



2022-09-17

公司深度报告

增持/调低

兆驰股份(002429)

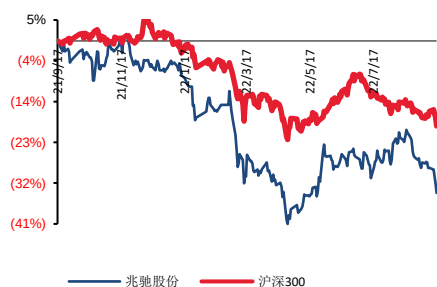
目标价: 6.42

昨收盘: 3.42

家用电器 黑色家电

恒大债权危机处理告一段落，双轮驱动有望重回成长轨道

■ 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)	15,482/15,377
12 个月最高/最低(元)	5.26/3.06

相关研究报告:

兆驰股份(002429)《小非四季度减持落地，市值承压掣肘有望得以解决》--2020/10/12

兆驰股份(002429)《三季度预告大超预期，Mini 蓄势待发，LED 全系加速进攻！》--2020/08/25

兆驰股份(002429)《双轮驱动 ODM 成长，LED 全产业链布局协同增强》--2020/04/13

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: 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

多重举措走出恒大票据债权危机，携手深国资开展全新合作。兆驰股份与恒大地产之间的合作开始于 2018 年，业务起源于照明灯具相关领域，恒大为了减少单个项目中自有资金的投入，获得更多工程项目，恒大对外的供应商货款主要以商业承兑汇票支付，现金支付比例较少，2020 年，恒大商票余额高达 2052.67 亿元，这为恒大最终的债务问题埋下隐患，2021 年恒大负债近 2 万亿。

兆驰照明、兆驰供应链作为恒大上游供应商，在 2021 年恒大债务暴雷后，深受其苦：与恒大合作三年，票务危机发生时公司已累计持有 55.67 亿元恒大系债权。LED 照明灯具业务在兆驰的历年的营收中，占比从未超出过 5%，但就这样的一个小“业务”带来的供应链业务，令彼时的公司担上了五十多亿的债务风险。

原大股东南昌兆投为了帮助上市公司度过恒大票据事件难关，最终选择了全权兜底，以尽可能地降低此次事件对上市公司的负面影响，在这个处理过程中，公司也得到了深圳资本集团的鼎力相助，经过多次股权转让，南昌兆投募集到了足够的资金以帮助上市公司化解恒大票据债权危机。随着 7 月 25 日南昌兆投向深圳资本集团及其全资子公司亿鑫投资的股份转让取得深圳交易所的转让确认书，同时中国结算所的过户登记也已完成，公司的控股股东和实际控制人变更成为深圳资本集团。

至此，兆驰股份对恒大债务危机的处理告一段落，危机过去后将是全新篇章的开启：公司将继续专注于智能电视 ODM 和 LED 产业链，进一步巩固自身在设计、生产、制造以及全产业链覆盖的独特优势，并充分借助深圳资本集团在区域、财务、管理、渠道等各方面的全面支持，在资金支持、业务合作等方面深化与深圳资本集团以及其关联的国资体系内的公司的合作，在产品创新与产业链的延伸中不断寻找新的成长空间，快速走出阴霾。

重新聚焦双主业源点，再回荣耀并不遥远。无论是对于上市公司兆驰，还是对于研究兆驰的投资者，处理好恒大债权与兑付危机后，接下来的关注重心理应回归基本面。公司 2022 年上半年实现营业收入 71.10 亿元，同比下滑 36.56%；实现营业利润 5.94 亿元，同比下滑 50.28%，实现归属于

上市公司股东的净利润 5.27 亿，同比下降 49.81%，扣非后归母净利润 4.42 亿元，同比下滑 49.81%。

2022 上半年的业务数据下滑，已经和恒大债权以及相关的处理没有什么关系，事实上，今年上半年 A 股市场有很多电子制造类公司下滑程度远远超过兆驰。行业最大的失血点在于全球经济与需求的下滑、一二季度的疫情封控、俄乌战争、全球通胀、中美贸易战等等。尤其是贯穿整个上半年的面板价格持续下跌，对于电视 ODM 占比较大的兆驰影响确实较为明显。

过去在我们与市场的交流中，经常有投资者认为兆驰所在的行业相对红海，但是在这个红海的市场里，兆驰交出的答卷是：液晶电视 ODM 出货量保持全球排名前二，LED 芯片行业内第二大产能，LED 封装拥有 3500 条生产线，机顶盒出口量在国内名列前茅。

业绩上，过去六年营业额从 60 亿成长至 225 亿，归母净利润从 3 亿到 20 亿 +（去年剔除恒大负面影响），公司的核心竞争力体现在管理层的扎实运营，从 LED 芯片到封装到显示背光，再到电视机 ODM、互联网内容运营、智慧家庭组网等等的全产业链超长覆盖，以及这些先决条件所带来的成本与效率优势。

整体来看，上市公司已回归到正常的业务运营节奏。未来，随着南昌的 LED 芯片业务进入规模化提升的胜势节奏，ODM 业务走出当下的消费疲软、面板持续大幅跌价的下行通道，重回荣耀可能并不需要等待太久。

盈利预测和投资评级：给予增持评级。兆驰是我们一直跟踪的优质行业标的，在去年出现恒大债权兑付危机后，公司迅速反应，大股东南昌兆投以一己之资为上市公司承揽剥离或置换了全部的恒大债权，这种格局与承担，在 A 股上市公司中是鲜见的。恒大债务风波确实对公司而言是不小的考验，但以牺牲南昌兆投大股东的权益为代价得以度过。深圳国资以不干预公司运营的天使姿态入主上市公司，不仅使兆驰快速度过了危机，同时还赋予了财务资金、渠道合作、银行授信等多方面的补足和加强。

从公司、管理与运营的层面而言，公司已经进入了非常明确的拐点期。业务和行业层面来看，目前兆驰的两大核心主业中，LED 从芯片、封装模组的全产业链规模化的成长期已经开启，但是占比最大的电视机 ODM 业务确实受制于诸如行业需求放缓、面板价格极端下跌等不良因素，导致出现一定程度下滑。这种负面影响更多的是源于行业的周期性，相信在面板价格极端下行趋缓，需求出现回升后，会得到明确的改善，而那也将是兆驰重新展现成长弹性的重要时点。

预估公司 2022-2024 年净利润分别为 11.33 亿、15.28 亿、21.03 亿，对

应当前估值分别为 13.67、10.13、7.36 倍，公司当下市净率已经跌到 1.2 倍左右，显然已经相对有安全边际，看好公司中长期的复苏与成长空间，给予公司增持评级。

风险提示： 1) LED 行业受制于经济波动，下游房地产、消费电子等行业的需求成长趋缓，导致成长不及预期；2) 面板价格继续非理性下跌；3) 全球电视需求受疫情、通膨、经济低迷等影响持续萎靡。

