

京东方A · 000725.SZ

电子 · 显示面板 | 核心赛道：LCD/OLED/创新业务

我们认为京东方A属于需要跟踪验证的类型，当前处于周期底部与战略投入叠加期。市场定价已反映对OLED盈利拐点及折旧下降后利润弹性的远期预期。机会在于LCD格局优化带来现金流稳定、8.6代AMOLED量产及玻璃基封装送样进展；风险在于OLED盈利改善节奏不确定、资本开支仍处高位、自由现金流持续为负。需跟踪TV面板价格走势、OLED良率爬坡及客户导入进度。仅供参考，不构成投资建议。

报告日期

2026-06-18

前收盘价

¥6.71

总市值

¥2485.67亿

所属行业

电子

— 经营概况

京东方经营分析

京东方依靠显示器件（TFT-LCD、AMOLED面板）的生产销售，以及物联网创新（智慧终端）等业务的系统解决方案，实现营业收入和创造利润。业绩增长中，行业红利贡献153.3%，自身独特优势贡献4.7%。自身独特优势指公司毛利率超出行业平均水平的幅度，此处为4.7个百分点。整体看，公司高度依赖行业周期，自身造血能力弱于行业依赖。

产品竞争力

在LCD领域，京东方在TV、显示器、笔记本、平板、手机等五大主流应用及车载显示面板出货量稳居全球第一，规模效应显著。其高端LCD解决方案UBCell技术提升了TV产品画质，黑晶、黑钻实现55至110英寸全系列量产，在超大尺寸和低功耗方面领先。相比三星显示，京东方在高端OLED（如用于苹果产品的LTPO-OLED）产能和技术良率上仍有差距，后者在高端手机OLED市场占据更大份额和更高毛利率。与LG Display相比，京东方在大尺寸OLED（WOLED）领域布局较晚，技术路线（LCD vs WOLED）差异导致产品形态不同，但京东方凭借LCD的成本优势在中低端TV、显示器市场挤压了LGD的份额。公司OLED领域，全球首发“Tandem+TADF”广色域技术，提升了穿透率和色彩表现，但与三星在折叠屏、屏下摄像头等复杂形态OLED的创新节奏相比，仍处于技术追赶阶段。整体来看，京东方的产品护城河在于“规模+成本”，而非技术溢价，行业地位稳固但竞争激烈，未来格局将围绕OLED产能释放和高端化进展展开。

商业模式

京东方的核心商业模式是重资产、高杠杆的“规模-成本”路径。依靠资本开支持续扩大产线（如B9、B17等G10.5/8.5代线），换取全球最大LCD产能，通过规模优势摊薄固定成本，形成成本护城河。护城河类型为成本优势，证据是营收排名行业前3（第1名），且销售费用率低于行业中位数。然而，这种模式也导致利润来源严重依赖面板价格的周期性波动：价格上涨周期利润暴增，价格下行周期亏损严重。产业链定位上，京东方处于中游制造环节，上游受制于设备与材料（如玻璃基板、驱动IC、偏光片等由国外供应商主导），下游被强势品牌客户（如三星、苹果、华为、LG等）议价挤压，定价权非常有限。产业链脆弱性折扣为因抗周期弱而需较高估值补偿，具体数值需模型测算，但逻辑上因利润被上下游挤压、上游资本开支刚性（无法快速转产）而明显。对比Samsung Display和LG Display，后者已转向以高端OLED为主、更低产能波动弹性的模式，而京东方仍以高资本密集度的LCD为主，微利模式下更易受周期冲击。

持续盈利的关键因素

过去10年，面板行业经历了从日本、中国台湾向中国大陆的产能转移，核心品类LCD电视面板价格呈现“周期波动、长期下行”趋势。2015-2017年因供不应求价格高企，京东方毛利率曾达20%以上；2019-2020年产能过剩，毛利率跌至个位数（甚至一度为负）；2021年受益疫情需求、供给紧张，毛利率回升至30%以上；2022年后随需求疲软和供给增加，毛利率再次下滑至15%以下。核心逻辑是：供需决定价格，而资本开支节奏（即产能释放速度）是供给的核心变量。未来，京东方面临的行业环境是：LCD产能扩张已近尾声（新增G10.5线基本落地），但OLED产能正处于爬坡期，需要大量资本投入。影响未来盈利的3个关键因素是：1) 面板价格的企稳回升幅度：2025年LCD TV面板价格能否在上半年企稳，将直接影响公司毛利率（当前约12.9%）。2) OLED业务的盈利拐点：OLED业务目前处于亏损状态，若未来2-3年良率提升至行业领先水平（如60%以上）、客户导入顺利，才能贡献利润；否则将继续拖累整体。3) 资本开支与自由现金流：公司年折旧摊销数百亿元，大规模新产线投资将持续挤压现金流。经营活动现金流/净利润定性为“健康”(>0.6)，但资本开支庞大，自由现金流持续为负。回归底线处于安全空间充裕区间（当前市净率1.2x左右，较净资产折价较低，但安全边际取决于未来周期位置）。

主营业务与财务数据对比

年份周期	业务类别	收入规模 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
2025-12-31	显示器件	1664.2	81.0	12.9
2025-12-31	物联网创新	389.5	19.0	11.7
2024-12-31	显示器件	1650.0	83.0	12.8
2024-12-31	物联网创新	338.3	17.0	10.6

数据来源：公司年报及公告，经众问整理。部分毛利率为计算值。

小结

京东方的核心竞争力是成本优势下的全球LCD规模第一，但因重资产、周期波动大、技术溢价不足，自身独特优势（毛利率超出行业平均的幅度）极低，盈利高度依赖行业红利。关键风险是面板价格持续低位、OLED盈利未达预期。未来发展看行业供需修复及高端化突破。

注：以上分析中部分定量字段（如行业平均毛利率）为系统推导值，盲点已标注，判断置信度有限。

估值分析

核心驱动力

面板周期位置与价格弹性：公司利润对LCD TV面板价格高度敏感，当前毛利率12.9%（显示器件）处于周期低位。2025-2026年面板价格能否企稳回升，是决定短期盈利反转的关键。

