

LIANHE
IDENTIFICATION
EVALUATION
IMPACT PLAN

新一轮上升周期下面板行业信用 风险研究

联合资信 工商评级一部 | 侯珍珍

自 2012 年起,面板行业历经三轮完整的周期,2024 年至今开启了新一轮上行周期。预计 2026—2028 年,消费电子高端化需求将是面板行业上行的中长期核心驱动因素,但国补政策延续的不确定性或引发需求波动风险;高端产能实现量产、低端产能保持平稳,面板价格稳定。预计头部企业凭借需求复苏、技术迭代及控产稳价使盈利稳定,杠杆水平下降;中小厂商多数杠杆高企、遭头部企业挤压盈利低迷,风险加剧,部分或被淘汰。

复盘四轮周期的演变规律,供需情况、技术迭代、市场竞争及财务风险是衡量面板行业信用风险的核心因素。在新一轮上行周期中,面板行业表现出以下风险特征:(1) 面板需求在终端升级与以旧换新政策驱动下增长,整体呈供需呈紧平衡态势,价格基本稳定。(2) 显示技术路线呈多元化发展,LCD 主导中低端市场,OLED 向中高端领域渗透,Mini-LED 填补中间市场空白,Micro LED 尚未商业化。(3) 行业竞争格局稳定且集中度高,中韩企业主导市场,中国企业掌控 LCD 话语权,韩国企业垄断高端 OLED,Mini-LED 领域两国企业竞争态势分化。(4) 面板企业财务杠杆仍处高位,盈利虽随控产稳价有所改善,但毛利率整体偏低。



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.



一、引言

在过去的几十年，面板行业经历了数次产业链转移，日韩企业已逐步退出 LCD 产能，面板制造环节已逐步转移到了中国，2024 年中国大陆 LCD 面板份额超过 70%。近年来，面板行业产能结构也逐步优化，大量 LCD 面板生产线几乎都已完成折旧，受行业价格内卷的影响，低世代的面板生产线也经历了产能淘汰，面板企业不再盲目追求规模扩张，而是根据市场需求变化灵活调整生产及投资节奏，优质产能的占比不断提高。在新一轮上升周期里，受益于国补政策以及消费电子产品技术迭代，高端面板产品下游市场需求旺盛，未来面板行业将会是 LCD、OLED 及 Mini-LED 等技术多路径并行的格局。

本文通过复盘面板行业历史，研究面板在本轮上行周期信用风险因素的表现，为投资者和从业者提供信用风险判断依据。

二、面板行业周期及影响信用风险重点因素

（一）面板行业周期

自 2012 年起，面板行业在供需关系、技术迭代等因素的驱动下经历了三轮完整的周期，2023 年起由强周期向弱周期过渡，2024 年至今，面板行业开启了第四轮的上行周期。

面板行业具有强周期性特征，复盘面板行业周期，供需变化、技术迭代、竞争格局变化贯穿面板行业发展始终。在每轮周期上升阶段，面板行业供需关系和企业业绩均得到改善；在下行阶段，面板供给过剩，价格下跌，企业亏损数量增加。

表 2.1 面板行业周期情况

周期	阶段	时间	周期特征
第一轮周期	上行阶段	2014 年 9 月—2015 年 6 月	LCD 面板需求增长，行业景气度上行，面板企业满产满销，面板价格上涨。
	下行阶段	2015 年 7 月—2016 年 8 月	LCD8.5 代生产线集中投产，行业产能大幅增长，供给过剩，面板价格承压下行
第二轮周期	上行阶段	2016 年 9 月—2017 年 11 月	大尺寸液晶电视、手机用 OLED 屏幕需求增长，韩国企业收缩 LCD 产能，行业实现了供需平衡，面板价格上涨。
	下行阶段	2017 年 12 月—2019 年 12 月	LCD10.5 代生产线集中投产，供给过剩，面板价格下跌。
第三轮周期	上行阶段	2020 年 4 月—2021 年 7 月	疫情催生的“宅经济”使得显示器、笔记本等终端需求爆发，韩企加速退出 LCD 产能，面板价格上升。
	下行阶段	2021 年 8 月—2022 年 10 月	“宅经济”效应断崖式消退，供给过剩，面板价格暴跌。

	调整阶段	2022 年 11 月—2023 年底	面板厂商控产降低库存，面板价格低位调整，2023 年 3 月起，面板价格开始恢复上涨。
第四轮周期	上行阶段	2024 年至今	以旧换新政策激活终端需求，车载、平板等中尺寸 OLED 应用需求持续释放，面板厂商控产，面板价格在供需平衡下保持稳定。