■ 盈利预测和财务指标：

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	22538	15445	20311	27765
(+/-%)	11.65	-31.47	31.51	36.7
净利润(百万元)	333	1133	1528	2103
(+/-%)	-77.1	190.68	33.96	37.21
摊薄每股收益(元)	0.07	0.25	0.34	0.46
市盈率(PE)	46.49	13.67	10.13	7.36

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

1、多重举措走出恒大危机，携手深国资开展全新合作.....	6
1.1、恒大业务危机回顾及解决方式	6
1.2、实控人变更为深圳资本集团，公司运营主体仍是原公司管理团队.....	8
2、重新聚焦双主业源点，再回荣耀并不遥远.....	10
2.1、全产业链深度布局 LED，从芯到屏打造供应优势.....	12
2.2、ODM 业务稳扎稳打，智能化开拓创新	17
3、盈利预测与评级：	20
4、风险提示	20

图表目录

图表 1：兆驰供应链管理业务 2019-2021 年营业收入及占比.....	7
图表 2：兆驰-恒大事件脉络梳理.....	8
图表 3：恒大事件后公司股权变化.....	10
图表 4：公司整体营收情况.....	11
图表 5：公司毛利率情况.....	12
图表 6：公司过去五年归母净利润情况.....	12
图表 7：公司 LED 产业链业务收入.....	13
图表 8：公司 LED 全产业链布局情况.....	13
图表 9：2020 年中国大陆 LED 芯片产能分布.....	14
图表 10：兆驰光元收入情况.....	15
图表 11：兆驰照明收入情况.....	16
图表 12：我国 LED 芯片产值规模.....	16
图表 13：2021 年全球电视 ODM 工厂年度出货 TOP5.....	17
图表 14：2021 年国内不同尺寸彩电市场规模.....	18
图表 15：2016-2021 年中国智能家居市场规模统计.....	19
图表 16：2020 年中国各类智能家电零售量统计.....	19
图表 17：2020-2022H1 MINI LED 电视占电视市场份额.....	19

1、多重举措走出恒大危机，携手深国资开展全新合作

1.1、恒大业务危机回顾及解决方式

兆驰股份与恒大地产之间的合作开始于 2018 年，其具体业务模式包括：1. 兆驰股份及子公司兆驰照明公司在照明灯具业务领域与恒大系相关公司供应并销售；2. 全资子公司兆驰供应链开展供应链管理业务，由兆驰供应链公司使用自有资金向下游合作伙伴及其供应商提供优质便捷的资金融通服务，并收取一定比例的资金使用费。

公司与恒大地产的主要业务起源于照明灯具相关领域，恒大为了减少单个项目中自有资金的投入，获得更多工程项目，恒大对外的供应商货款主要以商业承兑汇票支付，现金支付比例较少，2020 年，恒大商票余额高达 2052.67 亿元，这为恒大最终的债务问题埋下隐患，2021 年恒大负债近 2 万亿。

兆驰照明、兆驰供应链作为恒大上游供应商，在 2021 年恒大债务暴雷后，深受其苦：与恒大合作三年，票务危机发生时公司已累计持有 55.67 亿元恒大系债权（包括商业承兑汇票和应收账款），当债权无法被兑付时，应收账款和汇票均可能成为坏账，但木已成舟，如何降低对上市公司的影响，是兆驰 2021 年下半年面临的难题。LED 照明灯具业务在兆驰的历年的营收中，占比从未超出过 5%，但就这样的一个小业务带来的供应链业务，令公司担上了五十多亿的债务风险。为了尽可能的减缓对上市公司其他业务线的影响，公司董事长顾总选择以自己的资产来为上市公司兜底，这是非常难能可贵的。A 股上市公司碰到各种黑天鹅的案例并不少见，很多上市公司的选择是直接计提亏损，像顾总这样愿意自己为公司兜底的领导人并不多见。

当下兆驰已将这五十多亿的债权分成两部分进行处理：

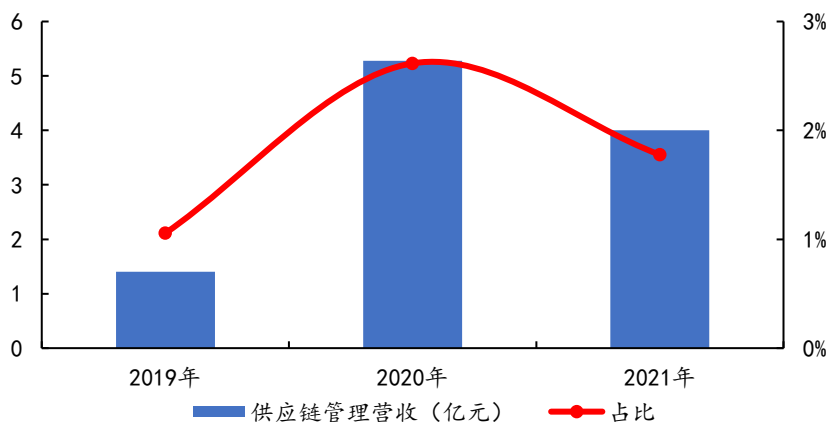
（1）兆驰供应链出表

兆驰供应链是兆驰股份的全资子公司，主要负责对兆驰下游供应链展开供应链管理，2019-2022 年兆驰供应链业务收入分别为 1.41 亿元、5.25 亿元和 4.00 亿元，占总营收的比重分别为 1.06%、5.28%和 4.00%，兆驰供应链的剥离不会对公司整体营收造成太大的影响。截止 2021 年 11 月，兆驰供应链持有恒大系债权 25.81 亿元，对于这部分资产，公司的处理方式如下：

- a. 惠州市麦威新电源和惠州市易为技术合计出资 30 亿元对兆驰供应链子公司增资。增资完成后，公司持有兆驰供应链 14.77%的股权，麦威新电源持有其 56.82%的股权，易为技术持有其 28.41%的股权，兆驰供应链子公司不再合并上市公司报表。同时，兆驰供应链收到增资款后归还上市公司借款，与上市公司不存在任何债权债务关系
- b. 大股东南昌兆投出资 30 亿，接收麦威新电源和易为技术各自持有的兆驰供应链 56.82%和 28.41%的股权。

最终结果相当于公司大股东用 30 亿增资兆驰供应链，成为兆驰供应链第一大股东以及实控人，上市公司不再控股兆驰供应链，自然，兆驰供应链所持有的 25.81 亿恒大系债权也不再由上市公司承担。

图表 1：兆驰供应链管理业务 2019-2021 年营业收入及占比



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

(2) 债权归属转移

对于剩余上市公司所持有的恒大系债权，公司先前曾经计划用债权换取体外相对较有价值的资产，从而把这笔债权以合法合规的方式置换到上市公司体外去，具体操作计划为：以恒大集团及其成员企业开具的商业承兑汇票及应收账款转让方式支付 28.94 亿元以及现金支付 567.31 万元，合计 29.00 亿元，向北融信购买昆明丰泰 44.6154% 的股权。