OLED业务盈利拐点：OLED业务目前处于亏损状态，需持续大规模资本投入。若未来2-3年良率突破、客户导入（尤其苹果供应链）顺利，将开启第二增长曲线。

资本开支节奏与自由现金流转正节点：公司自由现金流（FCFF）为-77.1亿元，主因巨额资本开支。LCD产能扩张已近尾声，OLED资本开支仍在高位。资本开支何时下降、FCFF何时转正，是DCF估值的核心变量。

核心风险

面板价格长期低迷：2025-2027年维持低位震荡，行业库存去化周期延长。

OLED盈利持续不及预期：受制于成本，渗透率提升缓慢，行业产能过剩持续，价格战常态化。

资本开支居高不下：自由现金流长期为负，公司被迫进行新一轮融资或资产处置。

公司本质与核心竞争优势深度剖析

核心产品：LCD（TFT-LCD）和AMOLED面板，广泛用于TV、显示器、笔记本、平板、手机及车载显示。

核心价值：为下游品牌客户提供大规模、高性价比的显示解决方案。核心价值主张是“规模+成本”，而非技术领先。

商业模式本质：典型的周期/重资产型模式。通过巨额资本开支（单条产线数百亿元）建设全球最大LCD产能，以规模优势摊薄固定成本，形成成本护城河。但利润来源严重依赖面板价格周期性波动，上游受制于设备材料供应商，下游被强势品牌客户议价挤压，产业链定价权有限。护城河类型为成本优势，竞争优势等级评分仅3/9（弱）。

竞争优势本质：规模第一带来的成本优势，但缺乏技术溢价和品牌溢价。公司特有优势（毛利率超出行业平均幅度）仅0.047个百分点，超额增长（营收增速-行业增速）几乎为零，说明核心竞争力更多体现为“跟随行业周期”而非“创造超额价值”。

估值方法选择：基于周期/重资产特征，主导方法为EV/EBITDA + PB + 周期调整PE，DCF需谨慎使用并作为底线参考。同时采用SOTP分部估值识别各业务价值，并评估战略性增长期权。

核心业务线识别与市场空间、份额、利润质量分析

3.1 核心业务线：公司主要分为显示器件（LCD/OLED面板）和物联网创新（智慧终端解决方案）两大业务。

显示器件（收入占比81%，2025年）：成熟期业务，全球LCD出货量第一，但面临OLED转型压力。

物联网创新（收入占比19%，2025年）：成长期业务，包含智慧零售、智慧金融、智慧园区等物联网解决方案，与显示器件形成协同。

3.2 三维度分析：

维度	显示器件	物联网创新
市场空间	全球显示面板市场规模约1200亿美元（2024年），预计2030年增长至1500亿美元（CAGR约3.5%）。LCD市场零增长或微幅下降，OLED市场CAGR约8-10%。增长驱动力：大尺寸化、车载/医疗等专业显示、OLED渗透率提升。	全球物联网终端市场规模约3000亿美元（2024年），智慧终端细分市场约500亿美元，预计2030年达800亿美元（CAGR约8%）。增长驱动力：企业数字化转型、智慧城市政策推动。
份额假设	当前全球LCD出货量份额约28%（第一）。乐观情景：2030年维持30%（受益于成本优势，但OLED转型可能稀释份额）；悲观情景：下降至22%（OLED技术落后，份额被三星、LGD侵蚀）。核心壁垒：规模+成本，但技术溢价不足。	当前份额约1-2%（市场高度分散）。乐观情景：2030年提升至3%（借助显示器件客户资源协同）；悲观情景：维持1%（竞争激烈，协同效应兑现缓慢）。

利润质量 当前毛利率12.9%（周期低位）。乐观情景：2030年恢复至18-20%（面板价格回暖+OLED占比提升）；悲观情景：维持10-12%（价格战持续）。驱动因素：供需格局、良率、产品结构。

当前毛利率11.7%（较低，因处于投入期）。乐观情景：2030年提升至15-18%（规模效应+软件附加值）；悲观情景：维持10-12%（竞争激烈，标准化产品利润薄）。驱动因素：规模效应、解决方案能力。

构建两种完整的商业情景（乐观/悲观）

宏观与行业 全球LCD TV面板价格在2025年下半年企稳，2026年温和上涨（+5-8%）。OLED需求快速增长，渗透率从当前约55%提升至2030年70%。行业产能扩张实质性放缓，供需格局改善。引用券商预测：面板行业2025-2030年营收CAGR约4-5%。

LCD TV面板价格持续低迷，2025-2027年维持低位震荡。OLED渗透率提升缓慢（受制于成本），行业库存去化周期延长。全球宏观经济疲软，消费电子需求不振。行业产能过剩持续，价格战常态化。

公司战略 LCD产能扩张按计划完成，资本开支从2026年开始下降。OLED良率在2026年突破60%以上，成功导入苹果等高端客户。物联网创新业务实现规模化盈利。管理层执行力强，历史回购42亿元彰显信心。

LCD资本开支超预期，OLED良率提升缓慢，无法进入高端供应链。物联网创新业务持续亏损。公司被迫进行新一轮融资或资产处置。资本开支居高不下，自由现金流长期为负。

竞争地位 LCD份额维持28-30%，成本优势持续。OLED技术差距缩小，在车载、IT等中尺寸OLED领域形成差异化优势。中国大陆面板产业整体竞争力提升，京东方作为龙头受益。

LCD份额被华星光电、HKC等竞争对手蚕食，价格战加剧。OLED技术差距拉大，高端市场被三星显示垄断。下游品牌客户持续压价，产业链脆弱性暴露。

财务表现 营收：2025-2030年CAGR 5%；毛利率：2025年15.6% → 2030年20%；净利率：4.2% → 9.0%；FCFF：2026年转正，2030年达260亿元。资本开支2027年后降至250亿元/年。

营收：2025-2030年CAGR 1%；毛利率：2025年15.6% → 2030年11%；净利率：4.2% → 1.5%；FCFF：持续为负或微正，2030年仅65亿元。资本开支维持350亿元/年高位。

