



2019-12-25

公司深度报告

买入/首次

兆驰股份(002429)

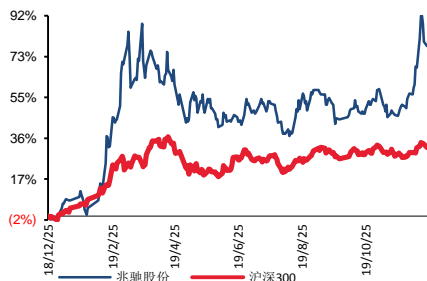
目标价: 5.15

昨收盘: 3.44

可选消费 耐用消费品与服装

## 迎电视智能化春风, 结 LED 一体化硕果

## ■ 走势比较



## ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	4,527/4,496
总市值/流通(百万元)	15,573/15,467
12 个月最高/最低(元)	3.71/1.90

## 相关研究报告:

证券分析师: 王凌涛

电话: 021-58502206

E-MAIL: wanglt@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190519110001

证券分析师助理: 沈钱

电话: 021-58502206-8008

E-MAIL: shenqian@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190119110024

## 报告摘要

**双轮驱动, 盈利回暖。**公司成立之初以家庭影音产品和液晶电视等的 ODM 制造作为核心业务, 通过在 2015 年收购北京风行网, 公司战略开始向“实业+互联网”倾斜, 此后实现了营业收入的快速成长。另一方面, 公司上市后积极布局 LED 业务, 目前已初步实现全产业链覆盖, 在公司整体收入中的占比已接近 15%。2018 年由于原材料预置较多但市场价格下行, 公司归母净利润和整体毛利率有所下滑, 今年通过完善原材料采购策略已克服前述问题, 公司盈利情况显著好转, 上半年实现归母净利润 3.80 亿元, 同比增长 58.12%。随着未来 LED 产能爬坡, 毛利率较高的 LED 产品有望进一步增强公司的盈利能力。

**代工龙头经验丰富, 进军互联网电视领域。**公司长年为小米、夏普、海尔等国内外一线品牌提供代工服务, 代工出货量不断增长, 根据 Sigmaintell 的数据, 今年上半年行业排名已至全球第四, 是当之无愧的国内电视 ODM 龙头。基于电视代工优势, 公司正式开展互联网电视业务, 2015 年收购风行在线, 2017 年获得日本著名消费电子品牌 JVC 授权, 推出了多款性价比极高的产品。今年 7 月公司与拼多多达成全面战略合作, 借助平台的支持和补贴以及“C2M+”工厂直达的合作模式, 公司产出的 JVC 电视平价高质, 十分契合拼多多这类对价格敏感度较高、定位特殊消费人群的产品, 或可成为 ODM 厂商和互联网品牌另辟蹊径的一条出海口。

**智能电视大势所趋, 把握华为智慧屏的发展机遇。**如今已进入物联网时代, 智能家居是当中必不可少的一环, 而作为家庭中的重要大屏设备, 智能电视完全有条件成为一个交互入口, 智能电视在家庭和销售市场的渗透率都在稳步提升。智能电视迅猛的发展势头吸引了众多互联网品牌加入战局, 其中小米已取得巨大成功, 相比传统电脑和电视厂商, 华为、小米凭借手机业务积攒的技术优势和粉丝效应, 并以高颜值、高性能、科技感吸引年轻人, 各产品线之间也能够实现供应链共享与销售渠道共享, 因而不但在价格方面, 还是宣传销售及售后服务方面都拥有竞争优势。华为将在智能电视领域获得成功是可以预见的, 而兆驰作为国内电视 ODM 龙头且深耕互联网电视领域数年, 接下华为为电视代工的概率较大, 进而带动自身的进一步成长。

**LED 一体化战略，助力 ODM 共同发展。**公司于 2011 年开始投产 LED 封装产品，此后将业务拓展至下游应用照明、上游外延及芯片，逐步实现垂直产业一体化战略。2017 年公司在南昌成立兆驰半导体，开始进入 LED 外延片、芯片领域，预计将在 2019 年第四季度正式投产，并于 2020 年逐步达产，预计未来满产后的月产量为 50-60 万 4 寸片，近期公司拟在南昌高新区投建红黄光 LED 项目，预计达产后总产能将达到 120 万片（折合 4 寸片）。此外，由于南昌政府的大力支持，公司不必承担厂房折旧压力，设备摊销压力也有限。

相比 OLED 显示屏，Mini LED 背光 LCD 屏性能不输并具有寿命长、反应快、能耗低、成本低等优势，而 Micro LED 在生产良率及成本方面均不如 Mini LED，Mini LED 对 LED 的大量需求也有利于行业去库存，因此 Mini LED 的应用前景十分乐观。公司已在 Mini LED 深入布局，开发出了电视背光和高清显示两个方向的 Mini LED 产品。公司产出的背光产品部分供给公司生产的电视，ODM 业务的客户同样成为 LED 背光的客户，有助于增强客户粘性、提高在电视产品中的单机占比；另一方面，公司自产的 Mini LED 产品可直接供予自产的电视，将形成显著的成本优势，从而帮助公司在市场竞争中取得有利地位。

**盈利预测和投资评级：首次覆盖，给予买入评级。**

综合以上的观点，我们看好公司的平台型布局产业结构，在电视智能化的背景驱动下，在小米、华为等新兴终端品牌涌入的行业趋势下，ODM 类电视制造企业显然迎来了一轮新的发展机遇，兆驰作为全球前五的 ODM 电视制造企业，2019 年的成长已经部分体现了这一因素的加成。

在 LED 领域，公司自下而上的布局方式其实相当稳健，而且公司自身照明与电视背光产品对前道封装产能的消化本身就占有相当的比例，南昌芯片厂投入较晚，公司对这一块的扩产节奏较为谨慎，会根据市场情况逐渐释放，在南昌政府补贴政策的扶持下，公司压力并不大。LED 芯片行业本来就是后进者主动的市场，因此在国内的芯片竞争格局中兆驰有明确的既存优势，考虑到兆驰的规划产能规模相当大，因此未来一旦达产后可能会对产业格局造成相当明显的影响，近期在南昌追加红黄光 LED 芯片项目的 10 亿投资更是佐证了公司持续推进的雄心，未来公司有望成为国内第二大芯片厂商，是不可忽视的行业新势力。

我们预计公司 2019-2021 年分别实现净利润 8.95、10.90 和 13.09 亿元，当前股价对应 PE 17.75、14.58 和 12.14 倍，首次覆盖，给予买入评级。

**风险提示：**(1) 原材料价格大幅回升；(2) 终端需求不及预期，LED

同业竞争者恶意降价竞争；(3) 公司 LED 项目建设进度不及预期。

■ 盈利预测和财务指标:

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	12868	14499	18298	22598
(+/-%)	25.80	12.67	26.20	23.50
净利润(百万元)	445	895	1090	1309
(+/-%)	-31.10	115.30	21.80	20.00
摊薄每股收益(元)	0.10	0.20	0.24	0.29
市盈率(PE)	35.68	17.75	14.58	12.14

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 目录

一、 双轮驱动，盈利回暖.....	6
二、 智能电视大势所趋，代工龙头机不可失.....	9
(一) 公司电视制造经验丰富.....	9
(二) 电视产业智能化升级.....	13
(三) 把握华为智慧屏的发展机遇.....	15
三、 LED 一体化战略，助力 ODM 共同发展.....	18
(一) 布局 LED 全产业链，进军 LED 芯片领域.....	18
(二) LED 封装产线扩建，协同 ODM 业务发展.....	21
四、 盈利预测与评级.....	24
五、 风险提示.....	24

