

彩虹股份（600707）

顺周期盈利能力凸显，玻璃基板业务构筑第二成长曲线

公司概况：液晶面板及液晶基板协同发展，上行周期公司业绩弹性彰显

彩虹股份成立于 1992 年，主营业务是液晶玻璃基板和液晶面板。公司原为中电集团下属子公司，2017 年，彩虹股份定增引入咸阳金控为首的地方国资，由央企变为地方国企。公司曾是亚洲最大 CRT 显像管生产企业。随着液晶面板取代 CRT，2008 年后公司转型生产液晶玻璃基板，从低世代向高世代做液晶玻璃基板的国产替代攻关。2015 年公司建设 8.6 代 LCD 面板产线，并多次做扩产升级，顺周期时表现出强于行业的盈利能力。2021 年公司通过设立子公司虹阳显示，建设国内唯一的 8.5+高世代玻璃基板产线。截至 2024 前三季度，彩虹股份实现营收 90 亿元，同比增长 4.61%，归母净利润 12.29 亿元，同比增长 301.85%。当前液晶面板贡献主要利润，其毛利率达 24.27%，玻璃基板为 20.44%。面板行业上行周期，公司业绩得到释放，盈利能力行业领先。玻璃业务作为第二增长曲线，具有较高成长性。自 2022-2024 年前三季度，彩虹股份 ROE 从-12.70%恢复到 5.88%，公司抓住面板行业顺周期及玻璃基板业务国产替代机遇，实现营收和利润快速增长。

面板行业：产能整合+国补接力下供需格局持续优化，公司面板业务有望量价齐升

供给端，海外工厂陆续被关停或收购，市场份额进一步向头部大陆厂商集中，日本夏普 10 代面板厂 SDP 已于 2024 年停产，同时三星正在推进收购 LGD 广州工厂。至 2025 年中国大陆厂商份额有望突破 70%，控产保价、按需生产的格局稳定，厂商盈利能力也维持在相对较高水平。需求端，2025 年政府将加力扩围实施“两新”政策激励，电视面板需求有望迎来量价齐升。在液晶面板领域，公司目前拥有一座 8.6 代线工厂，规划产能在 170K/月，排产灵活，积极向国补面向的大尺寸需求转型，具备较强盈利弹性。

玻璃基板：供需紧平衡并被海外厂商高度垄断，公司作为国内唯一具备 8 代玻璃基板量产能力的厂商，国产替代空间广阔

玻璃基板是面板上游重要原材料，每制造一片液晶面板需要两片玻璃基板，在 LCD 面板 BOM 中占比 10%左右。根据群智咨询，2024 年全球显示玻璃基板出货规模预计为 6.5 亿平方米，同比增加 7.3%，当前供需紧平衡。与 LCD 面板一致，全球玻璃基板市场需求集中于中国，但其供给（特别是高世代线）被海外厂商高度垄断，2019 年康宁以 29%的市场份额位列全球第一，其次是旭硝子拥有 24%的市场份额，日本电气硝子市占率 21%。我国从事玻璃基板生产的厂商主要集中在低世代线，高世代线国产化率很低，国产替代空间广阔，地缘政治紧张局势下，推动玻璃基板国产替代的政策不断出台。身处重资产&高技术壁垒赛道，当前国内彩虹股份子公司合肥液晶和虹阳显示具备 8 代玻璃基板量产能力。公司咸阳基地的 8.5 代+基板玻璃项目共将建设 20 座 G8.5+基板玻璃窑炉，现一期已有 4 座窑炉点火。据我们测算，如按规划达产，2029 年公司玻璃基板年产量可达 1455 万片，玻璃基板销售量可达 1.22 亿平方米，国产化率大幅提升，并有望以较强性价比优势进一步实现市占率提升，具备较强成长性。盈利能力方面，可参考康宁玻璃基板业务，2024Q3 较 2024Q2 提升 10.5pct 至 2.85 亿美元，未来玻璃基板存在涨价预期，也为彩虹股份玻璃实现国产替代提供更多机遇。

投资建议：公司面板业务顺周期量价齐升，玻璃基板业务有望加速投产并实现国产替代，同时据公司项目书公告，2026 年或出现部分折旧到期。我们预计 2024-2026 年公司分别实现 114.65/132.16/153.90 亿元营收，分别实现 12.22/16.22/20.31 亿元归母净利润。估值方面，我们选取主营 LCD 面板业务的 TCL 科技、京东方，和主营 LCD 液晶模组和显示玻璃业务的凯盛科技作为可比公司，2025 年行业平均估值 22xPE。考虑彩虹股份八代以上玻璃基板具备广阔国产替代空间，同时液晶面板业务受益于国补带来的量价齐升，具备一定盈利弹性，给予公司估值 22xPE，对应市值 357 亿，目标价 9.9 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期、补贴政策效果不及预期、国际局势变动、行业竞争加剧、测算主观性等。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,966.95	11,465.45	11,465.45	13,216.23	15,390.30
增长率(%)	(40.90)	27.86	0.00	15.27	16.45
EBITDA(百万元)	603.09	4,222.54	5,141.16	4,793.03	4,897.12
归属母公司净利润(百万元)	(2,662.29)	661.08	1,221.62	1,622.24	2,030.61
增长率(%)	(199.75)	(124.83)	84.79	32.79	25.17
EPS(元/股)	(0.74)	0.18	0.34	0.45	0.57
市盈率(P/E)	(8.49)	34.20	18.51	13.94	11.13
市净率(P/B)	1.15	1.11	1.05	0.98	0.90
市销率(P/S)	2.52	1.97	1.97	1.71	1.47
EV/EBITDA	36.32	7.58	4.98	4.93	3.95

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告

2025 年 04 月 10 日

投资评级

行业	电子/光学光电子
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	6.24 元
目标价格	9.9 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	3,588.39
流通 A 股股本(百万股)	3,587.67
A 股总市值(百万元)	22,391.55
流通 A 股市值(百万元)	22,387.06
每股净资产(元)	5.99
资产负债率(%)	46.98
一年内最高/最低(元)	9.17/5.85

作者

潘暕 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070005
panjian@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 彩虹股份：顺周期盈利能力凸显，基板业务构筑第二成长曲线	4
1.1. 公司概况：深耕显示赛道，LCD 上下游协同布局	4
1.2. 历史沿革：从 CRT 转型至 LCD，基板、面板双线布局	4
1.3. 公司治理：国企控股稳健行，管理层经验丰富	5
1.4. 财务分析：周期波动明显，玻璃基板业绩开始释放	6
2. LCD 面板：控产保价重塑格局，顺周期业绩弹性可期	10
2.1. LCD 面板仍是主流选择，政策补贴进一步刺激电视需求	10
2.2. 海外产线逐渐退出，LCD 产能逐渐集中于中国大陆	12
2.3. 优势：受益于相对高位的价格和稼动率，公司盈利能力大幅提升并领先行业	12
3. 玻璃基板行业：五百亿需求市场中国占比过半，高世代及 OLED 产线的国产化率低	14
3.1. 市场规模：五百亿需求市场中国占比过半，22-27 年复合增速 7%	15
3.2. 国际市场玻璃基板供需平衡，国内市场玻璃基板国产替代率低	17
3.3. 全球玻璃基板市场集中垄断，国内厂商投产高世代线	18
3.4. 公司优势：政策支持及成本优势催化公司 8.5+ 玻璃基板国产替代	19
4. 投资建议	21
5. 风险提示	22

图表目录

图 1：彩虹股份主流产品	4
图 2：25 年 2 月公司股权结构及主要子公司布局	5
图 3：彩虹股份 2019-2024Q1-Q3 营业收入及增速	7
图 4：彩虹股份 2019-2024Q1-Q3 归母净利润及增速	7
图 5：彩虹股份 2019-2024H1 营收结构	7
图 6：彩虹股份 2019-2023 销售量（玻璃基板，液晶面板）	8
图 7：彩虹股份 2019-2024Q1-Q3 毛利率	8
图 8：彩虹股份 2019-2024H1 产品毛利率	8
图 9：彩虹股份 2019-2024Q1-Q3 三费率	9
图 10：彩虹股份 2019-2024Q1-Q3 研发费用及研发费用率	9
图 11：彩虹股份 2019-2024Q1-Q3ROE	10
图 12：彩虹股份 2019-2024Q1-Q3ROIC	10
图 13：2019-2028 年按应用划分的显示面积需求	11
图 14：连续 13 个月中国电视市场品牌出货月度走势（单位：万台，%）	11
图 15：2023-2025 年全球 LCD 电视面板出货面积份额趋势单位：%	12
图 16：彩虹股份 G8.6TFT-LCD 产线发展沿革	13
图 17：各面板厂拥有高世代线情况	13
图 18：彩虹股份、TCL 科技、京东方 2023 年销售毛利率、销售归母净利率对比	14

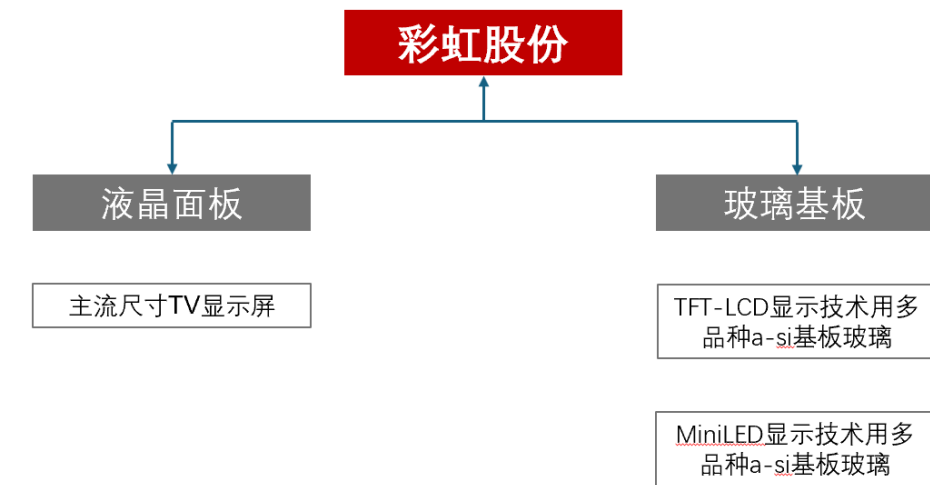
图 19: 液晶面板成本结构	15
图 20: 玻璃基板工艺流程	15
图 21: 2023-2031 年全球玻璃基板市场规模预测 (单位: 亿美元)	16
图 22: 中国液晶玻璃基板行业市场规模	16
图 23: 全球玻璃基板需求面积及同比趋势	17
图 24: 国内玻璃基板需求面积及同比趋势	17
图 25: 全球玻璃基板出货面积趋势 (单位: M*m2; %)	18
图 26: 2019 年全球液晶玻璃基板行业市场竞争格局	18
图 27: 2019 年全球液晶玻璃基板行业高世代线市场竞争格局	18
图 28: 中国液晶显示及相关配套行业政策梳理	19
图 29: 各世代线中电视面板玻璃基板的投入	20
表 1: 彩虹股份高管人员	5
表 2: 主要子公司情况 (24 年中报)	6
表 3: 全球面板市场及展望 (单位: 亿美元)	10
表 4: 中国大陆 8.6 代线折旧情况	13
表 5: 玻璃基板生产方法对比	15
表 6: 中国显示玻璃基板生产线梳理 (截至 2022 年 3 月)	19
表 7: 彩虹股份市场规模预测 (亿平方米)	21
表 8: 合肥和咸阳基地生产线梳理	21
表 9: 公司营收拆分预测 (单位: 亿元)	22
表 10: 可比公司估值表	22

