

兆驰股份 (002429. SZ)

全球电视 ODM 龙头，打通 LED 全产业链

买入

核心观点

全球电视 ODM 代工龙头，LED 产业链营收占比逐年上升。公司主营业务方向为液晶电视、机顶盒、LED 元器件及组件、网络通讯终端和互联网文娱等产品的设计、研发、生产和销售，目前拥有两个自主品牌：风行互联网电视和兆驰照明。公司 2022 年营收 150.28 亿元，同比下降 33.32%，其中视听及通信类电子产品营收 112.47 亿元，占总营收 74.84%，LED 系列营收 37.81 亿元，占总营收 25.16%，LED 产业链营收占比逐年增长。1Q23 公司营收 36.95 亿元，同比下降 1.02%；归母净利润 3.83 亿元，同比增长 10.82%。

发力 Mini/Micro LED 显示，目标成为全球最大的 COB 面板厂。LED 产业链包括上游芯片、中游封装及下游应用，公司实现了从“蓝宝石平片→图案化基板（PSS）→LED 外延片→LED 芯片→LED 封装→LED 背光/照明/显示应用”的全工序全产业链布局。2022 年公司各环节合力布局 Mini/Micro LED 垂直产业链，逐步实现 Micro LED 的产业链各环节技术突破及商业化应用开拓。1Q23 子公司兆驰光显 COB 显示模组产线扩充至 1600 条，未来公司计划将 COB 显示模组产线扩充至 5000 条以上，用 COB 覆盖小间距市场。

兆驰半导体盈利稳定，未来将实现化合物产业链的应用领域全覆盖。公司的 LED 芯片厂是全球最大的 LED 芯片单一主体厂房，满产后公司 LED 芯片月产能可达 110 万片 4 寸片。兆驰半导体 2022 年实现收入 16.43 亿元，净利润 3.13 亿元，是全行业唯一一家全年满产满销及扣非后较大幅度盈利的芯片厂。未来公司将逐步实现 Micro LED、第三代化合物半导体领域的布局，公司积极布局 VCSEL、光模块及光通信器件、射频器件、电力电子器件等。

智慧显示与智慧家庭组网是收入利润的基本盘。2022 年公司 ODM 业务出货量为 850 万台，出货量居行业前列。兆驰数码科技一直专注于研发，生产和销售各种制式的数字机顶盒，网络通信终端，以及复合型的网关三大门类产品。2022 年兆驰数码科技的净利润同比上升 75.19% 至 1.29 亿元。智慧显示与智慧家庭组网占公司营业收入的 70% 以上，为公司业绩提供稳定支撑。未来公司将以网络通信终端为基础，搭建智能家居和智能穿戴健康两大应用终端的多品类拓展。同时，通过产业整合，逐步实现 AI+IoT 的转型。

盈利预测与估值：我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 16.57/20.22/25.33 亿元，参考可比公司 PE 估值，给予公司 2023 年 18.0-19.0 倍 PE，对应股价 6.59-6.96 元，维持“买入”评级。

风险提示：需求不及预期；市场竞争加剧；产能释放不及预期。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	22,538	15,028	20,085	23,948	27,513
(+/-%)	11.7%	-33.3%	33.6%	19.2%	14.9%
净利润(百万元)	333	1146	1657	2022	2533
(+/-%)	-81.1%	244.1%	44.6%	22.0%	25.3%
每股收益(元)	0.07	0.25	0.37	0.45	0.56
EBIT Margin	10.5%	8.9%	9.1%	9.9%	10.9%
净资产收益率(ROE)	2.7%	8.4%	11.2%	12.6%	14.1%
市盈率(PE)	74.8	21.7	15.0	12.3	9.8
EV/EBITDA	13.0	18.5	16.5	12.8	10.9
市净率(PB)	1.99	1.83	1.68	1.55	1.39

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

电子·光学光电子

证券分析师：胡剑
021-60893306
hujian1@guosen.com.cn
S0980521080001

证券分析师：胡慧
021-60871321
huhui2@guosen.com.cn
S0980521080002

证券分析师：周靖翔
021-60375402
zhoujingxiang@guosen.com.cn
S0980522100001

证券分析师：叶子
0755-81982153
yezi3@guosen.com.cn
S0980522100003

联系人：詹浏洋
010-88005307
zhanliuyang@guosen.com.cn

联系人：李书颖
0755-81982362
lishuying@guosen.com.cn

联系人：连欣然
010-88005482
lianxinran@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	6.59 - 6.96 元
收盘价	5.06 元
总市值/流通市值	22906/22893 百万元
52 周最高价/最低价	5.84/3.21 元
近 3 个月日均成交额	151.74 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