## 图表目录

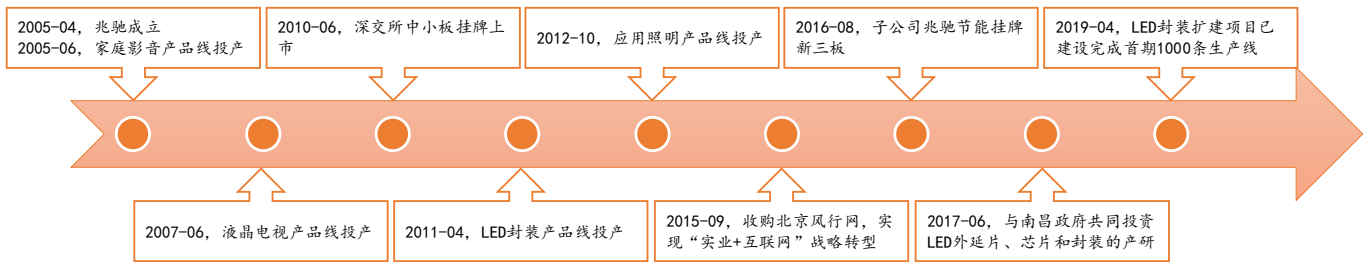
图表 1: 公司发展历程 .....	6
图表 2: 公司主营业务 .....	6
图表 3: 公司股权结构 .....	7
图表 4: 公司 2010 年以来营业收入 (亿元) .....	8
图表 5: 公司 2010 年以来归母净利润 .....	8
图表 6: 公司毛、净利率情况 .....	8
图表 7: 公司主要产品毛利率情况 .....	8
图表 8: 公司过去五年研发费用 .....	9
图表 9: 2019 年上半年全球 10 大电视代工厂出货情况 .....	10
图表 10: “风行互联网电视”主要产品 .....	10
图表 11: 拼多多各品牌智能电视价格 (元) .....	11
图表 12: 2019 年 6-8 月 TV 面板价格 (美元) .....	12
图表 13: 2018-2019Q2 全球电视出货情况 .....	13
图表 14: 2016-2020 年中国智能家居市场规模 .....	14
图表 15: 2014-2018 年中国智能电视销量 .....	14
图表 16: 2016-2019 年中国智能电视保有量 .....	14
图表 17: 2018Q4-2019Q2 智能电视家庭渗透率 .....	15
图表 18: 智能电视开机用户尺寸分布 .....	15
图表 19: 2017-2019H1 智能电视家庭日活跃趋势 .....	15
图表 20: 2019 年 1-7 月智能电视开机使用情况 .....	15
图表 21: 智能电视分品牌激活终端量 (万台) .....	16
图表 22: 智能电视分品牌激活终端份额 .....	16
图表 23: 2019H1 全球主要电视品牌出货情况 .....	16
图表 24: 2018 年智能电视网络零售十大品牌 .....	16
图表 25: 2018 年笔记本轻薄本销量前八 .....	17
图表 26: 2018 年笔记本电脑销量品牌分布 .....	17
图表 27: 2019H1 中国前五大平板电脑厂商出货情况 .....	18
图表 28: 2019H1 中国前五大平板电脑厂商市场份额 .....	18
图表 29: 公司 LED 业务发展情况 .....	19
图表 30: 2012-2018 中国 LED 行业市场规模 .....	19
图表 31: 中国 LED 芯片市场规模 .....	20
图表 32: 中国 LED 芯片企业产能占比 .....	20
图表 33: 中国 LED 封装市场规模 .....	21
图表 34: 兆驰节能近五年营收净利情况 .....	21
图表 35: 各显示技术特点对比 .....	22
图表 36: MINI LED 应用市场规模 .....	23

## 一、双轮驱动，盈利回暖

公司成立于 2005 年，2010 年登陆资本市场，当前的主营业务包括多媒体视听产品及运营服务和 LED，前者为公司贡献接近 85% 的营业收入，产品主要包括品牌电视代工、自有品牌“风行互联网电视”及授权品牌“JVC 智能电视”和数字机顶盒、智能音响、智能投影仪等终端设备，家庭影音产品和液晶电视等的 ODM 制造是公司成立之初的核心业务，之后在 2015 年，通过对北京风行网的收购，公司的战略开始向“实业+互联网”倾斜。

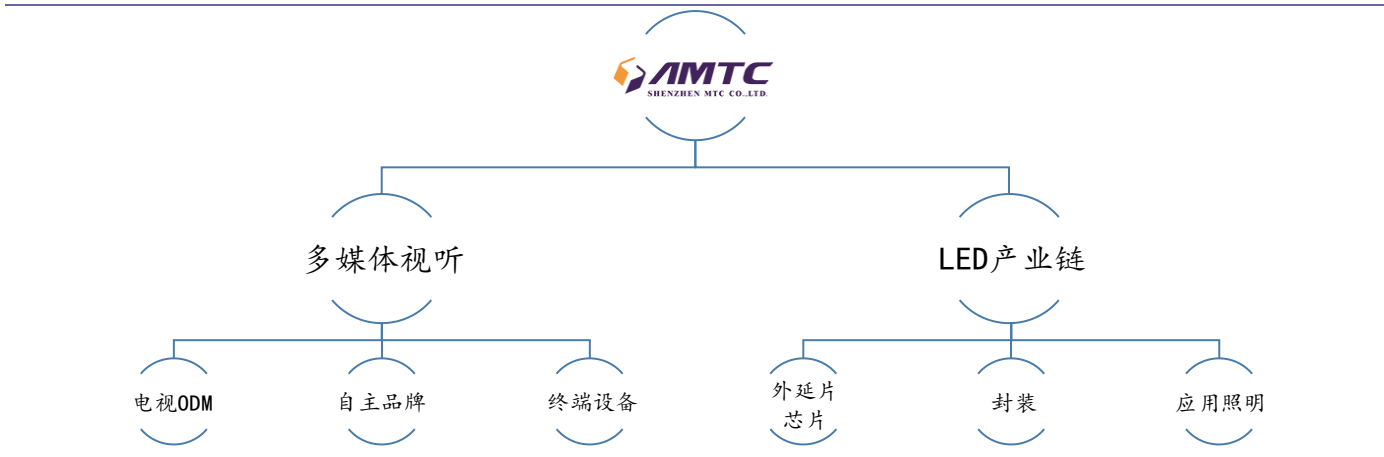
公司上市之后积极布局 LED 业务，围绕照明及背光两大下游，渐次投入发展 LED 封装、外延片及芯片等环节，目前已初步实现全产业链覆盖，在公司整体收入中的占比已接近 15%。

图表 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，太平洋研究院整理

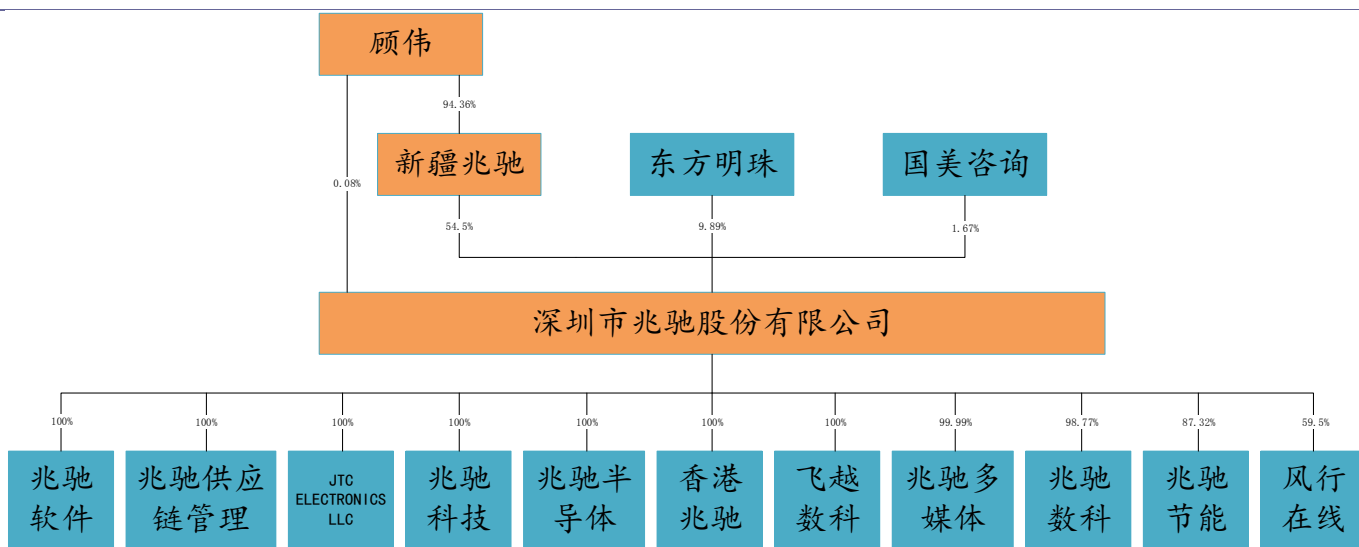
图表 2：公司主营业务



资料来源：公司官网，太平洋研究院整理

股权相对集中，多家业务子公司分布各地。截至 2019 年 6 月，控股股东新疆兆驰直接持有公司 54.5% 的股份，顾伟先生合并持股达 51.51%，是公司的实际控制人并担任董事长，作为公司的主要创始人，多年来一直在公司任职，对公司和行业情况了解深刻。公司总部位于广东深圳，同时在江西南昌、浙江杭州和香港等地也设立了子公司，分别从事 LED、多媒体视听和出口贸易等不同业务，以满足业务多元化发展需求，并且便于开展对国内外的销售活动。