1. 彩虹股份：顺周期盈利能力凸显，基板业务构筑第二成长曲线

1.1. 公司概况：深耕显示赛道，LCD 上下游协同布局

彩虹股份主营液晶基板玻璃、液晶面板的制造。公司于 1992 年成立，总资产超 400 亿，1996 年在上交所主板上市。当前已形成“面板+基板”产业布局，面板产品覆盖 32 寸、50 寸、55 寸、58 寸、65 寸、70 寸、85 寸、100 寸主流 TV 显示屏，技术涵盖 4K/8K、窄边框等先进工艺。拥有国内首条第 5 代、6 代、7.5 代、8.5+代基板玻璃生产线，实现高世代基板玻璃产业化，产品包括 G6、G7.5、G8.5+多规格，厚度 0.7mm 至 0.4mm，供应国内外知名面板厂商。公司自主知识产权的溢流法大吨位、高世代（G8.5+）液晶基板玻璃产品已批量进入市场，产品品质国内领先、国际先进，达到行业先进水平。

图 1：彩虹股份主流产品



资料来源：彩虹股份年报、天风证券研究所

1.2. 历史沿革：从 CRT 转型至 LCD，基板、面板双线布局

1) 1982-2008 中国第一批、亚洲最大的 CRT 显像管国营企业

国营四四零零厂（彩虹集团前身）正式在陕西咸阳建成投产。公司当时是国内第一、亚洲最大、世界第三的彩色显像管生产企业。届时公司仅有一条从日本引进的 CRT（阴极射线显象管）生产线，其出产的显像管显示器，是国产彩电的重要部件。

2) 2008-2018 玻璃基板多地布局、快速迭代

生产出中国第一片 G5 基板玻璃，太阳能光伏玻璃。从 4.5 代开始、5 代、6 代、8.5 代玻璃基板项目陆续在陕西咸阳、安徽合肥、江苏张家港等地布局投产。公司在 2012 年已成为国内最大基板玻璃制造基地。

3) 2015-2023LCD 面板注入新活力

彩虹股份的 LCD 面板业务仅有一条产线，代号 CHOT，为一条 G8.6TFT-LCD 产线，由子公司咸阳彩虹光电承运。根据配套设备推算，该产线最高产能应该在 210K/M 左右，生产 32 寸、34 寸（曲面）、50 寸、58 寸、70 寸、85 寸、100 寸等市场主流尺寸的 TV 显示屏。自 2014 年彩虹股份退出 CRT 后，液晶面板产品涵盖 32"-100"超高分辨率(4K、8K)、曲面、窄边框(无边框)等多种类液晶电视面板，拥有先进的 Cu、COA、BOA、PSVA 等关键新工艺和混切生产技术。

4) 2023-至今玻璃基板业务成熟升级并进一步扩产

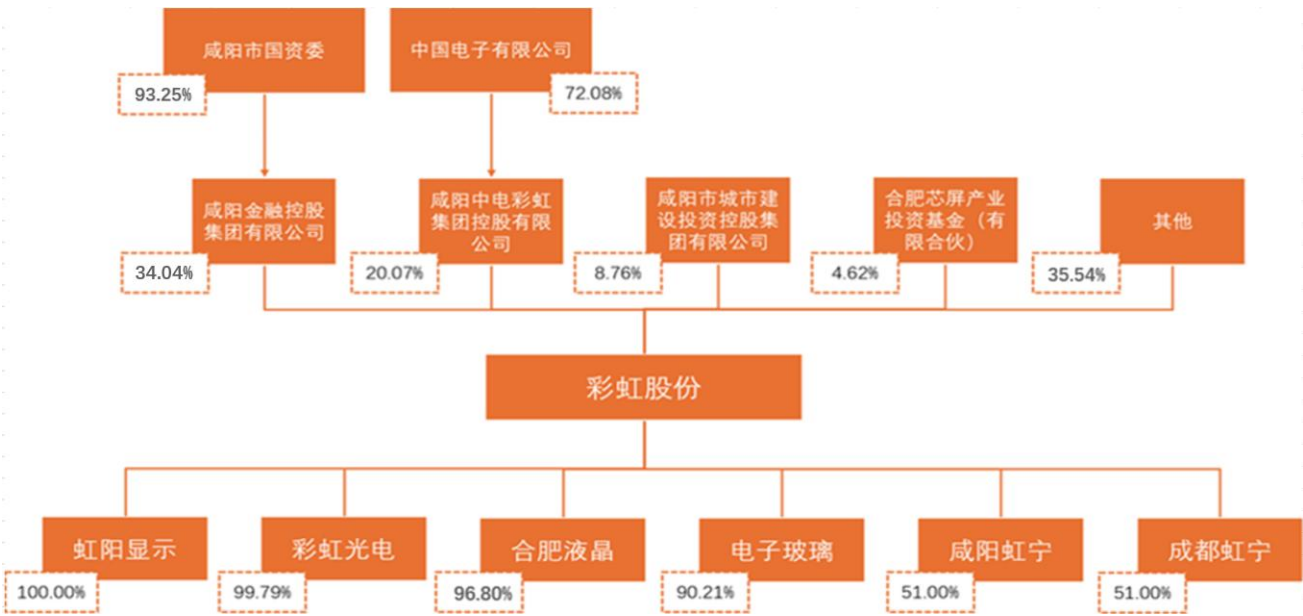
2023 年 7 月，彩虹股份 G8.5 二期新一条大吨位液晶基板玻璃生产线在合肥产业基地顺利

点火投产。2023 年 10 月 18 日，彩虹（咸阳）G8.5+基板玻璃生产线顺利点火，该项目由彩虹股份全资子公司虹阳显示科技有限公司投资建设，总投资 200 亿，计划建设 20 座 G8.5+基板玻璃窑炉和 10 条冷端生产线。其中一期项目总投资 91 亿元，计划建设 8 座热端窑炉和 4 条冷端生产线，达产后年产基板玻璃 582 万片。

1.3. 公司治理：国企控股稳健行，管理层经验丰富

股权集中度高，国资控股。公司原为中国电子信息产业集团有限公司全资子公司，2017 年，彩虹股份定增引入咸阳金控为首的地方国资，由央企变为地方国企。其实际控制人变更为咸阳市国资委，自此咸阳市国资委通过咸阳金控持有公司股份，咸阳金控持股比例 31.01%。咸阳中电彩虹集团控股有限公司作为第二大股东，持股比例 20.07%。截止 2024 年 10 月，持股比例超过 1%的股东有 7 个。

图 2：25 年 2 月公司股权结构及主要子公司布局



资料来源：公司公告、ifind、天风证券研究所

高管基层经验丰富，科研能力坚实。公司管理层具备高度专业素养，对科学研究极为重视，拥有强大科研能力。多位高管均源自彩虹股份基层，经多年内部晋升，深刻理解公司业务结构，形成高效领导团队，驱动公司技术创新与战略发展。

表 1：彩虹股份高管人员

姓名	职务	从业背景
李淼	董事长	工商管理硕士，正高级工程师。曾任彩虹集团电子股份有限公司副总裁及多家分公司董事长。平板显示玻璃工艺技术国家工程研究中心理事长；陕西电子信息产业创新发展联盟常务副理事长；陕西省 LCD/OLED 新型显示产业创新联合体首席科学家；陕西省第十四届人大代表。
徐剑	董事,总经理	高级工程师，曾任彩虹显示器件股份有限公司副总工程师、陕西彩虹电子玻璃有限公司副总经（兼）；彩虹显示器件股份有限公司总经理助理兼陕西彩虹电子玻璃有限公司总经理。平板显示工艺技术国家工程研究中心主任；电子玻璃研究院院长。
冯坤	董事,副总经理	曾任咸阳市国有企业监事会专职监事、咸阳市金融控股有限公司副总经理、常务副总经理；咸阳彩虹光电科技有限公司董事。
贺颖	董事	经济学硕士，副高级经济师。曾任陕西延长低碳产业基金投资管理有限公司风控总监；陕西西咸新区发展集团有限公司产业发展事业部副总经理、战略发展和深改委办公室副主任、战略投资部副部长；陕西西咸新区城建投资集团有限公司董事、副总经理。
方忠喜	董事	高级工程师，曾任彩虹（合肥）光伏综合管理部部长、工会主席，运营管理部部长、总经理助理、制造一部部长、副总经理；彩虹集团有限公司运营管理部副部长。

吕向公	董事	管理学博士，经济师。曾任陕西省西咸新区沣西新城管委会财政局副局长、国资监管局副局长、金融办副主任、财政局（国资监管局）局长；西安城市发展（集团）有限公司副总经理；西安城市发展高陵有限公司法人代表、执行董事（兼）；荣民控股集团有限公司财务总监。
彭俊彪	独立董事	凝聚态物理专业，博士研究生学历。2019 年 12 月至今兼任彩虹显示器件股份有限公司独立董事，2020 年 7 月至今兼任深圳市劲拓自动化设备股份有限公司独立董事。曾荣获国家自然科学基金二等奖 1 项（排名第 3）；发表 SCI 收录论文 300 余篇，申请中国专利 100 余件（包括 5 件国际 PCT 专利）；主持国家/省部级项目 20 余项。
李勤	独立董事	硕士研究生，正高级会计师、正高级经济师。曾任中国香港陕西矿业有限公司财务总监；澳大利亚陕西矿业有限公司财务总监；陕西君成融资租赁股份有限公司监事。主要研究方向为财务管理、企业管理及投融资等专业领域，主持或参与完成多项国家级课题研究。
张跃农	独立董事	高级工程师职称，国家注册电气工程师，工程项目经理执业资格，曾任西安有色冶金设计研究院党委书记、副院长、总设计师、项目负责人。其主持的主持组织实施的铅锌冶炼渣无害化处置项目为我国首套危废渣工业化处理项目，并获部级二等奖。
郭泉	监事会主席	工程硕士学位，高级政工师，曾任咸阳彩虹电子配件有限公司副总经理；彩虹彩色显像管总厂党群办主任、纪委书记、工会主席；彩虹显示器件股份有限公司党群办主任、工会主席、纪委书记；彩虹集团有限公司办公室副主任。

资料来源：ifind、天风证券研究所

公司三大子公司为主营 LCD 面板的彩虹光电和主营玻璃基板业务的合肥液晶、虹阳显示。彩虹光电和虹阳显示均位于咸阳本部，有望发挥上下游协同效应，助力面板业务的降本增效和高世代玻璃基板业务的研发创新。

表 2：主要子公司情况（24 年中报）

企业名称	业务性质	资产总额（万）	负债总额（万）	净资产（万）	营业收入（万）	净利润（万）
彩虹光电	液晶面板的生产与销售	2726041.70	1208211.85	1517829.85	1025698.85	65101.53
合肥液晶	基板玻璃的生产与销售	887912.66	393274.70	494637.96	128733.83	11669.84
虹阳显示	基板玻璃的生产与销售	364768.50	255075.69	109692.81	1.72	93.27

资料来源：彩虹股份年报、天风证券研究所

彩虹光电：该公司致力于 TFT-LCD 面板和模组、平板显示专用设备、仪器仪表及配件的研发、生产、销售和技术服务。G8.6 液晶面板项目作为在西安咸阳地区建设的第一个高世代面板项目，带动玻璃基板、液晶材料、偏光板、背光模组、驱动 IC 等原材料和元器件及整机制造、设备制造等项目相关配套产业的发展，显著助益于陕西信息产业的升级换代，推动平板显示产业在全国的均衡布局。

