

2026 年 07 月 12 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

全球 LCD 面板三强，前瞻布局半导体业务开启新增长曲线

—惠科股份（001399.SZ）公司动态研究报告 买入（首次） 投资要点

分析师：庄宇 S1050525120003

✉ zhuangyu@cfsc.com.cn

分析师：何鹏程 S1050525070002

✉ hepc@cfsc.com.cn

联系人：石俊烨 S1050125060011

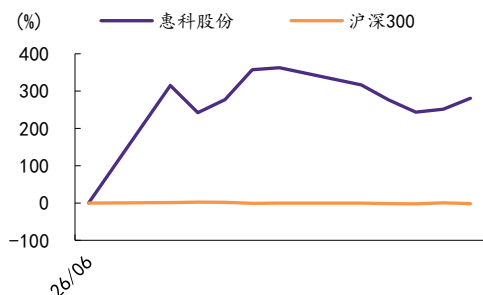
✉ shijy@cfsc.com.cn

基本数据

2026-07-10

当前股价（元）	37.03
总市值（亿元）	2702
总股本（百万股）	7298
流通股本（百万股）	431
52 周价格范围（元）	34.66-46.82
日均成交额（百万元）	6196.97

市场表现



相关研究

■ 全球半导体显示龙头，垂直一体化构筑核心护城河

公司是全球领先的大尺寸液晶面板厂商之一，国内显示产业链垂直整合度最高的企业之一。公司拥有 4 条 G8.6 高世代液晶面板生产线，年产能超 700 万大板。群智咨询数据显示，2024 年度公司 TV 面板出货面积位居全球第三、显示器面板全球第四、智能手机面板全球第三。公司已形成“半导体显示面板+智能显示终端”的垂直一体化业务格局，客户覆盖三星、LG、小米、海信、TCL、联想、惠普、戴尔等全球知名品牌，2025 年实现营业收入 408.97 亿元，归母净利润 38.01 亿元，盈利规模行业领先。

■ 超大尺寸绝对优势，G8.6 产线切割效率铸就成本护城河

公司在 85 英寸及以上超大尺寸 TV 面板领域占据绝对领先地位，2024 年出货面积排名全球第一。公司拥有四条技术特点各有侧重的 G8.6 高世代产线，2024 年公司 85 英寸 LCD 电视面板出货面积排名全球第一。相比 G8.5 产线，公司 G8.6 产线的玻璃基板面积增加 6.36%，并通过 MMG 套切技术实现多种尺寸段的经济裁切，显著提升玻璃基板的利用率。受益于全球电视大尺寸化趋势及“以旧换新”政策拉动，公司超大尺寸产品 ASP 持续提升，TV 面板业务盈利能力有望持续增强。与此同时，全球面板产能趋于集中，主要厂商“按需排产”成为新常态，行业周期性波动逐步减弱，公司作为 TV 面板三强之一，主业盈利稳定性有望持续改善。

■ 公司前瞻布局半导体赛道，存储+玻璃基板有望打造新增长曲线

存储方面，公司以惠科存储为战略运营平台，深度复用面板业务积累的客户资源与供应链能力，三星、LG、联想、惠普等核心面板客户与存储采购方高度重叠，公司有望快速切入存储供应链并降低运营成本。当前 AI 算力爆发驱动存储需求高增，外资在华先进产能扩张受限，国产替代窗口期打开，为公司存储业务提供历史性机遇。值得关注的是，公司 2026 年 6 月成立全资子公司成都惠芯半导体，有望将面板领域的大面积光刻、超薄玻璃处理等核心工艺复用至玻璃基板的研

发当中。TGV 玻璃转接板成本仅为硅基转接板的约 1/8，且在高频电学特性上显著优于硅材料，是 AI 芯片 2.5D/3D 先进封装的核心基板材料。惠科依托 G8.6 高世代线经验，具备向大尺寸面板级 TGV 基板升级的独特优势，在先进封装基板升级的浪潮中占据产能先机。我们看好公司能够受益于存储芯片供不应求的态势以及将面板工艺延伸到玻璃基板的前景。

盈利预测

预测公司 2026-2028 年收入分别为 530.44、712.48、923.45 亿元，EPS 分别为 0.63、1.31、2.63 元，当前股价对应 PE 分别为 58.5、28.3、14.1 倍，考虑到公司面板主业稳健，积极拓展半导体业务，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

风险提示

面板周期性波动风险；新型显示技术迭代风险；TGV 玻璃基封装与存储业务产业化进度不及预期风险。

预测指标	2025A	2026E	2027E	2028E
主营收入（百万元）	40,897	53,044	71,248	92,345
增长率（%）	1.5%	29.7%	34.3%	29.6%
归母净利润（百万元）	3,801	4,622	9,537	19,193
增长率（%）	14.5%	21.6%	106.3%	101.3%
摊薄每股收益（元）	0.58	0.63	1.31	2.63
ROE（%）	10.1%	9.5%	16.8%	26.0%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

正文目录

1、 公司简介与业务概览 4

1.1、 发展历程：从 IT 设备起步到全球显示面板领军者 4

1.2、 公司股权结构：控股集中治理稳定，国资赋能垂直整合 5

1.3、 公司营收稳健增长，产品结构持续优化 7

1.4、 公司以面板业务为底座，存储与先进封装为增长曲线 8

2、 全球 TV 面板三强，超大尺寸龙头地位稳固 10

2.1、 全球面板产能趋于集中，惠科股份全球地位领先 10

2.2、 AI 算力催动存储需求旺盛，公司前瞻布局存储赛道 11

2.3、 半导体：TGV 玻璃基封装产业化趋势向好 13

3、 盈利预测 15

4、 风险提示 15

图表目录

图表 1：公司发展历程 4

图表 2：公司发展历程 6

图表 3：2020-2025 年公司营业总收入及增速 7

图表 4：2020-2025 年公司归母净利润及增速 7

图表 5：公司产品矩阵 8

图表 6：半导体显示面板于智能显示终端示意图 10

图表 7：惠科存储产品矩阵 12

图表 8：TGV 与 TSV 对比图表 13

图表 9：全球显示玻璃基板竞争格局（按产能） 14

1、公司简介与业务概览

1.1、发展历程：从 IT 设备起步到全球显示面板领军者

惠科股份自 2001 年成立以来，始终深耕显示产业，从早期进入 IT 设备领域并与三星等国际品牌建立合作，到 2008 年在行业逆势中实现增长、跻身深圳市百强企业，逐步奠定了在显示终端领域的根基。

