

1+4+N 多维并举，LCD+OLED 齐头并进

投资评级：买入

首次覆盖

报告日期：2025-12-30

主要观点：

● 1+4+N+生态链，多维并举发展

京东方科技集团股份有限公司创立于 1993 年 4 月，是一家领先的物联网创新企业，为信息交互和人类健康提供智慧端口产品和服务，形成了以半导体显示为核心，物联网创新、传感器及解决方案、MLED、智慧医工融合发展的“1+4+N+生态链”业务架构。

半导体显示是京东方“1+4+N+生态链”业务架构的核心，聚焦器件和整机业务，拥有 17 条面板生产线。业务涉及电视、显示器、笔记本电脑、平板电脑、手机及 VR/AR、车载、医疗、拼接、穿戴、EPD、商用、工控、家居、白板等创新应用产品。作为全球半导体显示产业领军企业，BOE(京东方)带领中国显示产业实现了从无到有、从有到大、从大到强。目前全球每四个智能终端就有一块显示屏来自 BOE(京东方)，其超高清、柔性、微显示等解决方案已广泛应用于国内外知名品牌。全球市场调研机构 Omdia 数据显示，2024 年，BOE(京东方)在智能手机、平板电脑、笔记本电脑、显示器、电视等五大应用领域液晶显示屏出货量均位列全球第一。

● LCD+OLED 齐头共进，期待体育年带来需求成长

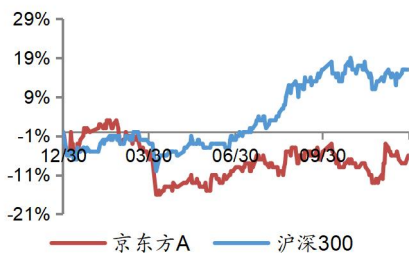
公司 2025 年前三季度公司实现营业收入 1545.4 亿元，同比增长 7.53%；归属于上市公司股东净利润 46.01 亿元，同比大幅增长 39.03%。其中，第三季度实现营业收入 532.7 亿元，同比增长 5.81%；归属于上市公司股东净利润 13.55 亿元，同比增长 32.07%。在“第 N 曲线”理论指导下，BOE（京东方）持续深化“屏之物联”发展战略，推动传统业务与创新生态同频共振，实现从技术领先向可持续引领的跨越式升级。

展望 2026 年，换机周期和 AI 赋能有望推动 IT 产品需求增长，世界杯等体育赛事也将带动 TV 产品需求在一季度实现增长。长期来看，考虑行业内老旧产线潜在的退出可能，以及大尺寸化将进一步推动面积需求长期增长，行业有望在 2027 年达到供需平衡。OLED 方面，2025 年全球出货量有望实现增长。下半年进入传统旺季，行业内三季度、四季度出货量同、环比均实现提升，但行业整体仍呈现供过于求。从产品结构看，下半年折叠产品出货量预计回落，海外品牌 LTPO 需求占比进一步提升，下半年低端 Ramless 产品出货量快速增长，国内 OLED 市场竞争日趋激烈。

作为全球显示头部公司，BOE（京东方）在显示领域持续发挥引领作用。截至 2025 年三季度，BOE（京东方）在手机、平板电脑、笔记本电脑、显示器、电视主流应用领域出货量持续保持全球第一（Omdia）。折旧和资本开支方面，公司存量产线折旧持续减少，在建产线项目将综合考虑爬坡情况进行分阶段转固，公司预计折旧金额将在 2025 年达到峰值。2025 年是资本开支的高峰，主要为成都第 8.6 代 AMOLED 生产线项目及北京第 6 代 LCD LTPO/LTPS 生产线项目的资本支出；2026 年，成

收盘价（元）	4.17
近 12 个月最高/最低（元）	4.68/3.64
总股本（百万股）	37,414
流通股本（百万股）	36,706
流通股比例（%）	98.11
总市值（亿元）	1,549
流通市值（亿元）	1,531

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：陈耀波

执业证书号：S0010523060001

邮箱：chenyaobo@hazq.com

分析师：刘志来

执业证书号：S0010523120005

邮箱：liuzhilai@hazq.com

相关报告

都第 8.6 代 AMOLED 生产线项目仍将会有一定的持续投入；从 2027 年开始资本开支将有望大幅下降。

● 投资建议

我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别 65.6、101.1、125.0 亿元，对应的 EPS 分别为 0.18、0.27、0.33 元，对应 2025 年 12 月 30 日收盘价 PE 分别为 23.8、15.4、12.5 倍。首次覆盖给予公司“买入”评级。

● 风险提示

面板价格大幅波动；市场需求不及预期；市场竞争加剧；行业资本开支超预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	198381	212580	241532	260259
收入同比 (%)	13.7%	7.2%	13.6%	7.8%
归属母公司净利润	5323	6564	10111	12498
净利润同比 (%)	109.0%	23.3%	54.0%	23.6%
毛利率 (%)	15.2%	14.6%	15.6%	15.4%
ROE (%)	4.0%	4.9%	7.2%	8.4%
每股收益 (元)	0.14	0.18	0.27	0.33
P/E	31.36	23.77	15.43	12.48
P/B	1.24	1.17	1.12	1.05
EV/EBITDA	4.62	4.11	3.46	2.72

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 半导体显示领军企业，多维并举发展.....	5
1.1 公司 1+4+N+生态链业务架构.....	5
1.2 公司经营表现逐步向上.....	8
2 LCD+OLED 齐头并进，公司引领显示发展.....	10
2.1 LCD、OLED 齐头并进.....	10
2.2 公司引领显示行业发展.....	16
盈利预测.....	19
风险提示：.....	19
财务报表与盈利预测.....	20

图表目录

图表 1 公司 1+4+N+生态链业务发展架构	5
图表 2 京东方在多个终端领域出货量第一	5
图表 3 公司半导体显示下游广泛布局	5
图表 4 公司物联网一体化产业平台	6
图表 5 公司传感器业务	6
图表 6 公司 MLED 业务	7
图表 7 公司年度营业收入情况	8
图表 8 公司季度营业收入情况	8
图表 9 公司年度利润情况 (单位: 百万元)	8
图表 10 公司季度利润情况 (单位: 百万元)	8
图表 11 公司毛利率情况	9
图表 12 公司研发费用情况 (单位: 百万元)	9
图表 13 LCD 和主流 OLED 发光结构示意图	10
图表 14 TV OLED 市场主流工艺路线	10
图表 15 传统 RGB-OLED 制备工艺流程	11
图表 16 FMM 和蒸镀机对 OLED 面板大尺寸化的影响	13
图表 17 TV&手机整机 BOM 中显示屏占比	14
图表 18 LCD WOLED QD-OLED TV 面板价格 (美元/片)	14
图表 19 RGB-OLED、WOLED 和 QD-OLED 显像方式比较	15
图表 20 WOLED、QD-OLED 性能有待完善	15
图表 21 无 FMM 光刻工艺将现行工艺延长三倍, 量产效率、良率待评估	16
图表 22 全球 TV 面板出货量 (百万片)	16
图表 23 LCD 出货面积下游应用分布	17
图表 24 AMOLED 营业收入下游应用分布	17
图表 25 LCD 全球产能分布情况	17
图表 26 AMOLED 全球产能分布情况	17