打通 LED 全产业链，LED 产品营收逐年增加	5
电视 ODM 龙头企业，2017 年布局 LED 产业链	5
深圳市资本运营集团有限公司是公司的实际控制人	6
2022 年归母净利润同比增长 244% 至 11.46 亿元	7
LED 产业链全工序布局，Mini/Micro LED 是未来增长点	9
LED 显示市场平稳增长，Mini/Micro LED 显示加速渗透	9
COB 封装优势明显，在微小间距市场占比有望提升	10
LED 产业链垂直一体化，销量 2018-2022 年 CAGR 136%	11
构建 Mini/Micro LED 垂直产业链，目标成为 COB 显示面板专家	15
智慧显示与智慧家庭组网是收入利润的基本盘	17
电视 ODM 业务保持行业第一梯队	17
2015 年实现“实业+互联网”的跨界战略转型	18
搭建智能终端产业集群，实现 AI+IoT 转型	18
盈利预测	20
假设前提	20
未来 3 年业绩预测	21
盈利预测的情景分析	21
估值与投资建议	23
估值分析	23
投资建议	24
风险提示	25
附表：财务预测与估值	27

图表目录

图1: 公司历史发展	5
图2: 公司主营业务	5
图3: 公司全国布局	6
图4: 公司股权结构（截止日期：2023年3月31日）	6
图5: 公司营业收入（亿元）	7
图6: 公司归母净利润（亿元）	7
图7: 公司分产品收入占比	7
图8: 公司主营产品与业务毛利率	7
图9: 公司分地区收入占比	8
图10: 公司分地区毛利率	8
图11: 公司净利率及毛利率	8
图12: 公司主要费率	8
图13: LED 行业产业链示意图	9
图14: 全球 LED 显示屏市场规模	9
图15: 全球小间距显示屏市场规模	9
图16: 传统 LCD、OLED、Mini LED 背光显示产品对比	10
图17: LED 主要封装工艺流程概述图	10
图18: 公司 LED 产业链全工序布局	11
图19: 公司 LED 产业链垂直一体化布局	12
图20: LED 产业链销售量（亿个）	12
图21: LED 产业链生产量（亿个）	12
图22: 南昌—LED 全产业链研发生产基地	13
图23: 兆驰半导体营业收入（亿元）及净利润（亿元）	13
图24: 兆驰半导体布局	13
图25: 公司 LED 照明封装	14
图26: 兆驰光元 MPOB 方案	14
图27: 65 寸 Mini LED 灯板成本结构	14
图28: 兆驰晶显 COB 显示	15
图29: 2022–2026 年 Mini LED 产品出货量（COB+POB）	15
图30: 2021–2026 年 Mini/Micro LED 芯片产值预估	15
图31: 三星 Micro LED 电视	16
图32: 公司 Mini/Micro LED 产业链	16
图33: 全球电视 ODM 工厂出货量（百万台）	17
图34: 公司电视产品	17
图35: 2022 年全球专业电视 ODM 工厂出货排名（百万台）	17
图36: 公司互联网文娱	18
图37: 公司机顶盒产品	18

图38: 公司网通类产品	18
图39: 兆驰数码科技营业收入（亿元）	19
图40: 兆驰数码科技净利润（亿元）	19

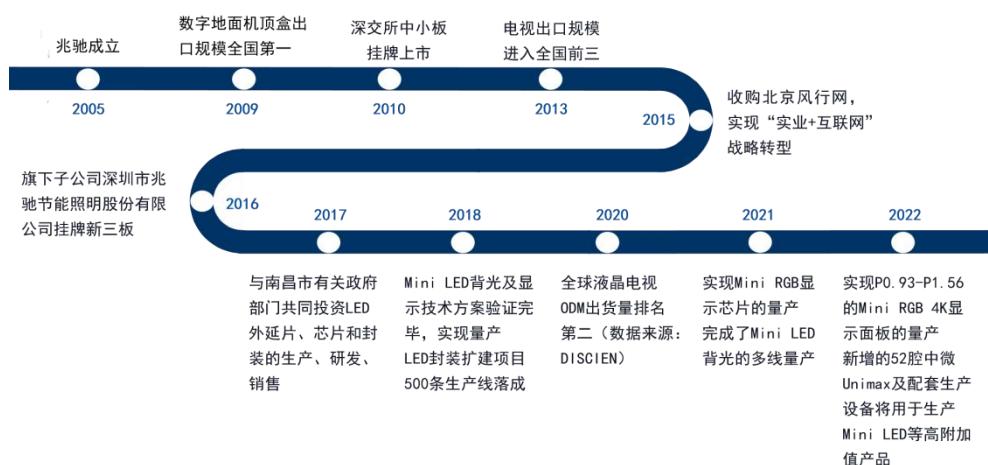
表1: SMD\IMD\COB 封装对比	11
表2: 公司营业收入及毛利率预测	20
表3: 公司未来 3 年盈利预测表（单位：亿元）	21
表4: 情景分析（乐观、中性、悲观）	22
表5: 可比公司估值比较（股价为 2023 年 8 月 17 日数据）	23

