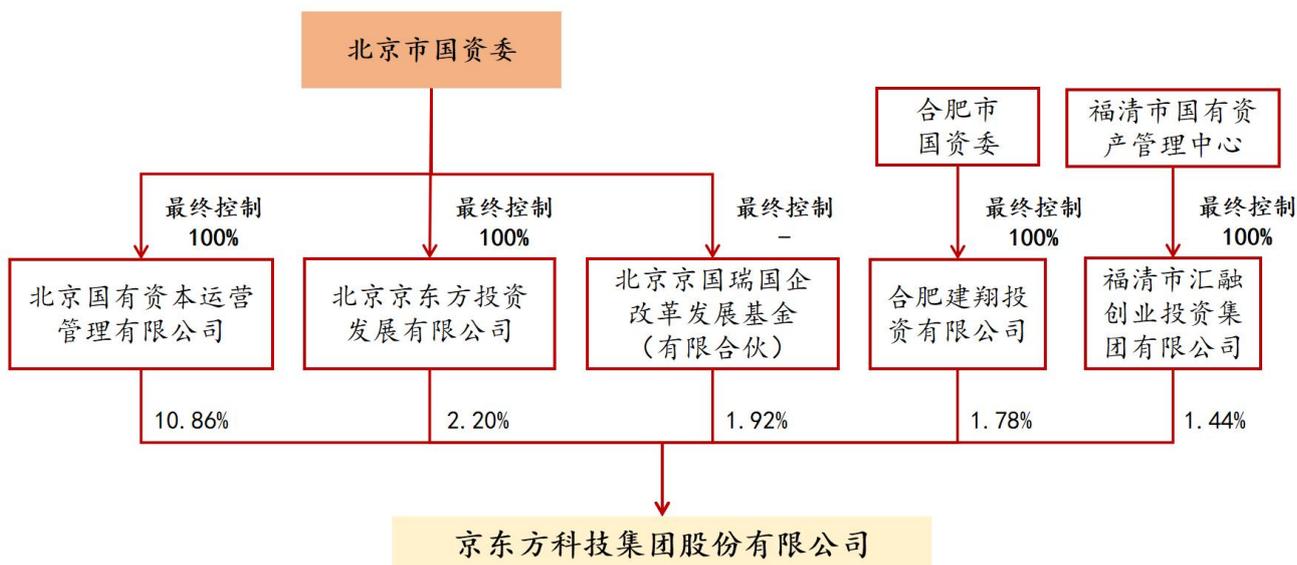
资料来源：京东方官网，公司公告，华源证券研究所

1.1.2. 国资背景重资产企业，大股东多次参与再融资项目

公司为国有资本控股公司。截至 2025 年半年报，公司第一大股东为北京国有资本运营管理有限公司，持有公司 10.86% 的股份。北京京东方投资发展有限公司、北京京国瑞国企改革发展基金（有限合伙）分别持股 2.20% 和 1.92%。北京市人民政府国有资产监督管理委员会

会（以下简称“北京市国资委”）最终控制上述三家公司，即为公司的实际控制人，间接持有公司至少 13.06%的股份。

图表 3：公司股权结构



资料来源：wind，华源证券研究所。注：控股股东数据截至 2025 年半年报。

重资产行业融资需求大，大股东提供重要支持。公司上市以来共进行了 6 次定向增发，大部分集中在 2015 年之前。由于面板行业的重资产属性，公司早期融资需求较大，募集资金主要用于产线建设和补充流动资金等，大股东及其关联方为融资重要支持者。同时，增发量级较大使得公司总股本快速扩张，发行对象也不乏机构投资者和境内自然人，因此对公司大股东以及实控人（即北京市国资委）的持股比例有所稀释。

图表 4：公司上市以来的 6 次定向增发

年份	发行价（元）	发行数量（百万股）	募资总额（万元）	发行对象
2006	2.75	675.87	186000	大股东、大股东关联方、机构投资者
2008	5.47	411.33	225000	机构投资者
2009	2.40	5000.00	1200000	机构投资者，境内自然人
2010	3.03	2985.05	904470	大股东、机构投资者
2014	2.10	21768.10	4571300	机构投资者
2021	5.57	3650.38	2033260	大股东关联方、机构投资者，境内自然人

资料来源：wind，ifind，华源证券研究所

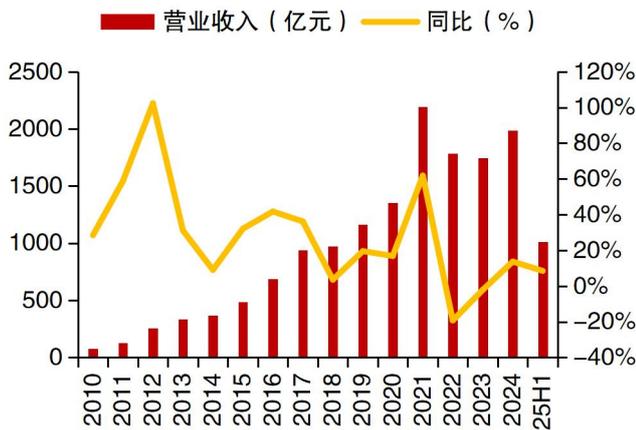
1.2. 公司业绩或将进入收获期

1.2.1. 供需格局改善，业绩进入良性增长区间

营收保持长期向上趋势，利润或随折旧到期逐步释放。公司自 2003 年开启 LCD 产线建设，由于早期国内显示面板行业尚在起步阶段，公司营收增长较为缓慢。2010 年以后，随着显示面板国产化快速推进，以及公司逐步建成 LCD 产线并布局 OLED 领域，公司营收迈入快速增长轨道，利润端，重资产公司在投入期受折旧影响较大，未来折旧有望随产线成熟而降低。2021 年，半导体行业景气提升，公司充分发挥龙头优势，营收突破 2000 亿元，取得成立以来的最好业绩；2022-2023 年，因地缘政治风险频发等外部原因，行业整体呈下行趋势，

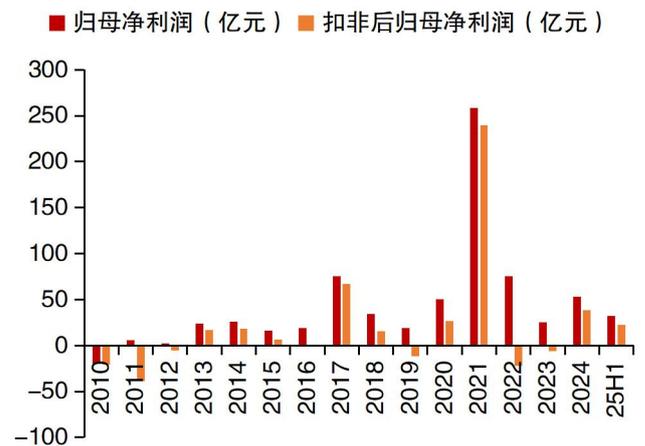
公司业绩面临一定压力；2024年，国际环境依旧复杂，但国内经济总体向好，“以旧换新”政策驱动+创新应用拓展了下游需求，同时，海外市场体育赛事和促销也拉动了需求增长，公司业绩大幅改善；2025年上半年，公司业绩延续增长态势，实现营收1012.78亿元，同比+8.45%；实现归母净利润32.47亿元，同比+42.15%，在复杂的国际环境和激烈的市场竞争下具备较好的经营韧性。公司扣非前后归母净利润缺口较大，主要系政府补助较多。

图表 5：公司营业收入及增速



资料来源：公司公告，华源证券研究所

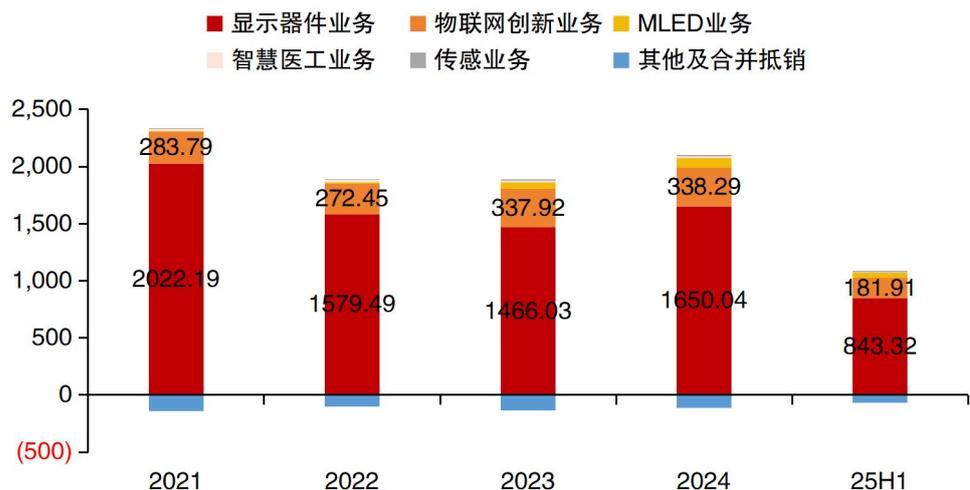
图表 6：公司归母净利润&扣非后归母净利润



资料来源：公司公告，华源证券研究所

显示器件业务仍为核心业务，创新业务保持增长，孵育新增长极。2025年上半年，公司多项创新业务继续发展，物联网创新、MLED、智慧医工业务和传感业务分别同比增长6.03%、36.80%、7.76%、1.52%。显示器件业务仍是公司主要收入来源，收入占比保持在80%以上，且25H1实现营收843.32亿元，同比增长8.10%。

图表 7：公司营收结构 (单位：亿元)

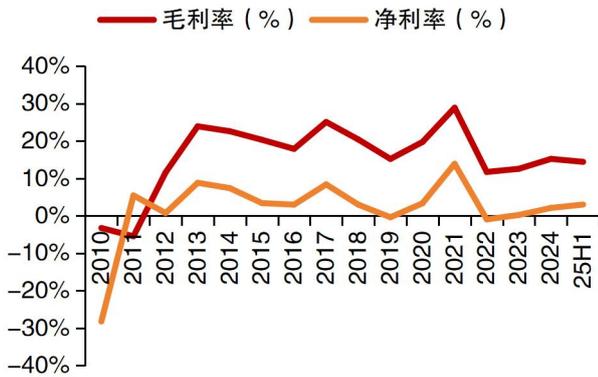


资料来源：公司公告，华源证券研究所

利润率显著改善，费用端控制良好。公司毛利率主要随行业供需结构、折旧等影响而变动，净利率与其变动趋势基本一致。2021年，受益于全年较高的行业景气度，产品价格结构性回升，公司实现2010年以来最高毛利率28.87%；2022-2023年，由于诸多外部环境压力，终端需求持续低迷，产品价格承压，导致公司利润率大幅下滑；2024年，供应端公司坚持按

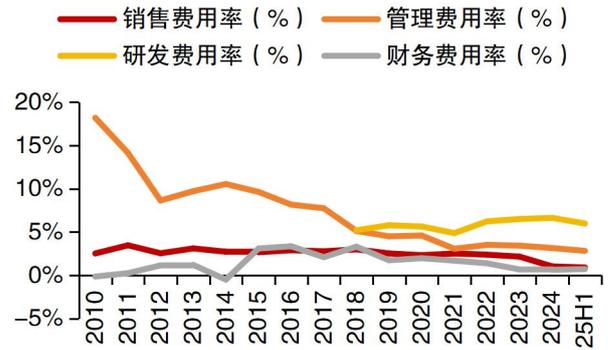
需生产，并持续优化产品结构，需求端受政策强力刺激，行业供需格局改善，产品价格全年波动上行，公司毛利率修复明显达 15.20%；2025 年上半年，公司实现毛利率 14.41%，同比略微承压，但公司通过提升产线运营效率、深化精益管理等方式控制成本，净利率达 2.99%，同比+1.09pct。同时，公司视技术创新为高质量发展的基石，坚持高强度的研发投入，25H1 研发费用率达 5.97%，研发费用同比+4.13%。

图表 8：公司毛利率&净利率



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 9：公司销售、管理、研发和财务费用率



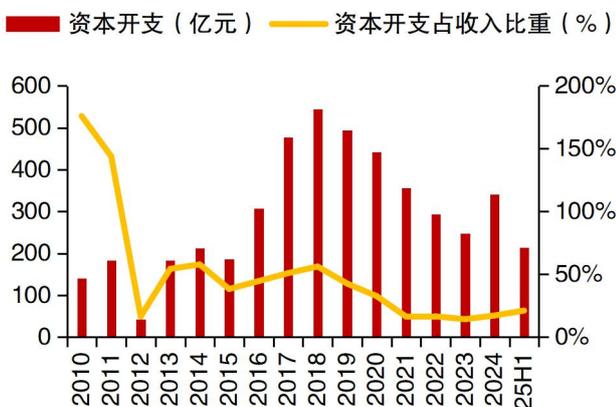
资料来源：公司公告，华源证券研究所。注：2018 年起，公司研发费用自管理费用中分拆。