1 半导体显示领军企业，多维并举发展

1.1 公司 1+4+N+生态链业务架构

京东方科技集团股份有限公司创立于 1993 年 4 月，是一家领先的物联网创新企业，为信息交互和人类健康提供智慧端口产品和服务，形成了以半导体显示为核心，物联网创新、传感器及解决方案、MLED、智慧医工融合发展的“1+4+N+生态链”业务架构。

图表 1 公司 1+4+N+生态链业务发展架构



资料来源：ofweek，京东方，华安证券研究所

半导体显示是京东方“1+4+N+生态链”业务架构的核心，聚焦器件和整机业务，拥有 17 条面板生产线。业务涉及电视、显示器、笔记本电脑、平板电脑、手机及 VR/AR、车载、医疗、拼接、穿戴、EPD、商用、工控、家居、白板等创新应用产品。作为全球半导体显示产业领军企业，BOE(京东方)带领中国显示产业实现了从无到有、从有到大、从大到强。目前全球每四个智能终端就有一块显示屏来自 BOE(京东方)，其超高清、柔性、微显示等解决方案已广泛应用于国内外知名品牌。全球市场调研机构 Omdia 数据显示，2024 年，BOE(京东方)在智能手机、平板电脑、笔记本电脑、显示器、电视等五大应用领域液晶显示屏出货量均位列全球第一。

图表 2 京东方在多个终端领域出货量第一



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 3 公司半导体显示下游广泛布局



资料来源：公司官网，华安证券研究所

物联网创新包含智慧终端和系统方案，业务基于领先行业的智能制造能力和不断发展的物联网技术，打造“显示器件-智慧终端-系统方案”一体化产业平台。通过新型 ODM 模式为客户提供具有竞争力的电视、显示器、笔记本电脑、平板电脑、低功耗、IoT、3D 显示等领域的智慧终端产品；并以人工智能、大数据为技术支撑，聚焦软硬融合产品与服务，提供智慧园区、智慧金融等物联网细分领域整体解决方案。

图表 4 公司物联网一体化产业平台



资料来源：公司官网，华安证券研究所

传感器及解决方案作为京东方四条主战线之一，聚焦光电传感技术方向，在医疗影像、生物检测、智慧视窗等应用场景进行布局，为客户提供细分场景下智能化的解决方案，持续赋能场景升级。医疗方面，BOE(京东方)推出的 X-ray 平板探测器背板产品已广泛应用于欧美、日本、韩国等全球高端医疗器械公司；智慧视窗通过显示和传感技术创新，为出行、建筑等领域提供极具竞争力的传感器件及解决方案。工业传感器可应用于 3C 电子、半导体、物流、交通、新能源、医药与食品工业、汽车整车与零部件等行业。

图表 5 公司传感器业务



资料来源：公司官网，华安证券研究所

MLED 业务以高精度玻璃基半导体工艺、独有的 AM 主动驱动方式、高效率&高精度转印技术，并通过产业整合拓展产业链核心技术--LED 外延和芯片技术，实现 MLED 业务生态高效整合，有力夯实 Mini/Micro LED 全产业链领先优势，为客户提供新型 LED 显示系统及解决方案，目前已推出 PO.3Micro LED 产品、COG LTPS PO.5 MLED 显示产品、COG LTPS PO.9MLED 显示产品、COB PO.9-1.5

全系列产品、SMD 多款系列产品等，同时背光方面在电视、显示器、笔记本电脑、车载等领域布局，为人们带来全新的“视”界。

图表 6 公司 MLED 业务



资料来源：公司官网，华安证券研究所

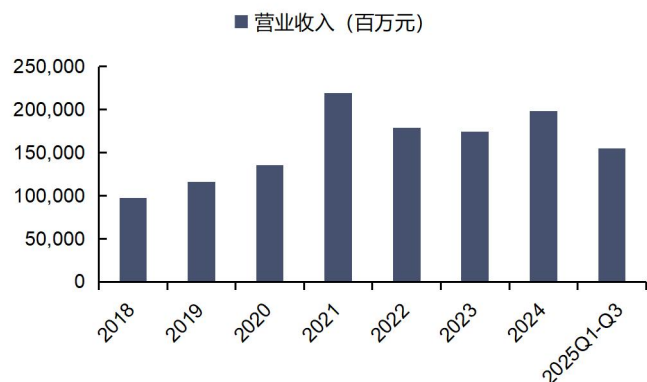
智慧医工业务通过科技与医学融合创新，以人为中心，聚焦家庭、社区、医院，通过构建健康物联网平台，连接检测设备、医护人员与客户，形成智慧入健康管理生态系统，打造以健康管理为核心、医工产品为牵引、数字医院和康养社区为支撑的健康物联网生态，打通了“防治养”的全链条，为人们提供优质、便捷的健康医疗服务。目前，BOE(京东方)已在北京、合肥、成都、苏州等地布局多家数字医院，提供以人为中心的全周期、全方位的健康管理服务。

公司以“N”业务为具体着力点，为不同行业提供软硬融合、系统整合解决方案，具体包括智慧车联、智慧能源、工业互联、超高清显示等多个细分领域，可为客户提供多功能、智能化的物联网细分场景新体验。其中：智慧车联聚焦智能座舱“HERO”创新应用场景，携手全球合作伙伴共同打造智能化座舱场景新体验，推动全场景智能化解决方案不断升级，引领创新智慧出行新生态。智慧能源聚焦零碳综合能源服务，以 BSEOS 为赋能平台，围绕“源-网-荷-储-碳”各环节，通过“源头脱碳-过程减碳-末端负碳-智慧管碳”零碳实施路径，为客户提供综合能源服务与利用、零碳服务等一站式零碳综合能源解决方案。工业互联致力于为泛半导体行业提供工业软件和智能制造解决方案，依托京东方 30 多年行业经验，为客户提供泛半导体工业软件、智慧厂务、工业 AI 等产品和服务，持续推动行业高质量发展。超高清显示以超高清核心技术驱动超高清前端采集、传输分发、终端呈现全链路产业进入全新发展阶段，打通了 8K 超高清视频产业内容生产链，全面促进超高清在智慧政企、智慧交通、视觉艺术、智慧金融、智慧园区等数字化场景应用普及。

1.2 公司经营表现逐步向上

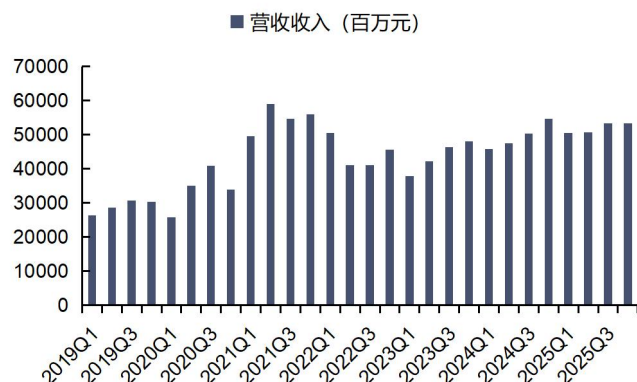
公司营收规模总体趋于向上趋势,自 2021 年行业周期高点回落至 2023 年后,半导体显示行业的竞争格局得到进一步优化,整体行业层面在供给和价格上更加自律,公司收入也开始恢复增长。具体到季度维度来看,公司自 2Q23 收入同比增速转正,至 3Q25 已经连续十个季度保持同比增长。公司净利润趋势基本同营收变化一致,2023 年触底之后开始回暖,2024 年归母净利润 53.2 亿元,同比增长 109%,2025 年前三季度归母净利润 46.0 亿元,同比增长 39.0%。