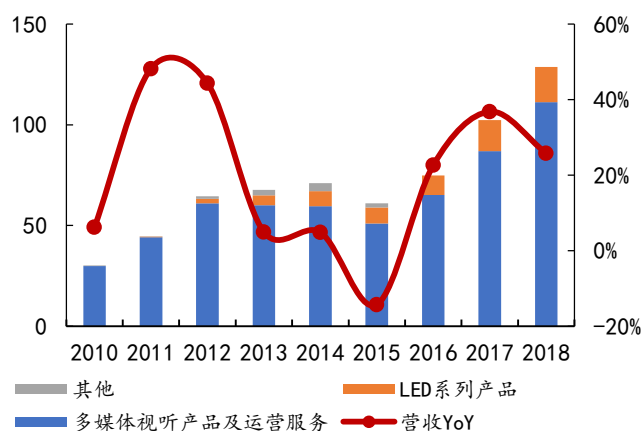
图表 3：公司股权结构



资料来源：公司官网，iFind，太平洋研究院整理

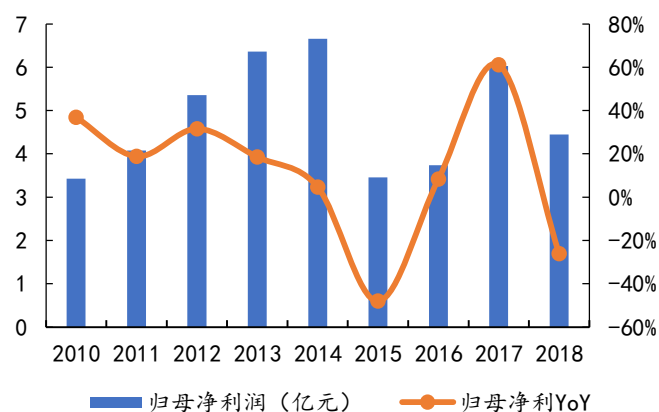
**营业收入持续增长，2019 上半年业绩回暖。**公司自 2010 年上市后营收净利总体呈现出快速上升趋势，但在 2015 年出现一定下滑，原因在于液晶电视销售市场的不景气使公司主营业务受到影响，在传统业务承压的情况下，公司于同年收购风行在线，开始向互联网电视领域转型。随后三年，公司实现了营业收入的快速成长，2015-2018 年间，营业收入从 60.96 亿元成长至 128.68 亿元，年复合增长 28.28%，从一定程度上反映了战略转型对公司业绩的恢复作用，也体现出公司管理层较为独到的战略眼光。归母净利润则在连续增长两年后于 2018 年同比下滑 26.13%，业绩下滑主要由于 2018 年多媒体视听产品毛利率有所下降，2019 上半年消除相关负面因素后，公司实现归母净利润 3.80 亿元，同比增长 58.12%。

图表 4：公司 2010 年以来营业收入（亿元）



资料来源：iFinD，太平洋研究院整理

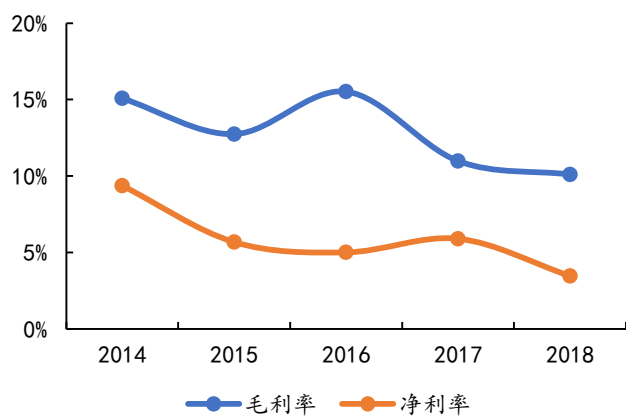
图表 5：公司 2010 年以来归母净利润



资料来源：iFinD，太平洋研究院整理

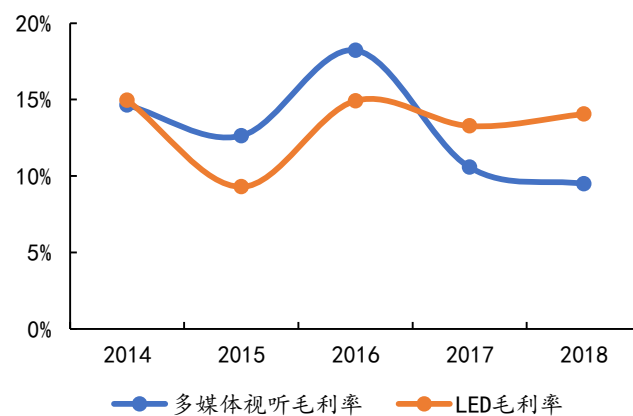
**盈利能力有所改善，LED 业务助力毛利率上行。**公司毛利率主要受多媒体视听业务影响，2018 年出现的下滑主要源于 2017 年底公司预置了较多原材料，但 2018 年面板价格下降导致产品售价下调，因而对产品毛利率产生不利影响。目前公司通过完善原材料采购策略已克服相关问题，多媒体视听产品的毛利率回升至 10.52%，公司整体毛利率也增长至 11.11%。另一方面，今年上半年 LED 业务毛利率达到 14.50%，随着未来 LED 产能爬坡，毛利率较高的 LED 产品有望进一步增强公司的盈利能力。

图表 6：公司毛、净利率情况



资料来源：iFinD，太平洋研究院整理

图表 7：公司主要产品毛利率情况

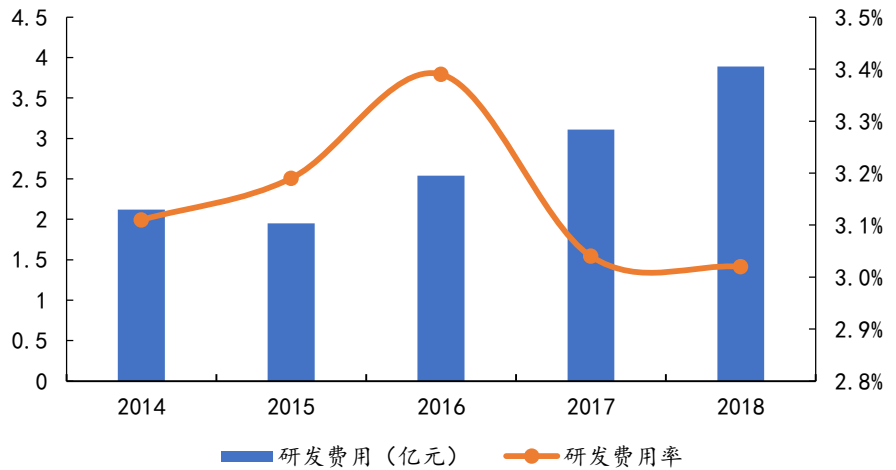


资料来源：iFinD，太平洋研究院整理

**研发投入持续增长，技术力量雄厚。**公司长期注重研发投入，不断增加研发支出，营收占比保持在 3% 以上。经过多年积累，公司已掌握超高清量子点、4K/8K、mini LED 等多项核心技术，并做好了相应专利储备，以便能够快速切入市场、及时把握发展机遇，从而进一步提高市场地位。



图表 8：公司过去五年研发费用



资料来源：iFind，太平洋研究院整理

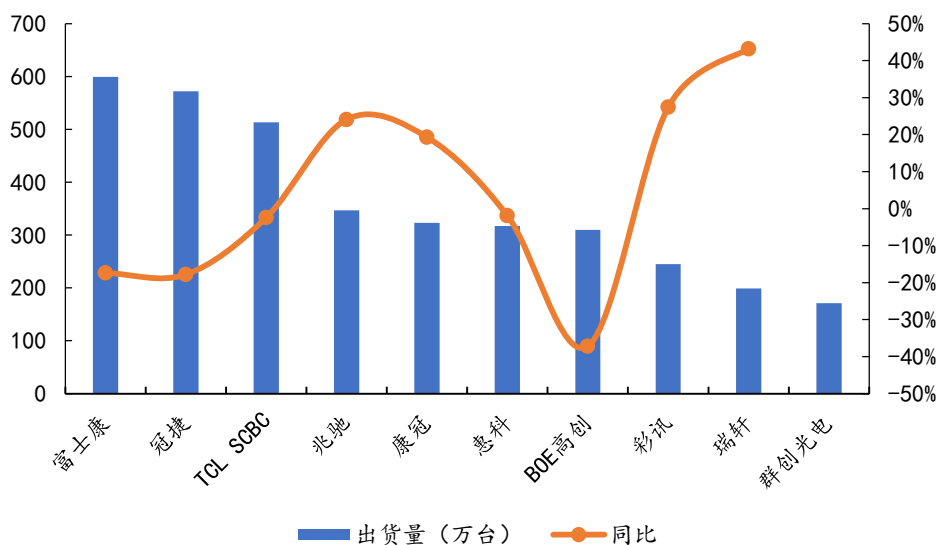
## 二、智能电视大势所趋，代工龙头机不可失

### (一) 公司电视制造经验丰富

**电视 ODM 服务一线品牌，产品性能优势突出。**公司作为国内的电视 ODM 龙头，长年为小米、夏普、海尔等国内外一线品牌提供代工服务，深受客户认可。公司坚持精细化、信息化管理以提高生产效率，并从高端化及大尺寸两个方面优化产品架构，不断丰富产品线，产品集聚无边框、量子点、曲面、4K 高清等优点。

**电视代工出货量逆势增长，一举跻身行业前四。**根据 Sigmaintell 的统计数据，2019 年上半年，全球 16 大电视代工厂出货总量为 3924 万台，同比下降 8.9%，在行业整体面临出货压力的情况下，公司实现逆势增长，代工出货量达到 347 万台，同比增长 24.1%，行业排名也从 2018 年的全球第六提升至全球第四。

