东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

中小盘行业深度报告

光学光电子：产业链位置的毛利率分层

2026 年 11 月 21 日

增持（维持）

证券分析师 汤军
执业证书：S0600517050001
021-60199793
tangj@dwzq.com.cn

投资要点

1. 面板这一轮涨价没有落到毛利率上。2026 年前三季度面板制造组毛利率同比 -2.05 个百分点，为四类环节中降幅最大，第三季度单季归母净利率 -4.12%。
2. 毛利率高低主要取决于所处环节。前三季度光学元件与膜材毛利率同比 +0.76 个百分点，四类中只有这一组上升；毛利率同比与总市值的相关系数只有 0.098。
3. 面板链内部，大市值公司毛利率并未更高。前三季度毛利率同比，100 亿元以上 10 只为 -1.22 个百分点，100 亿元以下 23 只为 -1.02 个百分点，大市值降幅反而多 0.20 个百分点。
4. 光学元件与膜材的改善集中于少数品种。前三季度 32 只中 17 只毛利率同比上升，净利润合计 18.08 亿元，水晶光电、蓝特光学、福晶科技三家占 99.4%。
5. 营业收入收缩的样本贡献了本期全部亏损。前三季度营业收入同比为负的 40 只，归母净利润合计 -27.82 亿元；经营现金流为负的有 34 只。
6. 估值的位置高于盈利的位置。11 月 17 日 PE(TTM) 中位 54.32 倍、PB 中位 2.95 倍，而前三季度归母净利润同比中位 -14.62%；PB 6 倍以上 22 只近 20 日跌幅最浅。
7. 毛利率最强的环节，股价跌幅最大。近 60 个交易日光学元件与膜材下跌 23.37%，面板制造下跌 18.13%；前者 PB 中位 4.04 倍，后者 2.91 倍。

■ **风险提示：**面板价格若在第四季度重新下行，面板制造组的毛利率与净利率将进一步收窄；成本端若出现第二波上涨，显示模组与背光缺乏转嫁能力；光学元件与膜材的改善集中于少数品种，净利润的 99.4% 由三家贡献；估值处于高位而前三季度归母净利润同比中位 -14.62%，修复不及预期则有回归压力；30 只前三季度亏损中，前三家合计亏损 50.89 亿元；样本内 4 只主营在 2026 年内变更，财务数据不代表行业；申万二级与三级的分组不能互相替代；第三方报价未经原始数据库核验。

相关研究

《消费电子：业务模式分层与权重集中》

2026-11-20

《水泥：区域分层与资产负债表》

2026-11-19

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 核心发现：跌幅小于小盘指数，毛利率比上年更薄 4
2. 环节归并：从申万三级到四类位置 5
3. 前三季度：毛利率的环节差 7
4. 价格节奏：累计毛利率的三档轨迹 9
5. 规模不是分界线 10
6. 位置、成交与估值 12
7. 主要判断与跟踪指标 14
8. 风险提示 15

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图表目录

表 1：五个产业链环节的样本与市值结构.....6
表 2：五个产业链环节的区间涨跌与成交.....6
表 3：五个产业链环节的毛利率与盈利.....8
表 4：2026 年前三季度营业收入增速的三档分布.....8
表 5：累计毛利率的三档轨迹（2026 年一季度、上半年、前三季度）.....10
表 6：按总市值四档的盈利与行情.....11
表 7：面板链与非面板链按市值二分后的四格对照.....11
表 8：近 20 个交易日涨跌幅两端各六只.....13
表 9：按市净率四档的行情与财务.....13

请务必阅读正文之后的免责声明部分

1. 核心发现：跌幅小于小盘指数，毛利率比上年更薄

2026 年 11 月 17 日，A 股主要指数涨跌互现。国证 2000 指数收于 8084.80 点，下跌 1.39%；深证成指收于 10638.52 点，下跌 0.49%；沪深 300 指数收于 3976.46 点，下跌 0.08%；科创 50 指数收于 1221.19 点，上涨 0.62%。

本报告所指光学光电子为申万二级行业分类名称，隶属申万一级电子，下含面板、LED、光学元件三个申万三级环节。样本取该行业全部 A 股 95 只，其中面板 39 只、LED 30 只、光学元件 26 只，不做事前市值筛选。按 11 月 17 日收盘价计，样本市值合计 11724.87 亿元，中位 53.92 亿元，京东方 A 一家占 13.54%，市值低于 50 亿元的 44 只。清越科技自 9 月 10 日起停牌，无 11 月 17 日收盘价，其行情与财务数据均不进入统计，全篇口径为 94 只。