图表 7 公司年度营业收入情况



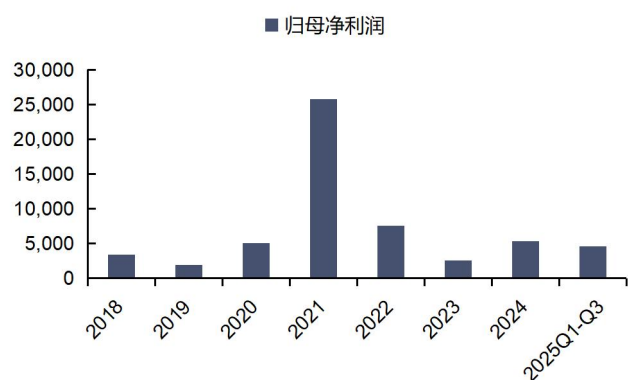
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 8 公司季度营业收入情况



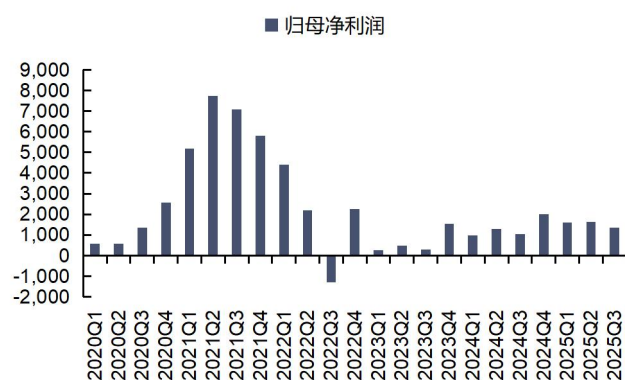
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 9 公司年度利润情况 (单位: 百万元)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

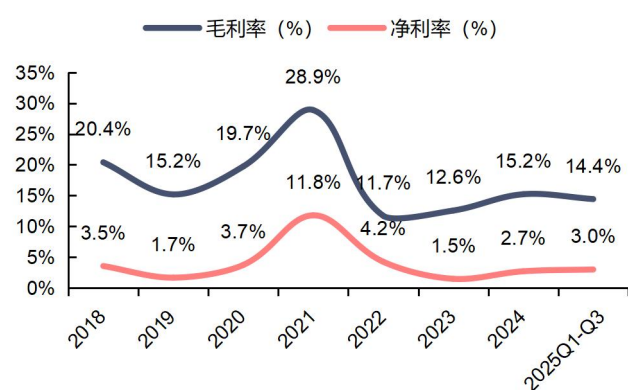
图表 10 公司季度利润情况 (单位: 百万元)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

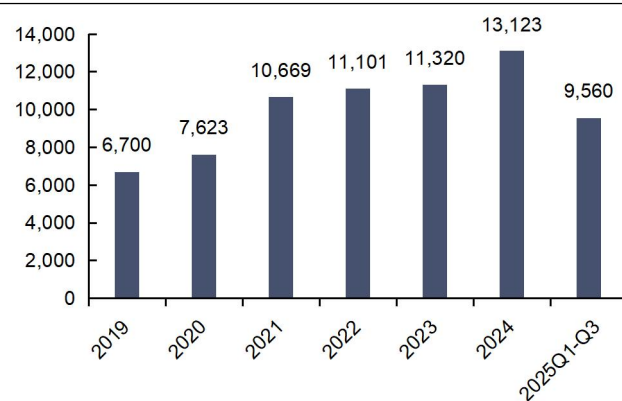
公司 2022 年毛利率为 11.7%, 2023 年修复至 12.55%, 2024 年进一步提升至 15.2%, 2025 年前三季度毛利率为 14.4%, 基本稳定在 15% 附近。公司净利率也从 2023 年的 1.5%, 逐步增长到 2025 年前三季度的 3.0%, 显示出公司整体盈利能力持续改善。公司持续高强度的研发投入, 2021 年研发投入为 106.7 亿元, 逐步增长到 2024 年的 131.2 亿元, 2025 年前三季度持续高投入 95.6 亿元, 彰显公司对研发的持续重视。

图表 11 公司毛利率情况



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 12 公司研发费用情况 (单位: 百万元)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

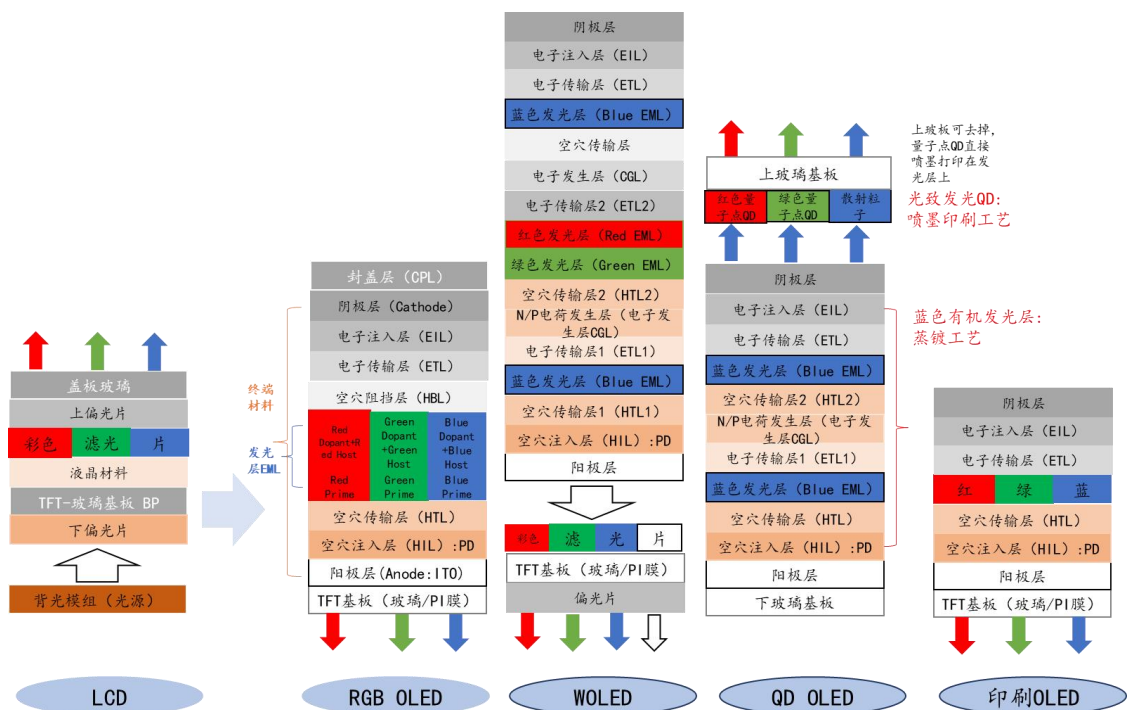
2 LCD+OLED 齐头并进，公司引领显示发展

2.1 LCD、OLED 齐头并进

LCD 技术成熟应用广泛，OLED 多技术路线百花齐放。不同于 LCD 中通过调节电压来控制液晶分子的转向，背光源发出的光经液晶转向后通过彩色滤光片和偏光片过滤出 RGB 三原色混合后形成各色光。OLED 中在电场作用下阳极产生的空穴和阴极产生的电子克服与电极之间的能级势垒迁移至传输层、发光层，发光层中空穴电子相遇复合形成高能态不稳定的激子（主发光体），激子从高能态跃迁回低能态发射出光子（可见光），同时分布在发光层中的有机染料（客发光体）吸收激子跃迁的能量被激发后通过辐射驰豫的方式发光（可见光）。OLED 自发光且每个像素点由驱动电路单独控制，具有单像素自发光的特性，按照发光有机物像素图案化方式不同，可分为 RGB OLED、WOLED、QD-OLED 和印刷 OLED 等。