图表 9：2019 年上半年全球 10 大电视代工厂出货情况



资料来源: Sigmaintell, 太平洋研究院整理

公司基于电视代工优势，进军互联网电视领域。公司在 2015 年收购风行在线后，陆续推出多款风行互联网电视，通过自建经销商体系及京东、天猫、风行商城等电商平台进行销售。风行的量子点电视能够实现高色域、高色纯度和持久稳定的色彩呈现，并为用户提供互联网内容运营服务，性价比极高。

图表 10：“风行互联网电视”主要产品

产品系列	主要产品	图片示例	特点
人工智能量子点系列	65Q2、Q55、Q49、Q43		量子点、高色域、4K 硬屏
黄金曲面系列	F65C、F55C、G55C		4K 极清屏、广视角
全面屏系列	65U1		4K 极清屏、全景视野

青春版系列

F65Y、F55Y、F50Y、F32Y



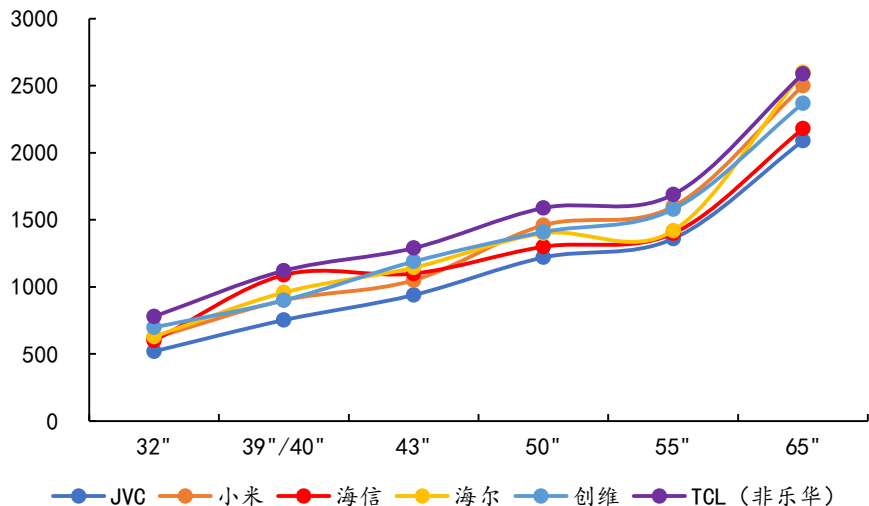
赛事直播齐全、版权内容丰富

资料来源：风行商城，太平洋研究院整理

**借拼多多东风，助 JVC 前行。**2017 年公司获得日本著名消费电子品牌 JVC 授权，在全球销售 JVC 智能电视，销售渠道主要为海外的大型连锁超市和国内线下的苏宁及区域性电器市场。今年 7 月公司与拼多多达成全面战略合作，随后联合推出了新品 JVC 电视，以 1999 元的 65 寸 4K 智能电视击穿行业底价；同时在拼多多“百亿补贴”的加持下，JVC 各尺寸智能电视的价格均低于平台其他品牌同尺寸产品。凭借极具吸引力的优惠力度和超高的性价比，JVC 电视实现了销量的迅猛增长，短短 4 个月内已在拼多多平台累计售出超过 3 万件。

JVC 的竞争优势离不开平台的支持和补贴，更得益于与拼多多的合作模式——“C2M”+“工厂直达”。兆驰向拼多多开放设计研发、产品结构等各项生产信息，拼多多则将需求端收集转化的数据反馈给兆驰，从而提供研发建议、定价策略等信息以缩短研发周期、减少研发费用。通过以需定制、按需定产加上“工厂直达”免除了各种中间费，生产成本和产品性能能够实现最优化配置，这种产业链模式达成的平价高质产品十分契合拼多多面向的低端市场，或可成为 ODM 厂商和互联网品牌另辟蹊径的一条出海口。

图表 11：拼多多各品牌智能电视价格（元）



资料来源：太平洋研究院整理绘制

而从另一个很重要的维度来看，互联网品牌，尤其是拼多多这类对价格敏感度较高、定位特殊消费人群的产品，设计迭代响应周期的要求较短，交期很紧，产品定价的利润压缩区间较窄，供应链物料与成本管控的要求较高；传统的电视厂商在这几个维度显然都难以有灵活表现。对于小米、华为等新晋品牌，同样是定位特殊消费类人群（年轻、时尚），需求亦相仿，因而 ODM 类厂商反而在这一出海口的驱动下实现快速独特的成长。

**电视面板价格持续下行，利好电视生产商。**根据 Sigmaintell 的预测，电视面板价格今年 8 月仍将维持下降趋势，在大尺寸领域尤为明显。原材料面板的降价能够给下游的电视厂商创造更大的盈利空间和定价灵活性，也有利于公司进一步改进原材料采购策略。

图表 12：2019 年 6-8 月 TV 面板价格（美元）

尺寸	分辨率	6 月 (A)	7 月 (A)	8 月 (E)	变化趋势
32"	1366×768	37	35	34	▼
39.5"/40"	1920×1080	68	66	64	▼
43"	1920×1080	81	75	72	▼
49"	1920×1080	95	91	90	▼
	3840×2160	101	97	95	▼
50"	3840×2160	102	95	92	▼
55"	3840×2160	117	109	107	▼
65"	3840×2160	190	181	177	▼

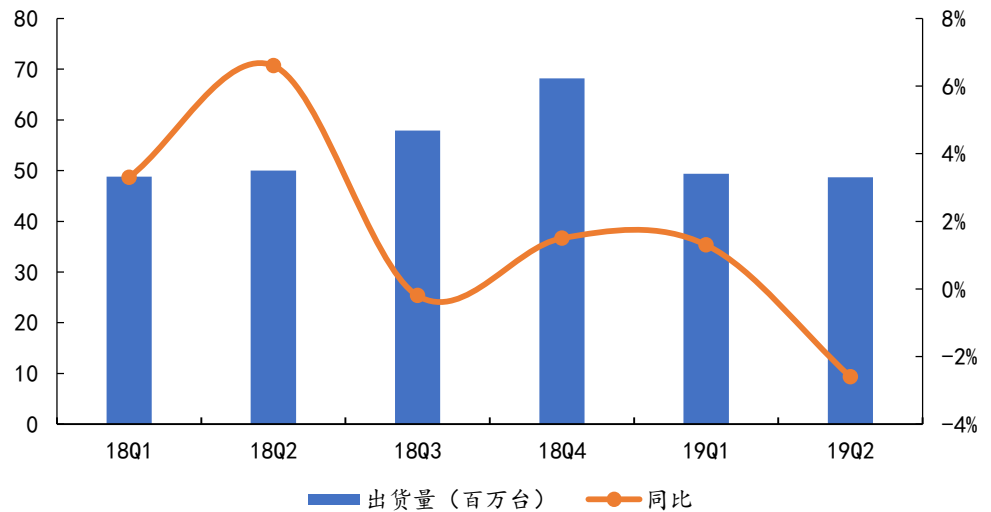
资料来源：Sigmaintell，太平洋研究院整理

从某些角度而言，传统行业在下游行业格局变化的时候，内部结构分工的变化可能会带来内部盈利格局的重整，兆驰股份在电视代工这一领域的增长便是这一变化的直观体现，后文我们将展开详述。除了电视制造代工外，根据我们的市调了解，兆驰在电脑显示器等相关领域的代工成长目前也逐渐有所展开，电脑显示器与电视机相似，都是看起来相对成熟的产业，但是在产业转移与地区成本差异的前提变化下，同样有望为公司带来不俗的成长。

## (二) 电视产业智能化升级

电视地位下滑，全球出货量总体保持稳定。在互联网和移动终端的冲击下，电视机在人们日常生活中的地位大大下降，奥维睿沃数据显示，2019 年上半年全球电视出货 9816 万台，同比下降 0.7%。但作为家庭必备的传统家电，电视市场也存在一定刚需，出货量下降幅度十分有限，总体趋于稳定。

图表 13：2018-2019Q2 全球电视出货情况

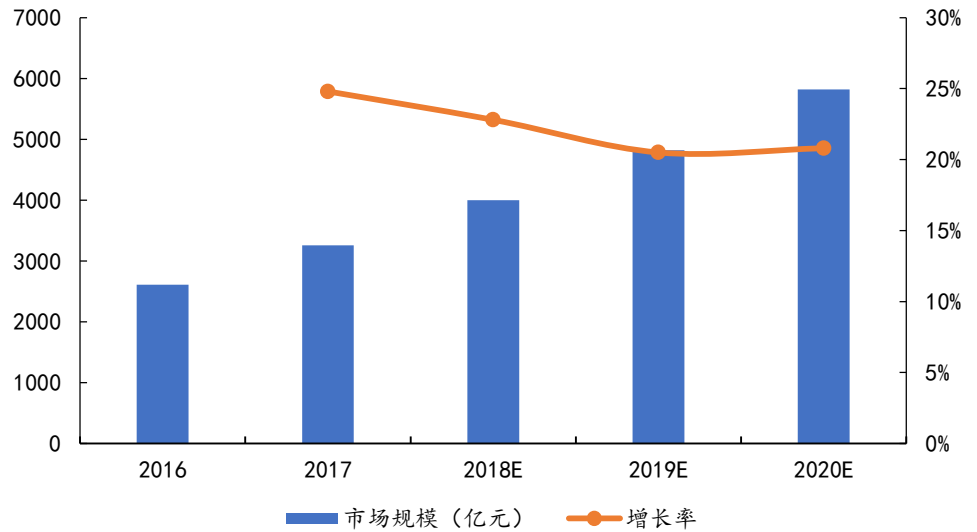


资料来源：奥维睿沃，太平洋研究院整理

智能家居市场巨大，智能电视蓬勃发展。如今已进入物联网时代，智能家居是当中必不可少的一环。艾瑞咨询预测，中国智能家居市场规模将保持 20% 以上的年增长率，2020 年有望超过 5800 亿元，在 2017 年的数据中智能家电占比高达 86.9%，市场前景广阔。