1.2.2. 折旧达峰或带来利润释放，公司步入股东回报新阶段

资本开支、折旧双达峰，利润有望释放。公司早期处于 LCD 大规模扩产的高速发展阶段，资本开支占收入的比重较大。2019 年起公司资本开支持续下降，2024 年因北京 6 代新型半导体显示器件产线和成都 8.6 代 AMOLED 产线的建设而有所回升。总体来看，公司 LCD 产线布局逐步进入成熟期，预计资本开支将在 2025 年达峰，未来投入主要围绕战略规划进行。

从折旧端来看，进入 2021 年后，公司折旧增速有所放缓。目前，高世代线中，北京、合肥、重庆、福州四条 8.5 代生产线已经全部折旧到期；OLED 产线中，成都、绵阳、重庆第 6 代 AMOLED 生产线已全部完成转固。随着后续新项目转固和成熟产线折旧陆续到期，公司折旧预计也将在 2025 年达到峰值，未来利润有望随折旧下降逐步释放。

图表 10：公司资本开支及资本开支占收入比重



资料来源：公司公告，华源证券研究所。注：资本开支指购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金。

图表 11：公司折旧及折旧占收入比重



资料来源：公司公告，华源证券研究所。注：折旧指固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧。

按需生产管控库存，现金流随资本开支下降改善。公司坚持按需生产，根据下游需求变动灵活调整产线稼动，2022-2024 年去库存效果良好，存货周转天数持续降低。现金流方面，2019 年起公司资本开支整体下降，主要产线基本完成建设并投产，带来经营性现金流的改善。充沛的现金流预计将为公司日常经营、少数股东股权回购、投资者分红回报等提供支撑。

图表 12：公司存货金额&存货周转天数



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 13：公司经营现金流 vs 资本开支



资料来源：公司公告，华源证券研究所。注：资本开支指购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金。

公司折旧或将见顶，利润释放可期，分红有望持续加码。公司自 2015 年起稳定实施分红，现金分红总额跟随盈利情况波动，股利支付率除 2017 年均维持在 30% 以上，表现出较强的分红意愿。同时，公司在手资金较为充裕，2022 年以来未分配利润稳步增长，随着公司资本战略重心从规模扩张转向股东价值创造，若 2025 年折旧达峰后步入盈利上升通道，预计将具备持续分红的能力。根据公司《未来三年（2025 年-2027 年）股东回报规划》，在满足利润分配条件、保证公司正常经营和长远发展并符合《公司章程》规定的前提下，公司原则上每年度进行利润分配，用于现金分红的利润将不少于当年归母净利润的 35%，每年用于回购股份并注销的资金总额不低于 15 亿元，并在条件允许的情况下考虑增加中期分红，体现了公司对未来盈利的信心和充分回报投资者的决心。

图表 14：公司货币资金及未分配利润



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 15：公司现金分红总额及股利支付率



资料来源：公司公告，华源证券研究所

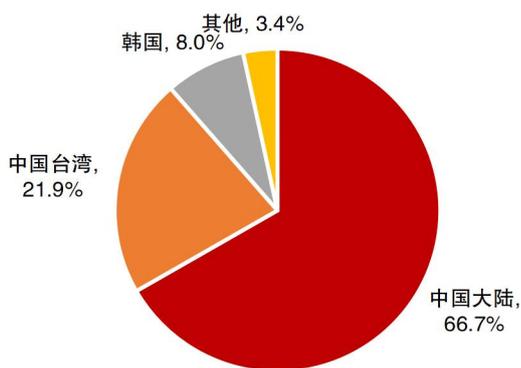
1.3. LCD+OLED+创新业务齐头并进

1.3.1. 折旧或将到期，寡头格局初现，LCD 大尺寸趋势延续

LCD 产能向大陆集中，LCD 大尺寸趋势延续。供给端方面，全球 LCD 面板产能进一步向大陆集中，行业集中度持续提高。2025 年 4 月 1 日，LGD 和 TCL 科技（TCL 华星光电母公司）完成了广州 LCD 工厂的交割，自此，除中国（包括大陆和台湾）厂商之外，全球 LCD 电视面板业仅剩广州的一座日系工厂，即夏普 SDP 超视界 G10.5 工厂，全球大尺寸液晶电视面板厂降至七家。此外，鉴于国内头部厂商京东方和华星光电的 LCD 产线预计在 2026 年左右完成折旧，我们认为，面板厂将有能力实行“按需生产”的经营策略，调控产品价格以改善财务状况。

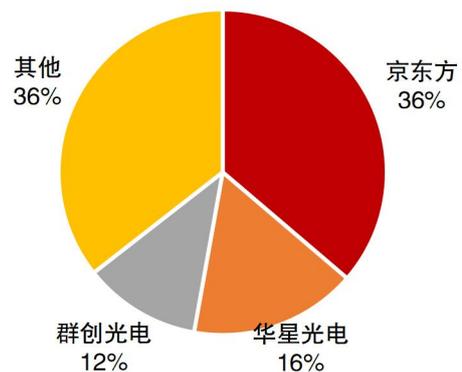
需求端方面，LCD 面板进一步向大尺寸发展。根据 Omdia 预测，2025 年，大尺寸 LCD 显示屏出货量预计将同比增长 2.4%，达到 8.755 亿台，中国大陆和中国台湾将占据接近 90% 的市场份额。此外，尽管 2025 年 LCD 电视显示屏出货量预计将同比下降 2.1%，但出货面积或将同比增长 4.9%，体现了面板向大尺寸升级的趋势。公司在大尺寸面板领域具备较强的市场优势，根据洛图科技数据，2025 年 4 月，公司在 32、43 英寸两大主力尺寸，以及超大尺寸 86、100 英寸市场上，市场份额均保持领先，且当月 100 英寸面板占有率高达 48.4%。

图表 16：大尺寸 LCD 地区市占率（2025E）



资料来源：Omdia，华源证券研究所

图表 17：大尺寸 LCD 厂商市占率（2025E）



资料来源：Omdia，华源证券研究所

1.3.2. 苹果产品升级，中尺寸 OLED 面板或快速放量

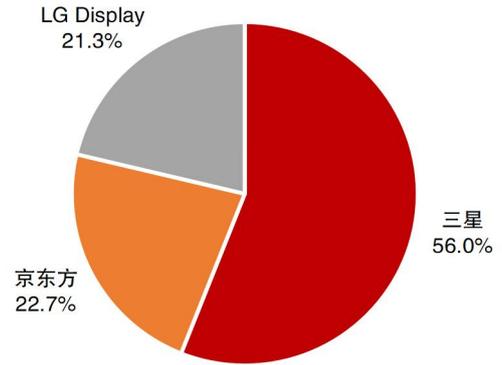
柔性 OLED 持续放量，客户份额有望进一步提高。公司柔性 OLED 产品主要用于智能手机领域，随着 OLED 手机屏的市场渗透率稳步提升，公司将其 2025 年柔性 OLED 出货量目标设定为 1.7 亿片。同时，公司与北美大客户保持长期的良好合作关系，未来有望在其供应链中占据更大的份额。根据 UBI Research 数据，2025 年二季度，公司在 iPhone OLED 屏幕面板的市场份额达 22.7%，首次超越了 LG Display，该机构预计公司 2025 年全年 iPhone 面板出货量预计将达到 4500 万片。考虑到苹果产品较高的利润率，大客户份额的提升或进一步改善公司 OLED 业务的盈利水平。

图表 18：公司柔性 OLED 出货量



资料来源：公司公告，华源证券研究所

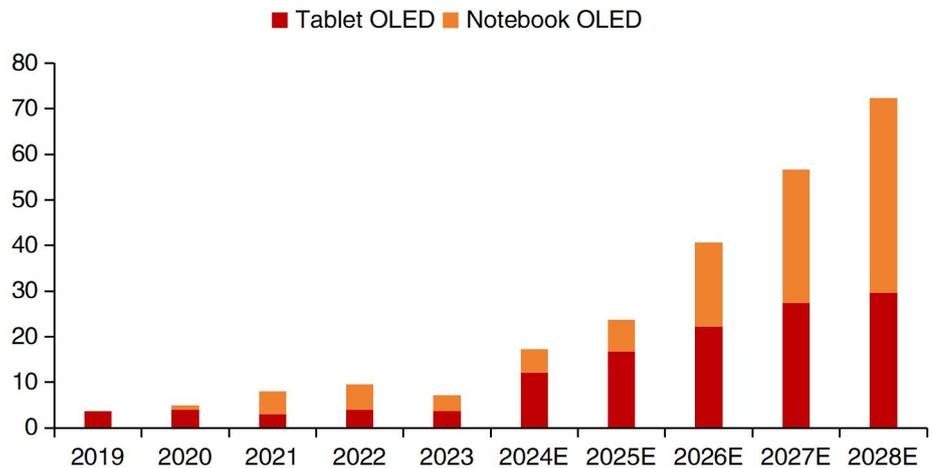
图表 19：25Q2 苹果 iPhone OLED 屏幕出货份额



资料来源：UBI Research，华源证券研究所

中尺寸 OLED 快速渗透，苹果产品升级为重要驱动。根据 Omdia 数据，苹果预计自 2026 年起将持续在旗下产品中推广 OLED 屏幕面板，包括 iPad Air、iPad mini、MacBook Pro、MacBook Air，甚至可能推出可折叠 iPad OLED，该趋势或将显著提高 OLED 的市场渗透率。Omdia 预计自 2024 年起，OLED 在平板电脑和笔记本电脑应用的出货量将大幅增长，全球两大品类的出货量到 2028 年将增至 7230 万片，在同应用的面板市场中渗透率将达到 14%。公司为更好满足高端 IT 类产品需求，拟在第 8.6 代 AMOLED 生产线应用升级后的显示技术，在产品形态方面以 Hybrid OLED 为主，同时兼容柔性 OLED。该产线设计产能为 3.2 万片/月，公司预计其在 2026 年实现量产，并推动全球 OLED 显示产业向中尺寸领域加速迈进。

图表 20：全球平板电脑和笔记本电脑 OLED 显示面板出货量 (单位：百万片)



资料来源：Omdia，华源证券研究所

1.3.3. 玻璃基、钙钛矿为“第 N 曲线”中具有前景的 N 分之二

“第 N 曲线”理论下，玻璃基封装、钙钛矿项目实现突破性进展。基于 2021 年提出的“屏之物联”战略，公司于 2024 年京东方全球创新伙伴大会（BOE IPC·2024）上发布了战略升维的“第 N 曲线”理论，以半导体显示技术、玻璃基加工、大规模集成智能制造三大核心优势为基础，精准布局玻璃基封装、钙钛矿光伏器件等前沿新兴领域，全力塑造业务增长新赛道。

玻璃基板性能优越，公司已布局相关研发试验线。根据材料及应用的不同，封装基板可以分为陶瓷基板、金属基板、有机基板及硅/玻璃基板等。与硅基板、有机基板对比，玻璃基板在电学性能、物理性能和化学性能等方面表现优秀，尤其在面板应用领域具备高平整度、无拼缝、轻薄等优势，但其加工难度相对较大。公司充分发挥在半导体显示领域多年的技术沉淀，2024 年玻璃基封装突破关键技术，为客户交付了高深宽比板级样品，且目前已投资建设玻璃基封装基板研发试验线，未来将聚合产业伙伴力量，继续打通核心技术，提供具有市场竞争力的产品。

图表 21：三种基板材料的性能对比

性能	理想性能	玻璃	硅	有机材料
电学性能	高电阻率 低损耗	好	差	好
物理性能	表面平整 基板超薄	好	中	中
热学性能	高导热 CTE 和 Si 匹配	中	好	差
机械性能	高强度 高杨氏模量	中	中	差
化学性能	化学稳定性高	好	中	中
加工性能	通孔易获取 通孔易填充	差	中	中