2011 年至 2016 年间，公司加速区域产能布局，先后建设重庆、合肥、宜昌等整机生产基地，推动自有品牌 HKC 显示器销量跃居全国前三，并在此期间完成关键战略转型，正式进军半导体显示面板领域。

2017 年至 2021 年，惠科迎来高世代产线的快速扩张期，四年间密集投产四条 G8.6 高世代产线，2017 年重庆惠科 G8.6 代线（惠科首条高世代产线，也是中国大陆首座 G8.6 高世代生产线）、2019 年滁州惠科 G8.6 代线（滁州市单体投资规模最大的项目）、2020 年绵阳惠科 G8.6 代线（西部大开发重大战略性项目）以及 2021 年长沙惠科 G8.6 代线（湖南省“五个 100”工程重大产业项目），一跃成为全球领先的大尺寸液晶面板厂商之一。

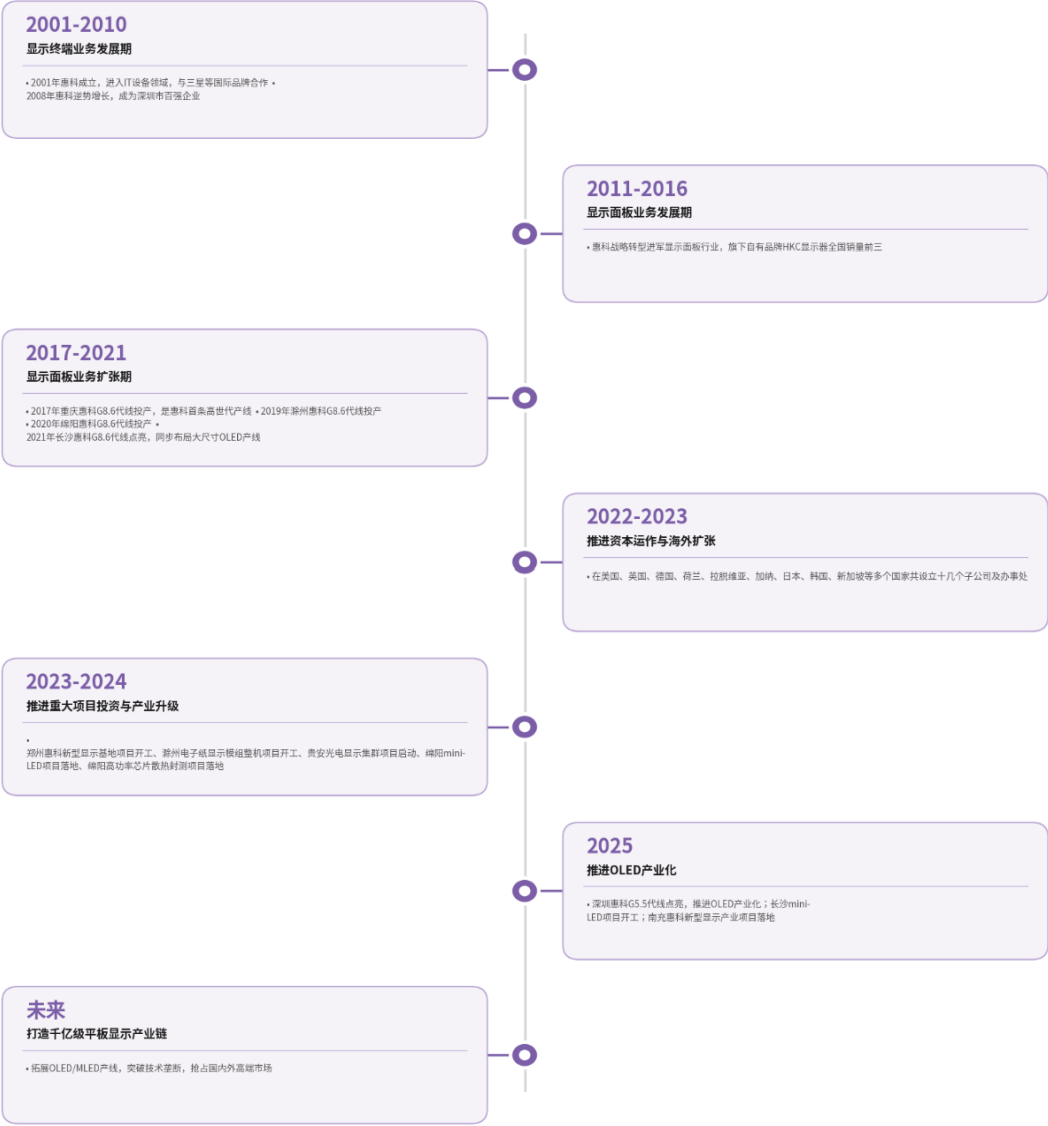
2022 年，公司引进战略投资者、稳步推进上市筹备，同时积极布局全球市场，在美国、英国、荷兰、新加坡、韩国等多国设立子公司及办事处，并加速释放多地产能，广西惠科智能显示项目与东莞惠智项目相继投产。

2023 年至 2024 年，惠科持续推进重大项目投资与产业升级，郑州惠科新型显示基地、滁州电子纸显示模组整机项目、贵安光电显示集群项目相继启动，绵阳 mini-LED 项目及高功率芯片散热封测项目也陆续落地。