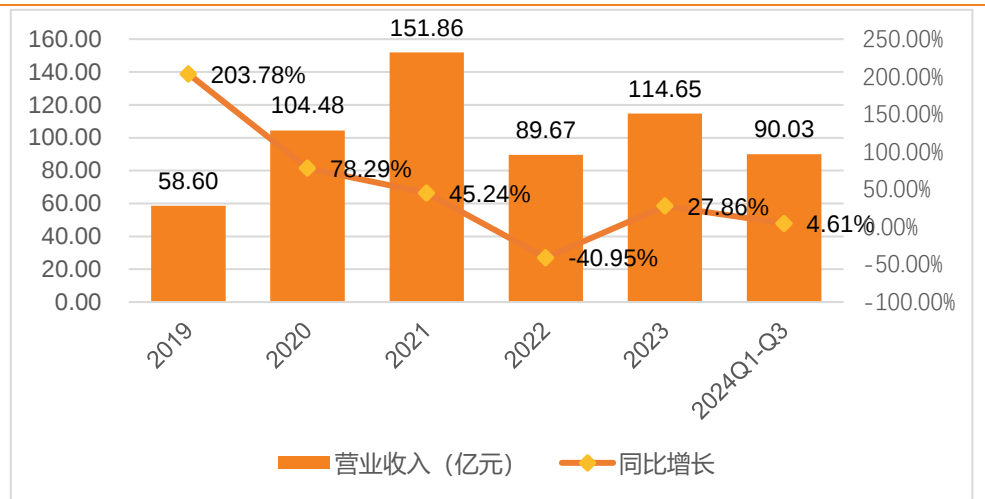
合肥液晶：该公司历经多次建设，其有 Gen5、Gen6、Gen7.5 和 Gen8.5LCD 用玻璃产能。在 2023 年该产线营业收入为 12.9 亿元，同比增加 41%，净利润也提到 1.2 亿，同比增加 263%。2024 年 1-9 月，其利润已达到 8908 万。

虹阳显示：该公司是 G8.5+玻璃项目的主要承建单位。在 2023 年期间该公司营业收入为 1.72 万元，净利润为 93.27 万元。该公司首次产生收入。至 2024 上半年，其利润已突破 300 万。

1.4. 财务分析：周期波动明显，玻璃基板业绩开始释放

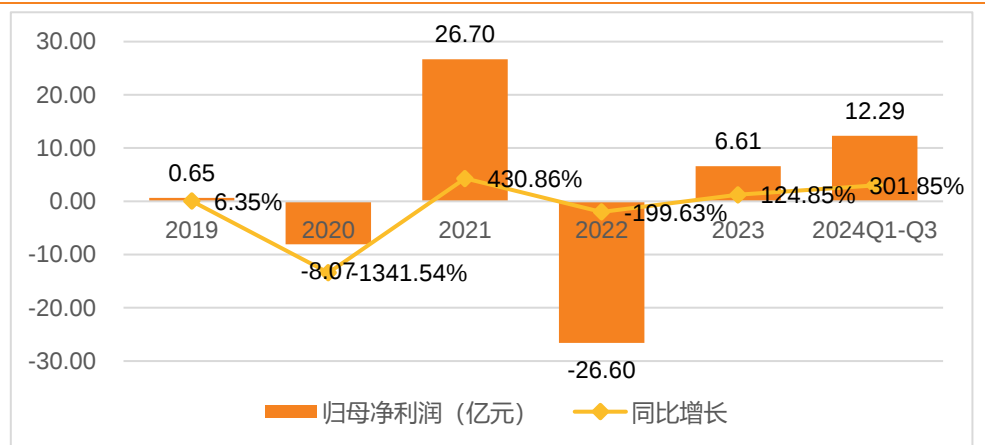
经过 2022 年的周期底部之后，2023 年行业景气上行，彩虹股份营业收入稳定提升，业绩显著释放。彩虹股份在 2024 年 Q1-Q3 实现营业收入 90.03 亿元，同比增长 4.61%，归母净利润 12.29 亿元，同比增长 301.85%。公司 G8.5+液晶基板玻璃产线建设按计划推进，已建成产线快速量产并达产，基板玻璃产品产量、销量、销售收入较上年同期相比保持持续增长。2023 年实现营业收入 114.65 亿元，归母净利润 6.61 亿元，业绩扭亏为盈，液晶基板玻璃产品产销量，营业收入持续保持大幅度增长。在经过 2022 年周期底部后，彩虹股份抓住周期复苏期机会，实现营业收入和归母净利润快速增长。

图 3：彩虹股份 2019-2024Q1-Q3 营业收入及增速



资料来源：彩虹股份年报、天风证券研究所

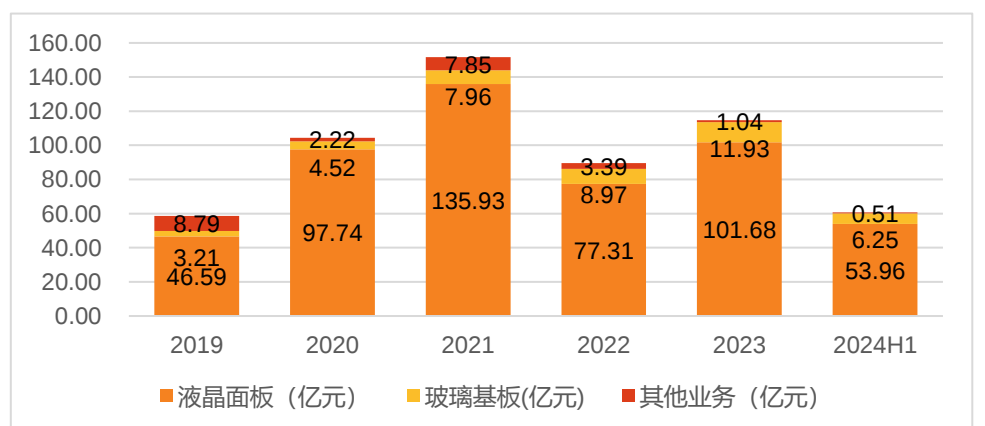
图 4：彩虹股份 2019-2024Q1-Q3 归母净利润及增速



资料来源：彩虹股份年报、天风证券研究所

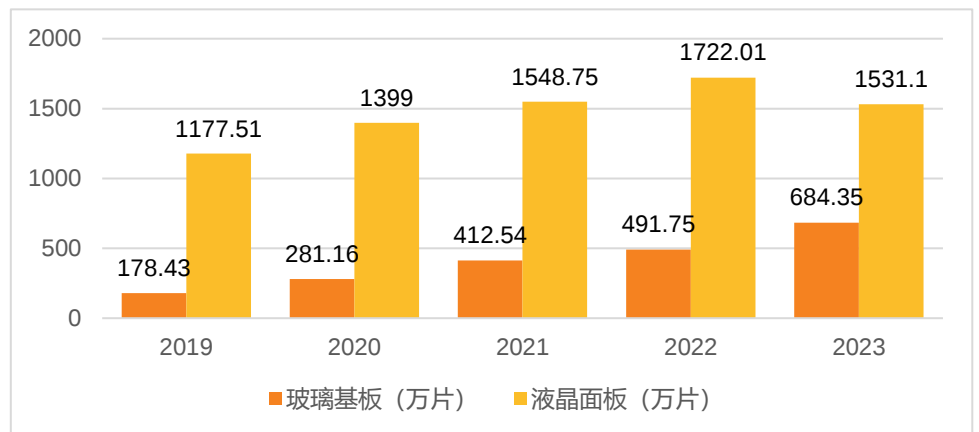
液晶面板贡献主要营收和利润。液晶面板 22、23、24H1 营收占比分别为 86.22%、88.69%、88.86%，贡献了公司整体收入超 86%，是营业收入的主要来源。玻璃基板 22、23、24H1 营收占比分别为 10.00%、10.40%、10.30%。营收结构明确形成，形成以液晶面板为主，玻璃基板为辅的营收结构。同时可见玻璃基板的销售量在持续上升，从 2021 年的 412.54 万片增长到 2023 年的 684.35 万片，玻璃基板的产业在不断升级与扩张，成为第二增长曲线。

图 5：彩虹股份 2019-2024H1 营收结构



资料来源：彩虹股份年报、天风证券研究所

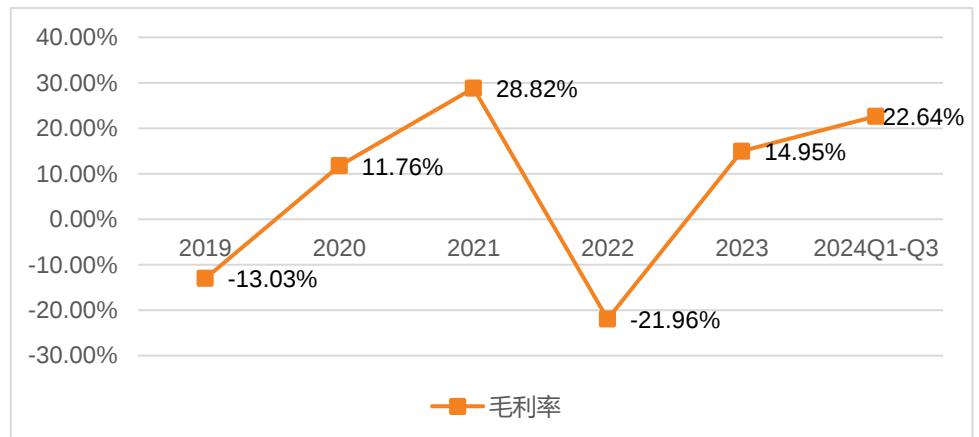
图 6：彩虹股份 2019-2023 销售量（玻璃基板，液晶面板）



资料来源：彩虹股份年报、天风证券研究所

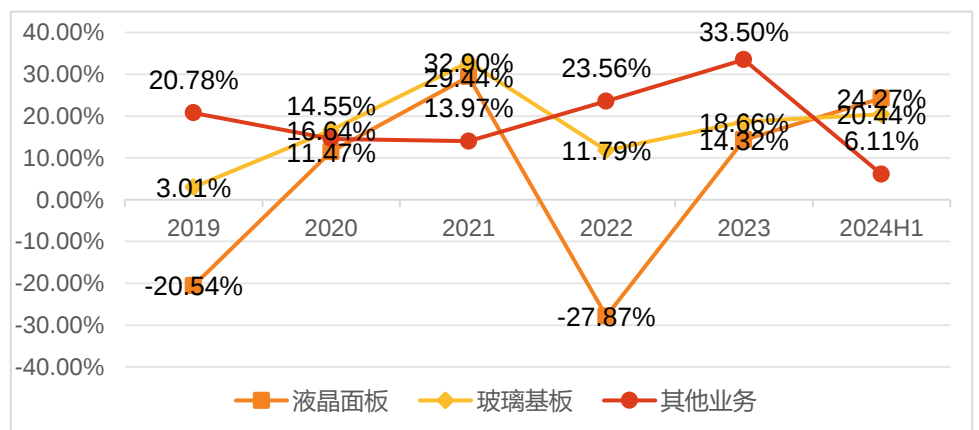
上行周期公司产品毛利率提升较快，盈利能力逐年增强。2024Q1-Q3 的总体毛利率为 22.64%，2022 年来毛利率不断提升，降本增效成果显著。毛利率与行业的周期性相关，彩虹股份形成以面板为核心的周期性，22 年后毛利润从 -21.96% 快速上升至 2024 年 Q1-Q3 的 22.64%，面板行业的复苏助力彩虹股份的毛利率扭亏为盈。

