

688550.SH

买入

原评级：未有评级

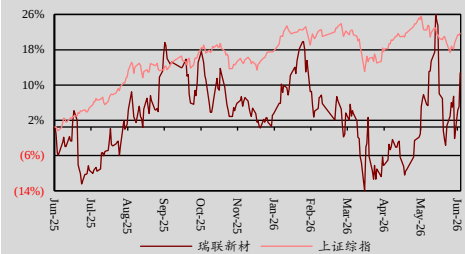
市场价格：人民币 48.53

板块评级：强于大市

本报告要点

- 公司在显示材料、医药板块以及电子材料多点布局，看好公司各业务板块未来有望进入放量通道，首次覆盖，给予买入评级。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	4.8	2.8	13.0	10.4
相对上证综指	2.7	3.5	11.6	(10.9)

发行股数 (百万)	173.84
流通股 (百万)	173.84
总市值 (人民币 百万)	8,436.67
3个月日均交易额 (人民币 百万)	246.31
主要股东 (%)	
青岛开发区投资建设集团有限公司	12.79

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以2026年6月17日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

电子：电子化学品 II

证券分析师：余嫒嫒

(8621)20328550

yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517050002

证券分析师：范琦岩

qiyan.fan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300525040001

瑞联新材

显示材料持续发力，医药CDMO、电子材料开拓新增量

公司在显示材料、医药板块以及电子材料多点布局，OLED材料持续发力，“中间体+原料药”一体化CDMO战略有序推进，多款电子材料正处于量产和放大批次验证阶段，未来有望贡献较大业绩增量。看好公司各业务板块未来有望进入放量通道，首次覆盖，给予买入评级。

支撑评级的要点

- 公司显示材料、医药板块、电子材料多点布局，业绩稳中向好。瑞联新材主营产品包括显示材料、医药产品、电子化学品等新材料，2025年公司经营业绩创历史新高：2025年公司实现营收16.76亿元，同比+14.91%；实现归母净利润3.09亿元，同比+22.87%。2025年公司综合毛利率为44.90%（同比+0.70pct），净利率为18.45%（同比+1.19pct）。从业务结构来看，公司从依赖显示材料单一板块，逐步向以显示材料为核心、医药与电子材料协同发展的多元化格局转变，进一步增强了公司整体抗风险能力与市场竞争力。
- 显示材料：稳固液晶基本盘，OLED材料持续发力。AMOLED有望在2028年占据显示面板市场收入的43%份额，而当前主流技术TFT LCD的份额将降至55%。Omdia预计2021-2030年全球OLED面板总出货量有望以3%的CAGR从8.37亿片增长至12.285亿片，2022-2030年全球OLED面板的需求面积CAGR有望达11.0%。TFT-LCD面板仍有望在较长时间段内占据电视面板等大尺寸市场。2025年全球大尺寸液晶面板出货量达2.45亿片（同比+3.4%）；出货面积1.81亿平方米（同比+3.1%）。2025年面板企业并购加速，LCD行业集中度持续提升并向国内集中，液晶材料供应同样呈现高度集中、寡头主导格局。公司是国内OLED升华前材料和液晶单体领域头部企业。2025年公司显示材料板块实现收入13.14亿元（同比+3.04%），占总营收的78.42%（同比-9.04pct），毛利率为42.01%（同比-1.13pct）。公司与包括DuPont、Merck、JNC、Idemitsu、Solus、SFC、LG化学、八亿时空、江苏和成、诚志永华在内的海内外客户建立了长期稳定的合作关系，是国内最早开始规模化生产前驱体发光材料且能够规模化量产全系列氪代发光材料的企业，同时也正加快对印刷OLED终端材料评价系统的建设及材料开发迭代的速度。中长期来看，随着下游渗透率提升、新型技术迭代、8.6代线投产以及国产替代推进，公司OLED材料有望迎来广阔的发展空间。
- 医药板块：CDMO市场空间广阔，“中间体+原料药”一体化战略有序推进。CDMO行业在医药产业中占据核心地位。全球创新研发的热潮有力推动了医药CDMO行业市场规模的持续扩张，2018-2023年全球CDMO市场规模从446亿美元增长至797亿美元，CAGR为12.3%，预计在2028/2033年分别达1,684/3,385亿美元。2018-2023年中国医药CDMO市场规模以39.9%的CAGR从160亿人民币增长至859亿人民币，预计2028/2033年达2,084/5,369亿人民币。中国医药CDMO行业市场规模增速高于全球水平，占全球市场比重逐年增长，2018-2023年比重从5.1%扩大至15.3%。2025年公司医药板块实现收入2.93亿元（同比+89.55%），占总营收的17.45%（同比+6.87pct），毛利率为64.83%（同比+7.04pct）。公司客户粘性较高，管线储备丰富，并积极向下游原料药布局。
- 电子材料：光刻胶单体验证推进顺利，PSPI单体已量产供应。光刻胶市场规模持续增长，2024年全球集成电路、新型显示、PCB三大领域用光刻胶总体市场规模达到64.28亿美元（不包括OLED用PSPI），同比增长10.18%；其中OLED用光刻胶市场规模为1.62亿元，预计2025年将增长至1.95亿元。全球高端半导体光刻胶市场份额主要被日本和美国企业占据，国产化率亟待提升。PSPI是先进封装关键材料，近年来在AI芯片、先进封装、5G/6G通信、汽车电子与柔性显示等多领域需求驱动下，全球PSPI市场进入高速增长通道，2025年PSPI全球市场规模6.8-8.8亿美元，未来有望保持24%的CAGR扩张，预计到2032年达到31-40亿美元。当前全球PSPI市场主要由日本、美国头部企业主导，行业前五大厂商占据近90%全球市场份额，国产替代空间广阔。随着国产PSPI光刻胶加速导入与放量应用，产业链对上游关键单体材料的配套需求将愈发迫切。公司电子材料主要产品包括半导体光刻胶单体、半导体及OLED封装材料以及TFT平坦层光刻胶等。2025年公司电子材料板块实现收入0.69亿元（同比+141.34%），占总营收的4.13%（同比+2.16pct），毛利率为15.55%（同比-2.60pct）。公司积极推进各类电子材料导入及放量，并加码先进半导体封装用PSPI材料产业化，未来有望贡献较大业绩增量。

估值

- 公司在显示材料、医药板块以及电子材料多点布局。我们预计2026-2028年公司归母净利润分别为3.66/4.62/5.59亿元，EPS分别为2.11/2.66/3.22元，PE分别为23.1/18.3/15.1倍。看好公司各业务板块未来有望进入放量通道，首次覆盖，给予买入评级。

评级面临的主要风险

- 显示材料研发以及显示行业波动风险；医药中间体CDMO业务单一产品占比较高的风险；原材料价格波动风险；贸易政策变动风险。

投资摘要

年结日：12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营收入(人民币 百万)	1,459	1,676	1,990	2,390	2,810
增长率(%)	20.7	14.9	18.7	20.1	17.6
EBITDA(人民币 百万)	403	474	560	693	829
归母净利润(人民币 百万)	252	309	366	462	559
增长率(%)	87.6	22.9	18.3	26.2	21.0
最新股本摊薄每股收益(人民币)	1.45	1.78	2.11	2.66	3.22
市盈率(倍)	33.5	27.3	23.1	18.3	15.1
市净率(倍)	2.8	2.6	2.4	2.3	2.1
EV/EBITDA(倍)	10.7	13.8	12.6	10.2	8.3
每股股息(人民币)	0.7	0.9	1.1	1.3	1.6
股息率(%)	2.3	2.0	2.2	2.8	3.3

资料来源：公司公告，中银证券预测

目录

显示材料、医药板块、电子材料多点布局，业绩稳中向好	5
公司专注于研发、生产和销售专用有机新材料	5
公司业绩稳健增长，显示材料为主力板块	6
显示材料：稳固液晶基本盘，OLED 材料持续发力	11
OLED 面板渗透率持续提升，OLED 材料需求不断增长	11
LCD 行业集中度持续提升并向国内聚集，混晶材料供应高度集中	15
公司是国内 OLED 升华前材料和液晶单体领域头部企业	16
医药板块：CDMO 市场空间广阔，“中间体+原料药”一体化战略有序推进	18
CDMO 行业发展迅速，中国市场占比逐渐提升	18
公司管线储备丰富，积极向下游原料药布局	21
电子材料：光刻胶单体验证推进顺利，PSPI 单体已量产供应	22
光刻胶市场规模持续增长，国产化率亟待提升	22
PSPI 是先进封装关键材料，上游单体需求有望提升	24
公司积极推进各类电子材料导入及放量	25
盈利预测与估值	27
核心假设	27
盈利预测与估值	27
风险提示	29

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 公司发展历程.....	5
图表 2. 公司股权结构（截至 2026 年 5 月）.....	6
图表 3. 主要控股参股公司（截至 2025 年年报）.....	6
图表 4. 2013-2025 年公司营收及同比.....	7
图表 5. 2013-2025 年公司归母净利润及同比.....	7
图表 6. 2021-2025 年公司分业务营收占比.....	7
图表 7. 2014-2025 年公司毛利率及净利率.....	8
图表 8. 2021-2025 年公司各主营业务毛利率.....	8
图表 9. 2017-2025 年公司费用率.....	8
图表 10. 2018-2025 年公司与可比公司毛利率.....	9
图表 11. 2018-2025 年公司与可比公司期间费用率.....	9
图表 12. 2018-2025 年公司研发费用及同比.....	9
图表 13. 2018-2025 年公司与可比公司研发费用率.....	9
图表 14. 公司在研项目情况（截至 2025 年年报）.....	10
图表 15. 平板显示（FPD）技术分类.....	11
图表 16. TFT-LCD 面板及 OLED 面板产品特性.....	11
图表 17. 2020-2030 年全球 OLED 显示面板需求及预测.....	12
图表 18. 2022-2031 年全球 LCD 与 OLED 面板市场份额及预测.....	12
图表 19. 22Q1-25Q1 全球 LCD 及 OLED 面板在智能手机出货中的占比.....	12
图表 20. 2021-2026 年柔性 AMOLED 出货量、平均售价及预测.....	12
图表 21. 2021-2030 年全球 AMOLED 出货量及预测（按应用划分，单位：千片）.....	12
图表 22. 8.6 代 OLED 产线梳理.....	13
图表 23. 各类 OLED 材料毛利率.....	14
图表 24. 2025 年全球 OLED 前端材料市场份额（按收入计算）.....	14
图表 25. 2024-2030 年全球 OLED 前端材料市场规模及预测.....	14
图表 26. 国内 OLED 前端材料与中间体主要生产厂商.....	15
图表 27. 2025 年全球液晶面板市场分季度出货量及变化.....	16
图表 28. 2025 年全球液晶电视面板厂出货量排名.....	16
图表 29. 2025 年全球液晶电视面板市场尺寸结构及变化.....	16
图表 30. 2025 年中国电视零售市场重点尺寸销量占比.....	16
图表 31. 2021-2025 年公司显示材料板块收入及同比.....	17
图表 32. 2021-2025 年公司显示材料板块毛利率.....	17
图表 33. CDMO 行业产业链.....	18

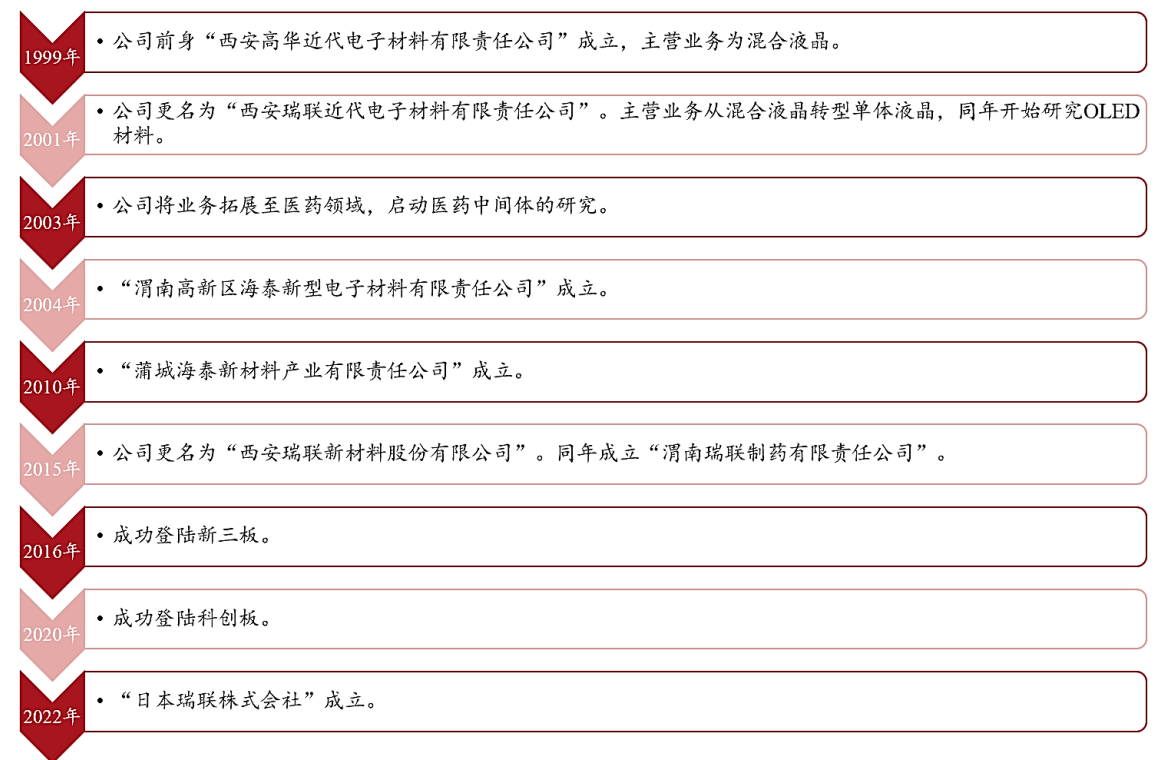
图表 34. CDMO 的主要服务优势及服务案例	18
图表 35. 2022 年全球医药市场规模、研发外包率以及 CDMO 市场规模	19
图表 36. 全球 CDMO 市场规模现状及预测 (2018-2033E)	19
图表 37. 2023 年中国医药研发投入及研发外包率	20
图表 38. 中国医药 CDMO 市场规模现状及预测 (2018-2033E)	20
图表 39. 2021-2025 年公司医药板块收入及同比	21
图表 40. 2021-2025 年公司医药板块毛利率	21
图表 41. 光刻胶作用原理示意图	22
图表 42. 光刻胶的分类	22
图表 43. 光刻胶产业链图示	22
图表 44. 光刻胶组成及成本占比	23
图表 45. 2020-2024 年全球光刻胶市场规模 (亿美元)	23
图表 46. 2021-2025E 中国大陆半导体光刻胶市场规模	23
图表 47. 2023 年全球半导体光刻胶市场份额	24
图表 48. 2020 年全球半导体光刻胶细分产品市场竞争格局	24
图表 49. 不同芯片使用的封装材料	24
图表 50. PSPI 图案加工工艺相较 PI 更加简单	24
图表 51. PSPI 作为 TSV 绝缘层和缓冲介质	25
图表 52. PSPI 在 RDL 中主要作为绝缘介质与通孔保护层	25
图表 53. 2021-2025 年公司电子材料及其他收入及同比	26
图表 54. 2021-2025 年公司电子材料及其他毛利率	26
图表 55. 公司分业务盈利预测	27
图表 56. 可比公司估值分析	28
利润表(人民币 百万)	30
现金流量表(人民币 百万)	30
财务指标	30
资产负债表(人民币 百万)	30