资料来源：《集成电路先进封装材料》王谦等，华源证券研究所

钙钛矿项目进展迅速，公司布局差异化应用市场。钙钛矿技术具备柔性、高效弱光发电及轻量化等特性，可集成于电子设备，带来更环保的能源解决方案。公司依托自身在玻璃基加工及封装技术方面的独特优势，加快实现钙钛矿核心能力储备，已建成手套箱、实验线和全行业第一条最大的中试线，仅用 38 天就成功产出行业首片 2.4 × 1.2m 中试线样品，且中试线组件实现全面积效率 >16%，组件功率 >460W 等关键突破，达到业内领先水平。公司攻克钙钛矿各项技术难点的同时，关注钙钛矿应用市场的培育及拓展，切入差异化创新市场，布局 3C 消费品、弱光场景（电子桌牌）、BIPV 示范项目等领域。

图表 22：公司钙钛矿光伏产品

应用领域	相关产品
交通	首发钙钛矿 CIPV（车载光伏）调光玻璃天幕
建筑	首发钙钛矿全场景 BIPV（建筑光伏一体化）产品及解决方案
移动终端	首发钙钛矿光伏手机背板
其他	钙钛矿光伏遮阳伞、钙钛矿光伏电动车等

资料来源：京东方官网，华源证券研究所

图表 23：传音 Infinix 概念机应用钙钛矿光伏储能技术



资料来源：传音控股投资者关系公众号，华源证券研究所

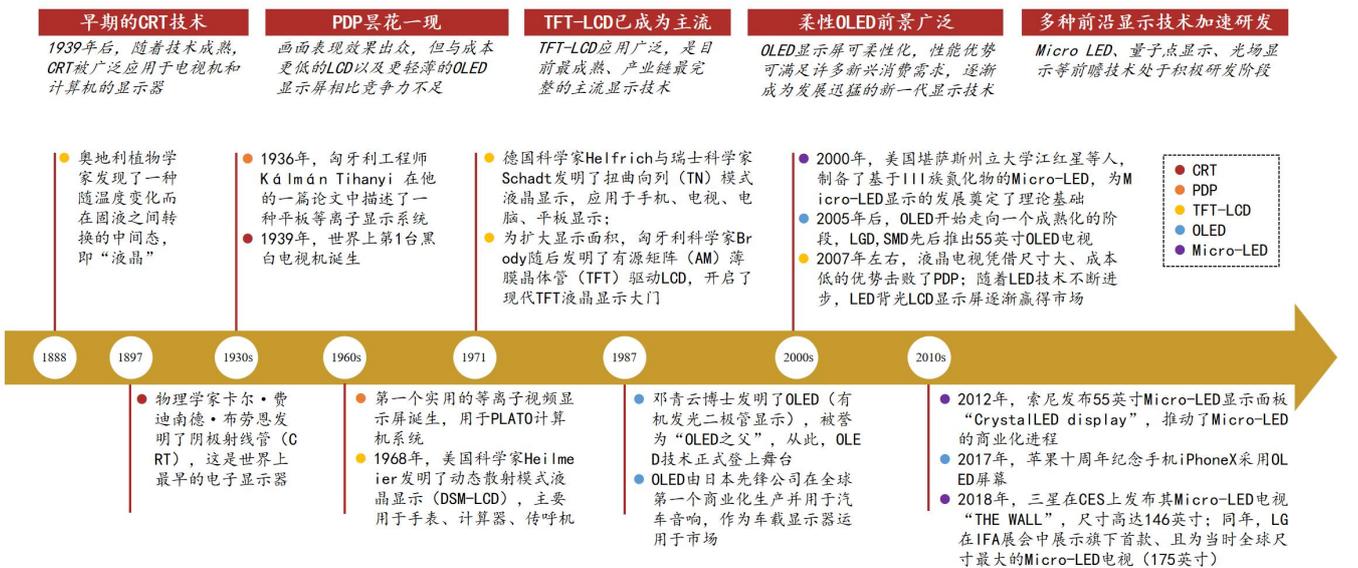
2. LCD 行业：大陆产线成熟，迈向大尺寸市场

2.1. 显示技术快速迭代，LCD 仍为主流应用

2.1.1. 多种显示技术共发展，国内技术竞争力与日俱增

显示技术经历了从 CRT、PDP、TFT-LCD、OLED 到 Micro LED 等的演进路径。显示技术自 19 世纪末开始发展以来，当前呈现出以 LCD、柔性 AMOLED 显示为主，Micro LED、量子点显示（QLED）、光场显示等前瞻技术百花齐放的局面。LCD 是目前最成熟、产业链最完整的主流显示技术。Micro LED 为前瞻技术热点之一，具有芯片尺寸小、自发光等特点，在亮度、对比度、响应速度、功耗、寿命和柔性等方面表现优异，但现阶段还有较多技术瓶颈待突破，如外延生长均匀性不好、LED 芯片效率低、巨量转移良率低且用时长等。

图表 24：显示技术演进时间轴



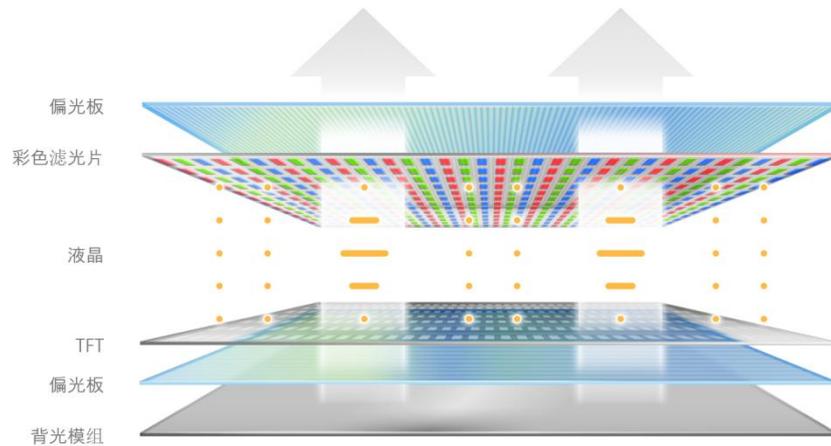
资料来源：《中国新型显示技术发展之路》欧阳钟灿，《Micro-LED显示及其驱动技术的研究进展》周律等，TEO 先锋科技公众号，中国光学公众号，夸克显示公众号等，华源证券研究所

纵观全球新型显示技术发展态势，中国显示产业经过多年发展，已经成为全球重要一极，不同的显示技术路线均有突破。中国 LCD 产业从“缺芯少屏”走向全球领先，已经取得较大优势地位；柔性 OLED 技术正快速追赶，核心竞争力与日俱增；MLED、QLED(量子点发光二极管的结构与 OLED 技术非常相似，主要区别在于 QLED 的发光中心由量子点构成)等前瞻显示技术与国外基本同处第一梯队。

2.1.2. TFT 和背光技术为液晶面板工艺核心

LCD (Liquid Crystal Display) 即液晶显示屏，是一种需要光源照射来显示信息的显示屏。LCD 面板由偏光板、彩色滤光片、液晶、TFT、背光模组等元器件构成。偏光板控制背光源的光，只让特定方向的光线通过。经偏光板处理过后的光线，通过液晶分子的扭转作用，可控制射出显示屏的光线亮度。控制液晶扭转需要在液晶上施加像素电压，TFT 基板上集成了 TFT 开关阵列，这一侧的像素电压可以通过该阵列进行精确控制。彩色滤光片把一个像素分割成红 R、绿 G、蓝 B 三个子像素，液晶调节后的光线通过彩色滤光片最终呈现色彩。

图表 25：LCD 面板结构



资料来源：LG Display 官网，华源证券研究所

不同显示模式的 LCD 具有不同的视角性能，适合于不同的应用场景。根据电场的分布情况，市场上的 LCD 产品主要采用扭曲向列相（TN）、垂面排列（VA）、共面转换（IPS）、边缘场转换（FFS）等显示模式。不同显示模式在透光率、视角均匀性、响应速度等性能方面有所差异，应用场景各异，没有绝对的优劣之分。

图表 26：四种常见的液晶显示模式

显示模式	TN	VA	IPS	FFS
示意图				
优势	驱动电压低（~3V）、透光率高、制造成本低	正视对比度高、响应速度较快、制造成本低	视角均匀性较好、按压无水纹	透光率高、视角均匀性较好、按压无水纹
缺陷	视角较差、陡度低、灰阶较少	透光率低、视角均匀性差、按压水纹	电极正上方无法产生有效的光程差，所以整体透光率较低	制造流程较为复杂，成本相对较高（相较于 TN、VA 等）
应用场景	中低端显示领域，如计算器、家电设备、仪器仪表等	非触屏显示领域，如电视机、监视器、显示器等领域	大中型显示领域，如电视机、电脑显示器、平板电脑等	中高端显示设备，如智能手机、笔记本电脑、平板电脑等

资料来源：《液晶显示器视角相关性能的研究进展（特邀）》郭玉强等，华源证券研究所

显示器薄膜晶体管（TFT）技术按半导体材料和物性可分为非晶硅（a-Si）、低温多晶硅（LTPS）和氧化物（Oxide）等。其中，a-Si 是多年使用的成熟技术，制造工艺相对简单，生产成本低，最常用于 LCD，但是由于迁移率较低，不适合高分辨率显示屏；LTPS 最大的优势就是超高迁移率，且响应速度很快，最适合用于高刷新率、高 PPI 的屏幕，但缺点在于产品良率较低、成本较高；铟镓锌氧化物（IGZO）作为氧化物的一种，迁移率不如 LTPS 但远高于 a-Si，同时开关较 LTPS 更大，意味着漏电更少，能保证低刷新率的稳定性，也可以搭配更小的电容，常用于大尺寸的产品。

图表 27：三种 TFT 技术对比

TFT 技术类别	a-Si	IGZO	LTPS
电子迁移率	~0.5cm ² /Vs	~10cm ² /Vs	~100cm ² /Vs
可靠性	较差	好	好
面板像素	低	中	高
面板尺寸	大中小	大中小	中小
产品良率	高	中	低
应用场景	LCD 面板等	大尺寸面板等	智能手机等高刷新率面板产品

资料来源：华强北屏台公众号，Display 技术公众号，华源证券研究所

LED 背光为主流背光技术，Mini LED 背光应用于高端显示。由于液晶本身不发光，因此 LCD 显示屏需要依赖背光模组提供光源，背光源不仅决定了显示屏的亮度，还直接影响到显示图像的质量和色彩准确性。背光技术的发展历程可以追溯到 CCFL（冷阴极荧光灯）时代，随后逐步演进到 LED 背光、量子点背光（QLED）、Mini LED 背光等技术。目前，CCFL 方案已逐步被淘汰，LED 背光成为主流（又可分为直下式和侧入式两种）。Mini LED 为较高端的背光技术，在轻薄度、色域、对比度等方面具备优势，但成本较高，可能存在光晕问题。

图表 28：背光技术对比

技术方案	技术介绍	优势	缺陷
CCFL	使用冷阴极荧光灯作为光源，通过在液晶屏的背后生成紫外线，并激发涂在液晶屏前面的荧光物质，从而产生可见光	亮度大、相对较低的成本	功耗大、体积大、色域窄等，已被更先进技术取代
LED	使用发光二极管作为光源，又可分为（1）直下式：位于整个液晶屏的背后；（2）侧入式：位于液晶屏的边缘，适用于超薄显示	体积小、寿命长、节能等	初始成本较高，但随着技术的进步逐渐降低
QLED	使用量子点技术，通过激发量子点产生特定颜色的光	更高的色彩准确性、更宽的色域、更高的亮度	成本较高，存在轻微毒性问题
Mini LED	LED 背光的升级，采用更小尺寸的 LED 芯片（50-200 μm），同尺寸显示屏中，可创建更多的局部调光区域，从而获得更大的对比度	节能、轻薄化、宽色域、超高对比度等，尤其适合高端液晶显示屏	成本较高，可能出现光晕