打通 LED 全产业链，LED 产品营收逐年增加

电视 ODM 龙头企业，2017 年布局 LED 产业链

公司主要从事电视 ODM、网络通信终端等业务，近两年来打通 LED 产业链。深圳市兆驰股份有限公司于 2005 年 4 月成立，2010 年 6 月在深圳证券交易所中小企业板上市，总部位于深圳市龙岗区，主营业务方向为液晶电视、机顶盒、LED 元器件及组件、网络通讯终端和互联网文娱等产品的设计、研发、生产和销售。2015 年，兆驰股份从企业业务迈向消费者业务，从实业迈向互联网，大力发展战略旗下两个自主品牌：风行互联网电视和兆驰照明。2017 年，兆驰股份积极进军 LED 芯片行业，布局 LED 外延片和芯片。随着兆驰南昌 LED 芯片产业园的顺利达产，兆驰股份将掌握核心技术并打通 LED 全产业链各个环节。

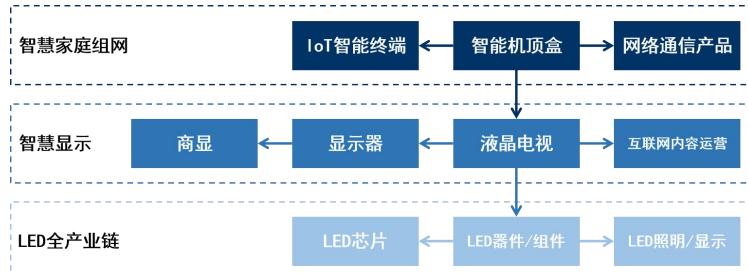
图1：公司历史发展



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

公司主营业务包括智慧显示、智慧家庭组网及 LED 全产业链。智慧显示与智慧家庭组网作为稳定公司收入利润的基本盘，持续做强做大。公司持续深化 LED 全产业链的战略布局，一方面全方位发挥 LED 垂直一体化的优势，完整搭建 Mini LED 背光及 Mini/Micro LED 显示两大垂直产业链；另一方面，确保每一个产业链环节具有充分的市场竞争优势，聚焦龙头。公司将继续优化业务结构，充分发挥垂直一体化产业链战略布局优势，打造科技型集团化公司。

图2：公司主营业务



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

兆驰集团总部位于深圳市，2017年投资建设南昌LED全产业链研发生产基地。兆驰创新产业园位于深圳市龙岗区，是兆驰集团总部，占地面积14.8万平方米，总建筑面积约70万平米。兆驰创新产业园是集互联网电视、机顶盒、光猫、LED部件等产品自主研发、设计、生产到销售的基地。2017年公司于南昌高新区成立江西兆驰半导体有限公司，注册资本为人民币31亿元，投资建设LED外延片及芯片项目。园区总用地面积约16.12万平方米，总建筑面积约31.14万平方米，包括外延芯片厂房、气站、化学品仓储、动力站及员工宿舍等，具有单一主体厂房最大外延及芯片产能。