显示材料、医药板块、电子材料多点布局，业绩稳中向好

公司专注于研发、生产和销售专用有机新材料

根据瑞联新材官网，西安瑞联新材料股份有限公司成立于1999年，前身“西安高华近代电子材料有限责任公司”主营混合液晶。2001年公司主营业务转型为单体液晶，并开始研究OLED材料，同年更名为“西安瑞联近代电子材料有限责任公司”。2003年公司正式开展医药中间体的研究。2004年子公司“渭南高新区海泰新型电子材料有限责任公司”成立。2010年子公司“蒲城海泰新材料产业有限责任公司”成立。公司于2015年正式更名为“西安瑞联新材料股份有限公司”，并于2020年成功在科创板上市。2022年“日本瑞联株式会社”成立，将公司医药业务拓展至海外。目前公司已经发展作为一家专注于研发、生产和销售专用有机新材料的高新技术企业。

图表 1. 公司发展历程

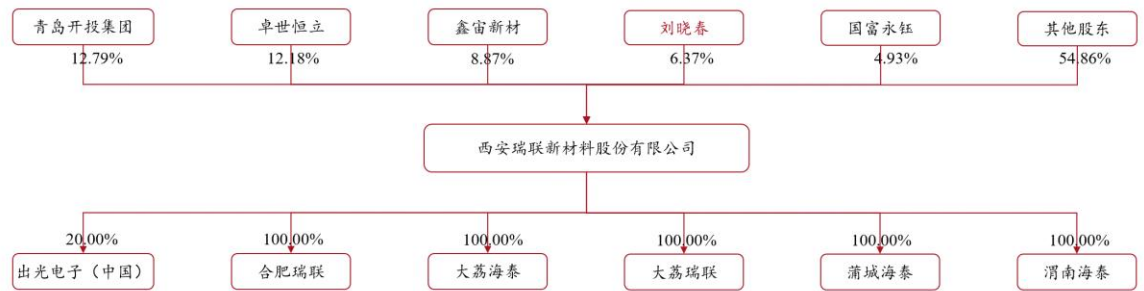


资料来源：公司官网，中银证券

公司主营产品包括显示材料、医药产品、电子化学品等新材料。根据瑞联新材 2025 年年报，公司业务内容涵盖显示材料、医药产品、电子材料等新材料。1) 显示材料：根据终端产品显示特性的不同分为 OLED 材料、液晶材料，其中 OLED 材料主要为 OLED 升华前材料，下游为 OLED 升华后材料，主要应用领域为 OLED 显示面板，液晶材料主要为液晶单体，下游为混合液晶，主要应用领域为 TFT-LCD 显示面板，OLED 显示面板和 TFT-LCD 显示面板均广泛应用于电视、智能手机、电脑、车载显示、智能仪表等终端显示器领域；2) 医药产品：包括创新药中间体和原料药，目前以创新药中间体为主，下游为原料药，终端产品为医药制剂；3) 电子材料：主要产品包括半导体光刻胶单体、半导体及 OLED 封装材料和 TFT 平坦层光刻胶等，产品较为分散，下游为光刻胶、透明聚酰亚胺、光学膜材料等，终端应用领域主要为显示面板和半导体。

控股股东及实控人变更落地，治理结构持续优化。根据瑞联新材 2025 年年报，2025 年公司完成新一届董事会换届工作，公司控股股东正式变更为青岛开发区投资建设集团有限公司，实际控制人变更为青岛西海岸新区国有资产管理局。本次控制权变更后，公司治理迈入规范化发展新阶段，控股股东充分发挥国有企业规范化管理与监督职能，持续强化规范治理与合规引领，为公司股权稳定、规范发展提供坚实保障。公司主要控股参股公司包括渭南海泰、蒲城海泰、瑞联制药、大荔瑞联、大荔海泰、日本瑞联、合肥瑞联。

图表 2. 公司股权结构（截至 2026 年 5 月）



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 3. 主要控股参股公司（截至 2025 年年报）

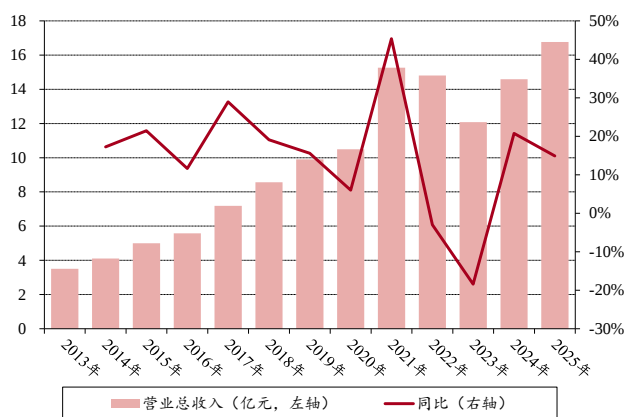
公司名称	主要业务	注册资本 (万元)	总资产 (万元)	净资产 (万元)	营业收入 (万元)	营业利润 (万元)	净利润 (万元)
渭南海泰	液晶显示材料、新型光电材料及精细化学品的研发、生产和销售	10,000.00	52,371.68	26,042.95	44,080.91	3,523.12	3,074.53
蒲城海泰	液晶显示材料、有机电致发光显示材料、医药中间体及其他新型光电材料、精细化学品的研发、生产和销售	3,000.00	172,821.99	61,278.15	135,137.23	19,623.04	16,615.22
瑞联制药	医药中间体和精细化学品的研发、生产和销售	3,300.00	23,255.54	(6,114.84)	201.24	(2,848.18)	(2,848.65)
大荔瑞联	专用化学产品生产、销售	1,000.00	5,696.25	871.83	-	(200.45)	(200.45)
大荔海泰	专用化学产品生产、销售	1,000.00	7,444.86	582.67	-	(327.86)	(327.86)
日本瑞联	医药原料药、中间体等的制造、进出口及销售以及液晶材料、OLED 材料等及其中间体的进出口及销售	9,500 万日元	508.98	(271.79)	969.26	(258.65)	(266.13)
合肥瑞联	科技推广和应用服务业	100.00	39.26	39.26	-	(8.03)	(8.03)

资料来源：公司 2025 年年报，中银证券

公司业绩稳健增长，显示材料为主力板块

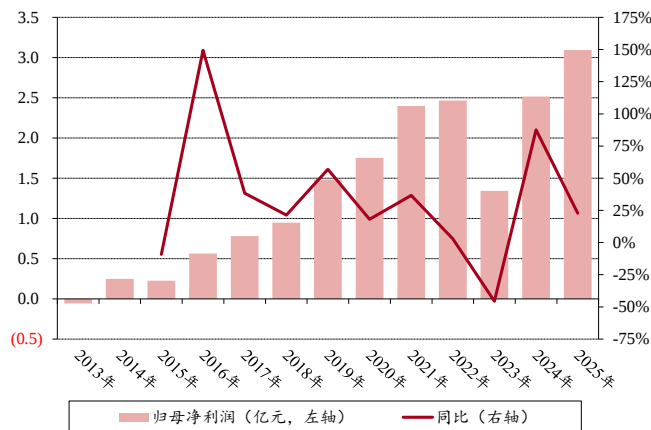
公司业绩增长态势良好，业务结构持续优化。受益于医药及电子材料板块的大幅增长，2025 年公司经营业绩创历史新高：2025 年公司实现营收 16.76 亿元，同比+14.91%；实现归母净利润 3.09 亿元，同比+22.87%；实现扣非归母净利润 3.00 亿元，同比+26.42%。26Q1 公司实现营收 3.79 亿元，同比+10.10%，环比+1.01%；实现归母净利润 0.44 亿元，同比-4.34%，环比+53.35%；实现扣非归母净利润 0.42 亿元，同比+0.13%，环比+81.75%。从业务结构来看，显示材料板块作为公司核心支柱，2025 年收入 13.14 亿元（同比+3.04%），占总营收的 78.42%（同比-9.04pct），占比虽同比下降但仍稳居第一大业务板块，持续为公司经营发展提供基本盘支撑；医药板块收入 2.93 亿元（同比+89.55%），占总营收的 17.45%（同比+6.87pct）；电子材料板块收入 0.69 亿元（同比+141.34%），占总营收的 4.13%（同比+2.16pct）。公司非显示类业务板块快速拓展，业务结构持续优化，从依赖显示材料单一板块，逐步向以显示材料为核心、医药与电子材料协同发展的多元化格局转变，进一步增强了公司整体抗风险能力与市场竞争力。

图表 4. 2013-2025 年公司营收及同比



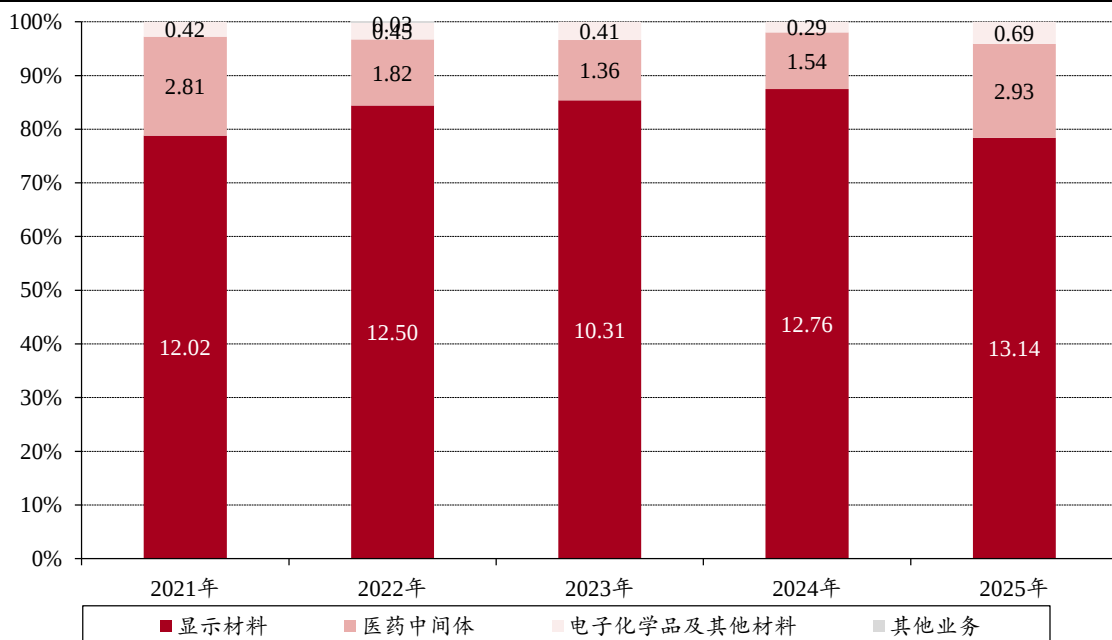
资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 5. 2013-2025 年公司归母净利润及同比



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 6. 2021-2025 年公司分业务营收占比

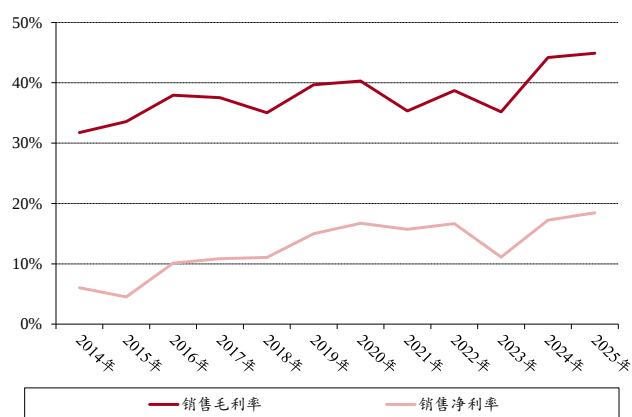


资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

注：数据标签为各业务营收金额绝对值，单位为亿元

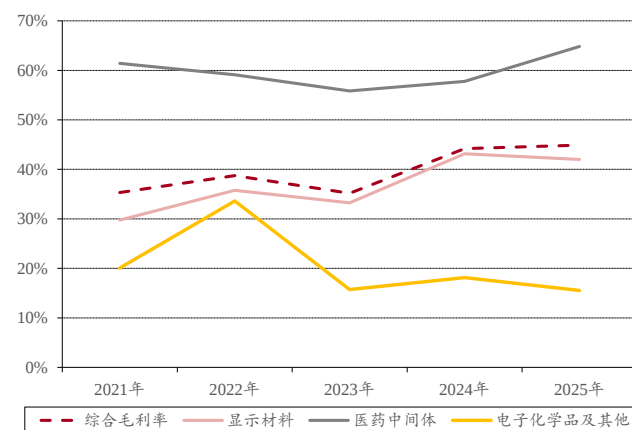
公司盈利能力有所提升。2014 年以来公司毛利率、净利率均呈现波动上升的态势，2025 年公司综合毛利率为 44.90%（同比+0.70pct），净利率为 18.45%（同比+1.19pct）。分板块来看，2025 年受显示材料板块核心产品成本上涨以及产品降价等因素影响，板块毛利率略有回落至 42.01%（同比-1.13pct）；高毛利医药板块营收实现大幅增长，规模效应带动板块毛利率提升至 64.83%（同比+7.04pct），为公司整体毛利率的稳定提供重要支撑；电子材料及其他板块毛利率为 15.55%（同比-2.60pct）。2025 年公司期间费用率为 21.91%（同比+0.03pct），其中管理费用率为 12.58%（同比-0.35pct，主要系职工薪酬和股份支付费用增长所致），销售费用率为 2.66%（同比-0.45pct），财务费用率为-0.76%（同比+0.80pct，主要系汇兑收益减少所致），研发费用率为 7.43%（同比+0.05pct，主要系公司持续加大研发投入所致）。