自由现金流预测与折现率确定

基准年自由现金流：采用财务分析节点FCFF = -77.1亿元。该值为周期底部数据，主要因资本开支（409.3亿元）远超经营现金流（约330亿元）。

折现率（WACC）确定：

调整因素	依据	调整幅度
基准折现率	行业平均WACC	8.0%
竞争优势等级 (弱, 3/9)	公司特有优势仅0.047个百分点, 盈利高度依赖行业周期	+0.5%
护城河类型 (成本优势)	规模成本优势在面板行业有效, 但容易被追赶	-0.3%
产业链反脆弱性 (脆弱)	上游受制于设备材料, 下游被品牌客户挤压, 定价权弱	+0.8%
趋势分类 (稳定, 均值回归)	回归底线1.4%, 属于均值回归型	0.0%
综合调整		+1.0%
基础WACC	8.0% + 1.0%	9.0%
乐观情景 (确定性增强)	在基础WACC基础上下调	8.5%
悲观情景 (风险上升)	在基础WACC基础上上调	9.5%

注: 调整幅度参考可比公司WACC区间 (LG Display 8-10%, 友达光电 8-9.5%), 京东方9.0%处于合理范围。

永续增长率确定:

行业长期需求: 面板行业与GDP增速高度相关 (约2-3%), 但价格长期下行趋势使名义增速低于实际增速。预计行业长期增速1.5-2.5%。

公司量增空间: LCD产能扩张已近尾声, OLED处于爬坡期, 但整体出货量增速放缓。公司成熟期量增空间有限。

价格增长: 面板价格无品牌溢价, 长期呈下行趋势, 无法跑赢通胀。

参考成熟经济体同类公司: LG Display、友达光电等历史永续增长率假设通常1-2%。

结论: 乐观情景2.0% (行业温和增长, 公司份额稳定); 悲观情景1.5% (行业需求疲软, 竞争加剧); 基准1.8%。

估值结果与区间 (DCF基础估值)

情景	显性期FCFF (亿元, 2026-2030)	永续增长率	折现率	经营资产 (亿元)	非经营资产 (亿元)	战略溢价 (亿元)	总价值 (亿元)	与当前市值比较
悲观	-45, -10, 20, 45, 65	1.5%	9.5%	562.3	-546.9	0	15.4	-99.4%

情景	显性期FCFF (亿元, 2026-2030)	永续增长率	折现率	经营资产 (亿元)	非经营资产 (亿元)	战略溢价 (亿元)	总价值 (亿元)	与当前市值比较
基准	-10, 40, 90, 130, 170	1.8%	9.0%	1858.8	-546.9	0	1311.9	-47.2%
乐观	15, 80, 150, 210, 260	2.0%	8.5%	3237.0	-546.9	795.0	3485.1	+40.2%

指标	数值 (亿元)	相对位置
下限估值 (悲观)	15.4	
当前市值	2485.7	
上限估值 (乐观, 含战略溢价)	3485.1	

注：非经营资产 = 金融资产791.8亿元 + 长期股权投资135.3亿元 - 带息负债1474亿元 = -546.9亿元。战略溢价在乐观情景中包含OLED增长期权500亿元、物联网协同价值195亿元、品牌价值100亿元。

多维度估值交叉验证

7.1 相对估值法锚定

选取6家国内外面板/显示行业可比公司，基于2025年市场数据（来源：Wind、Bloomberg及券商研报）：

公司	代码	PB (倍)	EV/EBITDA (倍)	PE (TTM, 倍)	PS (倍)
LG Display	LPL	0.5	6.2	N/A (亏损)	0.3
友达光电	2409.TW	0.8	5.5	15.3	0.5
群创光电	3481.TW	0.7	4.8	12.1	0.4
TCL科技	000100.SZ	1.5	8.2	18.5	0.6
深天马A	000050.SZ	0.9	7.1	N/A (亏损)	0.5
维信诺	002387.SZ	1.1	9.5	N/A (亏损)	0.8
中位数		0.85	6.7	15.3	0.5

公司	代码	PB (倍)	EV/EBITDA (倍)	PE (TTM, 倍)	PS (倍)
25分位		0.7	5.5	12.1	0.4
75分位		1.1	8.2	18.5	0.6
京东方A	000725.SZ	1.2	7.0	25.0	0.8
所处百分位		>75分位	≈50-75分位	>75分位	>75分位

分析：京东方PB1.2x处于可比公司75分位以上，EV/EBITDA 7.0x处于中位数附近，PE 25x显著高于可比公司（主要因周期底部利润偏低）。市场给予京东方相对溢价，反映其全球LCD第一的规模地位、更强的经营现金流质量和更低的财务风险（相比LGD、友达）。但PE偏高需警惕：当前盈利是否已充分反映周期底部？若周期复苏，PE将快速回落至15-18x区间。综合来看，相对估值显示京东方当前定价处于合理偏高位置，但未出现极端高估。

7.2 分部估值法 (SOTP)

业务板块	估值方法	核心假设	估值 (亿元)
显示器件 (LCD+OLED)	EV/EBITDA 7.0x (行业中位数)	2025年EBITDA约350亿元 (经营现金流+折旧摊销)	2450
物联网创新	PS 0.5x (成长期业务, 但利润薄)	2025年收入389.5亿元	195
长期股权投资	账面价值	按财务数据	135
金融资产	账面价值	按财务数据	792
减: 带息负债	账面价值	按财务数据	-1474
合计 (SOTP)			2098

SOTP合计2098亿元，低于当前市值2485.7亿元约15.6%。差值部分可能由市场对OLED业务扭亏为盈的预期、物联网创新的增长期权以及整体战略协同价值所解释。SOTP未充分反映的“隐性价值”约为387亿元，与乐观情景中的战略溢价（795亿元）相比，市场定价已隐含部分战略预期但尚未完全兑现。

7.3 战略价值与增长期权评估

OLED业务增长期权：若OLED业务在2028年扭亏，2030年贡献利润50亿元，按成长业务给予25倍PE，价值1250亿元。成功概率40%（良率突破+客户导入），期权价值约500亿元。当前市值已隐含部分成功预期。

玻璃基封装技术期权：与康宁合作玻璃基封装载板，若成功切入先进封装市场，可打开百亿级空间。当前处于技术验证期，距离量产需2-3年，成功概率15%，期权价值约100亿元。市场对此关注度较高，但公司主动降温概念炒作。

物联网生态协同价值：显示器件与物联网创新的协同，可形成“屏+终端+方案”的闭环。当前协同效应较弱（物联网毛利率仅11.7%），但长期若实现数据互通和渠道复用，可带来额外价值约100-200亿元。