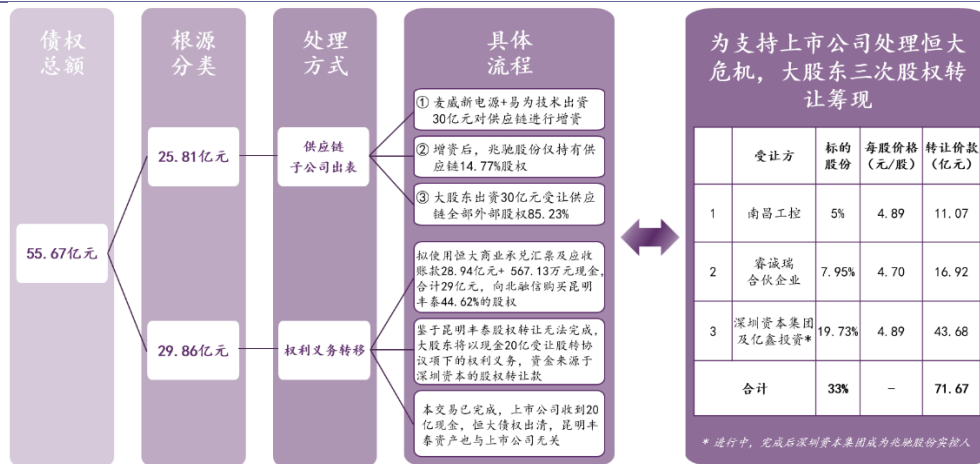
但该笔债权互换后一直未能完成交割，为了最大限度降低对公司的影响，2022 年 2 月 28 日，控股股东南昌兆投承诺，如昆明丰泰 44.6154% 股权的转让事宜最终未能完成，

将以不低于评估值的价格受让公司与恒大集团及其成员企业之间的债权，交易价格最终以评估值为基础与公司协商确定。这意味着，控股股东将是商票应收账款 28.94 亿和现金 567 万被退还时的最终承接方，购买资产交易的纠纷风险将由大股东承担，上市公司不会受其影响。

2022 年 5 月 27 日，公司再次发布公告，由于前述与昆明丰泰约定的股权转让已经逾期，未来能否完成存在较大的不确定性；同时，公司与北融信签署协议时的定价依据评估基准日距公告日已过较长时间，尚未交割的股权价值较难判断，该交易未来可能为公司带来或有风险。考虑到公司持有的恒大集团及其成员企业的应收债权有进一步面临减值的风险，公司拟与控股股东南昌兆投、实际控制人顾伟先生签署《关于受让〈股权转让协议〉项下权利义务的协议》，将先前约定的恒大相关债权的全部权益和负担转让给控股股东南昌兆投。依据对这些应收债权的账面原值的评估，加上现金支付的部分，交易对价人民币 20 亿元。

至此，上市公司所持有的所有恒大系债权的归属权相当于转让给了南昌兆投，恒大集团及其成员企业未来无论去向何处，风险如何发展，都不再与上市公司兆驰有任何关联。

图表 2：兆驰-恒大事件脉络梳理



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

1.2、实控人变更为深圳资本集团，公司运营主体仍是原公司管理团队

在上述几项处理中可以看出，大股东为了帮助上市公司度过恒大票据事件难关，最终选择了全权兜底，以尽可能地降低此次事件对上市公司的负面影响，尽可能地降低因

为潜在的可能风险对公司在银行、客户以及各种相关业务、融资、信贷等方面的资质评级的影响。

这种全权兜底的做法体现出实控人顾伟先生的责任感，毕竟在 A 股市场中有太多公司在面临大额亏损与意外影响时都选择以一次性计提这种对股东不负责任的方式来处理。兆驰的这次因恒大的兑付危机而起的债务风险，无论其发生、累积的原因与风控管理不力的根结在于大股东还是上市公司管理层，顾总以其个人财力来真金白银地替上市公司转移风险，确实还是很有担当的，在 A 股市场很少能看到愿意为上市公司付出如此大代价来担责的大股东。

这里我们也统计了顾总所控制的南昌兆投为了筹集现金承接恒大系债权，所作出的股权转让，南昌兆投在 2021 年中之前，一直都是上市公司第一大股东，持有兆驰股份 54.5% 的股份，经过过去一年多的数次股权转让，南昌兆投目前持股比例仅剩 19.64%。

a. 5%转让给南昌工控：2021 年 11 月 3 日，南昌兆投通过协议转让方式，向南昌工控投资基金转让其持有的公司 2.26 亿股股份，转让价格为 4.89 元/股，转让价款合计 11.07 亿元

b. 7.9524%股权转让给睿诚瑞合伙企业：2021 年 12 月 3 日，南昌兆投通过协议转让方式，向深圳市瑞诚睿投资合伙企业转让其持有的 3.6 亿股公司股份，转让价格为 4.70 元人民币/股，转让价款合计 16.92 亿元。

c. 19.73%转让给深圳市资本运营集团：2022 年 5 月 30 日，南昌兆投向深圳资本集团及亿鑫投资转让其持有的公司无限售流通股股份合计 8.93 亿股，标的股份的每股转让价格为 4.89 元，转让价款合计 43.68 亿元。

通过上述三次股权转让，以及去年下半年的几次大宗减持，南昌兆投前后筹措到近 70 亿资金，对公司的持股比例下降至 19.64%。随着 7 月 25 日南昌兆投向深圳资本集团及其全资子公司亿鑫投资的股份转让取得深圳交易所的转让确认书，同时中登所的过户登记也已完成，公司的控股股东和实际控制人变更成为深圳资本集团。

深圳资本集团成为兆驰股份的实际控制人，管理模式驻足于控股，帮助兆驰股份顺利度过当下危机，并不会直接干预公司的正常经营，也将继续充分支持顾总以及高管团队作为公司实际运营者的正常经营管理。

图表 3：恒大事件后公司股权变化

2021 H1		2022 Q1		2022-07-25	
股东名称	持股比例	股东名称	持股比例	股东名称	持股比例
南昌兆驰投资	54.50%	南昌兆驰投资	39.37%	南昌兆驰投资	19.64%
东方明珠新媒体	6.32%	瑞诚睿投资	7.95%	深圳资本集团	14.73%
香港中央结算	1.07%	东方明珠新媒体	6.32%	亿鑫投资	5.00%
南昌兆鑫商贸	1.03%	南昌工控投资	5.00%	瑞诚睿投资	7.95%
王立群	0.90%	共青城安芯投资	1.55%	东方明珠新媒体	6.32%
上海宁泉资产管理-宁泉致远58号	0.88%	香港中央结算	1.05%	南昌工控投资	5.00%
北京国美咨询	0.83%	姚向荣	1.03%	共青城安芯投资	1.55%
上海宁泉资产管理-宁泉致远39号	0.61%	北京国美咨询	0.83%	香港中央结算	1.05%
全劲松	0.41%	王立群	0.45%	姚向荣	1.03%
康健	0.41%	周文祥	0.43%	北京国美咨询	0.83%