数据来源：公开资料，联合资信整理

第一轮周期（2012—2016 年）

2012 年起，LCD 面板凭借成本优势彻底取代 PDP 面板（等离子显示面板）市场空间，消费电子（手机、PC）等中小尺寸终端产品兴起，对 LCD 面板需求稳步扩张，需求支撑行业景气度开始上行。2014 年 9 月—2015 年 6 月，韩国、中国台湾头部企业产能输出稳定，中国大陆厂商如京东方、中电熊猫等加速建设 LCD8.5 代生产线，但仅少数产线投产，因此整个行业产能扩张节奏温和，LCD 面板供需基本达到平衡，价格开始上行。2015 年 7 月—2016 年 8 月，中国大陆多家企业 LCD8.5 代生产线集中投产，行业产能大幅增长，供给过剩，面板价格承压下行。2012—2014 年行业盈利情况稳定；2015—2016 年韩企及中国台湾部分企业盈利下滑，京东方、TCL 华星等中国大陆企业凭借产业链及产品结构优势，盈利处于行业前列。

第二轮周期（2016—2019 年）

2016 年 9 月—2017 年 11 月，液晶电视大尺寸趋势带动了全球面板需求增长，智能手机面板出货量也持续增长，手机用 OLED 面板需求更是强劲。同时由于韩国企业收缩 LCD 面板产能转向 OLED，行业实现了供需平衡，景气度开始上行，面板价格上升。2017 年 12 月—2019 年 12 月，消费电子终端需求增长乏力，而中国大陆企业开启新一轮的扩张，京东方、TCL 华星及日本夏普公司等多条高世代 LCD（10.5 代线）生产线集中投产，全球面板产能大幅增长，行业供需平衡被打破，陷入供给过剩困境，行业转入下行周期，面板价格下降。2016—2017 年面板企业业绩亮眼；2019 年行业利润大幅下滑，京东方利润骤降，但仍然盈利，群创、友达由盈转亏，三星、LG 的 LCD 业务持续亏损，坚定其退出 LCD 领域的决心。

第三轮周期（2020—2023 年）

2020—2021 年，由疫情催生的宅经济使得显示器、笔记本等终端需求爆发，韩系厂商加速退出 LCD 领域，面板价格持续上涨，中国大陆企业京东方、TCL 华星等企业趁机扩产，填补了韩企退出后的产能空缺。但从 2021 年下半年开始，随着宅经济效应消退，叠加全球通胀以及地缘政治因素，消费电子终端需求开始下降。同时因前期中国大陆厂商大规模扩产产能集中释放，行业供给严重过剩，面板价格又开始大幅

下跌。直至 2023 年 2 月，经过面板厂商一系列控产措施，LCD 面板价格才从低谷爬升。2020—2021 年行业盈利丰厚；2022 年全行业业绩大幅下滑，多家企业亏损；2023 年行业分化，京东方净利润大幅下降但亏损幅度收窄，维信诺、深天马等仍大幅亏损。

第四轮周期（2024 年至今）

自 2024 年起，面板行业开启了第四轮的上行周期。国内以旧换新政策促消费激活了终端需求，中小尺寸显示领域需求复苏，车载、平板等中尺寸 OLED 应用需求持续释放，折叠屏等高端手机需求推动柔性 OLED 需求增长。从竞争格局看，大陆厂商占据全球 LCD 产能 75%以上，京东方和 TCL 华星份额合计超 50%，主导行业供需与价格；头部面板厂商调整稼动率、延长假期等控产方式稳住供给，面板行业实现价格稳步回升。

（二）影响面板行业信用风险的核心因素

结合 2012 年至今面板行业四轮周期的演变规律可以看出，供需情况、技术迭代、市场竞争和企业财务风险是衡量面板企业信用风险的核心因素。

供需情况

供需变化会导致面板价格波动，决定了企业的营收与现金流，进而影响偿债能力，是信用风险的首要来源。在上行周期，如 2020—2021 年宅经济带动下，面板需求爆发且供给处于紧平衡，各类面板价格持续上涨，企业营收和净利润大幅增长，盈利丰厚使其偿债能力增强，行业信用风险处于低位。而到了下行周期，此前扩产释放的产能会形成供给过剩，如 2022 年因宅经济退潮，面板供给过剩问题凸显，面板价格大幅下跌甚至逼近成本线。此时企业盈利急剧收缩甚至亏损，资金回笼困难，不仅难以偿还银行贷款等债务，还可能因现金流紧张拖欠上游供应商货款，信用风险大幅攀升。

技术迭代

技术迭代有利于生产成本下降和生产效率提升，也会使旧技术生产线加速淘汰，从而促使行业竞争格局发生变迁，加剧企业经营压力与信用分化。面板行业技术迭代速度快，每轮技术迭代都需要企业不断投入大量资金进行技术研发和设备更新，以保持竞争力。若企业未能跟上技术趋势，存量产能可能快速“过时”，如 PDP 面板被 LCD 替代，相关企业直接退出市场；2016 年后韩企收缩 LCD 转向 OLED，而固守 LCD 且未布局 OLED 的企业（如部分中国台湾中小厂商）在后续周期中盈利持续承压。同时，技术转型需大额研发与资本开支，若企业研发能力不足或资金链紧张，无法跟上技术迭代，将面临产品滞销、产能闲置，进一步推升信用风险。