以 2026 年 4 月 27 日为基期（当日定为 100），至 11 月 17 日，本报告自算的两个口径都跑赢中小盘基准（国证 2000）。等权指数降至 80.79，即自基期累计下跌 19.21%；总市值加权指数降至 86.29，即自基期累计下跌 13.71%。同期国证 2000 下跌 26.12%，深证成指下跌 29.06%，科创 50 下跌 19.04%，沪深 300 下跌 16.65%。等权口径跑赢国证 2000 达 6.91 个百分点，市值加权跑赢 12.41 个百分点；对沪深 300，等权落后 2.56 个百分点，市值加权领先 2.94 个百分点。

最近 5 个、20 个、60 个交易日的相对强弱并不一致。近 5 个交易日（11 月 10 日收盘至 11 月 17 日收盘）等权指数下跌 6.66%，国证 2000 下跌 7.59%，领先 0.93 个百分点；近 20 个交易日（10 月 20 日收盘至 11 月 17 日收盘）等权指数下跌 8.48%，国证 2000 下跌 10.09%，领先 1.61 个百分点；近 60 个交易日（8 月 17 日收盘至 11 月 17 日收盘）等权指数下跌 20.00%，国证 2000 下跌 22.02%，领先 2.02 个百分点。市值加权指数在近 60 个交易日转为落后 0.45 个百分点。

股价表现好于盈利。2026 年前三季度，94 只中归母净利润为正的 64 只、为负的 30 只；销售毛利率中位 18.56%，比上年同期低 0.52 个百分点，可比 92 只中上升 39 只、下降 53 只；销售净利率中位 2.22%，低 1.21 个百分点；归母净利润同比中位 -14.62%。

面板价格与成本在 2026 年走的是两个方向。电视面板只在第一季度环比上行，二季度转平、三季度回落，上半年均价仍低于上年同期；同期零部件与材料是全品类、逐季加码的百分比上涨。价格端涨幅有限、成本端持续抬升，2026 年前三季度面板制造组 10 只毛利率同比中位 -2.05 个百分点，为四类中降幅最大；光学元件与膜材 32 只为 +0.76 个百分点，四类中只有这一组上升。总市值与毛利率同比的相关系数只有 0.098，毛利率的差异更多来自所处环节。

口径需要先说明。产业链位置依据主营业务构成逐只归入，不直接沿用申万三级。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

三季报不披露主营构成明细，分类取 2026 年中报（最近一期披露），与前三季度利润表存在期间差异。TCL 科技主营含光伏硅片，上半年半导体显示约占营业收入 63.7%，仍按面板制造归组但单独标注。宇顺电子、华塑控股、经纬辉开主营在 2026 年内变更，与设备商联得装备一并归入其他。惠科股份与视涯科技无上年同期毛利率，不进入同比口径。

2. 环节归并：从申万三级到四类位置

分层要把谁直接面对面板价格、谁在承担成本分开，申万三级不够用。三级口径下面板 39 只，自有阵列与成盒产线、按面积报价的只有 10 只，另外 19 只做模组、背光、触控与整机组装，6 只做偏光片、液晶材料、光学膜与显示玻璃；LED 29 只，其中隆利科技、南极光、宝明科技、芯瑞达四家的主营条目是背光模组；光学元件 26 只与按主营归并的结果一致。把 39 只面板放在同一组，等于把面板厂、模组厂与膜材厂混在一起。

本报告按主营构成逐只归入四类，另设其他一类。面板制造 10 只，收入靠面板按面积出货，毛利率由面板报价与产线折旧决定；显示模组与背光 23 只，采购面板或芯片做后段加工与整机，成本端同时承受面板与零部件涨价；光学元件与膜材 32 只，产品是镜头、棱镜、滤光片、偏光片、液晶材料与光学膜，客户是面板厂、模组厂或终端；LED 25 只，产品是芯片、封装、显示屏与照明，周期与面板报价基本无关；其他 4 只，2026 年内主营变更或主业为设备。只数最多的是光学元件与膜材，市值占比最高的却是只有 10 只的面板制造：面板制造占 44.22%、中位 252.82 亿元，光学元件与膜材占 27.33%、中位 55.34 亿元，两者市值中位相差 4.6 倍。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表1：五个产业链环节的样本与市值结构

环节	只数	市值合计	市值占比	市值中位	均额中位	盈利只数
面板制造	10	5185.01	44.22%	252.82	1.81	5
模组背光	23	1326.87	11.32%	52.20	1.03	18
光学元件	32	3204.42	27.33%	55.34	2.22	25
LED	25	1806.39	15.41%	39.68	1.29	14
其他	4	202.18	1.72%	40.78	1.14	2
合计	94	11724.87	100.00%	53.92	1.34	64