2025 年，深圳惠科 G5.5 代线点亮，标志着公司 OLED 产业化取得关键突破，同时长沙 mini-LED 项目开工、南充惠科新型显示产业项目落地，进一步夯实了新型显示技术布局。

展望未来，惠科将持续拓展 OLED/MLED 产线，突破技术垄断，抢占国内外高端市场，全力打造千亿级平板显示产业链，致力于巩固中国显示产业的全球领先地位。

图表 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，华鑫证券研究

1.2、公司股权结构：控股集中治理稳定，国资赋能垂直整合

截至目前，公司总股本为 72.98 亿股，前十大股东合计持股 92.48%，股权集中度较高。

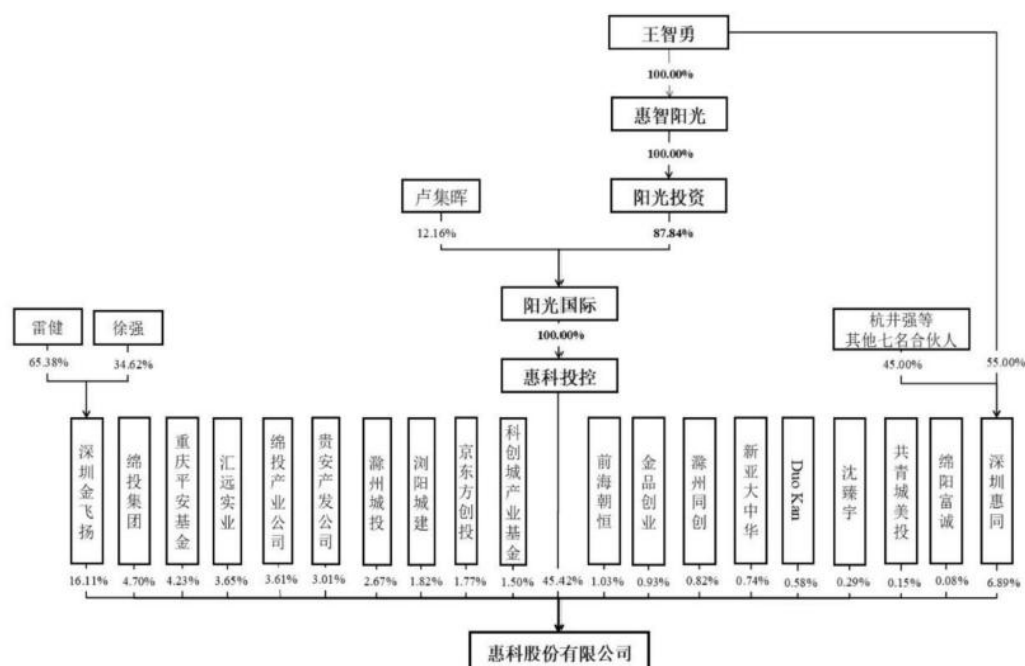
控股股东与实际控制人

王智勇通过惠科投控及深圳惠同合计控制公司 47.08% 股份的表决权，并通过担任惠科投控的执行董事、深圳惠同的普通合伙人及执行事务合伙人，能够实际控制惠科投控和深圳惠同的重大事项决策。王智勇先生担任公司董事长、总经理，对公司的经营方针、重大决策和董事及高级管理人员的提名、任免等拥有决定性影响。因此，王智勇为公司的实际控制人。

公司实际控制人及控股股东的持股比例较高，股权结构相对稳定，有利于公司长期战略的连贯执行，避免因股权分散导致的治理效率损耗。同时，王智勇先生及其一致行动人通过员工持股平台对核心管理团队及技术人员进行激励，形成了利益共同体，有效绑定关键人才。

此外，公司发行前主要股东包括绵投集团、汇远实业、绵投产业公司、贵安产发公司、滁州城投、浏阳城建、京东方创投、科创城产业基金等，发行前国资背景股东合计持股比例超过 20%。

图表 2：公司发展历程



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研究

公司围绕半导体显示面板主业，构建了覆盖研发、生产、销售、终端及海外布局的完整产业链体系。目前，公司拥有 1 家境内分支机构、42 家境内子公司、18 家境外子公司、4 家境内参股公司、5 家境外参股公司及 3 家民办非企业单位。其中，公司共有 8 家国有股东，具体包括：绵投集团、汇远实业、绵投产业公司、贵安产发公司、滁州城投、浏阳城建、滁州同创及绵阳富诚。

从功能布局看，公司子公司体系可分为以下几大核心板块：

半导体显示面板生产基地，以四条 G8.6 高世代线为核心资产。其中，重庆金渝、滁州惠科、绵阳惠科和长沙惠科构成公司面板业务的核心产能。

智能显示终端及配套生产基地，实现从面板到终端的产业链延伸，主要包括合肥金扬、重庆金扬、广西智显等。

集中采购与销售平台，包括深圳惠科光电科技有限公司和 HKC Overseas Limited。

此外，公司前瞻性地布局了**半导体业务**，主要包括：

1) 惠科存储：惠科投控持股 55.25%，王智勇先生担任董事长。惠科存储的定位是承接

存储业务的战略运营平台，与面板主业在客户资源、供应链管理等方面形成协同。

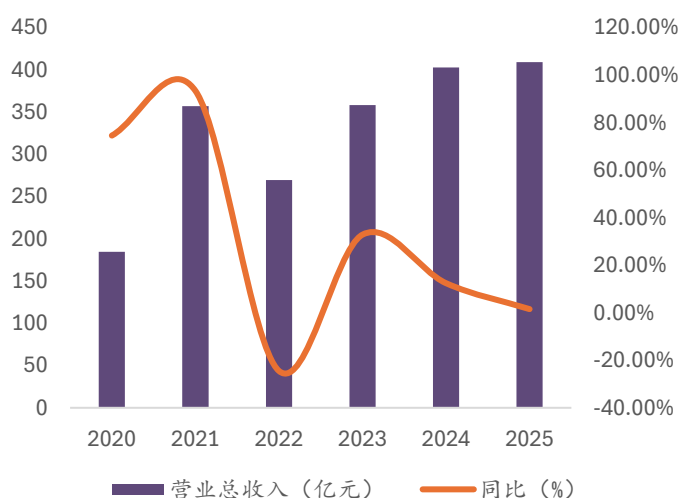
2) 成都惠芯半导体有限公司于 2026 年 6 月 10 日成立，注册资本 1 亿元，由惠科股份全资持股，法定代表人为卢集晖。公司经营范围涵盖光电子器件制造、光电子器件销售以及电子专用材料制造等。