品牌价值：全球LCD出货量第一，但面板行业品牌溢价有限，品牌价值约100亿元。

战略价值合计约700-800亿元（乐观情景下），占当前市值约28-32%，说明市场为“未来可能性”支付了显著溢价。

7.4 综合估值矩阵与市场隐含假设

估值方法	估值区间（亿元）	与当前市值比较	核心假设
DCF（基准，不含战略溢价）	1312	-47.2%	FCFF缓慢转正，资本开支下降
DCF（乐观，含战略溢价）	3485	+40.2%	OLED成功，资本开支快速下降，战略价值兑现
相对估值（PB/EV/EBITDA）	2000-2800	-19.6% 至 +12.6%	PB 0.9-1.3x, EV/EBITDA 6-8x
SOTP分部估值	2098	-15.6%	各业务按行业估值，未含战略溢价
战略价值评估（含增长期权）	700-800（附加）	占市值28-32%	OLED成功概率40%，物联网协同

市场隐含假设：当前市值2485.7亿元隐含未来5年（2026-2030）FCFF年均复合增长率约25-30%，最终FCFF在2030年达到200-220亿元，永续增长率2.0%，折现率9.0%。这对应面板价格温和复苏、OLED在2027-2028年实现盈利、资本开支在2026年后显著下降的“基准偏乐观”情景。该假设与乐观情景接近，容错率较低——若面板价格持续低迷或OLED盈利推迟，市值有显著下行风险。

估值共识度：DCF基准（不含战略溢价）与SOTP均指向2000亿元以下价值区间，而当前市值已超过2500亿元，表明市场估值主要依赖于“战略溢价”和“周期复苏预期”的支撑，而非当前现金流。若战略溢价无法兑现，估值有向下修正压力。

8. 风险分析

经营风险：面板价格周期性波动是最大经营风险。当前毛利率15.6%已处于周期低位，若需求持续疲软，毛利率可能进一步下滑至10%以下，导致营业利润转负。此外，OLED良率爬坡不及预期、客户导入失败将直接拖累业绩。

财务风险：资产负债率52.5%，带息负债1474亿元，自由现金流持续为负（-77.1亿元）。若面板价格长期低迷，公司可能面临偿债压力。巨额资本开支（409.3亿元）挤压财务灵活性，需警惕债务评级下调风险。

竞争风险：中国大陆面板产能持续扩张，华星科技、HKC等竞争对手加速追赶，LCD价格战可能加剧。在OLED领域，三星显示和LG Display技术领先优势显著，京东方高端化突破面临严峻挑战。

估值风险：当前PE 25倍处于周期性高位，市场情绪反转或流动性收紧可能导致估值收缩。战略溢价（占市值约30%）完全基于未来预期，若OLED进展不及预期，溢价可能快速消失。

假设风险：当前市值隐含的FCFF增长率假设较为苛刻（5年CAGR 25-30%），需连续5年实现利润高速增长，容错率极低。若任意一年低于预期，估值将面临重估。

9. 进一步思考

永续增长率反思：1.5-2.0%的永续增长率对于面板行业可能偏乐观。面板价格长期下行，量增难抵价跌，行业长期增速可能低于1.5%。若永续增长率降至1.0%，DCF估值将再下降15-20%。

折现率尾部风险：如果面板价格长期低迷、公司盈利持续恶化，WACC可能上升至10%以上（反映信用风险上升），届时DCF估值将大幅缩水。当前9.5%的悲观情景折现率可能仍不足以覆盖尾部风险。

市场空间天花板：LCD市场已进入成熟期，OLED市场虽增长但总量有限。京东方若不能在OLED领域取得突破，长期增长空间将受压制。物联网创新业务当前体量小、利润薄，短期难以成为第二增长曲线。

竞争对手反击：三星显示在高端OLED的技术压制、华星科技在LCD的成本追赶，都可能侵蚀京东方的市场份额和利润空间。竞争格局恶化风险被低估。

可比公司高估的锚定偏差：面板行业可比公司普遍处于周期底部，PB/PE等指标可能低估了正常化盈利能力。以当前指标进行估值比较，可能产生“低谷锚定”偏差。需结合周期调整后的盈利来修正。

增长期权过度依赖：战略溢价中OLED期权价值500亿元，需依赖良率突破和客户导入，两者均具有较高不确定性。市场可能高估了OLED成功的概率。

数据盲点：财务数据可靠性评分为“中”，部分细节（如渠道库存、经销商流失率、OLED真实良率）无法验证，可能隐藏经营风险。

最关键跟踪变量：① LCD TV面板价格走势（月度跟踪）；② OLED良率及客户导入进展（重点关注苹果供应链验证）；③ 季度资本开支与自由现金流变化（判断FCFF转正时点）。

10. 基本结论

视角A（内在价值锚）：基于DCF基准情景，不含战略溢价的内在价值约为1312亿元，当前市值（2486亿元）高于内在价值约47%，安全边际不足。但考虑到面板底部周期特征，内在价值可能被低估，乐观情景（含战略溢价）下价值可达3485亿元。

视角B（市场共识锚）：基于相对估值和SOTP的“市场可解释价值”区间为2000-2800亿元，当前市值处于该区间上沿，主要由战略溢价（OLED期权+物联网协同）支撑。市场定价已隐含较为乐观的周期复苏和OLED成功预期。

综合判断：持有/观望。当前估值处于合理偏高位置，DCF安全边际不足，但周期底部特征和战略期权价值提供一定支撑。核心依据：市值已反映乐观预期，但面板周期复苏和OLED突破仍存在不确定性，赔率不占优。建议等待面板价格明确回暖信号或OLED良率突破性进展后再增加配置。若市场因情绪波动回调至2000亿元以下（PB接近1.0x），则进入具有安全边际的买入区间。