图 7：彩虹股份 2019-2024Q1-Q3 毛利率



资料来源：彩虹股份年报、天风证券研究所

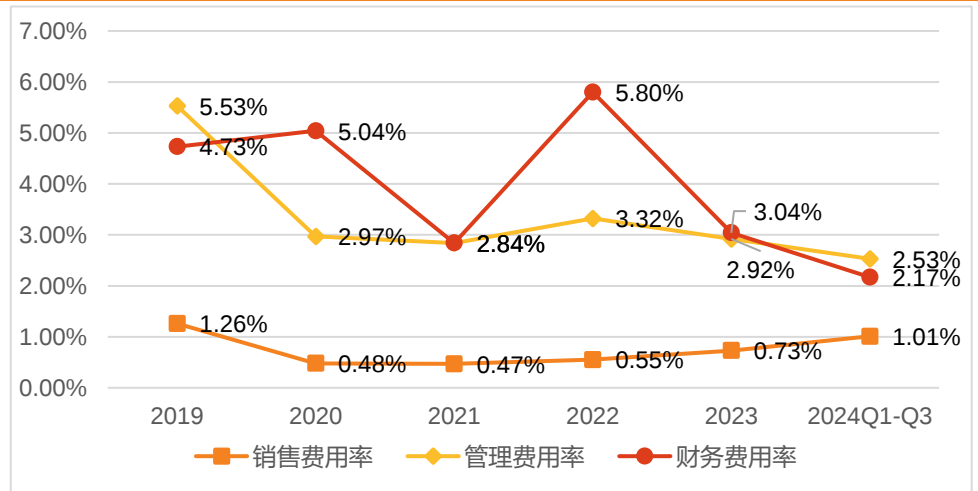
图 8：彩虹股份 2019-2024H1 产品毛利率



资料来源：彩虹股份年报、天风证券研究所

2019 年来管理及财务费用呈下降趋势，经营效率有所提升。财务费用率 22 年、23 年、24 年 Q1-Q3 分别为 5.80%、3.04%、2.17%，呈逐年下降趋势。管理费用率 22 年、23 年、24 年 Q1-Q3 分别为 3.32%、2.92%、2.53%，逐年稳步降低。销售费用率 22 年、23 年、24 年 Q1-Q3 分别为 0.55%、0.73%、1.01%。2024 年公司经营效率进一步提升，期间费用率总体呈现降低趋势。

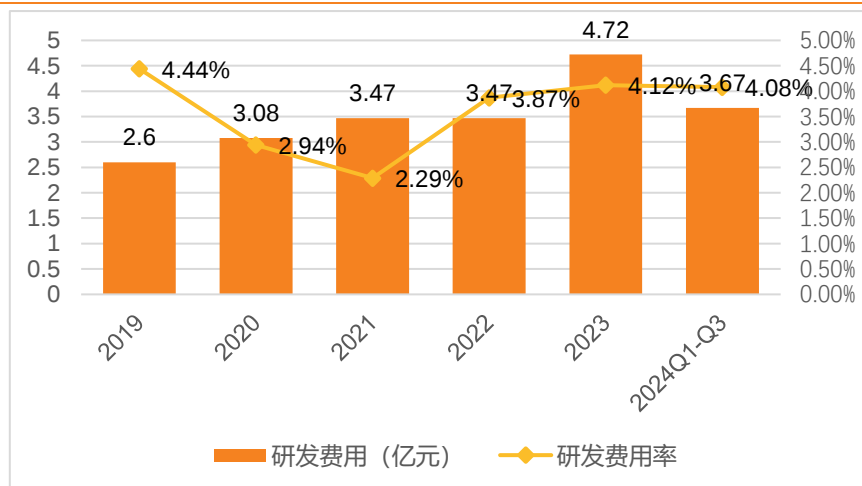
图 9：彩虹股份 2019-2024Q1-Q3 三费率



资料来源：彩虹股份年报、天风证券研究所

重视科技研发，研发费用逐年提升，效率提升下研发费率有所下降。彩虹股份积极研发超高世代（10.5 代）基板玻璃、高精细（LTPS/OLED）基板玻璃产业化技术等新产品新应用。拥有我国显示材料领域唯一的平板显示玻璃工艺技术国家工程研究中心，研发平台培养出一支从业经验平均超过 10 年、规模超过 500 人的创新团队，先后实现了我国 5 代、6 代、7.5 代、8.5+代基板玻璃产业从无到有的跨越式发展实现产业化后，国产化率从 0 上升到 7.7%。基于在液晶基板玻璃上多年的研发及产业化经验，以及对溢流下拉法工艺技术的掌握，前期对碱铝硅盖板玻璃料方进行了深入研究，基板玻璃领域授权专利超 2000 件（其中发明专利 350 余件）。

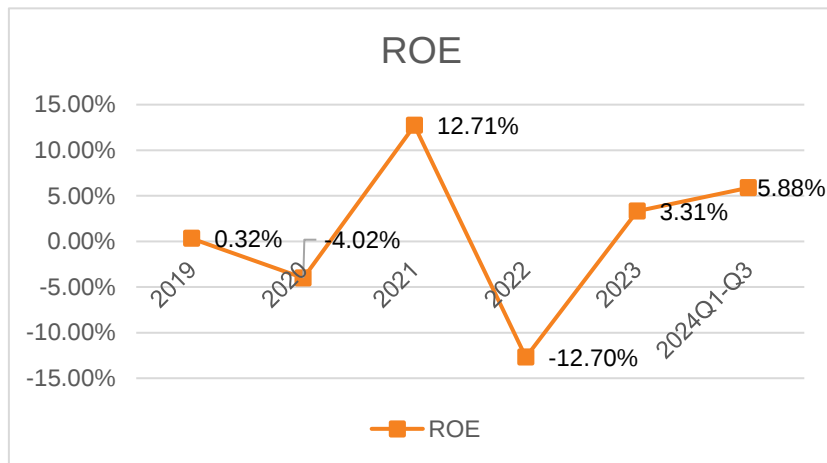
图 10：彩虹股份 2019-2024Q1-Q3 研发费用及研发费用率



资料来源：彩虹股份年报、天风证券研究所

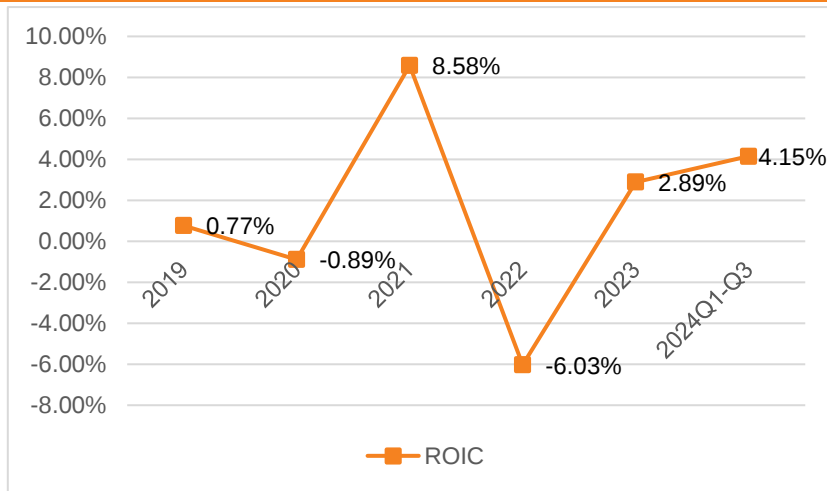
盈利能力增强，资产利用效率提升。经过 22 年周期底部，公司开始修复 ROE 和 ROIC。公司 ROE 数据 22 年、23 年、24 年 Q1-Q3 分别为 -12.70%、3.31%、5.88%，ROIC 数据 22 年、23 年、24 年 Q1-Q3 分别为 -6.03%、2.89%、4.15%。2023 年公司积极应对市场变化，深入实施降本增效举措，快速扩大产业规模。液晶面板产业收缩淘汰低效益机种，稳步扩大大尺寸机种产能占比，经营业绩扭亏为盈；同时，公司加快推进合肥和咸阳基地液晶基板玻璃产线建设，基板玻璃产销量较上年大幅增加。

图 11：彩虹股份 2019-2024Q1-Q3ROE



资料来源：彩虹股份年报、天风证券研究所

图 12：彩虹股份 2019-2024Q1-Q3ROIC



资料来源：彩虹股份年报、天风证券研究所

2. LCD 面板：控产保价重塑格局，顺周期业绩弹性可期

2.1. LCD 面板仍是主流选择，政策补贴进一步刺激电视需求

从出货量和出货面积来看，LCD 面板仍是市场的主流选择。LGD 公开的数据显示，包括 LCD 面板与 OLED 面板，2023 年全球显示产业面板市场规模约在 1181 亿美元左右，其中 LCD 面板占比约为 63%，OLED 面板占比约为 36%。

表 3：全球面板市场及展望（单位：亿美元）

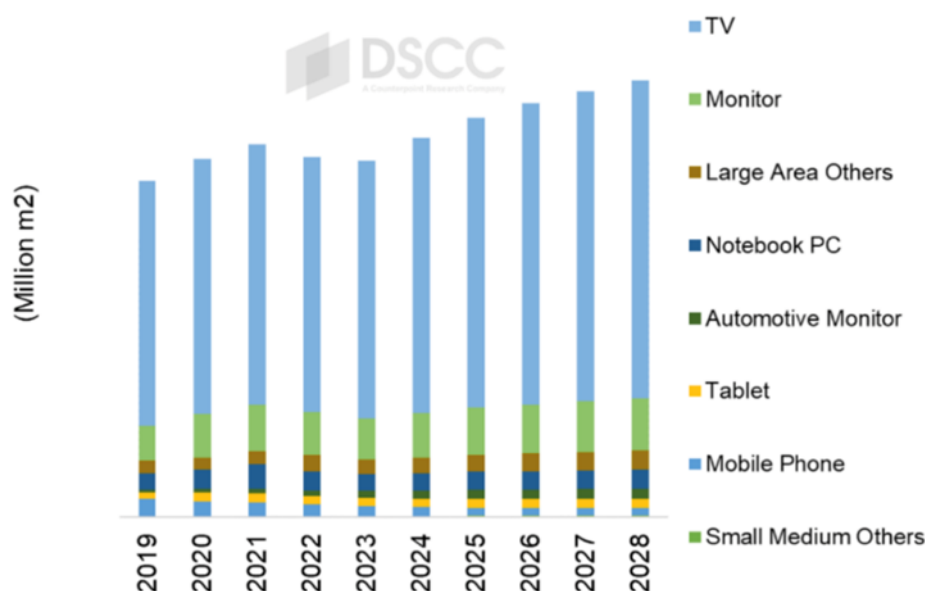
类别	尺寸	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年
LCD	大型	651	635	669	692	691	694
	占比	81.80%	85.40%	86.30%	86.70%	86.70%	86.70%
	中小型	145	108	106	106	106	106
	占比	18.20%	14.60%	13.70%	13.30%	13.30%	13.30%
	合计	796	743	775	798	797	801
OLED	占比	64.90%	62.90%	62.70%	61.90%	60.70%	59%
	大型	59	60	88	109	129	153
	占比	14.10%	14%	19.80%	23.10%	26.60%	30.20%

中小型	361	368	359	364	357	354
占比	85.90%	86%	80.20%	76.90%	73.40%	69.80%
合计	421	428	447	474	486	507
占比	34.30%	36.20%	36.20%	36.70%	37%	37.40%
其他屏幕	9	10	14	18	30	49
占比	0.70%	0.80%	1.20%	1.40%	2.30%	3.60%
合计	1226	1181	1237	1290	1312	1356

资料来源：维科网显示公众号、天风证券研究所

LCD 行业开工率将逐步提升，创造需求。DSCC 预测，2024 年 LCD 工厂开工率将高于 2023 年。预计 2025 年和 2026 年液晶面板企业的盈利能力可能会有所改善。这是因为扩大液晶显示器产能的计划很少，而需求预计将稳定增长。DSCC 预测，考虑到目前的供需前景，2027 年 LCD 工厂开工率将达到与 2021 年高点类似的水平，并在 2028 年进一步上升。我们认为在需求稳定增加前提下，供给整体新增较少，液晶面板价格会上升，对于能扩产的及开工率能增加的企业来说，可能迎来量价齐升。

图 13：2019-2028 年按应用划分的显示面积需求



资料来源：OLEDindustry 公众号、天风证券研究所

“以旧换新”政策补贴，促使电视厂商调整生产计划，刺激电视需求。2024 年 8 月，中国政府宣布对在中国大陆购买的电视和消费电子产品实施新一轮的以旧换新补贴计划，该计划有效刺激了中国大陆市场的电视需求。部分电视厂商 2024 年第四季度上调了液晶电视面板的采购计划和电视整机的生产计划，比如海信液晶电视销售目标从 250 万台增至 300 万台、TCL 液晶电视面板采购量从 650 万片增至 660 万片和小米在华的电视销量目标上调了 20 万台等。2025 年，政府加力扩围实施“两新”政策。一是设备更新支持范围扩大至电子信息、安全生产、设施农业等领域；二是提升标准，进一步提高新能源城市公交车及动力电池更新、农机报废更新补贴标准。此外，洛图科技数据显示，2024 年 11 月，中国电视市场品牌整机出货量为 381.5 万台，环比小幅下降 1.0%，仅排在 2024 年 1 月和 10 月之后；同比实现增长 6.9%，10 月和 11 月是 2024 年 2 月以来仅有的两个同比上涨月份。