图表 7. 2014-2025 年公司毛利率及净利率



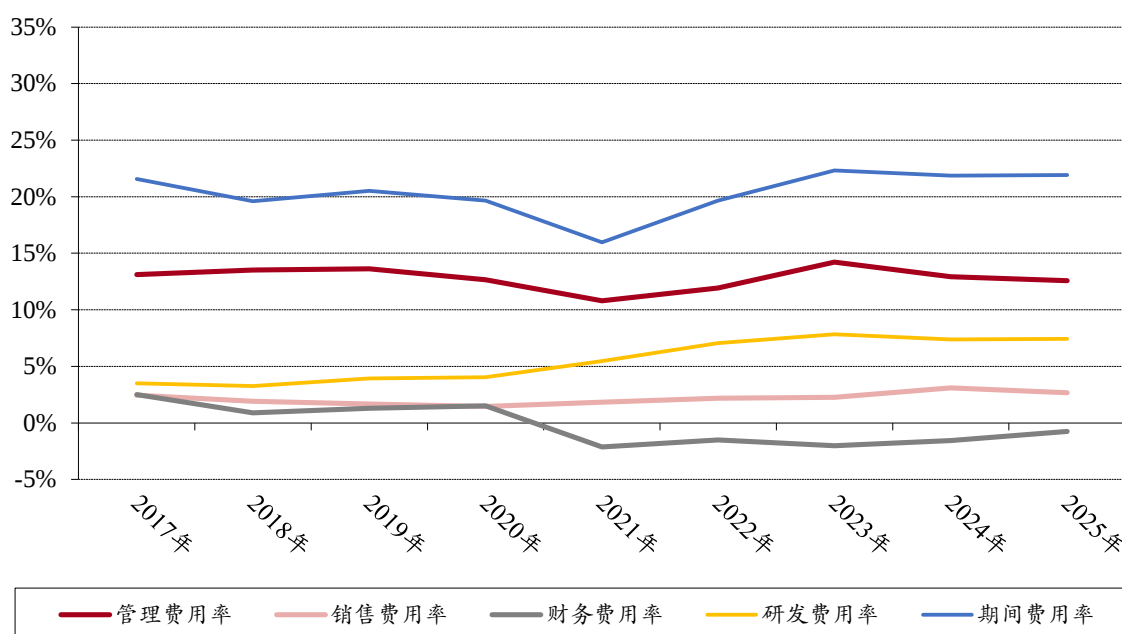
资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 8. 2021-2025 年公司各主营业务毛利率



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

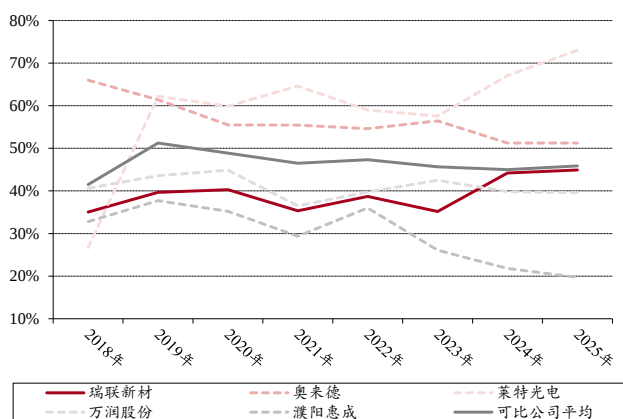
图表 9. 2017-2025 年公司费用率



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

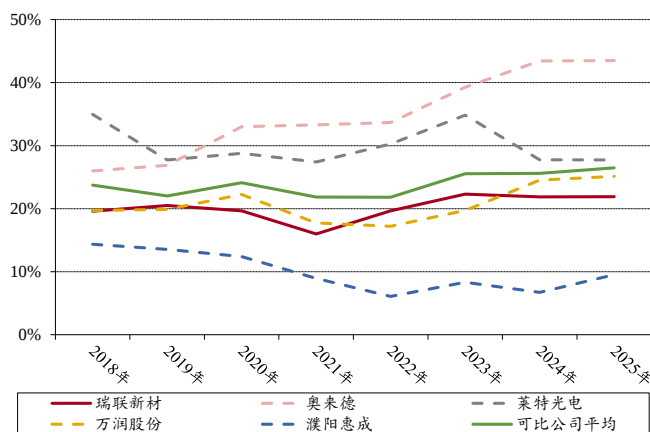
公司毛利率接近可比公司平均值，期间费用率低于可比公司平均值。考虑到公司显示材料业务与奥来德、莱特光电、万润股份、濮阳惠成的部分主营业务有一定相似性，我们选择上述几家上市公司作为可比公司。从毛利率来看，2018-2025 年公司毛利率低于可比公司平均值，然而差距呈现缩小趋势，尤其是 2024 年公司毛利率大幅提升至接近可比公司平均值；从期间费用率来看，2018-2025 年公司期间费用率稳定在 20% 左右，低于可比公司平均值。

图表 10. 2018-2025 年公司与可比公司毛利率



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

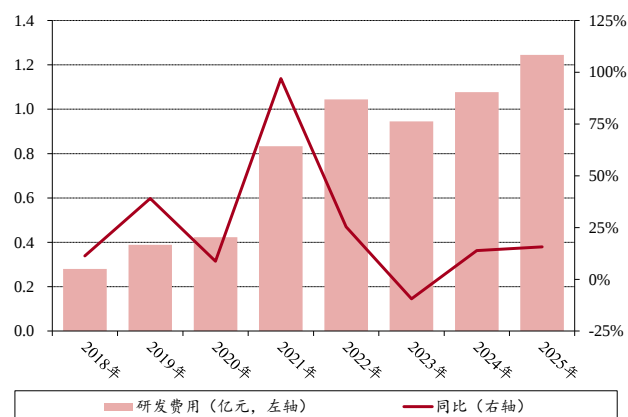
图表 11. 2018-2025 年公司与可比公司期间费用率



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

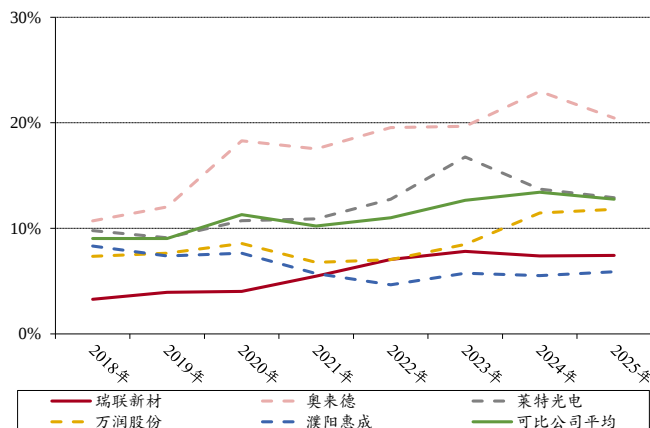
公司持续加大研发投入，研发费用率稳健提升。2025 年公司研发费用为 1.25 亿元（同比+15.64%）。公司研发费用率虽低于可比公司平均值，但呈现稳健增长态势，体现出公司强劲的研发动能。根据公司 2025 年年报，截至 2025 年公司研发人员数量为 353 人，占公司总人数比例为 21.11%；截至 2025 年公司累计获得授权专利 103 项，2025 年新增获授专利 23 项，累计已提交申请待审核授权的专利 61 项。

图表 12. 2018-2025 年公司研发费用及同比



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 13. 2018-2025 年公司与可比公司研发费用率



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 14. 公司在研项目情况（截至 2025 年年报）

项目名称	进展或阶段性成果	拟达到目标	具体应用前景
LC 显示光刻胶树脂及单体中试放大方案的研究	已完成多个单体中试放大及量产产线的设计。	完成该项目的量产。	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
造影剂类原料药项目	多个原料药国内上市注册申请已获受理。1 款原料药已获欧盟上市批文。	取得多个造影剂类原料药药品生产许可证。	应用于造影剂的合成
TFT 平坦层光刻胶	目前已开发的数款产品分别适配低浓度和高浓度显影，按计划推进面板厂商上线验证及改善。	通过配方研究，开发完成适用于 LCD 面板的 TFT 平坦层光刻胶，并通过面板客户验证，最终国产化量产。	应用于 LCD 面板 TFT 平坦层光刻胶的合成
非天然氨基酸项目的开发	四款氨基酸产品实现百公斤级交付；新氨基酸产品持续开发导入。	开发具有市场竞争力的氨基酸产品。	应用于多肽药物的合成
抗炎类原料药项目	已取得一款抗炎镇痛类原料药生产许可。	取得该抗炎类原料药药品生产许可证。	应用于广谱抗真菌药物的合成
氟代含苯并咪唑系列 OLED 有机发光材料项目	已完成多个产品的结构设计，其中部分产品达到设计目标要求，进入量产阶段。	完成氟代含苯并咪唑系列 OLED 有机发光材料产业化工艺研究。	应用于 OLED 面板，有助提高 OLED 器件发光效率，提升 OLED 面板的性能
表面光学膜层用树脂单体系列的开发	部分小试聚合物自组装空穴传输层产品已实现克级交样，新开发数款产品处于下游客户验证阶段。	配合下游客户开发一系列树脂单体，供下游客户评价使用。	应用于表面光学膜树脂合成
钙钛矿电池用聚合物自组装空穴传输层材料的开发	目前已开发的两款产品通过部分高校科研院所及下游客户评价，相关专利已获国家知识产权局受理。	开发一系列自组装空穴传输层材料，通过下游钙钛矿光伏面板商验证并与下游客户建立稳定合作关系。	应用于钙钛矿太阳能电池空穴传输层材料

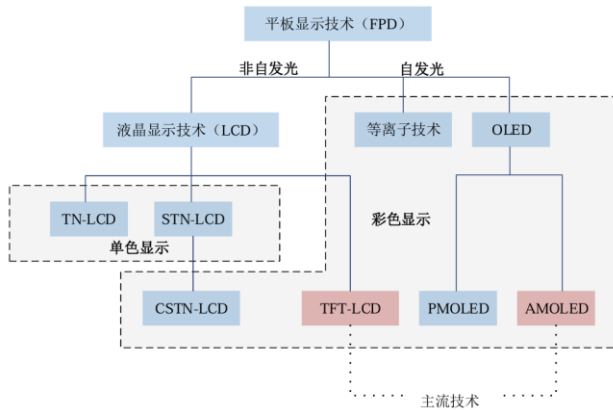
资料来源：公司 2025 年年报，中银证券

显示材料：稳固液晶基本盘，OLED 材料持续发力

OLED 面板渗透率持续提升，OLED 材料需求不断增长

平板显示 (FPD) 的主流产品为 TFT-LCD 面板与 OLED 面板。根据瑞联新材招股说明书，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 全称为“有机发光二极管”，主要用于显示或照明领域。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、可穿戴设备应用和推广。目前 AMOLED 是 OLED 技术的主流产品，广泛应用于手机等小尺寸平板显示中。液晶终端材料及 OLED 终端材料分别是 TFT-LCD 面板和 OLED 面板的主要制造原料，由于两种显示材料的特性不同，两种显示面板也表现出各自的产品特性。

图表 15. 平板显示 (FPD) 技术分类



资料来源：瑞联新材招股说明书，中银证券

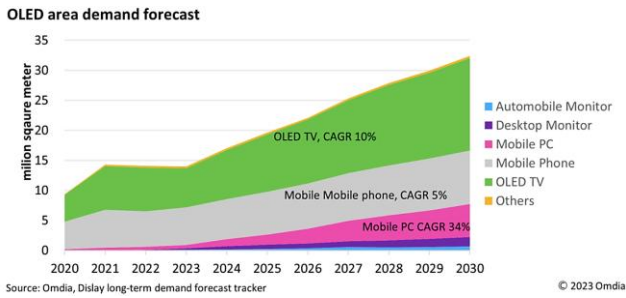
图表 16. TFT-LCD 面板及 OLED 面板产品特性

序号	特性	TFT-LCD	OLED
1	柔性显示	不可能	可能
2	透明显示	可能	可能，更易实现
3	响应速度	1ms	20μs
4	视角	170	180
5	色彩饱和度	60%-90%	110%
6	工作温度	-20°C~70°C	-40°C~85°C
7	对比度	1,500: 1	200 万: 1
8	发光方式	被动发光 (需背光)	固态自发光
9	厚薄	2.0mm	<1.5mm
10	耐撞击	承受能力差	承受能力强

资料来源：瑞联新材招股说明书，中银证券

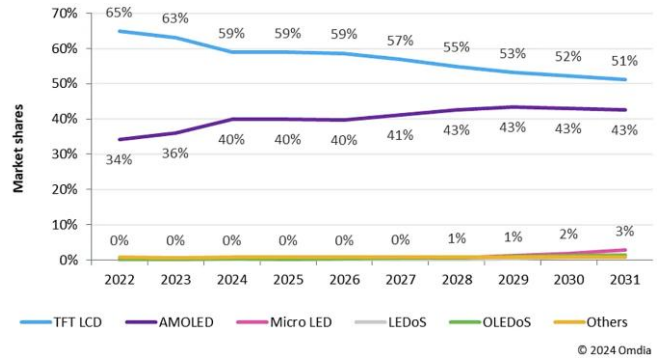
OLED 面板市场份额预计持续增长。根据瑞联新材招股说明书，OLED 面板在重量、厚度上相对 TFT-LCD 面板更轻、更薄，且 OLED 的材料特性使得其可以实现柔性显示和透明显示，因此在智能手机市场及一些新兴应用领域如可穿戴电子设备（VR 设备，智能手表等）上，OLED 面板正逐渐取代 TFT-LCD 面板成为设备制造商的新选择。根据中商产业研究院 2024 年数据，从 OLED 应用领域来看，智能手机占比 73%，是最大的 OLED 应用市场；其次，OLED 电视占比 19%，智能手表和电脑占比均为 3%。根据 Omdia，AMOLED 面板有望在 2028 年占据显示面板市场收入的 43% 份额，而当前主流技术 TFT LCD 的份额将降至 55%。此外，Omdia 预计，2031 年 Micro LED、LEDoS (Micro LED on Silicon) 以及 OLEDoS (OLED on Silicon) 有望占显示面板市场总量的约 5%，这些技术将在高端应用中部分取代 AMOLED 和 TFT-LCD 技术。AMOLED 现已稳居智能手机主流显示技术的地位，Omdia 预计 2025 年 AMOLED 在全球智能手机出货量中的占比有望突破 60%，到 2025 年底总出货量有望超过 7.5 亿台。

图表 17. 2020-2030 年全球 OLED 显示面板需求及预测



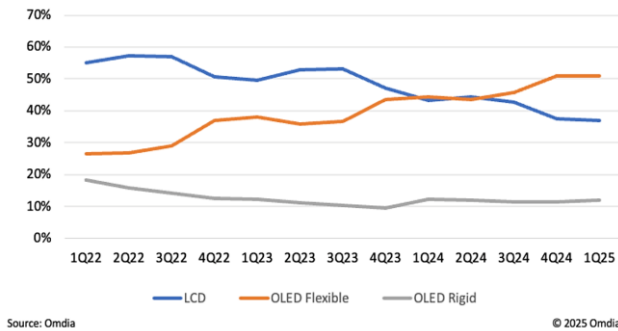
资料来源: OLED-info, Omdia, 中银证券

图表 18. 2022-2031 年全球 LCD 与 OLED 面板市场份额及预测



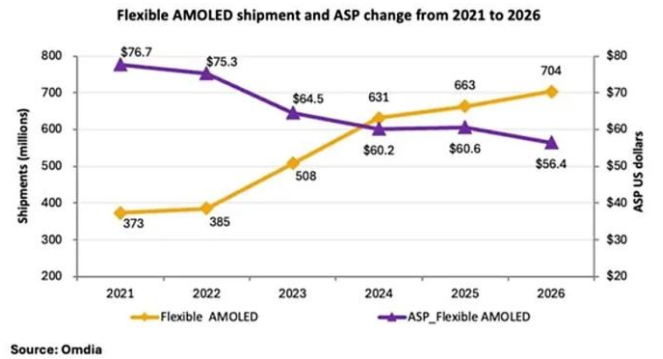
资料来源: OLEDindustry 公众号, Omdia, 中银证券

图表 19. 22Q1-25Q1 全球 LCD 及 OLED 面板在智能手机出货中的占比



资料来源: Omdia, 中银证券

图表 20. 2021-2026 年柔性 AMOLED 出货量、平均售价及预测



资料来源: OLEDindustry 公众号, Omdia, 中银证券

OLED 面板出货量稳健增长。根据 Omdia 数据,从出货量和收入来看,智能手机是 OLED 面板最大的应用领域。从出货量来看,智能手表排名第二,而用于可折叠屏设备的显示屏排名第三。随着三星显示、京东方和 LGD 8.6 代工厂投入量产,笔记本电脑和平板电脑显示屏有望成为未来的主要变化。Omdia 预计 2021-2030 年全球 OLED 面板总出货量有望以 3% 的 CAGR 从 8.37 亿片增长至 12.285 亿片。根据 Omdia 发布的《显示面板长期需求预测追踪报告》,2022-2030 年全球 OLED 面板的需求面积复合年增长率有望达到 11.0%,OLED 面板面积较出货量增速更高是由于大尺寸化趋势带动了面板平均尺寸向上升级。