1.3、公司营收稳健增长，产品结构持续优化

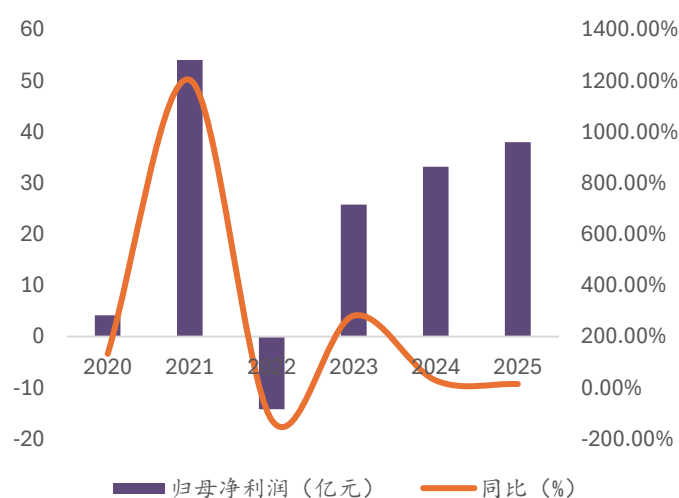
2025 年，公司实现主营业务收入 408.97 亿元，同比增长 1.53%；实现归母净利润 38.01 亿元，同比增长 14.49%。从业务板块来看，公司已形成“半导体显示面板+智能显示终端”的垂直一体化业务格局。

2025 年，半导体显示面板业务收入 296.37 亿元，占主营业务收入比重由 2023 年的 70.21% 提升至 72.47%，连续三年占比提升。其中，TV 面板收入 193.59 亿元，同比下降 5.57%；IT 面板收入 102.79 亿元，同比增长 21.04%。2025 年，智能显示终端业务收入 100.42 亿元，同比下降 2.30%；TV 终端收入 45.61 亿元，同比下降 13.01%；IT 及智慧物联终端业务收入 54.81 亿元，同比增长 8.86%。

图表 3：2020-2025 年公司营业总收入及增速



图表 4：2020-2025 年公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，华鑫证券研究

资料来源：Wind，华鑫证券研究

1.4、公司以面板业务为底座，存储与先进封装为增长曲线

惠科股份以 G8.6 高世代 LCD 面板为基本盘，以 TV/IT/手机/车载的全尺寸覆盖为产品宽度，以 Mini-LED、OLED、Oxide 为技术高度，并以半导体为延伸方向。

公司是全球领先的半导体显示方案综合服务商，主营业务为半导体显示面板及智能显示终端的研发、生产和销售，具备从面板到终端的垂直一体化产业链能力。

行业地位方面，公司深耕显示领域二十余年，为全球领先的大尺寸液晶面板厂商之一。根据群智咨询数据，2024 年公司电视面板、显示器面板、智能手机面板出货面积分别位列全球第三、第四、第三名；85 英寸及以上 LCD 电视面板出货面积全球第一。

产能布局方面，拥有重庆金渝、滁州惠科、绵阳惠科、长沙惠科四条技术特点各有侧重的 G8.6 高世代线，已实现电视、显示器、手机、笔记本、平板等多尺寸面板的大规模量产。

技术路线方面，以 a-Si TFT-LCD 为主流，在国内率先完成 G8.6 高世代线 Oxide 背板技术突破并实现量产；依托 Oxide 背板推进 OLED 技术研发，已实现自主研发 OLED 手机面板小批量出货；Mini LED 显示终端已量产，并前瞻性预研 Micro LED 技术。