图 14：连续 13 个月中国电视市场品牌出货月度走势（单位：万台，%）

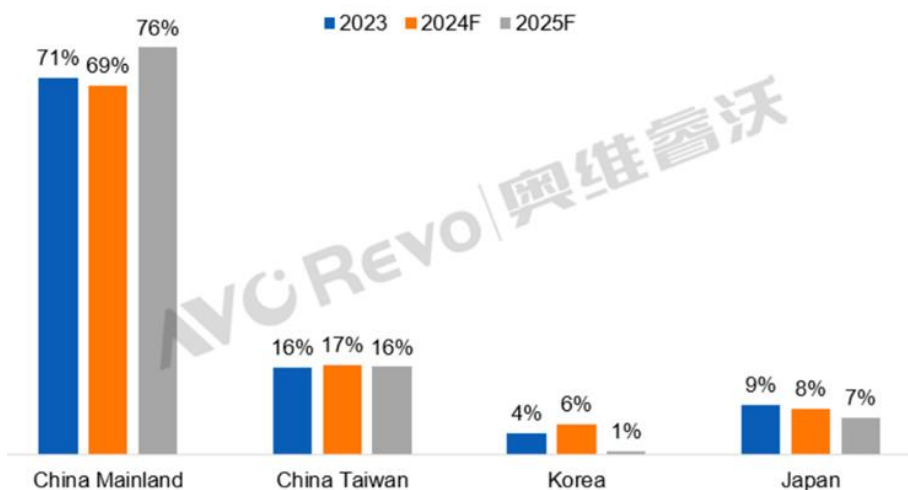


资料来源：Runto 洛图科技观研公众号、天风证券研究所

2.2. 海外产线逐渐退出，LCD 产能逐渐集中于中国大陆

中国大陆 LCD 份额随海外产能的退出逐渐实现提升，AVC 预测中国大陆面板 2025 年将占比产能 76%，竞争格局集中于京东方/华星/惠科三家，总出货占比 57.6%。日本夏普 10 代面板厂 SakaiDisplayProduct (SDP) 于 2024 年 8 月 21 日停产后，日本退出电视用液晶面板；华星于 2024 年 9 月拟收购乐金显示（中国）和乐金显示（广州），有利于增强华星 IPS 产能和技术，至此韩国基本退出 LCDTV 行业，仅剩韩国 P8 工厂每年 1.5M 的出货，2025 年韩系 LCD 面板份额将由 2024 年的 6% 缩减至 1%，基本退出 LCD 行业；日本剩下 G8 生产 32 寸以及广州 SIOG10.5 生产 TV 面板，预计 2025 年 TV 面板面积份额缩减至 7%；中国台湾地区电视面板份额占比维持在 16% 左右，预计 2025 年中国大陆面板厂商在 LCD 产业的份额将从去年的 69% 提升到 76%，在行业的主导地位进一步巩固。

图 15：2023-2025 年全球 LCD 电视面板出货面积份额趋势单位：%



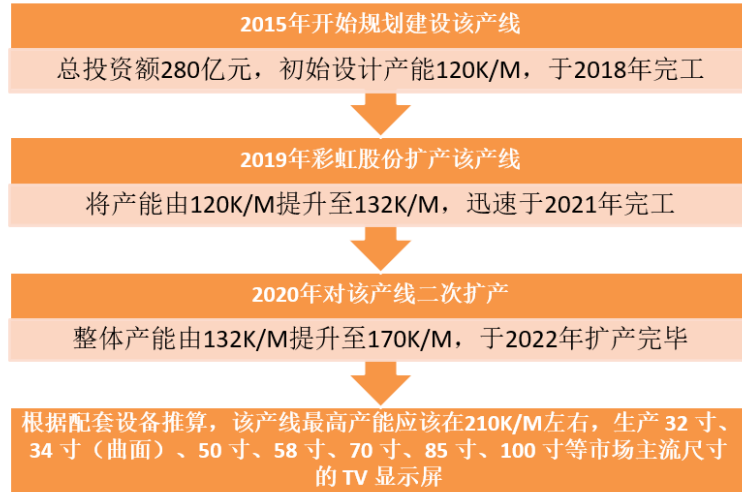
资料来源：AVC 产业链洞察公众号、天风证券研究所

2.3. 优势：受益于相对高位的价格和稼动率，公司盈利能力大幅提升并领先行业

彩虹股份仅有一条完成三次扩产的 G8.6 代 TFT-LCD 产线，2022 年扩产完毕后产能由 132K/M 提升至 170K/M。彩虹股份的 LCD 面板业务仅由一条产线支撑，代号 CHOT，为一条 G8.6TFT-LCD 产线，由咸阳彩虹光电科技有限公司承运。该产线总投资 280 亿元，初始设计产能为 120K/M，2015 年开始建设规划，2018 年完工。2019 年彩虹股份对该产线

进行扩产，将产能提升至 132K/M，并在 2021 年完工。2020 年彩虹股份对其进行二次扩产，将整体产能提升至 170K/M，后续于 2022 年扩产完毕进行验收。虽然其已完成 170K/m 扩产规划，但根据配套设备推算，该产线最高产能应该在 210K/M 左右，生产 32 寸、34 寸（曲面）、50 寸、58 寸、70 寸、85 寸、100 寸等市场主流尺寸的 TV 显示屏。

图 16：彩虹股份 G8.6TFT-LCD 产线发展沿革



资料来源：维科网显示公众号、天风证券研究所

面板价格稳定/上升、面板产线折旧接近尾声、玻璃基板业务放量降本增效，公司未来盈利能力有望稳步提升。一般来说，中国大陆厂商采用 7 年折旧期。由于 TFTLCD 产线是高技术重资产投资，因此在量产开始后的资产折旧初期，折旧成本是面板成本的很重要的一部分。彩虹股份位于襄阳的 G8.6 代线于 2018 年开始为期 7 年的折旧，将于 2025 年完成产线折旧，降低面板成本；在 2024H1 内，液晶面板市场受供需关系变化影响，价格呈现稳步上升趋势；液晶基板玻璃产线陆续建成投产，产销量较 2023 年大幅增长，公司营业收入同比增加。同时通过开展降本增效工作，产品单位生产成本较 2023 年下降，在销量增加的情况下，营业成本大幅下降。

表 4：中国大陆 8.6 代线折旧情况

Maker	Factory	City	Gen	MPStart	DepreciationTime	DepreciationStatus
CHOT	CECX1	Xiangyang	8.6	2018	7years	1YearLeft
	HKCH1	Chongqing	8.6	2017	10years	3YearsLeft
HKCDisplay	HKCH2	Chuzhou	8.6	2019	10years	5YearsLeft
	HKCH4	Mianyang	8.6	2020	10years	6YearsLeft
	HKCH5	Changsha	8.6	2021	10years	7YearsLeft

资料来源：Omdia 公众号、天风证券研究所

由于起步较早，京东方、华星自建的 8 代产线多为 8.5 代线，而彩虹、惠科产线为 8.6 代产线，具有“后发优势”。我们认为伴随技术世代升级，面板厂商投资新的世代线不仅可以开拓更大尺寸市场，而且在其经济切割范围内，向下与次世代线竞争还可望获得规模优势，获得明显的“后发优势”。目前京东方的 8 条高世代线中有 5 条为 8.5 代线、仅有 1 条 8.6 代线，华星的 6 条高世代线中有 3 条为 8.5 代线、仅有 1 条 8.6 代线，彩虹和惠科都为 8.6 高世代线。

图 17：各面板厂拥有高世代线情况

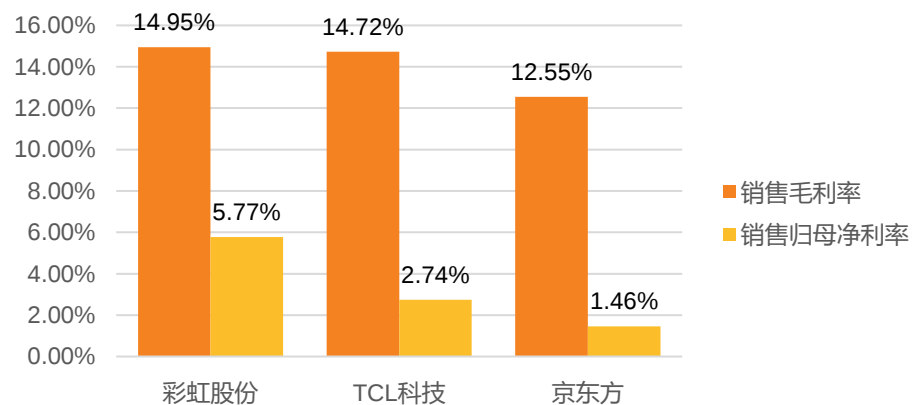
Maker	Factory	City	Gen	MP start
BOE	BOE B10	Fuzhou	8.5	2017
	BOE B17	Wuhan	10.5	2019
	BOE B18	Nanjing	8.5	2020
	BOE B19	Chengdu	8.6	2020
	BOE B4	Beijing	8.5	2011
	BOE B5	Hefei	8.5	2014
	BOE B8	Chongqing	8.5	2015
	BOE B9	Hefei	10.5	2018
China Star	CSOT T1	Shenzhen	8.5	2011
	CSOT T10	Suzhou	8.5	2020
	CSOT T2	Shenzhen	8.5	2015
	CSOT T6	Shenzhen	10.5	2019
	CSOT T7	Shenzhen	10.5	2021
	CSOT T9	Guangzhou	8.6	2022
CHOT	CECX 1	Xianyang	8.6	2018
HKC Display	HKC H1	Chongqing	8.6	2017
	HKC H2	Chuzhou	8.6	2019
	HKC H4	Mianyang	8.6	2020
	HKC H5	Changsha	8.6	2021

资料来源：Omdia 公众号、天风证券研究所

彩虹股份 G8.6 面板产线稼动率高于行业。随着液晶面板市场景气度的来临，公司抓住市场机遇，及时进行扩产改造，充分发挥产线效率，达到效益最大化，同时，公司采取差异化竞争策略，强化市场竞争力。在显示面板业务方面，公司将充分发挥已建成的 G8.6 代 TFT-LCD 液晶显示面板产线产能，实施扩产增效，完成产能 170K/月技术改造;创新研发具有差异化的高清、8K、窄边框、多尺寸等 TFT-LCD 显示面板产品，提升市场竞争力;积极探索次世代新型显示技术产业化路径，重点围绕 Mini-LED 和 AM-WOLED 技术开展研发布局，为公司未来进一步发展积累技术基础。

公司面板业务聚焦市场需求，升级产品结构，经营效果稳步向好。2023 年彩虹股份实现营收 114.65 亿元，同比增长 27.86%；同期实现归母净利润 6.61 亿元，同比扭亏转盈。唯一一家扣非后归母净利润为正的企业，约 3.61 亿元。对比 TCL 科技与京东方，彩虹股份销售毛利率排名第一，销售归母净利率以 5.77%大幅领先 TCL 科技与京东方。