资料来源：海飞智显官网，半导体芯 Talk 公众号等，华源证券研究所

液晶面板的工艺流程包括阵列工艺(Array)、彩膜工艺（CF）、成盒工艺(Cell)、模组工艺(Module)四个步骤：

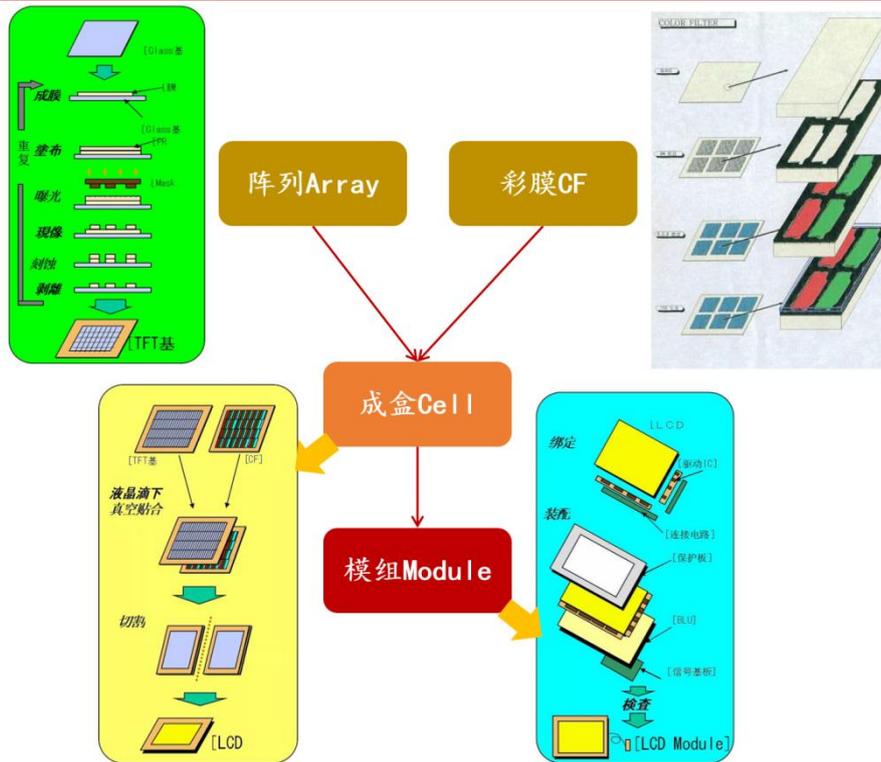
（1）**阵列工艺**：在玻璃基板上通过溅射或气相沉积的方式形成金属、半导体、绝缘体的薄膜、再涂覆光刻胶、曝光、显影、刻蚀、光刻胶剥离、检测等工序的反复循环，最终形成所需要的 TFT 阵列的图形。

（2）**彩膜工艺**：与阵列工艺类似，也是在玻璃基板上经过 ITO 溅射沉积薄膜、感光胶涂敷、曝光、显影等工艺，最终制作出与像素点对应的红（R）、绿（G）、蓝（B）滤光层的过程。彩色显示是通过 TFT 调整透过 CF 的三原色的光量来显示所需要的颜色。

（3）**成盒工艺**：液晶面板是由阵列基板与彩膜基板组合而成。成盒工艺就是形成液晶盒的过程，在彩膜基板涂敷封框胶，并在阵列基板上滴注液晶，接着在真空环境下将两块基板贴合在一起，最后将贴合后的大基板切割成一块块液晶屏。

（4）**模组工艺**：在成盒基板两边分别贴附一片偏光板，再将控制电路板等通过各向异性导电胶与其连接，对应电路导通，接着组装上背光源和金属框，就做成模组成品。

图表 29：液晶面板工艺流程

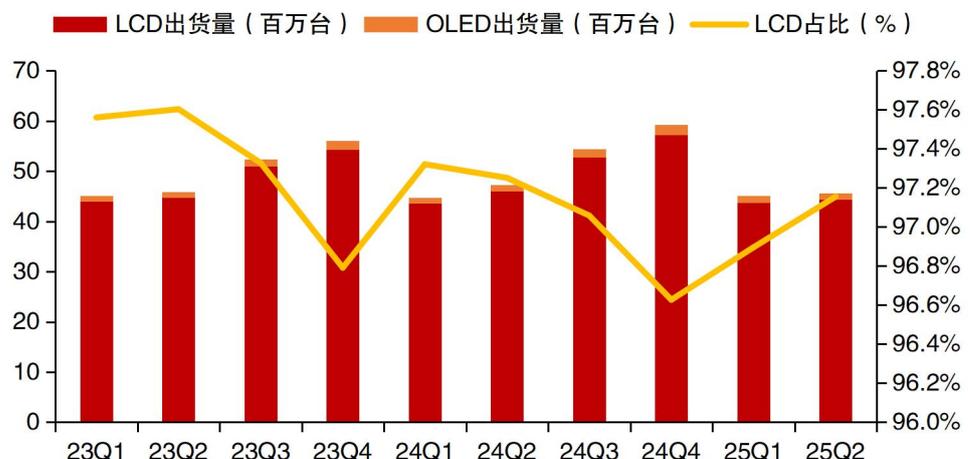


资料来源：京东方官网，双盟公司官网，华源证券研究所

2.1.3. LCD 为当前主流显示技术

LCD 仍为 TV 面板主流显示技术。根据奥维睿沃数据，2025 年上半年全球 TV 出货量约为 9080 万台，同比下降 1.5%；高端 OLED TV 出货 270 万台，量级较小；全球 TV 出货面积约 7220 万平方米，同比增长 2.1%；出货平均尺寸 53.7 英寸，同比增长 1.0 英寸。仅当前来看，全球 TV 显示面板有向大尺寸方向发展的趋势，LCD 仍是 TV 面板的主流显示技术，出货量占比高达 96%且较为稳定。

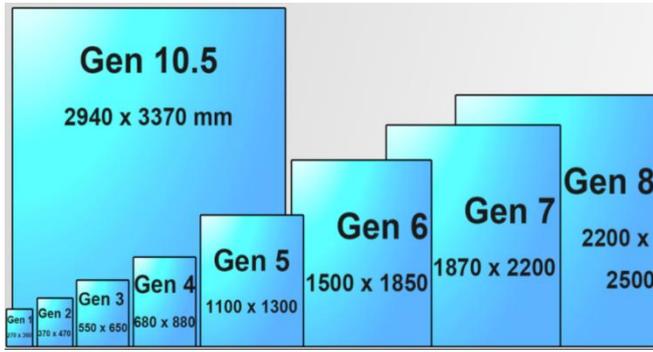
图表 30：全球 TV 出货量及 LCD 品类占比



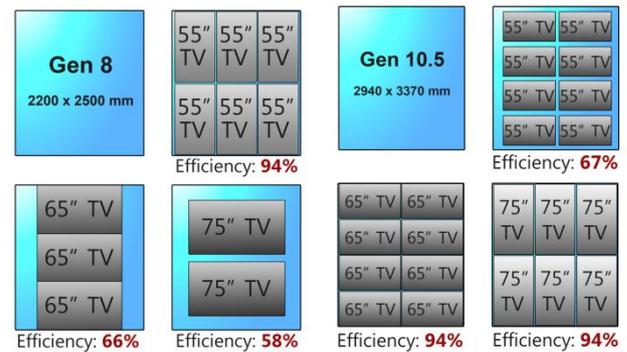
资料来源：奥维睿沃，华源证券研究所

世代数与显示质量没有直接关系，低世代线仍有应用空间。世代线的投建主要依据产品定位和市场需求来决定，高世代线与低世代线不存在严格的替代关系，显示屏的质量与世代

线代数也无直接关系。经济切割指的是在玻璃基板尺寸固定的情况下，通过合理的规划和计算来切割产品，使玻璃基板达到最高的利用率。液晶显示屏生产世代数越高，可经济切割的显示屏最大尺寸越大、生产效益越高，在 LCD 面板大尺寸发展趋势下，高世代线确有其效率优势，但核心工艺技术的难度也更大。综上所述，我们认为低世代产线短期内不存在淘汰的危机，已投建的 LCD 产线非大尺寸市场仍有应用空间。

图表 31：不同世代线面板尺寸对比


资料来源：OLEDindustry 公众号，华源证券研究所

图表 32：8 代、10.5 代线可经济切割尺寸


资料来源：OLEDindustry 公众号，华源证券研究所

2.2. 供需复盘

2.2.1. 供给：大陆产能具备竞争优势，兼并购持续提升行业集中度

大陆 LCD 产业经过二十余年艰难发展，已成为全球核心生产基地。中国大陆 TFT-LCD 行业发展主要经历了四个阶段：

(1) **起步阶段 (20 世纪 80 年代-2002 年)**：此阶段，国内显示器件主要依赖于进口。随着技术的不断进步和市场需求的不断增长，国内开始意识到自主创新的重要性，开始以引进日韩旧产线、合资建厂等方式发展 LCD 产业，如吉林彩晶项目、上广电 NEC 液晶面板项目等，但这些项目或因技术落后，或因市场竞争激烈而未能达到预期效果。

(2) **突破阶段 (2003-2009 年)**：2003 年，京东方成功收购韩国现代集团的液晶面板业务，并立即着手在北京建设大陆首条 5 代线，这标志着中国结束了无自主液晶屏的时代。除了京东方，其他中国企业也开始逐渐投入到显示技术的研发和生产中，如中电熊猫与夏普合作引进 6 代线等。虽然面临融资、经营等多重困难，但中国企业通过不断努力，逐渐掌握了液晶面板产业的核心技术，为后续快速发展奠定了基础。

(3) **快速发展阶段 (2010-2018 年)**：随着技术的不断积累和市场的扩大，中国 TFT-LCD 行业进入了快速发展阶段，越来越多的中国企业开始在全球范围内布局，并加大对 TFT-LCD 技术的研发投入，不断提高产品质量和生产效率。2014 年起，面板产能向韩国、中国台湾和中国大陆三地集中，形成三分天下之势，中国逐渐成为全球重要的液晶显示生产基地之一。

(4) **成熟与多元化发展阶段 (2019 年至今)**：在快速发展的基础上，中国 TFT-LCD 行业逐渐进入成熟阶段，并开始向多元化方向发展。中国企业在 TFT-LCD 技术上不断取得

突破，如提高分辨率、刷新率、色域等性能参数，并开始积极探索新型显示技术，如 OLED、Mini LED、Micro LED 等。同时，随着智能终端设备的普及和 5G 应用的推广，显示屏作为连接人与智能设备的核心界面，其市场规模正持续扩张。目前，中国已成为全球最大的液晶面板生产基地，技术及市场竞争力在全球范围内均位于第一梯队。

图表 33：大陆 LCD 发展趋势



资料来源：智研咨询，前瞻产业研究院，华源证券研究所

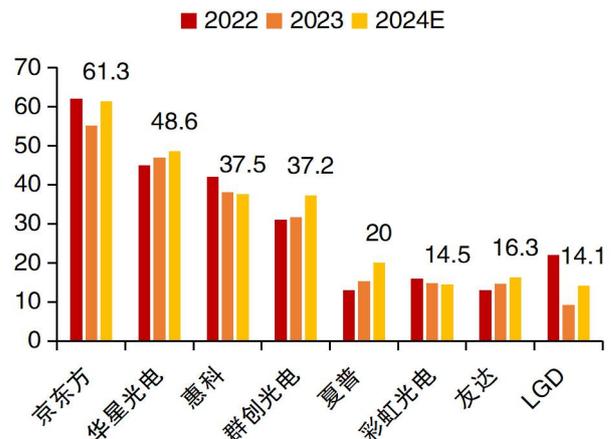
LCD 产能增速趋于平稳，中国为全球产能中心。目前 LCD 显示面板广泛覆盖电视、显示器、笔记本电脑、平板电脑、手机、商用显示屏等各类显示领域。根据头豹研究院预测，全球 LCD 面板产量将从 2023 年 2.9 亿平方米增长至 2028 年 3.0 亿平方米，预计 2024-2028 年 CAGR 为 1.4%。其中，中国为 LCD 产能的主要贡献地区，2023 年，中国 LCD 显示面板产量占全球的 73%左右，预计到 2028 年占比将进一步上升至 80%。未来随着产线建设的逐步完成，LCD 产业增速整体或趋于平缓。从竞争格局来看，以 LCD 电视面板为例，国内厂商具备较大优势，京东方和华星光电的 LCD 电视面板出货量预计在 2022-2024 年均保持较大的领先优势。

图表 34：全球&中国 LCD 产量（单位：百万平方米）



资料来源：头豹研究院，华源证券研究所

图表 35：主要厂商 LCD 电视面板出货量（单位：百万片）



资料来源：头豹研究院，华源证券研究所

行业密集整合，海外 LCD 厂商加快出清转型。近几年，随着 LCD 行业竞争愈发激烈，各大厂商开始加速整合。国内，2024 年 9 月，TCL 华星以 108 亿元并购 LGD 广州工厂；京东方 2025 年 6 月以 48.49 亿元收购彩虹光电 30% 的股权。此外，友达、群创于 2024 年相

继出售传统小尺寸液晶面板、彩色滤光片厂，两者分别于 2023 年和 2025 年收购汽车业务领域相关企业，加快业务转型。三星显示于 2022 年起逐步退出 LCD 业务，并陆续出售 LCD 相关设备至今。2025 年上半年，夏普将 SDP 10 代线出售给软银，将用于打造 AI 数据中心；其 LCD 工厂将出售给其中国台湾母公司鸿海集团。总体而言，海外面板厂商在 LCD 业务领域正持续出清产能，加快业务转型以避免亏损，LCD 产能进一步向中国大陆集中。