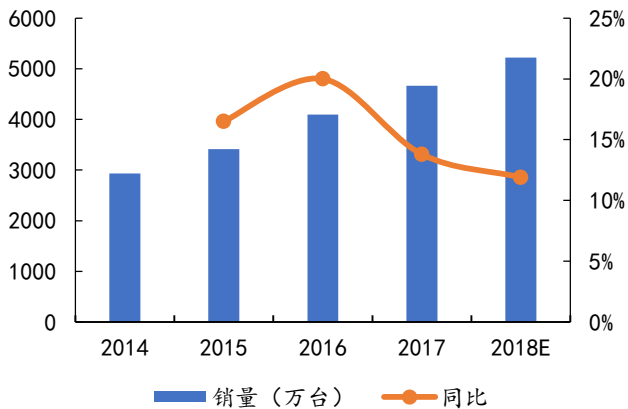
目前主要由智能音箱承接家居互联的作用，而作为家庭中的重要大屏设备，智能电视完全有条件成为另一个交互入口，IDC 预测 2019 年将有 25% 的智能电视能够控制其他家庭设备。面对出货压力，电视厂商积极寻求变革，纷纷响应市场需求推出智能电视，不断添加电视功能并丰富电视的交互性，国内智能电视的销量和保有量也在逐年攀升，预计 2019 年保有量将超过 2 亿台。

图表 14: 2016-2020 年中国智能家居市场规模



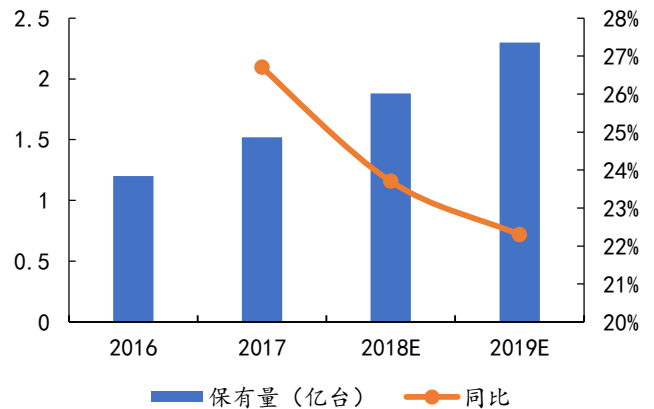
资料来源: 艾瑞咨询, 太平洋研究院整理

图表 15: 2014-2018 年中国智能电视销量



资料来源: 前瞻产业研究院, 太平洋研究院整理

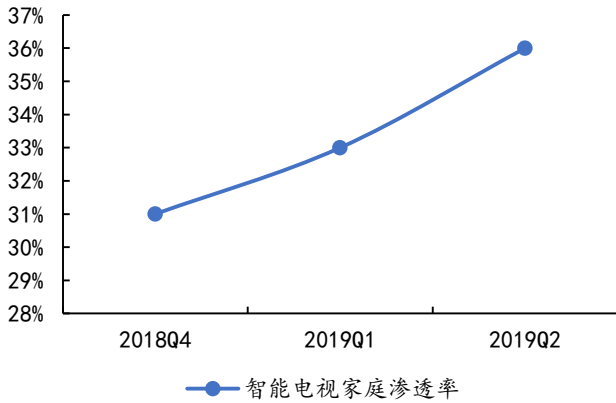
图表 16: 2016-2019 年中国智能电视保有量



资料来源: 前瞻产业研究院, 太平洋研究院整理

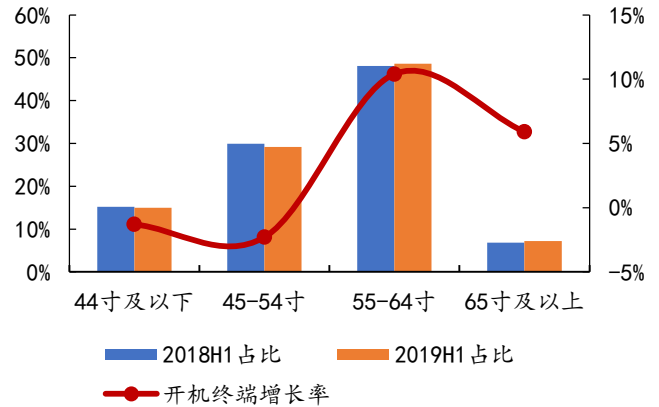
**智能电视逐渐渗透，大屏需求不断提升。**根据勾正数据资料，近三个季度国内智能电视家庭渗透率从 31% 稳步提升至 36%，今年电视销售市场的智能渗透率更有望增长至 93%，传统电视市场正一步步被侵蚀。另一方面，开机终端中大尺寸占比有所提高，55 寸、65 寸以上开机数量增幅均超过 5%，需求智能化、大屏化带来的购机与换代将成为销量增长的重要动力。

图表 17: 2018Q4-2019Q2 智能电视家庭渗透率



资料来源: 勾正数据, 太平洋研究院整理

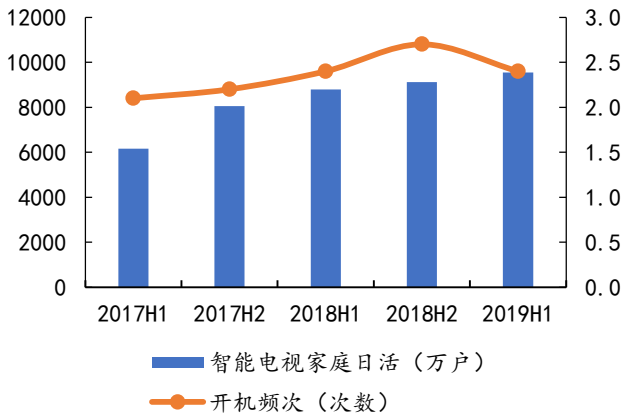
图表 18: 智能电视开机用户尺寸分布



资料来源: 勾正数据, 太平洋研究院整理

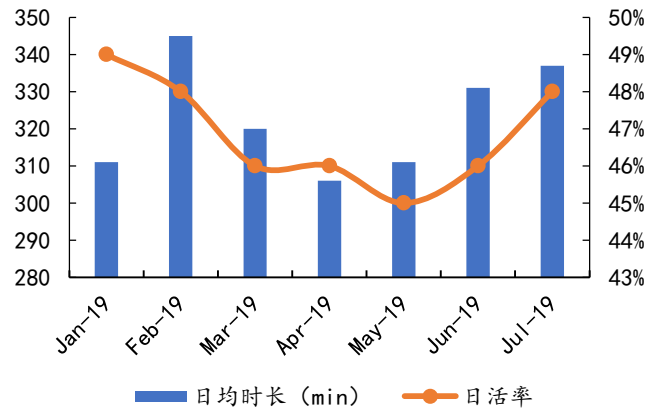
智能电视用户保持日均 300 分钟以上高度使用黏性。尽管遭遇手机、电脑对用户的分流,电视的大屏吸引力依然存在,用户的开机习惯和收视忠实度短期内难以消除。国内使用智能电视的家庭持续增加,今年每月的日均开机时长都超过 300 分钟,开机日活率和日均开机次数也保持相对稳定,可见观众并未真正抛弃电视。

图表 19: 2017-2019H1 智能电视家庭日活跃趋势



资料来源: 勾正数据, 太平洋研究院整理

图表 20: 2019 年 1-7 月智能电视开机使用情况



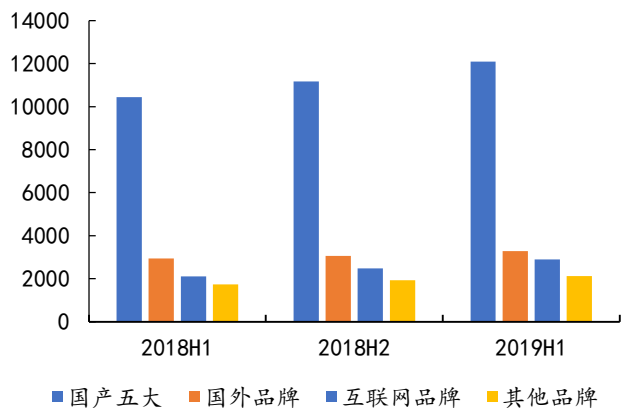
资料来源: 勾正数据, 太平洋研究院整理

### (三) 把握华为智慧屏的发展机遇

互联网品牌渗透智能电视市场。智能电视迅猛的发展势头不仅引导传统电视厂商开始转型,也吸引了众多互联网品牌加入战局,尽管难以撼动传统大牌的统治地位,但总体市场份额正在不断扩大。截至 2019 年上半年,海信、创维等国产五大品牌的