图表 21. 2021-2030 年全球 AMOLED 出货量及预测 (按应用划分, 单位: 千片)

Application	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
AR VR MR	487	3,532	2,758	5,006	4,494	4,468	6,230	9,755	12,735	14,450
Center stack display	230	538	854	1,605	2,401	3,846	5,290	6,668	7,650	8,338
Control panel		93	28							
Desktop monitor	13	160	975	1,536	2,286	2,604	3,037	3,794	4,270	4,725
Game	6,000	11,000	8,200	7,190	4,530	2,345	1,270	945	920	900
Instrument cluster	120	100	145	302	536	921	1,340	2,041	2,675	3,264
Mobile phone subdisplay	10,990	15,155	16,670	21,719	29,656	36,431	43,264	52,252	60,839	69,227
Near eye	1,485	2,014	1,415	1,045	921	913	906	825	734	661
Notebook PC	5,030	5,471	3,284	5,106	6,983	18,505	29,405	42,666	49,194	58,147
OEM cell			7,242	2,300						
OLED TV	7,420	7,455	5,499	6,602	7,799	8,725	9,451	10,282	10,868	11,586
Passenger display	10	40	50	106	215	371	539	732	944	1,275
Public display	1	2	6	13	24	34	48	61	73	91
Side mirror	40	40	20		44	71	98	131	160	178
Smartphone	649,500	604,122	661,336	690,712	707,273	740,157	771,033	802,372	829,953	854,569
Smartwatch	144,887	126,812	134,056	140,238	145,528	150,781	155,864	160,429	164,161	167,223
Tablet PC	2,941	3,965	3,465	10,325	16,736	22,259	27,289	29,609	31,060	32,054
Others	7,864	4,085	2,240	1,849	1,550	1,639	1,707	1,759	1,796	1,828
Grand Total	837,017	784,584	848,243	895,654	930,976	994,068	1,056,769	1,124,321	1,178,033	1,228,515

资料来源: 中华显示网, Omdia, 中银证券

我国显示面板全球份额首超 50%，国内面板厂商相继布局高世代 OLED 产线，叠层 OLED 等新技术不断推进。根据电子工程专辑的信息，市场研究机构 Sino Market Research 发布的报告显示，25H1 全球显示面板产业迎来历史性转折点，中国显示面板企业全球市场份额首次突破 50%，达到 52.1%，标志着中国正式主导全球显示面板市场；25H1 全球主要面板制造商总销售额为 562 亿美元，其中中国企业销售额为 293 亿美元，同比增长 7%；韩国企业销售额同比下降 9.5%，市场份额跌至 30% 左右。根据莱特光电 2025 年年报，2025 年 OLED 行业持续蓬勃发展，三星、京东方、维信诺、华星光电等头部面板厂商相继投资建设 8.6 代 OLED 产线，其中京东方第 8.6 代 AMOLED 生产线于 2025 年 12 月提前点亮，标志着行业产能升级迈入新阶段，将带动 OLED 有机材料市场需求整体提升。新技术应用层面，叠层 OLED 器件的商业化进程不断加快，目前已有多家终端厂商在手机、平板电脑、车载显示等领域推出搭载叠层 OLED 器件的终端应用产品。Omdia 预计 2024-2030 年叠层 OLED 面板出货将以 25% 的复合年增长率高速增长。随着国内 8.6 代线投产加之叠层 OLED 器件的应用，OLED 技术有望加速向中尺寸显示领域渗透，同时带动 OLED 材料需求进一步增长。

图表 22. 8.6 代 OLED 产线梳理

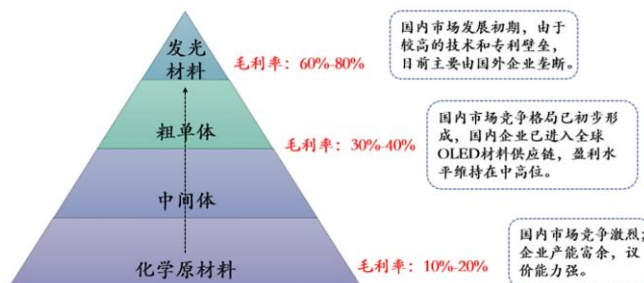
面板企业	世代线	规划产能 (千片/月)	地址	投资额 (亿元)	技术	预计量产时间
三星显示	G8.6	15	韩国	224	传统 FMM 蒸镀，计划导入 Tandem OLED 制程	预计产品将导入 2026 年即将发表的新 MacBook Pro 系列，有望最快在 26Q2 开始量产
京东方	G8.6	32	成都	630	传统 FMM 蒸镀，计划导入 Tandem OLED 制程	2026 年年中
维信诺	G8.6	32	合肥	550	自行发布的技术 ViP	2027 年一季度
华星光电	G8.6	22.5	广州	295	喷墨印刷 (IJP) 技术 (较传统 FMM 更简化，理论上能减少约 30% 材料损耗)	2027 年四季度

资料来源：艾邦半导体网，新浪财经，中国电子院，观察者网，LED 在线，中银证券

全球 OLED 前端材料市场规模小幅增长。根据群智咨询，OLED 材料产业链分为基础化工、前端材料（中间体/升华前材料）、终端材料三大环节。终端材料壁垒高、专利密集，而前端材料成为国产替代率先突破的主赛道。受国产化竞争加剧与面板降价传导影响，2025 年全球 OLED 前端材料市场规模为 44 亿元，同比微增 4%。群智咨询预测，随着全球 OLED 面板需求逐步回暖、库存周期出清，叠加 IT、车载等新应用持续放量，OLED 前端材料市场需求将同步恢复增长，预计 2030 年全球 OLED 前端材料市场规模将达到 53 亿元。

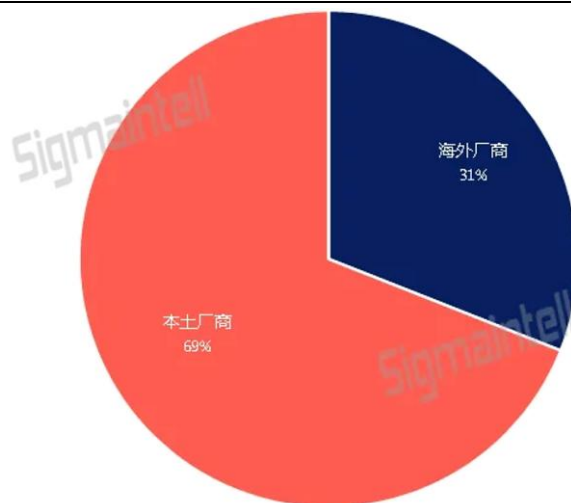
中国厂商占据全球 OLED 前端材料市场主要份额。根据群智咨询，本土厂商凭借成本、交付与供应链优势成为全球核心供给力量，瑞联新材、万润股份（九目化学）、濮阳惠成等已稳定进入三星 SDI、出光化学、LG 化学、UDC 等全球头部供应链。2025 年本土厂商在全球 OLED 前端材料市占率达到 69%，共同构成全球主要供给格局。当前前端材料仍以中间体与前驱体为主，附加值相对有限，但头部企业正加快向高纯度、定制化、高壁垒产品升级。同时前端材料的优势有望为终端材料突破提供技术、资金与生态支撑，推动本土 OLED 材料产业整体迈向全球一流水平。

图表 23. 各类 OLED 材料毛利率



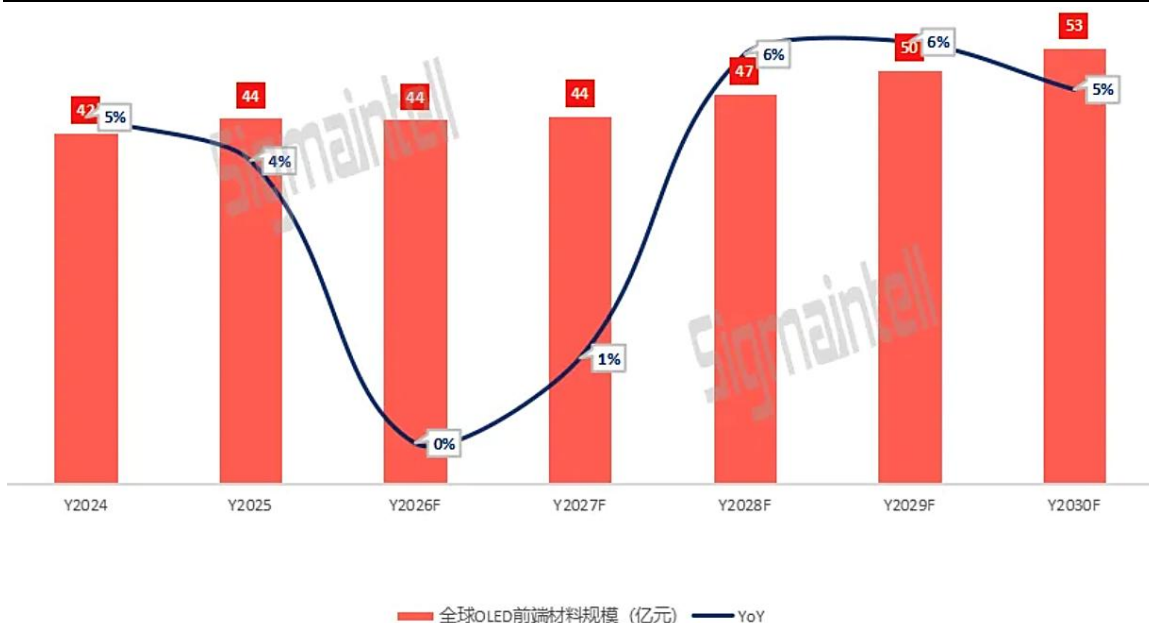
资料来源: 沃克沃德, 中国产业信息网, 基业常青, 中银证券

图表 24. 2025 年全球 OLED 前端材料市场份额 (按收入计算)



资料来源: 群智咨询《Global OLED Material Market Research Report》, 中银证券

图表 25. 2024-2030 年全球 OLED 前端材料市场规模及预测



资料来源: 群智咨询《Global OLED Material Market Research Report》, 中银证券

图表 26. 国内 OLED 前端材料与中间体主要生产厂商

公司名称	主营业务	具体产品	主要客户	研发及导入进展
瑞联新材	OLED 升华前材料	-	在显示材料领域,公司与包括 Dupont、Merck、JNC、Idemitsu、Solus、SFC、LG 化学、八亿时空、江苏和成、诚志永华在内的海内外客户建立了长期稳定的合作关系,并成为这些客户的战略供应商或重要供应商,在其供应链体系中占据重要地位	公司为国内 OLED 升华前材料和液晶单体领域头部企业,客户群基本覆盖下游主要终端材料企业。此外,公司作为国内最早开始规模化生产前端氙代发光材料且能够规模化量产红绿蓝全系列氙代发光材料的企业,在氙代材料领域竞争中占据客户、技术先发优势。
万润股份	OLED 升华前单体材料和中 - 间体材料	-	-	公司控股子公司九目化学的 OLED 升华前材料业务继续保持业内领先供应商地位。九目化学于 2023 年启动的“九目化学生产基地 A04 项目”均已开始试生产相关工作,九目化学于 2024 年启动的“九目化学生产基地 A05 项目”,正在积极推进中。
濮阳惠成	OLED 相关功能材料中间体	-	OLED 材料商	公司将继续重点开发 OLED 功能材料,主要包括:OLED 光电材料中间体、OLED 空穴传输材料、空穴注入材料、空穴阻挡材料、电子传输材料、电子注入材料、电子阻挡材料中间体以及材料合成的催化剂配体有机膦类化合物等。
莱特光电	OLED 中间体	公司 OLED 中间体产品以咔唑、三嗪、咪唑等片段的衍生物为主,重点布局氙目。目前,部分项目已顺利通过客户的验证测试,进入量产测试阶段,有望在 2026 年实现量产。	公司积极拓展海外终端材料市场,与 SOLUS 等多家国际知名终端材料企业达成合作,累计启动数十个合作项目。目前,部分项目已顺利通过客户的品研发,并形成氙代产品系列化布局,其中氙代类高附加值产品,验证测试,进入量产测试阶段,有望在 3 支材料实现量产。	公司持续深化氙代技术的研发,重点推进了氙代类产品及面向海外终端材料客户的产品研发,并形成氙代产品系列化布局,其中氙代类高附加值产品,验证测试,进入量产测试阶段,有望在 3 支材料实现量产。

资料来源:瑞联新材 2025 年年报,万润股份 2025 年年报,濮阳惠成 2025 年年报,莱特光电 2025 年年报,中银证券

LCD 行业集中度持续提升并向国内聚集，混晶材料供应高度集中

TFT-LCD 面板在大尺寸仍将保有重要的市场份额。瑞联新材招股说明书显示，OLED 面板由于价格较高、良品率低等原因仍未形成规模化应用，TFT-LCD 面板因其产能优势、成本优势、技术相对成熟、稳定性高等优势，仍有望在较长时间内占据电视面板等大尺寸面板市场。根据瑞联新材 2025 年年报，2025 年国内液晶面板厂商产能持续提升，面板厂商在存量竞争的趋势下采取“按需生产、控产保价”的策略，全球液晶显示面板的出货量和出货面积保持小幅增长，增长动能集中于 IT 显示和大尺寸面板领域。根据中国电子视像行业协会以及洛图科技，2025 年全球大尺寸液晶电视面板出货量为 2.45 亿片，同比增长 3.4%；出货面积为 1.81 亿平方米，同比增长 3.1%。全球八家面板厂出货量排名前五的中国大陆 BOE（京东方）、CSOT（华星光电）、HKC（惠科）以及台系面板厂 Innolux（群创）、AUO（友达）同比 2024 年实现了出货量增长，后三家厂商 CHOT（彩虹光电）、Sharp（夏普）和 LGD（乐金显示）的出货量有不同程度的下降。