客户资源方面，公司与三星、LG、小米、海信、TCL、海尔、联想、惠普、戴尔、宏碁、VESTEL、创维、长虹、冠捷、微星等全球知名品牌建立了深度合作关系。

图表 5：公司产品矩阵

产品类别	产品示意图	产品介绍
半导体显示面板产品		
TV面板		公司TV面板采用FSA和HIS技术，具有高透过率、高分辨率、高对比度、高色彩饱和度和低反射率等特点。公司TV面板利用先进工艺制程，外加MMG套切技术，以提高玻璃基板利用率。公司TV面板覆盖23.6-116英寸等主流尺寸，分辨率覆盖HD、FHD、UHD、4K、5K、6K、8K等。 公司TV面板主要客户包括三星、海信、LG、TCL、创维、小米、VESTEL、索尼、康佳、长虹等。
IT面板		公司显示器面板采用FSA和HIS技术，可用于高分辨率、高刷新率、超宽屏、曲面屏等应用场景，具有色彩艳丽、可视角宽广等特点。显示器面板涵盖19.5-36.5英寸等主流尺寸，产品刷新率最高已达750Hz，分辨率覆盖FHD、QHD、WQHD和UHD等。除显示器面板外，公司已实现手机、笔记本电脑、平板电脑、车载显示屏、工控显示屏、医疗显示屏、电子纸等多种IT面板产品的量产销售。同时，公司已实现Oxide LCD显示器面板、笔记本电脑面板的量产销售，产品具有超宽频、超高刷新率、超高分辨率、超低功耗、高透过率、高色域等特点。 公司IT面板主要客户包括惠普、联想、戴尔、冠捷、小米、宏碁、三星、华硕等。
智能显示终端产品		
TV终端		公司TV终端产品已建立了全尺寸覆盖的产品体系，可提供无边框、曲面、量子点、超高清以及Linux系统到安卓系统等不同方案的标准产品，同时可根据客户需求进行定制化产品的设计与开发。2024年，公司海外自有品牌Hikers TV终端产品已实现量产销售。公司TV终端主要客户包括小米、海信、TCL、海尔、创维、VIZIO、INSIGNIA、Bestbuy等。
IT及智慧物联终端		在IT终端产品方面，公司拥有显示器品牌包括HKC、ANTGAMER（蚂蚁电竞）、KOORUI（科睿），应用领域涵盖电竞、家用、办公、商用等，通过线上线下渠道相结合的方式布局境内外市场。此外，公司为知名品牌商生产显示器、电子纸、广告机、智能会议机、一体机等IT终端产品，主要客户包括三星、微星科技、宏碁、紫光、清华同方、浪潮、海信、TCL等。
		在智慧物联显示终端产品方面，公司为智慧教育、智慧办公、智慧交通、智慧安防和智慧医疗等各应用场景提供智慧物联显示终端产品，目前已成功导入至海康威视、大华股份、阿里云计算、科大讯飞等合格供应商名录。公司安防显示器、智慧健身镜、智能教育屏等产品已实现量产销售。 公司拥有智慧商显终端自有品牌SAMBADA，产品包括电子会议桌牌、智能办公本等。此外，公司已量产基于COB集成封装技术的Mini LED超高清显示产品。

资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研究

2、全球 TV 面板三强，超大尺寸龙头地位稳固

2.1、全球面板产能趋于集中，惠科股份全球地位领先

半导体显示面板行业是电子信息产业的核心基础产业之一，经过多年的发展已进入成熟阶段，市场规模庞大。全球半导体显示面板行业呈现高技术壁垒、高集中度的市场竞争格局，行业受市场需求关系影响较大，景气度与宏观经济周期存在一定的关联性，表现出一定的周期性波动特征。据群智咨询数据，2022 年全球半导体显示面板产业产值回落至 1003 亿美元，2023 年产值进一步降至 959 亿美元，2024 年产值回升至 1092 亿美元，同比增长 13.85%。

近年来，随着市场集中度不断提升、主要厂商动态规划“按需排产”成为新常态，显示面板行业周期性波动逐步减弱，行业竞争格局趋于有序。技术层面，LCD 技术仍占据主导地位，同时 Oxide、OLED、Mini LED 等新型显示技术正加速渗透。下游应用方面，全球电视和显示器大尺寸化趋势明显，叠加 5G 及人工智能等应用持续丰富，有效拉动了多领域智能终端需求。中国厂商凭借持续的政策引导、技术创新和产业链协同等优势，已成为全球半导体显示行业的主导力量。

惠科股份是一家专注于半导体显示领域的中国领先、世界知名的科技公司，主营业务为半导体显示面板等核心显示器件以及智能显示终端的研发、制造和销售。公司深耕显示领域二十余年，已成为全球领先的三家大尺寸液晶面板厂商之一、国内显示产业链垂直整合度最高的企业之一。

公司依托四条技术特点各有侧重的 G8.6 高世代线，持续丰富显示面板产品类型，半导体显示面板年产能超过 700 万大板，已实现电视、显示器、手机、笔记本电脑、平板电脑等多种显示面板的大规模量产，并不断拓展商业显示、车载显示、工控显示等新应用领域。

在技术路线方面，公司始终坚持多技术路线并存的发展思路，在布局主流 a-Si TFT-LCD 显示技术的同时，在国内率先完成 G8.6 高世代线 Oxide 背板技术的突破，已实现 Oxide LCD 显示器面板、笔记本电脑面板的量产销售。依托 Oxide 背板技术，公司有序推进 OLED 技术的研发创新及显示面板产品的量产销售，已实现自主研发 OLED 手机显示面板的小批量出货。同时，不断深化 Mini LED 技术的研发和产业化进程，已实现 Mini LED 显示终端产品的量产销售，并前瞻性预研 Micro LED 技术。

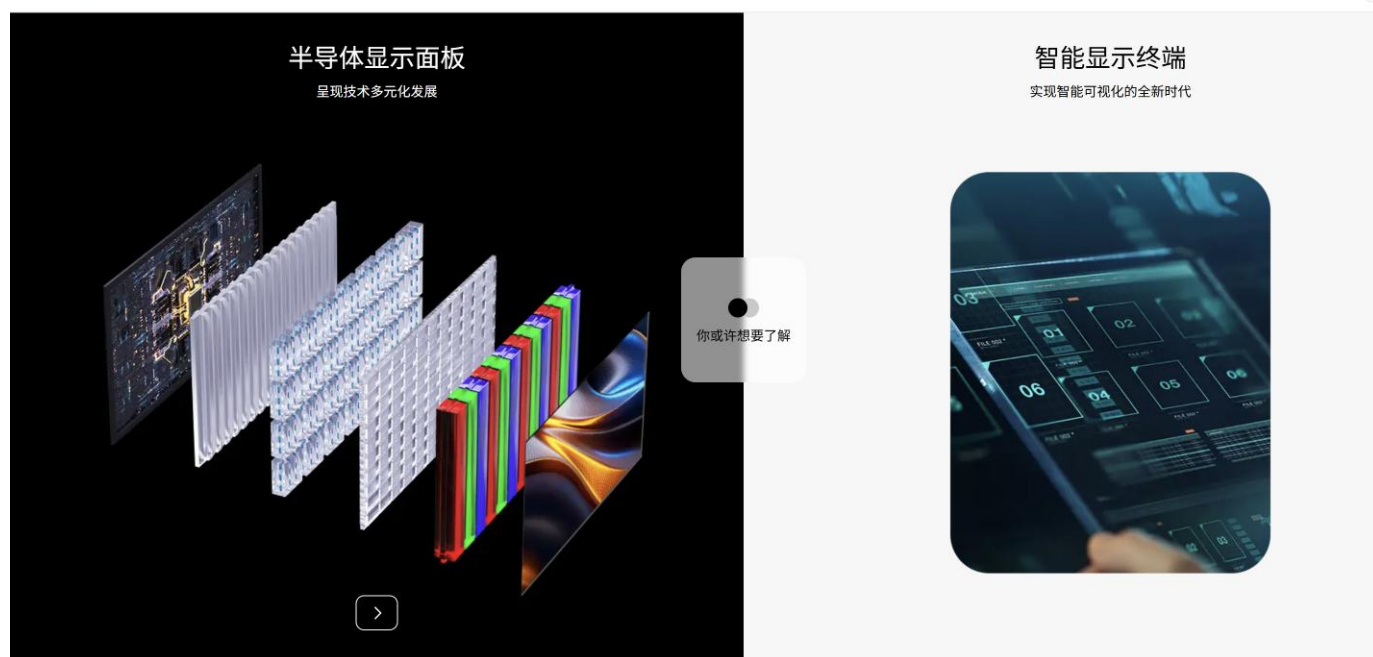
在客户资源方面，公司已与众多全球知名品牌客户建立了深度的合作关系，包括三星、LG、小米、海信、TCL、海尔、联想、惠普、戴尔、宏碁、VESTEL、创维、长虹、冠捷、微星科技等极具影响力的全球知名品牌，形成了多层级、跨领域的客户资源网络。