图3: 公司全国布局

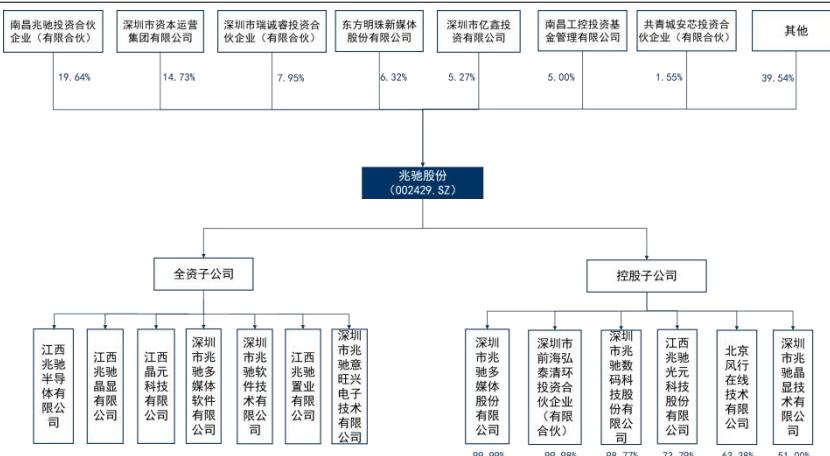


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

深圳市资本运营集团有限公司是公司的实际控制人

公司的实际控制人是深圳市资本运营集团有限公司，持有公司近20%的股份。截至1Q23公司共有七个全资子公司，六个控股子公司，全资子公司江西兆驰半导体有限公司主营业务为LED外延片和芯片的研发、生产。公司的实际控制人在2022年7月25日由顾伟变更为深圳市资本运营集团有限公司，截至2023年3月31日深圳市资本运营集团有限公司持有公司14.73%的股份，通过深圳市亿鑫投资有限公司持有公司5.27%的股份，合计持股比例接近20%。

图4: 公司股权结构（截止日期：2023年3月31日）

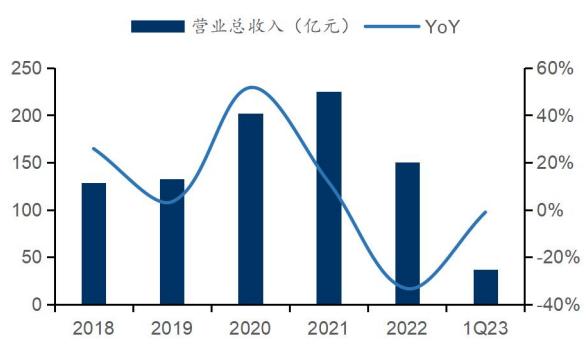


资料来源：公司公告，企查查，国信证券经济研究所整理

2022 年归母净利润同比增长 244%至 11.46 亿元

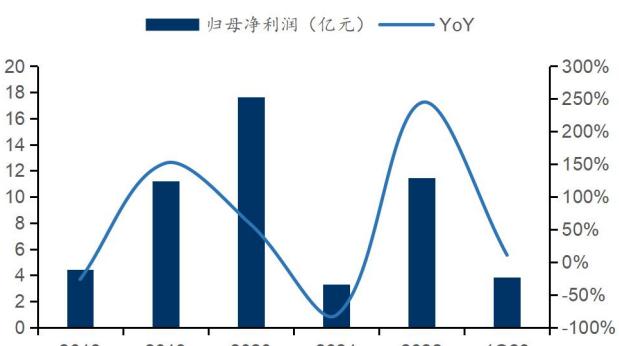
2016–2021 年公司营收呈上升趋势，2022 年营收下降。受到电视及 LED 行业景气度下滑影响，公司 2022 年营收 150.28 亿元，同比下降 33.32%；归母净利润在 2018–2020 年逐年增长，由于 2021 年对恒大集团及其成员企业应收债权计提了资产减值准备 18.93 亿元，2021 年归母净利润下降至 3.33 亿元。2022 年归母净利润 11.46 亿元，同比增长 244.13%。1Q23 公司营收 36.95 亿元，同比减少 1.02%；归母净利润 3.83 亿元，同比增长 10.82%。

图5: 公司营业收入（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6: 公司归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

视听及通信类电子产品营收占比超 70%，LED 系列营收占比逐年增长。视听及通信类电子产品在公司营收占比最大，2022 年占比为 74.84%。LED 系列营收占比逐年增长，2022 年达到 25.16%。公司视听及通信类电子产品毛利率在 2018–2022 年稳定在 12% 左右。LED 系列毛利率在 2020 年下跌至 5.77%，在 2021–2022 年稳定在 20% 左右。

图7: 公司分产品收入占比



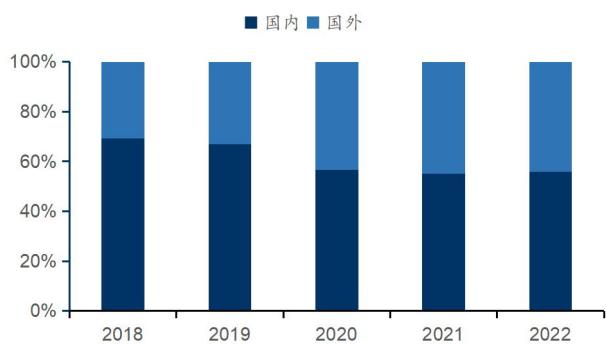
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8: 公司主营产品与业务毛利率