中国市场推进液晶电视大尺寸化。根据瑞联新材 2025 年年报、中国电子视像行业协会以及洛图科技，2025 年全球液晶电视面板出货平均尺寸为 49.4 英寸，与 2024 年大致保持一致，其中 75 英寸及以上超大尺寸面板的出货量保持可观增长，同时 40 英寸及以下小尺寸需求亦有明显释放，进而缓和了平均尺寸的变化。国内“以旧换新”“国补”等政策刺激了大尺寸电视需求：2025 年中国电视零售市场中，75 英寸的零售量占比为 23.0%，领先 65 英寸 4.2pct，蝉联第一大尺寸；同时，75、65、55 和 85 英寸这四个排位领先尺寸的合并零售量占比超 70%。此外，MiniLED 作为 LCD 的重要升级方向，在电视领域渗透率快速提升，全年全球 MiniLED 电视的出货量达 1,239 万台，同比增长 57.80%，中国市场出货量 802 万台，同比增长 92.80%，成为行业核心增长引擎。

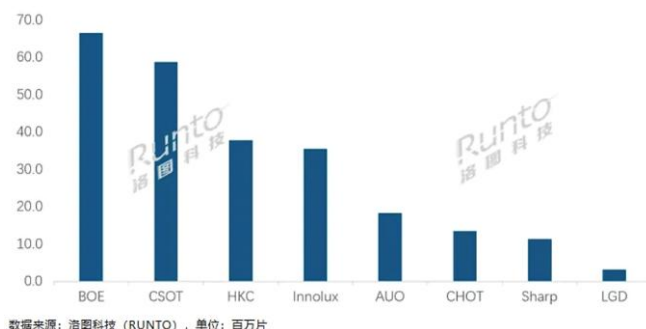
LCD 行业集中度持续提升并进一步向国内聚集，混晶材料供应高度集中。根据瑞联新材 2025 年年报，2025 年面板企业并购加速，LCD 行业集中度持续提升，并进一步向国内集中。随着韩国逐步退出 LCD 竞争，国产液晶面板厂商在全球供应格局中已占据绝对主导地位。混晶材料供应同样呈现高度集中、寡头主导格局，市场份额主要由默克、JNC、DIC 三家境外厂商和江苏和成、八亿时空、诚志永华三家国内厂商占据，伴随国内企业技术水平提升、客户认证突破与国产替代进程加速，三家国内混晶厂商市占率稳步提高，但以默克为代表的境外企业凭借技术先发优势与专利壁垒，在高端混晶领域仍保持显著竞争优势。近年来随着 OLED 等新一代显示技术的蓬勃发展，液晶显示材料行业逐步迈入成熟稳定发展阶段，行业增速趋于平稳。近年来受终端消费电子需求下降的影响，液晶面板的市场需求有所放缓，对上游液晶材料的需求相应下降，液晶市场逐步转变为存量市场。

图表 27. 2025 年全球液晶面板市场分季度出货量及变化



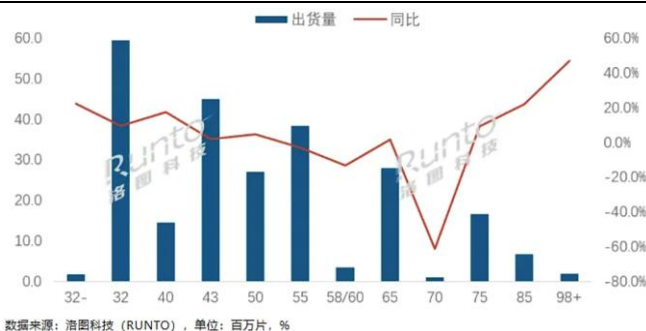
资料来源：中国电子视像行业协会，洛图科技，中银证券

图表 28. 2025 年全球液晶电视面板厂出货量排名



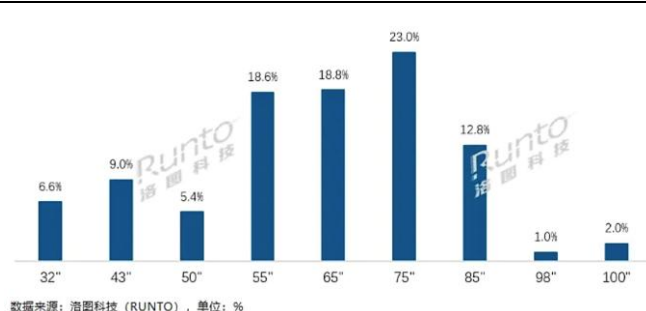
资料来源：中国电子视像行业协会，洛图科技，中银证券

图表 29. 2025 年全球液晶电视面板市场尺寸结构及变化



资料来源：中国电子视像行业协会，洛图科技，中银证券

图表 30. 2025 年中国电视零售市场重点尺寸销量占比



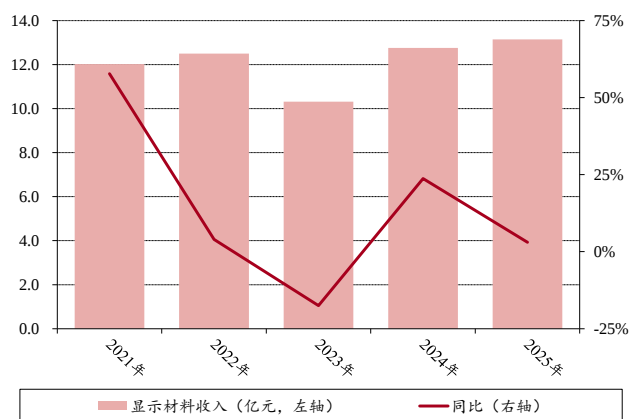
资料来源：中国电子视像行业协会，洛图科技，中银证券

公司是国内 OLED 升华前材料和液晶单体领域头部企业

2025 年公司显示材料板块量升价跌，营收增长平缓。根据公司 2025 年年报，公司显示材料板块主要包括 OLED 升华前材料和液晶单体材料，主要产品为 OLED 升华前材料、液晶单体，出售给下游的 OLED 终端材料制造商和混晶制造商，最终被用于 OLED 面板和 TFT-LCD 面板。2025 年该板块实现收入 13.14 亿元（同比+3.04%），占总营收的 78.42%（同比-9.04pct），毛利率为 42.01%（同比-1.13pct）。2025 年显示产业补贴政策延续，为终端市场需求注入动力，然而下游面板厂商为优化库存结构，普遍采取控产、降价策略，对上游材料采购节奏与定价形成传导，叠加国际贸易环境复杂多变，导致市场需求有所降温，因此 2025 年公司显示材料板块整体量升价跌，营收增长节奏趋于平缓。公司通过优化产品结构、强化成本管控、深化与下游客户的战略合作等举措，积极应对市场波动，努力平衡量价关系，保障了板块经营的基本稳定。中长期来看，随着下游渗透率提升、新型技术迭代、8.6 代线投产以及国产替代持续推进，OLED 材料有望迎来广阔的发展空间，公司在稳固液晶基本盘的基础上，加大对 OLED 高端性能材料的投入，抢占行业机遇。

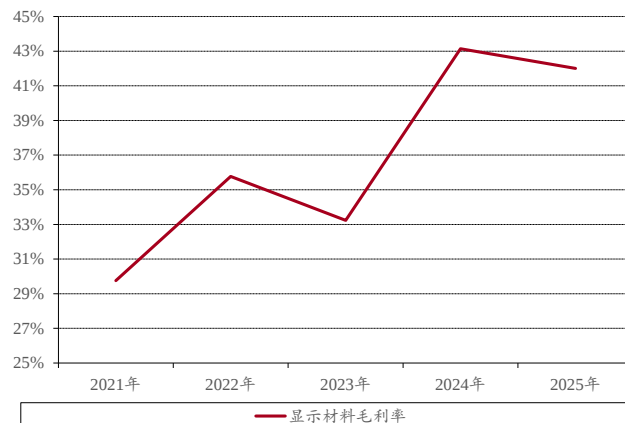
公司是国内 OLED 升华前材料和液晶单体领域头部企业。根据公司 2025 年年报，作为国内较早研发生产 OLED、液晶显示材料的企业，经过 20 余年的发展，公司已成长为国内 OLED 升华前材料和液晶单体领域的头部企业，显示材料制备技术达到全球先进水平，客户群基本覆盖下游主要终端材料企业。在显示材料领域，公司与包括 Dupont、Merck、JNC、Idemitsu、Solus、SFC、LG 化学、八亿时空、江苏和成、诚志永华在内的海内外客户建立了长期稳定的合作关系，并成为这些客户的战略供应商或重要供应商，在其供应链体系中占据重要地位。此外，在 OLED 材料“氙代化”的大趋势下，公司作为国内最早开始规模化生产前端氙代发光材料且能够规模化量产红绿蓝全系列氙代发光材料的企业，在氙代材料领域的竞争中占据客户与技术先发优势。未来公司将积极应对 OLED 板块市场增长和产品结构变化，深度挖掘和开拓增量市场，并加快对印刷 OLED 终端材料评价系统的建设及材料开发迭代的速度，同时在液晶板块争取更多存量市场份额。

图表 31. 2021-2025 年公司显示材料板块收入及同比



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 32. 2021-2025 年公司显示材料板块毛利率



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

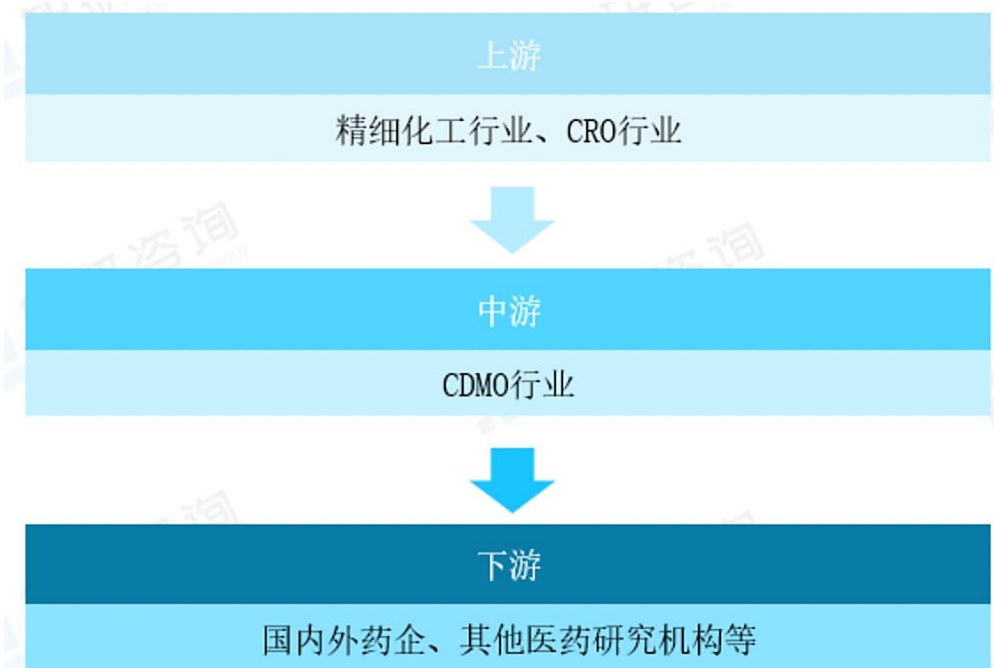
2024 年公司参股出光电子，逐步完善产业链条。根据公司《关于对外投资暨参股出光电子材料（中国）有限公司的公告》以及 2024 年年报，出光兴产株式会社（简称“出光日本”）系全球 OLED 终端材料的主要生产商，其 OLED 发光材料在全球市场份额排名第一，同时为全球 OLED 蓝光主体材料的领导者。公司在 OLED 材料领域的主要产品为 OLED 升华前材料，出光日本 OLED 升华前材料的战略供应商。鉴于出光日本拟将其在中国的大部分 OLED 材料业务转移至其在中国设立的唯一一家 OLED 发光材料制造基地——出光电子，为积极应对 OLED 材料的国产化需求，基于公司战略发展及产业布局的需要，公司以自有资金 7,640 万元增资出光兴产的全资子公司出光电子，增资完成后持有出光电子 20% 的股权。本次参股有助于公司和客户建立更深层次的战略合作关系，促进公司 OLED 业务从升华前材料向下游 OLED 终端材料领域延伸，进一步发挥公司规模化优势，提升公司市场竞争力和盈利能力。

医药板块：CDMO 市场空间广阔，“中间体+原料药”一体化战略有序推进

CDMO 行业发展迅速，中国市场占比逐渐提升

CDMO 行业在医药产业中占据核心地位。根据智研咨询，CDMO（Contract Development and Manufacturing Organization），即合同研发生产组织，是一种新兴的研发生产外包组织，主要是为医药生产企业以及生物技术公司的创新产品提供工艺开发以及制备、工艺优化、注册和验证批生产以及商业化定制研发生产服务的机构。CDMO 企业将自有工艺研发能力与规模生产能力深度结合，通过临床试生产、商业化生产的供应模式深度对接客户的研发、采购、生产等整个供应链体系，可以为客户提供药品生产所需要的工艺流程研发及优化、配方开发及试生产服务，并在上述研发、开发等服务的基础上进一步提供从公斤级到吨级的生产服务。

图表 33. CDMO 行业产业链



资料来源：智研咨询，中银证券

图表 34. CDMO 的主要服务优势及服务案例



资料来源：沙利文《2025 中国医药 CDMO 行业发展洞察蓝皮书》，中银证券

全球 CDMO 市场持续扩容，核心驱动力来自于医药产业景气度攀升以及研发外包渗透率提高。根据沙利文《2025 中国医药 CDMO 行业发展洞察蓝皮书》以及瑞联新材 2025 年年报，全球创新研发的热潮有力推动了全球医药 CDMO 行业市场规模的持续扩张，2018-2023 年全球 CDMO 市场规模从 446 亿美元增长至 797 亿美元，CAGR 为 12.3%，其中生物药、基因治疗、细胞疗法等创新治疗领域市场规模的迅猛发展直接带动生物药 CDMO 需求持续攀升，2025 年生物药在全球医药研发管线增长数量的占比超过 60%。随着全球对创新药的需求不断上升，尤其是生物制品中新兴疗法的快速发展，制药企业对 CDMO 服务的需求也随之增加。且全球制药行业的研发投入持续增长，资金用于新药研发生产和临床试验。此外，为了降低成本、提高效率并专注于核心业务，越来越多的制药企业选择将部分研发和生产环节外包给专业的 CDMO 企业。全球医药 CDMO 行业的市场规模预计在 2028 年和 2033 年将分别达到 1,684 亿美元和 3,385 亿美元。