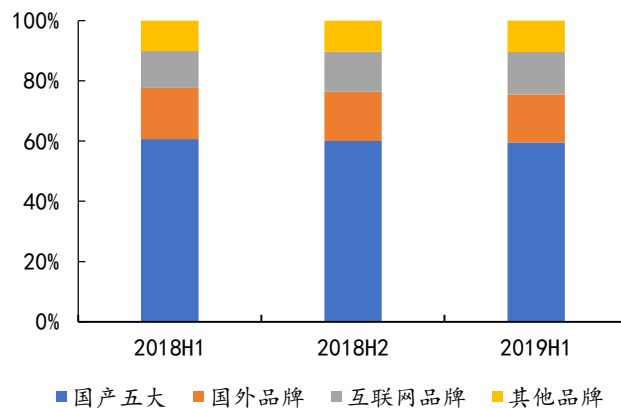
智能电视激活量超过 1.2 亿台，小米、乐视、风行等互联网品牌的激活量则达到 2900 万台，互联网品牌的激活规模份额从 2018 年上半年的 12.2% 增长至 14.2%，市场渗透率逐渐提高。

图表 21：智能电视分品牌激活终端量（万台）



资料来源：勾正数据，太平洋研究院整理

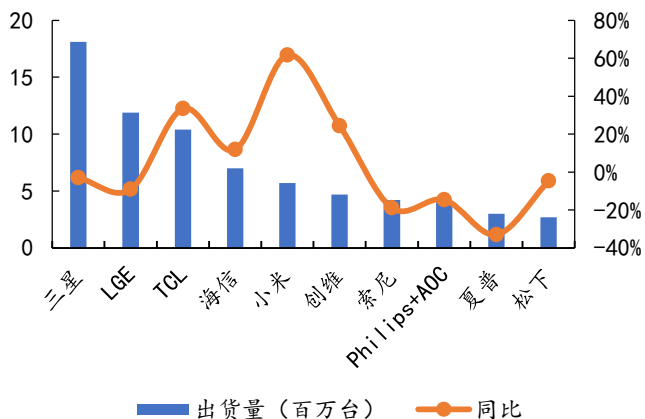
图表 22：智能电视分品牌激活终端份额



资料来源：勾正数据，太平洋研究院整理

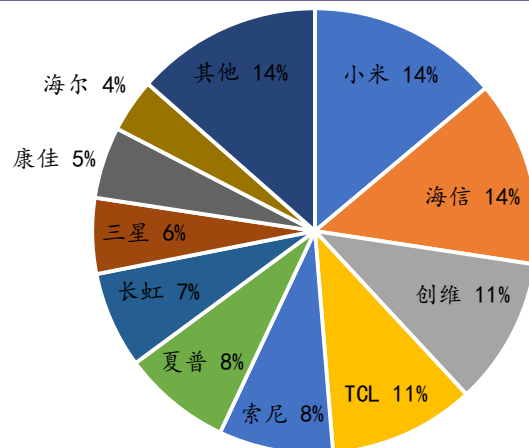
公司合作伙伴小米成为国内智能电视领头羊。进军智能电视的互联网品牌中，小米无疑是最成功的，连续数月在国内电视市场销量第一。在 2018 年智能电视的网络零售中，小米拔得头筹，销售份额达到 13.9%，今年上半年，小米电视的出货规模达到 566 万台，同比增长率高达 61.7%，进入全球前五。不断提高国内主市场地位的同时，小米也在持续开拓印度、俄罗斯等海外市场，未来出货量将进一步增长。

图表 23：2019H1 全球主要电视品牌出货情况



资料来源：奥维睿沃，太平洋研究院整理

图表 24：2018 年智能电视网络零售十大品牌



资料来源：欧特欧咨询，太平洋研究院整理

华为、小米在笔记本、平板电脑领域战绩斐然。华为和小米同属品牌手机商，发展轨迹也有一定相似之处，二者都自 2016 年开始插足笔记本行业。虽然笔记本电脑是



非常成熟的全竞争行业，新兴品牌却成功闯出了一片天。2018 年，华为在国内笔电销量占比达到 17.4%，位居第三，销量份额 3.1% 的小米排名第七，当年的轻薄本销量前八名中也有华为和小米笔记本的身影，其产品分列二三位，这足以对传统电脑品牌造成压力。

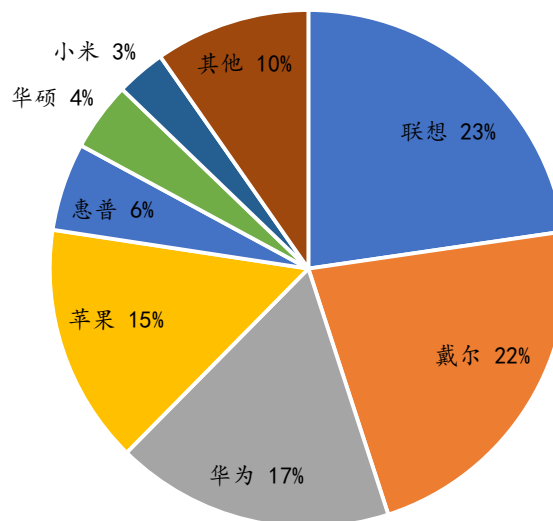
此外，华为、小米在平板电脑行业也取得了不俗成绩，今年第二季度在国内市场分别出货 154 万台、34 万台，均实现同比大幅增长，市场份额分别扩张至 27.4%、6.1%，仅次于苹果。

图表 25：2018 年笔记本轻薄本销量前八

排名	品牌型号	厚度	重量（裸机）
1	联想小新 Air 13	10mm-15mm	1kg-1.5kg
2	华为 MateBook X Pro	10mm-15mm	1kg-1.5kg
3	小米笔记本 Air	10mm-15mm	1kg-1.5kg
4	苹果 MacBook Pro 13 英寸	10mm-15mm	1kg-1.5kg
5	戴尔 XPS 15	10mm-15mm	1.5kg-2kg
6	华硕 S4100VN8250	15.1mm-18mm	1kg-1.5kg
7	惠普星 14-CE0027TX	15.1mm-18mm	1.5kg-2kg
8	ThinkPad X1 Extreme 隐士	18.1mm-20mm	1.5kg-2kg

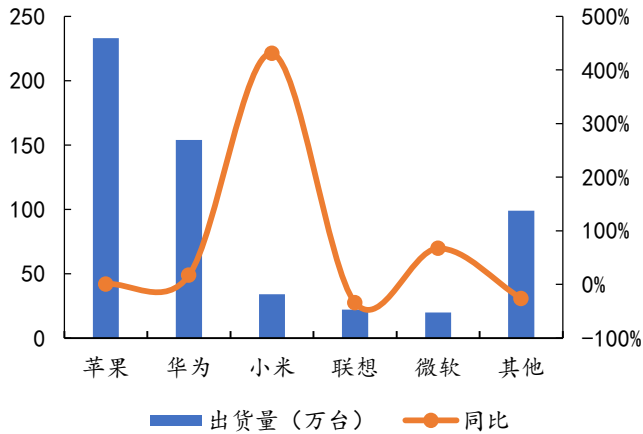
资料来源：运营商财经网，太平洋研究院整理

图表 26：2018 年笔记本电脑销量品牌分布



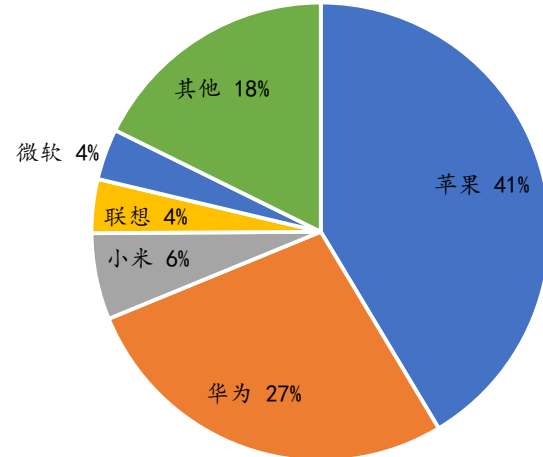
资料来源：运营商财经网，太平洋研究院整理

图表 27：2019H1 中国前五大平板电脑厂商出货情况



资料来源：IDC，太平洋研究院整理

图表 28：2019H1 中国前五大平板电脑厂商市场份额



资料来源：IDC，太平洋研究院整理

参考笔电、平板，华为进军智能电视优势明显。相比传统电脑和电视厂商，华为、小米凭借手机业务积攒的技术优势和粉丝效应，力图将产品做到轻薄化、年轻化、时尚化，以高颜值、高性能、科技感吸引年轻人，各产品线之间也能够实现供应链共享与销售渠道共享，使得华为、小米不管在价格方面，还是宣传销货及售后服务方面都拥有竞争优势。看到华为笔记本、平板的骄人战绩，华为将在智能电视领域获得成功也是可以预见的。