图表 6：半导体显示面板于智能显示终端示意图

HKC 惠科股份

首页 产品与服务 研发创新 新闻活动 关于我们 加入我们 服务支持

Q



资料来源：公司官网，华鑫证券研究

2.2、AI 算力催动存储需求旺盛，公司前瞻布局存储赛道

自 ChatGPT 引爆生成式 AI 以来，半导体存储器市场正经历一场史无前例的增长。从 2016 年的月出货约 56 亿美元到 2026 年的 633 亿美元，存储器市场规模在十年间膨胀了 11 倍，当前同比增速高达 285%，远超 2017 年存储泡沫顶峰时 60% 的年增速。市场规模高增并非源于出货量增长，而是价格的大幅攀升。2025 年初，DRAM 现货价格仅为 4.70 美元。近期，价格增长至 46.00 美元，涨幅约为 10 倍。与此同时，NAND 晶圆价格也从 2.40 美元跃升至 25.00 美元，同样涨幅约为 10 倍。

下游 CSP 需求旺盛，存储产能供不应求。亚马逊、谷歌、微软、Meta 四大云厂商 2026 年资本支出预计高达 7550 亿美元，AI 数据中心占据着 GPU、HBM 及大容量 SSD 的产能；存储厂商为获取更高的利润，将生产线优先投向 AI 领域，导致 PC、手机等消费级存储陷入供给不足的困境，供需失衡直接将价格推向高位。

另一方面，我们可以看到随着地缘政策日渐收紧，外资在华产能扩张也有被冻结的情况。2025 年 8 月，美国政府宣布撤销三星电子、SK 海力士在中国业务的验证最终用户（VEU）授权，政策于 2025 年 12 月底正式生效。2026 年，美国国会在立法层面进一步收紧。3 月通过的《芯片安全法案》要求先进芯片植入“后门”以便美国政府随时核查，并将出口芯片待遇提升至“军火级别”。4 月提出的《MATCH 法案》则直接点名长江存储、长鑫存储、华为、中芯国际等“国家冠军企业”，要求实施全面出口封锁，管制范围从新设备销售延伸至旧设备售后维护；禁止 ASML 为中国已有设备提供零配件；针对深紫外光刻机（DUV）和低温刻蚀设备，成熟制程的部分也不能出口；并且要求荷兰、日本盟友在 150 天内与美国对齐出口限

制的标准。

深圳惠科存储科技有限公司是惠科集团在存储领域的核心运营主体，由惠科投控持股 55.25%，实际控制人为王智勇。惠科存储在境外设有全资子公司 HK OVERSEAS LIMITED，负责海外业务拓展与全球供应链布局。惠科对于存储业务并非短期试水，而是将其作为集团战略级业务进行独立运营与长期投入。

惠科存储的设立与面板主业存在良好的协同基础：

第一，客户资源复用。惠科的面板客户包括三星、LG、小米、海信、TCL、联想、惠普、戴尔等全球消费电子与 IT 品牌，这些客户同时是存储芯片的核心采购方。惠科存储可以借助集团已有的客户渠道，快速切入存储产品的供应链体系。

第二，供应链管理协同。半导体存储制造与面板制造在设备采购、原材料供应、洁净室运营等方面存在大量共通需求。惠科已有的供应链谈判能力和采购规模优势，可有效降低存储业务的运营成本。

第三，品牌与渠道背书。惠科作为国内显示面板出货量前三的企业，品牌认知度和产业影响力为存储业务提供了天然的信用背书，有助于在与终端客户的合作中建立信任。

图表 7：惠科存储产品矩阵



资料来源：深圳惠科存储官网，华鑫证券研究

2.3、 半导体：TGV 玻璃基封装产业化趋势向好

在后摩尔时代，先进封装已取代制程微缩成为 AI 算力芯片性能迭代的第一驱动力。传统有机封装基板在高温翘曲、高频信号损耗、互连密度等方面已触及物理极限，而玻璃基板凭借超低热膨胀系数、超高平整度、低介电常数与高频低损耗等核心优势，正成为封装材料的底层革命性替代方案。

2026 年被行业普遍确立为玻璃基板商业化元年，英特尔在 2026 年 CES 正式发布业界首款玻璃基板大规模量产 Xeon 6+服务器处理器；台积电于 2026 年 6 月宣布建成 CoPoS 玻璃基板试产线，规划 2026 年下半年启动小批量试产、2028-2029 年实现大规模量产；英伟达下一代 Feynman 架构 AI GPU 有望全面采用玻璃中介层基板；三星电机预计 2027 年推进玻璃基板量产。