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

至此，兆驰股份对恒大债务危机的处理告一段落，在此次事件处理过程中，投资者可以看到公司积极的态度以及大股东的责任担当，面对危机，公司并没有选择无责任的单边计提，而是责无旁贷地分期、分步地妥善将恒大债权剥离与处理。凸显出兆驰是一家对股东、对社会以及上下游供应商、合作伙伴负责且有全局观念的优秀公司。

危机过去后将是全新篇章的开启，去芜存菁，公司将继续专注于智能电视 ODM 和 LED 产业链，进一步巩固自身在设计、生产、制造以及全产业链覆盖的独特优势，并充分借助深圳资本集团在区域、财务、管理、渠道等各方面的全面支持，在资金支持、业务合作等方面深化与深圳资本集团以及其关联的国资体系内的公司的合作，在产品创新与产业链的延伸中不断寻找新的成长空间，快速走出阴霾。

2、重新聚焦双主业源点，再回荣耀并不遥远

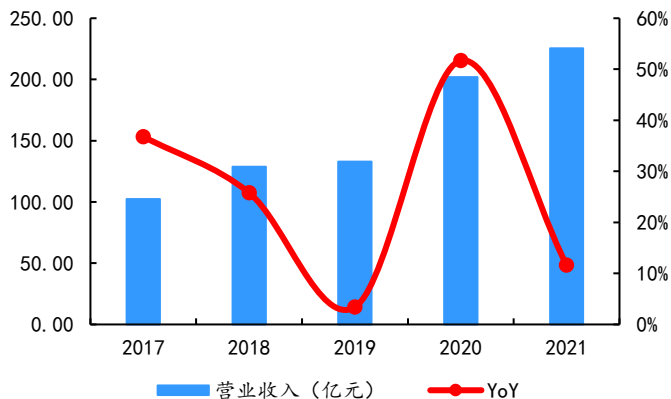
无论是对于上市公司兆驰，还是对于研究兆驰的投资者，处理好恒大债权与兑付危机后，接下来的关注重心应回归基本面。公司 2022 年上半年实现营业收入 71.10 亿元，同比下滑 36.56%；实现营业利润 5.94 亿元，同比下滑 50.28%，实现归属于上市公司股东的净利润 5.27 亿，同比下降 49.81%，扣非后归母净利润 4.42 亿元，同比下滑 49.81%。

2022 上半年的业务数据下滑，已经和恒大债权以及相关的处理没有什么关系（2021

年如把因为恒大所做的资产减值对利润的负面影响加回，兆驰的归母净利润其实是增长的)，事实上，今年上半年 A 股市场有很多电子制造类公司下滑程度远远超过兆驰。行业最大的失血点在于全球经济与需求的下滑、一二季度的疫情封控、俄乌战争、全球通胀、中美贸易战等等。尤其是贯穿整个上半年的面板价格持续下跌，对于电视 ODM 占比较大的兆驰影响确实较为明显。

但摒除今年遇到的这些行业影响，在正常的光景里，兆驰的市场表现还是相对稳健的，公司整体营业收入从 2017 年的 102.29 亿元增长至 2021 年的 225.38 亿元，年复合增长 21.83%。尤其是 LED 相关业务，近年来更是实现了销售额的快速成长，并且在 2021 年实现了芯片业务（江西兆驰半导体）扭亏为盈，今年上半年的利润率也是进一步提升，基本已经达到或接近行业头部企业。

图表 4：公司整体营收情况



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

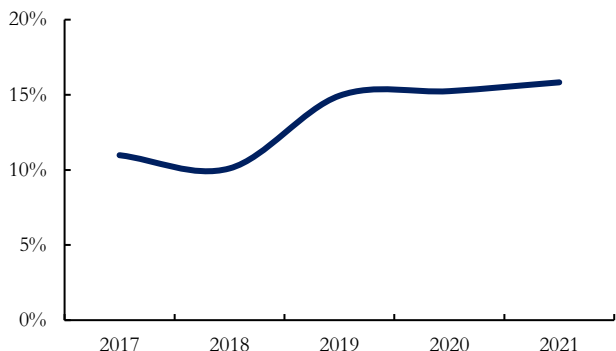
过去在我们与市场的交流中，经常有投资者认为兆驰所在的行业相对红海，但是在这个红海的市场里，兆驰交出的答卷是：液晶电视 ODM 出货量保持全球排名前二，LED 芯片行业内第二大产能，LED 封装拥有 3500 条生产线，机顶盒出口量在国内名列前茅。

业绩上，过去六年营业额从 60 亿成长至 225 亿，归母净利润从 3 亿到 20 亿+（去年剔除恒大负面影响），公司的核心竞争力体现在管理层的扎实运营，从 LED 芯片到封装到显示背光，再到电视机 ODM、互联网内容运营、智慧家庭组网等等的全产业链超长覆盖，以及这些先决条件所带来的成本与效率优势。

恒大的兑付危机确实是公司成长过程中的一个不小的风浪，特别是令大股东顾总付出

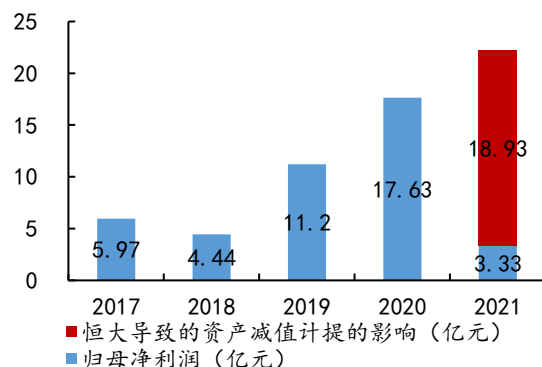
了非常大的股份的代价。但是站在上市公司维度，迄今以后，这个可能的风险已经根除不再，上市公司回归到正常的业务运营节奏。未来，随着南昌的 LED 芯片业务进入规模化提升的胜势节奏，ODM 业务走出当下的消费疲软、面板持续大幅跌价的下行通道，重回荣耀可能并不需要等待太久。