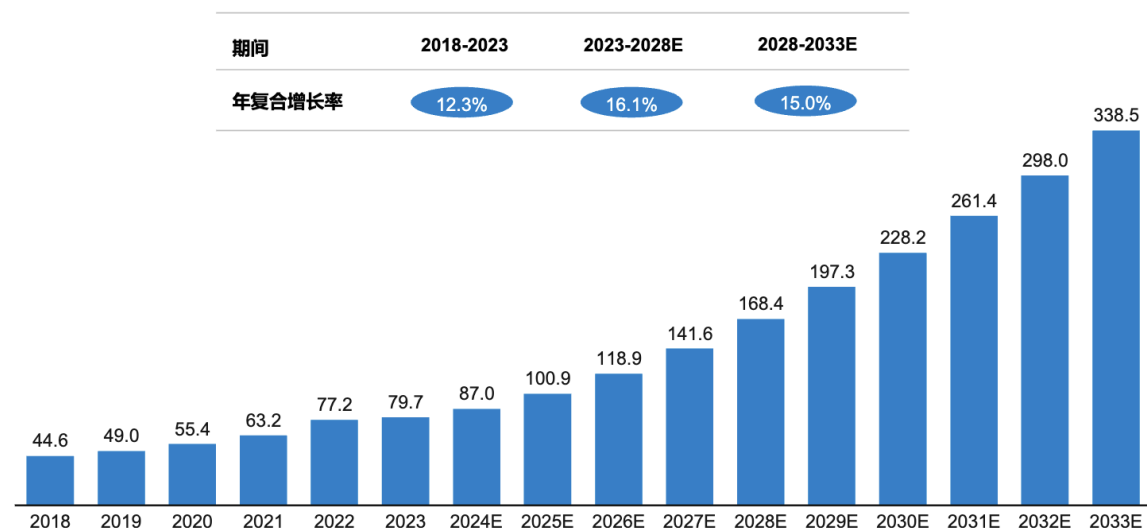
图表 35. 2022 年全球医药市场规模、研发外包率以及 CDMO 市场规模



资料来源：沙利文《2025 中国医药 CDMO 行业发展洞察蓝皮书》，中银证券

图表 36. 全球 CDMO 市场规模现状及预测（2018-2033E）

单位：十亿美元



资料来源：沙利文《2025 中国医药 CDMO 行业发展洞察蓝皮书》，中银证券

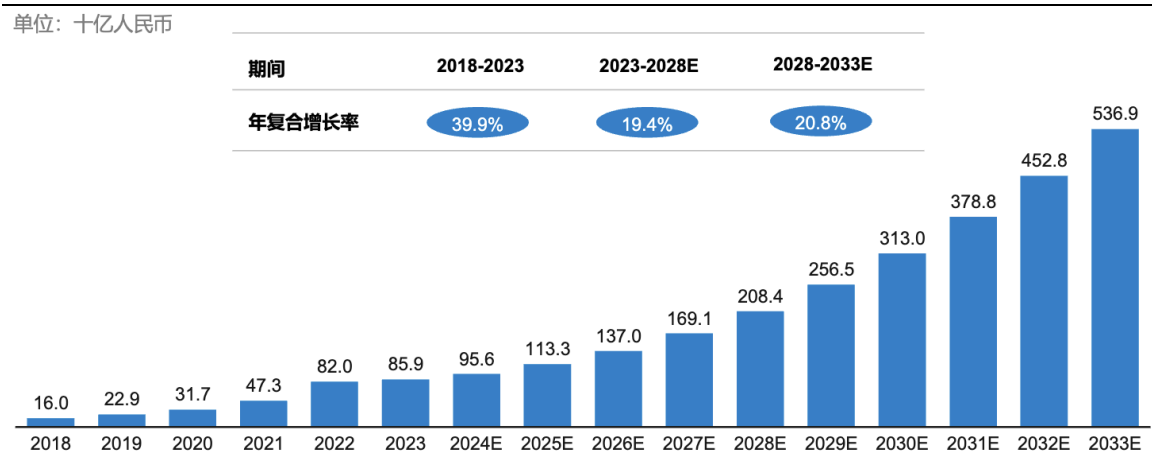
中国医药 CDMO 市场规模快速增长。根据沙利文《2025 中国医药 CDMO 行业发展洞察蓝皮书》，医药产业需求升级、全球供应链重构以及政策制度革新为中国医药 CDMO 行业发展提供增长动力。中国医药市场的持续扩张为 CDMO 行业奠定了坚实的成长根基，与此同时，ADC 药物、基因治疗、细胞治疗等前沿疗法兴起，对 CDMO 行业的技术平台提出更高要求，其需求也随之增长。此外，依托完整化工产业链、充足产能储备和成本优势，中国 CDMO 企业正成为跨国药企控制成本、提升效率的首选合作伙伴。相较于欧美同行，中国企业在技术人才供给、人力成本及基础资源配套方面形成竞争力，叠加全球产业链向新兴市场迁移的大趋势，使中国 CDMO 企业加速承接全球订单转移。在政策支持方面，药品上市许可持有人（MAH）制度的实施重构了医药产业分工逻辑，通过剥离生产许可与上市许可的绑定关系，既降低了研发机构的产业化门槛，又催生了大量专注研发的虚拟药企，这些主体借助 CDMO 实现商业化落地。2018-2023 年中国医药 CDMO 市场规模以 39.9% 的 CAGR 从 160 亿人民币增长至 859 亿人民币，预计 2028 年将达到 2,084 亿人民币，2033 年将达到 5,369 亿人民币。中国医药 CDMO 行业市场规模增速高于全球水平，占全球市场比重逐年增长，2018-2023 年比重从 5.1% 扩大至 15.3%。

图表 37. 2023 年中国医药研发投入及研发外包率



资料来源：沙利文《2025 中国医药 CDMO 行业发展洞察蓝皮书》，中银证券

图表 38. 中国医药 CDMO 市场规模现状及预测（2018-2033E）



资料来源：沙利文《2025 中国医药 CDMO 行业发展洞察蓝皮书》，中银证券

欧美在药物开发外包方面保持优势地位，亚太地区紧随其后。根据瑞联新材 2025 年年报，从全球竞争格局看，北美和欧洲在药物开发外包方面仍保持优势地位，以中国为核心的亚太地区紧随其后，预计 2025 年中国在全球 CDMO 市场的份额将突破 20%。就国内市场而言，医药产业政策的优化支撑国内创新药企业加速成长，2025 年我国创新药对外授权交易总金额和交易数量均创历史新高，彰显国产新药的全球竞争力，带动国内 CDMO 行业的快速发展；此外，国内头部 CDMO 企业依托资金优势、体系优势和较强的资源整合能力，通过并购整合、境外建厂等方式快速获得前沿技术、扩充产能、拓展海外市场，加速了行业分化，行业集中度提升，但在低端化学药 CDMO 市场竞争激烈，格局分散，众多医药企业从小分子业务向生物药等高附加值领域转型以求长久生存和更高毛利率。

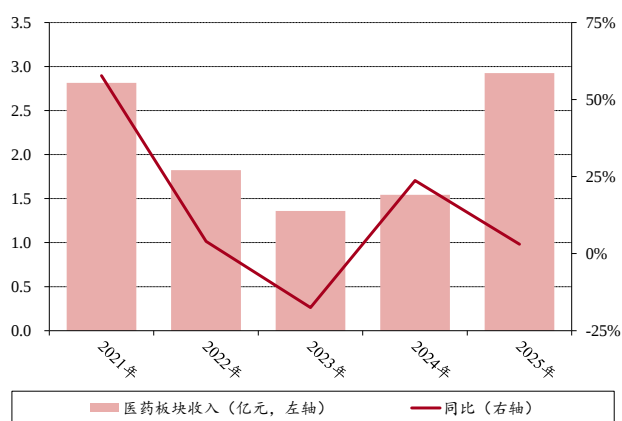
公司管线储备丰富，积极向下游原料药布局

公司医药板块业绩表现良好。根据公司 2025 年年报，2025 年公司主力产品客户调整库存策略，核心产品终端药物上市进展顺利、实现进一步放量，双重利好推动全年销售达成情况持续向好。2025 年公司医药板块实现收入 2.93 亿元（同比+89.55%），占总营收的 17.45%（同比+6.87pct），毛利率为 64.83%（同比+7.04pct）。公司医药中间体产品 PA0045 收入在医药板块的占比超过 30%，下游应用终端药品为艾乐替尼（用于治疗非小细胞肺癌）。

公司客户粘性较高，管线储备丰富。根据公司 2025 年年报，客户合作方面，公司与全球知名药企 Chugai、Kissei 以及国内普洛药业、合全药业等建立了稳定而密切的合作关系，其中核心客户 Chugai 系全球制药巨头罗氏之控股子公司，双方紧密合作近二十年。公司与客户的合作关系具有较强的排他性和客户粘性，形成了较高的客户合作壁垒。医药管线储备方面，截至 2025 年末，公司共有医药管线 351 个，相较于 2024 年底净增加 81 个，其中终端药物为创新药项目 193 个，仿制药项目 36 个，其他项目 122 个。发展方向方面，公司从非天然氨基酸业务稳步延伸至多肽平台搭建，同时积极推动合成生物学平台迭代发展，2025 年已实现氨基酸业务销售，多肽业务顺利完成多个中试订单交付，实现销售额近千万；针对手性药物发展趋势，持续加强不对称合成技术储备，为医药板块长远发展筑牢技术根基。

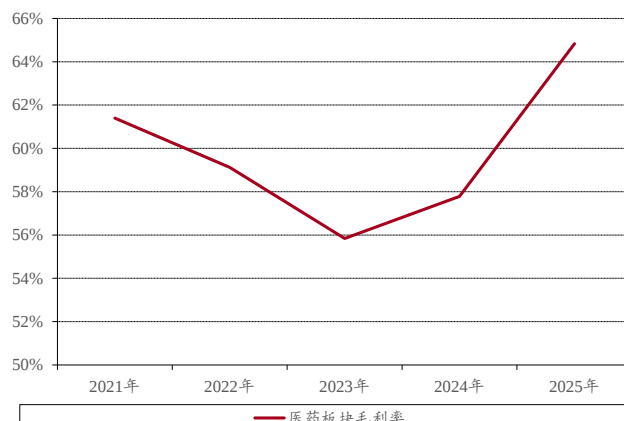
公司积极向下游原料药布局，稳步推进“中间体+原料药”一体化 CDMO 战略。根据公司 2025 年年报，子公司瑞联制药是公司的原料药生产基地，瑞联制药构建有完善的质量保证和控制体系，已具备原料药规模化生产能力且原料药产品已实现销售。截至 2025 年底，公司已完成 9 个原料药和 2 个药用辅料品种的国内上市注册申请并获受理、4 个原料药品种（欧盟、日本各 1 个，美国 2 个）的国外上市注册申请并获受理，其中 2 个原料药品种已取得国家药品监督管理局核发的《化学原料药上市申请批准通知书》即取得国内生产销售资质，1 个原料药品种已取得欧洲药品监督管理局(EDQM)核发的欧洲药典适用性证书（CEP 证书）即取得欧洲生产销售资质，多个原料药品种成功通过注册现场核查和 GMP 符合性检查。此外，还有多个在研、未提交注册申请的原料药及药用辅料品种，其分别处于中试放大、工艺验证、稳定性考察等不同研发阶段，正按进度开展相应研究工作。未来公司将依托于已经搭建的原料药（中国、欧洲、日本、美国）平台，积极对外开拓原料药市场，稳步推进“中间体+原料药”一体化的 CDMO 战略：1) 提升新品立项质量，集中资源做好创新药重点客户重点新品的快速配套开发和中试量产，持续做好多肽平台搭建和合成生物学平台发展，持续加强拓展海外市场；2) 在完成国内 GMP、欧洲 EDQM 平台搭建基础上，加快完成原料药日本 PMDA 建设及积极推进美国 FDA 平台建设，丰富注册品种，积极开拓寻求与国内、外制剂企业配套的机遇。

图表 39. 2021-2025 年公司医药板块收入及同比



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 40. 2021-2025 年公司医药板块毛利率



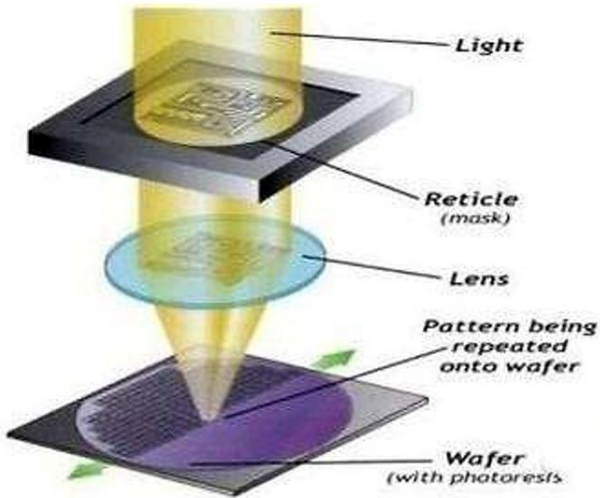
资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

电子材料：光刻胶单体验证推进顺利，PSPI 单体已量产供应

光刻胶市场规模持续增长，国产化率亟待提升

根据强力新材 2025 年中报，光刻胶是利用光化学反应经曝光、显影、刻蚀等工艺，将所需要的微细图形从掩模板转移到待加工基片上的图形转移介质，主要用于微电子领域的精细线路图形加工，是微制造领域最为关键的材料之一。根据乐晴智库以及行行查研究中心的信息，光刻胶产业链上游为树脂、单体、感光剂、溶剂等光刻胶原材料，中游是基于配方的光刻胶生产合成，下游为印刷电路板、液晶显示屏和 IC 芯片，广泛应用于消费电子、家用电器、汽车电子等行业。根据深企投产业研究院的信息，根据应用领域，光刻胶可分为 PCB 光刻胶、显示面板（包含 LCD 和 OLED）光刻胶和集成电路光刻胶（可进一步细分为晶圆制造和先进封装），其技术壁垒依次提升。

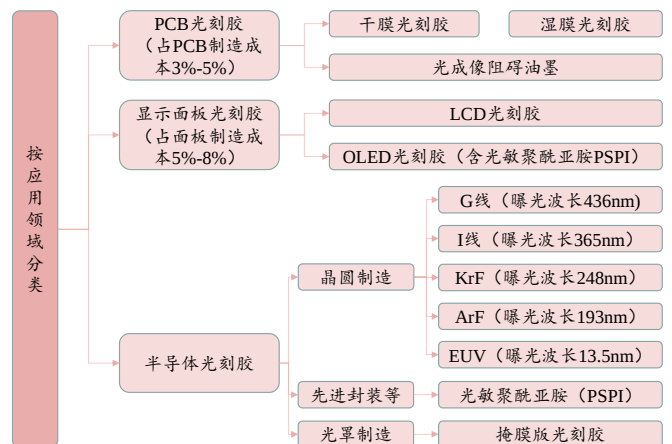
图表 41. 光刻胶作用原理示意图



资料来源：强力新材 2025 年中报，中银证券

注：光刻胶作用原理示意图：以集成电路光刻工艺为例，主要为利用曝光（light）和显影在光刻胶层（photoresist）上刻画几何图形结构，然后通过刻蚀工艺将光掩模（reticle）上的图形通过透镜（lens）后转移到所在衬底（即硅晶圆，wafer）上；基本原理是利用光刻胶感光后因光化学反应而形成耐蚀性的特点，将掩模板上的图形刻制到被加工表面上。