数据来源：Wind，交易所公开行情数据，上市公司定期报告，东吴证券研究所；第一列“模组背光”为显示模组与背光的简称，“光学元件”为光学元件与膜材的简称；产业链环节按 2026 年中报主营业务构成逐只归入（三季报不披露该明细），规则见正文第二节；市值为 11 月 3 日股本口径乘以 11 月 17 日收盘价与 11 月 3 日收盘价之比缩放，单位亿元，“市值合计”为组内加总、“市值中位”为组内中位数；均额中位为近 20 个交易日日均成交额中位数，单位亿元；盈利只数为 2026 年前三季度归母净利润为正的家数；样本 95 只中清越科技自 9 月 10 日起停牌，无 11 月 17 日收盘价，行情与财务数据均不进入统计，全篇口径为 94 只；百分数单位均为 %，数据截至 2026 年 11 月 17 日收盘。

表2：五个产业链环节的区间涨跌与成交

环节	只数	5 日	20 日	60 日	基期以来	位置	量比
面板制造	10	-5.09%	-6.28%	-18.13%	-23.58%	1.77%	0.71
模组背光	23	-8.52%	-13.65%	-18.67%	-24.21%	6.15%	0.77
光学元件	32	-7.04%	-6.44%	-23.37%	-29.96%	8.19%	0.89
LED	25	-6.99%	-6.50%	-15.80%	-30.18%	5.11%	0.68
其他	4	-7.58%	-5.24%	-21.87%	-7.23%	13.89%	0.68
全样本	94	-7.01%	-8.30%	-20.37%	-26.52%	6.16%	0.77

数据来源：Wind，交易所公开行情数据，上市公司定期报告，东吴证券研究所；第一列“模组背光”为显示模组与背光的简称，“光学元件”为光学元件与膜材的简称；各列为组内中位数；5 日为 11 月 10 日收盘至 11 月 17 日收盘，20 日为 10 月 20 日收盘至 11 月 17 日收盘，60 日为 8 月 17 日收盘至 11 月 17 日收盘，基期以来为 4 月 27 日收盘至 11 月 17 日收盘，均为前复权；位置为最近 115 个交易日收盘点位在区间最高与最低之间的位次；量比为近 5 个交易日日均成交额与近 60 个交易日日均成交额之比；百分数单位均为 %，数据截至 2026 年 11 月 17 日收盘。

行情分歧出现在 20 日与 60 日之间。近 20 个交易日，显示模组与背光下跌 13.65%，是四类中跌幅最深的，面板制造下跌 6.28%、光学元件与膜材下跌 6.44%、LED 下跌 6.50%，模组背光的跌幅是其余三类的两倍。近 60 个交易日排序反转，LED 下跌 15.80% 最浅，光学元件与膜材下跌 23.37% 最深。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

区间位置与成交同步走低。四类的区间位置中位分别是面板制造 1.77%、LED 5.11%、显示模组与背光 6.15%、光学元件与膜材 8.19%，都落在近 115 个交易日区间的下沿附近；量比中位为 0.71、0.68、0.77、0.89。

3. 前三季度：毛利率的环节差

2026 年前三季度最清楚的一条分界线是毛利率。面板制造 10 只销售毛利率中位 13.57%，比上年同期低 2.05 个百分点；显示模组与背光 23 只 15.36%，低 0.86 个百分点；LED 25 只 20.21%，低 0.75 个百分点；光学元件与膜材 32 只 29.61%，高 0.76 个百分点。四类主要环节中只有光学元件与膜材的毛利率同比为正，其毛利率水平比面板制造高 16.04 个百分点。全样本中位 18.56%、低 0.52 个百分点，掩盖了 -2.05 与 +0.76 之间的差距。

面板制造组毛利率的下降不是个别现象。按前三季度销售毛利率同比计，8 只有上年同期可比数据的公司中 7 只下降，只有京东方 A 上升 0.85 个百分点；降幅最大的是维信诺 -6.42 个百分点、龙腾光电 -4.49 个百分点、和辉光电 -3.40 个百分点、彩虹股份 -2.53 个百分点。该组毛利率高于 15% 的只有四只：视涯科技 26.77%、惠科股份 19.17%、京东方 A 15.27%、彩虹股份 15.05%，华映科技 -27.82%、和辉光电 -17.33% 为负毛利。

净利润的分布比毛利率更集中。2026 年前三季度，面板制造 10 只中 5 只归母净利润为正、5 只为负，亏损的是维信诺 -24.31 亿元、和辉光电 -13.93 亿元、深天马 A -12.65 亿元；盈利的是 TCL 科技 51.20 亿元、京东方 A 42.51 亿元、惠科股份 25.90 亿元。组内净利润合计 60.33 亿元，TCL 科技与京东方 A 两家 93.71 亿元已超过组内合计，其余 8 只合计净亏损 33.38 亿元。净利率中位 -1.61%、低 3.85 个百分点，四类中只有这一组为负。