市场竞争

行业竞争格局重构会引发市场份额争夺风险，上行周期时，市场需求旺盛，行业内多数企业都能盈利，竞争压力较小，中小厂商也可凭借产能获得稳定收益，信用风险整体可控。但下行周期中，市场份额争夺白热化，头部企业通过规模优势和成本控制挤压中小厂商生存空间。例如 2020—2023 年周期内，韩企退出 LCD 领域后，大陆头部厂商持续扩产，中国台湾企业群创因价格策略调整流失客户，出货量大幅下滑，经营压力下其偿债能力减弱，信用风险高于头部企业。

财务杠杆、盈利水平

面板行业是典型的资本密集型行业，建设一条高世代产线通常需要投资超数百亿元，企业扩产高度依赖债务融资，因此财务风险也是面板行业的重要风险因素之一。在上行周期，企业为抢占市场份额会大举扩产，多通过银行贷款、发行债券等方式融资，这会显著推高企业的资产负债率和财务杠杆。此阶段行业供需情况良好，企业毛利率较高，盈利能力和偿债能力同步增强，信用风险处于较低水平。若行业进入下行周期，面板需求下降引发产能利用率下滑（如 2022 年全球 LCD 面板产能利用率跌破 70%），盈利空间持续收窄，叠加高额债务本息偿付压力，将进一步加剧企业现金流紧张，增加信用风险。另外，面板企业产线建设回收期长，若债务期限过于短期化，会引起“短债长投”的期限错配，在周期下行期易引发流动性风险。

三、本轮上行周期（2024 年至今）信用风险因素变化情况

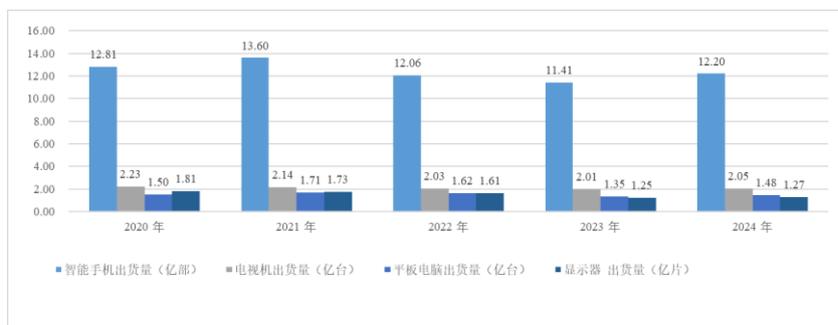
（一）供需情况

在本轮上升周期中，消费电子终端产品需求升级及国家以旧换新政策共同驱动面板需求增长。面板供需整体处于紧平衡状态。低端面板产能维持稳定，高端面板呈现产能快速扩张以追赶高端产品增长需求的态势。面板价格在供需博弈下基本保持稳定。

2024 年至今，面板行业需求增长主要受消费电子终端产品需求升级及国家以旧换新政策驱动。根据中商产业研究院发布的《2025—2030 全球及中国显示面板市场现状研究分析与发展前景预测报告》显示，2024 年全球显示面板市场规模达到 1.3 万亿元，较上年增长 9.41%。预测 2025 年全球显示面板市场规模将达到 1.4 万亿元。

电视机大屏化是近几年全球电视市场的确定性发展趋势，2024 年全球 LCD 电视面板平均尺寸已达 51.4 英寸，较上年增加了 1.4 英寸，全球电视市场出货量同比增长 2%。此外，大屏化和 Mini-LED 技术相互协同，Mini-LED 技术能够更好的支撑大屏幕画面，2024 年 Mini-LED 电视销量达 556.3 万台，同比增长 490.6%。2024 年全球平板电脑呈现出稳健复苏态势，出货量同比增长 9.2%。另外，全球显示器市场品牌

整机出货量同比增长 1.5%，其中拥有高刷新率、高分辨率性能电竞显示器面板需求量同比增长 12%。2024 年全球智能手机显示面板出货量同比增长 7%，OLED 显示面板已广泛用于智能手机，OLED 智能手机出货量为 7.84 亿台，同比增长 26%，市场份额占比提升至 51%。



数据来源：公开资料，联合资信整理

图 3.1 2020—2024 年消费电子产品出货量情况

2024 年 1 月，工信部等 7 部门联合印发《关于推动未来产业创新发展的实施意见》明确要加快量子点显示、全息显示等技术研究，突破 Micro-LED、激光、印刷等核心显示技术并实现规模化应用，还提出要推动这些技术在智能终端、智能网联汽车等多场景快速推广，为面板行业技术升级划定了重点方向。