图表 42. 光刻胶的分类



资料来源：微纳米人公众号，深企投产业研究院，中银证券

注：按照化学反应原理、原材料结构及应用领域的不同，对光刻胶进行分类

图表 43. 光刻胶产业链图示



资料来源：行行查研究中心

资料来源：乐晴智库，行行查研究中心，中银证券

根据观研报告网，光刻胶是由树脂、添加剂、光引发剂和溶剂等组成的对光敏感的混合液体。从光刻胶成本占比来看，树脂占比最大约 50%，其次是添加剂占比约 35%，剩余成本合计占比约 15%。从各成分作用来看，树脂是惰性聚合物，是用于把光刻胶中的不同材料聚在一起的粘合剂，给予光刻胶机械和化学性质；添加剂（包括单体、助剂等）则控制和改变光刻材料的特定化学性质或光响应特性；光引发剂（包括感光剂、光致产酸剂等）是光刻胶材料中的光敏成分，发生光化学反应；溶剂使光刻胶具有流动性，易挥发，对于光刻胶的化学性质影响小。

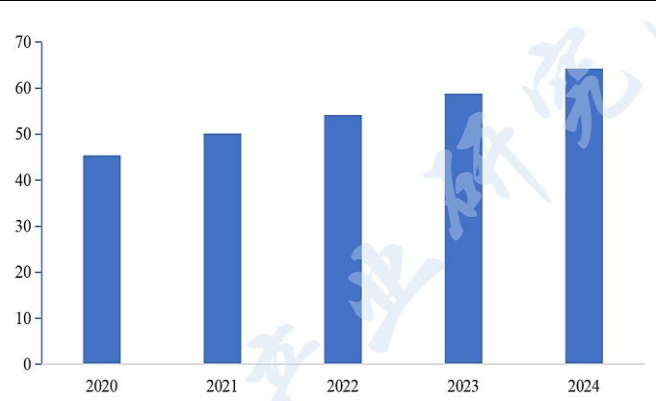
图表 44. 光刻胶组成及成本占比

原料	主要作用	成本占比	用量占比
树脂	惰性聚合物，用于把光刻胶中的不同材料聚在一起的粘合剂，给予光刻胶机械和化学性质	50%	10%–40%
添加剂(包括单体、助剂等)	控制和改变光刻材料的特定化学性质或光响应特性	35%	<1%
光引发剂(包括感光剂、光致产酸剂等)	光敏成分，发生光化学反应	15%	1%–6%
溶剂	使光刻胶具有流动性，易挥发，对于光刻胶的化学性质几乎没有影响	15%	50–90%

资料来源：观研报告网，中银证券

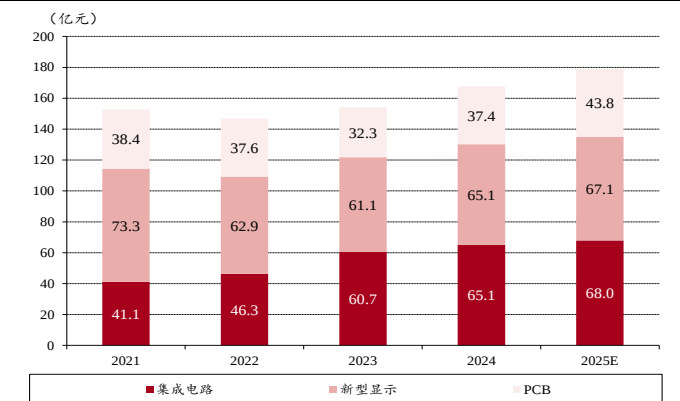
全球及我国光刻胶市场规模持续增长。深企投产业研究院报告显示，根据中国电子材料行业协会（CEMIA）统计和测算，2024 年全球三大领域用光刻胶总体市场规模达到 64.28 亿美元（不包括 OLED 用 PSPI），同比增长 10.18%。从具体市场结构看，半导体光刻胶占比在 60%左右，为最大品类。根据 CEMIA 数据，2024 年中国光刻胶市场规模达 167.61 亿元，同比增长 9.14%。其中集成电路、新型显示（含 TFT-LCD、OLED、Mini/Micro LED 等）、PCB 三大领域规模分别为 65.10 亿元、65.12 亿元和 37.39 亿元，预计 2025 年市场规模将增至 178.99 亿元，其中集成电路 68.02 亿元（同比+4.49%）、新型显示 67.13 亿元（同比+3.09%）、PCB 43.84 亿元（同比+17.25%）。2024 年中国 OLED 用光刻胶市场规模为 1.62 亿元，预计 2025 年将增长至 1.95 亿元。势银芯链的信息显示，人工智能、高性能计算等领域快速发展，对算力芯片的需求大幅增加，此外中国大陆晶圆产能持续扩张，带动了半导体光刻胶市场需求。

图表 45. 2020-2024 年全球光刻胶市场规模（亿美元）



资料来源：中国电子材料行业协会、SEMI 等，深企投产业研究院

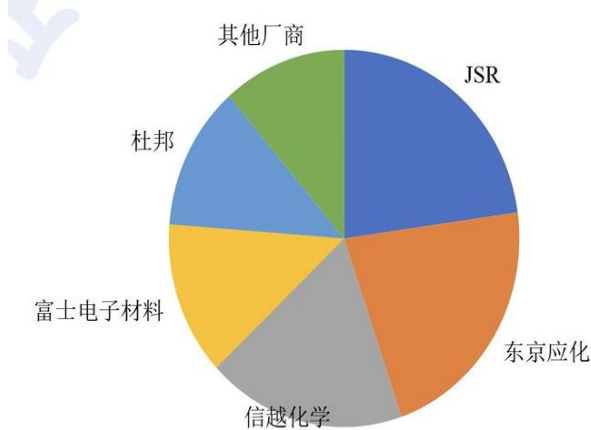
图表 46. 2021-2025E 中国大陆半导体光刻胶市场规模



资料来源：中国电子材料行业协会、电子化工新材料产业联盟，深企投产业研究院，中银证券

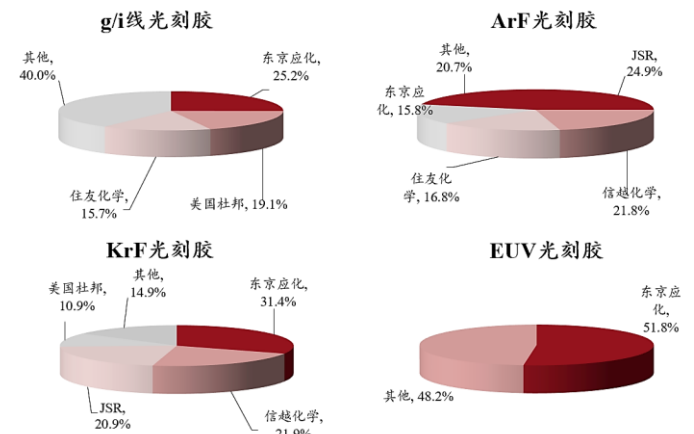
全球高端半导体光刻胶市场份额主要被日本和美国企业占据。根据深企投产业研究院报告，全球半导体光刻胶主要企业包括日本合成橡胶 JSR、信越化学、东京应化 TOK、住友化学、美国杜邦 DuPont、韩国东进世美肯、日本富士胶片等，合计市场占有率达 95%，其中行业龙头 JSR、TOK 的产品可覆盖所有半导体光刻胶品种，尤其在高端 EUV 光刻胶领域处于垄断地位。根据中国电子材料行业协会的数据，2023 年度前五大厂商占据了全球半导体光刻胶市场近 90% 的份额，其中 JSR、TOK、信越化学与富士胶片 4 家企业市占率合计达 76%。

图表 47. 2023 年全球半导体光刻胶市场份额



资料来源：中国电子材料行业协会，SEMI，深企投产业研究院，中银证券

图表 48. 2020 年全球半导体光刻胶细分产品市场竞争格局



资料来源：前瞻产业研究院，中银证券

PSPI 是先进封装关键材料，上游单体需求有望提升

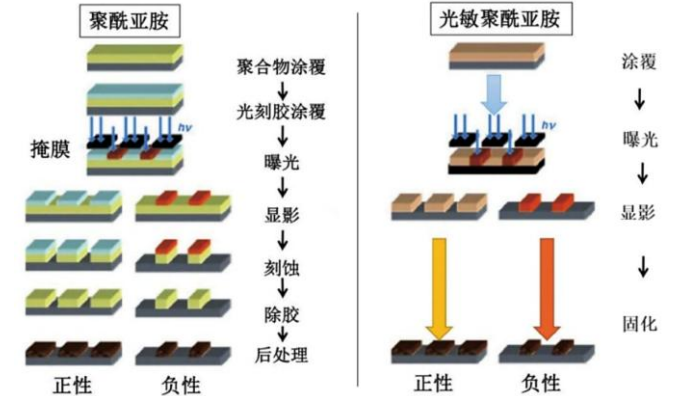
PSPI 是先进封装关键材料。根据疆巨资本的信息，封装的功能已从单纯的“保护与互连”转变为“性能放大器”，直接影响芯片的算力、功耗与可靠性，因此先进封装逐渐成为半导体技术演进的重要方向。从封装用材料来看，传统有机基材、环氧树脂、聚酰亚胺 (PI) 等材料已无法完全满足高密度互连、低介电常数、热管理等需求，光敏聚酰亚胺 (Photo-Sensitive Polyimide, PSPI) 逐渐成为先进封装不可或缺的关键材料。PSPI 是一种在传统聚酰亚胺 (PI) 基础上引入光敏基团改性的高分子材料，与传统 PI 相比，PSPI 不仅继承了 PI 的高耐热性、优异机械性能和化学稳定性，还具备可光刻图形化加工能力，可直接形成微米或亚微米级图案。凭借这些优良特性，PSPI 已成为 RDL 再布线层、再布线互连、绝缘介质层等关键环节的材料选择，在 Fan-out、2.5D/3D 封装、HBM 等高端芯片领域应用广泛，成为延续芯片性能提升的关键路径。

图表 49. 不同芯片使用的封装材料

芯片档次/应用	典型芯片类型	主要塑料材料	作用
低端（入门、通用级）	MCU、小功率 IC、分立器件、模拟芯片、低端传感器	环氧树脂 EMC	作为封装模塑料，提供芯片基本保护（防潮、防机械冲击），成本低、工艺成熟
中端（主流消费电子）	手机基带、PMIC、电源管理、射频前端模组、DRAM/NAND 存储	BT 树脂基板+ EMC	BT 作 BGA/CSP/PoP 载体，支持更高 I/O 与更好信号完整性；EMC 仍作为模封保护
中高端（高性能移动/通信）	高端手机 SoC、GPU（移动）、高速 SerDes 芯片、网络/通信 ASIC	BT + 聚酰亚胺 PI	BT 作为基板；PI 作为应力缓冲层、钝化层，提升高速信号与可靠性
高端（PC/服务器/AI/高性能计算）	CPU、GPU、FPGA、AI 芯片、大型网络处理器	ABF 基材 + PSPI	ABF 是 FCBGA 载体标准，支持超高 I/O、细线宽；PSPI 用于再布线、缓冲与钝化
特殊高端（航天/军工/传感器、柔性电子）	航天耐辐照芯片、柔性显示驱动 DDI、影像/指纹模组	聚酰亚胺 PI 薄膜 / PSPI	PI 的耐高温/耐辐照/柔性优势突出，用作 COF/COP 薄膜载体和钝化材料

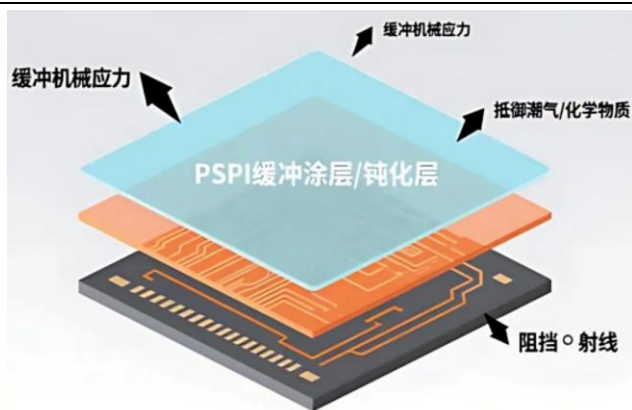
资料来源：疆巨资本，中银证券

图表 50. PSPI 图案加工工艺相较 PI 更加简单



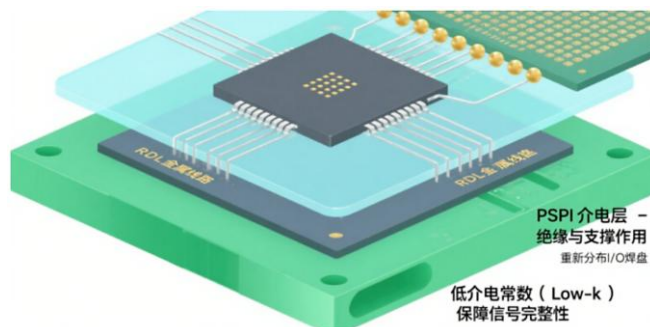
资料来源：疆巨资本，中银证券

图表 51. PSPI 作为 TSV 绝缘层和缓冲介质



资料来源：疆亘资本，中银证券

图表 52. PSPI 在 RDL 中主要作为绝缘介质与通孔保护层



资料来源：疆亘资本，中银证券

PSPI 材料市场规模有望快速扩张。根据瑞联新材《关于使用部分剩余募集资金投资建设蒲城海泰封装用光敏聚酰亚胺材料产业化项目的公告》，近年来在 AI 芯片、先进封装、5G/6G 通信、汽车电子与柔性显示等多领域需求驱动下，全球 PSPI 市场进入高速增长通道。据 QY Research、Global Info Research 等调研机构的数据显示，2025 年 PSPI 全球市场规模 6.8-8.8 亿美元，未来有望保持 24% 的 CAGR 扩张，预计到 2032 年达到 31-40 亿美元。

PSPI 国产替代空间广阔，上游单体需求有望提升。根据瑞联新材《关于使用部分剩余募集资金投资建设蒲城海泰封装用光敏聚酰亚胺材料产业化项目的公告》以及未来半导体，从竞争格局看，当前全球 PSPI 市场主要由日本、美国头部企业主导，核心厂商有 Toray、Fujifilm Electronic Materials、HD Microsystems、Asahi Kasei、JSR、SK Materials 等，行业前五大厂商占据近 90% 全球市场份额，PSPI 国产替代空间十分广阔。伴随 AI 芯片需求持续激增，市场一度出现 PSPI 供应紧张局面。高昂的进口成本、不稳定的供货周期、潜在的供应链断供风险，叠加国际厂商产能紧张，进一步倒逼国内企业加快推进国产替代进程。国内企业如波米科技、鼎龙股份、艾森股份等已实现 PSPI 光刻胶从 0 到 1 的关键突破。随着国产 PSPI 光刻胶加速导入与放量应用，产业链对上游关键单体材料的配套需求将愈发迫切。