第三季度单季比前三季度累计更弱。按累计营业收入与归母净利润差分求单季数据（归母口径），面板制造组第三季度单季归母净利率中位 -4.12%，10 只中 6 只为负；显示模组与背光 0.52%、LED 0.48%、光学元件与膜材 6.03%。京东方 A 前三季度归母净利润 42.51 亿元、上半年 52.48 亿元，倒推第三季度单季为 -9.96 亿元。

光学元件与膜材的改善集中在少数品种。2026 年前三季度该组 32 只中 17 只毛利率同比上升、15 只下降。升幅最大的是奥来德 +11.62 个百分点、苏大维格 +9.75、奥比中光 +6.30、东田微 +6.15；降幅最大的是纬达光电 -18.60 个百分点、联创电子 -6.81、冠石科技 -5.62。上升的这批集中在 OLED 材料与蒸发源、微纳光学、红外光学、成像与通信类元器件，下降的这批以光学镜头、滤光片与液晶显示用光学膜为主，同一个申万三级内部面对的是两套需求。

营业收入与毛利率在样本内同向。2026 年前三季度营业收入同比增长 20% 以上的 22 只，销售毛利率中位 29.81%、比上年同期高 0.54 个百分点，销售净利率中位

请务必阅读正文之后的免责声明部分

6.32%、高 2.30 个百分点；增长 0 至 20% 的 32 只毛利率 18.94%；营业收入为负的 40 只毛利率 15.68%、净利率 0.25%、低 2.72 个百分点、净利润合计 -27.82 亿元。营业收入同比与毛利率同比的相关系数 0.351，三档单调排列。

表3：五个产业链环节的毛利率与盈利

环节	只数	毛利率	毛利同比	净利率	净利率同比	营收	净利
面板制造	10	13.57%	-2.05	-1.61%	-3.85	-2.99%	-7.61%
模组背光	23	15.36%	-0.86	2.00%	-1.97	+5.20%	-46.81%
光学元件	32	29.61%	+0.76	7.47%	-0.58	+10.16%	+6.20%
LED	25	20.21%	-0.75	0.57%	+0.26	-1.13%	-14.62%
其他	4	24.57%	+1.76	4.25%	-0.68	+14.63%	-21.29%
全样本	94	18.56%	-0.52	2.22%	-1.21	+1.73%	-14.62%

数据来源：Wind，交易所公开行情数据，上市公司定期报告，东吴证券研究所；第一列“模组背光”为显示模组与背光的简称，“光学元件”为光学元件与膜材的简称；各项均为 2026 年前三季度累计口径的组内中位数；“毛利同比”“净利率同比”为毛利率、净利率与上年同期之差，单位为百分点，故不带百分号；“营收”“净利”为营业收入与归母净利润的同比增速，单位为 %；毛利率同比可比 92 只，惠科股份与视涯科技上市晚于 2025 年三季度、该期毛利率未披露，故不进入同比口径，数据截至 2026 年 11 月 17 日收盘。

表4：2026 年前三季度营业收入增速的三档分布

营收增速	只数	毛利率	毛利同比	净利率	净利率同比	现金流	PB
20% 以上	22	29.81%	+0.54	6.32%	+2.30	8.61%	4.73
0—20%	32	18.94%	-0.52	3.66%	-0.98	2.52%	2.80
0% 以下	40	15.68%	-0.80	0.25%	-2.72	2.70%	2.51

数据来源：Wind，交易所公开行情数据，上市公司定期报告，东吴证券研究所；按 2026 年前三季度营业收入同比增速分三档，各列取组内中位数；毛利率、净利率为 2026 年前三季度累计口径，“毛利同比”“净利率同比”单位为百分点；现金流为经营活动现金流量净额除以营业收入；PB 为 11 月 17 日市净率中位数；百分数单位均为 %，数据截至 2026 年 11 月 17 日收盘。

归母净利润同比的分化大于营业收入。2026 年前三季度，面板制造组归母净利同比中位 -7.61%、显示模组与背光 -46.81%、LED -14.62%、光学元件与膜材 +6.20%。模组背光的 -46.81% 需谨慎读：该组上年同期归母净利润为负的有 5 只、不进入同比口径，可比 18 只，组内净利润合计仅 3.68 亿元，康冠科技一家 5.09 亿元即超过组内合计。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