从市场规模来看，TGV 玻璃基封装正迎来加速增长的阶段。根据 Global Market Insights，预计玻璃封装基板将从 2026 年的 22 亿美元增长至 2031 年的 32 亿美元，并在 2035 年达到 47 亿美元，预测期内年复合增长率为 8.9%。

从技术底层来看，TGV 相较于传统 TSV 的核心优势集中体现在电学性能、工艺成本与机械特性三个维度。首先，玻璃作为天然绝缘体，其介电常数仅为硅的 1/3 左右，损耗因子更是低 2-3 个数量级，能够大幅减小衬底损耗与寄生效应，有效保障高频及高速信号的传输完整性，这使其成为 5G/6G 射频及 AI 算力芯片 3D 封装的理想载体。其次，受益于康宁、旭硝子等厂商已可稳定提供超大尺寸（>2m×2m）和超薄（<50 μm）面板玻璃，且 TGV 工艺无需在衬底表面及通孔内壁沉积绝缘层，超薄转接板亦无需额外减薄，这使得玻璃转接板的制作成本大约仅为硅基转接板的 1/8。最后，玻璃基板具备优异的机械稳定性，即便厚度小于 100 μm 时翘曲依然可控，远优于硅基板在超薄状态下的形变表现。上述特性叠加，令 TGV 不仅在射频芯片、高端 MEMS、CPO 光电共封装等领域展现出独特优势，更为芯片间最短距离、最小间距的互联提供了一条兼具高性能与低成本的技术路径。

图表 8：TGV 与 TSV 对比图表

对比项	TSV 硅通孔	TGV 玻璃通孔
基底材料	硅	玻璃
基底导电性	半导体（需绝缘层）	绝佳绝缘体（可省绝缘层）
技术成熟度	成熟，已大规模商用	新兴技术，正在快速发展
主要应用	HBM 高带宽内存 3D IC CIS 图像传感器 MEMS 器件	射频模块（5G/6G 手机中的天线开关、滤波器、功率放大器模块） 雷达、卫星通信等领域的微波与毫米波集成电路 高性能计算的光电共封装
产业化进度	成熟	产业化初期

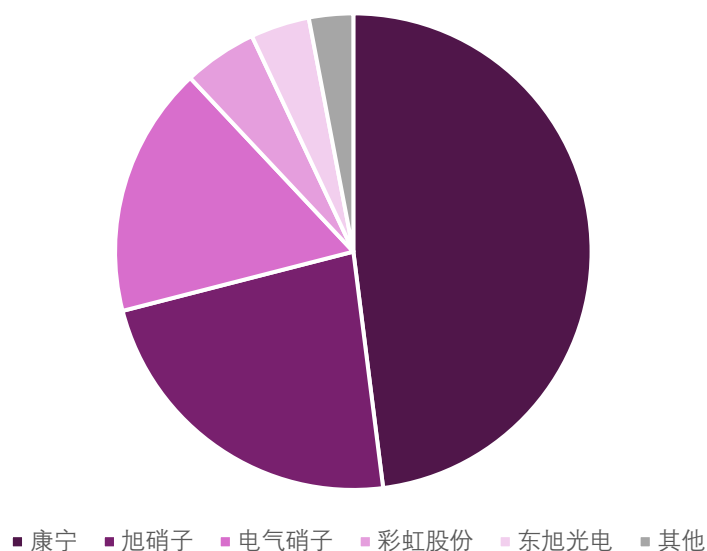
资料来源：西斯特科技官网，华鑫证券研究

玻璃基板根据应用领域可划分为传统显示玻璃基板、半导体封装玻璃基板两大核心赛道。传统显示玻璃基板作为价值千亿的成熟市场，产业重心已完成向中国大陆的转移，但核心技术与高端市场仍由美日巨头把控。数据显示，截至 2025 年，中国大陆已占据全球显示玻璃市场 75%的份额，全球现有的全部 4 座最高世代 G10.5 玻璃基板工厂均位于中国大陆，合计贡献全球 25%的产能，主要服务于 65 英寸、75 英寸及以上超大尺寸 LCD 电视面板生产。从竞争格局看，康宁（Corning）以 48%的产能份额居首，旭硝子（AGC，23%）、电气硝子（NEG，17%）紧随其后，国内彩虹股份（5%）、东旭光电（4%）等仍处于追赶阶段。

半导体封装玻璃基板则是由 AI 算力驱动的百亿美元级市场，正处于产业化爆发前夜。与传统显示赛道不同，封装玻璃基板领域全球企业基本处于同步起跑状态，英特尔、三星、台积电等率先领跑产业化进程。在国内，沃格光电凭借 TGV（玻璃通孔）全制程技术已具备国际竞争力，京东方则依托面板产业规模优势加速追赶。未来五年，随着 AI 芯片封装需求持续爆发，具备 TGV 核心技术、面板级制程经验及客户验证能力的企业，有望在百亿美元级封装玻璃基板市场中占据核心位置。

以京东方为代表的国内面板龙头正从显示领域向半导体封装跨界延伸，我们看好国内头部面板厂商跨界的发展潜力。2025 年，京东方 A 实现营收 2,045.90 亿元，同比增长 3.13%，归母净利润 58.57 亿元，同比增长 10.03%，继 2021 年度重回 2,000 亿级营收规模。目前，其玻璃基先进封装项目已进入工艺调试冲刺阶段，标志着国内面板企业在“显示+封装”双轮驱动战略上取得实质性突破。

图表 9：全球显示玻璃基板竞争格局（按产能）



资料来源：中研网，华鑫证券研究

3、盈利预测

预测公司 2026-2028 年收入分别为 530.44、712.48、923.45 亿元，EPS 分别为 0.63、1.31、2.63 元，当前股价对应 PE 分别为 58.5、28.3、14.1 倍，考虑到公司面板主业稳定，积极拓展半导体业务，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