监控指标	监控结果	指标说明
毛利率波动	正常	过去一年公司毛利率整体销售毛利率变化百分比大于行业2个标准差。 (简单讲就是比同行的公司波动大)
非经常性损益 依赖度	依赖非经常性 损益	营业利润同比增长率相对净利润同比增长率的波动大于50%。(因营业利润和净利润的核心差异来源于营业外收入与成本)
应收账款营收 占比	正常	应收账款余额/营业收入>25%
经营活动现金流 净额/净利润	正常	经营性净现金流/净利润<100%
短期偿债缺口 率	正常	(货币资金+交易性金融资产)/短期借款<50%
速动比率	正常	
债务期限错配 度	正常	
担保杠杆率	正常	担保余额合计值/归属母公司股东的权益>50%
存货周转天数	51.02	
存货周转天数 偏离度	正常	公司存货周转天数与行业平均值的差, 超过行业1.5个标准差
固定资产周转 率	正常	固定资产周转率连续3年下降。
筹资依赖度	正常	筹资活动现金净流量大于0, 并且经营活动现金净流量与投资活动现金净流量的和小于0
在建工程沉淀 率	正常	在建工程/总资产>20%
其他应收款占 比	正常	
销售费用率异 常下降	销售费用率下 降但收入上升	销售费用率下降, 同时营业收入上升

监控指标	监控结果	指标说明
应付账款周转天数	应付账款周转天数连续三年上升	应付帐款周转天数连续3年上升。
毛利率波动值	0.38	
所属行业	电子	

— 财务分析

15.6%	4.2%	0.76次	3.2%
毛利率	营业利润率	资本周转率	ROIC

财务结构：截止去年年报，京东方总资产约4363.8亿元，负债2289.0亿元，资产负债率约52.5%，属于制造业合理水平，但绝对值较高。货币资金722.3亿元，短期借款仅36.6亿元，短期流动性极其充裕。不过公司仍处于扩张期，在建工程高达529.4亿元，显示大量资本开支未转固。存货周转天数53.8天，对于面板制造行业——一个成本控制与需求响应高度敏感的赛道——这个周转速度中规中矩，没有出现产成品积压的信号。值得注意的是应付账款周转天数从2023年的76.2天逐步拉长至80.0天，说明公司对上游供应商的占款能力在增强，但应收账款高达322.9亿元（占营收约15.8%），回款压力需要持续跟踪。

盈利能力与运营效率：公司毛利率15.6%，高于光学光电行业毛利率中位数10.9%，带来约4.7个百分点的公司特有优势，说明其在面板领域具备一定的定价权或成本控制能力。但营业利润率仅有4.2%，反映出面板行业的周期性特征——高固定成本、价格波动对利润影响大。ROIC仅3.2%，资本周转率0.76次，结合来看是典型的“低利润+低周转”模式，回报依赖于规模效应和资产利用率。好消息是固定资产周转率从2023年的0.84次提升至1.05次，资产使用效率在明显改善。销售费用率从2023年的2.1%降至1.1%并维持，研发费用率稳定在6.8%，属于科技制造的正常水平，费用管控做得不错。季度信号方向稳定，盈利趋势没有出现异常预警信号，营业利润同比增长37.6%、净利润增长21.3%，说明公司正从周期底部回暖。

现金流与利润质量：经营现金流/净利润远高于0.6的健康标准，利润的“含金量”非常高。经营活动现金流净额是净利润的7倍以上，主要原因是折旧摊销巨大（重资产特征）以及经营性负债增长。但企业自由现金流（FCFF）为-77.1亿元，因为投资活动现金流出高达409.3亿元——公司在持续大手笔建厂、扩产。筹资活动现金净流出112.3亿元，可能用于偿还债务或分红，体现了一定的财务纪律。超额增长仅0.2%，意味着营收增速微弱领先行业，份额扩张几乎停滞，但结合经营现金流健康来看，现有业务的竞争力依然稳固。

风险与盲点：数据可靠性评级为“中”，意味着部分财务细节无法完全验证，特别是渠道库存、经销商流失率等非财务信息。资产负债表中突出的风险是：① 资本开支强度极高，导致自由现金流长期为负，若面板价格再次下行，高负债率（52.5%）下的偿债压力会陡增；② 应收账款规模大，且周转天数未单独提供，需警惕回款周期变化；③ 在建工程转固后每年将新增数十亿折旧，对利润形成侵蚀。此外，公司作为周期性企业，历史上毛利率和营业利润率波动剧烈，当前15.6%的毛利率并非长期稳态水平。虽然季度信号未触发预警，但行业下行期的定价权弱化风险始终存在。

小结：盈利从周期底部改善，现金流非常扎实，但巨额资本开支挤压自由现金流，高负债与行业周期共振的财务风险不可忽视。

注：以上分析中部分定量字段（如行业平均毛利率）为系统推导值，盲点已标注，判断置信度有限。

近期事件

2026-05-30

1. A股回购实施完毕：42.03亿元真金白银托底

累计回购A股10.05亿股，占总股本2.713%，支付总金额42.03亿元，回购股份全部用于股权激励计划。该回购规模极大，按总股本约370亿股、近期均价4.2元估算，回购金额占流通市值约2.7%，直接减少流通股供给，静态可增厚每股收益约2.8%。更重要的是，回购在股价低位（公告前未披露价格区间）果断完成，彰显管理层对未来价值的信心，对短期股价形成强支撑。长期来看，回购股份不注销而用于激励，并未实质缩减总股本，但通过集中持股降低了自由流通量，有利于稳定股价。后续关注点：回购完成后是否启动新一轮回购计划，以及激励股份的过户进度。

2026-05-30

2. 限制性股票激励首次授予：低价绑定核心团队，但费用压力不容忽视

以2.11元/股向3,265名激励对象授予975,011,500股限制性股票，占当前总股本约2.63%，授予日股价约4.0~4.5元（估算）。授予价仅相当于市价约50%，激励对象浮盈丰厚，短期将显著激励核心骨干，利好运营效率提升。但需注意，该激励预计产生总费用约184亿元（按每股公允价值差额约1.89元计算），若分5年摊销，每年增加非现金成本约37亿元，占2025年净利润（假设约80~100亿元）的37%~46%，将明显压制未来2~3年的报表利润。虽然费用非现金流出，但会计利润的下降可能拖累估值倍数。后续关注点：激励计划的具体摊销年限及业绩考核目标（尤其净资产收益率及利润增长率），若考核宽松则激励效果打折。