4. 价格节奏：累计毛利率的三档轨迹

把同一份报表拆成三个累计时点，可以看出价格与成本错在哪里。2026 年一季度、上半年、前三季度三个累计毛利率中位，面板制造为 13.97%、13.95%、13.57%，逐档递减，10 只中 6 只三档全部下行；显示模组与背光 16.16%、15.91%、15.36%；LED 20.90%、19.83%、20.21%，先降后升；光学元件与膜材 27.99%、29.85%、29.61%，32 只中 14 只逐档上行；全样本 18.39%、18.89%、18.56%，逐档下行的 31 只。

面板制造组的三档轨迹与面板报价的节奏对不上。据 TrendForce 集邦咨询公开报价，2026 年电视面板在第一季度环比上行，65 英寸由 1 月的 169 美元升至 3 月的 175 美元、6 月的 177 美元，上半年累计上涨 8 美元；4 月起只有大尺寸维持小幅上行，32 至 55 英寸转为持平；7 月转跌，65 英寸与 75 英寸下跌 3 美元。第一季度是上半年仅有的一轮环比普涨，累计毛利率却没有在一季度形成高点，反而逐季走低。

差异主要来自同比基数。据同一报价口径，2026 年上半年电视面板平均价格仍略低于上年同期；面板厂按面积与价格的乘积计价，同比价格低、出货面积增，收入基本走平——面板制造组营业收入同比中位 -2.99%。成本端则在往上走：据 Omdia 2026 年公开的成本模型，第二季度 PCB 上涨 8% 至 10%、驱动 IC 上涨 10% 至 15%、含存储器的 T-Con 上涨 15% 至 30%；第四季度玻璃基板涨 10% 至 15%，康宁自第四季度起提价 15% 及以上。

价格与成本在 2026 年的变动方向并不一致。面板报价第一季度涨的是绝对值 1 至 3 美元、且集中在大尺寸；成本端从第二季度起是全品类、逐季加码的百分比上涨。绝对涨幅抵不过百分比涨幅，于是出现价格环比涨、毛利率逐季降的组合。这是面板制造组净利率同比 -3.85 个百分点、第三季度单季归母净利率 -4.12% 的直接来源。四类环节中只有光学元件与膜材出现过一次上抬，第三季度又回吐 0.24 个百分点。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表5：累计毛利率的三档轨迹（2026 年一季度、上半年、前三季度）

环节	只数	一季度	上半年	前三季	逐季下行	同比
面板制造	10	13.97%	13.95%	13.57%	6	-2.05
模组背光	23	16.16%	15.91%	15.36%	6	-0.86
光学元件	32	27.99%	29.85%	29.61%	8	+0.76
LED	25	20.90%	19.83%	20.21%	9	-0.75
其他	4	23.34%	22.36%	24.57%	2	+1.76
全样本	94	18.39%	18.89%	18.56%	31	-0.52

数据来源：Wind，交易所公开行情数据，上市公司定期报告，东吴证券研究所；第一列“模组背光”为显示模组与背光的简称，“光学元件”为光学元件与膜材的简称；三档均为累计口径的销售毛利率组内中位数，2026 年一季度、上半年、前三季度分别对应 3 月 31 日、6 月 30 日、9 月 30 日三个时点，相邻两档之差即为后一季度的隐含变化；“逐季下行”为组内三档毛利率逐档递减的只数，逐档递增的只数全样本为 27 只；“同比”为前三季度毛利率与上年同期之差，单位为百分点；百分数单位均为 %，数据截至 2026 年 11 月 17 日收盘。

不同环节承受成本的方式不同。面板制造既是价格接受方也是成本承担方，只能靠控产维持报价——据 TrendForce 集邦咨询，2026 年 10 月全球五代及以上大世代面板产线平均稼动率降至 79.6%，较 9 月下降 4.2 个百分点。显示模组与背光采购面板做后段加工，面板与零部件涨价两头都是输入；光学元件与膜材的收入跟着客户开支走，成本端是玻璃、树脂与镀膜材料，客户控产之后同样回落。

5. 规模不是分界线

按市值四档看，毛利率同比确实单调抬升。50 亿元以下的 44 只毛利率同比中位 -0.99 个百分点，13 只上升、31 只下降；50 至 100 亿元的 25 只 -0.02 个百分点；100 至 300 亿元的 18 只 +0.33 个百分点；300 亿元以上的 7 只 +0.85 个百分点。四档中位由 -0.99 升到 +0.85，规模与毛利率同比在这四档间同向排列。