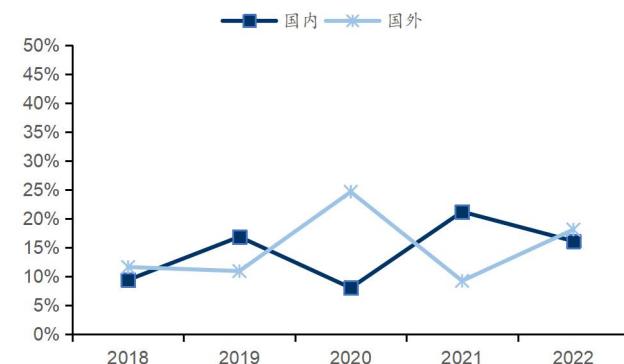


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公司在国外的营收占比逐年增长。分地区看，公司 2018–2022 年在国内的营收占总体营收均在 55% 以上，2022 年国内营收占总营收 55.8%。从毛利率看，2018–2022 年国内、国外地区的毛利率均有较大波动。2022 年国内毛利率 16.12%，国外毛利率 18.12%。

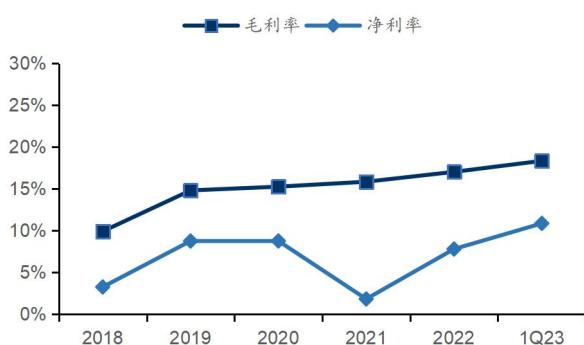
图9: 公司分地区收入占比


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

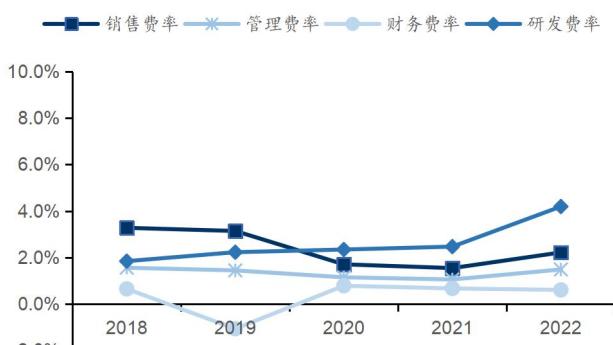
图10: 公司分地区毛利率


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

公司毛利率在 2018–2022 年稳中有升，净利率在 2021 年有所下跌。通过持续优化产品结构和客户结构，不断提升智能制造水平，公司主营业务盈利能力持续增强，毛利率保持增长趋势，由 2018 年的 9.88% 增长至 2022 年的 17.01%，在 1Q23 进一步增长至 18.33%。净利率在 2021 年下滑至 1.79%，在 2022 年上升至 7.77%。公司主要费率在 2020–2022 年保持稳定，研发费率呈上升趋势，财务费率主要受汇率波动影响轻微下滑。

图11: 公司净利率及毛利率


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 公司主要费率


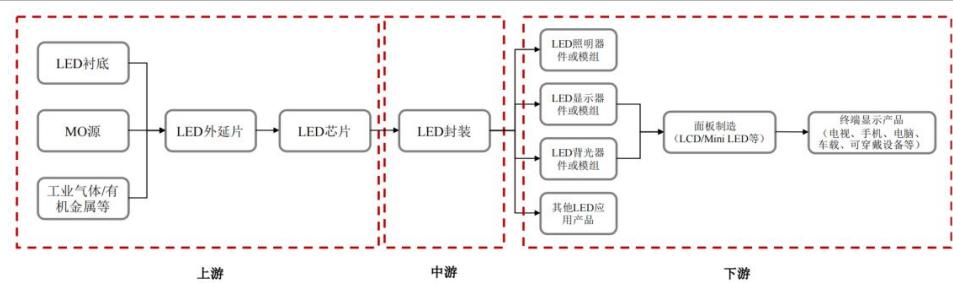
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

LED 产业链全工序布局，Mini/Micro LED 是未来增长点

LED 显示市场平稳增长，Mini/Micro LED 显示加速渗透

LED 产业链包含上游（衬底、外延、芯片）、中游（封装、模组）、下游（应用、系统）等环节。LED 产业链包括上游衬底制作、外延生长、芯片制造，中游封装和下游应用。LED 衬底是外延层生长的基板，起固定和支撑作用，蓝宝石是应用最广泛的衬底材料。中游封装是指将外引线连接至 LED 芯片电极，进而形成 LED 器件，主要作用是保护芯片与提高光提取效率。下游应用可以划分为通用照明、背光应用、显示器应用、信号及指示、汽车照明、景观照明等领域。LED 上游行业需要大规模的资金投入及长期的技术积累，是资本和技术密集型行业，在整个产业链中处于最关键的位置。