图表 5：公司毛利率情况



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 6：公司过去五年归母净利润情况



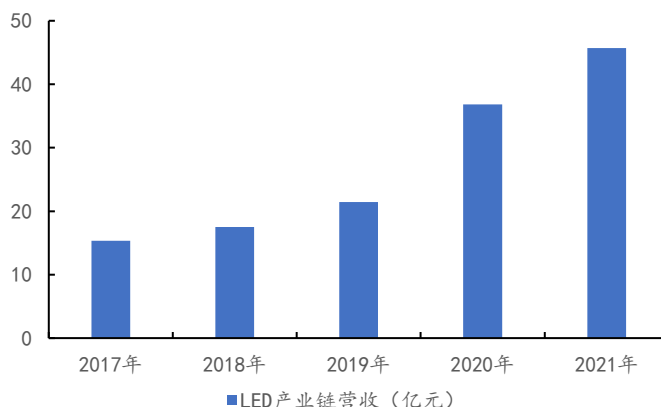
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

接下来，为把公司的具体情况介绍得更加全面，我们将对公司最为重要的 LED 全产业链以及电视机 ODM 两大业务领域展开详细的介绍。

2.1、全产业链深度布局 LED，从芯到屏打造供应优势

公司于 2011 年进入 LED 领域，由封装起步，而后不断向上、下游延伸拓展，当下已完成“上游芯片、中游封装、下游应用”的全产业链深度布局，掌握全产业链各个环节的核心技术。在 LED 通用照明、传统 LED 背光、显示领域占据主要市场份额之后，公司正持续发力高端照明、mini LED 背光、mini LED 显示等高端领域。2021 年，公司 LED 全产业链业务实现营业收入 45.72 亿元，同比增长 24.17%。

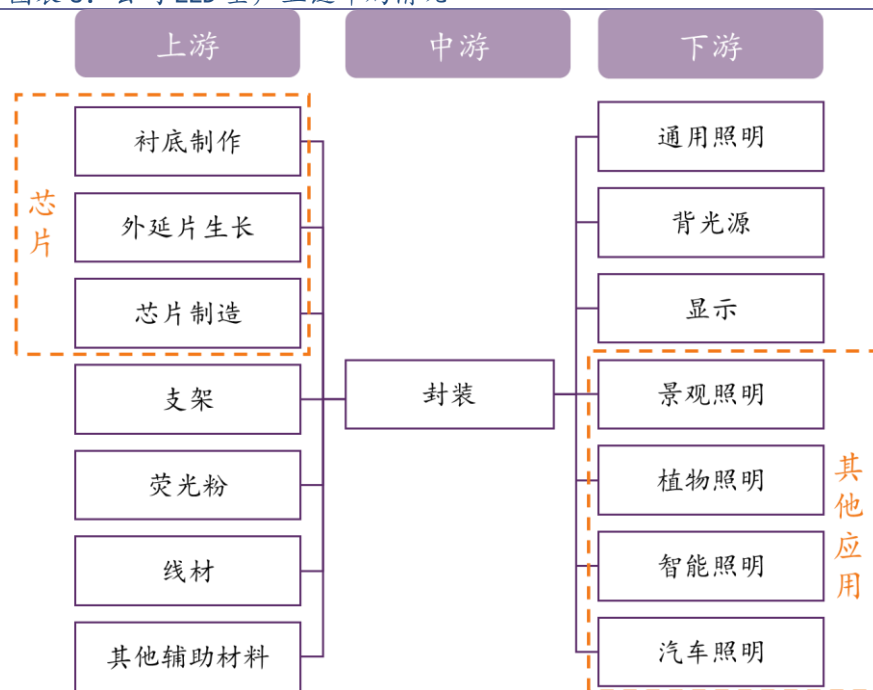
图表 7：公司 LED 产业链业务收入



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

全产业链形成的协同优势有助于提升公司芯片和封装的整体规模和效率，加快新产品的研发测试投产，公司可以根据客户个性化需求，短时间内完成产品的调整升级，同时，内部封装线可以消化不少前道自产的芯片产能，物流损耗、中间环节大幅减少，扩产时根据上下游产销配比同步扩产，降低市场风险，发挥更大的经济效益。

图表 8：公司 LED 全产业链布局情况



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

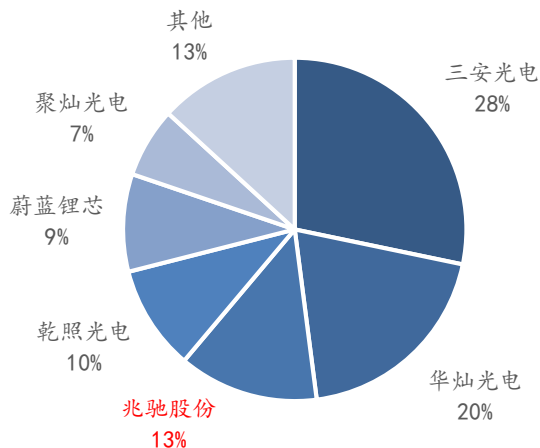
LED 芯片业务主要由兆驰半导体主导，整体产能正稳步扩增：（1）氮化镓芯片产能爬坡于 2021 年上半年开始，目前月产能已达到 65 万片 4 寸片，在通用照明、传统背光

和显示领域已占据主要份额，正逐步延伸至高光效照明、mini LED 背光等高附加值领域；（2）砷化镓芯片于 2021 年下半年实现量产爬坡，目前可月产 5 万片 4 寸片，正积极开拓 mini LED 显示和植物照明产品。

主要生产设备 MOCVD 的更新迭代以及生产效率的提升，使得 LED 芯片行业的后进入者反而能够获得更佳的生产性价比，这已成为不争的行业现实，兆驰半导体在现有产能布局情况下，2022 年计划新增 52 腔 MOCVD 及配套设备用于氮化镓 mini LED 芯片的扩产，投产后氮化镓芯片月产能规模将到达 110 万片 4 寸片，届时，公司 LED 芯片产能国内前三的地位将得到进一步巩固。

2022 年 3 月，公司与南昌高新技术产业开发区管理委员会签署投资协议，计划投资 50 亿元，在南昌高新技术产业开发区建设 mini LED 芯片及 RGB 小间距 LED 显示模组项目。

图表 9：2020 年中国大陆 LED 芯片产能分布



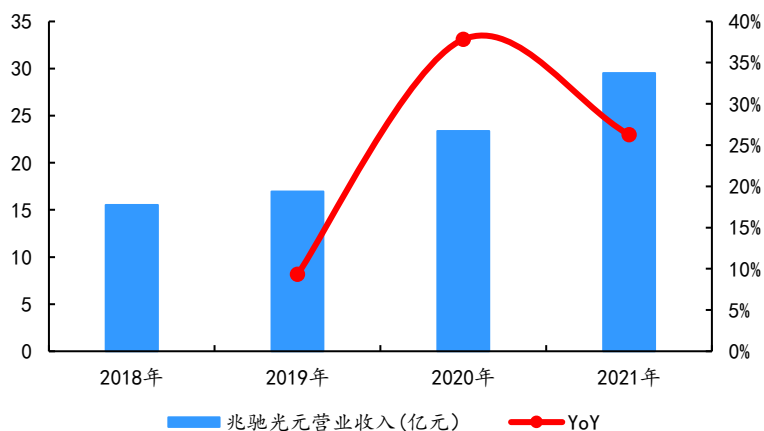
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