图表 36：近年来显示面板行业并购部分统计

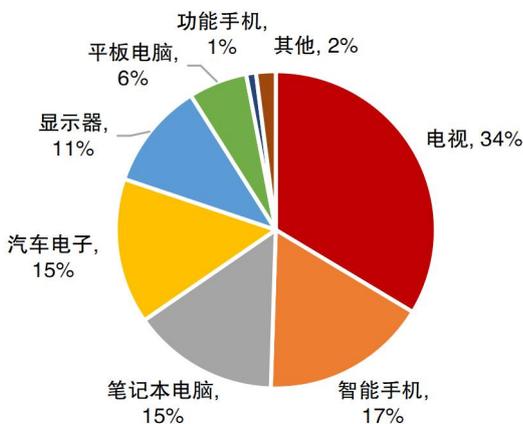
时间	事件
2023 年 10 月	友达以 6 亿欧元收购德商 BHTC 全部股权，以拓展其车用业务，推动面板业务转型
2024 年 9 月	TCL 华星以 108 亿元并购 LG Display 广州工厂，包括 LGD CA（8.5 代 LCD 面板厂）80%的股权和 LGD GZ（LCD 模组工厂）100%的股权
2025 年 1 月	惠科以 5.04 亿元收购柔宇显示产业园
2025 年 6 月	京东方以 48.49 亿元收购彩虹光电 30%的股权
2025 年 6 月	群创光电宣布将以 1636 亿日元收购日企 Pioneer 全部股权，加码汽车业务
2025 年 6 月	TCL 科技获批收购华星光电 21.53%的股权

资料来源：TCL 科技公告，OLEDindustry 公众号等，华源证券研究所

2.2.2. 需求：大尺寸市场快速扩容，高世代线竞争优势凸显

TV 是 LCD 主要应用领域，大尺寸面板出货量快速上升。从应用领域来看，根据旭日大数据，2024 年全球 LCD 产值应用分布中，电视仍然是主要终端场景，占比约为 34%，其次是智能手机、笔记本电脑和汽车电子，分别占比约 17%、15%和 15%。电视应用中，LCD 同样是主流产品，大尺寸面板有较大的需求增长。根据奥维睿沃数据，2025 年上半年，全球 TV 面板出货达 1.26 亿片，其中 LCD TV 面板出货 1.22 亿片，在 TV 面板领域有绝对的市场地位。从面板尺寸来看，32 英寸面板受到海外市场备货影响，出货量同比大幅增长；在国内“以旧换新”政策强力驱动下，大尺寸需求跃升，75 英寸及以上的超大尺寸面板出货量同比大幅增长，TV 面板尺寸结构分化进一步加强，推动上半年 TV 面板出货平均尺寸增长至 51.7 英寸，同比增长 0.3 英寸。综上所述，尽管目前 32 和 43 英寸面板在液晶电视终端出货量占优，但考虑大尺寸面板出货量的快速增长，拥有高世代线的厂商依旧具备潜在的竞争优势。

图表 37：2024 年全球 LCD 产值下游应用分布（单位：%）



资料来源：旭日大数据公众号，华源证券研究所

图表 38：2025H1 全球电视面板主要尺寸出货量及同比



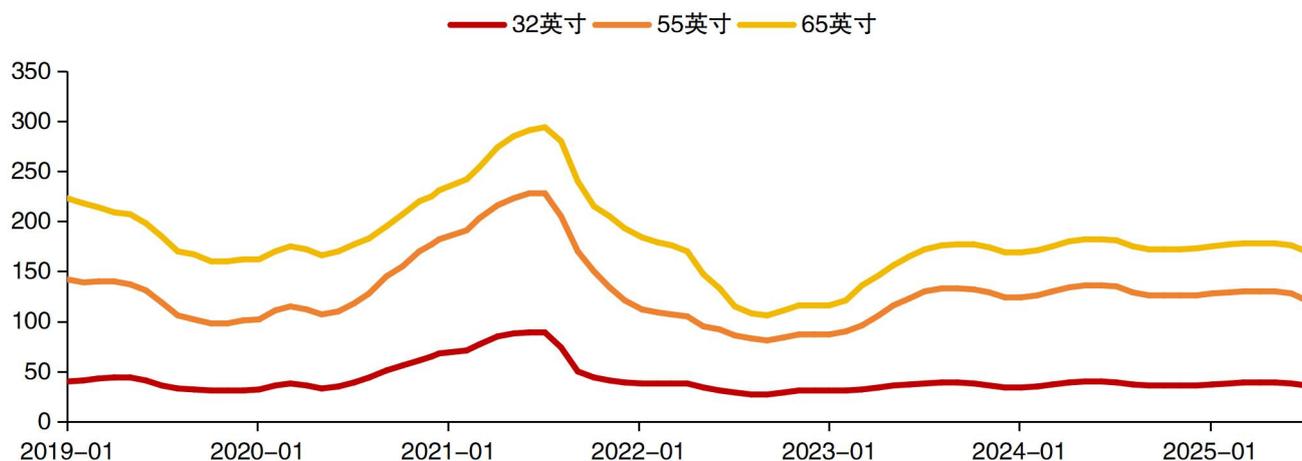
资料来源：奥维睿沃，华源证券研究所

LCD 面板价格趋稳，大尺寸面板价值量更高。复盘 2020 年以来 LCD 面板的价格走势，以液晶电视面板为例：2020-2021 年，由于全球公共卫生事件，居家办公等场景拉动 IT 需求

增长，液晶面板开启长达一年多的涨价周期；2021年下半年，行业竞争加剧，中国大陆及中国台湾具备更强的价格优势，面板价格加速下探跌至近年来最低点，韩国厂商三星显示提前于2022年6月完全关闭最后的LCD产能；进入2025年，随着海外供给端的持续出清，产能进一步向国内集中，行业寡头格局初现，面板价格总体较为平稳。

从不同尺寸面板的价格来看，55和65英寸液晶电视面板的单价显著高于32英寸，分别约为32英寸的3.4倍和4.6倍。同时，根据洛图科技数据，2025年7月，全球75/85/98英寸液晶电视面板的单价分别可达到235/329/420美元，随着面板尺寸扩大，价值量提升明显。未来，大尺寸面板或继续渗透，LCD面板厂商有望扩大其营收规模。

图表 39：全球液晶电视面板价格（单位：美元/片）

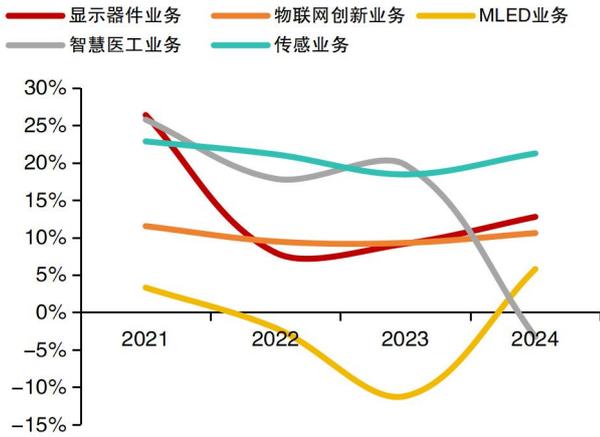


资料来源：wind，华源证券研究所

2.2.3. 折旧成本趋稳，控产保价，现金流业务形成

按需生产稳定面板价格，盈利水平有望持续修复。2023年起，行业内逐步形成“按需生产、动态控产、健康发展”的共识，行业稼动率处于低位，有效平衡了行业的实际供需，公司显示器件业务毛利率连续两年回升。根据Omdia预计，2025年，中国大陆LCD面板出货量预计将同比增长4.8%，而其他地区出货量将同比下降12.6%，大陆面板厂商将继续坚持按订单生产的策略，以防止LCD电视显示屏价格下跌。我们认为，随着行业形成寡头格局，龙头企业将有能力通过控产创造利润，京东方等国内厂商有望继续改善其盈利水平。

图表 40：公司分业务毛利率（单位：%）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

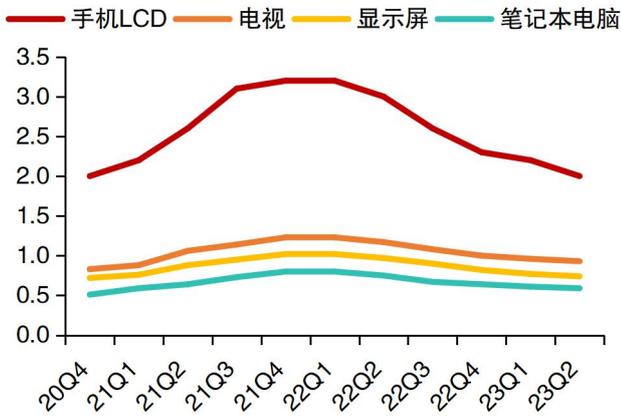
图表 41：公司折旧占营收比重趋势



资料来源：公司公告，华源证券研究所。注：折旧指固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧。

公司显示器件业务成本主要由材料、人工和折旧等组成。根据头豹研究院和 Omdia 数据，在 LCD 面板制造环节中，原料成本占比约 70%，折旧成本占比可达 20-25%，其余为人工成本。而根据 OFweek 数据，面板的材料成本主要由彩色滤光片、偏光片、背光模块、显示驱动 IC 等组成，其中显示驱动 IC 占 17%。考虑到人工成本占比较低，公司折旧成本趋于平稳，上游材料预计将对营业成本变动产生较大的影响。以显示驱动 IC 为例，在 2021-2022 年间，显示驱动 IC 价格处于高位，公司营业成本对应较高，随着材料价格在 2023 年上半年回落，公司营业成本相应有所下降。

图表 42：显示驱动 IC 单价走势（单位：美元）



资料来源：群智咨询公众号，华源证券研究所

图表 43：公司显示器件业务营业成本



资料来源：公司公告，华源证券研究所

京东方为国内面板行业的先行者，较早大规模投入 LCD、OLED 等产线的建设。2010-2019 年，公司快速进行产线布局，资本开支上升较快，整体上大幅领先 TCL 科技，体现了公司强劲的资金和技术实力。2020-2023 年，由于公司布局逐渐完善，资本开支走低。2024 年，公司为建设北京 6 代新型半导体显示器件产线和成都 8.6 代 AMOLED 产线，开支增幅较大。公司预计其资本开支将在 2025 年达峰，未来主要围绕战略规划投入。

图表 44：京东方&TCL 科技资本开支对比（单位：亿元）



资料来源：wind，华源证券研究所。注：资本开支指购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金。

LCD 产线折旧陆续到期，面板厂经营策略或将迎来转变。由于 TFT-LCD 产线是高技术重资产投资，因此在量产后的初期，折旧是面板成本的重要组成部分，因此面板厂商需维持较高稼动率以摊薄折旧成本。一般来说，中国大陆厂商采用 7 年折旧期，以此计算，京东方、TCL 科技的多条 8.5 代产线已完成折旧，双方均预计折旧将在 2026 年开始下降。随着折旧负担的减轻，面板厂商或改变其生产运营策略，即根据供需形势灵活调整产线稼动率，以求平衡供需、调控价格，面板厂商有望借此改善其财务状况。

3. OLED 行业：技术卡点突破，中尺寸需求拉升

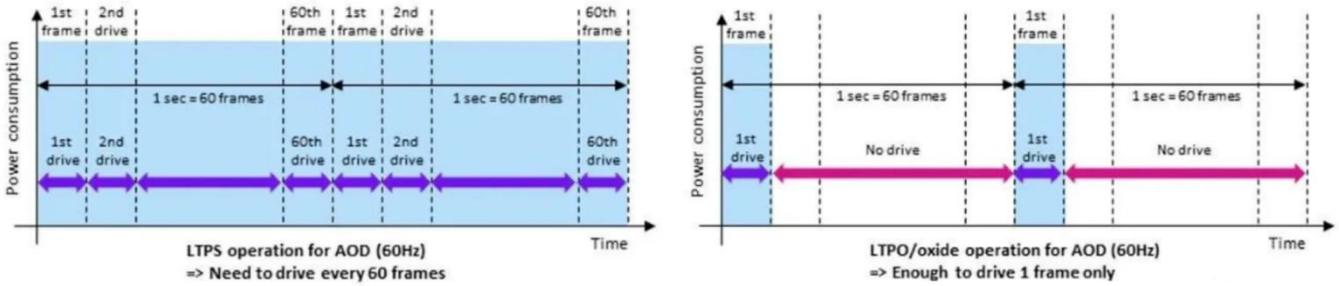
3.1. OLED 技术创新不断涌现

3.1.1. 新型驱动技术 LTPO 已投入市场

LTPS（低温多晶硅）是 TFT 技术的一种，其最大的优势就是超高迁移率，它可以做到 $> 100 \text{ cm}^2/\text{V} \cdot \text{S}$ 的迁移率，所以能降低驱动电压，刷新率越高它相对于其他技术的省电效果就更明显，而且响应速度很快，因此只需要很小的空间。目前，高分辨率智能手机显示器主要使用 LTPS 作为代表性的 TFT。