个体层面的相关性并不支持这一排列。总市值与毛利率同比的相关系数为 0.098，与毛利率水平的为 0.014，与营业收入同比的为 0.105。分档的单调性来自四档之间的构成差异，不来自规模本身：300 亿元以上的 7 只里 3 只是面板厂、2 只是光学元件、1 只 LED、1 只微显示，毛利率上升的 4 只集中在光学元件与 LED；50 亿元以下的 44 只以模组背光与 LED 封装为主，正是毛利率下滑最集中的位置。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表6：按总市值四档的盈利与行情

市值	只数	毛利率	毛利同比	净利率同比	营收	位置	PB
50 亿以下	44	17.20%	-0.99	-1.33	+2.65%	6.70%	2.42
50—100 亿	25	20.21%	-0.02	-1.76	+1.44%	6.97%	4.83
100—300 亿	18	18.92%	+0.33	-1.29	+7.64%	4.21%	3.56
300 亿以上	7	19.17%	+0.85	-0.40	+1.98%	15.91%	2.94

数据来源：Wind，交易所公开行情数据，上市公司定期报告，东吴证券研究所；按 2026 年 11 月 17 日总市值分四档，各列为组内中位数；毛利率、净利率为 2026 年前三季度累计口径，两个“同比”列单位为百分点；“营收”为营业收入同比增速；位置为区间位置，PB 为 11 月 17 日市净率中位数；百分数单位均为 %，数据截至 2026 年 11 月 17 日收盘。

把环节与规模交叉后，分界线落在环节上。面板链 100 亿元以上的 10 只毛利率同比中位 -1.22 个百分点、营业收入同比 -1.79%，100 亿元以下的 23 只 -1.02 个百分点、+4.10%，同一链条内大市值的降幅反而比小市值大 0.20 个百分点。非面板链 100 亿元以上的 15 只 +0.87 个百分点、+22.07%，100 亿元以下的 46 只 -0.66 个百分点、+1.17%。四格对照里毛利率同比为正的只有非面板链的大市值一格，也是营业收入增速最高的一格。

表7：面板链与非面板链按市值二分后的四格对照

链别	市值	只数	毛利率	毛利同比	净利率同比	营收
面板链	100 亿以下	23	14.64%	-1.02	-2.36	+4.10%
面板链	100 亿以上	10	15.16%	-1.22	-1.61	-1.79%
非面板链	100 亿以下	46	20.66%	-0.66	-0.38	+1.17%
非面板链	100 亿以上	15	31.95%	+0.87	-0.18	+22.07%

数据来源：Wind，交易所公开行情数据，上市公司定期报告，东吴证券研究所；面板链为面板制造与模组背光两个环节的合计，非面板链为光学元件、LED 及其他三类的合计；市值分界取 2026 年 11 月 17 日总市值 100 亿元，各列为组内中位数；财务列均为 2026 年前三季度累计口径，两个“同比”列单位为百分点，“营收”为营业收入同比增速；本表用于分离环节与规模两个变量，四格只数不等，不作加权处理；百分数单位均为 %，数据截至 2026 年 11 月 17 日收盘。

四格对照显示，面板链内部并未出现大市值改善、小市值不改善的分化。面板链 100 亿元以上的 10 只毛利率同比 -1.22 个百分点、100 亿元以下 23 只 -1.02 个百分点，大市值降幅反而更大。差距主要落在链条之间：面板链 33 只毛利率 15.05%、同比 -1.02 个百分点、净利率同比 -2.02 个百分点；非面板链 61 只 22.09%、-0.06 个百分点、-0.18 个百分点。全样本毛利率低于 15% 的 31 只中，面板链占 16 只。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

6. 位置、成交与估值

区间位置集中在最下沿。区间位置指个股最近 115 个交易日收盘价在区间最高与最低之间的位次，全样本中位 6.16%，低于 10% 的 54 只、10% 至 30% 的 30 只、30% 以上的 10 只，没有一只高于 80%。位置与近 20 日涨幅的相关系数 0.622。

成交没有明显放大。量比中位 0.77，低于 0.8 的 53 只，近 20 日均成交额中位 1.34 亿元。

估值的高位与盈利的位置不一致。PE(TTM) 可计算 55 只，中位 54.32 倍，高于 100 倍的 19 只；另有 39 只无法计算，其中 30 只为前三季度亏损、9 只为盈利但缺少滚动市盈率数据。PB 中位 2.95 倍。按整体法计算（合计市值除以前三季度净利润年化）全样本为 89.47 倍，该口径与 PE(TTM) 不可直接比较。

按市净率四档看，估值最高的一档跌幅最浅。2 倍以下 27 只近 20 日下跌 8.90%、区间位置 5.11%；2 至 4 倍 33 只下跌 10.46%；4 至 6 倍 12 只下跌 13.56%；6 倍以上 22 只下跌 4.86%、位置 13.17%、毛利率 26.12%。该档区间位置最高；估值与净利率的相关系数 -0.254，高估值对应低净利率，定价的是后续增长。