目前，RGB OLED 主要应用于中小尺寸领域，在大尺寸 TV 市场除了已经商业化的 WOLED、QD-OLED，还包括基于半导体光刻工艺的 eLEAP、Vip 技术和基于喷墨印刷工艺的印刷 OLED。

图表 13 LCD 和主流 OLED 发光结构示意图



资料来源：势银 TrendBank，三星显示，维库电子，华安证券研究所整理

图表 14 TV OLED 市场主流工艺路线

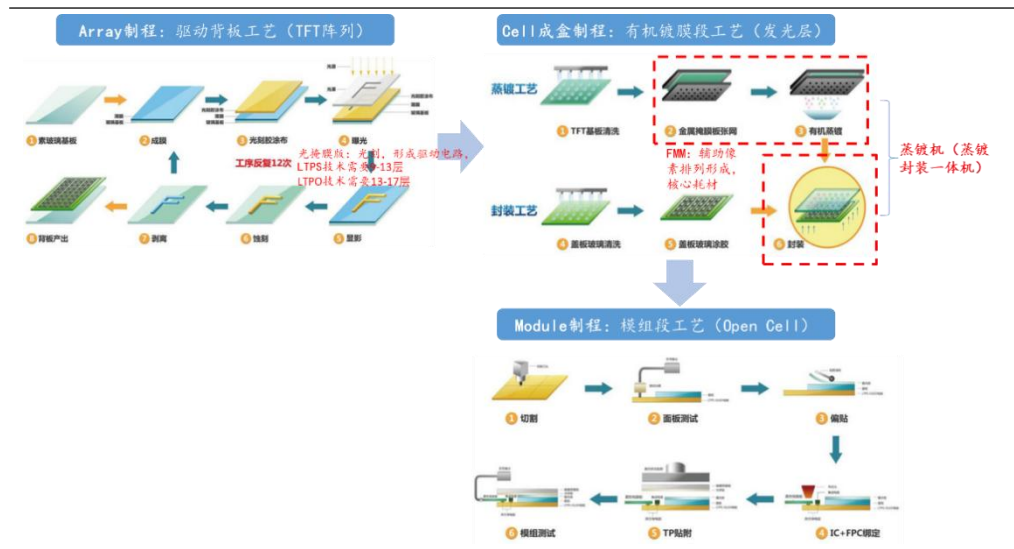
厂商	技术	工艺路线	世代线	地址	量产时间	总投资 (亿元)	规划产能(万 片/月)	产品	备注
LGD	WOLED	OMM 蒸镀(白 色背光+彩膜 CF)	G8.5	韩国 坡州	2018H1	1.84 万亿 韩元	7	31"-97" TV OLED	自发光，高对比度，响应速度快， 成本低
			G8.5	广州	2020.07	460	9	48"-83"TV OLED	

三星	QD-OLED	OMM 蒸镀+印 刷量子点(蓝色 背光+红绿 QD)	G8.5	韩国 汤井	2021.11	780	3	55"、65"TV 和 34 英寸 IT 显示器	(1) 高色域, 色彩更饱满, 对比 度高(2) 高亮度, 器件寿命延长 (3) 可视角更广(4) 高分辨率
JDI	eLEAP	无 FMM 蒸镀+ 半导体光刻工 艺	G6	日本 茂原	2024.12 (预计)		1300 片	14 英寸笔电	(1) 无 FMM, 更精确的 RGB 像 素图案化(2) 特殊的发光结构, 发光区域和峰值亮度扩大 2 倍, 寿 命延长 3 倍。与惠科(芜湖)合作
维信 诺	Vip	无 FMM RGB 自对位像素化 技术+半导体光 刻工艺	G6	合肥	2023.12.15 点亮	110		中尺寸 IT 面板(平 板、笔电、车载、 显示器)	无 FMM、独立像素、高精度:(1) 有效发光面积从传统的 29%增加 至 69%(2) 像素密度 PPI 提升至 1700(3) 器件寿命提升 6 倍 (Tandem 叠层)(4) 亮度提升 4 倍(5) 可实现大尺寸
华星 光电	印刷 OLED	喷墨打印	G5.5	武汉	2024 年底 (预计)			21.6"4K 医疗屏 (2024 底量产), 高端显示器(2025 年), 随后笔电	(1) 发光材料使用率 90%, 可降 低制造成本;(2) 对环境要求低, 有效降低工厂能耗, 易扩建(3) 适合中大尺寸;(4) 显示性能: 广 色域、低功耗、高分辨率、柔性透 明
			G8.5	广州	技术论证	460	6	32" - 95" OLED TV、IT 及商显	

资料来源: 公司公告, CINNO, 中国电子报, 华安证券研究所整理

OLED 制备工艺流程包括 Array 段、Cell 段和 Module 段, 其中 Cell 段像素图案化过程是决定 OLED 能否大尺寸化的关键。技术、经济、市场应用等诸多因素共同决定了面板企业对 Cell 段的大尺寸化进程。

图表 15 传统 RGB-OLED 制备工艺流程



资料来源: 和辉光电官网, 华安证券研究所

(一) 技术上, 材料和设备是影响 OLED 面板大尺寸化进程的首要因素。传统 RGB-OLED 面板是以真空蒸镀的方式将有机发光材料和金属阴极材料镀膜在 TFT 基板上, 生产工艺流程包括制备 TFT 基板的 Array 段, 制备有机发光层的 Cell

段和偏光片、驱动 IC、触控盖板贴合的 Module 段，其中 Array 段和 Cell 段因技术要求高生产难度大而国产化率较低。目前 Cell 段中用以实现蒸镀工艺的关键材料精密金属掩膜版（FMM）和蒸镀机只适用于中小尺寸，成为限制 OLED 面板大尺寸化快速推进的瓶颈。具体来看：