华为智慧屏即将发布，公司有望垂直起量。9月8日，华为宣布华为智慧屏将于9月19日全球发布，宣称包含智慧交互中心、跨屏体验中心、IoT控制中心、影音娱乐中心四大中心。此前华为已发布荣耀智慧屏，但体量尚小，合作 ODM 厂商为 BOE 高创，随着华为智慧屏的上线，华为智能电视出货量将大幅增长，寻找新的代工厂势在必行。兆驰作为国内电视 ODM 龙头，且深耕互联网电视领域数年，很有希望接下华为的订单，出货量将有大幅提升，未来借华为之势，公司将迎来一波发展良机。

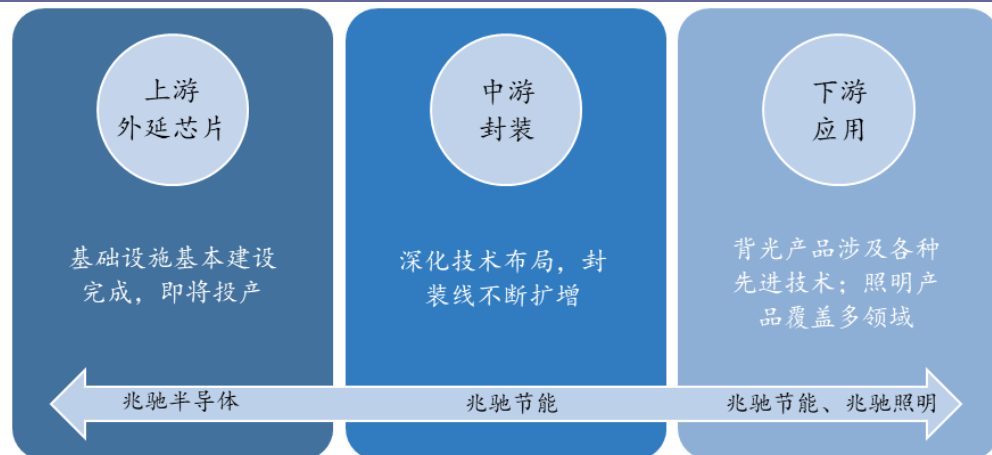
### 三、LED 一体化战略，助力 ODM 共同发展

#### (一) 布局 LED 全产业链，进军 LED 芯片领域

立足封装业务，打造 LED 全产业链协同发展。LED 公司于 2011 年开始投产 LED

封装产品，此后将业务拓展至下游应用照明、上游外延及芯片，逐步实现垂直产业一体化战略。目前，芯片产业园区已完成基本建设投产在即，封装线技术储备充足、扩产项目稳步实行，用于电视和手机的背光产品紧跟技术前沿，照明产品则覆盖家居、商业、工程等多个品类、销售规模不断扩大。形成上、中、下游业务的相互支持，能够有效降低供应风险及总体成本，同时有利于提高公司的产业地位。

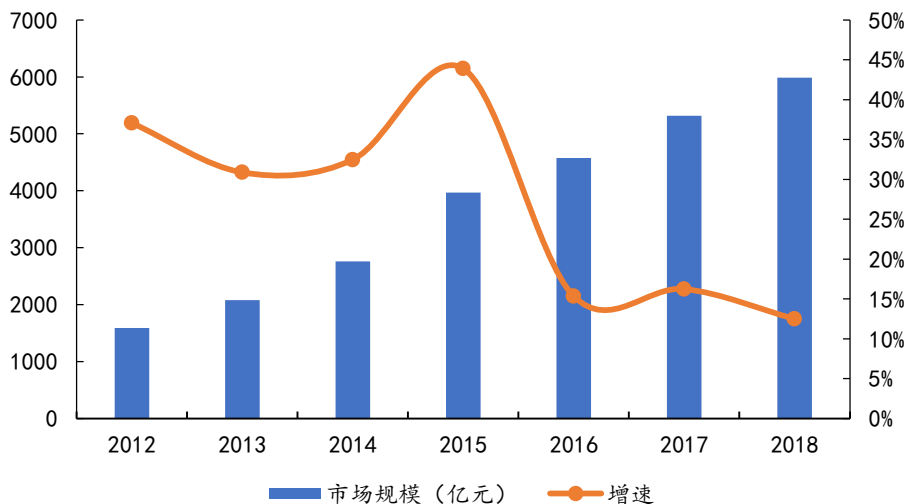
图表 29：公司 LED 业务发展情况



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

国内 LED 产业市场规模持续增长，2018 年已接近 6000 亿元。近年来，我国 LED 产业发展迅速，整体市场规模持续扩大，从 2012 年的 1590 亿元增长至 2018 年的 5985 亿元，年均复合增长率高达 24.72%。近三年虽增速有所下降，但仍维持在 10% 以上，预计 LED 市场规模将在未来很长一段时间内继续保持较快增长。

图表 30：2012-2018 中国 LED 行业市场规模

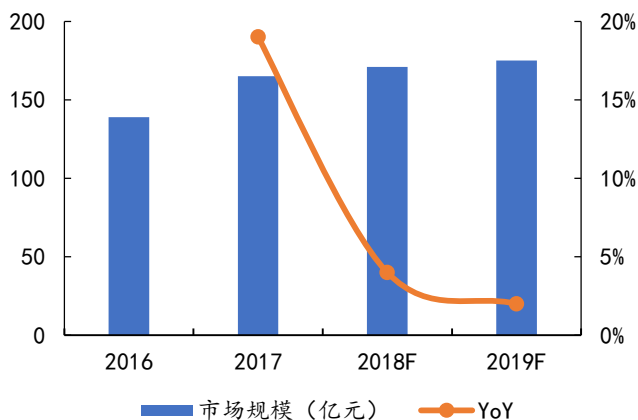


资料来源：前瞻产业研究院，太平洋研究院整理

**LED 芯片市场增长有限，国内厂商产能集中度提升。**LEDinside 预测数据显示，2018、2019 年国内芯片市场规模增速明显放缓，产能增速高于需求增速导致芯片价格下滑。另一方面，大陆芯片产能集中度逐渐提高，头部厂商的产能占比持续增加，不断挤压中小企业的生存空间，规模效应十分显著。

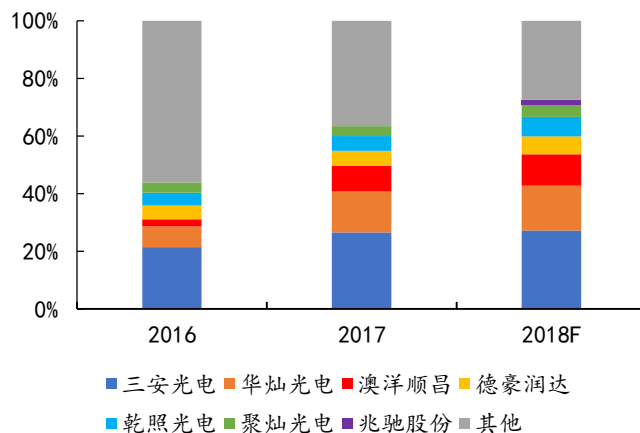
**与南昌政府合作进军 LED 上游，作全产业链业务布局。**随着中下游业务规模的扩大，公司对 LED 芯片的需求量大幅增加，因而于 2017 年与南昌市政府达成战略合作，在南昌成立兆驰半导体，开始进入 LED 外延片、芯片领域，完善了 LED 全产业链布局。主体厂房等基础设施现已建设完成，预计将在 2019 年第四季度正式投产，并于 2020 年逐步达产，预计未来满产后的月产量为 50-60 万 4 寸片，既能供应自有封装线，又可对外销售拓展客户，规模化生产、集约化管理将为公司带来显著的成本优势。依据公司近期发布的最新公告，公司拟在南昌高新区投建红黄光 LED 项目，预计达产后总产能将达到 120 万片（折合 4 寸片）。

图表 31：中国 LED 芯片市场规模



资料来源：LEDinside，太平洋研究院整理

图表 32：中国 LED 芯片企业产能占比



资料来源：GGII，太平洋研究院整理

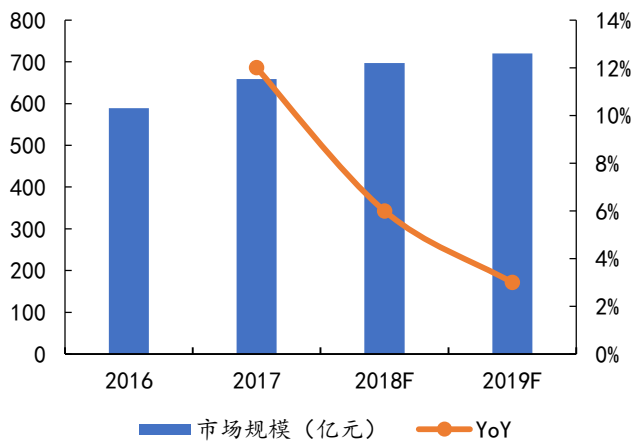
芯片生产采用生产效率较高的最新中微 MOCVD 设备。2018 年，兆驰半导体向中微公司南昌子公司采购了 100 台用于 LED 外延片大规模量产的 AMEC Prismo A7 MOCVD 设备。Prismo A7 的反应腔多达 4 个且可独立控制，能够同时加工 136 片 4 英寸晶片或 56 片 6 英寸晶片，超过前一代设备的 2 倍，以目前业内最低的单位能耗提供了最高的生产效率。总体来看，兆驰由于在 LED 芯片行业进入时间较晚，而最近几年 MOCVD 的生产效率逐年提升，因此后进者反而相对于前入厂商有更佳的生产性价比，这是不争的行业现实所决定的。