个股两端也不按毛利率分布。近 20 个交易日涨幅前六是波长光电 +35.68%、茂莱光学 +25.11%、永新光学 +20.65% 等六只，前三只属于光学元件与膜材；跌幅前六是东田微 -46.60%、秋田微 -41.47%、腾景科技 -38.93% 等六只，四只属于光学元件与膜材，六只的毛利率同比五只为正。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表8：近 20 个交易日涨跌幅两端各六只

简称	环节	市值	20 日	60 日	位置	毛利同比
波长光电	光学元件	90.26	+35.68%	-5.49%	37.07%	+4.94
茂莱光学	光学元件	232.86	+25.11%	-2.97%	35.76%	-4.23
永新光学	光学元件	128.37	+20.65%	+7.90%	48.77%	-4.40
康冠科技	模组背光	146.31	+14.30%	+15.79%	56.78%	+2.41
芯瑞达	模组背光	53.28	+12.97%	+17.81%	64.39%	-3.18
视涯科技-UW	面板制造	504.50	+10.90%	+29.06%	76.15%	—
……	……	……	……	……	……	……
东田微	光学元件	97.43	-46.60%	-43.59%	0.00%	+6.15
秋田微	模组背光	61.03	-41.47%	-26.38%	13.38%	+0.54
腾景科技	光学元件	153.18	-38.93%	-49.65%	0.00%	+2.82
戈碧迦	光学元件	71.21	-32.99%	-60.07%	2.31%	+3.83
沃格光电	模组背光	111.62	-29.21%	-52.45%	0.00%	-2.37
光智科技	光学元件	237.41	-29.21%	-33.99%	24.25%	+5.78

数据来源：Wind，交易所公开行情数据，上市公司定期报告，东吴证券研究所；上半部分为近 20 个交易日涨幅前六，下半部分为跌幅前六，两部分之间以省略号分隔；第一列“模组背光”为显示模组与背光的简称，“光学元件”为光学元件与膜材的简称；市值为 2026 年 11 月 17 日口径，单位亿元；20 日为 10 月 20 日收盘至 11 月 17 日收盘，60 日为 8 月 17 日收盘至 11 月 17 日收盘；毛利同比为 2026 年前三季度毛利率与上年同期之差，单位百分点；百分数单位均为 %，横线表示该公司无上年同期可比数据，数据截至 2026 年 11 月 17 日收盘。

表9：按市净率四档的行情与财务

PB	只数	20 日	位置	毛利率	毛利同比	净利率	股息率
2 倍以下	27	-8.90%	5.11%	15.27%	+0.11	2.23%	0.90%
2—4 倍	33	-10.46%	3.70%	19.15%	-1.35	2.73%	0.95%
4—6 倍	12	-13.56%	8.97%	18.84%	+0.82	1.29%	0.39%
6 倍以上	22	-4.86%	13.17%	26.12%	-0.44	1.90%	0.23%

数据来源：Wind，交易所公开行情数据，上市公司定期报告，东吴证券研究所；按 2026 年 11 月 17 日市净率分四档，各列为组内中位数；20 日为 10 月 20 日收盘至 11 月 17 日收盘的涨幅，位置为区间位置；毛利率、净利率为 2026 年前三季度累计口径，毛利同比单位为百分点；股息率为滚动十二个月现金分红与市值之比，全样本仅 51 只可计算；百分数单位均为 %，数据截至 2026 年 11 月 17 日收盘。

光学元件与膜材近 60 个交易日下跌 23.37%，是四类中最深的，而它同时是前三季度毛利率同比为正、营业收入同比最高（+10.16%）的一组；面板制造近 60 日下跌

请务必阅读正文之后的免责声明部分

18.13%，跌幅排第二浅，前三季度毛利率同比 -2.05 个百分点却是最弱的。原因在估值起点：前者 PB 中位 4.04 倍，高于后者的 2.91 倍，跌幅里含着估值回归的成分。

7. 主要判断与跟踪指标

第一，这一轮面板价格上行不足以改善面板链毛利率。第一季度环比上涨的绝对额是 1 至 3 美元、集中在大尺寸，第二季度转平、第三季度回落，上半年均价仍低于上年同期；同期零部件与材料是百分比上涨、全品类、逐季加码。面板制造组毛利率同比 -2.05 个百分点、净利率同比 -3.85 个百分点、第三季度单季归母净利率 -4.12%，10 只中 6 只累计毛利率逐档下行。修复取决于两件事：大尺寸出货面积能否继续增长，控产能否把成本转出去。