（1）材料方面，精密金属掩膜版 FMM 通过不同的开孔控制蒸镀过程中加热升华的有机材料沉积在 TFT 基板的指定位置从而形成像素，准确对位和精细沉淀有机物是定义像素精密度 PPI 的关键，也直接决定 AMOLED 显示屏的分辨率、成像质量和生产良率。然而 FMM 在大尺寸进程中存在明显障碍：

a. **性能方面**，FMM 技术在大尺寸面板制程中存在分辨率受限、张网难度高、材料利用率低等缺陷。由于 FMM 厚度极薄（比 A4 纸还薄），多由极低热变形系数的材料制作而成，在高温和重力作用下 FMM 中间与边缘易发生变形蠕变导致像素对位孔出现偏移，且**尺寸越大弯曲下垂越明显**。对位偏移直接导致子像素（Sub Pixel）之间出现混色现象，进而影响显示的对比度、清晰度、色彩表现和生产良率。此外，为了保证 FMM 足够的强度，RGB-OLED 蒸镀 FMM 开孔尺寸在微米级别，开孔率并不高，FMM 头部公司大日本印刷 DNP 蚀刻工艺由于“宽厚比”限制理论上最小开口 25 μm 。低开口率不仅会制约面板的像素密度 PPI、分辨率和亮度提升，还会导致大量的 OLED 有机发光材料浪费，增加了生产成本；

b. **成本方面**，作为核心消耗性材料，不能反复使用，每蒸镀一次就要更换一张，显著提高了 OLED 的生产成本；

c. **供应方面**，国产化率极低，容易被海外厂商“卡脖子”。目前 DNP 占据 FMM 95% 市场份额，2018 年 DNP 与三星的垄断合约（提供 10-20 μm 厚的 FMM）到期，DNP 开始逐步向京东方供应 WQHD 级手机用 30 μm 厚的 FMM。DNP FMM 上游关键基材——Invar 材料（铁镍合金）由日立金属 Hitachi Metals 独供。目前全球 10~20 μm 厚的 FMM 仍被日立金属垄断，DNP 与日立金属协议规定 2029 年以前日立金属 50 μm 以下 Invar 材料仍将独供 DNP。而国内宁波寰采星科技投建的中国首条 6 代 AMOLED 蒸镀用 FMM 量产线于 2023 年 1 月量产并成功导入和辉光电 G6 AMOLED 生产线。海外高寡占市场并不利于我国 OLED 面板产业的供应链安全。此外，DNP 最大尺寸 8 代 OLED-FMM 产线于 2024H1 开始稼动，在 IT、车载等中尺寸 AMOLED 领域并没有成熟经验，暂时没有开发更高世代线更大尺寸 FMM 线的计划。

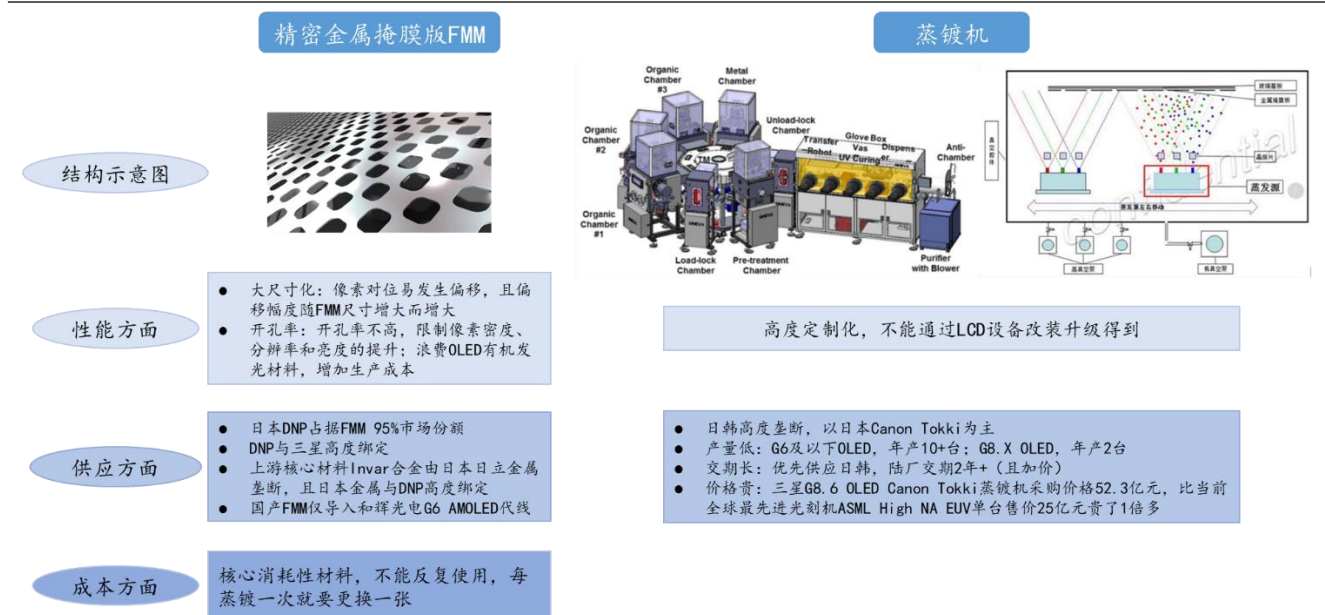
（2）设备方面，蒸镀机由多个腔室组成，完成从基板清洗、发光层注入、玻璃封装等一整套流程，其**对位精度**与封装气密性直接影响产品的良率和质量，是整个面板生产过程中最核心的环节。蒸镀机的供应能力是决定面板厂商投建 OLED 产能的关键要素，主要原因在于：

a. **工艺方面**，高度定制化。AMOLED 蒸镀机无法通过 LCD 设备改装升级得到，并且 OLED 工艺标准化程度较低，定制化需求高；随着 G8.6 代基板尺寸变大，为了使有机发光材料沉积均匀，必须开发新的蒸镀机；

b. **供应方面**，日韩高度垄断，产量低、交期长、价格贵。日本 Canon Tokki 在全球 AMOLED 面板蒸镀机市场上长期处于垄断地位，目前正在运行的 G6 OLED 蒸镀设备大部分由 Canon Tokki 提供。得益于近年来 AMOLED 产线投资的持续升温，在优先供给三星、LG、夏普等日韩面板企业的政策下 Canon Tokki 年产 10+ 台的产能不足以填补大陆面板企业的缺口，即使加价购买陆厂

采购交期也在两年以上。此外，由于 G8.X OLED 蒸镀机的结构特性，Canon Tokki 每年最多只能生产两台。2024 年 3 月三星交付了 Canon Tokki 第一台 G8. X OLED 水平蒸镀机，采购价格 52.3 亿元，比当前全球最先进光刻机 ASML High NA EUV 单台售价 25 亿元贵了 1 倍多。同时，据 Magirror Research 统计三星已经垄断了 Canon Tokki 2026 年之前的 G8.6 代 OLED 蒸镀机全部产能。为了不影响产线推进速度，京东方于 2024 年 4 月确认招标韩国 Sunic System 两套 G8.6 代 OLED 蒸镀系统，招标价超 70 亿元约占投资总金额 630 亿元的 11%。（3.2 万片/月设计产能 2290mm×2620mm 玻璃基板理论上需要半切蒸镀设备至少 4 台）作为 2023 年进入苹果供应商认证体系的全球第二大 OLED 蒸镀设备商，Sunic System 首次量产 G8.6 代线蒸镀机在产品质量、交付能力方面还需进一步观察，目前年产 2 台 G8.X OLED 蒸镀机的产能未见扩充迹象。