LTPO 即低温多晶氧化物，是 OLED 屏背板的一种新型驱动技术，结合 LTPS 高驱动和 Oxide 低功耗的优点，以低生产成本实现更高的电荷迁移率、稳定性和可扩展性。目前 LTPO 技术已应用于苹果和安卓手机、可穿戴设备等小尺寸面板领域。

图表 45: LTPS vs LTPO 技术对比图

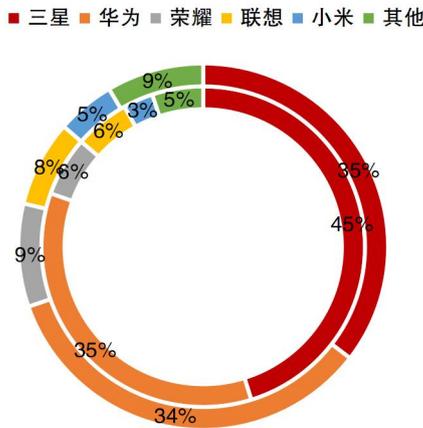


资料来源: Display 技术公众号, Omdia, 华源证券研究所

3.1.2. 折叠屏在智能手机领域快速渗透

手机厂商密集布局, 折叠屏有望迎来快速渗透期。根据 TrendForce 数据, 2025 年全球折叠手机出货量预计将达 1980 万台, 渗透率约 1.6%, 与 2024 年持平, 尽管品类增速有所放缓, 但折叠手机逐渐成为中高阶市场的技术焦点, 三星、华为、荣耀、小米等各大厂商正加速布局新品。三星在折叠机占据领先地位, 已推出新一代旗舰机 Galaxy Z Fold7; 华为在国内市场表现强劲; 小米凭借 MIX Flip 系列打入轻量折叠机市场。考虑到折叠屏手机领域的激烈竞争, TrendForce 预计三星在 2025 年的市占率将下降至 35%, 仅略高于华为。同时, 国内手机厂商份额快速攀升, 预计也将促进国产 OLED 出货量提升。

图表 46: 2024 (内) & 2025E (外) 全球折叠手机厂商市占率 (单位: %)



资料来源: Trendforce, 华源证券研究所

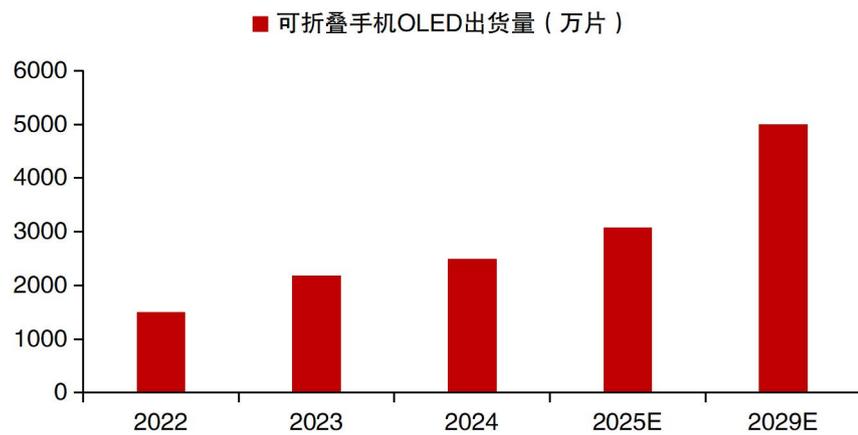
图表 47: 中国折叠屏手机出货量及增速



资料来源: IDC, 华源证券研究所

折叠屏手机推广或拉动 OLED 出货量快速增长。根据 UBI Research 数据, 2025 年上半年, 公司折叠屏手机 OLED 出货量在国内稳居第一, 第二季度出货量为 180 万片, 仅次于三星, 主要系三星受 Galaxy Z Fold 7 全面量产的推动, OLED 出货量大幅提升。同时, IDC 预计 2025 年全球折叠屏手机市场出货量约 1983 万台, 同比增长 6.0%, 至 2029 年预计出货量将接近 2729 万台, 整体保持增长, 且中国市场占全球折叠屏手机市场的比例将稳定在 40% 以上。公司折叠屏 2024 年出货量超 700 万片 (国内全年约 900 万片), 同比增长超 40%, 国内市占率进一步提升, 高达近 80%, 公司和客户合作独供的“Z”形三折屏市场反响热烈, 体现了公司在折叠屏领域强劲的技术实力。考虑到公司和北美大客户的良好合作关系, 以及国内折叠屏手机产品的持续推出, 公司折叠屏手机 OLED 出货量有望维持增长。

图表 48：全球可折叠屏手机 OLED 出货量

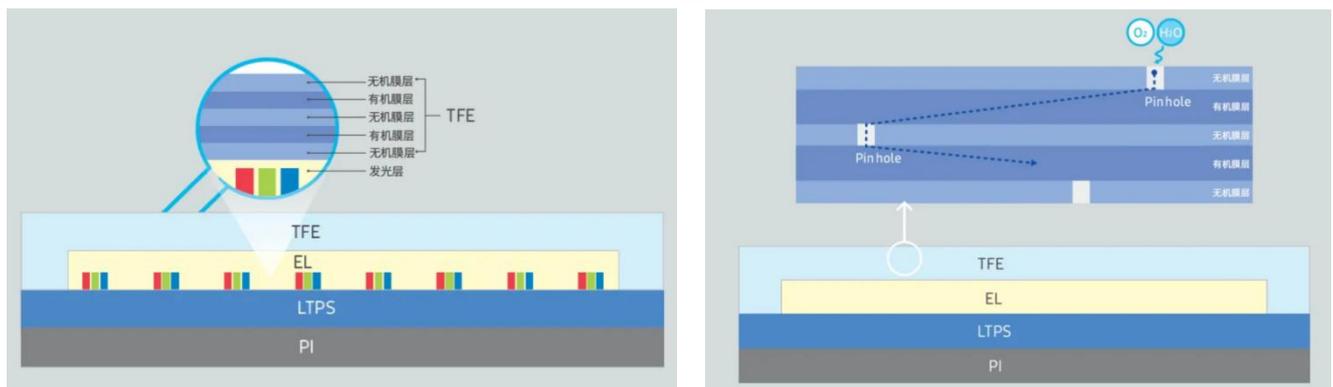


资料来源：Wit Display 公众号，UBI Research，华源证券研究所

3.1.3. 柔性 OLED 的封装和结构创新

柔性 OLED 采用薄膜封装 (TFE, Thin Film Encapsulation) 技术。一般刚性 OLED 使用玻璃作为基板，因此其封装工艺也是在完成蒸镀的 LTPS 基板上覆盖玻璃，在边缘部分涂抹密封胶 (Seal) 进行黏合，以防止氧气和水分进入。而柔性 OLED 使用柔性聚酰亚胺 (PI, Polyimide) 材料的基板代替玻璃，因此封装工艺也必须制作具有柔韧性的薄膜封装。薄膜封装可以看作是在完成蒸镀步骤的面板上薄薄地成膜的一体式封装，与用单一层覆盖的一般封装工艺不同，薄膜封装由无机膜和有机膜组成的多个层构。其中，无机膜具有良好的阻挡水分和空气渗入的特性，但由于材料特性存在颗粒，因此会产生被称为针孔 (Pin Hole) 的孔洞，如果只使用无机膜单一层，空气和水分会迅速渗入，产生暗点。无机膜和有机膜交替成膜，则可以将上下无机膜的孔洞在空间上分离，延长渗入路径，防止空气和水分到达发光层。

图表 49：柔性 OLED 采用的 TFE 封装技术示意图

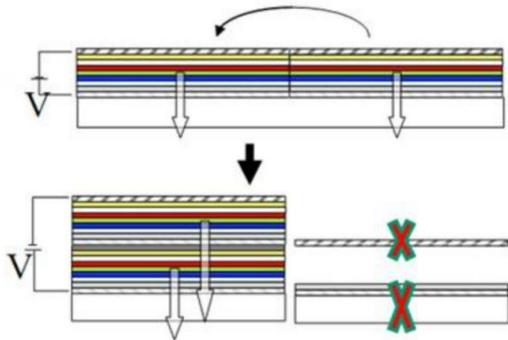


资料来源：OLEDindustry 公众号，华源证券研究所

Tandem OLED 进入高端手机领域。Tandem OLED，即串联式 OLED，是将多个传统的 OLED 器件，通过连接层互相串联叠加而形成的一种高效率 OLED 器件结构。其中每个传统 OLED 模块均具有各自完整的功能层，包括电洞/电子注入层、电洞/电子传输层以及发光层。由于所有 OLED 模块共用一个阳极和一个阴极，所以有效节省了原材料。此外，Tandem OLED 器件的各 OLED 模块之间相互独立，在材料选择和搭配上有非常大的灵活性，且可以分别进行性能各自优化，同时也易于实现对颜色的调节。目前，公司 Tandem OLED 主要应用在一

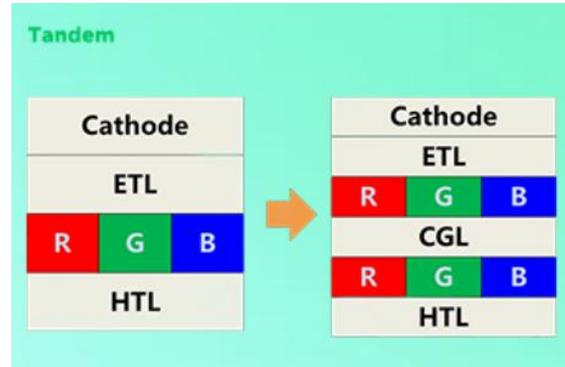
线品牌客户高端旗舰手机、平板及车载显示领域中，公司预计 2025 年其 Tandem OLED 出货规模有望突破百万级，未来随着良率提升与成本降低，渗透率将持续提升。

图表 50: Tandem OLED 结构



资料来源：壹光科技官网，华源证券研究所

图表 51: 京东方 Tandem 双层堆叠方案

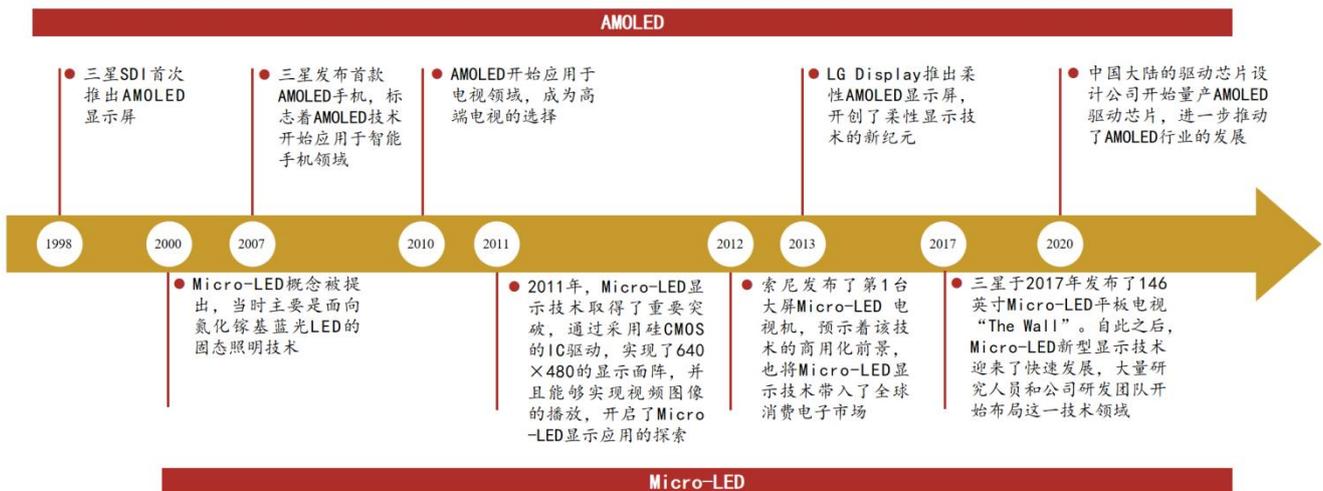


资料来源：京东方 BOE 公众号，华源证券研究所

自发光技术主要有 AMOLED (Active-Matrix OLED) 和 Micro-LED 两种路径：AMOLED 是有源驱动式 OLED，为目前 OLED 行业的主流应用。区别于 PMOLED (Passive-Matrix OLED)，AMOLED 具有 TFT 阵列，可独立地控制每个像素点的发光情况，具有显示效果佳、耗电低、柔性高和超轻薄等优点，广泛运用于智能手机、汽车电子、智能穿戴等产品，也可用于高端及中大尺寸的屏幕。