LED 封装业务主要由兆驰光元主导，近几年，公司封装产能持续扩增，带动了相关收入和利润的高速成长：2020 年 7 月，在南昌生产基地新增 2000 条封装生产线及相应制程设备；2021 年，公司 LED 封装产线数扩增至 3500 条，已位居行业前列。

公司封装产品主要应用于照明、背光和显示三大主流领域，当前通用照明仍是公司封装板块的主要收入来源，公司在积极拓展全光谱、高光效、高品质等新兴照明业务的同时，正全力布局 mini LED 背光和显示领域，目前已经小有成果，开发出了电视背光和高清显示两个方向的 Mini LED 产品：（1）背光方面，公司已凭借高制程良率和

稳定的生产工艺，已成为三星 LED、索尼、LG、夏普、康佳、创维、TCL 等国内外知名电视机客户的长期合作供应商，产品主要用于电视机、显示器领域，当前 LED 封装组件生产线中，接近 1/3 专门用于 mini LED 背光，为 mini POB、mini COB、以及 NSCP 等方案提供产能保障；（2）显示领域，公司发布多款 mini RGB、小间距及户外显示产品，推出 mini 倒装系列单灯产品，同时将 mini LED 与 IMD 封装技术相结合，可实现 P0.6~P0.9 微间距显示器件的研制和量产。后续随着下游结构的优化，公司封装业务的盈利能力有望持续提升。

图表 10：兆驰光元收入情况

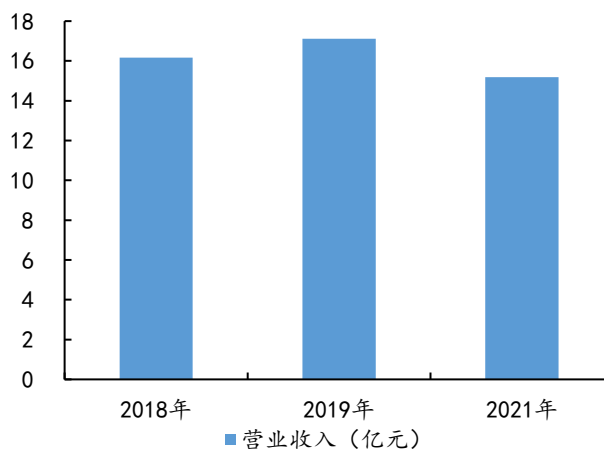


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

公司 LED 终端应用板块亦全面布局照明、背光和显示：（1）照明领域，公司通过“兆驰照明”品牌及 ODM 业务对外销售成品灯具、灯饰等产品；（2）背光和显示领域，当下主要聚焦 mini LED 完善技术能力，2021 年推出 100 μm 以下的 mini RGB 显示产品，公司现拥有 100 条 COB 显示模组生产线，2022 年于南昌显示工厂新增 300-500 条线，并实现对国内知名显示品牌厂商的批量供货。

此外，公司 LED 背光业务与智能电视 ODM 之间具备明确的协同效应，从客户共性角度出发，电视品牌厂商是两者的共同客户，公司可以深耕现有客户资源，多维度巩固和维护合作关系。

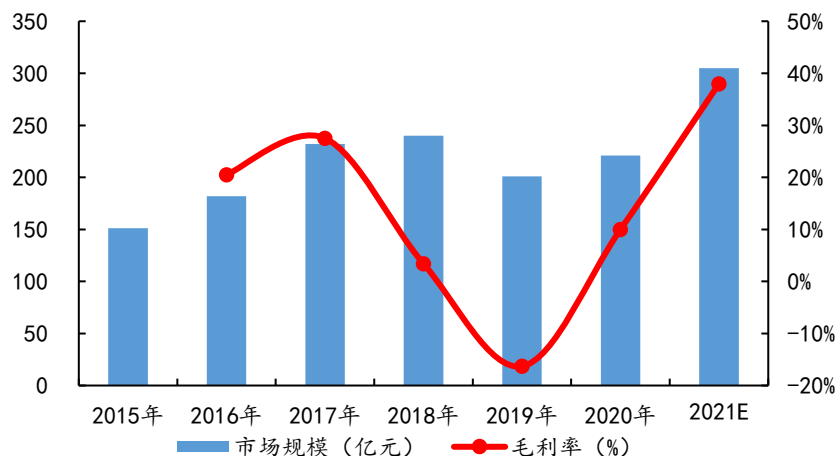
图表 11：兆驰照明收入情况



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

我国 LED 产业以下游应用为切入点，当下已形成上游芯片、中游封装至下游应用的完整产业链，近两年，随着照明、显示屏、车用 LED、植物照明、UV LED 等应用领域需求的逐步复苏，芯片行业整体景气度持续上升。尤其是在背光和显示领域，随着 mini LED 技术逐步成熟，成本日趋下降，渗透速度正逐步加速，mini LED 背光已在各类尺寸终端产品中有所应用，小间距 LED 显示屏被应用于安防、交通、会议、教育和体育赛事等领域，新兴应用场景的拓展，对上游芯片需求的带动相当明确，CSA 数据显示，2021 年国内 LED 芯片产值预计达到 305 亿元，同比增长 38%。

图表 12：我国 LED 芯片产值规模



资料来源：CSA，太平洋研究院整理

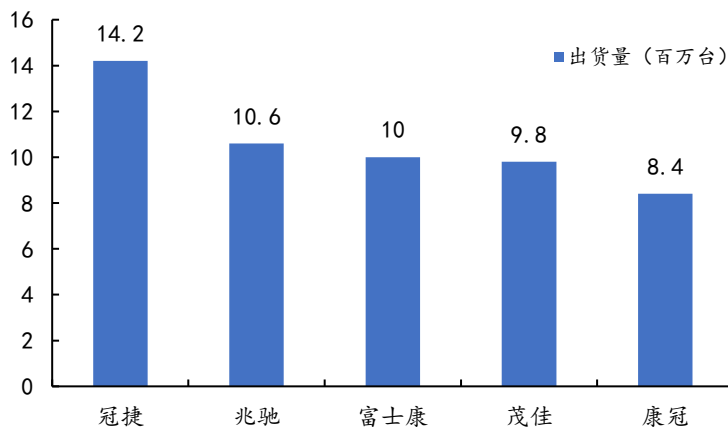
在芯片需求稳步回升的情况下，对相关企业而言，为了巩固自身地位、扩大竞争力和市场影响，打通产业链上下游的重要性将逐渐凸显，2022 年海信视像增持乾照光电至

第一大股东便是极佳的证明，从这一层面考虑，公司 LED 业务的全产业链布局的思路，其实非常契合行业发展趋势，铺垫领先于竞争对手好几年，公司管理层的卓远见识可见一斑。