图 18：彩虹股份、TCL 科技、京东方 2023 年销售毛利率、销售归母净利率对比



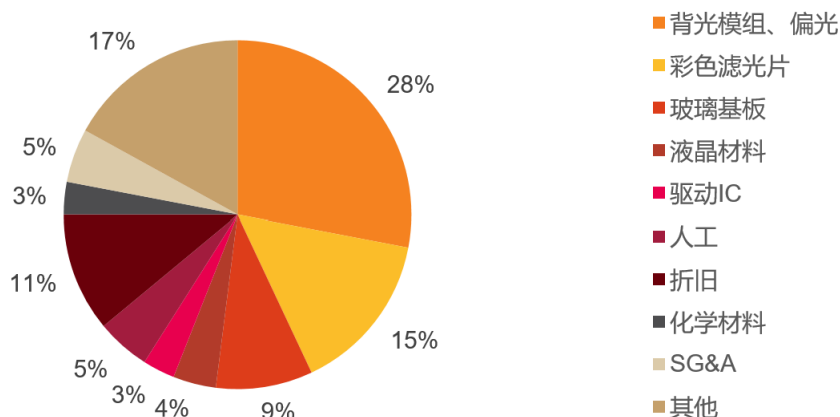
资料来源：彩虹股份公司年报、TCL 科技公司年报、京东方公司年报、天风证券研究所

3. 玻璃基板行业：五百亿需求市场中国占比过半，高世代及 OLED 产线的国产化率低

3.1. 市场规模：五百亿需求市场中国占比过半，22-27 年复合增速 7%

玻璃基板位于液晶面板产业链最上游，BOM 占比大致为 10%。玻璃基板是一块表面极其平整的薄玻璃片，是液晶电视、电脑及手机显示屏的组成部分，构成液晶显示面板的骨架，具有高熔点、化学稳定性好、绝缘性强等物理化学特性。玻璃基板通常分为有碱玻璃及无碱玻璃两类。液晶面板要求玻璃基板必须是无碱玻璃；而 OLED 面板为了实现更高的分辨率、更高的明亮度、更长的使用寿命等特点，其对于玻璃基板的要求更高。液晶玻璃基板上游原材料是一些最基础的化工原料如石英粉、氧化铝以及生产设备等，下游主要是面板厂和彩色滤光片供应商。液晶面板成本结构主要包括玻璃基板、背光模组和偏光片、液晶材料、彩色滤光片，分别占比 9%、28%、4%、15%。

图 19：液晶面板成本结构



资料来源：前瞻产业研究院、天风证券研究所

玻璃基板生产工艺流程复杂，技术壁垒高。玻璃基板生产工艺流程大致有配料、溶解、铂金通道、成型、横切、称重、精切、研磨、清洗、颗粒检、面检、边检、包装等工序。玻璃基板生产工艺可以分成浮法、溢流熔融法和流孔下引法。目前只有日本旭硝子 AGC 成功使用浮法制造 TFT-LCD 玻璃基板，主流的生产工艺是溢流熔融法。溢流熔融法是将熔融的玻璃液导入导管中，玻璃液从导管两侧向下溢流而出形成玻璃基。该方法全程不需要接触任何介质，后续不用进行抛光等处理，是生产 TFT-LCD 玻璃基板的主流方法。但溢流熔融法产能相对较小。

图 20：玻璃基板工艺流程



资料来源：东旭光电官网、新材料在线公众号、天风证券研究所

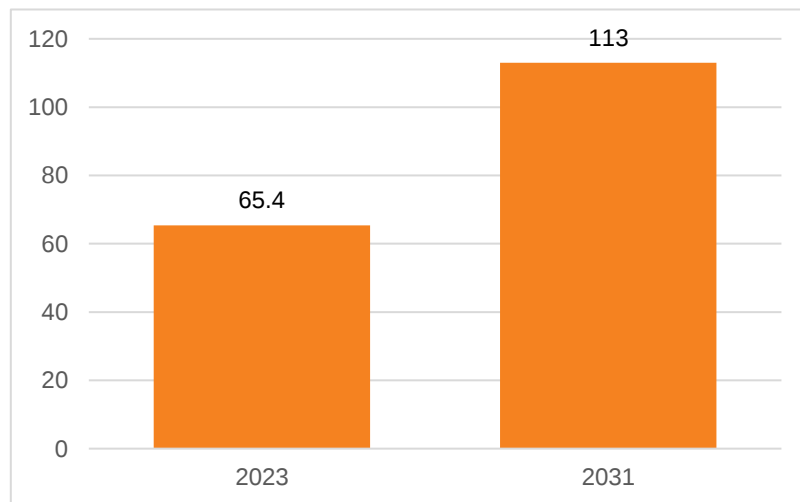
表 5：玻璃基板生产方法对比

方法	浮法	流孔下引法	溢流熔融法
产能	300-700	5-20	5-20
投资额	1.5 亿美元	1.0 亿美元	1.0 亿美元
拉引方向	水平	垂直	垂直
成型介质	锡液	铂合金狭缝漏板	溢流砖
成形原理	利用锡和玻璃的密度差	重力	重力
玻璃厚度的关键	熔窑的拉引量、拉边机作用力、主传动速度等	熔窑的拉引量、流孔开口大小、下拉速度	玻璃液的溢流量和下拉速度
玻璃厚度	0.2-25mm	0.3-2.5mm	0.03-1.1mm
玻璃尺寸	大面积、高世代	中小面积	中大面积
后续加工程度	适中、一面需要处理	较高、两面需要处理	最低，不需要处理
代表厂商	AGC	NEG	Corning、NHT、东旭、彩虹

资料来源：智研咨询公众号、天风证券研究所

500 亿市场且仍快速成长，预期 23-31 年玻璃基板市场销售额 CAGR 达 7%。根据群智咨询，2024 年全球显示玻璃基板出货规模预计为 6.5 亿平方米，同比增加 7.3%。根据 DataBridgeMarketResearch，2023 年全球玻璃基板市场规模为 65.4 亿美元，预计到 2031 年将增长至 113 亿美元，复合增速达 7.3%。

图 21：2023-2031 年全球玻璃基板市场规模预测（单位：亿美元）



资料来源：苏州市新型显示产业联盟公众号、DataBridgeMarketResearch、天风证券研究所

国内液晶玻璃基板行业市场规模变动与液晶面板保持一致，2022 年为 297.7 亿元。数据显示，2022 年我国液晶玻璃基板行业市场规模为 297.7 亿元，同比下降 21.5%。具体而言，据观研报告网统计数据显示，LCD 面板用玻璃基板市场从 2018 年的 203.02 亿元人民币下降到 2022 年的 117.68 亿元人民币，而 OLED 面板用玻璃基板市场则从 2018 年的 44.57 亿元人民币增长至 2022 年的 85.21 亿元人民币，显示出 OLED 面板市场的快速增长。

图 22：中国液晶玻璃基板行业市场规模

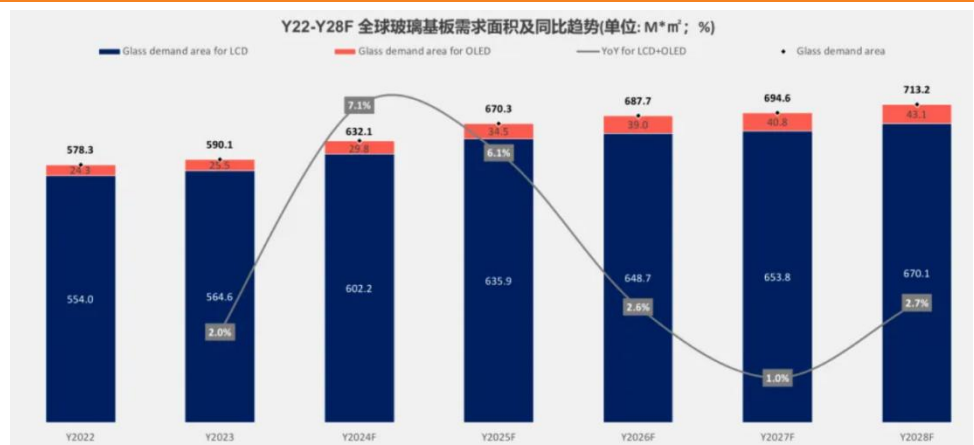


资料来源：智研咨询公众号、天风证券研究所

3.2. 国际市场玻璃基板供需平衡，国内市场玻璃基板国产替代率低

传统及新型显示技术催化玻璃基板需求面积维持增长。传统显示方面，智能手机、电脑、电视等电子产品是玻璃基板的主要应用领域，市场庞大且需求持续存在；新型显示方面，Mini/MicroLED 等新型显示技术发展迅速，凭借性能优越、降本空间大、下游应用广泛等优势，有望成为未来主流的显示技术。Mini/MicroLED 渗透率的不断攀升，将为玻璃基板带来新的增量需求。行家说 Research 预测，到 2026 年，全球 MiniLED 背光产品出货量将增至 4918 万台，2022-2026 年的复合增长率约为 30%；GGII 预测，2027 年全球 MicroLED 市场规模有望突破 100 亿美元，5 年复合增长率高达 151%，这将有力地带动玻璃基板需求的增长。

图 23：全球玻璃基板需求面积及同比趋势



资料来源：群智研究公众号、天风证券研究所

我国基板玻璃年需求高达 4.7 亿平米，其中高世代基板玻璃（8.5 代及以上）年需求高达 3.9 亿平米。据群智研究预测，2026 年，LCD 面板的玻璃基板需求预计将持续增加至 5.27 亿平方米，但增速变缓；随着 G6OLED 产线稼动率的提升以及高世代 OLED 产线投资的推动，Y25 年开始 OLED 面板用的玻璃基板需求或将加速增长。这种需求的增长导致主要玻璃厂商自 2023 年第三季度以来收到的低温多晶硅（LTPS）和混合氧化物低温多晶硅（LTPO）基板与载板的订单需求也随之走强。

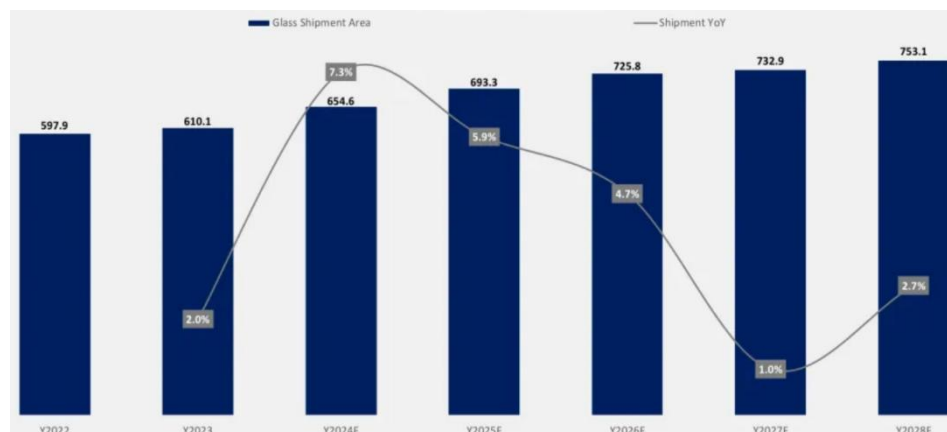
图 24：国内玻璃基板需求面积及同比趋势



资料来源：群智研究公众号、天风证券研究所

据 Omdia 预测，2024 年玻璃基板国际市场呈供需紧平衡趋势。2024 年第二季度至第四季度玻璃供需将趋于平衡，若发生轻微事故或订单激增，玻璃供应可能会出现严重短缺，短缺问题预计将推动玻璃价格上涨。据群智研究预测，2024 年全球玻璃基板出货面积预计为 6.55 亿平方米，同比增长 7.3%，2028 年出货面积或将持续增加至 7.53 亿平方米。但为了优化盈利能力，玻璃厂商正在试图控制产能，以匹配出货面积。2023 年 NEG 关闭韩国工厂、AGC 缩减在日本的生产规模，两大厂商目前已基本实现产能与出货面积的匹配。2024 年 3、4 月份，在 OLED 面板需求激增的推动下，AGC 和 NEG 都在 LTPS 玻璃生产中遇到挑战，被迫将非晶硅（a-Si）玻璃熔窑改为生产 LTPS 玻璃，这些玻璃熔窑的配置变化目前正在造成玻璃供应的紧张。