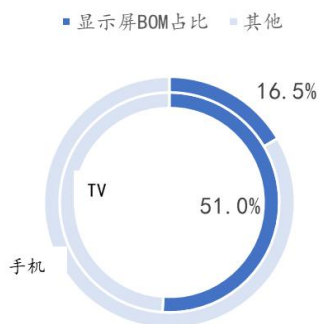
图表 16 FMM 和蒸镀机对 OLED 面板大尺寸化的影响



资料来源：中国电子报，行家说，集微网，势银膜链等，华安证券研究所整理

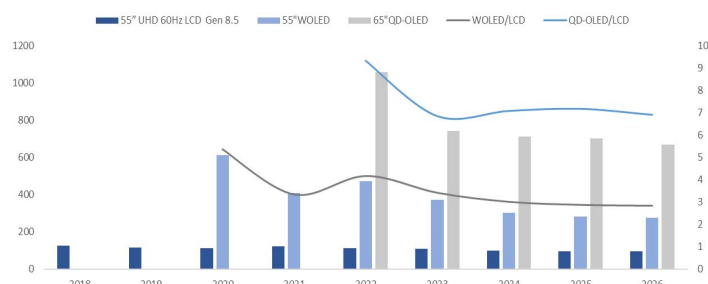
（二）经济上，TV 整机对面板价格更敏感，短期内 LCD 性价比优势难以撼动。不同于手机 BOM 中面板占比较低，TV 整机 BOM 中面板占比高达 51%，是价值量最高的零部件。高 BOM 占比使得 TV 终端厂商对面板价格更为敏感，采购策略也更谨慎。短期来看，TV OLED 居高不下的成本不利于其快速渗透，TV LCD 的高性价比优势仍难以撼动。

图表 17 TV&手机整机 BOM 中显示屏占比



资料来源: Tech insights, 电子工程专辑, 华安证券研究所 (注: 手机以 iPhone 16 Pro Max, TV 以 65" UHD LCD TV 为例)

图表 18 LCD WOLED QD-OLED TV 面板价格 (美元/片)



资料来源: DSCC, 华安证券研究所

(三) 应用上, 现行技术路线尚未成熟, TV OLED 渗透率有待提升。为突破大尺寸 OLED 工艺中 FMM 和蒸镀机的限制, 各大面板厂纷纷加码改进 Cell 段工艺, 涌现出基于 OMM+蒸镀工艺的 LGD WOLED 和三星 QD-OLED, 基于无 FMM+光刻工艺的维信诺 Vip 技术和日本 JDI eLEAP 以及 TCL 科技的印刷 OLED。目前, 各大技术路线积极扩展, 但技术成熟度、量产经济性均有待提升, 渗透率增长缓慢。具体来看:

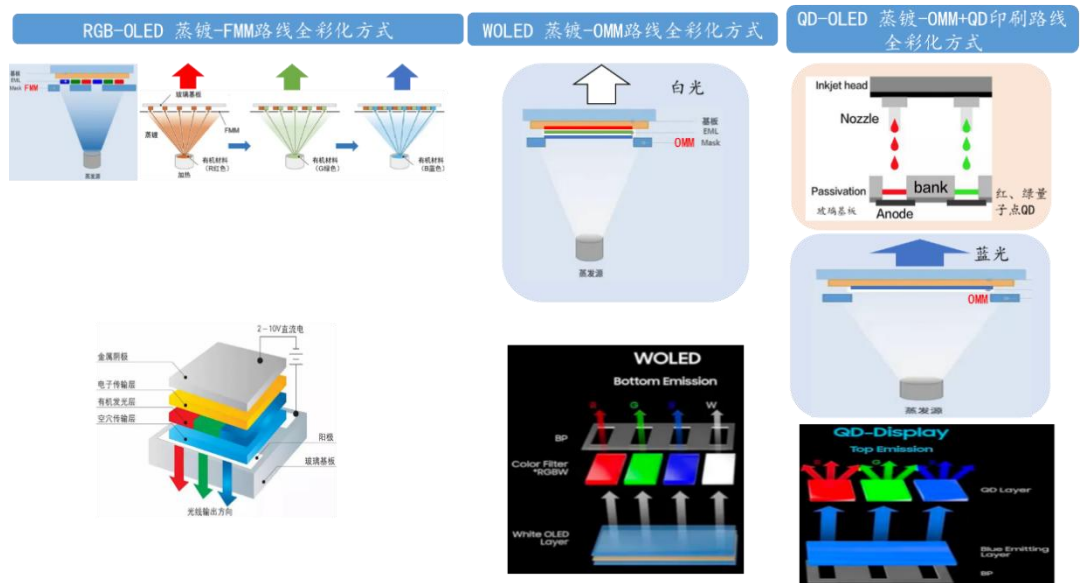
LGD 借鉴 LCD 彩色滤光片过滤白色背光的方式开发出 WOLED 显示技术。WOLED 利用面向整个 TFT 基板完全开口的开放式金属掩膜版 OMM 替代 FMM, 将红绿蓝发光有机物分别蒸镀至 TFT 基板上形成白色背光, 再通过彩色滤光片过滤形成 RGB 三基色, 并且增加白色子像素用以补偿白色背光通过滤光片时的亮度损失以及寿命最短的蓝光的光能损失。由于彩色滤光片的过滤能力有限, WOLED 过滤出的相邻单色光“混色”较严重, 影响面板的色彩表现力;

三星结合 OMM-蒸镀和喷墨印刷两种工艺开发出 QD-OLED 显示, 以 OMM-蒸镀镀膜膜的蓝光 (蓝光寿命最短) 为背光源照射位于顶端的红绿量子点转换层, 利用红绿量子点将蓝光分别转换成红绿光从而形成 RGB 三基色。虽然 QD-OLED 在亮度、色彩饱和度、色域、能耗等方面均有所提升, 但是 QD-OLED 的量子点转换效率、生产成本、良率仍是制约其发展的重要因素。

无 FMM 光刻技术相当于把现行工艺延长了三倍, 即每制作一种颜色, 就需要封装一次, 并且对封装层进行抛光、清洁后才可以进入到下一道工序。这种频繁进出蒸镀机的工艺流程, 对真正量产时的生产效率、产品良率、综合效益有何影响, 仍有待评估。