2.2、ODM 业务稳扎稳打，智能化开拓创新

公司于 2005 年以生产液晶电视等家庭视听消费类电子产品起家，2015 年收购风行在线，开启“实业制造+互联网生态”全面布局，后续陆续获得 Roku、Android TV 和 Fire TV 的海外认证。在不断巩固电视 ODM 业务的同时，公司逐步开拓智慧家庭组网业务，从智能机顶盒拓展到 IoT 智能终端以及通信设备。经过多年发展，公司已成长为电视 ODM 龙头，出货量稳居前三。洛图科技（RUNTO）数据显示，2021 年全球电视 ODM 及 OEM 出货量共 9760 万台，公司位列全球第二。

图表 13：2021 年全球电视 ODM 工厂年度出货 TOP5



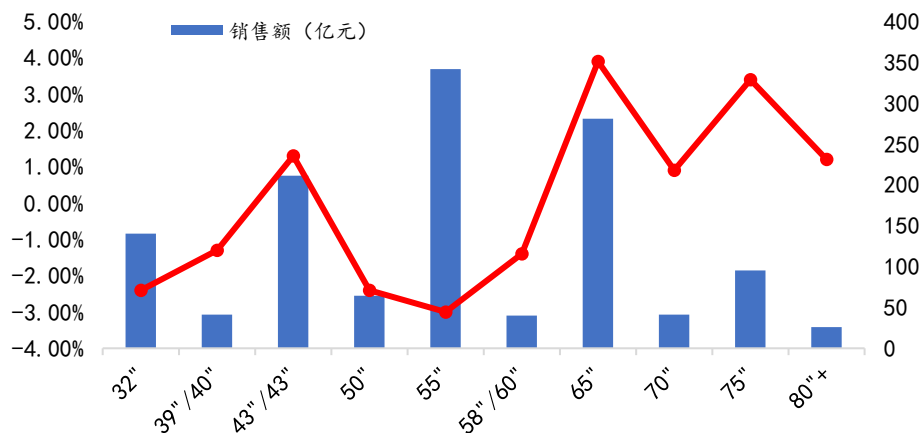
资料来源：RUNTO，太平洋研究院整理

2020 年以来，因为市场需求下滑、疫情、缺芯等种种原因，全球电视市场总体销量和销售额增长乏力，在此不利的情况下，公司液晶电视 ODM 业务的营业收入总体仍稳中有升，所倚重的主要是核心品牌客户深度合作、海外市场的不断深化与份额提升、以及全球电视行业的智能化、大屏化和高清化趋势：

- **大屏化：**大尺寸产品有助于提升居家影音体验感，迎合部分消费者高端需求，因此，2021 年 60 寸以下电视销量普遍下滑，而 75 寸以上的产品则迎来了全面增长，市场份额稳步提升。公司 60 寸以上大尺寸产品的销售占比亦持续提升，并

进一步带动了产品的盈利能力

图表 14：2021 年国内不同尺寸彩电市场规模

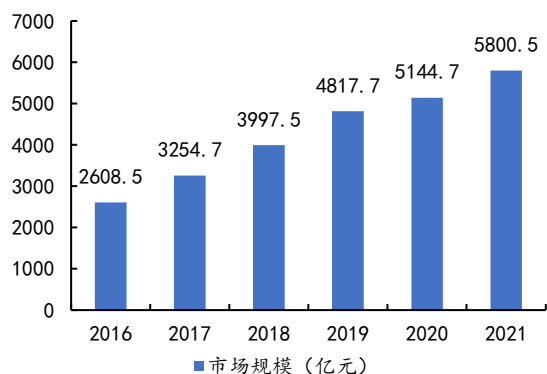


资料来源：奥维云网 (AVC)，太平洋研究院整理

- **智能化：**随着物联网技术不断成熟和消费者对生活品质要求的提升，智能产品逐步走进日常生活，我国智能家居市场规模不断扩大，渗透率不断提高，智能电视是智能家居中必不可少的一环，智能电视在提供更高品质影音娱乐功能的基础上，为用户提供更丰富、更智慧、更个性化的使用体验，更为重要的是，华为、小米等智能终端品牌厂商的入局，很大程度上加速了电视智能化趋势，2020 年我国智能家电中智能电视销售量第一，达到了 3306 万台。

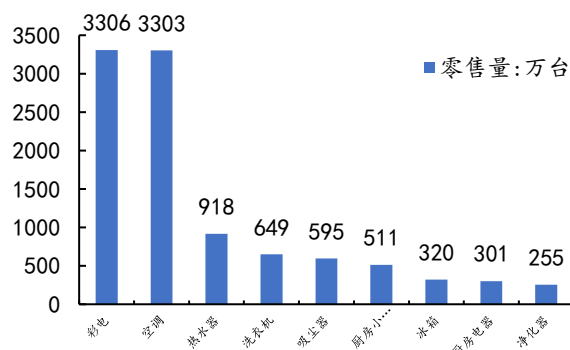
风行在线发展为全视频智能运营与营销服务商，将长短视频的海量内容进行精细化运营和分类，向多平台、多品牌、多终端提供内容运营服务，经验丰富，向超过二十家互联网电视品牌提供服务。为了提升智能化产品的占比，公司持续推出持续推广搭载 Roku、Android TV 和 Fire TV 的整机解决方案，而且取得了较佳的成绩，2021 年海外电视产品中智能电视的销售占比已接近 95%。

图表 15: 2016-2021 年中国智能家居市场规模统计



资料来源: 中商产业研究院, 太平洋研究院整理

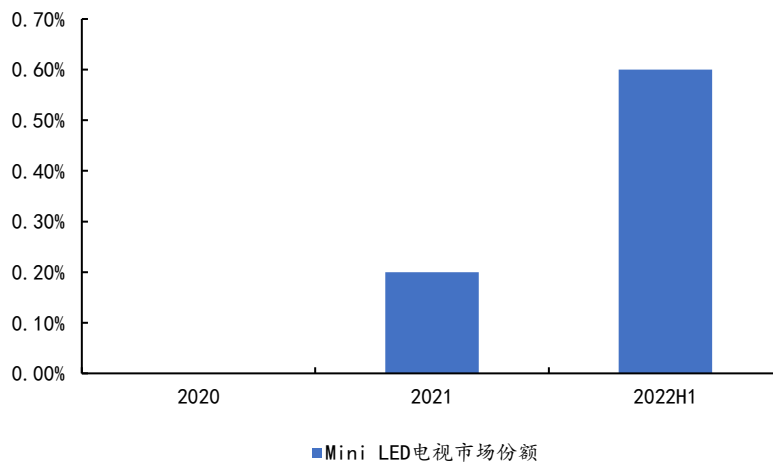
图表 16: 2020 年中国各类智能家电零售量统计



资料来源: 中商产业研究院, 太平洋研究院整理

于此同时, 随着在 LED 芯片和封装环节技术的不断成熟, 公司以家庭显示为核心, 推出各种尺寸的智慧显示产品, 包括电脑显示器、Mini LED 显示产品等。并逐步向办公、商用、教育及医疗等新领域拓展, 推动该业务板块由“液晶电视”向“智慧显示”升级。尤其是 Mini LED 电视端, 当下虽然市场占比不大, 但随着技术升级, 新的消费点有望被激发, 届时, 公司的优先布局有望转化为后续竞争时的重要倚仗, 成为重要的业绩增长点。