图 25：全球玻璃基板出货面积趋势（单位：M²；%）



资料来源：群智研究公众号、天风证券研究所

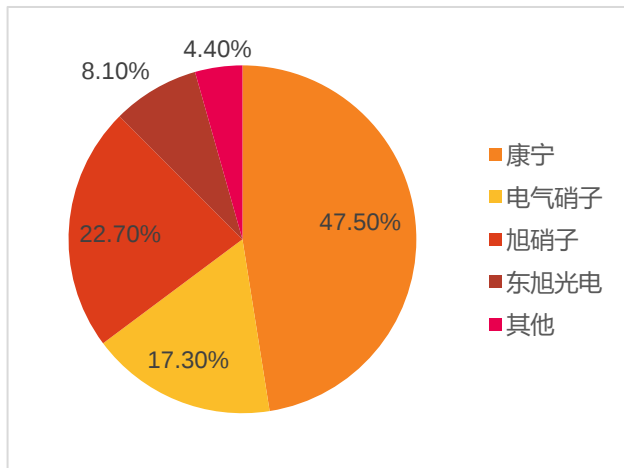
3.3. 全球玻璃基板市场集中垄断，国内厂商投产高世代线

全球玻璃基板市场供应集中于美日企业，主要的供应商包括美国康宁、日本旭硝子、日本电气硝子、德国肖特、东旭光电等。高集中度是全球玻璃基板供应的重要特点，CR3 的市场占有率超过了 85%。2022 年康宁的市场份额为 48%，日本旭硝子的市场份额为 23%，日本电气硝子的市场份额为 17%。

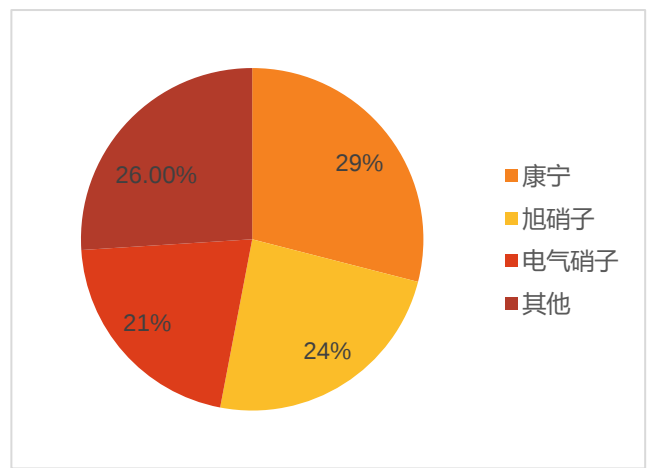
随着世代线的提高，2024 年全球玻璃基板主要厂商都将重点转移到高世代线上。在 8.5 代线玻璃基板市场上，2019 康宁以 29% 的市场份额位列全球第一，其次是旭硝子拥有 24% 的市场份额，日本电气硝子市占率 21%。其中，康宁的玻璃基板盈利水平有所提升，2024 年 Q2 净利润为 2.58 亿美元，2024 年 Q3 净利润为 2.85 亿美元，Q3 同比增长 18%。

图 26：2019 年全球液晶玻璃基板行业市场竞争格局

图 27：2019 年全球液晶玻璃基板行业高世代线市场竞争格局



资料来源：智研咨询公众号、天风证券研究所



资料来源：智研咨询公众号、天风证券研究所

我国从事玻璃基板生产的厂商主要包括东旭光电、彩虹股份、凯盛科技等，且集中在低世代线，能够生产高世代玻璃基板的厂商较少，大多依赖与国际巨头的合作。当前仅彩虹股份、东旭光电 G8.5+/G8.5 代玻璃基板产线已投产。彩虹股份 G8.5+玻璃基板产线产能达 580 万片/年，东旭光电 G8.5 代 TFT-LCD 液晶玻璃基板产能达 540 万片/年。国际目前先进生产线水平以 10/10.5 世代线为主，我国目前尚未有掌握自主产权的该类型生产线。

表 6：中国显示玻璃基板生产线梳理（截至 2022 年 3 月）

厂商	生产线
东旭光电	10 条显示基板 G5 生产线
	10 条 G6TFT-LCD 玻璃基板生产线
彩虹股份	G5 液晶基板玻璃生产线
	G6 液晶基板玻璃生产线
	G7.5 液晶基板玻璃生产线
	G8.5+液晶基板玻璃生产线
南玻集团	高端 ITO 玻璃生产线
	超薄电子玻璃生产线
凯盛科技	ITO 导电膜玻璃
	TFT-LCD 玻璃生产线
洛阳玻璃	3 条超薄玻璃基板生产线

资料来源：各公司官网、前瞻产业研究院、玻璃产业链公众号、天风证券研究所

3.4. 公司优势：政策支持及成本优势催化公司 8.5+玻璃基板国产替代

2014 年以来国家出台一系列扶持显示面板行业和基板玻璃发展的重大政策。从国家发展战略、产业培育和发展鼓励政策、科技人才培养、创新体系建设等多方面为我国显示技术产业发展提供了政策依据，为信息化产业发展营造了良好的政策环境。基板玻璃已列入国家“十四五”规划 102 项重大工程，彩虹股份聚力发展高世代基板玻璃产业，快速提升产业规模和市占率，积极研发超高世代（10.5 代）基板玻璃、高精细（LTPS/OLED）基板玻璃产业化技术新产品新应用。

图 28：中国液晶显示及相关配套行业政策梳理

政策文件	相关内容
《关于印发2014-2016年新型显示产业创新发展行动计划的通知》	推动高世代线TFT—LCD面板制备所需的高性能混合液晶材料的研发和产业化。
《2016国家重点支持的高新技术领域目录》	大屏幕液晶显示（TFT-LCD）.....有机发光二极管（OLED）显示等新型平板显示器件技术及相关的光学引擎技术。
《2016国家重点支持的高新技术领域目录》	实现主动矩阵有机发光二极管（AMOLED）、超高清（4K/8K）量子点液晶显示、柔性显示等技术国产化突破及规模应用。
《工业和信息化部、发展改革委、科技部、财政部关于印发新材料产业发展指南的通知》	开展重点新材料应用示范。以碳纤维复合材料.....新型显示材料、.....等市场潜力巨大、产业化条件完备的新材料品种，组织开展应用示范。
《战略性新兴产业分类（2018）》	新一代信息技术产业、高端装备制造产业、新材料产业、生物产业、新能源汽车产业、节能环保产业、数字创意产业、相关服务业等9大领域为战略新兴产业。
《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022年）》	按照“4K先行、兼顾8K”的总体技术路线，大力推进超高清视频产业发展和相关领域的应用。2022年，4K产业生态体系基本完善，8K关键技术产品研发和产业化取得突破。

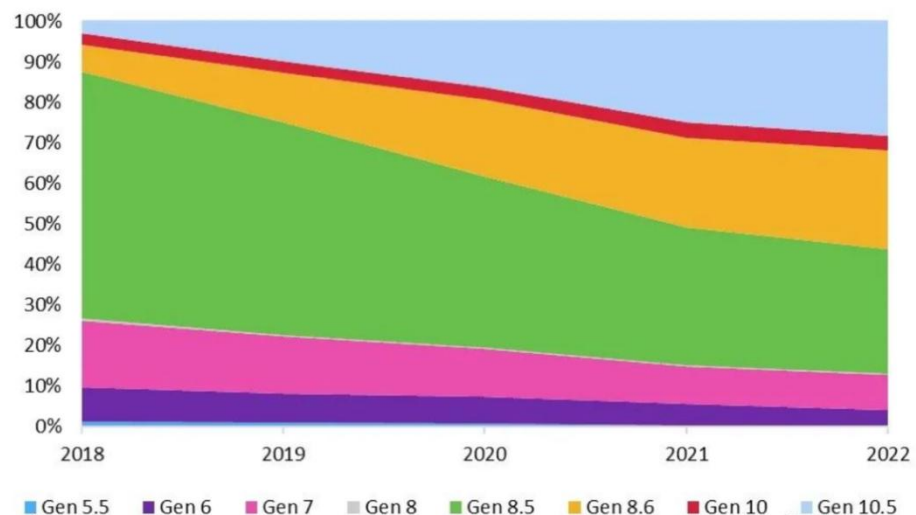
资料来源：智研咨询公众号、天风证券研究所

空间测算：预计 2029 年彩虹股份玻璃基板全球市占率为 17.89%。

彩虹股份玻璃基板市场测算关键假设：

- 1) 全球玻璃基板规模：**根据群智咨询预测，2024-2028 年全球 LCD 玻璃基板需求规模预计分别为 6.02、6.36、6.49、6.54 和 6.70 亿平方米。据 2024-2028 年全球 LCD 玻璃基板需求规模数据，我们预计 2029 年全球 LCD 玻璃基板需求规模为 6.84 亿平方米。
- 2) 中国玻璃基板规模：**根据群智咨询预测，2023 年中国大陆面板产能按面积计算已经达到全球的 65.8%。随着中国企业在早年间规划的先进面板产线陆续达产，到 2024 年年底在全球的产能份额将达到 65.2%，预计 25 年在全球的产能份额将达到 72.7%。我们把 72.7% 的占比作为未来 2025-2029 的保守估计值，故我们预计 2026、2029 年中国玻璃基板市场销售量分别为 4.72 和 4.97 亿平方米。
- 3) 中国 8 代及以上玻璃基板市场规模：**根据 Omdia，2022 年 8 代及以下的玻璃基板市场规模占比约 85%。根据智研咨询，2018-2022 年国内玻璃基板均价大致为 97、100、103、118、95 元/平方米。根据 DataBridgeMarketResearch，2023 年全球玻璃基板市场规模为 65.4 亿美元，2023 年全球玻璃基板均价大致为 81.65 元/平方米。因玻璃基板价格呈周期波动性，我们预计 2024-2029 年玻璃基板价格均值大致与 2018-2023 年国内玻璃基板均价的均值保持一致，故我们预计 2024-2029 年玻璃基板价格为 99.13 元/平方米。故在价格周期波动的前提下，我们预计 2026、2029 年中国 8 代及以下的玻璃基板市场销售量分别为 4.01、4.23 亿平方米。

图 29：各世代线中电视面板玻璃基板的投入



资料来源：Omdia 公众号、天风证券研究所

4) **彩虹股份玻璃基板市场份额与收入**：2022 年和 2023 年彩虹玻璃基板收入分别为 9.22 和 12.40 亿元。咸阳彩虹基板玻璃新基地的 8.5 代+基板玻璃项目共将建设 20 座 G8.5+基板玻璃窑炉，一期总投资 91 亿元，建设 8 座热端窑炉，达产后年产基板玻璃 582 万片。以当前投产进度计算，我们认为该项目将于 2028 年达产，达产后预估彩虹股份玻璃基板年产量为 1455 万片。

结论：根据我们测算，2026/2029 年全球玻璃基板规模分别为 6.49/6.84 亿平方米。2026/2029 年中国玻璃基板规模分别为 4.72/4.97 亿平方米。2026/2029 年彩虹股份全球市占率分别为 10.79%/17.89%。2026/2029 年彩虹股份国内市占率分别为 14.84%/24.61%。

表 7：彩虹股份市场规模预测（亿平方米）

	2026E	2029E
全球玻璃基板销售量(亿平方米)	6.49	6.84
中国玻璃基板销售量(亿平方米)	4.72	4.97
彩虹股份玻璃基板销售量（亿平方米）	0.70	1.22
中国 8 代以上玻璃基板销售量（亿平方米）	4.01	4.23
彩虹股份玻璃基板全球市占率	10.79%	17.89%
彩虹股份国内市占率	14.84%	24.61%