图13: LED 行业产业链示意图



资料来源：华灿光电公告，国信证券经济研究所整理

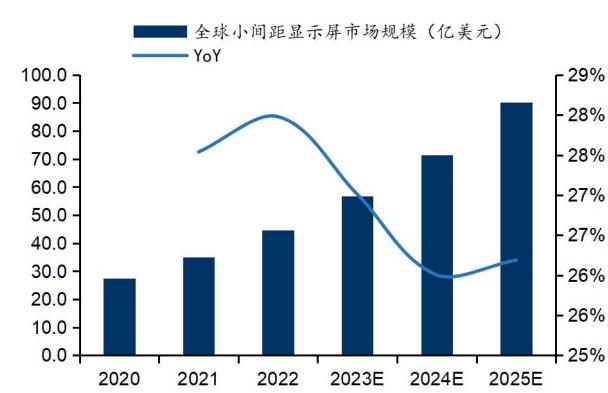
小间距显示屏渗透率稳定提升，微间距显示屏 2021–2026 年 CAGR 36%。根据 TrendForce 的数据，全球 LED 显示屏的市场规模在 2021–2026 年将由 67.9 亿美元增长至 129.6 亿美元，CAGR 14%。全球技术的创新推动小间距、微间距显示屏渗透率持续提升，根据 TrendForce 的数据，2021–2026 年小间距显示屏市场 CAGR 19%，2021–2026 年微间距显示屏市场 CAGR 36%。

图14: 全球 LED 显示屏市场规模



资料来源：TrendForce，国信证券经济研究所整理

图15: 全球小间距显示屏市场规模



资料来源：TrendForce，国信证券经济研究所整理

COB 封装优势明显，在微小间距市场占比有望提升

Mini LED 背光具备独特优势，是 LCD 显示技术路径的重要创新方向。相比传统 LCD，Mini LED 产品具有超高亮度、使用寿命长、高对比度、HDR 宽动态显示范围、节能等诸多优点；相比 OLED，高端 Mini LED 显示画面媲美 OLED，且没有 OLED 寿命、残影等隐患，并且具有成本低、应用广的特点。

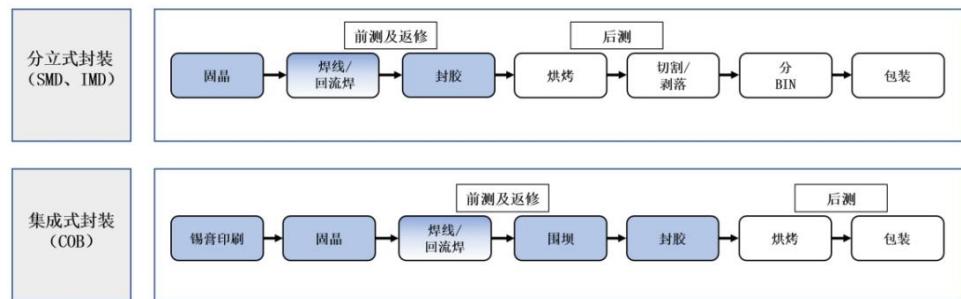
图16: 传统 LCD、OLED、Mini LED 背光显示产品对比

技术指标		TFT-LCD&LED Backlit	OLED	MINI LED
成品	厚度	厚	中	中
	重量	重	中	中
技术成熟度		★★★★★	★★★★	★★★★
画质	分辨率	★★★	★★★	★★★
	色域	★★	★★★★	★★★★
	对比度	★★	★★★	★★★
最大亮度		★★★	★★	★★★
成本		★	★★★	★★

资料来源：Mini/Micro LED 显示产业分会，国信证券经济研究所整理

从技术路线上来看，Mini LED 封装根据封装结构的集成度主要分为 SMD (Surface Mounted Devices)、COB (Chip on Board) 与 IMD (Integrated Matrix Devices) 三类，SMD 和 IMD 合称为分立式封装，COB 常被称为集成式封装。SMD 是先将单个芯片封装成灯珠，再将其组装至基板上的封装方案，单个封装结构中只包含 1 个像素；COB 方案则是将多颗 LED 裸芯片直接与基板相连，省去 LED 芯片单颗封装后贴片的工艺流程，单位面积内的芯片密度较高，具备单个封装结构中包含大量像素的特点；IMD 方案通常被视为上述两种方案的折中，其将多颗芯片（通常为 4-9 颗）封装在单个结构中，然后再组装到基板上。