4、风险提示

1) 行业周期性波动风险：

显示面板行业具有显著的周期性特征，宏观经济波动、下游终端消费需求变化以及行业产能扩张节奏均可能导致供需关系失衡，进而引发面板价格大幅波动。若未来全球经济复苏不及预期，或电视、IT 等终端市场需求持续疲软，行业可能面临阶段性产能过剩，面板价格下行将对公司营业收入与盈利能力产生不利影响。在同业竞争加剧或下游市场需求收缩时，将会对公司的生产经营产生负面影响。

2) 新型显示技术迭代风险：

显示行业技术迭代迅速，OLED、Mini LED、Micro LED 等新型显示技术持续演进，若公司未能及时跟进技术发展趋势、持续投入研发资源，或新技术产业化进度不及预期，可能导致公司现有 LCD 产线面临技术路线被替代的风险。此外，高世代产线固定资产投资规模大、折旧年限长，若行业技术路线发生根本性转变，公司固定资产可能面临减值风险，进而对长期盈利能力产生不利影响。

3) 存储与玻璃基板业务产业化进度不及预期风险：

公司正积极从显示面板领域向半导体等新业务领域拓展。存储芯片行业具有技术门槛高、资本开支大、市场集中度高特点，且面临全球地缘政治博弈与出口管制的不确定性；玻璃基板封装业务尚处于产业化初期，技术路线、客户验证及产能爬坡均存在不确定性。若存储业务的市场拓展、技术研发或客户导入进度不及预期，或玻璃基板封装业务的工艺调试、良率提升、规模化量产进度滞后，将可能导致公司前期投入无法及时产生经济效益，对新业务板块及整体经营业绩产生不利影响。

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产：				
现金及现金等价物	29,831	34,727	40,093	52,318
应收款	6,363	6,104	6,442	6,831
存货	6,827	7,113	7,661	10,971
其他流动资产	4,444	9,780	11,486	13,769
流动资产合计	47,466	57,723	65,681	83,890
非流动资产：				
金融类资产	656	656	656	656
固定资产	48,161	49,641	52,436	51,882
在建工程	1,229	1,829	729	1,229
无形资产	1,464	1,491	1,518	1,543
长期股权投资	12	12	12	12
其他非流动资产	2,630	2,630	2,630	2,630
非流动资产合计	53,496	55,603	57,325	57,296
资产总计	100,962	113,326	123,006	141,186
流动负债：				
短期借款	19,059	19,059	19,059	19,059
应付账款、票据	9,067	10,076	11,491	12,590
其他流动负债	10,817	10,817	10,817	10,817
流动负债合计	39,250	40,388	41,953	43,225
非流动负债：				
长期借款	12,606	12,606	12,606	12,606
其他非流动负债	11,572	11,572	11,572	11,572
非流动负债合计	24,178	24,178	24,178	24,178
负债合计	63,428	64,566	66,130	67,403
所有者权益				
股本	6,568	7,298	7,298	7,298
股东权益	37,534	48,760	56,875	73,783
负债和所有者权益	100,962	113,326	123,006	141,186

现金流量表	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	3909	4765	9832	19787
少数股东权益	108	143	295	594
折旧摊销	6479	6093	6280	6630
公允价值变动	-9	-1	-1	-1
营运资金变动	-1114	-4224	-1028	-4711
经营活动现金净流量	9372	6777	15378	22299
投资活动现金净流量	-5512	-2080	-1695	55
筹资活动现金净流量	1036	6461	-1717	-2879
现金流量净额	4,896	11,158	11,966	19,474

资料来源：Wind、华鑫证券研究

利润表	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	40,897	53,044	71,248	92,345
营业成本	33,039	42,843	55,424	65,002
营业税金及附加	309	424	499	646
销售费用	745	849	926	1,016
管理费用	1,024	1,326	1,425	1,570
财务费用	70	217	153	6
研发费用	1,464	2,228	2,494	3,047
费用合计	3,304	4,620	4,998	5,639
资产减值损失	-262	-246	-252	-253
公允价值变动	-9	-1	-1	-1
投资收益	167	40	40	40
营业利润	4,631	5,149	10,615	21,353
加：营业外收入	21	20	20	20
减：营业外支出	54			
利润总额	4,598	5,141	10,606	21,345
所得税费用	689	375	774	1,558
净利润	3,909	4,765	9,832	19,787
少数股东损益	108	143	295	594
归母净利润	3,801	4,622	9,537	19,193

主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性				
营业收入增长率	1.5%	29.7%	34.3%	29.6%
归母净利润增长率	14.5%	21.6%	106.3%	101.3%
盈利能力				
毛利率	19.2%	19.2%	22.2%	29.6%
四项费用/营收	8.1%	8.7%	7.0%	6.1%
净利率	9.6%	9.0%	13.8%	21.4%
ROE	10.1%	9.5%	16.8%	26.0%
偿债能力				
资产负债率	62.8%	57.0%	53.8%	47.7%
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.5	0.6	0.7
应收账款周转率	6.4	8.7	11.1	13.5
存货周转率	4.8	6.1	7.3	6.0
每股数据(元/股)				
EPS	0.58	0.63	1.31	2.63
P/E	64.0	58.5	28.3	14.1
P/S	5.9	5.1	3.8	2.9
P/B	9.7	7.5	6.1	4.5

■ 电子通信组介绍

何鹏程：悉尼大学金融硕士，中南大学软件工程学士，曾任职德邦证券研究所，2023 年加入华鑫证券研究所。专注于半导体、PCB 行业。

张璐：早稻田大学国际政治经济学学士，香港大学经济学硕士，2023 年加入华鑫证券研究所，专注于光通信、存储等领域研究。

石俊烨：香港大学金融硕士，新南威尔士大学精算学与统计学双学位，研究方向为 PCB 方向。

■ 证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。