2026-05-30

3. 回购与激励协同效应：净股本近乎不变，但信号意义强烈

回购A股10.05亿股用于激励，实际首批授予9.75亿股，预留0.3亿股；同时B股回购0.11亿股（占总股本0.03%）。总股本增加为净减少（因回购注销？实际回购用于激励不注销，但激励股份授予后计入库存股再转出，净效果是流通股股权结构变化）。从每股权益角度看，回购10.05亿股相当于回收并重新分配给内部人，自由流通股本实际减少约0.3亿股（回购多于授予），对每股收益的增厚微乎其微（约0.08%）。但关键在于回购行为本身消耗了42亿现金，降低了公司财务灵活性，而激励以低价发行则变相向管理层让利，长期需看ROE能否因激励提升。短期市场更关注回购的支撑效应，而非稀释细节。后续关注点：预留股份是否用于后续授予或员工持股，以及是否存在高管减持对冲（当前无明显减持公告）。

2026-05-29 / 2026-06-02

4. B股首次回购及后续进展：小规模试探，关注折价收窄

5月28日首次回购B股7,231,820股（占比0.0195%），截至5月31日累计回购B股11,321,120股（占比0.0306%），成交金额约5,000万港元，成交价4.23~4.49港元/股。B股回购规模极小，对总股本影响可忽略，但信号意义较强——公司在A股大规模回购后，同步在折价更大的B股市场进行回购，表明其认为B股价值同样被低估。若B股回购持续加码，可能带动B股价格向A股靠拢（当前A股约4.2元，B股约4.4港元折合人民币约4.0元，价差约5%）。短期对B股股价有边际提振，但对A股投资者情绪影响中性。后续关注点：B股回购额度及后续回购频率，是否申请转换为A股或注销。

● 2026-05-22

5. 与康宁合作备忘录风险提示：主动降温概念炒作，长期战略仍在早期

公司明确提示与康宁的合作备忘录大部分条款无法律约束力；玻璃基封装载板等业务尚未量产，预计2-3年内无重大业绩影响；同时辟谣未与英伟达开展业务合作。该公告主动压制市场因“玻璃基板”“英伟达合作”等概念引发的投机预期，短期可能导致相关主题热度回落，对短线股价构成一定压力。但从基本面角度，这恰是负责任的信息披露，避免投资者基于不实信息追高。长期而言，玻璃基封装若成功切入先进封装领域，将打开百亿级市场空间，但当前处于技术验证期，对估值贡献度极低（可给出<0.5元/股的期权价值）。后续关注点：与康宁的合作是否进入实质性试样阶段，以及玻璃基封装与现有LCD/OLED业务的协同效应。

— 机构调研

最新调研（2026-06-17）

8.6代AMOLED生产线量产情况

量产交付：2026年6月17日正式量产暨客户交付仪式，国内首条、全球首批量产的第8.6代AMOLED生产线，全球进度最快、技术最成熟的中尺寸高端OLED生产线之一。

技术优势：采用柔性OLED与Hybrid OLED双技术工艺，引入LTPO背板技术与Tandem叠层发光器件制备工艺，具备品质、良率、效率、发光效率等显著优势。

市场影响：依托规模化产能与领先技术，推动中尺寸高端OLED产品普及与升级，强化公司在显示产业的整体竞争力。

近期LCD行业情况

价格走势：2026年一至四月主流尺寸TV产品价格全面上涨；五、六月主流尺寸TV价格持稳；IT方面，主流尺寸MNT延续小幅上涨，NB面板价格持续平稳。

行业稼动率：三、四月行业稼动率持续维持高位，五月行业持续践行“按需生产”，稼动率有所回落。

近期OLED行业情况

需求承压：2026年终端需求承压，柔性AMOLED在手机领域增长节奏放缓。

结构变化：LTPO、折叠等高端产品出货占比在海外高端品牌带动下持续上涨。

渗透率提升：第8.6代OLED产线陆续量产，催化OLED车载与IT渗透率提升。

布局玻璃基封装载板、钙钛矿和光互连的原因和优势

核心优势：围绕显示技术、玻璃基加工能力和大规模集成智造能力三大核心优势。

战略指导：依据“第N曲线”理论指导下的“屏之物联”战略，通过相关能力的复用进行布局。

玻璃基封装载板业务布局及进展

建设历程：2020年启动技术调研，2022年投资3.9亿元建晶圆级创新实验平台，2024年投资9.93亿元建试验线，2026年上半年实现全自动化设备通线，设计产能1000片/月。

技术突破：已实现TGV开孔、深孔填铜、增层、布线等全流程工艺拉通，2025年完成大尺寸高层数(9-2-9,20层)玻璃基载板样品开发和送样。

业务状态：目标产品为大尺寸算力芯片先进封装所需的玻璃基载板，部分国内客户已进入技术测试阶段，尚未实现批量生产和量产营收。

钙钛矿项目进展

效率突破：三大研发平台效率不断提升，手套箱27.61%、实验线21.39%、中试线20.11%、柔性16.6%，通过第三方认证创造4项世界纪录。

认证与实证：京东方光能已获多项国内外产品认证；2026年4月户外实证基地投入运行，规划总装机规模200kW，涵盖刚性、柔性及叠层组件。

后续计划：计划2025年下半年在黑龙江漠河、新疆吐鲁番、宁夏银川开展极致条件实证测试。

未来折旧和资本开支趋势

折旧趋势：随着存量产线折旧减少，在建产线分阶段转固，总体折旧金额将在2025年基础上开始下降。

资本开支：显示行业进入成熟期，未来资本开支金额将随投资规模下降而逐渐降低。

增发计划：对于布局创新业务带来的资本开支，公司暂无股权增发计划。

调研回顾

8.6代AMOLED产线量产（2026-06-17）：国内首条、全球首批量产的第8.6代AMOLED生产线正式量产并交付客户。

LCD价格走势（2026年1-6月）：一季度至四月TV面板全线上涨，五月、六月价格持稳；IT类MNT微幅上涨，NB面板价格平稳。

OLED行业情况（2026年上半年）：终端需求承压，手机领域增长放缓；LTPO、折叠等高端产品占比上涨；车载与IT渗透率因8.6代线量产有望提升。

钙钛矿项目进展 (2026年6月)：效率数据：手套箱27.61%、实验线21.39%、中试线20.11%、柔性16.6%，通过第三方认证创造4项世界纪录。2026年4月户外实证基地投运，规划装机200kW。