图表 17: 2020-2022H1 Mini LED 电视占电视市场份额



资料来源: 奥维云网 (AVC), 太平洋研究院整理

整体而言, 国内公司作为小米、海尔、以及不少一二线品牌的核心 ODM 供应商, 公司智能电视 ODM 业务将伴随国内市场需求保持稳定的基本盘。在海外, 电视智能化的比例远逊于国内, 公司作为欧美多家知名家电品牌厂商的重要合作伙伴, 在市场需求出现回温的时候, 会体现出明显的弹性。

之所以这样提及，是因为当下电视 ODM 业务确实受制于面板行业极端的跌价趋势，无论是市场需求还是客户定价，包括库存调整都对 ODM 行业确实不甚友好，但是 75 寸以下的面板都已基本跌破制造成本的当下，面板价格继续下行的空间有限，因此，对于兆驰未来的成长空间而言，站在当下，这并不是坏事。

3、盈利预测与评级：

兆驰是我们一直跟踪的优质行业标的，在去年出现恒大债权兑付危机后，公司迅速反应，大股东南昌兆投以一己之资为上市公司承揽剥离或置换了全部的恒大债权，这种格局与承担，在 A 股上市公司中是鲜见的。迄今，兆驰股份对恒大债务危机的处理已经告一段落，处理好恒大债权与兑付危机后，接下来的关注重心应回归基本面。过去的六年，兆驰交出了不俗的成长答卷，恒大债务风波确实对公司而言是不小的考验，但以牺牲南昌兆投大股东的权益为代价得以度过。深圳国资以不干预公司运营的天使姿态入主上市公司，不仅使兆驰快速度过了危机，同时还赋予了财务资金、渠道合作、银行授信等多方面的补足和加强。

从公司、管理与运营的层面而言，公司已经进入了非常明确的拐点期。业务和行业层面来看，目前兆驰的两大核心主业中，LED 从芯片、封装模组的全产业链规模化的成长期已经开启，但是占比最大的电视机 ODM 业务确实受制于诸如行业需求放缓、面板价格极端下跌等不良因素，导致出现一定程度下滑。这种负面影响更多的是源于行业的周期性，相信在面板价格极端下行趋缓，需求出现回升后，会得到明确的改善，而那也将是兆驰重新展现成长弹性的重要时点。

预估公司 2022-2024 年净利润分别为 11.33 亿、15.28 亿、21.03 亿，对应当前估值分别为 13.67、10.13、7.36 倍，公司当下市净率已经跌到 1.2 倍左右，显然已经相对有安全边际，看好公司中长期的复苏与成长空间，给予公司增持评级。

4、风险提示

- 1) LED 行业受制于经济波动，下游房地产、消费电子等行业的需求成长趋缓，导致成长不及预期；
- 2) 面板价格继续非理性下跌；
- 3) 全球电视需求受疫情、通膨、经济低迷等影响持续萎靡。

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3,650	2,333	618	1,019	1,111	营业收入	20,186	22,538	15,445	20,311	27,765
应收和预付款项	7,943	9,275	7,216	7,813	9,848	营业成本	17,110	18,971	13,045	17,065	23,308
存货	2,376	2,504	2,602	3,105	3,680	营业税金及附加	93	73	70	89	106
其他流动资产	5,648	1,545	2,026	2,104	2,679	销售费用	343	347	259	343	464
流动资产合计	19,617	15,657	12,462	14,041	17,318	管理费用	702	791	710	853	1,138
长期股权投资	2	2	45	73	106	财务费用	157	149	165	233	341
投资性房地产	20	19	16	13	10	资产减值损失	-230	-235	-153	-112	-106
固定资产	4,489	5,218	5,809	6,296	6,839	投资收益	27	50	43	28	33
在建工程	880	1,195	1,256	1,466	1,569	公允价值变动	36	13	16	18	19
无形资产	1,332	1,143	1,053	962	872	营业利润	1,901	560	1,382	1,855	2,549
长期待摊费用	11	19	15	6	7	其他非经营损益	-5	-13	-11	-12	-19
其他非流动资产	202	2,340	2,659	2,896	3,056	利润总额	1,895	547	1,371	1,843	2,530
资产总计	26,553	25,592	23,315	25,754	29,777	所得税	131	143	197	270	372
短期借款	5,122	3,428	702	0	607	净利润	1,764	404	1,174	1,573	2,158
应付和预收款项	6,652	5,151	3,997	5,308	6,265	少数股东损益	1	71	42	45	55
长期借款	0	518	518	518	518	归母股东净利润	1,763	333	1,133	1,528	2,103
其他负债	3,031	3,537	3,965	4,222	4,523	预测指标					
负债合计	14,805	12,633	9,182	10,048	11,913		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
股本	4,527	4,527	4,527	4,527	4,527	毛利率	15.24%	15.83%	15.54%	15.98%	16.05%
资本公积	19	803	803	803	803	销售净利率	8.74%	1.79%	7.60%	7.75%	7.77%
留存收益	6,850	7,158	8,291	9,819	11,922	销售收入增长率	51.75%	11.65%	-31.47%	31.50%	36.70%
归母公司股东权益	11,396	12,488	13,621	15,149	17,252	EBIT 增长率	90.98%	-66.03%	120.09%	26.75%	36.28%
少数股东权益	351	471	513	558	613	净利润增长率	51.95%	-77.10%	190.68%	33.96%	37.21%
股东权益合计	11,748	12,959	14,133	15,706	17,865	ROE	0.15	0.03	0.08	0.1	0.12
负债和股东权益	26,553	25,592	23,315	25,754	29,777	ROA	0.07	0.03	0.06	0.07	0.09
现金流量表(百万)						ROIC	0.18	0.04	0.09	0.1	0.14
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	EPS (X)	0.39	0.07	0.25	0.34	0.46
经营性现金流	67	2,126	1,882	2,720	1,135	PE (X)	8.78	46.49	13.67	10.13	7.36
投资性现金流	-1,735	-2,403	-765	-1,587	-1,628	PB (X)	1.36	1.24	1.14	1.02	0.9
融资性现金流	1,243	-1,337	-2,832	-732	585	PS (X)	0.77	0.69	1	0.76	0.56
现金增加额	-483	-1,630	-1,715	401	92	EV/EBITDA (X)	7.81	14.47	7.28	5.65	4.64

资料来源: WIND, 太平洋证券

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
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@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

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

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。