Micro-LED 采用的是无机化合物半导体材料 (III 族氮化物半导体)，具有非常好的稳定性，寿命显著长于 OLED 显示芯片，且已证实其亮度可达 100 万 ~ 1000 万 cd/m^2 ，是 OLED 和 LCD 显示技术亮度的 100~1000 倍，成为高亮显示应用 (如增强/虚拟现实眼镜、车载显示、机载显示等) 的最佳选择，是产业界和学术界均较为看好的新型显示技术。但该技术目前主要停留在原型机和样机展示阶段，尚未实现大规模量产，成本和良率是最关键挑战。

图表 52: AMOLED vs MicroLED 发展路径



资料来源：《中国 AMOLED 驱动 IC 显示模组行业市场调查报告》卓越策略，《Micro-LED 新型显示技术的现状、挑战及展望》庄喆等，华源证券研究所

3.2. 供需复盘

3.2.1. 供给：海外产线水平较高，大陆奋力追赶，技术壁垒逐步瓦解

韩国厂商在 AMOLED 具备市场优势，国内厂商加速追赶。根据 Omdia 数据，2022 年全球中小尺寸 AMOLED 出货量中，三星显示和 LG 分别占据 56% 和 11% 的份额，分别排名第一、第三，优势较大。其中，三星显示为苹果重要供应商，据财联社报道，三星显示第 8.6 代 OLED 产线将于 2025 年底启动试运行，并计划于 2026 年第二季度全面量产，而据 IT 之家报道，苹果预计在 2026 年下半年发布的 OLED 版 MacBook Pro，三星显示预计为目前唯一的供应商。与此同时，大陆厂商在产能布局方面加速追赶，京东方、华星光电、天马、维信诺等均具备较强第 6 代线 AMOLED 的量产能力。此外，全球目前正在建的 3 条第 8.6 代 AMOLED 生产线，其中两条归属于国内厂商京东方和合肥国显（维信诺），体现了国产厂商在技术方面的积极进取。

图表 53：全球主要厂商 AMOLED 产线布局

国家和地区	厂商	地区	世代线	投产时间
韩国	三星 SDI	汤井	G5.5 (A2)	已投产
		牙山	G6 (A3)	已投产
		汤井	G6 (A4)	已投产
		牙山	G6 (A5)	已投产
		牙山	G8.6 (A6)	在建
	乐金 LG Display	庆尚北道	G6, G8-9	已投产
中国大陆	京东方	京畿道	G6	已投产
		中国广州	G8.5	已投产
		成都	G6	2017 年 5 月
		绵阳	G6	2019 年 7 月
	华星光电	重庆	G6	2021 年 12 月
		成都	G8.6	在建
		深圳	G11	2019 年 11 月
		武汉	G6	2020 年 1 月
	天马	深圳	G11	2021 年初
		上海	G5.5	2015 年 12 月
		厦门	G6	2016 年 12 月
		武汉	G6	2018 年 6 月
		厦门	G6	2022 年 2 月
		固安	G6	2018 年 5 月
维信诺	合肥	G6	2020 年 12 月	
	合肥	G8.6	在建	
和辉光电	上海	G6	2019 年 1 月	

资料来源：液晶网公众号，Display 之家公众号，集邦 Display 公众号等，华源证券研究所。注：数据更新截至 2025 年 9 月 22 日。

国产厂商逐步打破核心技术壁垒，蒸镀设备、显示驱动芯片、终端材料等领域加速国产化。OLED 发光器件的制备方法主要有真空蒸镀法和喷墨打印，前者是目前中小尺寸面板量产使用的主要技术，后者技术尚未成熟、未形成产业化，因此蒸镀设备至关重要。日本佳能 Tokki 垄断了蒸镀机的大部分市场，国内第 6 代 OLED 产线大部分使用其产品。但随着国内持续推进技术研发，这一“卡脖子”环节已实现重大突破，如合肥欣奕华已完成从 G1 到高世代显示蒸镀机系列产品国产化开发，小世代整机以及部分高世代蒸镀机关键核心装置已成功交付客户量产应用。

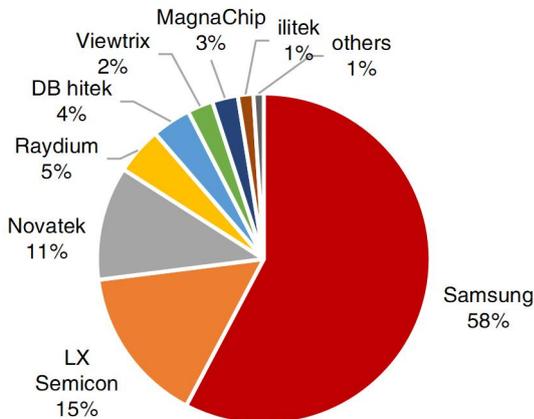
图表 54：大陆面板厂主要 OLED 产线所用蒸镀机

面板厂	产线地区	世代	蒸镀机厂家
京东方	成都	6	Tokki
	绵阳	6	Tokki
	重庆	6	Tokki
TCL 华星	福清	6	/
	武汉	6	Tokki
天马	武汉	6	爱发科+Tokki
	厦门	6	/
和辉光电	上海	6	爱发科
维信诺	固安	6	Tokki
	合肥	6	Tokki

资料来源：奥来德招股说明书，华源证券研究所

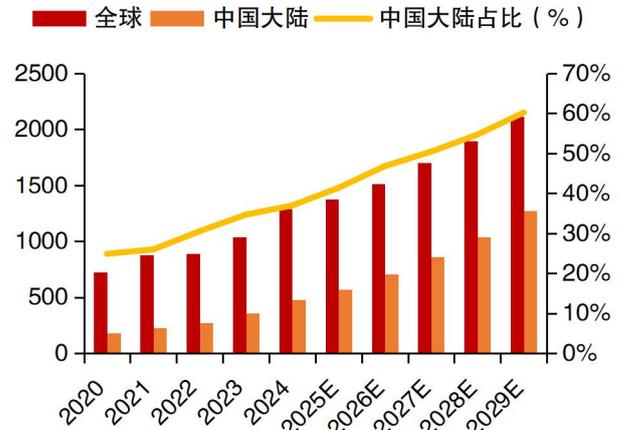
显示驱动芯片领域，国产厂商市场份额快速爬坡。根据云英谷科技招股说明书（草拟版）披露的数据，2024 年，AMOLED DDIC（显示驱动芯片）全球销售量为 12.92 亿颗，其中，中国大陆厂商市占率约为 37%，预计将于 2029 年达到 60.2%，2024-2029 年中国 AMOLED DDIC 销售量的年复合增速预计达 21.6%，显著高于全球增速。手机为目前最大的终端应用市场，未来车载、电视、可穿戴设备等应用或提供更大的增长驱动。韩国、中国台湾是主要供应商，但目前大陆厂商正奋力追赶，云英谷科技跻身手机 AMOLED DDIC 领域全球前五大供应商。

图表 55：2022 年全球手机 AMOLED DDIC 市场份额



资料来源：Omdia，华源证券研究所

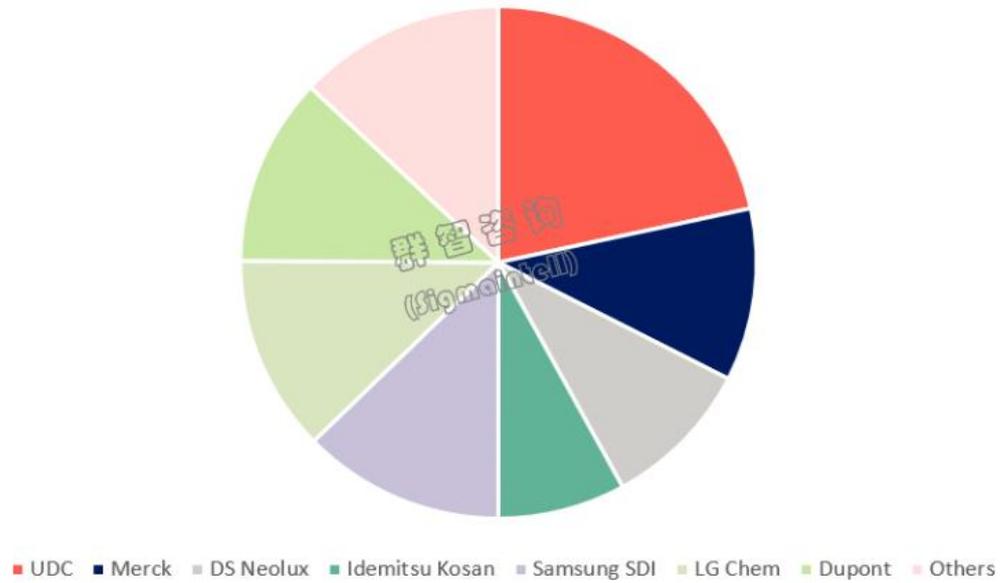
图表 56：AMOLED DDIC 销售量及大陆占比（单位：百万颗）



资料来源：云英谷科技公司公告，Omdia，Expert Interview，弗若斯特沙利文，华源证券研究所

终端材料海外专利陆续到期，国内厂商或建立后发优势。OLED 材料包括中间体、前端材料和终端材料，其中中间体和前端材料国内布局企业众多，发展领先全球，但终端材料由于专利限制，主要由美、德、日、韩厂商垄断。但随着海外公司早期核心专利在 2017-2020 年间陆续到期，如美国 UDC 磷光专利于 2017 年年底到期，日本出光兴产蓝色荧光材料的核心专利也在 2018 年到期等，面板厂出于寻求高性价比材料供应商、供应链安全等需求，国内材料商或将具备显著的后发优势。目前，国内 OLED 终端材料供应商主要为奥来德和莱特光电，同时，产业链各环节积极推进终端材料国产化进程，部分面板企业向上游延伸，如由维信诺下属材料研究部门分拆成立的鼎材科技专注研产新一代 OLED 发光材料，华星光电成立子公司华睿光电开发 OLED 发光材料。

图表 57：2023 年全球 OLED 终端材料市场份额占比（单位：%）



资料来源：群智咨询公众号，华源证券研究所

3.2.2. 需求：中尺寸需求或提升 OLED 市场规模

全球 OLED 面板出货持续增长，智能手机领域快速渗透，IT 应用领域增长迅猛。根据 Omdia 数据，2024 年全球智能手机显示面板市场同比增长 7%，出货量达 15.5 亿台，连续两年保持增长。其中，AMOLED 显示面板表现尤为突出，总出货量增至 7.84 亿台，同比增长 26%，在 2024 年首次超越 TFT LCD，市场份额占比达到智能手机显示面板总出货量的 51%。

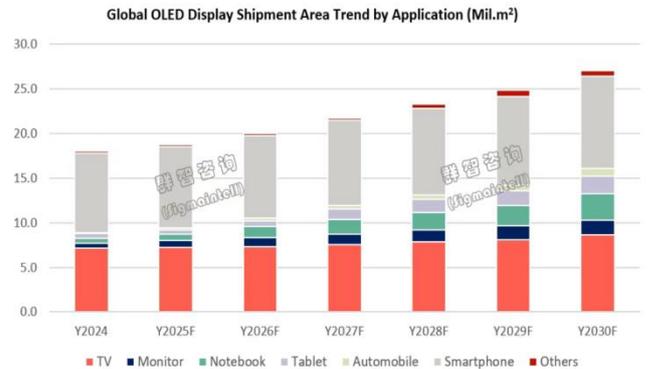
除了广泛应用于智能手机等领域，OLED 面板在中尺寸的 IT 应用（显示器、笔记本电脑、平板电脑）领域同样增长迅速。根据群智咨询数据，2024 年，全球 OLED 显示面板出货面积跃升至约 1800 万平方米，较上年同比增长 36%。其中，IT 应用 OLED 显示面板出货面积达到 170 万平方米，同比增幅高达 142%，主要来源于：一方面消费者对电子产品显示质量、便携性及功耗表现提出更高要求，OLED 面板在色彩还原、低蓝光护眼等方面优势契合需求；另一方面，厂商积极布局高端产品线，如戴尔、联想、苹果等推出搭载 OLED 屏幕的笔记本电脑、平板电脑，拓展了 OLED 在 IT 领域的应用边界。