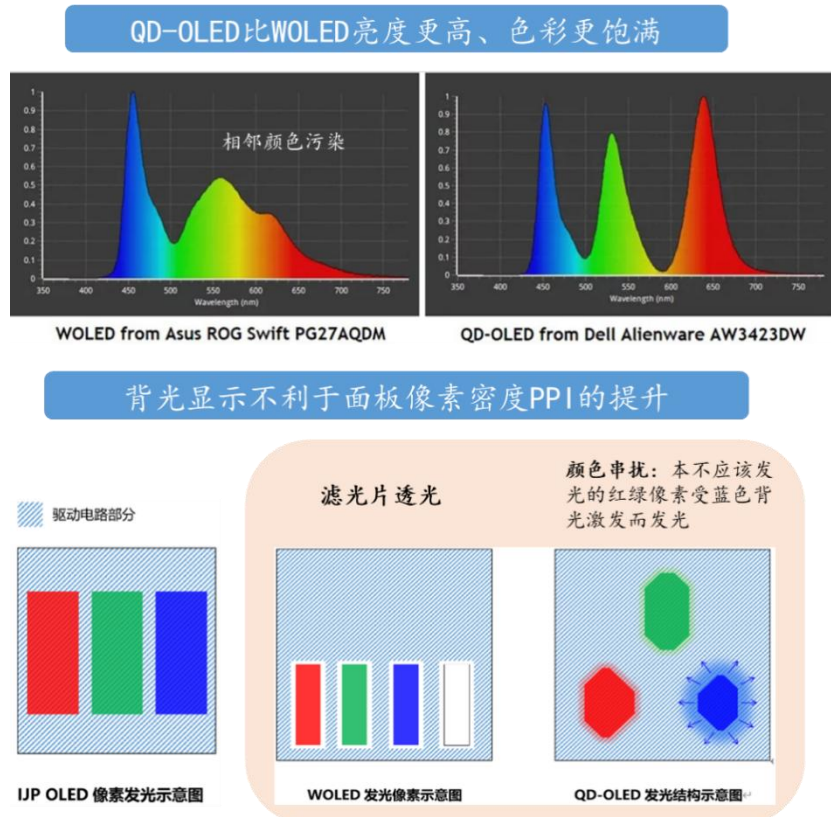
据 Omdia 预测, 2025 年全球 TV OLED 面板出货量占比不超 5%, TV LCD 面板仍占据绝对主流。

图表 19 RGB-OLED、WOLED 和 QD-OLED 显像方式比较



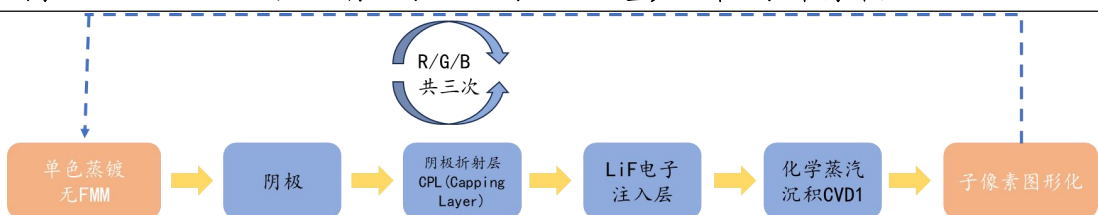
资料来源：OLED industry, CINNO, 行家说, 三星官网、显示世界, 华安证券研究所整理

图表 20 WOLED、QD-OLED 性能有待完善



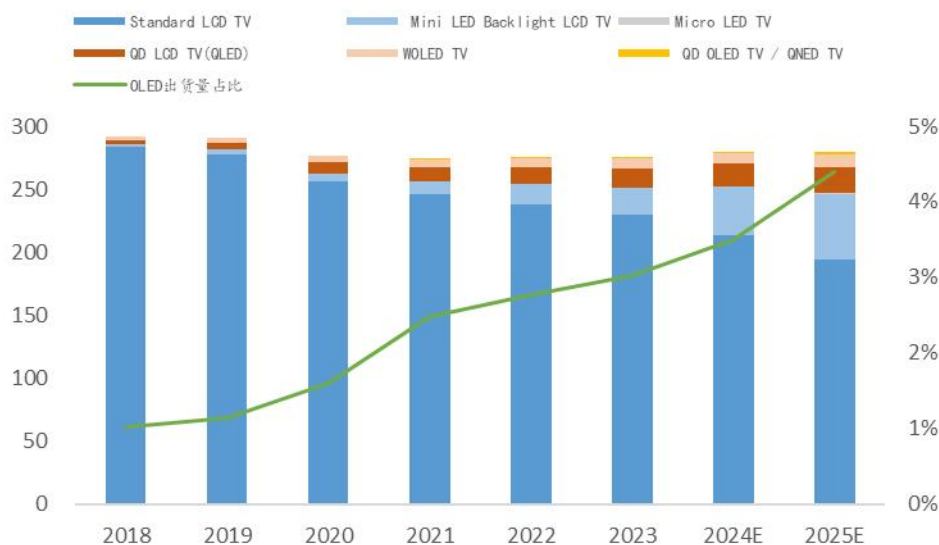
资料来源：三星显示, 电子信息产业网, 华安证券研究所整理

图表 21 无 FMM 光刻工艺将现行工艺延长三倍，量产效率、良率待评估



资料来源：中国电子报，华安证券研究所

图表 22 全球 TV 面板出货量（百万片）



资料来源：Omdia，华安证券研究所

2.2 公司引领显示行业发展

经过多年发展，全球半导体显示行业已经达到千亿美元规模。根据咨询机构 Omdia 统计及预测，2024 年全球半导体显示器件出货总面积约为 2.64 亿平方米，2030 年预计将达到 3.16 亿平方米，年均复合增长率为 3.05%；2024 年全球半导体显示行业市场营收约为 1348 亿美元，2030 年将达到 1554 亿美元，年均复合增长率为 2.40%。分产品而言，根据 Omdia 统计及预测，2024 年 TFT-LCD 出货总面积为 2.46 亿平方米，2030 年预计将达到 2.87 亿平方米，年均复合增长率为 2.61%；2024 年 AMOLED 出货总面积为 1770 万平方米，2030 年预计将达到 2788 万平方米，年均复合增长率达 7.86%。

以大尺寸为显著特征的 LCD 电视和公共显示需求的增长将成为未来 TFT-LCD 显示器件需求增长的主要驱动力。由于更加轻、薄、窄边框设计等因素使得大尺寸电视提供了更好的视觉享受，近年来消费者对大尺寸高清电视的需求不断增长。LCD 电视显示器件整体呈现大尺寸化趋势，60 英寸及以上超大尺寸（super-large）电视显示器件需求的迅速增长则是其中最突出的表现之一。

AMOLED 技术具备主动发光、高亮度、高对比度、超薄、低功耗、快速响应、

宽视角、全固态易于柔性显示等优点，但仍受到良率提升、成本降低的限制，目前 AMOLED 技术渗透率较高的应用领域主要为尺寸较小的高端智能手机，并开始向中尺寸高端 IT 产品渗透。AMOLED 显示器件在智能手机等领域的需求增长，同时也是随着技术发展，对 TFT-LCD 应用市场逐步继承、渗透的过程。根据 Omdia 统计及预测，2022-2030 年，AMOLED 显示器件在智能手机领域的销售收入份额预计将始终保持在 50% 以上，智能手机是 AMOLED 显示器件的主要需求。

图表 23 LCD 出货面积下游应用分布



资料来源：公司公告，omdia，华安证券研究所

图表 24 AMOLED 营业收入下游应用分布

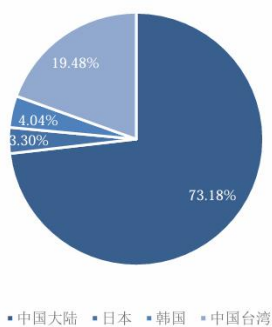


资料来源：公司公告，omdia，华安证券研究所

半导体显示产业技术密集、投资巨大，在全球竞争的背景下，投资需求持续加大，技术进步和迭代速度不断加快，产业技术门槛颇高、产业制造商高度集中。根据 Omdia 数据，2024 年全球 TFT-LCD 与 AMOLED 的大多数产能（按生产面积计算）集中在中国大陆、中国台湾以及韩国等地区。