玻璃基封装基板业务 (2026年上半年)：试验线于2026上半年全自动化通线，设计产能1000片/月。2025年完成大尺寸高层数(9-2-9, 20层)样品开发送样。已向部分国内客户送样，进入技术测试阶段，未实现量产营收。

折旧与资本开支趋势 (2026年上半年表态)：折旧金额在2025年达到峰值，总体折旧金额将从2025年开始下降。资本开支在2025年达到高峰，预计从2027年开始大幅下降。布局创新业务暂无股权增发计划。

股东回报规划 (2026年4月表态)：2025-2027年现金分红比例不低于归母净利润的35%。2026年计划通过分红（超20亿元）、回购注销（约15亿元）及股权激励回购（不超过63亿元），合计90多亿元用于股东回报。

OLED出货量目标 (2026年4月表态)：2025年柔性AMOLED出货超1.5亿片。2026年出货目标1.6亿片，目标2028年出货量2亿片。

LCD稼动率 (2026年5月)：3-4月维持在80%以上高位，5月按需生产，预计回落至80%左右。

存储涨价影响 (2026年6月)：对笔记本电脑和智能手机终端需求可能产生一定程度影响，对电视终端需求影响有限。

关键洞察

1. 核心主业 (LCD/OLED) 周期韧性显现，但增长动能正切换至“技术溢价”与“第二曲线”。

变化方向：LCD在“按需生产”策略下价格趋稳，不再大幅波动；OLED短期承压，但高端化趋势明确（LTPO、折叠）。驱动因素：供给端理性（按需生产），需求端结构性升级（IT、车载OLED渗透率提升）。量化证据：2026年上半年TV面板价格涨后持稳，IT面板微涨。2025年6月至2026年4月，TV面板价格经历一轮上涨后企稳。OLED手机高端产品占比提升，IT渗透率预期从2025年的4-5%提升至2028年的9-14%。归因分析：面板行业进入存量竞争时代，公司通过8.6代OLED产线抢占中尺寸高端市场，同时深耕LTPO等技术，从规模竞争转向技术竞争。LCD的“按需生产”已成为行业共识。

2. “第N曲线”战略（钙钛矿、玻璃基封装）已从概念走向产品送样与实证，执行力得到初步验证。

变化方向：创新业务从实验室研发阶段，进入中试验证、客户送样及户外实证阶段。驱动因素：基于显示技术、玻璃基加工、大规模制造三大核心优势的能力复用。量化证据：钙钛矿效率创造4项世界纪录（2025年），户外实证基地2026年4月投运。玻璃基封装基板于2025年完成20层样品开发，2026年上半年全自动化产线通线并送样客户。归因分析：公司将显示领域的积累（如玻璃基加工、薄膜工艺）成功跨界到新能源和先进封装领域，技术复用性高。管理层执行力验证：2025年提出布局规划，2026年上半年即实现通线/送样/实证基地投运，进度符合预期。

3. 财务拐点明确：折旧与资本开支高峰已过，未来现金流将显著改善，并大幅回馈股东。

变化方向：从大规模资本投入期转向收获期与回报期。驱动因素：主要LCD产线折旧陆续到期，新产线投入高峰（8.6代OLED）在2025年已过。量化证据：2025年为折旧与资本开支双峰值。从2025年下半年起，合肥10.5代线等开始陆续折旧到期。2027年起资本开支将大幅下降。归因分析：公司在上一轮LCD周期中完成大规模投资，折旧高峰期已过，同时谨慎控制后续投资节奏，使得自由现金流有望好转。管理层执行力验证：2025年至2026年的调研中，管理层多次强调2025年折旧见顶、资本开支见顶，并与股东回报承诺（持续高分红、回购）相匹配。

未来关注

1. 8.6代AMOLED产线的量产爬坡与客户导入情况。

判断标准：关注2026年下半年的产能利用率、良率提升速度，以及是否获得苹果、头部安卓品牌等关键客户的订单或指定。

2. 钙钛矿业务的产业化进程与GW级量产线建设决策。

判断标准：关注2026年下半年在漠河、吐鲁番、银川的户外实证数据（发电效率、衰减率）。若数据达到预期，公司可能宣布启动GW级产线建设。

3. 折旧下降的实际兑现节奏。

判断标准：关注2026年三季报及年报中折旧摊销金额是否出现同比下降，是否与管理层2025年见顶的判断一致。可跟踪的财报指标：现金流量表中的“固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧”科目。

4. 资本开支结构变化：从显示主业转向创新业务的信号。

判断标准：关注公司后续是否对钙钛矿或玻璃基封装等创新业务进行大规模资本投入（如公布GW级钙钛矿产线投资金额），这将是“第二曲线”战略落地的关键信号。

5. OLED盈利能力改善的拐点。

判断标准：关注公司中尺寸OLED产品（IT类）的出货量与毛利率变化。管理层在2026年4月表态有信心在未来一年大幅改善OLED盈利能力，需验证该承诺。

最新卖方研究综述

行业投资逻辑核心认知

面板行业已从“价格战”转向“按需生产、控产保价”的理性竞争阶段，LCD格局高度集中，大尺寸化持续驱动面积需求增长，龙头厂商凭借规模优势和产线折旧到期，正进入稳定盈利的收获期。OLED在中尺寸IT及车载领域的渗透即将加速，8.6代线的量产进度和良率爬坡是决定下一轮竞争格局的关键变量。京东方的核心看点是：LCD基本盘贡献稳定现金流，OLED第二增长曲线即将进入放量阶段，创新业务（玻璃基封装、MLED等）提供远期期权，同时折旧和资本开支在2025年双达峰后，利润弹性有望逐步释放。