2025 年 1 月，国家发展改革委、财政部印发《关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》及《手机、平板、智能手表（手环）购新补贴实施方案》，“两新”政策补贴范围进一步扩大，将手机、平板、智能手表（手环）纳入补贴范围，对消费电子终端的补贴力度进一步加强。消费品以旧换新补贴方面，实施手机等数码产品购新补贴，享受以旧换新补贴的家电产品也由 2024 年的 8 类增加到 12 类，单件最高可享受销售价格 20% 的补贴。个人消费者购买手机、平板电脑、智能手表（手环）3 类数码产品，单件销售价格不超过 6000 元，可享受购新补贴。

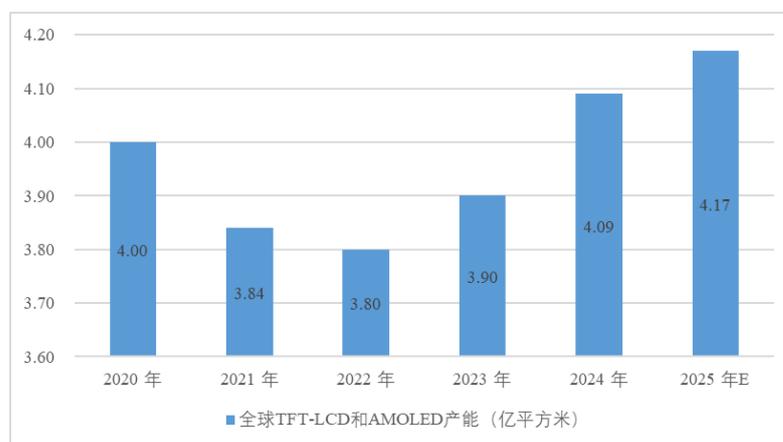
表 3.1 2024 年以来面板行业政策情况

发布时间	行业政策	发布部门	政策目标
2024 年 1 月	《关于推动未来产业创新发展的实施意见》	工信部等 7 部门	推动量子点显示、全息显示等技术研究，突破 Micro LED、激光、印刷等核心显示技术并实现规模化应用。
2024 年 3 月	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	国务院	将家电以旧换新作为重点内容，提出支持企业开展以旧换新促销，鼓励地方对绿色智能家电给予补贴，为全年政策定下基调。
2025 年 1 月 5 日	《关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》	国家发展改革委、财政部	落实“两新”政策，补贴范围进一步扩大，力度进一步加强。扩大有效投资、提振消费需求、促进产业升

2025年1月13日	《手机、平板、智能手表（手环）购新补贴实施方案》	商务部等5部门	级、支撑绿色转型 提振数码产品消费，拉动内需，激发产业链活力，推动产业升级与高质量发展
------------	--------------------------	---------	--

数据来源：公开资料，联合资信整理

从供需情况看，低端面板产能维持稳定，高端面板呈现产能快速扩张态势，以追赶高端产品增长需求。在本轮上升周期中，2024—2025年，全球 TFT-LCD 和 AMOLED 面板合计产能持续增长，其中 AMOLED 面板产能占比约 10~15%。大量产能集中于标准分辨率、60Hz 刷新率的中低端 TV 面板，高端面板产能占比相对较少。对于大尺寸高端电视面板，厂商采取“按需生产策略”；在 IT 产品等中尺寸领域，因换机需求和 AI 技术赋能，高端 IT 面板供应短缺；车载等新型显示领域面板需求旺盛，供需相对紧平衡。在此情况下，各大厂商纷纷布局高世代面板生产线以生产高端面板。目前全球 OLED8.6 代生产线在建项目共计 4 条，规划投产时间为 2026—2028 年，产品定位中尺寸 IT 高端面板赛道。从行业供需情况演变趋势看，预计未来 1~3 年内（即 2026—2028 年投产周期内），随着新建产能逐步释放与市场需求稳步增长形成匹配，高端面板市场将实现供需平衡；而 2028 年之后，若新增产能持续落地且需求增长不及预期，高端面板领域或将面临产能过剩的风险。



数据来源：公开资料，联合资信整理

图 3.2 近年来全球 TFT-LCD 和 AMOLED 合计产能情况

2024 年至今，面板价格在供需博弈下基本保持稳定。在本轮上升周期，国家“两新”政策扩围刺激了终端产品（手机、平板电脑）等终端销量，而面板厂商利用岁休、调整稼动率等方式控制产能，需求复苏和产能控制使得面板供需达到平衡，共同支撑了面板价格。根据 CINNO Research 预测，2025 年 11 月面板价格将开启普降通道，

第四季度是面板企业冲业绩的关键期，行业控产节奏难以统一，平均稼动率预计维持在 80%左右，供需博弈下，50 寸至 85 寸等主流尺寸面板价格预计下滑 2 美元，超大尺寸面板跌幅将更显著，这一拐点是短期需求回落与供给调控不充分共同导致的阶段性调整。