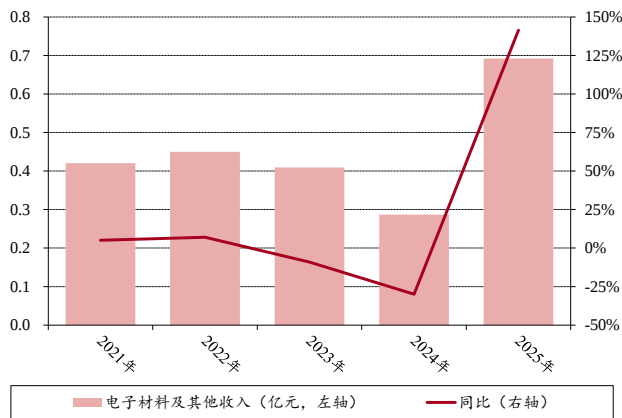
公司积极推进各类电子材料导入及放量

公司电子材料板块营收实现突破。根据瑞联新材 2025 年年报，公司电子材料主要产品包括半导体光刻胶单体、半导体及 OLED 封装材料以及 TFT 平坦层光刻胶等。2025 年公司电子材料板块实现收入 0.69 亿元（同比+141.34%），占总营收的 4.13%（同比+2.16pct），毛利率为 15.55%（同比-2.60pct）。分产品来看，受益于半导体光刻胶单体材料验证工作的顺利推进，半导体光刻胶材料用量稳步提升，有效带动相关业务增长；部分 PSPI 单体材料已实现客户量产供应；封装胶单体材料完成评价验证后，部分产品成功导入实现规模化量产供货，为板块收入贡献了新增量。

公司积极推进产品导入及放量。根据瑞联新材 2025 年年报，公司电子材料产品聚焦于高端光刻胶材料领域，以实现国产化替代为重要目标，种类从聚酰亚胺单体、光刻胶单体、膜材料中间体拓展至光刻胶树脂、封装胶材料、光敏剂等，未来电子材料业务布局还将逐渐向钙钛矿材料、功能性聚合物材料开发等方向延伸。在市场份额方面，目前公司与国内同行业领先企业相比仍有差距，但公司在电子材料领域的技术储备不断沉淀，产品数量和客户规模均实现快速增长，多款材料正处于量产和放大批次验证阶段。同时，电子材料产品附加值高，周期成长性确定，2025 年该板块营收已有明显突破。未来随着公司在技术研发、资金资源上的持续投入，更多产品有望通过客户测试并实现规模化量产。此外随着国内企业技术水平的不断提高、产业政策的支持和国内终端设备厂商市场份额的提升，高端电子材料国产化替代进程有望加速，公司电子材料板块有望迎来广阔的发展机会。

公司加码先进封装用 PSPI 材料产业化。在 AI 算力爆发与先进封装加速渗透的双重驱动下，PSPI 已成为半导体封装与柔性 OLED 显示领域的核心刚需材料。面对日益增长的市场需求与供应链自主可控要求，公司现有产能与配套条件已难以匹配业务扩张节奏，需加快相关产品产能规划与产业化落地，紧抓先进封装升级与国产替代双重机遇。2026 年 4 月 24 日公司发布《关于使用部分剩余募集资金投资建设蒲城海泰封装用光敏聚酰亚胺材料产业化项目的公告》，拟使用 7,500 万元剩余募集资金，由全资子公司陕西蒲城海泰新材料投建封装用光敏聚酰亚胺（PSPI）单体材料产业化项目。本次项目依托蒲城海泰现有厂房及配套设施推进，项目建设周期 12 个月，预计 2027 年投产，建成后将专注于封装用 PSPI 单体的规模化生产，面向先进封装、柔性显示等高端场景，为中游 PSPI 成品材料提供稳定可靠的原料支撑。

图表 53. 2021-2025 年公司电子材料及其他收入及同比



资料来源：同花顺 iFnD，中银证券

图表 54. 2021-2025 年公司电子材料及其他毛利率



资料来源：同花顺 iFnD，中银证券

盈利预测与估值

核心假设

我们的假设如下：

- 1) 显示材料：OLED 材料方面，随着下游渗透率提升、新型技术迭代、8.6 代线投产以及国产替代持续推进，OLED 材料有望迎来广阔的发展空间，公司抓住机遇布局 OLED 高端性能材料的研发与产业化投入，材料收入及毛利率有望稳健提升；液晶材料方面，近年来受终端消费电子需求下降的影响，液晶显示材料市场逐步转变为存量市场，我们预计公司液晶材料收入及毛利率保持平稳。我们预计 2026-2028 年公司显示材料业务收入增速分别为 14.88%/13.91%/13.37%，毛利率分别为 42.07%/42.38%/42.67%。
- 2) 医药板块：公司在医药板块持续发力，稳步推进“中间体+原料药”一体化的 CDMO 战略，管线储备丰富，放量后毛利率有望稳健提升。我们预计 2026-2028 年公司医药板块收入增速分别为 12.79%/12.12%/10.81%，毛利率分别为 69.00%/70.00%/71.00%。
- 3) 电子材料及其他：公司多款电子材料正处于量产和放大批次验证阶段，未来有望贡献较大业绩增量，随着产品放量毛利率有望加快提升。我们预计 2026-2028 年公司电子材料及其他板块收入增速分别为 116.73%/100.00%/50.00%，毛利率分别为 25.00%/32.00%/36.00%。

综上所述，我们预计 2026-2028 年公司实现营业收入 19.90/23.90/28.10 亿元，收入增速分别为 18.72%/20.10%/17.57%，毛利率分别为 45.25%/45.35%/45.73%。

图表 55. 公司分业务盈利预测

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
显示材料					
收入（百万元）	1,275.66	1,314.47	1,510.00	1,720.00	1,950.00
YoY (%)	23.69	3.04	14.88	13.91	13.37
毛利（百万元）	550.28	552.18	635.28	728.97	832.01
毛利率 (%)	43.14	42.01	42.07	42.38	42.67
医药板块					
收入（百万元）	154.36	292.58	330.00	370.00	410.00
YoY (%)	13.59	89.55	12.79	12.12	10.81
毛利（百万元）	89.19	189.68	227.70	259.00	291.10
毛利率 (%)	57.78	64.83	69.00	70.00	71.00
电子材料及其他					
收入（百万元）	28.68	69.21	150.00	300.00	450.00
YoY (%)	(29.90)	141.34	116.73	100.00	50.00
毛利（百万元）	5.20	10.76	37.50	96.00	162.00
毛利率 (%)	18.15	15.55	25.00	32.00	36.00
合计					
收入（百万元）	1,458.70	1,676.26	1,990.00	2,390.00	2,810.00
YoY (%)	20.74	14.91	18.72	20.10	17.57
毛利（百万元）	644.68	752.61	900.48	1,083.97	1,285.11
毛利率 (%)	44.20	44.90	45.25	45.35	45.73

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

盈利预测与估值

公司专注于研发、生产和销售专用有机新材料，显示材料、医药板块以及电子材料多点布局。考虑到公司基础业务显示材料与万润股份、莱特光电、奥来德、濮阳惠成的部分主营业务有一定相似性，我们选择上述几家上市公司作为可比公司。我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 3.66/4.62/5.59 亿元，EPS 分别为 2.11/2.66/3.22 元，PE 分别为 23.1/18.3/15.1 倍。看好公司各业务板块未来有望进入放量通道，首次覆盖，给予 **买入** 评级。

图表 56. 可比公司估值分析

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益 (元/股)				市盈率 (x)			
					2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
002643.SZ	万润股份	买入	17.64	161.56	0.31	0.43	0.53	0.64	56.8	40.7	33.5	27.8
688150.SH	莱特光电	买入	55.38	222.87	0.54	0.75	1.15	1.74	101.7	73.8	48.0	31.8
688378.SH	奥来德	未有评级	55.33	144.65	0.28	1.20	1.57	2.09	200.1	46.2	35.3	26.5
300481.SZ	濮阳惠成	未有评级	19.36	56.50	0.45	0.66	0.75	0.87	43.0	29.4	25.9	22.4
平均				146.40	0.40	0.76	1.00	1.33	100.4	47.5	35.7	27.1
688550.SH	瑞联新材	买入	48.53	84.37	1.78	2.11	2.66	3.22	27.3	23.1	18.3	15.1

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

注 1：股价为 2026 年 6 月 17 日收盘价

注 2：奥来德、濮阳惠成盈利预测来自同花顺 iFinD 一致预期

风险提示

显示材料研发以及显示行业波动风险。在显示技术以及 OLED 终端材料快速升级迭代的情况下，如果公司的研发创新能力跟不上终端客户的技术需求，则存在因竞争力不足导致的客户合作不利风险。公司显示材料产品的终端应用领域主要为显示面板，若下游终端市场需求大幅减少，将对产业链上游材料端的供应产生不利影响，若公司无法提高市场占有率，提升对客户的供应份额，公司将面临显示材料业务下滑的风险。

医药中间体 CDMO 业务单一产品占比较高的风险。随着公司医药新品的量产销售，公司对单一产品 PA0045 的依赖度降低，公司的医药中间体业务单一产品占比较高的风险下降。但 PA0045 收入在医药板块的占比仍超过 30%，目前公司 PA0045 的下游应用产品仅有艾乐替尼一款终端药品。未来若客户不再从公司采购 PA0045，或由于相关终端药品需求下降或终端药品退出医保目录等原因导致 PA0045 的采购量出现大幅下滑的情况，且公司其他医药产品的收入未能及时补足 PA0045 收入下滑的缺口，则公司将面临医药 CDMO 业务下滑的风险。

原材料价格波动风险。公司生产使用的主要原材料包括基础化工原料和各类定制初级中间体，原材料的价格变化直接影响公司的利润水平。随着国内环保政策的趋严及地缘政治等因素影响，公司采购的部分原材料有不同程度的价格上涨。如果未来原材料价格普遍性大幅度上涨，且公司主要产品销售价格不能同步上调，将会对公司的盈利能力产生不利影响。

贸易政策变动风险。公司的境外收入占主营业务收入的比例较高，境外客户主要集中在日本、欧洲和韩国等地区。未来，若上述国家和地区的政治经济局势、与中国的贸易政策发生不利变化，则可能会对公司产品的境外销售产生不利影响，进而影响公司的经营业绩。

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	1,459	1,676	1,990	2,390	2,810
营业收入	1,459	1,676	1,990	2,390	2,810
营业成本	814	924	1,090	1,306	1,525
营业税金及附加	15	27	32	36	44
销售费用	45	45	54	61	70
管理费用	189	211	253	294	343
研发费用	108	125	148	174	204
财务费用	(23)	(13)	(14)	(14)	(15)
其他收益	19	11	10	11	10
资产减值损失	(38)	(28)	(35)	(35)	(35)
信用减值损失	(6)	(3)	(5)	(5)	(5)
资产处置收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	3	3	0	0	0
投资收益	3	15	25	30	35
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	293	358	423	533	645
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	2	2	2	2	2
利润总额	291	356	421	532	644
所得税	39	47	55	70	85
净利润	252	309	366	462	559
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	252	309	366	462	559
EBITDA	403	474	560	693	829
EPS(最新股本摊薄, 元)	1.45	1.78	2.11	2.66	3.22

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	1,816	2,115	2,330	2,480	2,792
现金及等价物	666	634	721	671	841
应收帐款	235	311	336	440	470
应收票据	8	4	10	7	13
存货	485	519	631	712	813
预付账款	7	7	10	10	13
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	414	639	623	640	642
非流动资产	1,582	1,535	1,603	1,709	1,777
长期投资	175	204	204	204	204
固定资产	1,099	1,060	1,136	1,202	1,251
无形资产	83	93	103	112	119
其他长期资产	225	177	160	191	203
资产合计	3,398	3,649	3,934	4,190	4,569
流动负债	333	311	419	444	548
短期借款	10	0	0	0	0
应付账款	194	192	255	274	336
其他流动负债	129	119	164	170	213
非流动负债	39	49	44	47	45
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	39	49	44	47	45
负债合计	373	360	463	491	594
股本	175	174	174	174	174
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	3,025	3,289	3,470	3,699	3,976
负债和股东权益合计	3,398	3,649	3,934	4,190	4,569

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	252	309	366	462	559
折旧摊销	159	158	185	214	244
营运资金变动	(11)	(171)	(21)	(175)	(38)
其它	19	48	(33)	(47)	(49)
经营活动现金流	419	345	497	455	716
资本支出	(163)	(85)	(265)	(315)	(315)
投资变动	(59)	(197)	0	0	0
其他	44	14	25	30	35
投资活动产生的现金流	(178)	(269)	(239)	(284)	(279)
银行借款	0	(10)	0	0	0
股权融资	(211)	(109)	(185)	(233)	(282)
其他	23	13	14	14	15
筹资活动现金流	(188)	(107)	(171)	(219)	(267)
净现金流	53	(31)	87	(49)	170

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率(%)	20.7	14.9	18.7	20.1	17.6
营业利润增长率(%)	96.5	22.2	18.3	26.1	21.0
归属于母公司净利润增长率(%)	87.6	22.9	18.3	26.2	21.0
息税前利润增长(%)	138.2	29.2	18.7	27.9	22.1
息税折旧前利润增长(%)	62.4	17.6	18.1	23.8	19.6
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	87.6	22.9	18.3	26.2	21.0
获利能力					
息税前利润率(%)	16.7	18.8	18.8	20.0	20.8
营业利润率(%)	20.1	21.3	21.3	22.3	23.0
毛利率(%)	44.2	44.9	45.3	45.4	45.7
归母净利润率(%)	17.3	18.5	18.4	19.3	19.9
ROE(%)	8.3	9.4	10.5	12.5	14.1
ROIC(%)	11.3	13.9	15.8	17.7	20.7
偿债能力					
资产负债率	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
净负债权益比	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
流动比率	5.4	6.8	5.6	5.6	5.1
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	6.5	6.1	6.2	6.2	6.2
应付账款周转率	7.7	8.7	8.9	9.0	9.2
费用率					
销售费用率(%)	3.1	2.7	2.7	2.6	2.5
管理费用率(%)	12.9	12.6	12.7	12.3	12.2
研发费用率(%)	7.4	7.4	7.4	7.3	7.3
财务费用率(%)	(1.6)	(0.8)	(0.7)	(0.6)	(0.5)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.4	1.8	2.1	2.7	3.2
每股经营现金流(最新摊薄)	2.4	2.0	2.9	2.6	4.1
每股净资产(最新摊薄)	17.4	18.9	20.0	21.3	22.9
每股股息	0.7	0.9	1.1	1.3	1.6
估值比率					
P/E(最新摊薄)	33.5	27.3	23.1	18.3	15.1
P/B(最新摊薄)	2.8	2.6	2.4	2.3	2.1
EV/EBITDA	10.7	13.8	12.6	10.2	8.3
价格/现金流(倍)	20.1	24.5	17.0	18.6	11.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；

增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1)基金、保险、QFII、QDII等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2)中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话:(8621)68604866
传真:(8621)58883554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852)39886333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：108008521065
中国电信 21 省市客户请拨打：108001521065
新加坡客户请拨打：8008523392
传真:(852)21479513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852)39886333
传真:(852)21479513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话:(8610)83262000
传真:(8610)83262291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话:(4420)36518888
传真:(4420)36518877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话:(1)2122590888
传真:(1)2122590889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话:(65)66926829/65345587
传真:(65)65343996/65323371