图表 58：全球智能手机显示屏出货量（按技术类别）



资料来源：Omdia，华源证券研究所

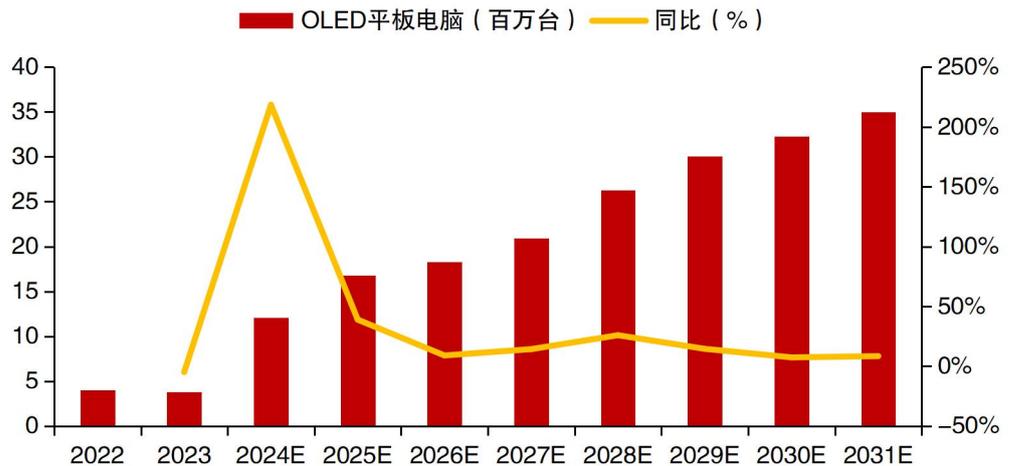
图表 59：全球 OLED 面板出货结构（按面积）



资料来源：群智咨询，华源证券研究所

苹果或成为引领中尺寸 OLED 市场增长的重要驱动因素。根据 Omdia 预测,苹果在 iPad Pro 系列中使用混合 OLED,其需求将带动 OLED 显示屏市场增长,预计到 2031 年,用于平板电脑的 OLED 显示器的出货量预计将增加至 3500 万台。此外,据 IT 之家报道,苹果 OLED 版 MacBook Pro 笔记本预计将于 2026 年发布,将采用 OLED 面板取代 Mini LED,预计年出货量约 500 万台,进一步推动中尺寸 OLED 市场增长。此次,三星显示凭借对 8.6 代 OLED 生产线的大规模投资,成为了新款 MacBook Pro 的独家供应商。公司成都第 8.6 代线预计也将在 2026 年量产,未来同样有希望打入苹果供应链。

图表 60: 全球 OLED 平板电脑出货量及增速



资料来源: 全球 TMT 公众号, Omdia, 华源证券研究所

4. 盈利预测与评级

4.1. 盈利预测拆分表

公司是显示面板行业领军企业,以半导体显示为核心业务,物联网创新、传感器及解决方案、MLED、智慧医工融合发展,构建了“1+4+N+生态链”的发展架构。核心显示器件业务中,LCD 业务迎来收获期,OLED 业务蓬勃发展,预计公司营收将维持增长。

显示器件业务:显示器件为公司核心业务,包括 LCD 和 OLED。LCD 方面,业内厂商折旧陆续到期,普遍采取“按需生产”策略,灵活调整产线稼动率,供需格局趋于平衡,盈利能力或得到改善。OLED 方面,公司已构建起产能规模和技术优势,在柔性 AMOLED 领域全面覆盖手机主要 Top 品牌客户,同时积极布局车载、IT 等中尺寸创新应用,抢抓市场机遇,匹配下游客户需求。我们预计 2025/2026/2027 年营收增速为 8.47%/7.17%/7.40%。

MLED 业务:公司 MLED 业务持续完善产业链条,业绩经营向好。直显业务经营改善明显,COB 新产线顺利点亮;背光业务产品竞争力进一步强化,在 NB、MNT、车载等细分领域推出多款高端产品。我们预计 2025/2026/2027 年营收增速为 50.00%/30.00%/30.00%。

物联网创新业务:该业务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,提

供多种整体解决方案。公司深耕细分市场，行业影响力显著提升，我们预计 2025/2026/2027 年营收增速为 10.00%/10.00%/10.00%。

智慧医工业务：该业务提供健康医疗、智慧康养、医工融合产品等服务与解决方案，公司持续强化数字医院运营能力，品牌影响力显著提升，我们预计 2025/2026/2027 年营收增速为 20.00%/20.00%/20.00%。

传感业务：公司聚焦于 FPD、智慧视窗、MEMS、工业传感、玻璃基封装载板业务，持续深耕高潜航道，与多家头部客户达成合作，推动业务高质发展。我们预计 2025/2026/2027 年营收增速为 20.00%/30.00%/30.00%。

图表 61：盈利预测拆分表（单位：亿元，%）

项目	2024A	2025E	2026E	2027E
显示器件业务				
营业收入（亿元）	1650.04	1789.74	1918.07	2060.00
yoy	12.21%	8.47%	7.17%	7.40%
毛利率（%）	12.76%	18.00%	20.00%	22.00%
MLED 业务				
营业收入（亿元）	84.83	127.25	165.43	215.05
yoy	49.76%	50.00%	30.00%	30.00%
毛利率（%）	5.78%	6.00%	7.00%	8.00%
物联网创新业务				
营业收入（亿元）	338.29	372.12	409.33	450.26
yoy	-13.04%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率（%）	10.59%	10.00%	10.00%	10.00%
智慧医工业务				
营业收入（亿元）	18.39	22.07	26.48	31.78
yoy	-34.13%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率（%）	-3.26%	10.00%	15.00%	15.00%
传感业务				
营业收入（亿元）	3.86	4.64	6.03	7.84
yoy	-4.58%	20.00%	30.00%	30.00%
毛利率（%）	21.23%	21.00%	21.00%	22.00%
其他及内部抵销				
营业收入（亿元）	-111.61	-111.61	-111.61	-111.61
yoy	-36.25%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率（%）	-44.96%	-44.96%	-44.96%	-44.96%
公司合计				
收入（亿元）	1983.81	2204.20	2413.73	2653.33
yoy	13.66%	11.11%	9.51%	9.93%
毛利率（%）	15.20%	19.07%	20.36%	21.56%

资料来源：wind，华源证券研究所

4.2. 相对估值

我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 85.41/117.15/154.54 亿元，同比增速分别为 60.44%/37.16%/31.92%，当前股价对应的 PB 分别为 1.17/1.08/0.98 倍。我们选取深天马 A、TCL 科技为可比公司，测得 2025 年 PB 均值为 1.23 倍。鉴于公司 LCD 产线折旧即将结束、业务进入收获期，且柔性 OLED 产品持续放量，创新业务稳步推进，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 62：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价			每股净资产			PB		
		2026-02-04	25E	26E	27E	25E	26E	27E		
000050.SZ	深天马 A	9.45	11.54	11.80	12.21	0.82	0.80	0.77		
000100.SZ	TCL 科技	4.92	3.01	3.26	3.62	1.64	1.51	1.36		
	算术平均					1.23	1.16	1.07		
000725.SZ	京东方 A	4.39	3.75	4.06	4.48	1.17	1.08	0.98		

资料来源：ifind，华源证券研究所。注：收盘价为元，每股净资产单位为元/股，深天马 A、TCL 科技盈利预测来自 ifind 一致预期，京东方 A 盈利预测来自华源证券研究所。

5. 风险提示

补贴政策不及预期：2025 年一季度，受益于国补政策刺激，终端需求旺盛，行业整体稼动率良好，但若后续补贴政策或政策效果不及预期，下游需求可能有所收缩。

行业景气度不及预期：面板行业较为成熟，产品价格主要是受供需关系影响，若下游需求疲软、行业竞争格局恶化，可能导致产品价格走低，影响公司业绩表现。

地缘政治风险：2025 年二季度以来，国际贸易环境和政策边际效应发生变化，面板采购需求有所降温，而公司 2024 年海外营收占比较大近 50%，若未来地缘政治出现不利变动，可能影响公司海外业务，进而影响整体业绩。

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	74,253	69,305	99,402	135,174
应收票据及账款	37,300	41,439	45,377	49,882
预付账款	634	705	772	849
其他应收款	813	903	989	1,087
存货	23,313	24,722	26,639	28,843
其他流动资产	7,074	7,380	7,785	8,249
流动资产总计	143,387	144,454	180,964	224,083
长期股权投资	13,533	14,893	16,252	17,611
固定资产	205,659	200,603	202,177	179,587
在建工程	30,159	32,730	20,150	30,150
无形资产	11,263	10,466	9,928	9,345
长期待摊费用	598	499	383	300
其他非流动资产	25,378	25,626	25,697	25,854
非流动资产合计	286,591	284,817	274,587	262,848
资产总计	429,978	429,271	455,551	486,931
短期借款	1,563	1,763	1,863	1,963
应付票据及账款	38,113	40,416	43,550	47,153
其他流动负债	75,585	71,805	79,353	86,903
流动负债合计	115,261	113,984	124,766	136,020
长期借款	101,564	91,564	92,564	93,564
其他非流动负债	8,607	8,607	8,607	8,607
非流动负债合计	110,171	100,171	101,171	102,171
负债合计	225,432	214,155	225,936	238,190
股本	37,645	37,414	37,044	37,044
资本公积	52,208	52,439	52,808	52,808
留存收益	43,085	51,520	63,090	78,352
归属母公司权益	132,938	141,373	152,942	168,205
少数股东权益	71,609	73,744	76,673	80,536
股东权益合计	204,546	215,116	229,615	248,741
负债和股东权益合计	429,978	429,271	455,551	486,931

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	4,145	8,359	12,326	17,000
折旧与摊销	38,422	39,193	42,690	44,448
财务费用	1,224	2,733	2,178	1,325
投资损失	541	-371	-371	-371
营运资金变动	267	-7,491	4,268	3,807
其他经营现金流	3,138	2,793	2,803	2,803
经营性现金净流量	47,738	45,216	63,894	69,012
投资性现金净流量	-32,650	-37,524	-32,574	-32,824
筹资性现金净流量	-5,517	-12,639	-1,223	-416
现金流量净额	9,912	-4,947	30,096	35,772

利润表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	198,381	220,420	241,373	265,333
营业成本	168,222	178,385	192,218	208,123
税金及附加	1,296	1,482	1,589	1,755
销售费用	1,995	2,217	2,428	2,669
管理费用	6,219	6,910	7,566	8,317
研发费用	13,123	14,341	15,784	17,355
财务费用	1,224	2,733	2,178	1,325
资产减值损失	-3,624	-4,027	-4,410	-4,847
信用减值损失	-112	-71	-77	-85
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	-541	371	371	371
公允价值变动损益	522	0	0	0
资产处置收益	96	40	40	40
其他收益	2,288	2,288	2,288	2,288
营业利润	4,931	12,954	17,822	23,556
营业外收入	216	216	216	216
营业外支出	61	73	73	73
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	5,086	13,098	17,966	23,700
所得税	940	2,422	3,322	4,382
净利润	4,145	10,676	14,644	19,318
少数股东损益	-1,178	2,135	2,929	3,864
归属母公司股东净利润	5,323	8,541	11,715	15,454
EPS(元)	0.14	0.23	0.32	0.42

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	13.66%	11.11%	9.51%	9.93%
营业利润增长率	224.67%	162.73%	37.57%	32.18%
归母净利润增长率	108.97%	60.44%	37.16%	31.92%
经营现金流增长率	24.64%	-5.28%	41.31%	8.01%
盈利能力				
毛利率	15.20%	19.07%	20.36%	21.56%
净利率	2.09%	4.84%	6.07%	7.28%
ROE	4.00%	6.04%	7.66%	9.19%
ROA	1.24%	1.99%	2.57%	3.17%
估值倍数				
P/E	30.55	19.04	13.88	10.52
P/S	0.82	0.74	0.67	0.61
P/B	1.24	1.17	1.08	0.98
股息率	0.04%	0.07%	0.09%	0.12%
EV/EBITDA	7	6	5	4

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。