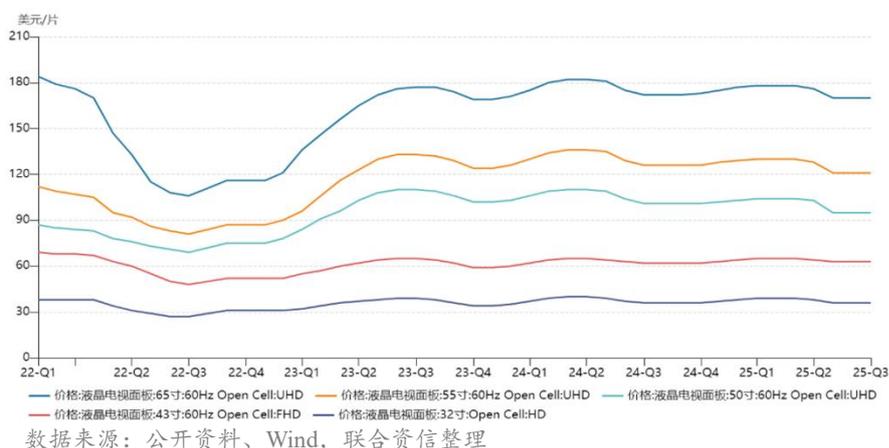


图 3.3 近年来液晶电视面板（32—65 寸）价格走势情况

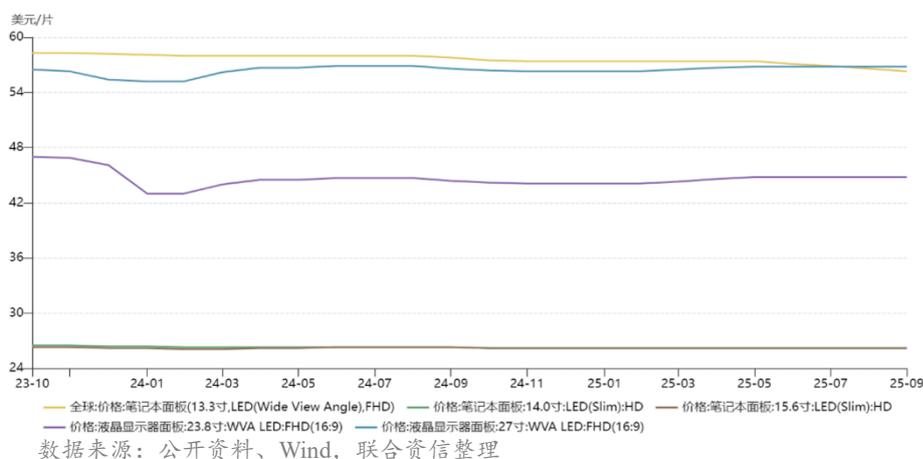


图 3.4 近年来笔记本和显示器面板价格走势情况

（二）技术迭代

当前全球显示面板市场呈现技术路线多元化发展。LCD 技术凭借成本优势和稳定的性能，在中低端电视、入门级手机等成本敏感型领域占有主导地位。OLED 技术凭借显示效果好、轻薄、能弯折等优势，在手机、IT 产品的中高端领域市场份额持续提升。Mini-LED 技术同时兼具寿命长、成本低优势，填补了普通 LCD 与高端 OLED 之间的市场空白，成为大众消费者高性价比选择。Micro LED 技术受制于高成本及技术瓶颈，尚未实现商业化。

显示面板按技术路线可以分为几大类：LCD（液晶显示，主要为 TFT-LCD）、OLED（有机发光半导体显示，主要为 AMOLED），Mini-LED（LCD 背光升级）及 Micro LED。

表 3.2 面板行业技术路线优势和劣势表现

技术路线	优势	劣势	主要应用场景
LCD	技术与生产体系成熟，使用寿命长。制造成本极低。	机身较厚，对比度低，暗场细节表现差，易出现边缘漏光，高速运动画面易出现拖影。技术创新空间有限。	适合监控、地铁广告屏等长期显示静态内容的场景，车载显示、中低端电视等对成本敏感的领域以及超大屏 LCD 电视。
OLED	超高对比度，暗场层次感极强，响应速度达微秒级。结构轻薄且支持柔性折叠。	有机材料易老化，有烧屏风险，显示大面积高亮画面时会触发自动降亮度机制。大尺寸面板制造工艺复杂，良率低，成本远高于 LCD。	折叠手机、高端穿戴设备等对柔性显示需求高的场景。
Mini-LED (LCD 背光升级)	对比度接近 OLED，成本低于 OLED 和 Micro LED，同尺寸产品价格仅为 OLED 的一半左右。	背光技术易产生光晕问题，影响暗场观看体验。高端芯片、驱动 IC 部分依赖进口，国产替代率不足 30%	高端大屏电视、电竞显示器、车载等消费与商用领域。
Micro LED	寿命可达 10 万小时以上，对比度与 OLED 相当，响应速度为纳秒级。支持模块化拼接，可定制任意尺寸。	巨量转移技术难度大，良率低。生产成本极高（65 英寸产品价格超百万元），产业链未成熟。	高端电竞、AR/VR、车载 HUD 等场景，超大屏商用显示和小型微显设备。

数据来源：公开资料，联合资信整理

TFT-LCD 技术作为当前最成熟的显示技术，在电视、显示器及平板电脑等大尺寸与中尺寸产品领域仍占据主导地位，凭借成本优势和稳定的性能，保持着较高的市场份额，2024 年市场规模占比为 56.25%。TFT-LCD 技术在中低端电视、入门级手机、监控设备、成本敏感型商显等领域仍具备不可替代性，虽在高端显示市场受到 OLED 的挤压，但依托入门级消费电子、主流电视等场景的稳定需求，当前在整体显示面板市场份额仍超 50%，且短期内这一格局难以大幅改变。

OLED 技术具备自发光、高对比度、柔性等特性，更倾向于应用在高端智能手机、折叠屏手机、高端笔记本电脑及车载显示等产品上。尽管技术优势突出，但受限于成本与产能，目前整体市场份额相对较少，2024 年市场规模占比 14.51%。2025 年，手机用 OLED 面板首次超过 LCD 面板，同时 OLED 面板在中尺寸 IT 面板（笔记本电脑、平板电脑）市场对需求也日益攀升。

Mini-LED 作为高画质与高性价比的均衡方案，填补了普通 LCD 与高端 OLED 之间的市场空白，Mini-LED 技术本质是基于 LCD 的背光升级方案，经过技术的不断迭代，如今 Mini-LED 的画质表现已经不逊色于 OLED。通过精细化的背光控制提升显

示对比度与清晰度，主要与大尺寸产品（如大尺寸电视、高端显示器）协同，满足用户对高画质的需求。更重要的是，Mini-LED 显示技术较 OLED 使用寿命长、成本低，更容易受到大众消费者的欢迎。2025 年，Mini LED 电视出货量首次超过了 OLED 电视出货量，现阶段 Mini LED 技术成本是 OLED 一半左右，随着技术继续迭代，未来成本会进一步降低。

Micro LED 属于新一代自发光技术，拥有高亮度、长寿命、快响应等优势，但目前受限于技术成熟度、量产难度及高成本，实际商用场景较少，尚未大规模普及。

（三）市场竞争

在本轮上升周期中，面板行业主要由韩国、中国两个国家的企业主导，竞争格局基本稳定，集中度很高。中国企业在 LCD 领域拥有话语权，韩国厂商在 OLED 领域凭借先发技术优势和专利壁垒仍占据主导地位，Mini-LED 技术领域，中韩企业在产业链的不同环节集中度和竞争态势均存在差异。

在 LCD 领域，2024 年中国大陆产能占全球产能 72.7%，中国台湾产能约占 20%。京东方、TCL 华星、惠科合计拥有 12 条 G8.5+代 LCD 面板生产线，主导了大尺寸面板的供应。受制于工厂成本压力和利润挑战，低世代的 LCD 产线加速出清，中尾部面板企业不断被收购整合，行业集中度持续提升，强者恒强。2025 年前三季度，京东方、TCL 华星保持了“双巨头”格局，两者合计占据全球 LCD 面板市场超 50%份额。

在 OLED 等高阶技术领域，韩国厂商凭借先发技术优势和专利壁垒目前仍占据主导地位，2024 年韩国厂商占据全球 AMOLED 面板一半以上的产能，中国大陆占 AMOLED 全球产能 38.0%。韩国 OLED 面板企业在材料和工艺成熟度上部分领域具有相对优势，并在大尺寸 OLED 面板上面出货量较多。中国企业在 OLED 领域正逐步实现技术突破，但与三星市场份额相比仍有一定差距。

在 Mini-LED 技术领域，中韩企业互相角逐，产业链不同环节集中度和竞争态势差异显著。2021 年，三星、LG 等韩国品牌主导全球高端 Mini-LED 电视市场。但到 2024 年第四季度，LG 被海信、TCL 等中国品牌逐步赶超，2025 年第一季度，三星以 28%的市场份额位列第一，海信和 TCL 以 19%、20%的份额跃居前三，LG 以 16%的份额排在第四。另外，中国企业通过绑定终端品牌、优化供应链管理，通过性价比优势在 Mini-LED 产业链上游实现差异化突围。比如华灿光电（京东方控股子公司）、三安光电在 Mini-LED 芯片领域有所突破，通过不断微缩芯片尺寸，提升良率，降低成本，成为京东方、TCL、三星等终端巨头的核心供应商，2024 年合计

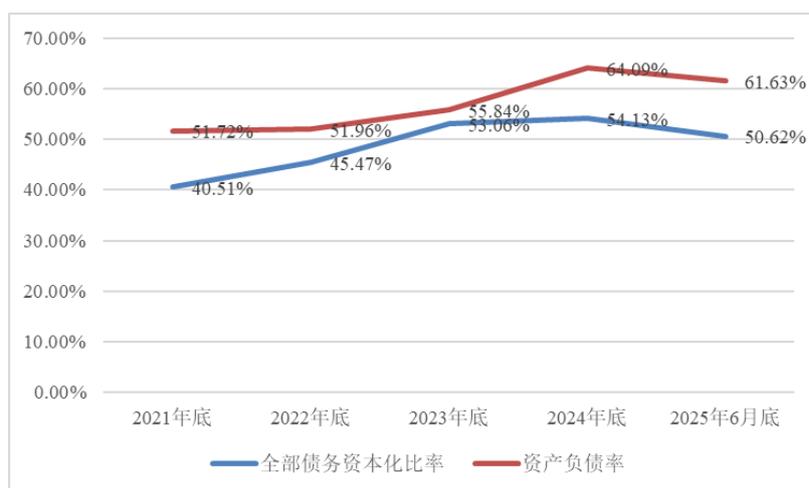
占据全球 MiniLED 芯片市场超过 60%的份额。

（四）财务杠杆及盈利水平

在本轮上行周期中，面板企业财务杠杆仍处于较高水平，头部企业全部债务资本化比率在 50%左右，中尾部企业超过 60%。面板企业通过控产稳价盈利情况改善，但毛利率仍处于较低水平，头部企业毛利率在 13%~16%之间，尾部企业毛利率低于 7%，甚至为负。

面板行业单条高世代产线投资达几百亿元，企业普遍依赖债务融资（银行借款、发债）支撑扩产与技术迭代，高资产负债率易引发偿债压力。但在本轮上行周期，从样本企业财务杠杆情况看，截至 2025 年 6 月底，样本企业全部债务资本化比率中位值 51.13%，较上年底基本持平，但仍处于近五年中的较高水平。

京东方、深天马全部债务资本化比率在 50%左右，债务水平较高，主要因前期产线建设投入较多，随着产能折旧进入尾声，叠加盈利改善带来的现金流增长，财务杠杆有下降趋势。华映科技、维信诺、和辉光电全部债务资本化比率均超过 60%。华映科技受历史遗留债务问题及市场竞争激烈导致产能利用率不足等影响陷入了“高负债低盈利”的恶性循环；维信诺近几年持续亏损，同时投资的新生产线尚未转化为盈利，债务负担重；和辉光电债务规模持续攀升。彩虹光电和龙腾光电因近年来未新建产能财务杠杆保持在较低水平。



数据来源：公开资料，联合资信整理

图表 3.5 2021—2025 年 6 月底样本企业财务杠杆指标（中位值）

在本轮上行周期，面板企业通过控产稳价，面板行业盈利情况有所好转。从净利润看，2025 年上半年，8 家中国大陆面板企业（含 TCL 华星）中有 4 家面板企业实现盈利，较上年同期增加 1 家。

从毛利率水平看，2025 年上半年，京东方、深天马、彩虹股份毛利率最高，在 13%~16%之间，这三家企业依靠产品多元化布局及规模效应优势维持了高毛利。龙腾光电、维信诺、华映科技、和辉光电毛利率均低于 7%，甚至为负，这几家企业产品受市场竞争、对客户议价能力弱影响，盈利空间被挤压。

表 3.3 2021—2024 年及 2025 年 1—6 月样本企业毛利率

证券简称	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—6 月
深天马	17.72%	12.36%	6.16%	12.72%	14.86%
华映科技	11.25%	-17.60%	-57.94%	-28.09%	-27.67%
京东方	28.41%	11.07%	11.98%	14.64%	13.87%
维信诺	-3.99%	-5.56%	-36.67%	-8.78%	-3.56%
彩虹股份	28.44%	-22.87%	14.40%	18.85%	15.74%
龙腾光电	27.89%	18.48%	6.54%	6.65%	6.68%
和辉光电	-13.09%	-24.28%	-78.41%	-30.89%	-20.67%

数据来源：公开资料，联合资信整理

另外，三星、京东方、TCL 华星、维信诺 4 家企业正加速布局 OLED8.6 代线，预计投产时间为 2026—2028 年。OLED8.6 代线相较于 6 代线单平米成本可以降低 35%~40%。短期内，这些企业新生产线研发投入较高，而且前期折旧和摊销压力较大，会对其盈利数据形成一定拖累。但高世代产线规模化生产后，将快速抢占中尾部企业高端客户资源，其成本优势也会传导至低端市场并引发价格战。届时未布局新生产线的企业为维持出货只能被迫降价，盈利空间将被继续压缩。

四、本轮上行周期面板行业信用风险总结及展望

（一）消费电子高端化需求是本轮面板行业上行的中长期核心驱动，但国补政策延续的不确定性可能带来需求波动风险。消费电子高端化需求增长及国补政策驱动了本轮上行周期。消费电子高端化需求已成为中长期确定的发展趋势，但国补政策延续时间存在一定不确定性，若未来国补政策突然结束或力度大幅减弱，可能导致面板需求下降。

（二）在本轮上行周期，低端面板产能稳定而高端面板产能快速扩张，2026—2028 年高端面板有望实现供需平衡，2028 年后若供需错配则可能面临产能过剩风险。从供需情况看，低端面板产能维持稳定，高端面板呈现产能快速扩张态势，以追赶高端产品增长需求。在本轮上升周期中，各大厂商纷纷布局高世代面板生产线以生产高端面板。目前全球 OLED8.6 代生产线在建项目规划投产时间为 2026—2028 年，从行业供需情况演变趋势看，预计未来 1~3 年内（即 2026—2028 年投产周期内），随着新建产能逐步释放与市场需求稳步增长形成匹配，高端面板市场将实现供需平衡；而

2028 年之后，若新增产能持续落地且需求增长不及预期，高端面板领域或将面临产能过剩的风险。

（三）面板行业将长期呈现多技术并行格局，LCD 稳固主流地位，OLED 向中高端渗透，Mini-LED 填补细分高端市场空白，Micro LED 因技术瓶颈短期难成主流。 LCD 面板凭借成熟技术工艺和低成本，中长期仍是主流技术。OLED 技术凭借显示效果好、轻薄、能弯折等优势，在手机、IT 产品的中高端领域市场份额持续提升。Mini-LED 技术作为 LCD 的升级方案，虽无法替代 OLED 和 LCD，但会在细分高端场景成为主流补充技术。作为新一代自发光技术，Micro LED 具备高亮度、长寿命、快响应等极致优势，但受限于技术成熟度不足、量产难度大及高成本等问题，目前商用场景极少，尚未实现大规模普及，短期内难以成为市场主流。

（四）在本轮上行周期，中国企业垄断 LCD 市场且集中度持续提升，OLED 领域 2026—2028 年将迎来中韩高世代产线对决。 韩国厂商基本已完全退出 LCD 领域，将资源转向 OLED 等高端技术，而京东方、TCL 华星等中国企业在 LCD 持续占主导地位。同时 LCD 中小产能持续淘汰，头部企业出货占比还将提升，未来控产稳价将成常态，进一步巩固垄断地位，LCD 领域集中度将持续提升。2026—2028 年将成为中韩企业 8.6 代 OLED 产线量产对决的关键年，随着产能释放，中国企业在 OLED 市场份额有望进一步逼近韩国企业。中国在 Mini-LED 产业链的优势贯穿上下游，从芯片、外延到背光板、控制芯片的供应链均快速发展，再加上 TCL、海信等终端品牌的强力推广，未来中国企业将在高端显示器、大尺寸电视等 Mini - LED 核心应用场景将持续扩大领先优势。

（五）财务杠杆呈分化态势，头部企业随产能折旧完成和现金流改善将稳步降杠杆，中尾部企业除少数细分赛道优势企业外，多数杠杆高企且风险加剧。 头部企业当前高杠杆多源于此前产线建设投入，而未来随着产能折旧进入尾声，叠加盈利改善带来的现金流增长，财务杠杆将稳步下行。中尾部企业杠杆分化，少数聚焦车载显示等细分赛道且具备技术优势的企业，可能借助市场需求增长实现盈利回暖，通过经营现金流偿还部分债务，杠杆率小幅下降；多数缺乏核心竞争力的中尾部企业，因面临头部挤压，产能利用率不足，且无足够资金投入技术升级，不仅难以降低现有债务，还可能为维持运营被迫继续举债。

（六）盈利水平头部集中趋势显著，头部企业受益于产线折旧完成、技术迭代及控价策略盈利持续提升，中尾部企业受挤压盈利低迷，部分企业或遭淘汰。 对于头部企业，2025 年 LCD8.5 代产线折旧基本完成，2026 年起 10.5 代产线折旧结束，大尺寸面板成本优势凸显，加上 LCD 面板控产稳定价格策略常态化，预计未来 1~2 年大尺寸面板

价格将维持稳定，LCD 面板毛利率有望提升。2026—2028 年为 OLED 高世代线集中投产期，OLED8.6 代线相较于 6 代线单平米成本可以降低 35%~40%，OLED 技术迭代将使材料成本下降以及良率提升，将进一步扩大盈利空间。对于中尾部企业，行业集中度提升将进一步挤压中尾部企业的生存空间，中尾部企业盈利水平难有大幅改善。多数企业因技术和规模劣势，只能聚焦低毛利的标准 LCD 产品，毛利率大概率维持在 7% 以下。而那些技术迭代滞后、无法切入增量赛道的企业，不仅难以扭转亏损局面，还可能因供需失衡和成本高企，出现毛利率持续为负的情况。随着行业竞争加剧，这类企业最终可能被整合或退出市场，行业盈利向头部集中的趋势会更加明显。

联系人

投资人服务 010-85172818-8088 investorservice@lhratings.com

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。