近期行业重点事项与数据

2025年全年业绩：营收2045.90亿元（同比+3.13%），归母净利润58.57亿元（同比+10.03%）。（华鑫证券，2026-05-31）

2026年Q1业绩：营收510.01亿元（同比+0.80%），归母净利润17.07亿元（同比+5.78%）。（华鑫证券，2026-05-31）

成都8.6代AMOLED产线：已于2025年提前点亮，预计2026年下半年进入量产阶段，主要面向NB、平板等中尺寸高端市场。（诚通证券，2026-04-19）

与康宁签署合作备忘录：围绕玻璃基封装基板、可折叠玻璃、钙钛矿玻璃基板、光互连等领域开展合作。（中邮证券，2026-06-06；华鑫证券，2026-05-31）

拟收购彩虹光电30%股权：挂牌底价48.49亿元，收购后京东方系电视面板份额将提升至30%以上，丰富VA产品线及客户结构。（国信证券，2025-06-25）

股东回报规划：未来三年每年现金分红不少于归母净利润的35%，每年回购注销不低于15亿元。2025年现金分红约18.7亿元，回购超15亿元并全部注销。（中邮证券，2026-06-06）

基本面核心观点

1. LCD基本盘：格局优化叠加产线折旧到期，盈利稳定性持续验证。

多家券商一致认为，LCD行业已形成寡头格局，大尺寸化驱动面积需求持续增长，公司在大尺寸LCD领域以36.2%的份额稳居全球第一（诚通证券，2026-04-19）。2025年公司LCD五大主流及车载应用面板出货量全球第一（中邮证券，2026-06-06）。国信证券指出，行业坚持按需生产策略，TV面板价格温和波动，四季度稼动率预计回落至80%以下，供需格局健康（国信证券，2025-11-27）。华源证券认为，随着高世代产线折旧陆续到期，公司LCD业务已迈入收获期，盈利能力将逐步改善（华源证券，2026-02-05）。收购彩虹光电30%股权后，京东方系电视面板份额将超过30%，进一步巩固龙头地位（国信证券，2025-06-25）。

2. OLED：8.6代线量产在即，中尺寸市场是核心增量来源。

诚通证券指出，公司已拥有成都、绵阳、重庆三条成熟6代AMOLED产线，成都第8.6代线已于2025年提前点亮，预计2026年下半年量产，锁定高端IT及车载市场（诚通证券，2026-04-19）。华源证券认为，苹果iPad、MacBook自2026年起陆续导入OLED，有望大幅拉动中尺寸OLED面板出货量，公司8.6代线量产进度直接决定中尺寸市场的卡位优势（华源证券，2026-02-05）。国信证券数据显示，1H25公司柔性OLED手机面板出货量约7100万片，同比增长10.3%，全球份额23.8%（国信证券，2025-09-08）。但华安证券提示，国内OLED市场竞争日趋激烈，低端Ramless产品出货量快速增长，产品结构优化是盈利改善的关键（华安证券，2025-12-31）。

3. 折旧与资本开支：2025年双达峰，2027年起利润弹性有望释放。

多家券商一致确认2025年是折旧和资本开支的峰值年份。华源证券明确表示“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”（华源证券，2026-02-05）。华安证券补充，2025年资本开支主要为成都8.6代AMOLED产线及北京6代LCD LTPO/LTPS产线支出，2026年仍有持续投入，但从2027年开始资本开支将大幅下降（华安证券，2025-12-31）。这是理解公司中期利润弹性的关键时间节点。

4. 创新业务布局广泛，但短期收入占比仍低，需跟踪实质落地进度。

中邮证券详细梳理了公司“1+4+N”业务进展：玻璃基封装载板试验线已给部分国内客户送样，部分客户通过概念认证进入技术测试阶段；MicroLED光互联芯片已产出样品并送样；与康宁的合作围绕玻璃基封装载板、可折叠玻璃等方向展开（中邮证券，2026-06-06）。华鑫证券认为，公司在显示技术、玻璃基加工能力和大规模集成智造方面具备核心优势，相关能力的复用是拓展新业务的基础（华鑫证券，2026-05-31）。但从收入结构看，2025年上半年显示器件营收占比仍超83%（国信证券，2025-09-08），创新业务短期对整体业绩的边际贡献有限，需持续跟踪送样验证到量产落地的转化节奏。

5. 业绩预测存在明显分歧，核心变量是OLED盈利爬坡速度和非显示业务兑现节奏。

各券商对2026-2027年归母净利润的预测差异较大：中邮证券预测2026/2027年分别为82/120亿元，诚通证券预测90.42/111.98亿元，华鑫证券预测对应EPS 0.20/0.32元（约74/118亿元），而华安证券预测2026/2027年101.1/125.0亿元，国信证券（下调后）预测95.31/120.21亿元。分歧的核心在于：①OLED 8.6代线量产后的良率爬坡速度和毛利率改善节奏；②TV面板价格在2026年能否维持高位；③物联网创新、MLED等新业务何时能从“铺摊子”进入“贡献利润”阶段。投资者需关注以上变量的边际变化来验证或修正预测方向。

风险提示：以上内容仅为基于卖方研报的信息提炼与逻辑梳理，不构成任何投资建议。面板价格波动、下游需求不及预期、OLED业务良率爬坡慢于预期、行业竞争加剧、新业务拓展不及预期等均可能导致实际结果与上述分析存在重大差异。投资者应独立判断，审慎决策。

— 高管增持

公司名称	变动金额(元)	增持/减持	高管职位	高管名称	日期
近一年暂无数据					

— 机构持股

机构属性	持股家数(家)	持股总数(万股)	持股市值(亿元)	占总股本比例(%)	占流通股比例(%)
基金	154	101669.13	39.75	2.74	2.8
QFII	1	30284.38	11.84	0.82	0.83
社保	-	0	-	-	-
保险	-	0	-	-	-
券商	1	5.34	0	0	0
信托	1	30698.89	12	0.83	0.84
其他	7	895858.59	350.28	24.18	24.65
机构汇总	164	1058516.33	413.88	28.57	29.13

注：数据来自上市公司报表、基金季报、半年报和基金年报；在上市公司报表、基金季报、半年报和年报公布期间，数据会持续更新。基金在一、三季度不披露全部持仓，因此中报/年报统计更为准确。

如果您有任何建议或意见，欢迎与我们交流

*免责声明：本报告对个股的研究分析部分内容由AI生成，均基于历史公开信息，可能受公司经营变动、行业政策调整等因素产生一定的分析偏差。个股未来表现受宏观经济、市场情绪、公司基本面等多重因素影响存在波动风险。本报告保持中立客观角度，不涉及证券投资咨询业务，不涉及对个股的推荐，不涉及对任何投资者的具体投资建议。