图17: LED 主要封装工艺流程概述图



资料来源：凯格精机招股书，国信证券经济研究所整理

相较于其他两种技术路线，COB 有高密度、高防护、高适应性、高画质、长寿命与使用成本低等优势，也是目前大规模量产化技术中应用在 P1.0 以下市场的唯一可靠路径。但由于 COB 技术难度高，所以在良率、检测返修、制造成本等方面与 SMD 存在较大差距，也因此成本较高，一直未能在市场有大规模量产，目前 COB 仅占微小间距市场的 10%。

表1: SMD\IMD\COB 封装对比

比较项	SMD (Surface Mounted Devices)	IMD (Integrated Matrix Devices)	COB (Chip on Board)
综述	传统封装	采用集成封装的思路, SMT 贴片效率有一定提升	综合成本较低, 表面防护性强, 由于工艺、材料及直通率限制, 量产产品无法往更小 pitch 应用
未来趋势	未来更加注重高性价比市场	持续迭代升级	未来技术产品方向是提升制程良率和画面一致性
工艺特点	将裸芯片固定在支架上, 通过金线/铜线将二者进行电气连接, 最后用环氧树脂进行保护, 在通过打件机做成显示模组	采用半导体集成封装的思路, 将 LED 芯片固晶打线至封装基板, 进行封装切割, 形成 N in1 LED 灯珠	将 LED 芯片封装在 PCB 板上, 表面使用树脂材料封装, 并实现发光显示
芯片类型	正装芯片	正装芯片	正装/倒装/混装芯片/像素共享
芯片尺寸	100~300um	100~300um	90~200um
可靠性	因焊线引起的失效及由于水汽、卤素、逆偏电压过高造成的离子迁移, 产生死灯及毛毛虫现象	因焊线引起的失效及由于水汽、卤素、逆偏电压过高造成的离子迁移, 产生死灯及毛毛虫现象	采用倒装芯片, 无导线, 芯片的阴极和阳极直接和基板相连接避免离子迁移, 杜绝毛毛虫现象, 提高了稳定性
可视角度	水平 160° / 垂直 140° 正装焊线封装体, 焊线遮挡出光面, 视角受影响	水平 160° / 垂直 140° 正装焊线封装体, 焊线遮挡出光面, 视角受影响	面光源发光, 可视角度水平 160° / 垂直 150°
可维修性	可支持现场单点维修	8pin 脚设计, 可支持现场单点维修	无法现场维修, 需要返厂
墨色一致性	支持 SMT 混灯, 实现整屏墨色均匀	支持 SMT 混灯, 实现整屏的墨色均匀, 模块间无光学差异	COB 容易出现马赛克现象, 模块间墨色不均
颜色均匀度	成熟的混灯技术, 颜色均匀性及一致性很好	4in1 继承了 SMD 成熟的混灯技术, 颜色均匀性及一致性很好	无法混 bin, 模块间均匀度及一致性较差
光效	出光面含金属 PAD 和无金线, 影响出光质量	出光面含金属 PAD 和无金线, 影响出光质量	采用了倒装芯片无焊线遮挡, 提高了出光质量和光效
对比度	封装金道面积占比>40%, 影响黑区占比, 对比度低	封装金道面积占比>40%, 影响黑区占比, 对比度低	采用倒装芯片, 对比度高
支持间距	>1.2mm	>0.9mm	>0.9mm

资料来源：利亚德年报，国信证券经济研究所整理

LED 产业链垂直一体化，销量 2018-2022 年 CAGR 136%

公司在 LED 产业领域实现全方位深度布局，包括上游芯片、中游封装、下游照明及显示应用。公司在 LED 产业链实现了“蓝宝石平片→图案化基板（PSS）→LED 外延片→LED 芯片→LED 封装→LED 背光/照明/显示应用”全工序全产业链布局。公司发挥产业链垂直一体化优势，增强产业链各环节在周期低位的韧性及景气度回暖之后更大的弹性，同时产业链各环节充分参与市场竞争，确保各环节拥有充分的市场竞争优势。

图18: 公司 LED 产业链全工序布局



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司 LED 全产业链布局 Mini/Micro LED。在 LED 芯片环节，兆驰半导体是全球最大的 LED 半导体企业之一，拥有 Mini RGB 及 Mini LED 氮化镓/RGB 芯片；在 LED 封装环节，兆驰光元是全球 TOP 5 的 LED 封测企业，在 Mini LED 背光方面提供 Mini COB/POB/MIP 封装、器件及组件；在 LED 显示环节，兆驰晶显是全球最大的 COB 面板企业，在 Mini/Micro LED 显示方面布局 Mini COB 显示面板。