图表 25 LCD 全球产能分布情况

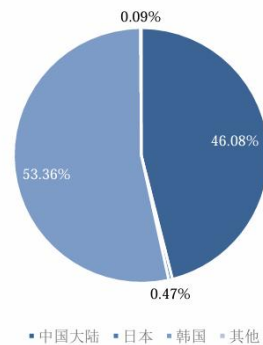
2024 年 TFT-LCD 全球产能分布情况



资料来源：公司公告，omdia，华安证券研究所

图表 26 AMOLED 全球产能分布情况

2024 年 AMOLED 全球产能分布情况



资料来源：公司公告，omdia，华安证券研究所

京东方是全球领先的半导体显示公司，LCD 领域产品结构持续优化，优势高端旗舰产品稳定突破；柔性 OLED 产品出货量进一步增加，打造多款品牌首发产品。公司全面搭建“屏之物联”技术架构：涵盖器件层、终端层、平台层及应用层，打造三大技术品牌：ADSPRO、f-OLED 及 α-MLED，聚焦软硬融合的系统性技术创新能力，为“器件-终端-场景”价值延展提供关键支撑。

技术与产品方面，显示器件领域 LCD 加速 UBCell、Oxide、LTPS 技术升级，BOE 首发全球最高 2117 PPI VR 荣获 2025 SID PCA 奖，4K-H UBCell G.3 获 2025 年度 ICDT 最佳创新显示器金奖。显示技术持续升级，OLED 持续创新，突破 OLED

最小尺寸并获得客户量产授权，车载拼接滑卷获得 CES Innovation Awards 2025 荣誉奖；画质进一步提升，红魔 10 Pro FDC 获得 SID2025 DIA 年度显示产业化技术奖。为适配产品智能化趋势，公司重视 AI 技术与产品的融合，全面打造“器件-整机-系统”多重模式产品创新，助力技术和产品创新升维。其中，由京东方赋能的裸眼 3D 笔记本已交付客户，凭借行业领先的 AI+显示应用动态交织裸眼 3D 显示方案，荣获 DIC AWARD 2025 显示应用创新奖，AI TV 原型产品亮相 SID 2025，智慧一体机 C100/B3/E3 等产品搭载 BOE 办公智能体，助力多场景市场突破，京东方裸眼 3D AIGC 内容生成与显示平台获得 CDIA 2025 年度最佳显示应用产品奖专家评审奖金奖。

盈利预测

我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别 65.6、101.1、125.0 亿元，对应的 EPS 分别为 0.18、0.27、0.33 元，对应 2025 年 12 月 30 日收盘价 PE 分别为 23.8、15.4、12.5 倍。首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险提示：

面板价格大幅波动；市场需求不及预期；市场竞争加剧；行业资本开支超预期。

财务报表与盈利预测

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	143387	137472	149972	185968
现金	74253	66821	72498	103988
应收账款	36338	38382	43610	46991
其他应收款	813	886	1006	1084
预付账款	634	654	734	792
存货	23313	23220	24324	25071
其他流动资产	8036	7509	7800	8041
非流动资产	286591	286032	283976	267360
长期投资	13533	13533	13533	13533
固定资产	204904	196537	185803	163279
无形资产	11263	10184	9099	8009
其他非流动资产	56890	65777	75541	82539
资产总计	429978	423504	433948	453328
流动负债	115261	103931	107285	117902
短期借款	1563	1563	1563	1563
应付账款	36713	37830	42486	45857
其他流动负债	76984	64538	63236	70481
非流动负债	110171	114692	114692	114692
长期借款	100932	100932	100932	100932
其他非流动负债	9238	13759	13759	13759
负债合计	225432	218623	221977	232593
少数股东权益	71609	71544	72076	72734
股本	37645	37414	37414	37414
资本公积	52208	52208	52208	52208
留存收益	43085	43716	50274	58380
归属母公司股东权益	132938	133337	139895	148001
负债和股东权益	429978	423504	433948	453328

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	47738	54238	56478	71105
净利润	4145	6499	10644	13156
折旧摊销	38422	44665	48106	50666
财务费用	1911	2589	2589	2589
投资损失	582	-638	-725	-781
营运资金变动	264	-250	-5419	4660
其他经营现金流	6295	8121	17346	9311
投资活动现金流	-32650	-41901	-44658	-32635
资本支出	-33881	-47108	-45083	-33115
长期投资	-1925	650	-100	-100
其他投资现金流	3157	4558	525	581
筹资活动现金流	-5517	-19611	-6142	-6981
短期借款	-183	0	0	0
长期借款	-20614	0	0	0
普通股增加	-8	-231	0	0
资本公积增加	94	0	0	0
其他筹资现金流	15193	-19380	-6142	-6981
现金净增加额	9912	-7432	5677	31490

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	198381	212580	241532	260259
营业成本	168222	181584	203933	220114
营业税金及附加	1296	1382	1570	1692
销售费用	1995	2126	2415	2603
管理费用	6219	6590	7004	7287
财务费用	1224	1304	1453	1339
资产减值损失	-3624	-2000	-2000	-1500
公允价值变动收益	522	500	500	500
投资净收益	-541	638	725	781
营业利润	4931	7465	12305	15293
营业外收入	216	255	285	252
营业外支出	61	73	68	67
利润总额	5086	7646	12522	15478
所得税	940	1147	1878	2322
净利润	4145	6499	10644	13156
少数股东损益	-1178	-65	532	658
归属母公司净利润	5323	6564	10111	12498
EBITDA	51394.02	53615.86	62080.52	67482.47
EPS (元)	0.14	0.18	0.27	0.33

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	13.7%	7.2%	13.6%	7.8%
营业利润	224.7%	51.4%	64.8%	24.3%
归属于母公司净利润	109.0%	23.3%	54.0%	23.6%
获利能力				
毛利率(%)	15.2%	14.6%	15.6%	15.4%
单位:百万元	2.7%	3.1%	4.2%	4.8%
ROE(%)	4.0%	4.9%	7.2%	8.4%
ROIC(%)	3.0%	2.3%	3.5%	4.1%
偿债能力				
资产负债率(%)	52.4%	51.6%	51.2%	51.3%
净负债比率(%)	110.2%	106.7%	104.7%	105.4%
流动比率	1.24	1.32	1.40	1.58
速动比率	1.00	1.05	1.12	1.32
营运能力				
总资产周转率	0.47	0.50	0.56	0.59
应收账款周转率	5.69	5.69	5.89	5.75
应付账款周转率	4.83	4.87	5.08	4.98
每股指标(元)				
每股收益	0.14	0.18	0.27	0.33
每股经营现金流(摊薄)	1.28	1.45	1.51	1.90
每股净资产	3.53	3.56	3.74	3.96
估值比率				
P/E	31.36	23.77	15.43	12.48
P/B	1.24	1.17	1.12	1.05
EV/EBITDA	4.62	4.11	3.46	2.72

分析师与研究助理简介

分析师：陈耀波，华安证券电子行业首席分析师。北京大学金融管理双硕士，有工科交叉学科背景。曾就职于广发资管，博时基金投资部等，具有 8 年买方投研经验。

分析师：刘志来，华安证券电子分析师。2020-2021 年曾任职于信达证券，2023 年加入华安证券。5 年电子行业研究经验，兼具买卖方视角。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。