第二，毛利率的差异按环节区分，与市值规模关系不大。四类主要环节的毛利率同比中位是光学元件与膜材 +0.76、LED -0.75、显示模组与背光 -0.86、面板制造 -2.05 个百分点；总市值与毛利率同比的相关系数 0.098。面板链 33 只毛利率 15.05%、同比 -1.02 个百分点，非面板链 61 只 22.09%、同比 -0.06 个百分点；面板链内部大市值降幅（-1.22）反而大于小市值（-1.02）。跟踪应以环节为单位。

第三，光学元件与膜材的改善是真的，但只覆盖一半样本。32 只中 17 只毛利率同比上升、15 只下降，上升的集中在 OLED 材料与蒸发源、微纳光学、红外光学、成像与通信类元器件；组内净利润 18.08 亿元中，水晶光电、蓝特光学、福晶科技三家占 99.4%。可持续性取决于下游是消费电子整机还是 AI、车载、光通信。

第四，盈利面在收缩，现金流的分化大于利润表。归母净利润为正 64 只、为负 30 只，净利同比中位 -14.62%；经营活动现金流量净额为负的 34 只，现金流除以营业收入中位 4.13%。营业收入为负的 40 只净利润合计 -27.82 亿元，是全部亏损的来源；增长 20% 以上的 22 只合计 37.09 亿元。营业收入与净利润在样本内同向变动，费用端的调节空间有限。

第五，估值与盈利方向相反，需要在两个维度上分别定位。PE(TTM) 中位 54.32 倍、PB 中位 2.95 倍、股息率中位 0.73%，39 只无 PE(TTM)；PB 6 倍以上的一档近 20 日下跌 4.86% 最浅，4 至 6 倍的一档下跌 13.56% 最深。毛利率最强的光学元件与膜材近 60 日跌幅 23.37% 为四类最深，毛利率最弱的面板制造跌幅 18.13% 排第二浅。判断时需把盈利与估值分开表述。

第六，接下来值得跟踪的六个指标：面板报价的月度环比、全球大世代产线稼动率、玻璃基板与驱动 IC 等零部件的季度报价、分环节的累计毛利率、光学元件组的客户结构、经营现金流与营业收入之比。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

8. 风险提示

1. 面板价格若在第四季度重新下行，面板制造组的毛利率与净利率将进一步收窄。该组第三季度单季归母净利率中位已为 -4.12%，10 只中 6 只为负，报价再跌一档将压低全年盈利，并可能触发新一轮产线减值。

2. 成本端若出现第二波上涨，中游环节缺乏转嫁能力。玻璃基板、驱动 IC、T-Con、偏光片与 MLCC 在 2026 年内已多轮提价，显示模组与背光组前三季度毛利率同比 -0.86 个百分点、净利同比中位 -46.81%，成本再上行先落在这一环节。

3. 光学元件与膜材组的改善集中于少数品种与少数公司，可持续性依赖下游资本开支。该组前三季度 32 只中 15 只毛利率同比下降，净利润的 99.4% 由三家贡献，若 AI 与光通信相关订单节奏放缓，组内中位数可能迅速回落。

4. 估值处于高位，盈利修复不及预期时存在回归压力。全样本 PE(TTM) 中位 54.32 倍、高于 100 倍的 19 只、PB 4 倍以上 34 只，而前三季度归母净利同比中位 -14.62%。毛利率最强的环节近 60 日跌幅已达 23.37%，估值与盈利的错位尚未收敛。

5. 亏损公司的数量与金额都不小，持续经营风险需要单独评估。30 只前三季度亏损，维信诺 -24.31 亿元、和辉光电 -13.93 亿元、深天马 A -12.65 亿元为前三。华映科技毛利率 -27.82%、和辉光电 -17.33% 为负毛利，另有 4 只带 ST 或 *ST 标识。

6. 样本内有 4 只主营在 2026 年内发生实质变更，其财务数据不代表行业。宇顺电子转向 IDC、华塑控股与经纬辉开的主营结构调整、联得装备为设备商，四只合计市值 202.18 亿元，按环节解读会产生偏差，本报告已单列。

7. 行业口径与个股口径存在差异，申万二级与三级的分组不能互相替代。面板三级 39 只中只有 10 只按面积报价，19 只为模组与背光、6 只为膜材与材料。按三级分组的毛利率中位与本报告按环节分组不同，引用时需注明口径。

8. 本报告的行情与财务数据截至 2026 年 11 月 17 日，第三方报价数据引自 TrendForce 集邦咨询与 Omdia 的公开信息，未经原始数据库核验。若报价口径调整，相关表述需相应更新。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn