长江证券 CHANGJIANG SECURITIES

丨证券研究报告丨



公司研究丨深度报告丨瑞联新材（688550.SH）

从精研致用到多元成长，有机小分子平台再进阶

请阅读最后评级说明和重要声明

报告要点

公司深耕有机小分子领域，依托复杂合成、高纯化及产业化能力，由显示材料向医药及电子材料拓展，逐步形成多元业务布局。显示材料基本盘稳固，OLED 向中大尺寸应用渗透及材料升级打开成长空间；医药业务依托长期客户合作和核心商业化品种，向原料药、非天然氨基酸等领域延伸；电子材料则从光刻胶单体、PSPI 单体等关键原料切入，客户认证与量产供货取得突破。我们认为，公司成长的核心在于将长期研发积累转化为跨领域产品开发及稳定供货能力，随着新品放量与新增产能释放，多产品梯队有望共同推动盈利增长。

分析师及联系人



马太

SAC：S0490516100002

SFC：BUT911

| 证券研究报告 |

2026-10-23

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 首次

瑞联新材（688550.SH）

从精研致用到多元成长，有机小分子平台再进阶

公司概况：从显示材料供应商到专业小分子合成平台

公司专注于专用有机新材料的研产销，以显示材料起家，将复杂有机合成及精细化生产能力拓展至医药中间体和电子材料，形成成熟业务与新兴业务协同发展的格局，主营产品包括 OLED 材料、液晶材料、创新药中间体、原料药、半导体光刻胶单体和 PSPI 单体等。随着终端需求恢复和医药中间体放量，公司营业收入从 2023 年的 12.1 亿元增长至 2025 年的 16.8 亿元，年复合增速达 17.8%；归属净利润从 2023 年的 1.3 亿元快速增加至 2025 年的 3.1 亿元，年复合增速达 51.8%。2026H1 公司电子材料产品放量，有望成为业绩主要增长点。

显示材料：液晶稳固基本盘，OLED 打开结构性空间

大尺寸化为液晶材料需求提供支撑，OLED 则持续向平板、笔电、显示器及车载等应用渗透，叠加高世代产线建设为上游材料需求带来增量。公司兼具液晶单体与 OLED 升华前材料优势，已与国内外主要终端材料厂商建立长期合作，能够同时参与海外高端显示供应链和国内材料国产化进程，并通过与下游客户合作，向升华后终端材料及印刷 OLED 材料延伸。

医药中间体：创新药项目进入兑现期，管线决定持续性

CDMO 行业受益于新药研发带动的专业化分工，市场空间广阔。公司医药业务以创新药中间体为主，整体管线布局日趋成熟，核心项目放量潜力突出，并与下游核心客户 Chugai 等合作形成较强供应黏性，2025 年医药中间体收入同比增长 89.5%。公司同时推进原料药注册和非天然氨基酸、短肽等产品开发，“中间体+原料药”一体化布局进一步打开成长空间。

电子材料：验证转量产，打造未来增长主线

公司从半导体光刻胶单体、PAG 及树脂等上游材料切入国产化供应链，部分产品已实现量产，客户采购需求增长。2026 年上半年电子材料收入 7188 万元，同比增长 161.8%。公司 PSPI 单体已通过海外头部客户认证，新建 200 吨 PSPI 单体项目预计于 2027 年二季度完工。先进封装需求扩张叠加新增产能释放，有望推动电子材料成长为公司新的业绩支柱。

公司优势：研发创新构筑竞争壁垒

公司三大业务共享底层技术与产业化平台，核心优势是长期研发积累形成的复杂有机合成、高纯化及产业化能力。自 2022 年以来，公司研发投入占收入比例总体维持在 7%以上，并建立从分子设计、中试放大到规模化生产的完整体系，能够将研发成果转化为满足客户要求的稳定供货。凭借产品质量与工艺积累，公司与国内外头部材料及医药企业形成长期合作，海外成熟供应链与国内增量市场并行拓展，使公司同时受益于全球终端需求增长和国内材料国产化。

投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

公司是我国 OLED 升华前材料及高端液晶单体代表性企业，主业经营稳健，医药板块贡献较强盈利。随着电子材料验证成果转化及产品结构向高附加值方向升级，公司盈利规模有望持续提升，预计 2026/2027/2028 年归属净利润分别为 3.67/4.73/5.80 亿元，给予“买入”评级。

风险提示

1、下游需求及主要客户采购不及预期；2、新产品验证及项目建设进度不及预期；

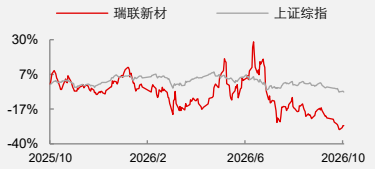
3、海外经营及汇率波动风险；4、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。

公司基础数据

当前股价(元)	33.32
总股本(万股)	17,607
流通A股/B股(万股)	17,607/0
近12月最高/最低价(元)	62.90/31.70

注：股价为 2026 年 10 月 21 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

更多研报请访问
长江研究小程序

目录

公司概况：从显示材料供应商到专业小分子合成平台 7
公司业务：三大板块共享同一底层能力 7
股权结构：青岛西海岸新区国资局为公司实控人 8
财务分析：收入恢复增长，业务结构逐步优化 9
显示材料：液晶稳固基本盘，OLED 打开结构性空间 12
液晶材料：面板产能向国内集中，市场进入存量竞争 12
OLED 材料：高世代产线爬坡带来需求增量 16
医药中间体：创新药项目进入兑现期，管线决定持续性 25
新药研发带动专业化分工，CDMO 市场空间广阔 25
以创新药中间体为基本盘，一体化打开成长空间 26
电子材料：验证转量产，打造未来增长主线 30
光刻胶：图形转移核心耗材，国产替代持续突破 30
PSPI：上游单体迎来扩容机遇，公司率先实现量产 33
公司优势：研发创新构筑竞争壁垒 36
研发作为竞争优势起点，长期积累形成核心壁垒 36
布局海外，构筑全球化客户体系 38
投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级 40
风险提示 41

图表目录

图 1：公司发展历程 7
图 2：公司股权结构（截至 2026.6.30） 8
图 3：公司营业收入及同比增速 9
图 4：公司净利润变化情况 9
图 5：公司各业务板块收入占比情况 10
图 6：公司各业务板块毛利率情况 10
图 7：公司整体盈利能力保持稳定 10
图 8：公司费用管控能力强，重视研发投入 10
图 9：公司经营活动现金流净额及收现比 11
图 10：公司资产负债率保持较低水平 11
图 11：平板显示（FPD）技术按照非自发光和自发光的分类情况 12
图 12：LCD 产业链情况 13
图 13：全球不同应用领域大尺寸显示面板出货面积及预测 13
图 14：全球大尺寸面板液晶电视出货量及同比 14
图 15：全球大尺寸面板液晶电视出货面积及同比 14
图 16：Mini LED 发光原理 14
图 17：2018~2025 年全球 LCD 面板厂商区域产能市占率 15

图 18：2025 年全球 LCD 面板产能份额 15
图 19：2018 年混晶材料市场竞争格局 15
图 20：电子发光层示意图 17
图 21：OLED 发光层材料 17
图 22：OLED 发光器件结构图 17
图 23：OLED 显示行业产业链 18
图 24：全球 OLED 面板终端应用情况（2024 年） 18
图 25：全球智能手机 AMOLED 出货情况及预测（百万个） 19
图 26：全球折叠屏智能手机出货量及预测 19
图 27：OLED 显示器出货量预测及同比 19
图 28：OLED 显示器在整体显示器市场的渗透率及预测 19
图 29：Tandem 叠层结构的发光单元及功能层数量比传统结构更多 20
图 30：OLED 面板出货面积有望快速增长（百万平方米） 21
图 31：OLED 面板市场规模有望持续增长（十亿美元） 21
图 32：全球 OLED 有机材料市场规模及预测 21
图 33：全球 OLED 前端材料市场规模及预测 21
图 34：2025 年全球 OLED 终端材料市场份额占比（按收入计算） 22
图 35：2025 年全球 OLED 前端材料市场份额占比（按收入计算） 22
图 36：OLED 有机材料市场概况 22
图 37：印刷 OLED 技术概况示意图 23
图 38：CDMO 行业产业链上下游分工情况 25
图 39：全球前 20 大制药公司研发投资回报率变化情况 26
图 40：单款药物从发现到上市的平均研发成本变化情况 26
图 41：小分子药物 FDA 获批占比连续三年上升 26
图 42：FDA 获批新药的生产外包率整体提升 26
图 43：瑞联新材医药板块收入及同比 27
图 44：瑞联新材医药板块毛利及毛利率 27
图 45：罗氏艾乐替尼销售额及同比 28
图 46：Chugai 艾乐替尼销售额及同比（国内&海外） 28
图 47：瑞联新材医药管线数量发展情况（个） 28
图 48：国内主要 CDMO 企业收入规模及毛利率情况 29
图 49：光刻胶产业链一览图 30
图 50：光刻原理示意图 30
图 51：不同类型光刻胶的作用原理示意图 30
图 52：全球 300mm 晶圆厂设备投资额（亿美元）及同比 31
图 53：全球光刻胶行业细分产品应用市场规模及预测（亿美元） 31
图 54：2024 年全球半导体光刻胶行业市场份额（销售收入口径） 31
图 55：瑞联新材电子材料板块收入及同比 32
图 56：瑞联新材电子材料板块毛利及毛利率 32
图 57：PSPI 工艺流程图 33
图 58：PSPI 通过感光显影直接形成图案 33
图 59：PSPI 用于 OLED 显示面板制造 34

图 60：PSPI 用于半导体缓冲层、钝化层或多层互连结构的平坦化层 34
图 61：全球先进封装市场规模及预测（按收入计算） 34
图 62：全球 PSPI 市场销售额及同比 34
图 63：2022 年全球 PSPI 市场份额（销售收入口径） 35
图 64：公司研发支出与占比情况 37
图 65：公司员工结构占比 37
图 66：公司海外业务收入及占比情况 38
图 67：公司海外及国内业务毛利率 38

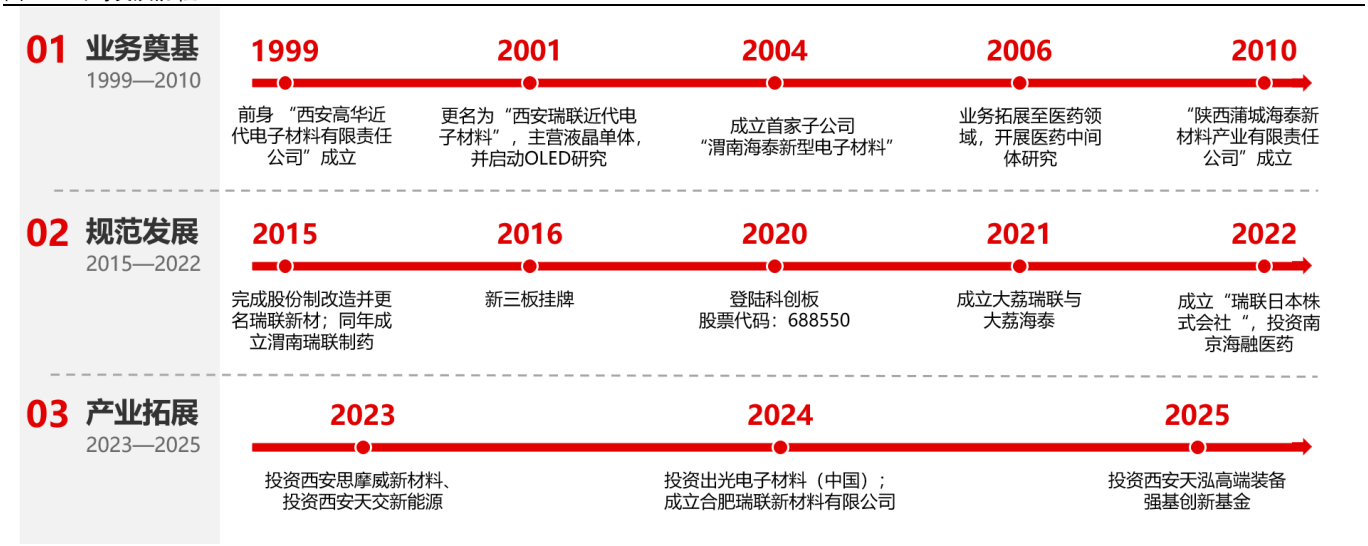
表 1：2025 年公司主要产品经营情况 8
表 2：公司高管团队情况（截至 2025.12.31） 9
表 3：公司 2025 年在研项目情况 10
表 4：液晶材料产权逐步向国内转移 15
表 5：LCD 显示与 OLED 显示技术对比 16
表 6：全球进入实质建设阶段的 8.6 代 OLED 产线梳理 20
表 7：印刷 OLED 主要优势及数据口径 23
表 8：公司医药中间体与显示材料产品在生产运用的主要技术方面存在共通性 26
表 9：瑞联新材原料药（API）业务进展梳理 29
表 10：光刻胶按应用领域分类情况 31
表 11：部分光刻胶原材料相关企业梳理 32
表 12：国内主要 PSPI 成品/单体厂商及商业化进展 35
表 13：公司核心技术布局及特点 36
表 14：2025 年以来公司及子公司取得授权的专利布局（部分） 37
表 15：公司收入和利润敏感性分析（百万元） 41

公司概况：从显示材料供应商到专业小分子合成平台

公司是一家专注于专用有机新材料研产销的高新技术企业，凭借自身合成能力优势持续拓展业务内容，涵盖范围包括显示材料、医药中间体、电子材料领域。西安瑞联新材料股份有限公司主要产品有单体液晶、OLED 升华前材料；创新药中间体和原料药；半导体光刻胶单体、PSPI 单体和 OLED 封装材料等。公司生产经营稳健，以显示材料为基础、半导体电子材料重点发力、医药板块持续开拓，共同打开未来成长空间。

公司成立于 1999 年，从液晶单体起步，构建多元化产业协同。公司早期以液晶单体为主要产品，伴随全球 LCD 产业发展进入海外混晶企业供应链；此后，公司将相似的合成、纯化和质量控制能力复制到 OLED 中间体及升华前材料，逐步形成显示材料双产品体系。在显示业务奠基后，公司进一步切入创新药中间体，并围绕半导体光刻胶、PSPI 及封装材料等方向培育电子材料业务。目前，公司已成为全球显示材料核心供应商，医药 CDMO 及原料药业务服务多家全球顶尖制药企业，半导体与电子材料业务成功导入三星、京东方等头部企业供应链，各业务板块均实现规模化产能与全球化客户布局。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，长江证券研究所

公司业务：三大板块共享同一底层能力

公司主营业务包括显示材料、医药产品和电子材料，三个业务领域的产品本质上均属于精细化学品，生产过程包括化学合成、纯化等步骤，生产设备和技术有较高的共通性。液晶单体和 OLED 升华前材料要求企业能够以较快速度响应不断迭代的分子结构要求，并在多品种、小批量生产条件下保持纯度和批次稳定；创新药中间体要求从临床阶段完成路线优化和放大；半导体材料则进一步提高了对金属离子、水分、痕量杂质和批次一致性的要求。公司以自身有机合成技术为中心持续拓展，逐步搭建起涵盖三大业务板块的专业化平台。

- **显示材料：**主要由液晶单体、OLED 中间体及 OLED 升华前材料构成，产品下游分别是混合液晶和 OLED 升华后终端材料，最终应用于电视、智能手机、电脑、车载显示和智能仪表等场景；

- **医药产品：**以创新药中间体为主，并通过瑞联制药布局原料药；
- **电子材料：**主要包括半导体光刻胶单体及树脂、半导体及 OLED 封装材料、PSPI 相关材料和 TFT 平坦层光刻胶相关产品。

表 1：2025 年公司主要产品经营情况

主要产品	产量(吨)	销量(吨)	产销率	主要客户	经营阶段
显示材料	279.3	273.8	98.0%	Dupont、Merck、JNC、Idemitsu、Solus、SFC、LG 化学、八亿时空、江苏和成、诚志永华等	成熟+成长
医药中间体	59.6	59.8	100.4%	Chugai、Kissei、普洛药业、合全药业等	项目兑现+产品进一步放量
电子材料	63.8	45.0	70.5%	材料厂、面板厂及半导体产业链客户	验证顺利推进+逐步放量

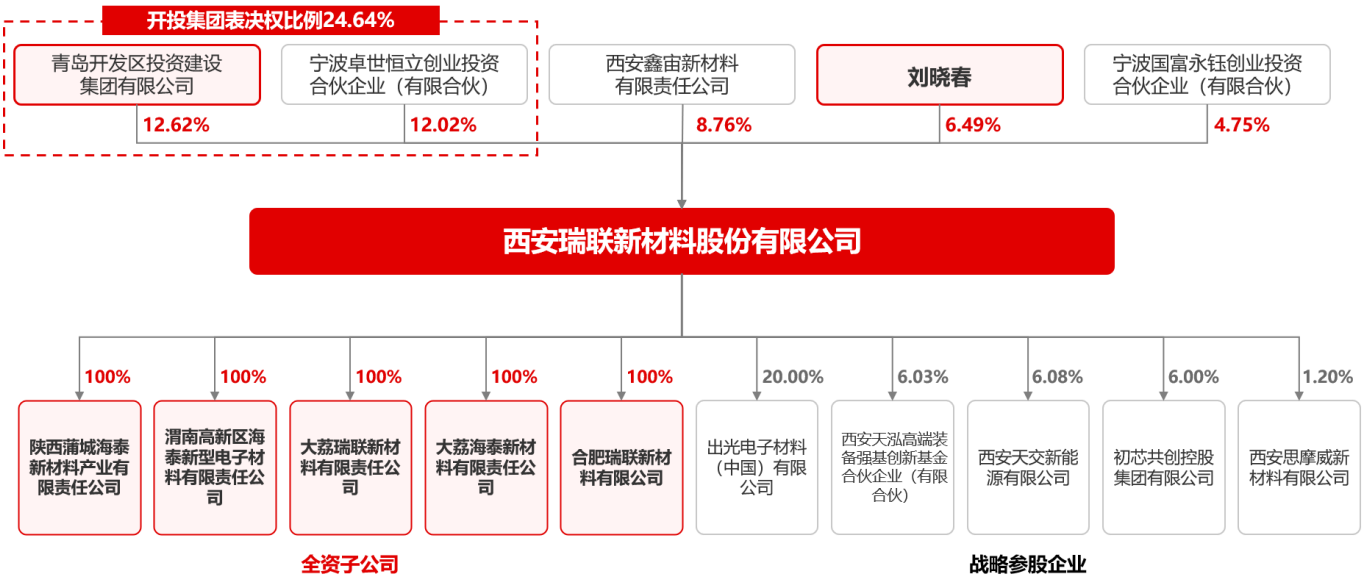
资料来源：公司公告，长江证券研究所

股权结构：青岛西海岸新区国资局为公司实控人

青岛西海岸新区国有资产管理局为公司实际控制人。根据公司 2025 年年报，第一大股东青岛开发区投资建设集团有限公司（开投集团）通过持有公司 25%的股份表决权（卓世合伙将其所持有的表决权委托给开投集团行使），成为公司控股股东；青岛西海岸新区国有资产管理局为公司实际控制人。截至 2026 年二季度，青岛开投集团直接持股比例为 12.62%，因公司总股本增加，表决权比例由 25.00%稀释至 24.64%；公司原有管理团队和技术人员仍是业务执行的核心主体。

公司形成以西安为研发和管理中心、以渭南和蒲城等基地为主要生产载体的布局。公司下属企业包括渭南海泰、蒲城海泰、瑞联制药、瑞联日本、大荔瑞联、大荔海泰和合肥瑞联。其中，渭南海泰和蒲城海泰承担显示材料、医药中间体及部分电子材料生产，瑞联制药为原料药平台，大荔相关主体承接新材料项目建设。

图 2：公司股权结构（截至 2026.6.30）



资料来源：Wind，公司公告，公司官网，长江证券研究所

表 2：公司高管团队情况（截至 2025.12.31）

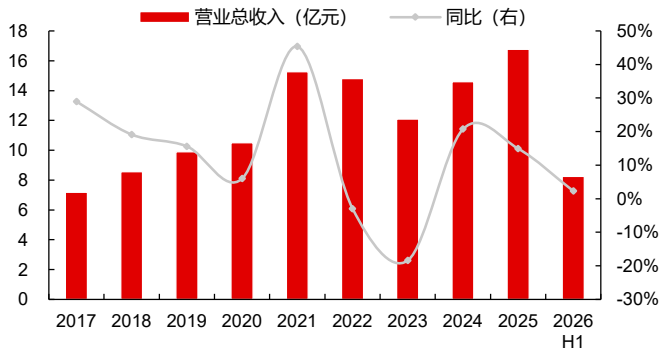
职务	姓名	主要工作经历
董事长	刘晓春	曾任中国电子商会国际部副主任、深圳市中商隆实业发展有限公司董事长、董事、总经理；2001 年 4 月至 2015 年 8 月，任西安瑞联近代电子材料有限责任公司董事长；2015 年 8 月至今，任瑞联新材董事长
副董事长	纪凯师	2025 年 6 月至 2025 年 8 月，任青岛经济技术开发区投资控股集团有限公司副总裁；2025 年 8 月至今，任瑞联新材副董事长、副总经理
总经理	王小伟	2001 年至 2015 年 8 月，就职于西安瑞联近代电子材料有限责任公司，历任科研部部门副经理、工艺研发部经理；2022 年 5 月至今，任瑞联新材董事、总经理、总工程师
副总经理，董秘	王银彬	曾任瑞联有限财务经理、财务负责人及瑞联新材财务负责人；2021 年 10 月至 2023 年 2 月，任瑞联新材董事会秘书兼财务负责人；2023 年 2 月至今，任瑞联新材副总经理、董事会秘书兼财务负责人
副总经理	袁江波	曾任渭南海泰生产运营部部长、生产副总经理；2015 年 8 月至今，历任瑞联新材总经理助理、副总经理
财务负责人	陈涛	曾任青岛开发区投资建设集团有限公司财务管理部高级主管、财务管理部副部长、财务管理部部长；2025 年 8 月至今，任瑞联新材财务负责人

资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

财务分析：收入恢复增长，业务结构逐步优化

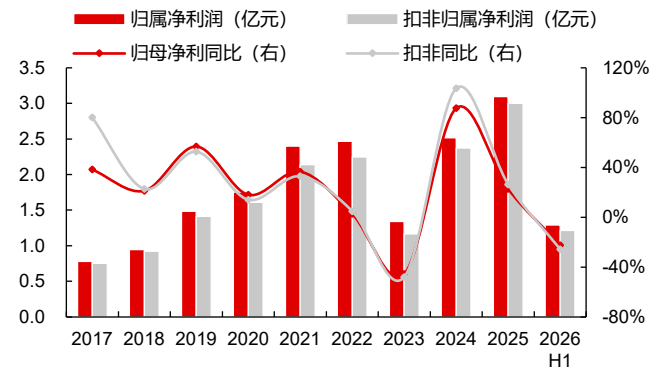
公司经营稳健，近年营业收入和业绩稳定向上。2021 年，由于居家办公结构的转变对消费电子产品需求上升，公司 OLED 及液晶材料产品产销量大幅增长，业绩显著提升；随后终端消费情绪减弱，叠加 2023 年医药板块下游客户采购策略调整等原因，营收和归属净利润均有不同程度下滑。2023-2025 年，公司营收恢复增长趋势，由 12.1 亿元增长至 16.8 亿元，复合增长率为 17.8%；归母净利润由 1.3 亿元增长至 3.1 亿元，复合增长率 51.8%，盈利恢复速度显著快于收入。公司利润改善一方面来自医药板块收入和毛利率提升，另一方面来自工艺优化、成本管控和规模效应。2026H1，公司电子材料产品实现放量，上半年实现总收入 8.2 亿元，同比+2.3%；实现归属净利润 1.3 亿元，同比-22.3%，利润端主要受汇率、原材料成本及产品结构等因素影响略有承压。

图 3：公司营业收入及同比增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

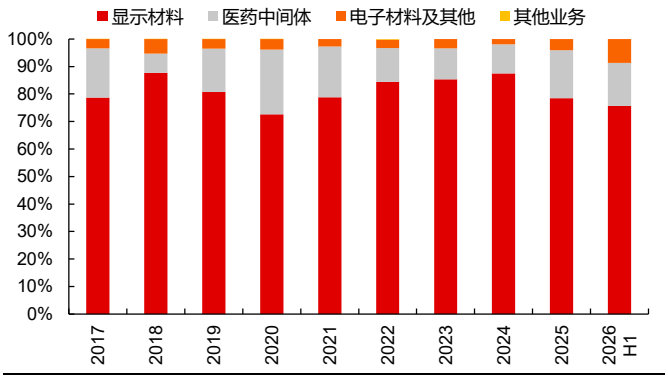
图 4：公司净利润变化情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

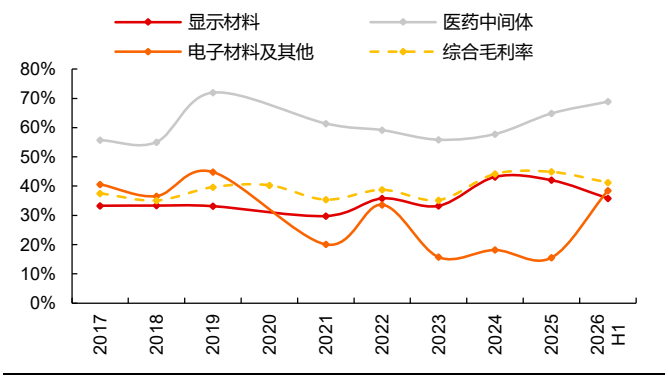
公司业务多元，显示材料为公司基石，医药中间体和电子材料是重要增长点。显示材料为公司第一大业务板块，2026H1 营收占比约 75.6%，持续为公司经营发展提供基本盘支撑；其次为医药中间体和电子材料板块，2026H1 营收占比分别为 15.7%和 8.7%，其中电子材料占比较 2025H1 提升 5.3pct，是公司近年以及未来的主要增长点。**从盈利能力看，**显示材料板块受原材料成本上涨及产品结构变化、小批量多批次情况加剧等因素影响，2026H1 毛利率略有回落；医药板块规模效应带动毛利率同比提升至 68.9%，电子材料板块毛利率则由 2025 年的 15.6%显著提升至 2026H1 的 38.5%。

图 5：公司各业务板块收入占比情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

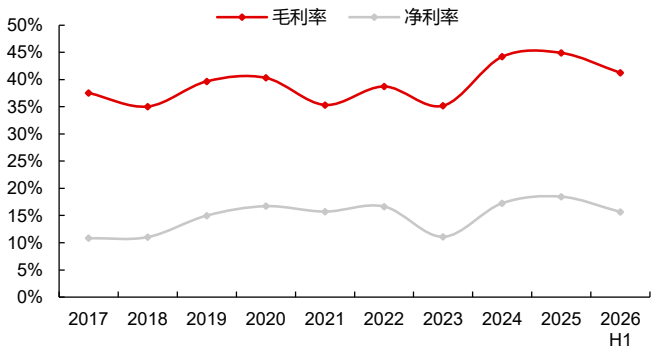
图 6：公司各业务板块毛利率情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

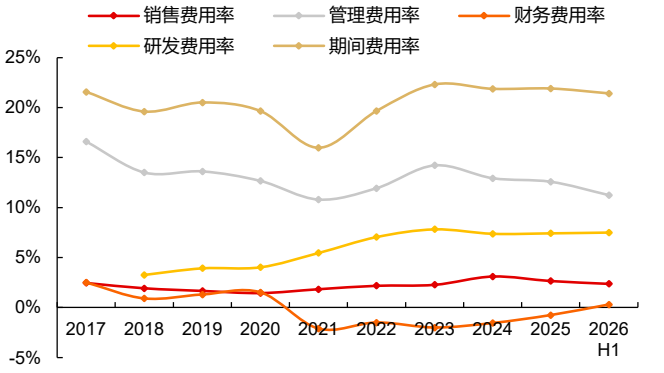
公司整体盈利水平保持稳定，费用管控水平较高，重视研发投入。2017-2023 年，公司毛利率维持在 35%~40%之间，净利率中枢在 15%左右；2024 年以来，公司整体盈利水平有所提升，2025 年毛利率为 44.9%，同比基本持平，净利率为 18.5%，同比+1.2pct，这主要得益于产品结构持续优化、高附加值产品销量增加以及成本管控成效显著。费用方面，公司现阶段销售及财务费用率保持较低水平，管理费用率逐年下降，研发费用稳定在 7%~8%之间。作为国内显示材料头部企业以及高端电子材料领域国产替代的先行者，公司重视研发创新，研发投入力度稳步提升。

图 7：公司整体盈利能力保持稳定



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 8：公司费用管控能力强，重视研发投入



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 3：公司 2025 年在研项目情况

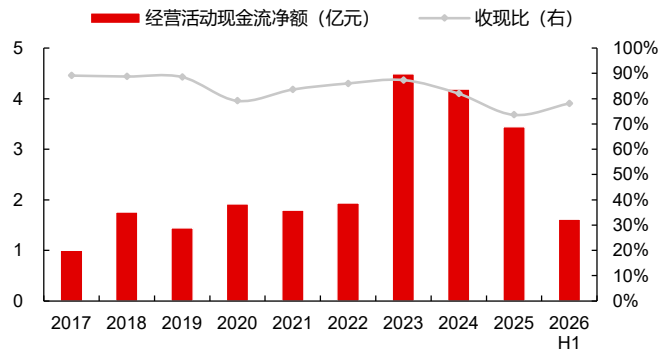
项目名称	进展或阶段性成果	拟达到目标	技术水平	具体应用前景
LC 显示光刻胶树脂及单体中试放大方案的研究	已完成多个单体中试放大及量产产线的设计	完成该项目的量产	行业领先	应用于面板光刻胶原料树脂的合成以及光刻胶配方的混配
造影剂类原料药项目	多个原料药国内上市注册申请已获受理，1 款原料药已获欧盟上市批文	取得多个造影剂类原料药药品生产许可证	行业领先	应用于造影剂的合成
TFT 平坦层光刻胶	目前已开发的数款产品分别适配低浓度和高浓度显影，按计划推进面板厂商上线验证及改善	通过配方研究，开发完成适用于 LCD 面板的 TFT 平坦层光刻胶，并通过面板客户验证，最终国产化量产	行业领先	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	行业领先	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	行业领先	应用于广谱抗真菌药物的合成
氘代含苯并咪唑系列 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	完成氘代含苯并咪唑系列 OLED 有机发光材料产业化工艺研究	行业领先	应用于 OLED 面板，有助于提高发光效率

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	行业领先	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	行业领先	应用于钙钛矿太阳能电池空穴传输层材料

资料来源：公司公告，长江证券研究所

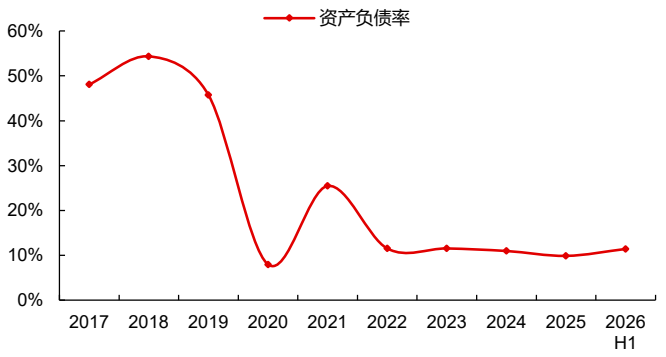
公司经营性现金流健康，资产负债率维持较低水平。2023 年公司经营活动现金流净额同比显著增长，主要是消化库存策略下购买商品、接受劳务支付的现金大幅下降所致，近年来同比虽有所下降，但整体与净利润规模匹配，主业现金转化良好。自 2022 年以来，公司多元业务经营稳健发展，资产负债率始终维持在 11%左右的较低水平，财务结构较为健康。

图 9：公司经营活动现金流净额及收现比



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 10：公司资产负债率保持较低水平

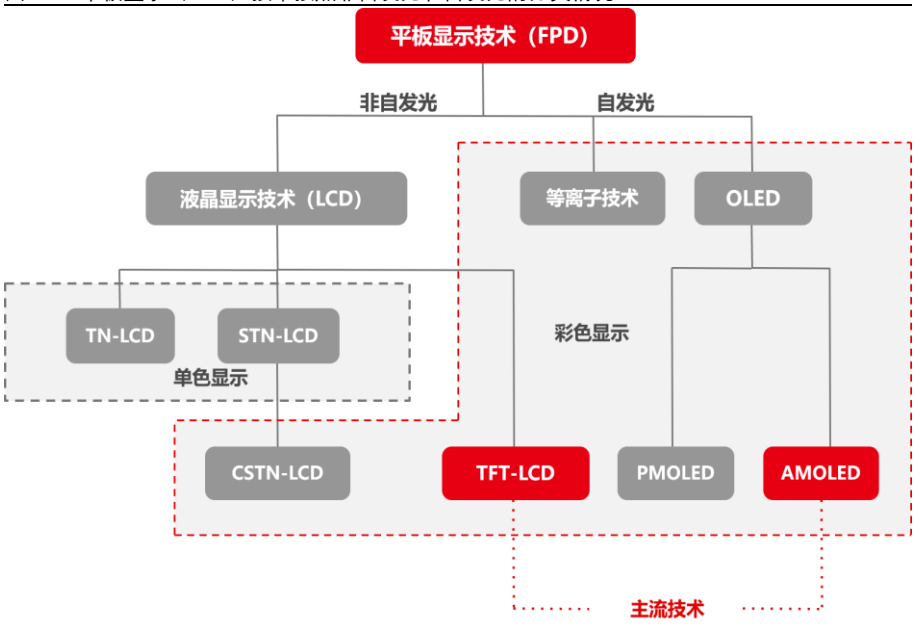


资料来源：Wind，长江证券研究所

显示材料：液晶稳固基本盘，OLED 打开结构性空间

我们的日常生活中，电视机、笔记本、手机、平板等设备的生产和使用都离不开显示技术的支持。随着显示材料的发展，现阶段平板显示技术延伸出**液晶显示（LCD）和有机发光二极管显示（OLED）**等技术路线。

图 11：平板显示（FPD）技术按照非自发光和自发光的分类情况



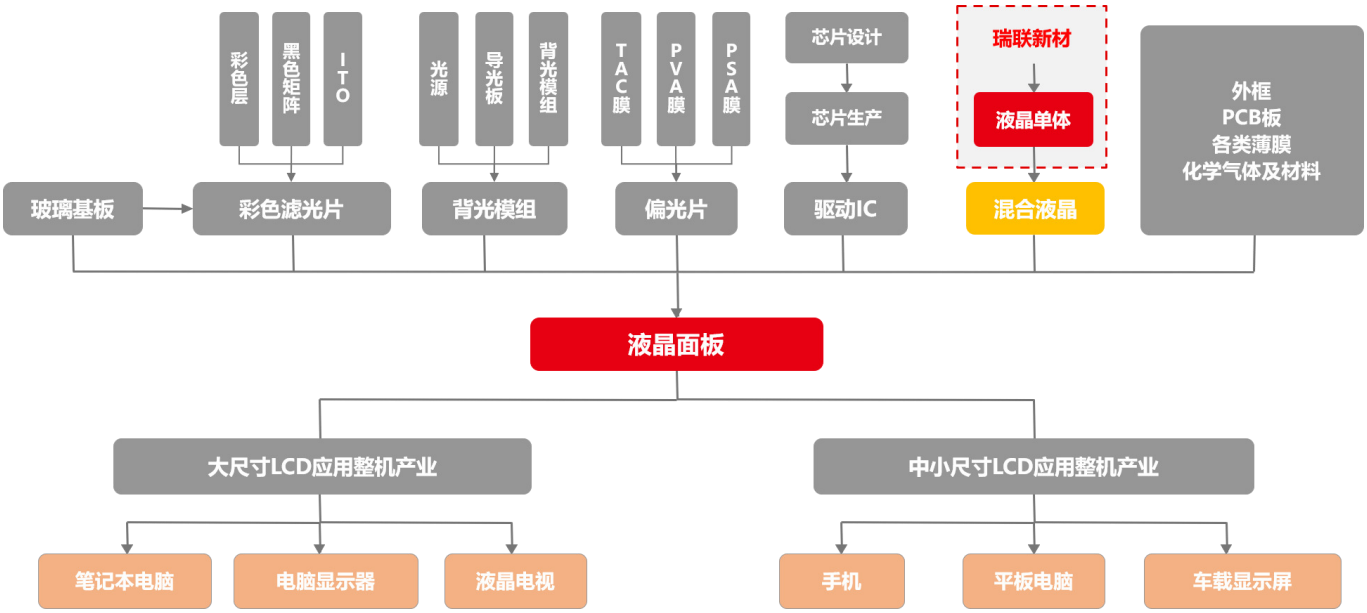
资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

液晶材料：面板产能向国内集中，市场进入存量竞争

液晶显示技术中，TFT-LCD（薄膜晶体管液晶显示器，Thin Film Transistor Liquid Crystal Display）面板为下游主流应用领域。TFT-LCD 面板可视为两片玻璃基板中间夹着一层液晶，下层玻璃有晶体管镶嵌，当电流通过晶体管时会产生电场变化，使液晶在电场作用下产生电光效应。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，为显示产业的主流产品。

液晶材料属于 LCD 产业上游基础材料，是液晶面板的核心组成部分。作为化学合成的材料，液晶材料成品的性质效能存在一定变量，并不能 100%保证各批次的产品都在同一水准上，因此无论是产业链下游的面板制造企业还是混合液晶生产企业，都偏好稳定成熟的上游材料供应，尽管液晶材料仅占液晶面板材料成本的 3%-5%，但它却是生产过程中关键的、不可替代的组件之一。

图 12：LCD 产业链情况



资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

面板台数增长趋缓，大尺寸化支撑材料需求保持韧性

液晶材料应用于大尺寸的液晶电视、显示器，以及小尺寸的笔电、平板等消费领域。2025 年，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 Omdia 预测，2026 年 65 英寸以下显示器的出货量预计同比下降 5.9%，而 65 英寸及以上显示器的出货量预计同比增长 8.4%；从面积口径来看，预计 2026 年电视面板出货面积将由 2025 年的 1.90 亿平方米增加至 1.96 亿平方米，同比增长约 3.3%。在大尺寸显示面板中，电视占大尺寸面板的面积约为四分之三，是支撑面板总面积增长的主要来源；国内“以旧换新”、“国补”等政策刺激大尺寸电视需求，2025 年中国电视销量前四大尺寸均在 55 英寸及以上，85 英寸取代 43 英寸跻身第四位。整体来看，液晶面板大尺寸化的趋势支撑了上游材料需求的稳健增长。

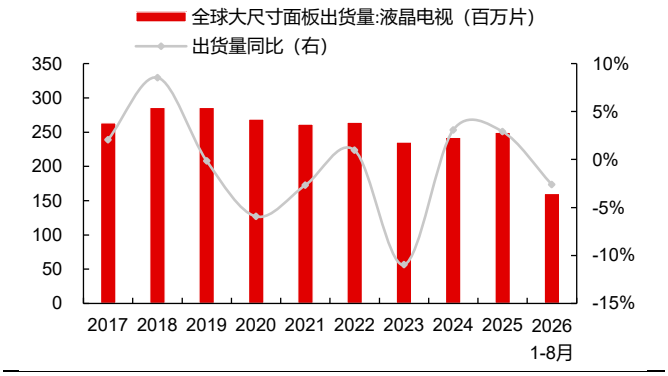
图 13：全球不同应用领域大尺寸显示面板出货面积及预测

应用领域	2025（百万平方米）	2025年面积占比	2026E（百万平方米）	同比
电视	189.6	75.9%	195.8	3.3%
显示器	29.8	11.9%	29.5	-1.0%
笔记本电脑	15.0	6.0%	14.4	-4.0%
平板电脑	7.6	3.0%	7.3	-3.9%
商用及公用显示	4.8	1.9%	3.8	-20.8%
其他	2.8	1.1%	2.9	3.6%
合计	249.7	100.0%	253.9	1.7%

资料来源：Omdia，长江证券研究所

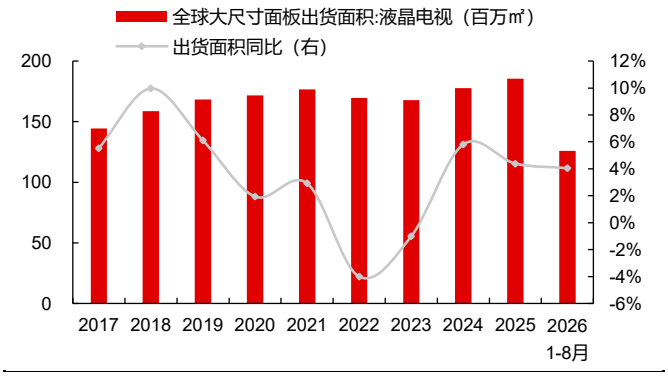
注：表中数据口径包含 LCD 和 OLED，由于 OLED 在大尺寸面板中的数量和面积占比仍较低，该数据可在一定程度反映大尺寸 LCD 市场的总体需求趋势

图 14：全球大尺寸面板液晶电视出货量及同比



资料来源：Wind，长江证券研究所

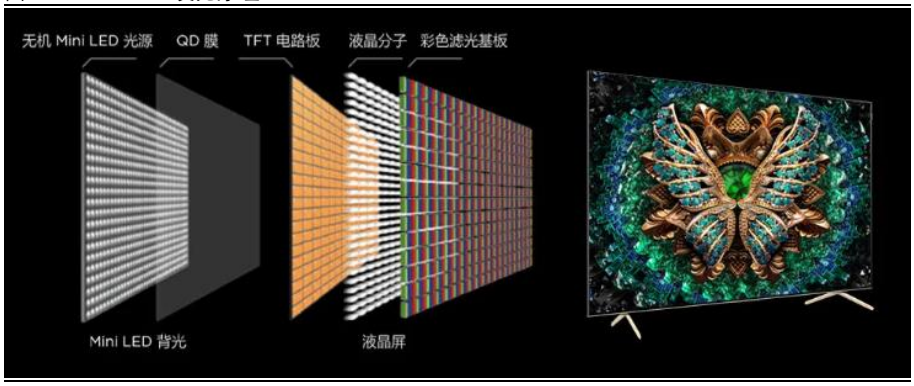
图 15：全球大尺寸面板液晶电视出货面积及同比



资料来源：Wind，长江证券研究所

Mini LED 的快速增长同样推动液晶材料需求上升。Mini LED 主要是对 LCD 背光系统进行升级，采用更小尺寸的 LED 作为背光源，并未改变其液晶显示结构，因此不会像 OLED 一样替代液晶材料。作为 LCD 的重要升级方向，Mini LED 在电视领域渗透率快速提升，根据公司 2025 年年报，全球 Mini LED 电视在 2025 年的出货量达 1239 万台，同比+57.8%；中国市场出货量 802 万台，同比+92.8%，成为行业核心增长引擎。

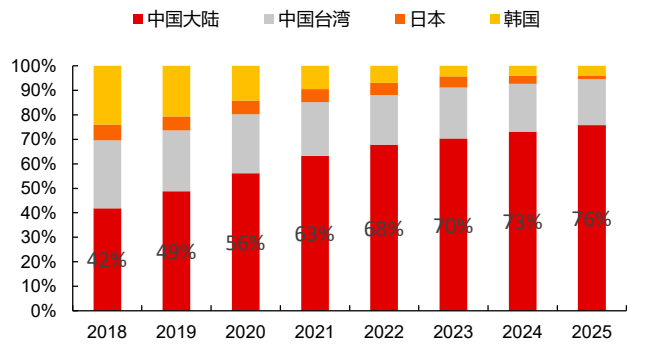
图 16：Mini LED 发光原理



资料来源：TCL 官网，长江证券研究所

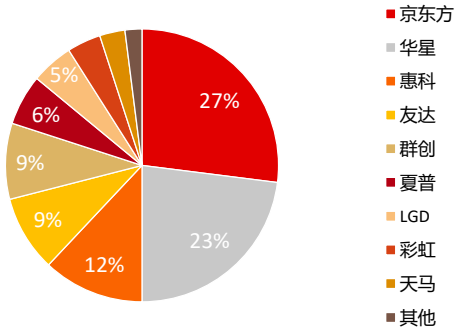
全球 LCD 面板产能持续集中，液晶材料需求重心进一步向国内转移。在 2018 至 2019 年，面板行业经历了一段下行周期，面板价格持续下跌，厂商普遍面临亏损。2020 年，行业进入调整期，面对价格战的激烈竞争，日本、韩国、中国台湾面板厂商基于成本及自身发展等原因考虑，逐渐调减产能，中国大陆面板厂市占率则不断扩大。根据 Omdia 统计数据，2018 年大陆面板产能占比仅为 42%，到 2025 年已增长至 76%，实现显著提升；头部企业竞争格局较为稳定，按产能统计，京东方、TCL 华星、惠科占据全球 LCD 市场产能的主要份额，2025 年市占率分别为 27%、23%、12%。

图 17：2018~2025 年全球 LCD 面板厂商区域产能市占率



资料来源：Omdia、TCL 科技公告，长江证券研究所

图 18：2025 年全球 LCD 面板产能份额



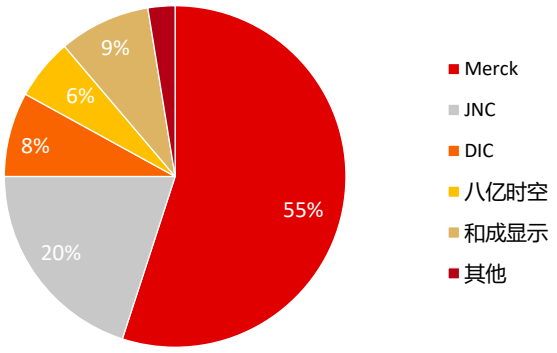
资料来源：Omdia、TCL 科技公告，长江证券研究所

海外龙头收缩，竞争核心转向专利、配方及客户认证

液晶材料包括液晶单体及混合液晶，后者由多种单体按照特定比例配制而成。为满足驱动电压、响应速度、对比度及稳定性等要求，液晶材料在生产过程中一般需要混合 10~20 种液晶化合物。因此，液晶单体企业的核心能力在于分子合成、纯化、杂质控制及规模化生产等，混晶企业则集中于配方设计、专利布局和面板客户认证等。

全球混晶市场曾由海外主导，当前竞争格局正在发生结构性重塑。液晶材料具有较强的技术积累和专利壁垒，2018 年及以前，全球 TFT 混合液晶市场长期由德国 Merck、日本 JNC 和日本 DIC 主导，三家企业市占率合计超过 80%。近年来，随着全球 LCD 面板产能向中国大陆集中，材料端的生产、研发和知识产权也开始同步转移：2024 年 3 月，DIC 宣布将在 2024 年末前退出液晶材料业务，并将相关知识产权转让给诚志永华；2025 年，和成显示（飞凯材料子公司）进一步收购 JNC 在中国的液晶材料资产。经过一系列整合，诚志永华、和成显示、八亿时空三家国内混晶厂商市占率有望稳步提高。

图 19：2018 年混晶材料市场竞争格局



资料来源：Wind，八亿时空招股说明书，各公司公告，长江证券研究所

表 4：液晶材料产权逐步向国内转移

时间	事件	具体内容
2024 年 3 月	《关于退出液晶材料业务及相关知识产权转让的通知》	日本 DIC 公司确定核心液晶材料产品薄膜晶体管（TFT）LC 需要进行结构改革。随着 DIC 退出，该业务的知识产权将转让给诚志永华

2025 年 5 月	《飞凯材料:关于子公司资产收购与增资扩股暨签署相关协议书的公告》	和成显示拟购买 JNC 苏州 100%股权以及 JNC 集团所有与显示液晶相关的专利；和成显示将通过增资扩股方式引入 JNC 作为战略投资者，JNC 拟增资持有和成显示不超过 5.1%股权

资料来源：公司公告，DIC 官网，长江证券研究所

公司生产单体液晶，业务稳步发展。公司主要生产单体液晶，并销售给混合液晶厂商，目前国内液晶单体材料企业合计占有全球超过 70%的份额，市场已逐步转向存量竞争，竞争核心也聚焦于专利、配方及客户认证等方面。公司与 Merck、JNC、八亿时空、和成显示、诚志永华等国内外主要混晶企业建立长期合作关系，客户覆盖面较广，并在液晶单体合成、纯化和产业化方面形成较深积累，公司单晶业务有望伴随行业发展稳步增长，构筑公司坚实基础。

OLED 材料：高世代产线爬坡带来需求增量

显示技术的第二条主线，OLED 在多个领域表现优于 LCD。OLED（有机发光二极管，Organic Light-Emitting Diode）为另一主流的平板显示技术，由于两种材料特性不同，两种显示面板也表现出各自的产品差异：相较于 LCD 的被动发光，OLED 面板可自主发光，节省了背光源、液晶和彩色滤光片等结构，屏幕更加轻薄；性能上，OLED 成像的对比度、色彩饱和度等多个指标都明显优于 LCD，能够带来更极致的显示效果。

表 5：LCD 显示与 OLED 显示技术对比

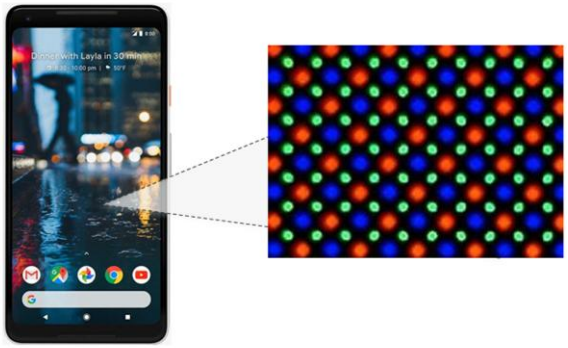
	特性	TFT-LCD	OLED
显示	发光方式	被动发光，需要背光	固态自发光
	对比度	1500：1	200 万：1
	黑态	难以达到纯黑	完美显示黑态
	色彩饱和度	60%－90%	110%
	视角	170°	180°
工作指标	响应速度	1 ms	20 μs
	工作温度	-20℃～70℃	-40℃～85℃
	功耗	低	黑态时能耗低，白态能耗高
基本状态	柔性显示	不可能	可能，更易实现
	透明显示	可能	可能，更易实现
	厚度	2.0 mm	＜1.5 mm
	耐撞击	承受能力差	承受能力强
	寿命	适中	较短

资料来源：公司公告，《平板显示技术比较及研究进展》李继军等，长江证券研究所

发光层材料是 OLED 材料的核心。基于 OLED 面板的结构，可将 OLED 材料按照在元器件中的位置大致分为电极材料、基板材料和终端材料三类。终端材料层主要分为发光层（EML）及通用层，其中发光层是 OLED 的核心部分，通过注入电荷使之高效率发光；通用层则包括电子注入层（EIL）、电子传输层（ETL）、空穴传输层（HTL）、空穴注入层（HIL）等。在 OLED 面板中，两层电极材料中间沉淀终端材料，形成像三明治一样的夹心结构，放置于基板材料之上，当 OLED 接通电源之后，由阴极注入的电子和阳极

注入的空穴将在发光层中结合，同时释放出能量，以光的形式呈现出来。发光层材料的成分不同，所发出光的颜色也就不同，因此通过选择不同的发光材料，可获得红、蓝、绿三原色，实现全彩显示。

图 20：电子发光层示意图



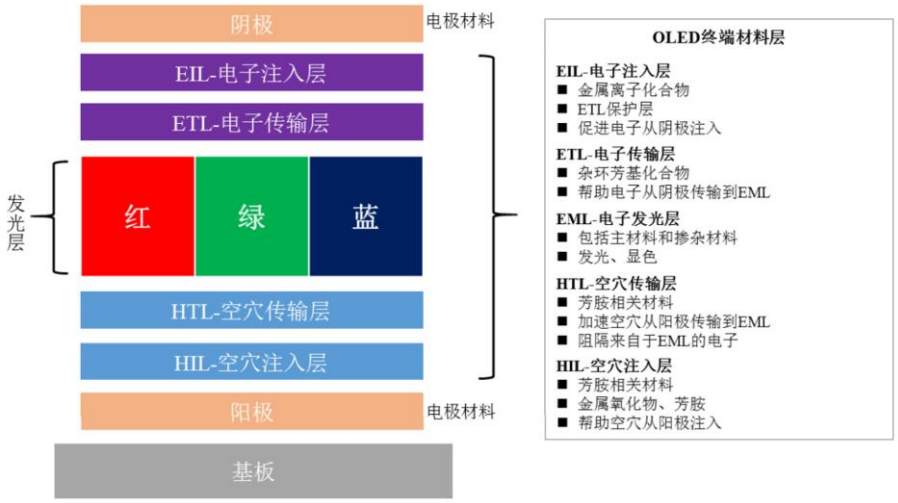
资料来源：Universal Display，长江证券研究所

图 21：OLED 发光层材料



资料来源：Universal Display，长江证券研究所

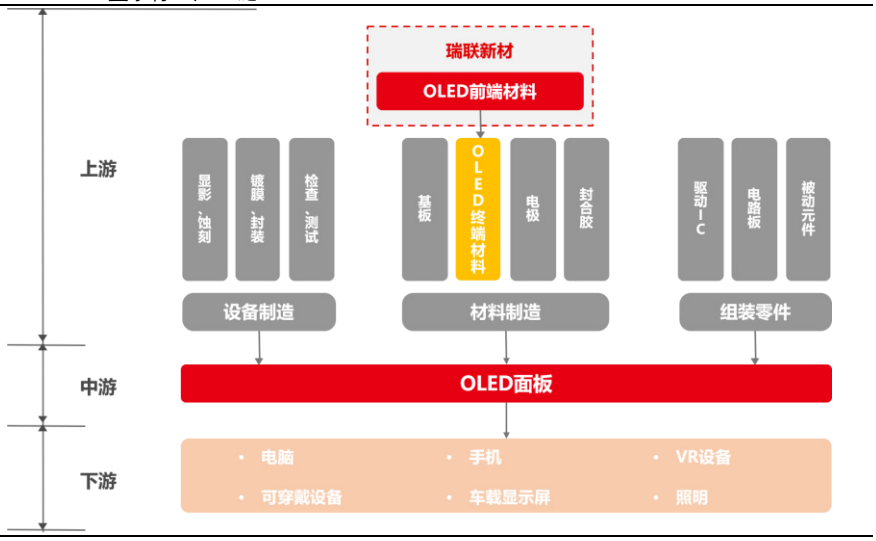
图 22：OLED 发光器件结构图



资料来源：公司公告，长江证券研究所

公司业务主要涵盖 OLED 升华前材料，位于产业链上游。OLED 有机材料根据生产流程又可以分为 OLED 中间体、升华前材料和终端材料三类。在生产过程中，首先由化学原料合成 OLED 中间体，中间体合成升华前材料（粗单体），再进行升华提纯，形成可以直接蒸镀的 OLED 单体，最后由面板企业将材料蒸镀至基板得到显示面板。

图 23：OLED 显示行业产业链



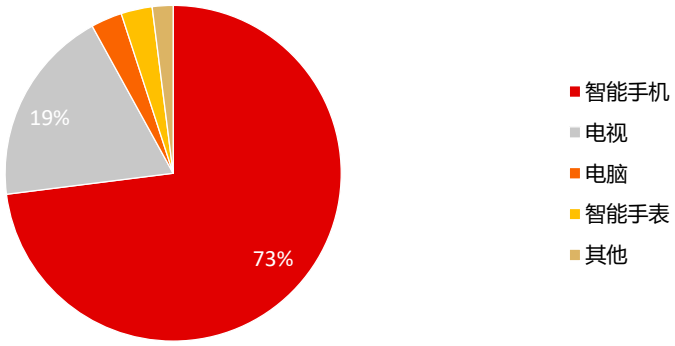
资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

终端渗透与技术升级，共同驱动材料端需求增长

OLED 材料的需求增长主要来源于两个方面：一是中小尺寸领域，智能手机和笔记本电脑中的 OLED 渗透率快速提升；二是大尺寸领域，有望受益于高世代面板产能爬坡与技术升级带来的材料放量。

智能手机是 OLED 最早实现大规模商业化的终端。凭借优异的显示性能，智能手机是当前 OLED 面板出货片数最大的应用市场，占比超过 70%。据 CINNO Research 统计数据显示，2026 年上半年全球市场 AMOLED 智能手机面板出货量约 4.3 亿片，同比增长 3.8%。从终端情况来看，OLED 屏幕凭借技术进步与成本下降趋势，在低端手机中越来越有竞争力，有望进一步占据存量市场。

图 24：全球 OLED 面板终端应用情况（2024 年）

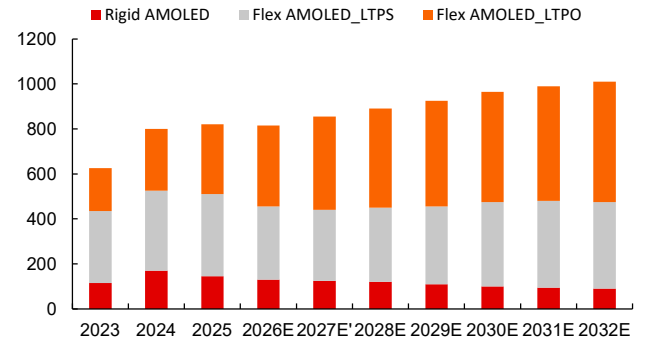


资料来源：中商产业研究院，长江证券研究所

折叠屏是柔性 OLED 的重要应用方向，提供需求潜在增量。柔性 AMOLED 正在逐步取代刚性 OLED 和部分 LTPS-LCD，成为智能手机显示技术的重要发展方向。2026 年下半年，苹果推出首款折叠屏手机，对全球折叠屏产业链产生显著拉动作用，预计 2026 年全球折叠智能手机出货量同比增长将恢复至 22%以上。此外，相较传统直板手机，折叠屏手机主屏面积更大，部分机型还配备独立外屏，因此单部手机对应的 OLED 面板面

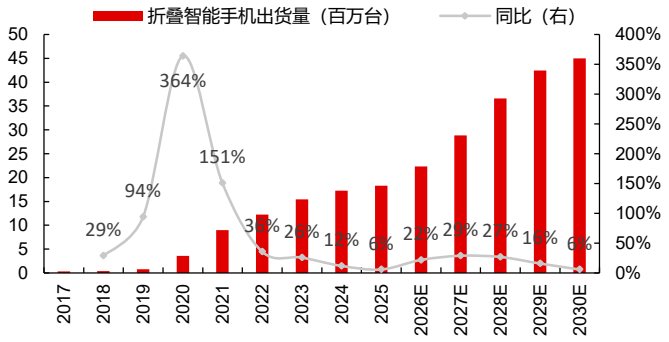
积也要更大；同时，折叠屏需要兼顾弯折性能、亮度、功耗和寿命，对发光材料、传输层材料的性能要求更高，有望推动上游材料放量升级。

图 25：全球智能手机 AMOLED 出货情况及预测（百万个）



资料来源：Omdia，长江证券研究所

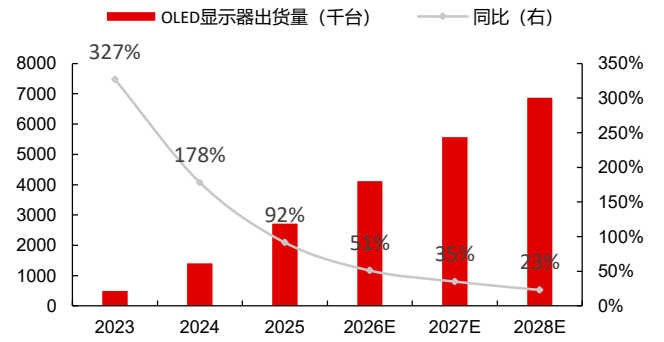
图 26：全球折叠屏智能手机出货量及预测



资料来源：Omdia，长江证券研究所

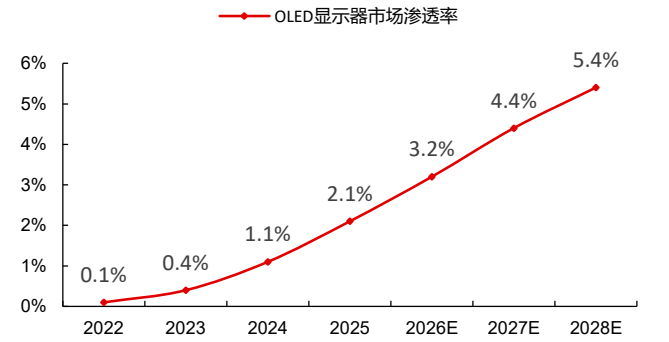
除手机外，OLED 技术正从小尺寸向平板、笔电、车载显示等中大尺寸领域快速渗透。一直以来，LCD 技术在偏向于大尺寸、稳定显示或护眼性的应用场景中更受青睐，成本也更有优势。但一方面，消费者以及终端对显示性能的要求持续提高；另一方面，随着技术迭代，OLED 通过氘代发光材料、Tandem 叠层和新型光提取等技术不断提升显示效率和寿命，高世代 G8.6 产线的高材料利用率也在下探生产成本，推动 OLED 在中高端笔电、车载等领域的市场份额逐步提升，并在传统领域对 LCD 形成替代。

图 27：OLED 显示器出货量预测及同比



资料来源：TrendForce，长江证券研究所

图 28：OLED 显示器在整体显示器市场的渗透率及预测



资料来源：TrendForce，长江证券研究所

面板厂商纷纷布局高世代 OLED 产线，有望带动材料端需求提升。小尺寸 OLED 屏幕的供应商主要包括三星、LG、京东方、华星光电、维信诺、天马等，市场竞争相对激烈；而在大尺寸领域，过去只有 LG Display 和三星能够量产大尺寸 OLED 面板。近年来，伴随国内中大尺寸 AMOLED 产线陆续落地，笔记本、车载 OLED 需求快速升温，引发面板厂商纷纷布局高世代 OLED 产线，聚焦中大尺寸高端显示市场：

- 三星显示与京东方 8.6 代 OLED 产线已于 2026 年先后进入量产爬坡阶段；
- 维信诺合肥 8.6 代线已转入核心设备搬入及调试阶段；
- TCL 华星 8.6 代印刷 OLED 产线完成主体封顶，计划于 2027 年第四季度投产。

这些产线产品定位主要面向中大尺寸设备。全球高世代 OLED 产线正由项目建设期逐步迈入设备验证和量产释放期，预计 2026~2028 年将进入产能释放阶段，对上游 OLED 材料需求形成传导。

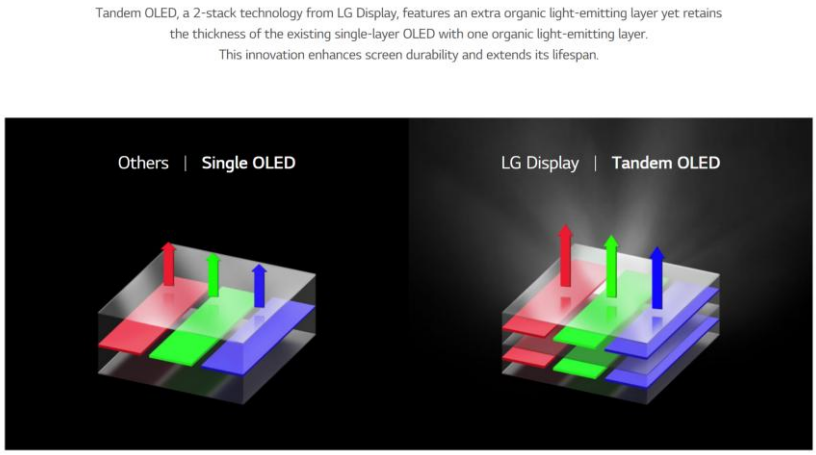
表 6：全球进入实质建设阶段的 8.6 代 OLED 产线梳理

厂商/产线	地点	投资规模	基板及规划产能	技术路线	产品定位	最新进展情况	规划量产时间
三星显示 A6	韩国	4.1 万亿韩元	2290×2620mm；约 1.5 万片/月	FMM 蒸镀、Hybrid OLED；逐步导入全氧化物背板、Tandem 等技术	笔记本、平板等高端 IT 产品	A6 于 2026 年 7 月启动量产，目前处于产能和良率爬坡阶段	已于 2026 年 7 月量产
京东方 B16	四川	630 亿元	2290×2620mm；满产 3.2 万片/月，分两期建设	FMM 蒸镀；柔性 OLED 与 Hybrid OLED 兼容；LTPO 背板、Tandem 叠层	笔记本、平板等高端触控 OLED	2026 年 6 月 17 日正式量产并向客户交付，目前处于一期量产爬坡阶段	已于 2026 年 6 月量产
维信诺 V5	安徽	550 亿元	2290×2620mm；3.2 万片/月	ViP 无 FMM 技术，即以光刻像素化替代传统 FMM 图形化；Hybrid-TFT、无偏光片等	高端平板、笔记本、车载、专业显示	2026 年 7 月主设备已到厂，进入设备调试阶段	计划 2027 年开始量产
TCL 华星 t8	广州	295 亿元	2290×2620mm；2.25 万片/月，年加工基板 27 万片	RGB 喷墨打印 OLED，材料按需沉积，不采用传统 FMM 蒸镀	笔记本、显示器、平板等	目前仍处于厂房、洁净室及设备导入准备阶段	2027Q4 正式投产

资料来源：各公司公告，Omdia，TrendForce，各项目环评批复，广州市科学技术局，长江证券研究所

三星 A6 和京东方 B16 均以 FMM 蒸镀体系为主，是现有蒸镀型 OLED 发光材料最直接的增量来源。上述两条产线在 2026 年先后进入量产，意味着材料采购将逐步转向量产备货。由于 IT OLED 普遍采用 Tandem 叠层结构，发光单元及功能层数量较传统单层手机 OLED 增加，单位显示面积的材料需求有望提高。

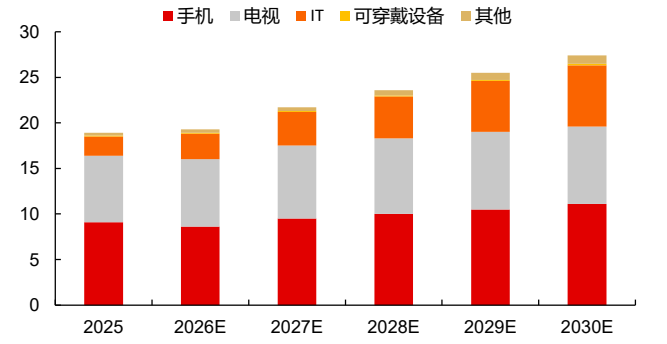
图 29：Tandem 叠层结构的发光单元及功能层数量比传统结构更多



资料来源：LG Display，长江证券研究所

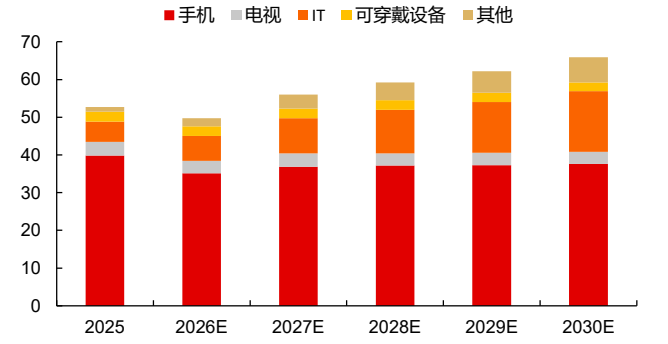
整体而言，OLED 显示行业未来可期。与液晶面板的需求增长集中于大尺寸端不同，OLED 面板的增长多点开花，持续渗透，有望带动上游材料市场的发展。据 Sigmaintell 数据，2025 年全球 OLED 有机材料市场规模约为 163 亿元，同比增长 8%；其中前端材料市场规模达到约 44 亿元人民币，同比略增 4%。得益于终端渗透率加深和面板产能释放，以及 IT、汽车等新应用持续扩展，OLED 有机材料市场需求有望在中长期保持增长，预计到 2030 年其市场规模将超过 193 亿元，前端材料市场规模将达到 53 亿元。

图 30：OLED 面板出货面积有望快速增长（百万平方米）



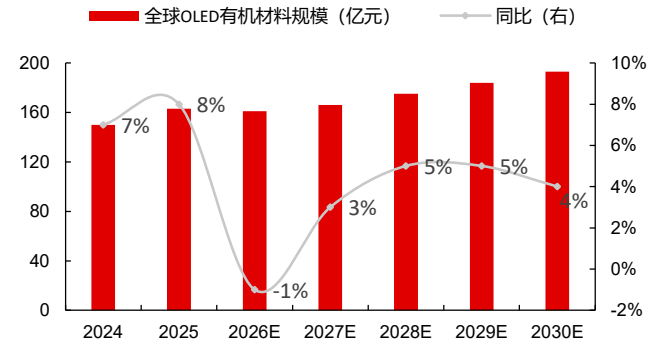
资料来源：Omdia OLED Display Market Tracker，UDC，长江证券研究所

图 31：OLED 面板市场规模有望持续增长（十亿美元）



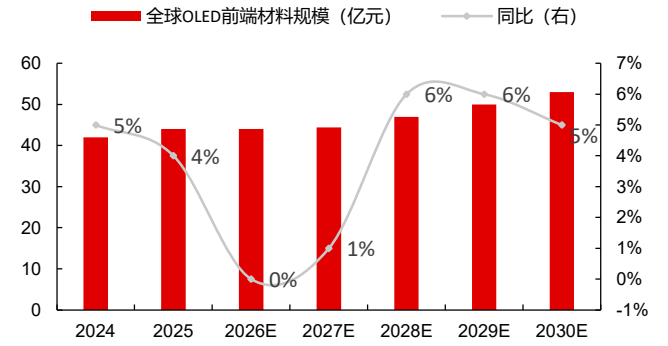
资料来源：Omdia OLED Display Market Tracker，UDC，长江证券研究所

图 32：全球 OLED 有机材料市场规模及预测



资料来源：Sigmaintell，长江证券研究所

图 33：全球 OLED 前端材料市场规模及预测

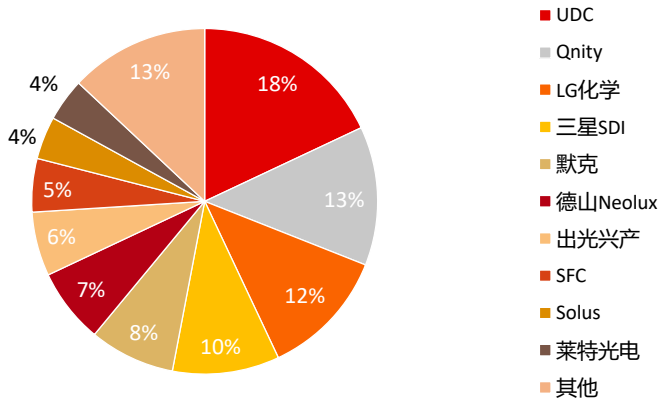


资料来源：Sigmaintell，长江证券研究所

国产替代突破，前端材料率先实现全球化供应

终端材料方面，海外厂商占据全球主要份额，市场竞争较为充分。OLED 终端材料品种较多，技术迭代更新速率较快，专利壁垒较高，从全球竞争的角度看，市场仍由海外领先企业主导。根据 UBI Research 数据，2025 年海外前七家 OLED 终端材料企业合计占据约 74%的全球市场，多家企业分别在不同的 OLED 材料品类里处于领先地位，结合自身优势实行专利封锁和保护。近年来，国内材料企业不断增加研发投入和产能建设，整体竞争力稳步提升，中国大陆 OLED 终端材料企业的全球份额由 2022 年的约 1%提升至 2025 年的 15%，国产替代迈出规模化量产的第一步。

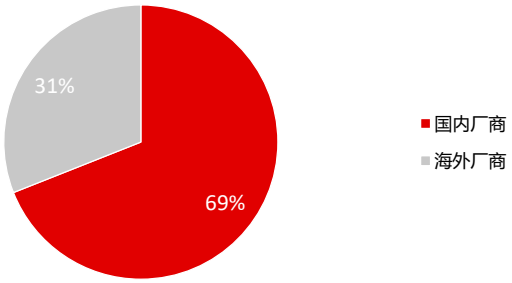
图 34：2025 年全球 OLED 终端材料市场份额占比（按收入计算）



资料来源：UBI Research，长江证券研究所

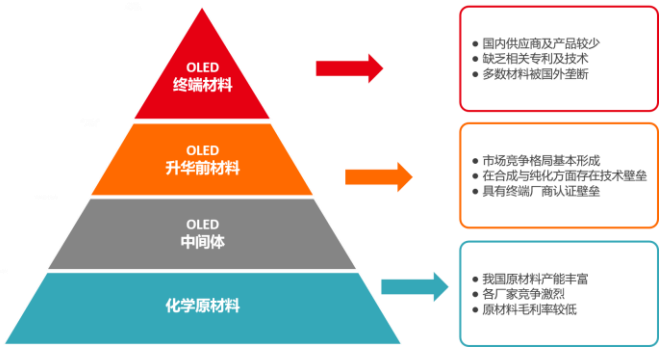
与终端材料不同，中国企业已经成为全球 OLED 中间体和升华前材料的重要供应力量。国内 OLED 材料企业主要从中间体和升华前材料切入，其中九目化学、瑞联新材等厂商凭借着优良的产品性能及成本控制，已成为出光兴产、默克、陶氏、斗山等龙头企业的供应商，稳定进入全球供应链。根据 Sigmaintell 数据，2025 年全球 OLED 前端材料市场规模约 44 亿元，同比+4%，其中国内厂商占比提升至 69%。下一阶段，国内厂商有望进一步巩固优势，逐步向高端材料领域突破，并将产业链布局延伸至核心终端材料市场，推进国产替代进程。

图 35：2025 年全球 OLED 前端材料市场份额占比（按收入计算）



资料来源：Sigmaintell，长江证券研究所

图 36：OLED 有机材料市场概况



资料来源：九目化学招股说明书，长江证券研究所

公司是国内 OLED 前端材料领域的主要企业之一。公司主要位于升华前材料环节，根据下游客户需求，开发相应的合成路线、纯化工艺及规模化生产方案并进行产品销售，客户结构以国内外终端材料企业为主，最终供应至三星、LG 等面板厂。2024 年 6 月，公司进一步对出光电子（出光兴产在国内子公司）增资 7639.8 万元，持股 20%，促进公司 OLED 业务向下游终端材料领域延伸，逐步完善产业链条。

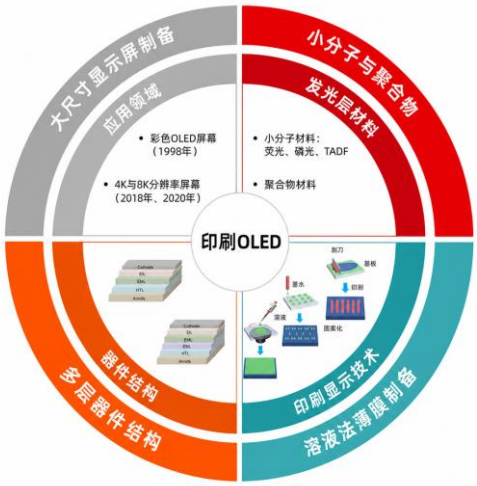
印刷 OLED：新一代技术路线，打开中大尺寸降本空间

当前商业化 OLED 面板以真空热蒸镀为主要制备路线。OLED 蒸镀工艺需要在高真空环境下加热材料使其升华或蒸发，并借助精细金属掩膜版（FMM）将红、绿、蓝有机材料沉积至对应子像素区域，由于具有膜层致密、材料体系成熟等优势，蒸镀工艺在中小尺寸 OLED 面板中实现大规模应用。但随着基板尺寸及显示面积的扩大，FMM 容易出

现下垂、热膨胀和对位偏差，并且蒸镀材料中仅有部分能够沉积到目标像素区域，材料利用率较低，因此大尺寸应用的制造经济性是蒸镀工艺的一大痛点。

喷墨印刷 OLED 技术打开降本空间。喷墨印刷（IJP）技术采用溶液法制程，将有机发光材料等设计为可溶液加工的高分子材料、小分子材料或功能性墨水，利用喷头将材料液滴按需沉积至像素坑内。由于材料按需沉积且不需要使用 FMM，印刷 OLED 能够显著提高材料利用率、降低设备投入，根据《Materials Chemistry Frontiers》，印刷技术的材料利用率可超过 90%，而蒸镀技术的利用率则要低于 20%。理论上来说，印刷 OLED 在相同显示面积使用的材料投料强度可能下降，但其潜在市场覆盖范围更大，并可能推动 OLED 进一步进入主流笔电、桌显及平板等中大尺寸市场。

图 37：印刷 OLED 技术概况示意图



资料来源：Materials Chemistry Frontiers《Solution-processed OLEDs for printing displays》，长江证券研究所

高世代基板的完整加工能力进一步放大印刷 OLED 的成本优势。传统 FMM 蒸镀中，高世代玻璃基板在前板制程中通常需要切半后再进行蒸镀；印刷技术可以直接处理完整基板，从而减少切割产生的面积损失。据 Omdia 测算，与传统 FMM 技术相比，印刷 OLED 还能提高基板排版效率，有望使 OLED 笔电面板综合制造成本降低约 30%~35%。

表 7：印刷 OLED 主要优势及数据口径

指标	印刷 OLED	真空蒸镀/FMM OLED	备注
材料利用率	超过 90%	低于 20%	按需沉积与大面积蒸发的工艺差异
笔电面板制造成本	较 FMM 低约 30%~35%	设为基准	Omdia 于 2026 年 5 月发布的成本模型测算
8.6 代线生产 16.3 英寸笔电面板排版数量	66 片/张	约 60 片/张	Omdia 测算，印刷路线较 FMM 增加约 10%
RGB 图形化方式	按需打印、无需 FMM	FMM 蒸镀	印刷法成本优势主要在于 RGB 及部分有机功能层
高世代完整基板加工	可以直接进行全尺寸基板前板加工	受 FMM 下垂及对位限制，需要考虑切半蒸镀	有利于中尺寸 IT 产品和未来大尺寸应用

资料来源：Omdia《Inkjet printing to drive 30% cost reduction in OLED IT display manufacturing》、Materials Chemistry Frontiers《Solution-processed OLEDs for printing displays》，长江证券研究所

公司获得专利及客户协同支持，向溶液法终端材料延伸，正式入局印刷 OLED。2026 年 8 月，瑞联新材与广州华星光电印刷显示技术有限公司签署《技术许可协议》，华星印刷将其在印刷 OLED 材料领域的相关专利及技术秘密许可给公司使用，公司及子公司可

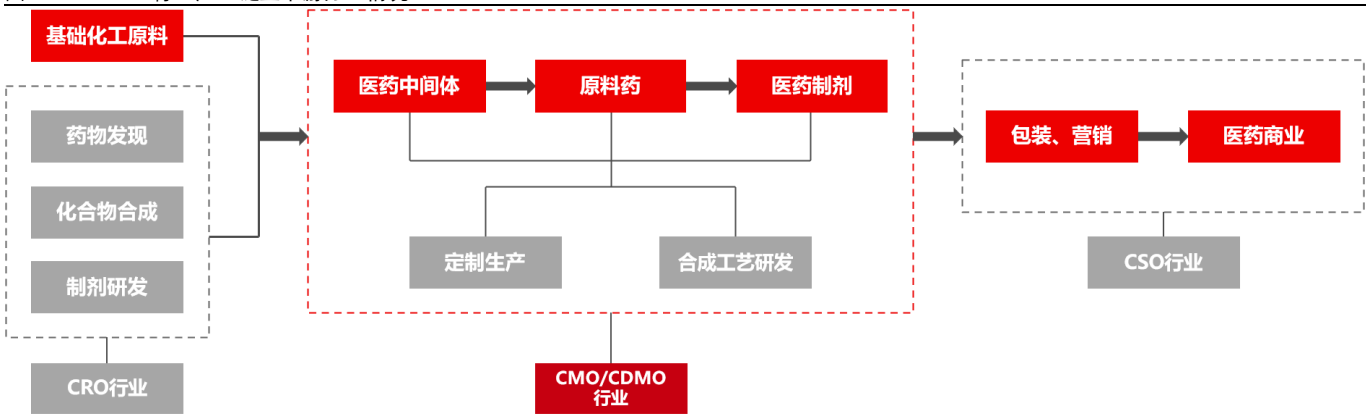
在许可范围内开展相关材料的研发、生产及销售，双方联合开发形成的新技术成果和知识产权由双方共同享有。华星印刷隶属于 TCL 华星，目前公司已配备专门适配华星面板的器件平台和评测系统，部分材料已完成研发并进入送样检测阶段。根据公司 2026 年半年报，喷墨印刷 OLED 有机功能层材料项目已经完成多个单体材料及功能聚合物样品开发，部分样品进入客户评价验证阶段，公司进一步完善 OLED 材料产品矩阵，未来有望依托华星高世代产线打开印刷 OLED 材料增量市场。

医药中间体：创新药项目进入兑现期，管线决定持续性

医药合同研发生产组织（Contract Development and Manufacturing Organization，CDMO）主要为制药企业和生物技术公司提供药物工艺开发、分析方法开发、工艺放大及商业化制造等服务。与传统 CMO 主要按照客户既定工艺开展委托生产不同，CDMO 强调“Development”，实质上是将研发能力与生产制造能力结合，为客户提高开发效率、降低生产成本并控制产业化风险。

从产业链位置看，CDMO 位于研发与生产的中间。随着药物分子结构和生产工艺日益复杂，以及 Biotech 企业成为创新药研发的重要主体，制药企业越来越倾向于将工艺开发、注册生产和商业化供应交由专业 CDMO 完成。

图 38：CDMO 行业产业链上下游分工情况

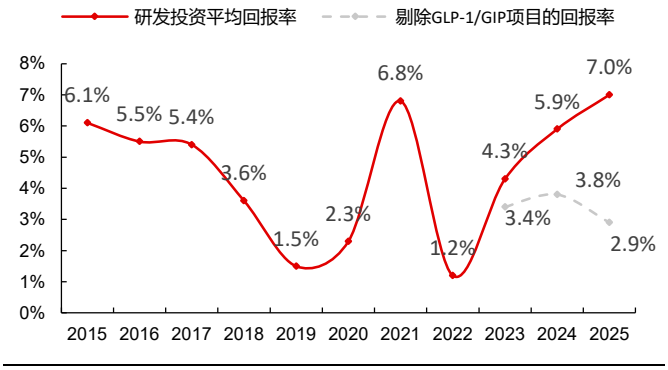


资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

新药研发带动专业化分工，CDMO 市场空间广阔

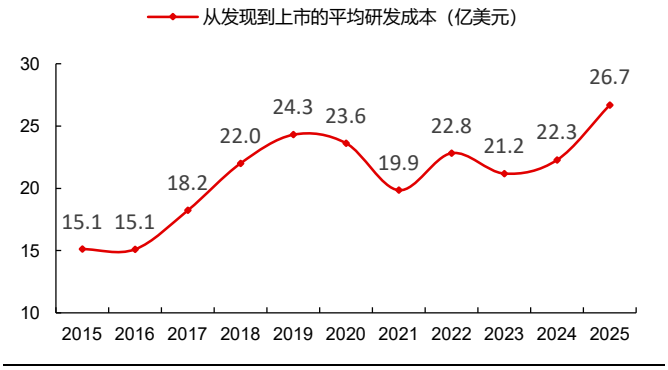
新药研发成本上升、回报向少数高价值品种集中，推动制药企业通过专业化分工提升研发及生产效率，为 CDMO 需求增长提供支撑。根据 Deloitte 测算，全球前 20 大生物医药企业单项药物从发现到上市的平均研发成本由 2015 年的 15.1 亿美元升至 2025 年的 26.7 亿美元，研发管线平均收益率在剔除 GLP-1 及 GLP-1/GIP 相关项目后仅为 2.9%，低于 2024 年的 3.8%，行业研发回报的改善较大程度上依赖少数高价值产品。因此，在高投入、长周期及高失败风险的约束下，制药企业有动力将工艺开发、优化及生产等环节委托给专业 CDMO，并将有限资源集中于靶点选择、临床开发和商业化等核心环节。CDMO 虽不能消除药物研发本身的失败风险，但能够帮助药企优化资本配置、降低工艺开发及生产环节的成本与执行风险，其专业化服务价值有望进一步凸显。

图 39：全球前 20 大制药公司研发投资回报率变化情况



资料来源：Deloitte，长江证券研究所

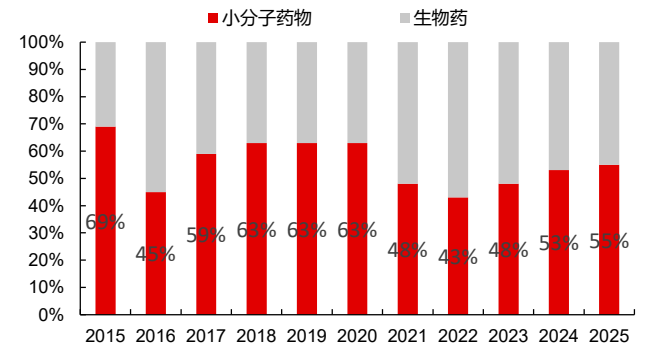
图 40：单款药物从发现到上市的平均研发成本变化情况



资料来源：Deloitte，长江证券研究所

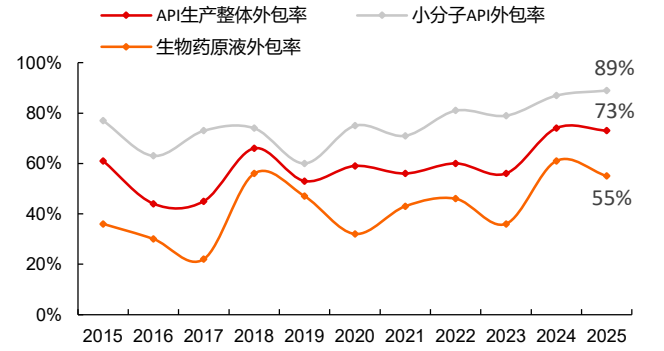
小分子药物是创新药的重要组成部分，生产外包渗透率提升为小分子 CDMO 需求提供支撑。小分子药物凭借口服给药便利性、成熟的开发体系及较好的组织渗透能力在生物药和新型治疗方式快速发展的背景下仍保持较强竞争力，2025 年其在获批药物中的占比连续第三年上升至 55%；同时，2025 年 FDA 获批药物的小分子 API 外包率达 89%，处于逐年上升趋势。随着创新药研发持续推进及中小型 Biotech 项目逐步商业化，小分子 CDMO 有望同时受益于项目需求释放与生产外包渗透率提升。

图 41：小分子药物 FDA 获批占比连续三年上升



资料来源：FDA，BioCentury，William Blair，长江证券研究所

图 42：FDA 获批新药的生产外包率整体提升



资料来源：FDA，BioCentury，William Blair，长江证券研究所

以创新药中间体为基本盘，一体化打开成长空间

公司依托复杂有机合成能力，医药业务由单一中间体向 CDMO 平台升级。公司在医药中间体领域聚焦小分子化学药与中分子生物药，业务发展建立在长期积累的复杂有机小分子合成能力之上。显示材料与医药中间体虽下游应用不同，但在业务底层具有较强共通性，均涉及多步骤有机合成、复杂官能团转化、高纯度分离提纯、痕量杂质控制和定制化放大生产。公司将积累的生产经验横向迁移至医药领域，逐步形成以创新药中间体为基本盘、向原料药及多肽产业链上游延伸的医药 CDMO 业务体系。

表 8：公司医药中间体与显示材料产品在生产运用的主要技术方面存在共通性

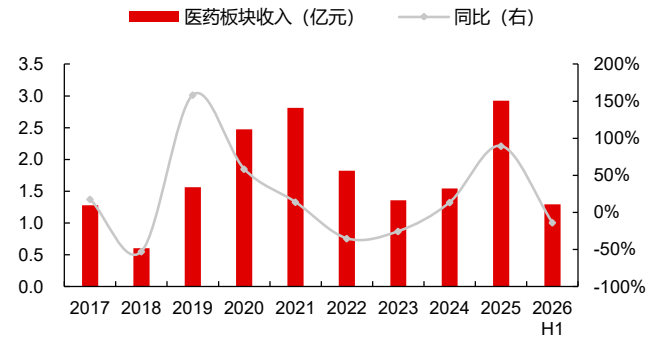
用途	核心技术	显示材料	医药中间体
合成方案设计	有机化合物合成方案设计技术	✓	✓
化学合成工艺	氢同位素取代反应技术	✓	•
	新型催化偶联反应技术	✓	✓

	高效异构化反应技术	✓	•
	新型催化剂精准氢化技术	✓	•
纯化技术	新型填料层析分离技术	✓	✓
	卤素杂质分离与纯化技术	✓	•
	手性异构体杂质控制与纯化技术	•	✓
	金属离子控制与纯化技术	✓	✓
痕量分析	痕量杂质的分析与分离技术	✓	✓
	液晶高聚物痕量分析技术	✓	•
量产体系	高效工业化生产技术	✓	✓

资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

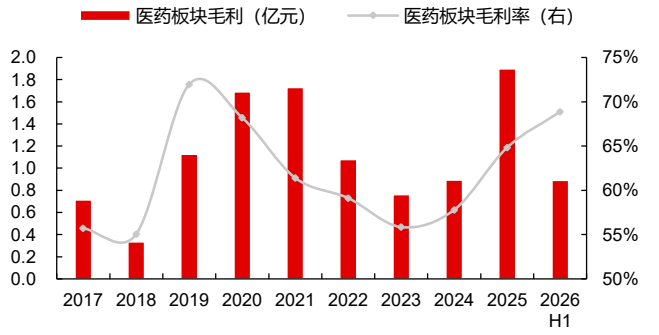
公司医药产品覆盖疾病领域广泛，板块收入呈现较强成长性。公司主要面向创新药及部分仿制药客户提供医药中间体和原料药的工艺研发、定制生产及商业化供应服务，产品覆盖肿瘤、精神及中枢神经、免疫、心血管和抗感染等治疗领域。受核心终端药物需求增长及客户战略备货共同推动，2025 年公司医药中间体业务收入同比+89.5%。**盈利方面，**公司医药业务毛利率由 2023 年的 55.8%升至 2025 年的 64.8%，2026 年上半年进一步达到约 68.9%，已形成较强盈利基础，其原因主要包括创新药项目技术难度和客户认证壁垒较高、成熟商业化品种放量带来规模效应，以及高毛利产品收入占比提升。

图 43：瑞联新材医药板块收入及同比



资料来源：Wind，长江证券研究所

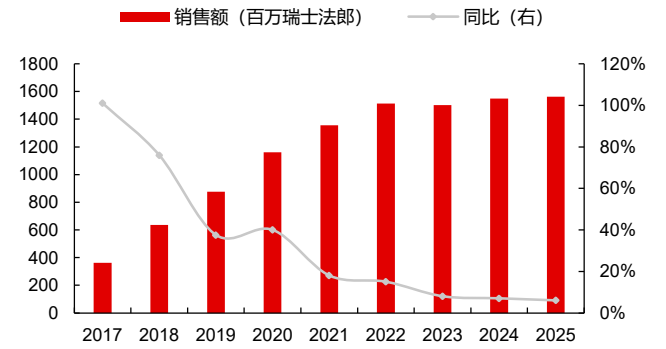
图 44：瑞联新材医药板块毛利及毛利率



资料来源：Wind，长江证券研究所

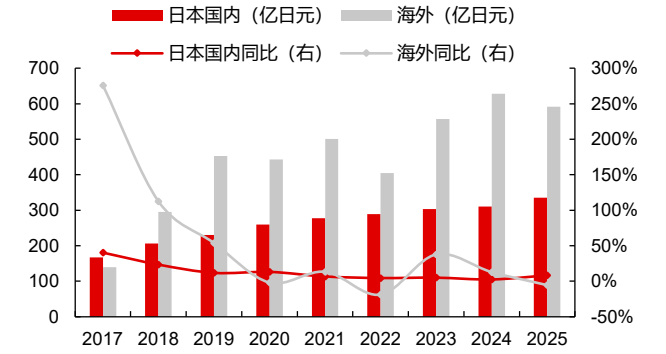
PA0045 是公司医药业务的核心产品，长期客户合作与终端药物需求增长共同支撑发展。PA0045 对应终端药物为 Chugai（中外制药，系罗氏子公司）开发的肺癌药物艾乐替尼（Alecensa），公司早期即参与相关产品的开发，与 Chugai 合作已接近 20 年。医药中间体进入商业化供应体系后，更换供应商涉及质量评估、工艺验证及供应链变更等程序，长期积累的工艺经验和稳定供货能力成为公司巩固客户关系的重要优势。终端需求方面，2025 年罗氏艾乐替尼全球销售额达 15.6 亿瑞士法郎，同比+6%；Chugai 口径下的销售额由 2016 年的 156 亿日元增至 2025 年的 927 亿日元，终端市场仍保持增长。艾乐替尼持续销售与公司稳固的供应关系，为 PA0045 中长期需求提供了较好基础，随着客户库存逐步消化，终端需求向采购订单的传导值得期待。

图 45：罗氏艾乐替尼销售额及同比



资料来源：罗氏年报，公司公告，长江证券研究所

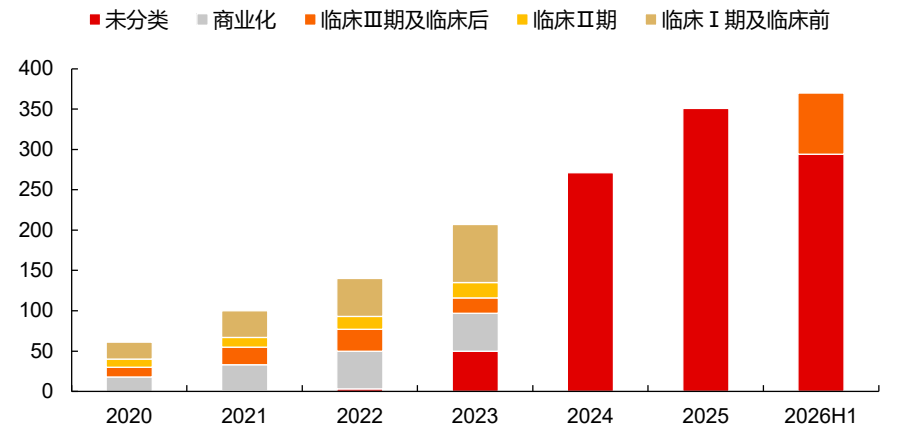
图 46：Chugai 艾乐替尼销售额及同比（国内&海外）



资料来源：Chugai 年报，公司官网，长江证券研究所

管线数量持续扩容，临床后期项目构成后续商业化储备。医药 CDMO 的核心在于项目漏斗，临床前和临床早期项目主要帮助供应商提前进入客户供应链，单个订单规模通常较小；进入临床后期和商业化阶段后，供应商出货量和收入将显著增加，因此管线数量、临床阶段结构和商业化转化率是判断公司医药业务中长期成长性的核心。**除 PA0045 外，公司医药项目储备较多。**截至 2025 年末，公司医药管线数量达 351 个，较 2024 年末增加 80 个，其中创新药项目 193 个、仿制药项目 36 个。2026 年上半年，公司继续新增 19 个医药管线，临床三期及以后项目达到 76 个，占全部管线的比重约 21%。

图 47：瑞联新材医药管线数量发展情况（个）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

向原料药业务延伸，完成从建设、认证到获批的关键跨越。过去公司医药收入主要来自中间体，为进一步向下游延伸，公司提出“中间体+原料药”一体化发展战略，通过子公司瑞联制药建设原料药研发、注册和生产平台。原料药（API）业务不仅能够增加单个客户和项目的收入贡献，还可以加强公司与药企在注册申报、质量控制和商业化供应方面的绑定。截至 2026 年上半年，公司累计推进 15 个原料药项目，其中 3 个产品取得国内批准、1 个产品取得欧洲批准，已初步建立国内和欧洲原料药注册及质量体系，日本 PMDA 现场审查相关工作亦在推进。根据公司官网，泊沙康唑、钆布醇等产品已取得上市批准并逐步形成销售。

表 9：瑞联新材原料药（API）业务进展梳理

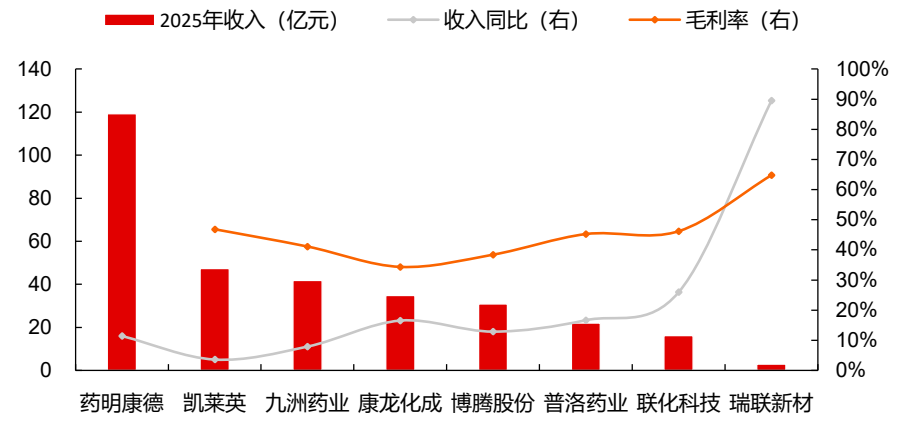
API 品种	当前公开状态	主要应用方向	备注
泊沙康唑（Posaconazole）	中国 A；美国 DMF 为 Active	三唑类抗真菌药	已通过 GMP 检查并形成销售。2024 年泊沙康唑制剂全球制剂销售额共 5.1 亿美元，对应原料药消耗量 4.52 吨
钆布醇（Gadobutrol）	中国 A；欧洲 CEP 有效	MRI 磁共振造影剂	公司披露已获批并形成销售，EDQM 登记可验证。拜耳 Gadovist 产品家族 2025 年销售额 4.15 亿欧元
酮咯酸氨丁三醇（Ketorolac Tromethamine）	中国 A；已通过 GMP 符合性检查	非甾体抗炎镇痛药	陕西省药监局已公布 GMP 检查结果
盐酸异丙肾上腺素（Isoprenaline Hydrochloride）	当前中国 A	急救及心血管用药	关联制剂于 2026 年 7 月获批后，当前登记状态已转为 A
瑞卢戈利（Relugolix）	中国 I；美国 DMF 为 Active	GnRH 受体拮抗剂，用于前列腺癌、子宫肌瘤等	CDE 及 FDA DMF 登记。该药品住友制药 2025 年美国市场销售额为 10.3 亿美元，2026 年预计 13.5 亿美元
华法林钾（Warfarin Potassium）	日本原药 MF 登记；公司仍在推进 PMDA 相关工作	抗凝血药	PMDA 官方原药登记名单列明生产商为 Weinan Manareco

资料来源：CDE 官网，ApiBureau，PMDA 官网，各公司公告，Insight 数据库，长江证券研究所（注：仅列举部分产品情况，表中销售数据为药物终端销售额）

在小分子中间体和原料药之外，公司正向非天然氨基酸、短肽及相关酶催化技术延伸。非天然氨基酸是多肽药物的重要组成单元，可用于改善药物稳定性、活性及半衰期，此类产品对手性控制、官能团保护与脱保护、高纯度提纯要求较高，与公司既有技术能力较为契合。2025 年，公司非天然氨基酸产品已实现销售，多肽业务完成多个项目中试订单，相关销售收入接近 1000 万元；2026 年上半年，实现销售的非天然氨基酸产品数量进一步增加，新业务已从技术布局逐步转向订单落地。

整体来看，公司医药业务的成长路径较为清晰：依托高难度合成能力和长期海外客户合作稳固中间体业务，向原料药、非天然氨基酸和短肽拓展。相较头部综合型 CDMO，公司规模仍有差距，但在高技术难度、定制化程度较高的细分产品上具备积累，现有客户基础与新增产品能力的结合，为后续项目拓展和商业化放量提供了支撑。

图 48：国内主要 CDMO 企业收入规模及毛利率情况

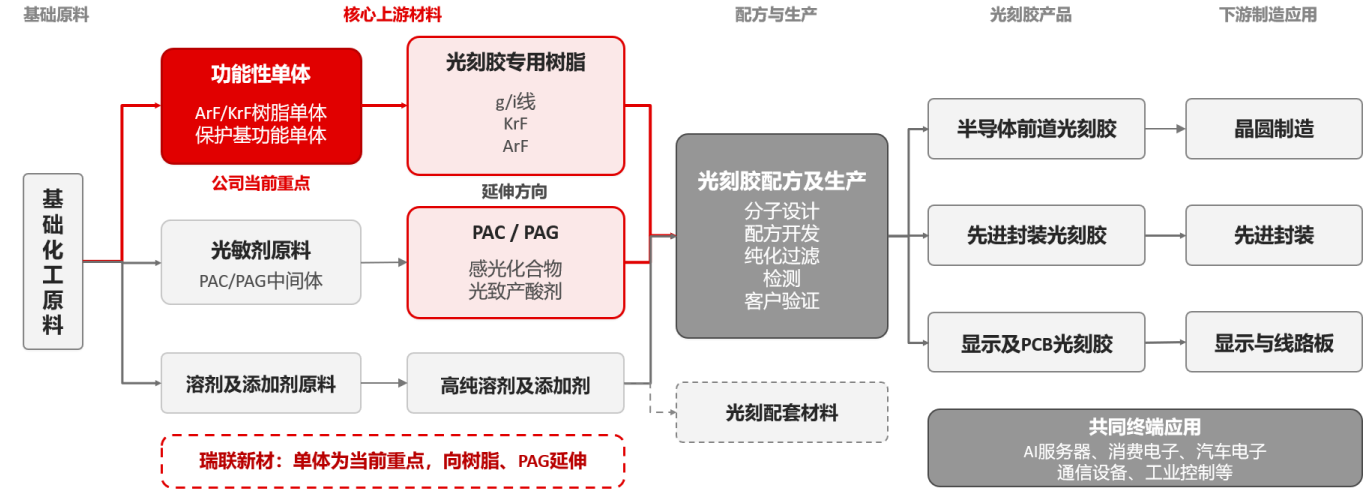


资料来源：Wind，各公司公告，长江证券研究所

电子材料：验证转量产，打造未来增长主线

电子材料是公司当前收入占比最小、成长潜力最高的业务。公司电子材料业务主要围绕半导体光刻胶产业链进行上游材料布局，具体产品包括光刻胶单体及树脂、PSPI 单体、半导体及 OLED 封装材料等，并持续向光刻胶树脂、光致产酸剂（PAG）等核心材料布局；终端主要应用于半导体和显示面板领域。

图 49：光刻胶产业链一览图

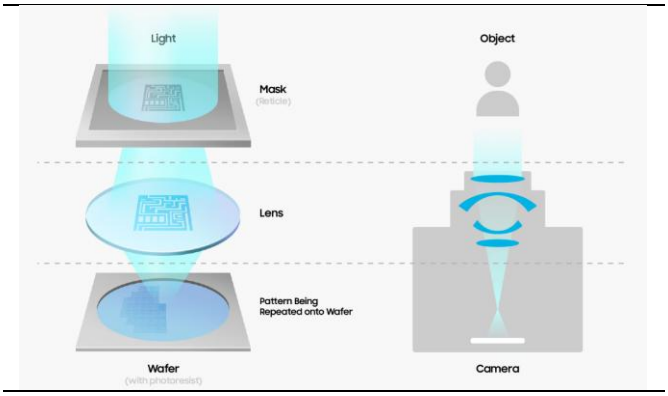


资料来源：SEMI、JSR、恒坤新材招股说明书及审核问询回复、广信材料公告、瑞联新材公告，长江证券研究所

光刻胶：图形转移核心耗材，国产替代持续突破

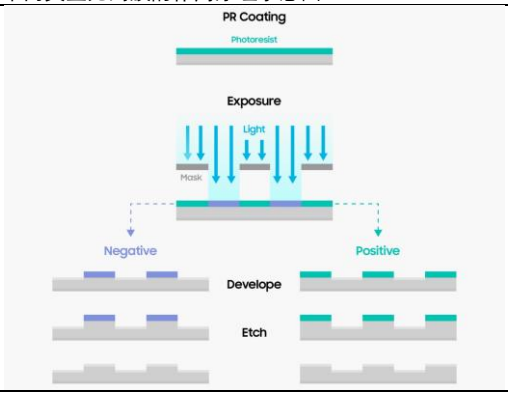
光刻是将掩模版上的电路图形转移至晶圆表面的核心工艺。光刻的原理类似于用相机拍照，光刻胶首先被均匀涂覆在晶圆表面，经过曝光后，其化学结构或溶解性发生变化，通过显影形成图形，作为后续刻蚀或离子注入过程的保护层。其中，正性光刻胶未暴露于光的部分在显影后依然保留，而负性光刻胶则只有曝光部分在显影后保留。

图 50：光刻原理示意图



资料来源：Samsung Semiconductor，长江证券研究所

图 51：不同类型光刻胶的作用原理示意图



资料来源：Samsung Semiconductor，长江证券研究所

按应用领域分为 PCB、面板和半导体光刻胶等。光刻胶经过几十年的发展和进步，应用领域不断扩大，衍生出非常多的种类。按照应用领域，光刻胶可以划分为以下主要类型和品种：PCB 光刻胶，主要分为干膜光刻胶、湿膜光刻胶和阻焊油墨；面板光刻胶，主要分为 TFT-LCD 正性光刻胶、彩色&黑色负性光刻胶；半导体集成电路制造行业，主要分为 g/i 线光刻胶、KrF 光刻胶、ArF 光刻胶和 EUV 光刻胶等。

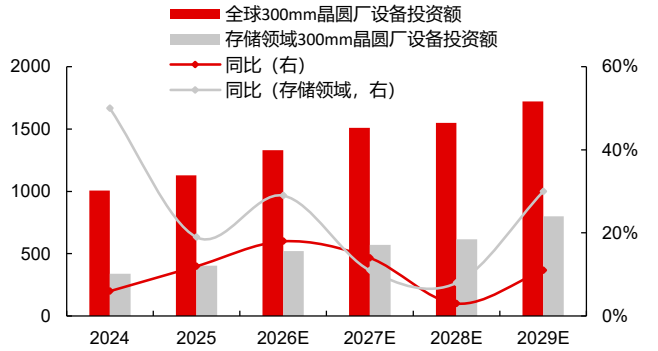
表 10：光刻胶按应用领域分类情况

分类	主要产品	主要应用及特点
PCB 光刻胶	干膜光刻胶、湿膜光刻胶、光成像阻焊油墨	用于 PCB 线路图形转移及阻焊层制作
半导体光刻胶	g 线（436nm）、i 线（365nm）、KrF（248nm）、ArF（193nm）、EUV（13.5nm）光刻胶	为满足超微细电子线路图形的加工应用而推陈出新；光刻胶的分辨率直接决定了特征尺寸的大小
显示面板光刻胶	TFT-LCD 光刻胶、彩色光刻胶和黑色光刻胶、触摸屏光刻胶	通过镀膜、清洗、光刻胶涂覆、曝光、显影、蚀刻等工序，将掩膜版上的图形转移到薄膜上，形成与掩膜板对应的几何图形，从而制得 TFT 电极与彩色滤光片
其他光刻胶	电子束光刻胶、感光聚酰亚胺（PSPI）、感光聚苯并噁唑（PSPBO）等	因其工艺特殊性，全球其他光刻胶呈现生产厂商数量较少、供应量较少、产品单价较高等特点

资料来源：Cision，长江证券研究所

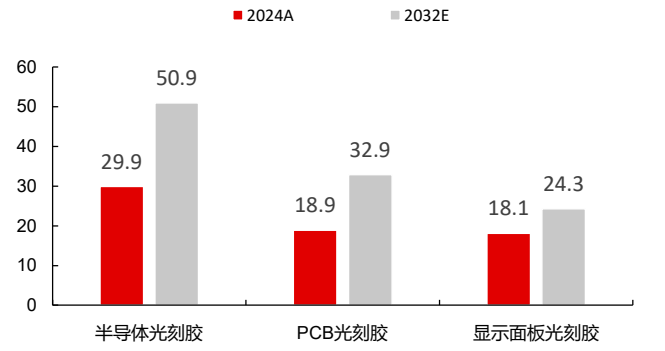
半导体扩产与制程升级支撑光刻胶需求增长。半导体行业正处在由 AI 算力驱动的上行周期，根据 SEMI 预测，预计 2026 年全球 300mm 晶圆厂设备投资将达到 1330 亿美元，同比+18%，2027 年将进一步增长 14%至 1510 亿美元。新增产能投产将带动光刻胶等耗材需求，先进制程及 HBM 产能建设则进一步提高对高性能材料的要求，市场已体现这一趋势：根据 SEMI 数据，2025 年全球半导体材料市场规模达 732 亿美元，同比+6.8%，其中晶圆制造材料和封装材料收入分别同比+5.4%和+9.3%。

图 52：全球 300mm 晶圆厂设备投资额（亿美元）及同比



资料来源：SEMI，长江证券研究所

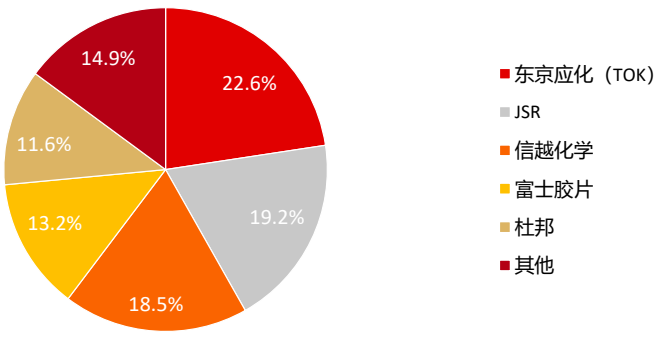
图 53：全球光刻胶行业细分产品应用市场规模及预测（亿美元）



资料来源：Global Info Research，长江证券研究所

全球供应高度集中，日系厂商主导光刻胶市场。根据 QYResearch 数据，东京应化、JSR、信越化学、富士胶片及杜邦五家企业合计占据约 85%的全球半导体光刻胶市场，日系厂商占据主导地位。

图 54：2024 年全球半导体光刻胶行业市场份额（销售收入口径）



资料来源：QYResearch，《NEWS TOPICS》，长江证券研究所

行业的高集中度是分子设计与配方专利、超高纯制造及客户验证共同约束的结果。光刻胶需要通过树脂、感光组分、溶剂及添加剂的协同设计，同时满足感光性、分辨率等要求，从实验室配方到稳定量产存在较高门槛。先发厂商长期积累的专利布局与工艺诀窍，进一步提高了后来者开发差异化产品、实现性能突破的难度；与此同时，光刻胶需与晶圆厂的曝光、显影及刻蚀条件紧密匹配，更换材料或供应商涉及重新验证，客户切换较为谨慎。领先厂商通过持续供货和联合开发积累工艺数据，再将经验用于下一代产品研发，形成正向循环，巩固市场地位。

晶圆产能扩张叠加我国半导体光刻胶国产化率较低、海外供应不稳定等因素，催化材料端的自主可控需求。目前，国内进展较快的公司包括彤程新材、晶瑞电材等；原材料方面，国内企业如万润股份、圣泉集团、强力新材等在树脂、感光剂等方面均有突破。

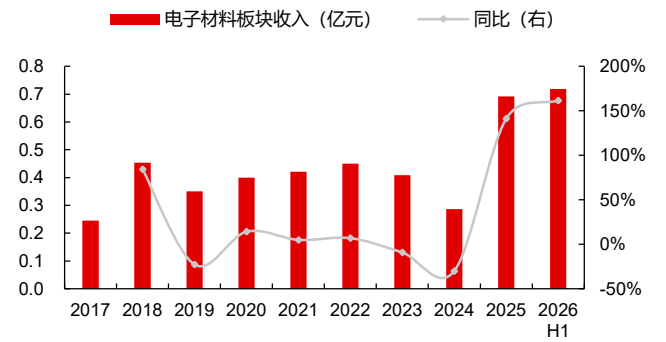
表 11：部分光刻胶原材料相关企业梳理

材料	企业	国家
光刻胶树脂	**圣泉集团、安智电子材料、强力新材、长兴材料工业**	**中国**
	丸善石化、住友电木、瑞翁、旭有机材、三菱化学、群荣化学、日本曹达、三井化学	日本
	瀚森（彤程电子收购）、陶氏化学、杜邦、RD Chemical	美国
	美源商事	韩国
单体	**博康信息化学、万润股份、瑞联新材、微芯新材**	**中国**
	丸善石化、旭有机材、三菱化学、日本丸红、出光兴产、日本曹达	日本
	沙多玛、陶氏杜邦	美国
	美源商事	韩国
光引发剂	**强力新材**	**中国**
	日本丸红、富士电子、和光纯药、东洋合成、黑金化成、San-Apro	日本
	美源商事	韩国
	巴斯夫	德国
	IGM	荷兰

资料来源：中商情报网，长江证券研究所（注：仅列举部分企业）

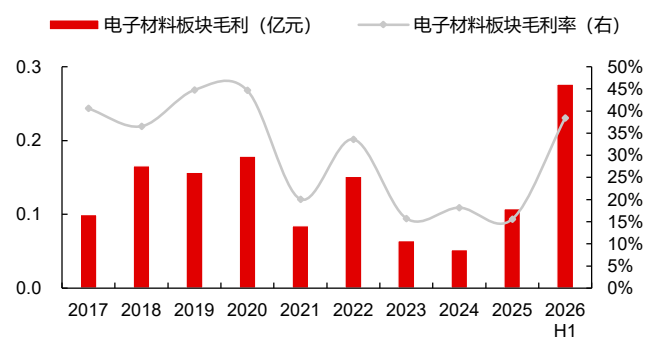
公司从光刻胶单体、PAG 及树脂等关键原料切入，将有机合成技术积累转化为半导体材料业务的增长动能。2026 年上半年，公司电子材料实现收入 7188 万元，同比+161.8%，其中半导体相关材料规模迅速扩张，收入同比增长约 236%，收入占板块约 60%。现阶段，公司单体和 PAG 已形成销售基础，树脂等新品接续验证，逐步丰富的产品组合与持续深化的客户合作，为电子材料业务后续成长提供支撑。

图 55：瑞联新材电子材料板块收入及同比



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 56：瑞联新材电子材料板块毛利及毛利率

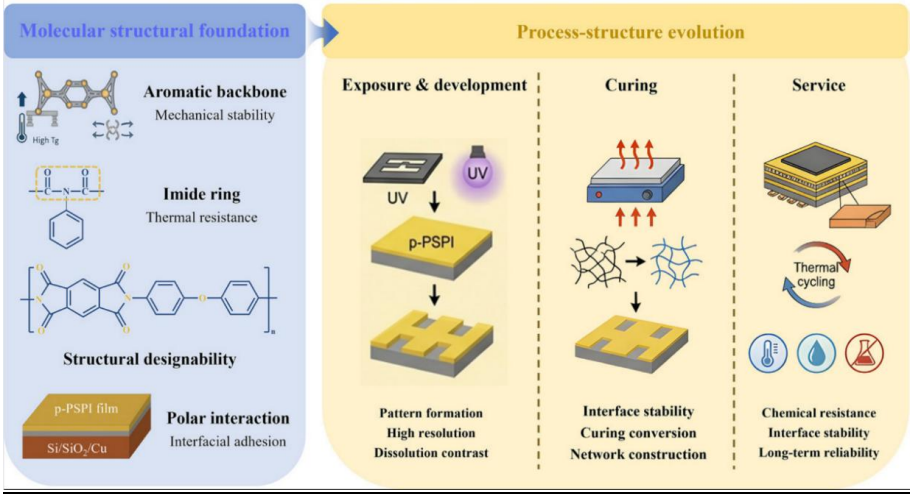


资料来源：Wind，长江证券研究所

PSPI：上游单体迎来扩容机遇，公司率先实现量产

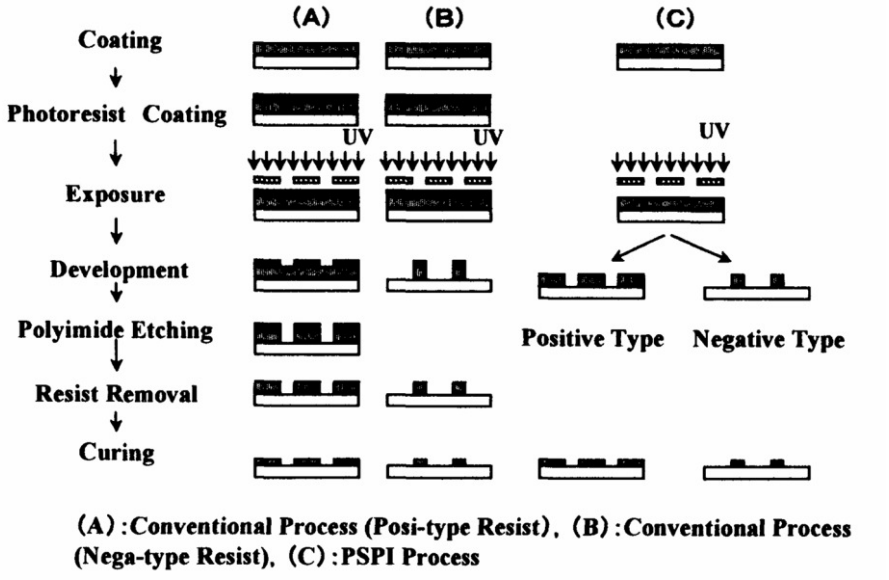
PSPI 属于封装用光刻胶的一种，兼具光刻加工性与聚酰亚胺性能。光敏性聚酰亚胺（Photosensitive Polyimide，PSPI）是在聚酰亚胺（Polyimide，PI）材料基础上引入光敏功能形成的永久介电材料，具有耐高温、机械性能好、绝缘性高等特点。引入光敏功能后，材料能够通过涂覆、曝光和显影直接形成图形，减少传统非光敏聚酰亚胺需要额外涂覆光刻胶、刻蚀及去胶的工艺步骤。在半导体领域，PSPI 主要用于芯片钝化保护、应力缓冲层和晶圆级封装等；此外，PSPI 还用于显示面板制造。

图 57：PSPI 工艺流程图



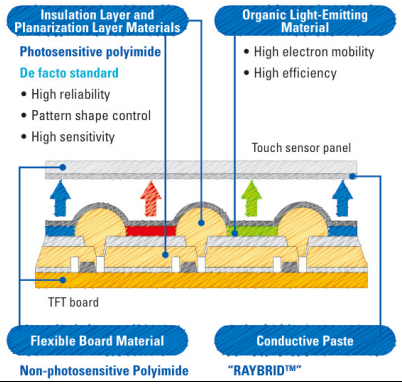
资料来源：《Positive-type photosensitive polyimides for advanced microelectronic packaging: from molecular design to patterning and device reliability》Yao Wang，长江证券研究所

图 58：PSPI 通过感光显影直接形成图案



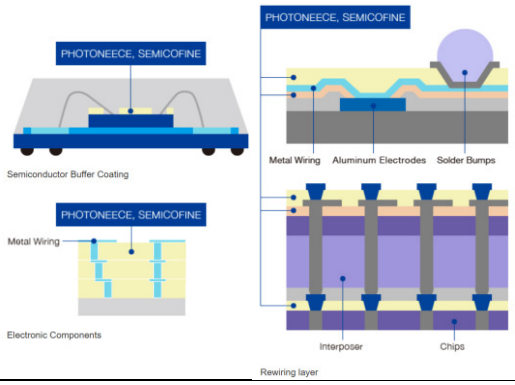
资料来源：《Recent Development in Photosensitive Polyimide (PSPI)》Mochizuki，长江证券研究所

图 59：PSPI 用于 OLED 显示面板制造



资料来源：Toray《Integrated Annual Report 2020》，长江证券研究所

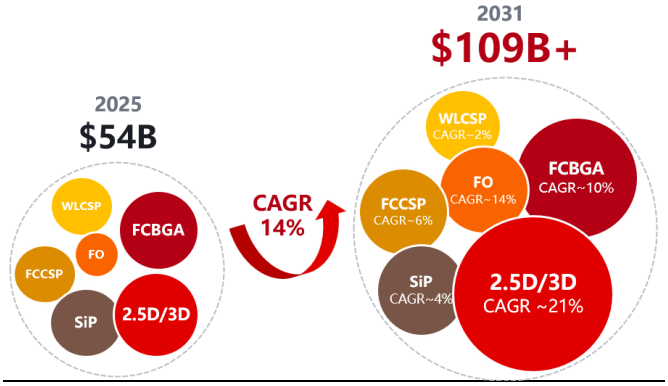
图 60：PSPI 用于半导体缓冲层、钝化层或多层互连结构的平坦化层



资料来源：Toray 官网，长江证券研究所

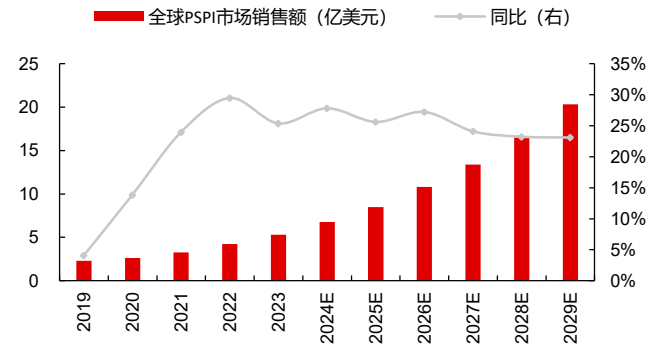
先进封装扩张带动 PSPI 需求增长，为上游单体打开市场空间。PSPI 的独特性能使其在半导体先进封装领域具有一定不可替代性，受益于 AI 芯片等高性能器件需求增长，全球 PSPI 核心材料需求增速超出其他半导体材料。根据 Yole 统计，先进封装市场规模在 2025 年达到 540 亿美元，预计到 2031 年将增长到 1090 亿美元以上，先进封装技术正在超越传统封装，成为半导体封装行业的主导；据 QYResearch、Global Info Research 等预测，2025 年 PSPI 全球市场规模为 6.8~8.8 亿美元，当前国产率约 5%~12%，国产替代空间广阔。PSPI 成品放量后，纯度、批次一致性与供货稳定性要求同步上行并传导至单体环节，兼顾合成能力与质量控制的单体供应商有望率先受益。

图 61：全球先进封装市场规模及预测（按收入计算）



资料来源：Yole，长江证券研究所

图 62：全球 PSPI 市场销售额及同比

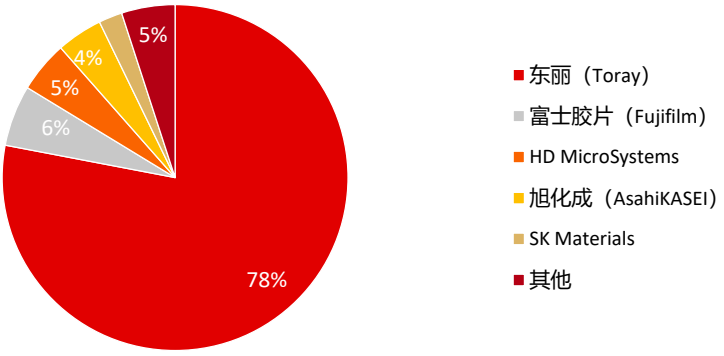


资料来源：QYResearch，阳谷华泰公司公告，长江证券研究所

供应端，海外厂商依靠配方技术与客户长期验证形成先发优势。PSPI 成品不仅需要满足感光加工要求，还需作为功能层留在器件中，对绝缘、耐热及长期可靠性的要求进一步强化了客户认证壁垒，**目前市场主要集中于东丽、富士胶片、旭化成等海外企业。**相比之下，上游单体的竞争重点则在于分子合成、高纯化和批次一致性。

国内 PSPI 供给已有部分企业进行研发探索，逐步从显示材料领域向封装材料延伸。国内 PSPI 行业起步较晚，产业呈现进口依赖度高、产业规模小的特点，且应用多集中在中低端领域，目前高端封装级产品的国产替代刚刚起步，市场空间广阔。随着下游需求扩张，PSPI 有望迎来快速发展，借此机遇，国内相关企业市场份额以及高端产品的国产化率有望进一步提高。

图 63：2022 年全球 PSPI 市场份额（销售收入口径）



资料来源：阳谷华泰公司公告，Global Info Research，长江证券研究所

表 12：国内主要 PSPI 成品/单体厂商及商业化进展

分类	企业	主要布局方向	最新进展
成品	鼎龙股份	OLED 显示用 PSPI；半导体封装 PI 及 PSPI	显示用 PSPI 已在国产首条 G8.6 代 AMOLED 产线上实现批量配套
	万润股份	OLED 显示用 PSPI	子公司三月科技自主知识产权的 OLED 用 PSPI 成品已在下游面板厂实现持续供应
	奥来德	OLED 显示用 PSPI，向封装用材料拓展	常规型和高感光型 PSPI 具备批量交付能力；PFAS-Free 产品开展量产线验证，黑色像素定义层材料继续研发；封装相关新品仍在客户迭代验证
	艾森股份	功率器件表面保护、应力缓冲及先进封装 PSPI	功率半导体用正性 PSPI 已完成客户认证并小批量供应；同时布局先进封装用负性 PSPI 及配套树脂技术
	强力新材	高温、低温及超低温固化 PSPI	高温产品取得贸易商百公斤级订单，用于应力缓冲层；另有用于 RDL 的高温、低温产品订单，合计不足 100 公斤
	波米科技	功率器件保护及先进封装用 PSPI	高温固化 PSPI 已用于 Bumping 并实现批量供应；低温产品通过头部客户认证，面向 4P4M RDL；更高层数应用的超低温产品仍在研发
单体/中间体	瑞联新材	PSPI 单体专业供应	已通过海外头部客户认证并稳定供货，实现每月吨级出货；规划新增 PSPI 产能约 200 吨/年，预计于 2027 年二季度建成投产
	鼎龙科技	特种材料单体	PI 单体，主要用于热塑性 PI，同时供应少量 PSPI 单体
	万润股份	高端 PI 单体平台，布局显示用成品	电子与显示领域 PI 单体已有产品实现批量供应
	鼎龙股份	上游材料自主化配套	显示用 PSPI 相关 PI 单体、光敏剂纳入有机合成技术平台

资料来源：各公司公告，长江证券研究所（注：仅列举部分公司情况）

公司定位 PSPI 上游单体供应商，已切入海外头部客户供应体系，新增产能为后续放量提供支撑。公司围绕先进封装、芯片钝化保护及 OLED 显示等应用开发系列 PSPI 单体，已通过海外头部客户认证，实现每月吨级出货，现有产能约 60 吨/年。为承接后续需求，公司于 2026 年 4 月发布《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》，新建 200 吨 PSPI 单体材料项目，预计 2027 年二季度完工，投产后逐步爬坡，同时还有多款产品处于研发或客户验证阶段。**随着新增产能释放与客户采购份额提升，电子材料板块有望逐步成长为公司新的增长曲线。**

公司优势：研发创新构筑竞争壁垒

公司的独特成长性来自于三个板块共享的复杂有机合成能力和产业化平台。传统主业方面，公司兼具 OLED 升华前材料和液晶单体两条成熟产品线，向终端材料、印刷 OLED 领域延伸，整体处于行业前列；医药板块，依托不断扩充的创新药管线，由中间体向原料药、非天然氨基酸等方向延伸，商业化项目有望随终端药物放量贡献增量；电子材料板块基数较低，半导体光刻胶单体、PSPI 单体及封装胶单体正在由验证阶段逐步进入批量供货阶段。总的来说，公司成熟产品提供业绩基础、在产新品贡献近期增长、在研项目储备长期空间，多层次的产品梯队打开未来广阔成长空间。

研发作为竞争优势起点，长期积累形成核心壁垒

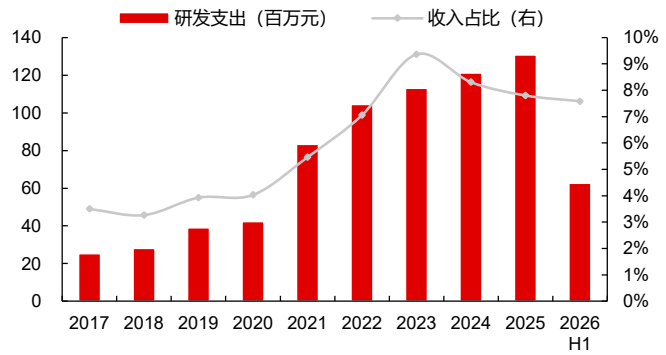
公司形成系统性研发与产业化能力，研发投入持续增长。经过 20 余年的经营发展，公司积累了丰富的专业研发经验，不断推进技术的精细化研究和升级，建立起覆盖合成方案设计、化学合成工艺、纯化技术、痕量分析、同位素分析及量产体系等六个方面的十五项专有技术体系，贯穿分子设计、实验室合成、中试放大、工业化生产和质量检测全过程。自上市以来，公司研发投入持续增长，2020~2025 年研发投入由 0.4 亿元增至 1.3 亿元，研发投入占营收比例自 2022 年以来维持在 7%以上。2026 年上半年，公司研发投入为 0.6 亿元，占营业收入的 7.6%，研发活动仍保持较高强度。

表 13：公司核心技术布局及特点

用途	核心技术	技术特点
合成方案设计	有机化合物合成方案设计技术	构建以 ELN 系统为基础，以 AI 逆合成路线设计平台为核心，集成 Reaxys 等工具的智能化研发体系
化学合成工艺	氢同位素取代反应技术	在 OLED 蓝色荧光材料中用氢同位素取代氢原子，大大提升了该类蓝色荧光材料的寿命，并实现了取代率的精准控制
	新型催化偶联反应技术	通过对各类偶联化学反应的精细化研究，有针对性的调控催化体系，实现反应的高转化率（>98%）及宽底物适用性，对降低生产成本、提高产品品质等具有重要作用
	高效异构化反应技术	通过对转型体系和反应催化剂的筛选，可以保证有效异构体的高转化率，将无效/有效异构体的比例限制在较低的水平
	新型催化剂精准氢化技术	凭借自身的研发及生产经验，研制出新型自制钯催化剂，可实现精准氢化过程，优化反应路径，有效提升生产效率
	酶催化定向手性合成技术	在酶催化定向手性合成领域具备完整的技术能力，涵盖酶挖掘、进化到规模化生产的全链条研发平台；通过 AI 辅助酶的进化技术，结合高通量筛选，持续优化酶性能
	微通道连续流反应技术	良好的传热传质效果，大幅提高了反应的选择性，有效规避了釜式反应的安全风险，实现了从小试工艺到放大工艺的无缝对接
纯化技术	新型填料层析分离技术	对层析柱中的各类填料进行分析比对，对填料规格进行细分，根据纯化的具体要求有针对性地进行填料选择，从而在获得高品质产品的同时有效降低了纯化成本
	卤素杂质分离与纯化技术	对产品合成反应的调整、生产环境洁净度控制、纯化溶剂特殊预处理等相结合的方式，可以将显示材料中的卤素杂质控制在 PPb 级别，保证了产品品质
	手性异构体杂质控制与纯化技术	通过原料控制、纯化过程控制相结合的方式，分阶段对手性异构体杂质逐一进行识别控制，将单一手性异构体杂质控制在 PPm 级别
	金属离子控制与纯化技术	构建以 AAS 为基础、以 ICP-MS 为技术补充的先进金属离子分析技术体系，建立了行业领先的百级超净室，可以实现所有种类金属离子分析检测的全覆盖，分析检测精度可达 PPb 级别
痕量分析	痕量杂质的分析与分离技术	通过气相、液相、质谱、红外等分析方法和仪器，对产品及反应过程的杂质进行监控和辨识，实现全杂质控制，准确监测精度达到 PPm 级别
	液晶高聚物痕量分析技术	对送样产品的特殊处理及分析检测仪器调整，以分子量范围为标准，大幅度提升了高聚物分析检测的可靠性
同位素分析	氢同位素取代率的分析技术	自主开发并建立起了近两百种稳定的氢同位素取代率的分析技术，可以根据不同化合物的结构特性建立其稳定的氢同位素取代率的测算方法
量产体系	高效工业化生产技术	建立了高效的工业化生产体系，通过极限实验（温度、压力等）、参数调控等方式进行产前模拟，利用动态危险源二次识别、敏感反应钝化处理等方式保证反应的顺利放大

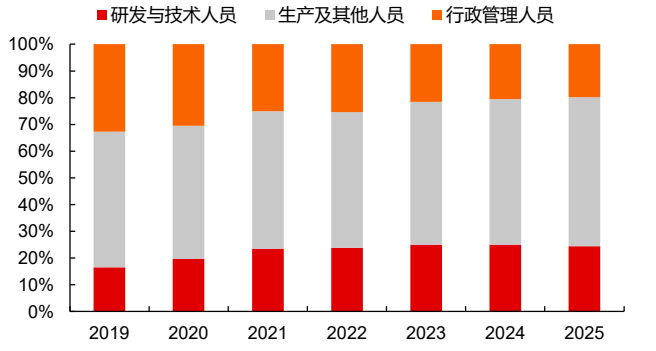
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 64：公司研发支出与占比情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 65：公司员工结构占比



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

公司以应用型研发为主，与客户需求和产业化落地紧密结合。持续的研发每年为公司带来大量的专利产出，截至 2026 年 6 月末，公司累计获得授权专利 116 项，其中发明专利 107 项。显示材料、创新药中间体和电子材料普遍具有品种多、单品生命周期和需求规模差异较大的特点，公司需要持续开发新品，并通过工艺优化降低成本、提高收率和改善批次一致性。目前，公司拥有超过 100 人的中试团队，中试完结项目成功率长期保持在 90%以上，形成了从实验室研发、中试放大到工业化生产的完整衔接体系，该能力能够缩短产品导入周期、降低放大失败风险，提高公司承接多品种定制项目的能力。

表 14：2025 年以来公司及子公司取得授权的专利布局（部分）

专利号	发明名称	申请人	申请日	公告日
CN122502563A	一种丙烯酸树脂、OCA 层组合物及应用	西安瑞联新材料股份有限公司	2026.05.22	2026.08.04
CN121472180A	一种转氨酶突变体和(S)-4-(1-氨基乙基)哌啶-1-甲酸叔丁酯的制备方法	西安瑞联新材料股份有限公司	2025.12.04	2026.02.06
CN121405636A	一种 2.7-双（三苯基嘧啶）芴化合物及其应用	西安瑞联新材料股份有限公司	2025.12.26	2026.01.27
CN121254562A	一种负性光刻胶组合物及其应用	西安瑞联新材料股份有限公司	2025.12.05	2026.01.02
CN121135675A	一种联苯四甲酸二酐类化合物的制备方法与应用	西安瑞联新材料股份有限公司	2025.09.18	2025.12.16
CN121064206A	一种用于有机发光主体材料的咪唑稠环化合物及其应用	陕西蒲城海泰新材料产业有限责任公司	2025.09.24	2025.12.05
CN120904198A	一种有机发光材料及其在有机电致发光器件中的应用	陕西蒲城海泰新材料产业有限责任公司	2025.09.24	2025.11.07
CN120794809A	一种含茚化合物及其在有机电致发光器件中的应用	陕西蒲城海泰新材料产业有限责任公司	2025.09.08	2025.10.17
CN120623231A	一种芳环并咪唑骨架的膦酸化合物及其制备方法与应用	西安瑞联新材料股份有限公司	2025.06.20	2025.09.12
CN120574241A	一种咪唑稠环化合物及其在有机电致发光器件中的应用	西安瑞联新材料股份有限公司	2025.08.05	2025.09.02
CN120518651A	一种用于有机电致发光器件的含螺衍生物双硼多环化合物	西安瑞联新材料股份有限公司	2025.07.25	2025.08.22
CN120518650A	一种以五元杂环为中心的双硼多环化合物及其应用	西安瑞联新材料股份有限公司	2025.07.23	2025.08.22
CN120463719A	一种用于有机发光材料的稠环化合物及其应用	西安瑞联新材料股份有限公司	2025.05.27	2025.08.12
CN120441606A	一种用于有机电致发光器件的六元杂环双硼多环化合物	西安瑞联新材料股份有限公司	2025.07.09	2025.08.08
CN120370628A	一种负性光刻胶组合物及图案化方法	西安瑞联新材料股份有限公司	2025.05.15	2025.07.25
CN120349316A	一种用于有机电致发光器件的主体化合物	西安瑞联新材料股份有限公司	2025.06.24	2025.07.22
CN120173215A	一种侧链修饰磷酸基团的聚合物材料及其制备方法和应用	西安瑞联新材料股份有限公司	2025.03.19	2025.06.20
CN120117948A	一种 α,β-不饱和环己烯甲醛的合成方法	西安瑞联新材料股份有限公司	2025.03.10	2025.06.10
CN120004843A	一种用于有机发光材料的氧杂蒽类稠环化合物及其应用	西安瑞联新材料股份有限公司	2025.04.15	2025.05.16

CN119930667A	一种用于有机发光材料的含硼多环化合物	西安瑞联新材料股份有限公司	2025.04.08	2025.05.06
CN119899087A	一种制备氘代甲醇及尾气回收利用的方法	西安瑞联新材料股份有限公司	2025.01.21	2025.04.29
CN119869586A	一种负载型铂镍合金催化剂及其制备方法与应用	西安瑞联新材料股份有限公司	2025.01.13	2025.04.25
CN119859149A	一种用于有机电致发光器件的螺咪唑类化合物	西安瑞联新材料股份有限公司	2025.03.25	2025.04.22
CN119823181A	一种含硫官能团修饰的咔唑衍生物及其制备方法与应用	西安瑞联新材料股份有限公司	2024.12.11	2025.04.15
CN119684308A	一种用于有机发光材料的化合物及其应用	西安瑞联新材料股份有限公司	2025.02.25	2025.03.25
CN119638734A	一种用于有机电致发光器件的含硼化合物	西安瑞联新材料股份有限公司	2025.02.06	2025.03.18
CN119613439A	一种化合物、丙烯酸树脂、平坦化层组合物及应用	渭南高新区海泰新型电子材料有限责任公司	2024.11.26	2025.03.14
CN119569673A	一种基于苯并恶唑骨架的转光剂及其制备方法与应用	西安瑞联新材料股份有限公司	2024.12.03	2025.03.07
CN119552045A	一种苯并[a]蒽的工业化生产方法	陕西蒲城海泰新材料产业有限责任公司	2024.12.03	2025.03.04
CN119462592A	一种用于有机发光材料的化合物	西安瑞联新材料股份有限公司	2025.01.08	2025.02.18
CN119411210A	一种黑相甲脒碘化铅微晶及其制备方法与应用	西安瑞联新材料股份有限公司	2024.11.01	2025.02.11
CN119371446A	一种用于有机发光材料的化合物	西安瑞联新材料股份有限公司	2024.12.27	2025.01.28
CN119371447A	一种用于有机电致发光器件的双硼多环化合物	西安瑞联新材料股份有限公司	2024.12.28	2025.01.28
CN119350300A	一种用于有机电致发光材料的氘代化合物	西安瑞联新材料股份有限公司	2024.12.25	2025.01.24
CN119322429A	一种负性光刻胶组合物及其应用	西安瑞联新材料股份有限公司	2024.12.19	2025.01.17

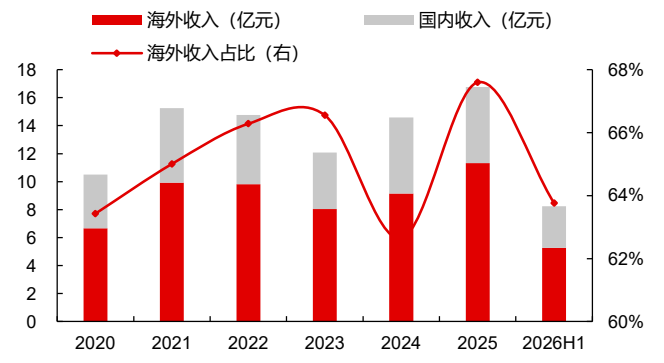
资料来源：国家知识产权局，长江证券研究所

布局海外，构筑全球化客户体系

公司客户关系稳定，在供应链体系中占据重要地位。经过多年市场开拓，公司已与 DuPont、Merck、JNC、Idemitsu、Solus Advanced Materials、SFC、LG 化学等海外材料企业，以及八亿时空、江苏和成、诚志永华等国内厂商建立长期合作关系，并成为部分客户的战略供应商或重要供应商；海外客户主要分布于韩国、日本和欧洲，公司是全球显示面板材料供应体系的重要参与者。

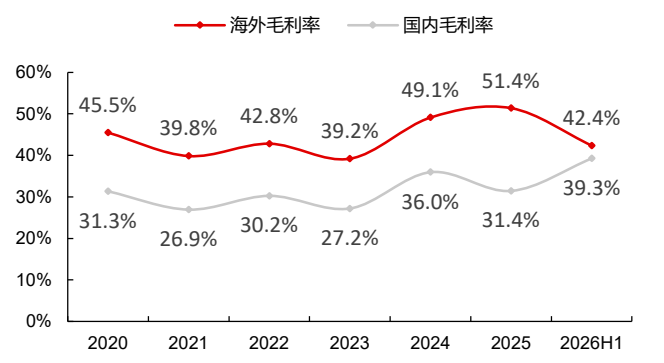
整体收入结构呈现出较高的国际化程度。2025 年公司海外业务实现收入 11.3 亿元，同比增长 24.0%，占营业收入的 67.6%；国内业务实现收入 5.4 亿元，占比 32.4%。同期海外业务毛利率为 51.4%，高于国内业务的 31.4%。

图 66：公司海外业务收入及占比情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 67：公司海外及国内业务毛利率



资料来源：Wind，长江证券研究所

海外成熟供应链+国内增量市场，公司受益于双链条客户结构。海外收入占比较高，使公司的需求增量不完全来源于国内单一区域市场。一方面，公司能够通过海外材料厂商分享三星显示、LG Display 等韩国面板龙头在高端智能手机、OLED 电视及 IT OLED 领域的材料需求；另一方面，公司又可通过国内客户受益于中国大陆面板产能扩张及材料国产替代。由此，公司形成海外成熟供应链+国内增量市场的双链条客户结构，能够在一定程度上平滑不同地区产品迭代节奏及终端需求波动。

投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

公司围绕复杂有机小分子合成、高纯化和规模化生产能力的持续延伸，主业显示材料经营稳健，医药板块贡献较强盈利，电子材料新品放量打开增长空间，海外成熟客户与国内增量客户并行拓展。随着验证成果转化为批量订单，以及产品结构向高附加值方向升级，公司盈利规模有望持续提升，预计 2026/2027/2028 年公司归属净利润分别为 3.67/4.73/5.80 亿元，给予“买入”评级。

风险提示

1、**下游需求及主要客户采购不及预期。**公司产品需求与显示面板、创新药及半导体等下游行业的发展密切相关。若终端需求恢复不及预期、下游客户降低开工率或延后采购，公司订单及产能利用率可能受到影响。

2、**新产品验证及项目建设进度不及预期。**电子材料和医药产品通常需要经历研发、中试、客户验证或注册申报等环节，若客户验证、终端项目商业化或采购放量不及预期，新产品收入贡献可能延后；若在建项目建设、投产及产能爬坡进度低于预期，可能影响订单交付，并使新增折旧及相关费用对短期盈利形成压力。

3、**海外经营及汇率波动风险。**公司海外市场是重要收入来源，若国际贸易环境、相关地区监管政策或跨境供应链发生不利变化，可能影响公司客户合作与产品交付。同时，公司部分业务以外币结算，汇率波动可能影响出口产品的人民币计价收入及汇兑损益，进而造成利润波动。

4、**盈利预测假设不成立或不及预期的风险。**在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设，我们预计随着下游需求改善及新产品逐步放量，公司技术积累与客户优势加快转化，盈利能力有望持续提升。基于以上假设，我们预测 2026-2028 年营收分别为 19.39/24.30/29.96 亿元，同比增速分别为 15.7%/25.3%/23.3%，归属净利润分别为 3.67/4.73/5.80 亿元，同比增速分别为 18.7%/28.9%/22.6%。若上述假设不成立或者不及预期则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们的预期、估值结果偏高等。极端悲观假设下，若下游需求持续低迷，新产品放量不及预期，市场竞争进一步加剧，则公司未来收入/业绩增速可能会有所下滑。假设悲观情况下，2026-2028 年公司营业收入同比增速分别降低至 9.4%/15.2%/14.0%，毛利率分别降低至 40.7%/41.0%/40.6%，则对应测算归母净利润同比增速将分别降低至 11.2%/17.3%/13.6%。

表 15：公司收入和利润敏感性分析（百万元）

	基准情形				悲观情形			
	2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	1676	1939	2430	2996	1676	1834	2113	2408
同比	14.9%	15.7%	25.3%	23.3%	14.9%	9.4%	15.2%	14.0%
毛利率	44.9%	45.3%	45.6%	45.1%	44.9%	40.7%	41.0%	40.6%
归母净利润	309	367	473	580	309	344	404	458
同比	22.9%	18.7%	28.9%	22.6%	22.9%	11.2%	17.3%	13.6%
净利润	18.5%	18.9%	19.5%	19.4%	18.5%	18.8%	19.1%	19.0%

资料来源：Wind，长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表（百万元）

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**1676**	**1939**	**2430**	**2996**
营业成本	924	1061	1323	1644
毛利	**753**	**878**	**1107**	**1353**
%营业收入	45%	45%	46%	45%
营业税金及附加	27	24	31	41
%营业收入	2%	1%	1%	1%
销售费用	45	52	68	81
%营业收入	3%	3%	3%	3%
管理费用	211	257	314	387
%营业收入	13%	13%	13%	13%
研发费用	125	146	181	224
%营业收入	7%	8%	7%	7%
财务费用	-13	-10	-14	-20
%营业收入	-1%	0%	-1%	-1%
加：资产减值损失	-28	-20	-20	-20
信用减值损失	-3	0	0	0
公允价值变动收益	3	0	0	0
投资收益	15	9	13	19
营业利润	**358**	**418**	**544**	**666**
%营业收入	21%	22%	22%	22%
营业外收支	-1	-1	-2	-1
利润总额	**356**	**417**	**543**	**664**
%营业收入	21%	22%	22%	22%
所得税费用	47	50	70	84
净利润	309	367	473	580
归属于母公司所有者的净利润	**309**	**367**	**473**	**580**
少数股东损益	0	0	0	0
EPS（元）	**1.79**	**2.08**	**2.69**	**3.29**

现金流量表（百万元）

	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	**345**	**481**	**538**	**590**
取得投资收益收回现金	7	9	13	19
长期股权投资	-8	0	0	0
资本性支出	-83	-152	-144	-65
其他	-185	-2	0	0
投资活动现金流净额	**-269**	**-145**	**-131**	**-46**
债券融资	0	0	0	0
股权融资	25	2	0	0
银行贷款增加（减少）	5	0	0	0
筹资成本	-102	-21	-27	-33
其他	-34	3	0	0
筹资活动现金流净额	**-107**	**-15**	**-27**	**-33**
现金净流量（不含汇率变动影响）	**-31**	**321**	**379**	**510**

资产负债表（百万元）

	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	634	954	1333	1843
交易性金融资产	512	512	512	512
应收账款	311	337	422	532
存货	519	616	735	897
预付账款	7	13	13	16
其他流动资产	132	151	159	169
流动资产合计	**2115**	**2583**	**3173**	**3969**
长期股权投资	114	114	114	114
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	1060	1064	1027	898
无形资产	93	90	86	82
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	53	60	60	60
其他非流动资产	214	181	162	149
资产总计	**3649**	**4092**	**4623**	**5274**
短期贷款	0	0	0	0
应付款项	192	242	298	362
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	75	82	104	130
应交税费	13	17	24	26
其他流动负债	31	62	62	74
流动负债合计	**311**	**403**	**488**	**592**
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	5	5	5	5
其他非流动负债	44	47	47	47
负债合计	**360**	**455**	**540**	**644**
归属于母公司所有者权益	3289	3637	4083	4629
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	**3289**	**3637**	**4083**	**4629**
负债及股东权益	**3649**	**4092**	**4623**	**5274**

基本指标

	2025A	2026E	2027E	2028E
每股收益	1.79	2.08	2.69	3.29
每股经营现金流	1.99	2.73	3.05	3.35
市盈率	25.31	18.12	14.05	11.46
市净率	2.39	1.83	1.63	1.44
EV/EBITDA	14.89	9.59	7.28	5.63
总资产收益率	8.8%	9.5%	10.9%	11.7%
净资产收益率	9.4%	10.1%	11.6%	12.5%
净利率	18.5%	18.9%	19.5%	19.4%
资产负债率	9.9%	11.1%	11.7%	12.2%
总资产周转率	0.48	0.50	0.56	0.61

资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	看　　好：	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
	中　　性：	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
	看　　淡：	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	买　　入：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
	增　　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～10%之间
	中　　性：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
	减　　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海
Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C /（200080）

武汉
Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C /（430023）

北京
Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C /（100020）

深圳
Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C /（518048）

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。