南昌政府大力支持，公司摊销压力不大。兆驰半导体的厂房由南昌政府提供，产业园的建设及产权均为政府所有，公司不必承担相应的折旧压力。根据与南昌高新区产业开发管委会的合作投资协议，总体设备投资由南昌市重点产业发展基金与公司共同承担，因此在整个投产的过程中不会对公司造成过重的摊销压力，整体的负担有限。

## (二) LED 封装产线扩建，协同 ODM 业务发展

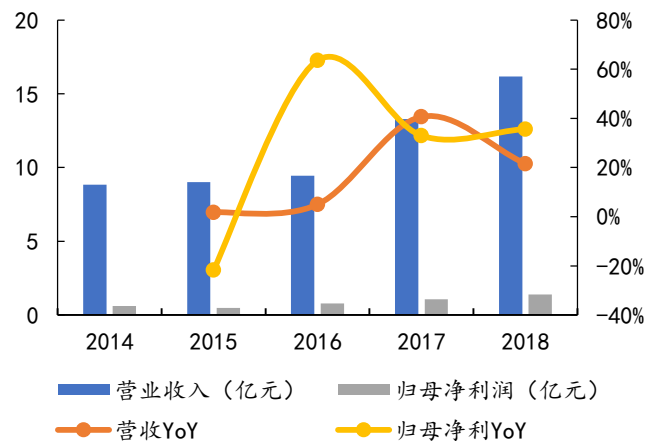
LED 封装市场承压，子公司兆驰节能经营状况良好。根据 LEDinside 的预测，2019 年国内 LED 封装市场规模增速不足 5%，市场需求不容乐观，但公司的封装业务仍保持较好的发展势头。子公司兆驰节能主导公司的 LED 封装业务，主要从事 LED 器件、组件的研发、生产与销售，落足 LED 照明、背光和显示三大核心应用领域，2016 年登陆新三板。2014-2018 年五年间，兆驰节能的营收净利整体均保持高速增长，并贡献了公司 LED 业务的绝大部分收入。今年上半年，兆驰节能营业收入较去年同期小幅下滑 2.37%，主要源于照明产品价格的下跌，但归母净利润同比增长 28.64%，且 LED 背光产品的销售收入和市占率均有稳步提升。

图表 33：中国 LED 封装市场规模



资料来源：LEDinside，太平洋研究院整理

图表 34：兆驰节能近五年营收净利情况



资料来源：iFinD，太平洋研究院整理

公司 LED 封装产能爬坡，封装线有望增至 2000 条。当前，公司正在南昌扩建 LED 封装线，第一期 1000 条封装生产线已建设完毕，新建产能逐步释放，预计将于今年年底全部投产，在此基础上公司将于第四季度制定二期策略，根据一期产能释放情况及市场供需情况增建 500-1000 条生产线。

**Mini LED 显示技术优势明显，公司技术储备充足。**传统液晶显示屏正在面临各种新型电子显示技术的挑战，相比 OLED 显示屏，Mini LED 背光 LCD 屏性能不输并具有寿命长、反应快、能耗低等优势，且因其制程只需升级现有 LED 设备而具有成本优势，而 Micro LED 虽然性能出众但存在巨量转移等技术困难，在生产良率及成本方面均不如 Mini LED，因此 Mini LED 的应用前景十分乐观。此外，生产一块 55 英寸的 Mini LED 背光液晶面板要使用好几万颗 LED，相比传统 LCD 屏，LED 灯珠和芯片需求的大幅增加能够极大消化行业产能，对于厂商去库存大有裨益。GGII 预测 2018 年 Mini LED 应用市场规模有望达到 3 亿元，并在 2018-2020 年保持约 175% 的复合增长率，市场规模将在 2020 年达到 22 亿元。

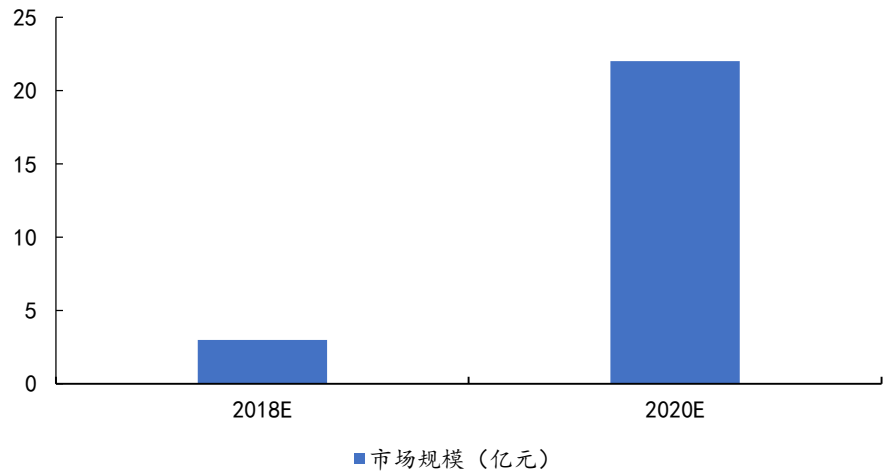
公司已在 Mini LED 深入布局，具备 Mini LED 封装生产能力，开发出了电视背光和高清显示两个方向的 Mini LED 产品，2018 年 11 月实现批量生产且良率突破 99.5%，同时将 Mini LED 背光源送样，公司在高端显示市场推出的 P0.6-1.0 产品也深受认可。

图表 35：各显示技术特点对比

	小间距 LED	Mini LED	Micro LED	OLED
尺寸	500 $\mu$ m	100-200 $\mu$ m	< 100 $\mu$ m	
技术	自发光	自发光/背光	自发光	自发光
封装技术	SMD/COB	倒装 COB/“四合一”	巨量转移	
NTSC 色域	110%	80-110%	140%	> 100%
最大可视角 (垂直/水平)	160°-170°/ 160°-170°	178°/178°	178°/178°	170°/170°
寿命	10 万小时	10 万小时	8-10 万小时	< 10 万小时
反应时间	> ns 级	ns 级	ns 级	$\mu$ s 级
平均能耗	高	低	低	中

资料来源：LEDinside，太平洋研究院整理

图表 36: Mini LED 应用市场规模



资料来源: GGI, 太平洋研究院整理

**LED 业务对电视业务形成有效支持,业务群协调发展。**公司的 LED 业务不但在 LED 产业链内部形成协同发展,对公司的电视业务也有明显支持。公司产出的背光产品一部分供给公司生产的电视, ODM 业务的客户同样成为 LED 背光的客户,有助于增强客户粘性、提高在电视产品中的单机占比,从而进一步巩固与客户、尤其是大牌厂商的合作关系。

此外, Mini LED 有望成为未来电视屏的主流显示技术,对比传统的液晶显示器, LED 使用数量的增加会导致成本的增加,而公司自产的 Mini LED 产品可直接供予自产的电视,将形成显著的成本优势,有利于公司产品的定价和盈利,从而帮助公司在市场竞争中取得有利地位。

## 四、盈利预测与评级

综合以上的观点，我们看好公司的平台型布局产业结构，在电视智能化的背景驱动下，在小米、华为等新兴终端品牌涌入的行业趋势下，ODM 类电视制造企业显然迎来了一轮新的发展机遇，兆驰作为全球前五的 ODM 电视制造企业，2019 年的成长已经部分体现了这一因素的加成。

在 LED 领域，公司自下而上的布局方式其实相当稳健，而且公司自身照明与电视背光产品对前道封装产能的消化本身就占有相当的比例，南昌芯片厂投入较晚，公司对这一块的扩产节奏较为谨慎，会根据市场情况逐渐释放，在南昌政府补贴政策的扶持下，公司压力并不大。LED 芯片行业本来就是后进者主动的市场，因此在国内的芯片竞争格局中兆驰有明确的既存优势，考虑到兆驰的规划产能规模相当大，因此未来一旦达产后可能会对产业格局造成相当明显的影响，近期在南昌追加红黄光 LED 芯片项目的 10 亿投资更是佐证了公司持续推进的雄心，未来公司有望成为国内第二大芯片厂商，是不可忽视的行业新势力。

我们预计公司 2019-2021 年分别实现净利润 8.95、10.90 和 13.09 亿元，当前股价对应 PE 17.75、14.58 和 12.14 倍，首次覆盖，给予买入评级。

## 五、风险提示

- (1) 原材料价格大幅回升；
- (2) 终端需求不及预期，LED 同业竞争者恶意降价竞争；
- (3) 公司 LED 项目建设进度不及预期。





## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。