资料来源：群智咨询公众号、Omdia 公众号等、天风证券研究所

基板+面板协同布局、降本增效。2017 年，公司定增募资 192.2 亿元，分别用于咸阳建设 G8.6TFT-LCD 液晶面板项目和合肥建设 G8.5 液晶基板玻璃生产线项目。继合肥后，2021 年 9 月，彩虹股份再度投资 91.01 亿元用于咸阳 G8.5+基板玻璃生产线项目，项目达产后年产 G8.5+基板玻璃约 580 万片。2022 年，彩虹股份在合肥基地投的首条国产 G8.5+大吨位液晶基板玻璃生产线实现批量生产。2023 年 10 月，咸阳 G8.5+基板玻璃生产线项目首条产线正式点火投产。

表 8：合肥和咸阳基地生产线梳理

年份	基地	生产线
2017	咸阳	G8.6TFT-LCD 液晶面板
2017	合肥	G8.5 液晶基板玻璃
2021	咸阳	G8.5+基板玻璃
2023	咸阳	G8.5+基板玻璃投产

资料来源：公司公告、天风证券研究所

4. 投资建议

核心假设：

液晶面板业务：是公司当前主要业务，主要为一条 8.6 代 LCD 玻璃基板产线。公司单条产线排产灵活，易于提高稼动率，在政府政策支持及补贴下有望实现量价齐升。伴随公司稼动率提升，预计 2024/2025/2026 年公司液晶面板业务的收入分别为 98.44/109.99/121.05 亿元，毛利率分别为 21.10%/21.02%/21.67%。

玻璃基板业务：主要为 8 代玻璃基板业务，是公司的第二增长曲线。当前玻璃基板线国产化率低，有较高成长空间。伴随国产替代，预计 2024/2025/2026 年公司玻璃基板业务的收入分别为 15.18/21.13/31.81 亿元，毛利率分别为 21.79%/23.32%/24.01%。

公司面板+基板协同布局，营业收入增幅显著。2022-2023 年公司分别实现营业收入 89.67 亿元、114.65 亿元。预计 2024/2025/2026 年公司将实现 114.65/132.16/153.90 亿元的营业收入，对应归母净利润 12.2/16.2/20.3 亿元。

表 9：公司营收拆分预测（单位：亿元）

按业务类型拆分	2023	2024E	2025E	2026E
液晶面板业务				
收入	101.68	98.44	109.99	121.05
增长率(%)	31.52%	-3.19%	11.73%	10.06%
成本	87.12	77.67	86.87	94.82
毛利率	14.32%	21.10%	21.02%	21.67%
玻璃基板业务				
收入	11.93	15.18	21.13	31.81
增长率(%)	32.99%	27.23%	39.25%	50.51%
成本	9.70	11.87	16.21	24.17
毛利率	18.66%	21.79%	23.32%	24.01%
其他业务				
收入	1.04	1.04	1.04	1.04
增长率(%)	-69.32%	0.00%	0.00%	0.00%
成本	0.51	0.51	0.51	0.51
毛利率	50.96%	50.96%	50.96%	50.96%
合计				
收入	114.65	114.65	132.16	153.90
增长率(%)	27.86%	0.00%	15.27%	16.45%
成本	97.52	90.05	103.59	119.50
毛利率(%)	14.95%	21.46%	21.62%	22.35%

资料来源：wind、天风证券研究所

估值方面，我们选取主营 LCD 面板业务的 TCL 科技、京东方，和主营 LCD 液晶模组和显示玻璃业务的凯盛科技作为可比公司，2025 年行业平均估值 22xPE。考虑到彩虹股份是国内唯一具备 8 代玻璃基板量产能力的厂商，且 8 代以上玻璃基板具备广阔国产替代空间，同时液晶面板业务受益于国补带来的量价齐升，具备一定盈利弹性，给予公司估值 22xPE，对应市值 357 亿，目标价 9.9 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 10：可比公司估值表

公司名称	营业收入（亿元）			EPS（元/股）			PE		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
京东方 A	2020.97	2249.37	2459.30	0.14	0.24	0.32	28	16	11
TCL 科技	1731.99	1982.02	2177.44	0.15	0.32	0.47	36	12	8
凯盛科技	48.36	58.48	69.03	0.17	0.25	0.33	72	39	32
平均值							45	22	17

资料来源：wind、天风证券研究所；数据截至 2025/4/9 收盘

5. 风险提示

下游需求不及预期：彩虹股份的主要产品为液晶面板和玻璃基板，下游需求主要集中在电视、显示器、笔记本电脑等消费电子领域。然而，全球宏观经济波动和消费市场的不确定性可能导致需求不及预期。

补贴政策效果不及预期：彩虹股份作为国内重要的显示面板企业，受益于国家对新型显示产业的政策支持，包括税收优惠、财政补贴等。然而，补贴政策的实施效果可能受到多种因素影响。国家政策可能根据宏观经济形势和产业发展阶段进行调整，补贴力度可能不及预期。

国际局势变动：彩虹股份的业务涉及国际市场，特别是其玻璃基板产品出口到多个国家和地

区。然而，国际局势的不确定性，如贸易摩擦、地缘政治冲突等，可能对公司的业务产生重大影响。

行业竞争加剧：液晶面板行业竞争激烈，市场集中度较高。彩虹股份的主要竞争对手包括康宁、NEG、AGC、东旭等。随着行业内企业不断扩张产能，可能导致市场供大于求，竞争加剧；新型显示技术的快速发展要求企业不断投入研发，否则可能被市场淘汰，研发压力加剧。

测算主观性：本报告的财务预测及估值依赖主观参数设定，若实际条件与假设发生偏差，测算结果与实际情况存在差异。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	8,792.43	4,759.54	11,029.16	13,103.84	17,089.64
应收票据及应收账款	1,432.28	2,211.39	1,560.97	3,035.51	2,066.91
预付账款	53.90	84.56	41.52	64.81	69.38
存货	876.73	889.77	818.26	1,177.03	1,096.74
其他	306.86	987.71	546.28	735.04	699.71
流动资产合计	11,462.20	8,932.97	13,996.19	18,116.24	21,022.37
长期股权投资	213.76	191.12	184.07	176.54	164.13
固定资产	23,427.05	23,730.68	21,898.60	20,554.66	19,499.94
在建工程	3,226.43	3,180.06	2,926.04	3,098.23	3,218.76
无形资产	1,697.54	1,811.07	1,506.25	1,229.82	1,001.57
其他	727.06	1,097.62	983.07	968.46	1,055.03
非流动资产合计	29,291.84	30,010.55	27,498.04	26,027.71	24,939.43
资产总计	40,754.03	38,943.52	41,494.23	44,143.95	45,961.80
短期借款	3,781.00	2,211.54	3,019.17	3,003.91	3,003.91
应付票据及应付账款	3,641.07	3,653.14	3,127.64	4,555.93	4,378.02
其他	3,295.40	3,863.95	4,219.76	3,799.98	4,010.07
流动负债合计	10,717.48	9,728.63	10,366.58	11,359.82	11,391.99
长期借款	9,635.86	8,239.96	8,884.77	8,920.20	8,681.65
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	597.51	512.78	563.10	557.80	544.56
非流动负债合计	10,233.38	8,752.75	9,447.87	9,478.00	9,226.20
负债合计	20,963.33	18,488.32	19,814.45	20,837.81	20,618.20
少数股东权益	166.97	178.33	181.29	185.41	192.26
股本	3,588.39	3,588.39	3,588.39	3,588.39	3,588.39
资本公积	20,447.91	20,439.97	20,439.97	20,439.97	20,439.97
留存收益	(4,412.57)	(3,751.49)	(2,529.88)	(907.63)	1,122.98
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	19,790.70	20,455.20	21,679.78	23,306.14	25,343.61
负债和股东权益总计	40,754.03	38,943.52	41,494.23	44,143.95	45,961.80

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	(2,662.37)	664.49	1,221.62	1,622.24	2,030.61
折旧摊销	2,900.77	2,942.28	3,593.39	2,883.93	2,646.37
财务费用	615.15	525.91	301.04	232.26	153.93
投资损失	(37.89)	(24.66)	(29.33)	(30.63)	(28.21)
营运资金变动	2,547.92	(1,603.63)	1,326.49	(1,065.88)	1,034.65
其它	(589.10)	515.91	2.97	104.12	73.52
经营活动现金流	2,774.48	3,020.30	6,416.18	3,746.04	5,910.88
资本支出	2,793.36	3,373.66	1,152.16	1,441.05	1,497.16
长期投资	7.08	(22.64)	(7.05)	(7.54)	(12.41)
其他	(7,024.10)	(6,417.88)	(1,936.93)	(3,053.03)	(3,079.22)
投资活动现金流	(4,223.65)	(3,066.86)	(791.82)	(1,619.52)	(1,594.47)
债权融资	1,508.82	(2,781.88)	645.26	(51.84)	(330.61)
股权融资	(29.66)	(7.94)	0.00	0.00	0.00
其他	(615.08)	(356.70)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	864.08	(3,146.51)	645.26	(51.84)	(330.61)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(585.09)	(3,193.07)	6,269.62	2,074.69	3,985.80

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	8,966.95	11,465.45	11,465.45	13,216.23	15,390.30
营业成本	10,935.88	9,751.85	9,004.97	10,358.88	11,950.57
营业税金及附加	66.22	73.74	68.79	81.94	100.04
销售费用	49.30	83.75	108.92	129.52	147.75
管理费用	297.98	323.10	327.91	367.41	434.01
研发费用	347.30	472.50	458.62	531.29	627.92
财务费用	520.02	348.01	301.04	232.26	153.93
资产/信用减值损失	(48.26)	(25.31)	(23.56)	(32.38)	(27.08)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	100.00	66.67
投资净收益	37.89	24.66	29.33	30.63	28.21
其他	(640.03)	(249.30)	0.00	0.00	0.00
营业利润	(2,599.33)	662.45	1,200.97	1,613.17	2,043.88
营业外收入	1.99	3.78	2.36	2.71	2.95
营业外支出	1.94	3.80	2.52	2.75	3.03
利润总额	(2,599.29)	662.42	1,200.81	1,613.13	2,043.80
所得税	63.08	(2.07)	(23.78)	(13.23)	6.34
净利润	(2,662.37)	664.49	1,224.58	1,626.36	2,037.47
少数股东损益	(0.08)	3.42	2.97	4.12	6.85
归属于母公司净利润	(2,662.29)	661.08	1,221.62	1,622.24	2,030.61
每股收益（元）	(0.74)	0.18	0.34	0.45	0.57

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-40.90%	27.86%	0.00%	15.27%	16.45%
营业利润	-185.38%	-125.49%	81.29%	34.32%	26.70%
归属于母公司净利润	-199.75%	-124.83%	84.79%	32.79%	25.17%
获利能力					
毛利率	-21.96%	14.95%	21.46%	21.62%	22.35%
净利率	-29.69%	5.77%	10.65%	12.27%	13.19%
ROE	-13.57%	3.26%	5.68%	7.02%	8.07%
ROIC	-8.00%	3.80%	5.46%	7.60%	9.08%
偿债能力					
资产负债率	51.44%	47.47%	47.75%	47.20%	44.86%
净负债率	38.95%	45.50%	18.38%	8.97%	-8.18%
流动比率	1.07	0.92	1.35	1.59	1.85
速动比率	0.99	0.83	1.27	1.49	1.75
营运能力					
应收账款周转率	5.04	6.29	6.08	5.75	6.03
存货周转率	7.92	12.98	13.43	13.25	13.54
总资产周转率	0.21	0.29	0.29	0.31	0.34
每股指标（元）					
每股收益	-0.74	0.18	0.34	0.45	0.57
每股经营现金流	0.77	0.84	1.79	1.04	1.65
每股净资产	5.47	5.65	5.99	6.44	7.01
估值比率					
市盈率	-8.49	34.20	18.51	13.94	11.13
市净率	1.15	1.11	1.05	0.98	0.90
EV/EBITDA	36.32	7.58	4.98	4.93	3.95
EV/EBIT	-9.54	24.97	16.54	12.38	8.59

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com