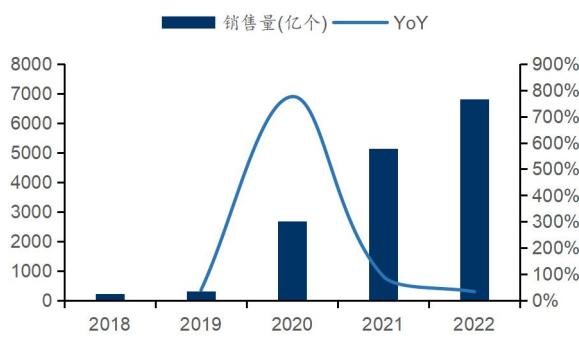
图19: 公司 LED 产业链垂直一体化布局



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

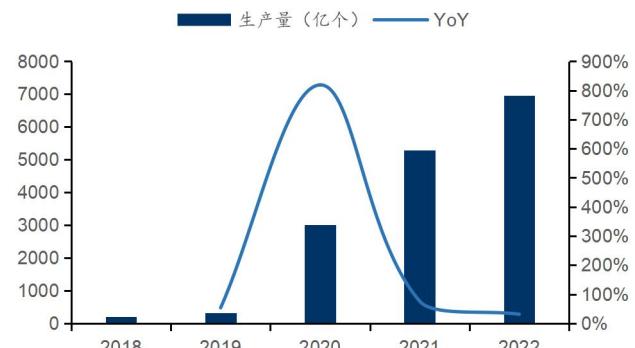
公司 LED 产业链销量增速快，2018–2022 年 CAGR 136%。公司的 LED 产业链销量及生产量快速增长。销量由 2018 年的 219 亿个增长至 2022 年的 6820 亿个，CAGR 136%。产量由 2018 年的 213 亿个增长至 2022 年的 6960 亿个，CAGR 139%。2022 年 LED 产品及配件的生产量和销售量同比增加较大的原因是公司 LED 产业链经营规模扩大、市场份额增加与销售订单增加所致。

图20: LED 产业链销售量（亿个）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图21: LED 产业链生产量（亿个）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

上游芯片：全资子公司兆驰半导体从事 LED 外延片和芯片的研发生产，拥有全球最大的 LED 芯片单一主体厂房。截至目前，公司主要生产设备为中微 A7、中微 Unimax、Aixtron 2800G4-TM，可用于生产氮化镓和砷化镓 LED 外延片和芯片，2022 年新增的 52 腔中微 Unimax 及配套生产设备将用于生产 Mini LED 等高附加值产品，满产后公司 LED 芯片月产能可达 110 万片 4 寸片。尽管全球 LED 终端需求疲软，2022 年公司产销比 98.5%，实现了全年满产满销的生产经营目标。即将达产的南昌兆驰工业园是大型 LED 外延片、芯片和封装的生产、研发、销售基地。

兆驰半导体盈利能力处行业领先位置，公司未来将实现化合物产业链的应用领域全覆盖。兆驰半导体 2022 年实现收入 16.43 亿元，同比增长 8.4%，净利润 3.13 亿元，同比增长 3.0%，是全行业唯一一家全年满产满销及扣非后较大幅度盈利的芯片厂。作为化合物产业链中最重要的智造商，根据长期战略规划，公司将逐步实现 Micro LED、第三代化合物半导体领域的布局，公司积极布局 VCSEL、光模块及光通信器件、射频器件、电力电子器件等，完善化合物半导体芯片的技术积累，以实现应用领域的全方位覆盖。

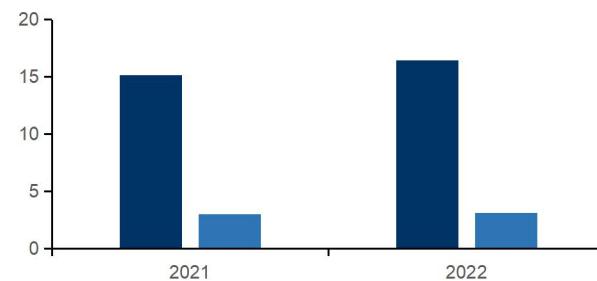
图22：南昌—LED 全产业链研发生产基地



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图23：兆驰半导体营业收入（亿元）及净利润（亿元）

■ 营业收入(亿元) ■ 净利润(亿元)

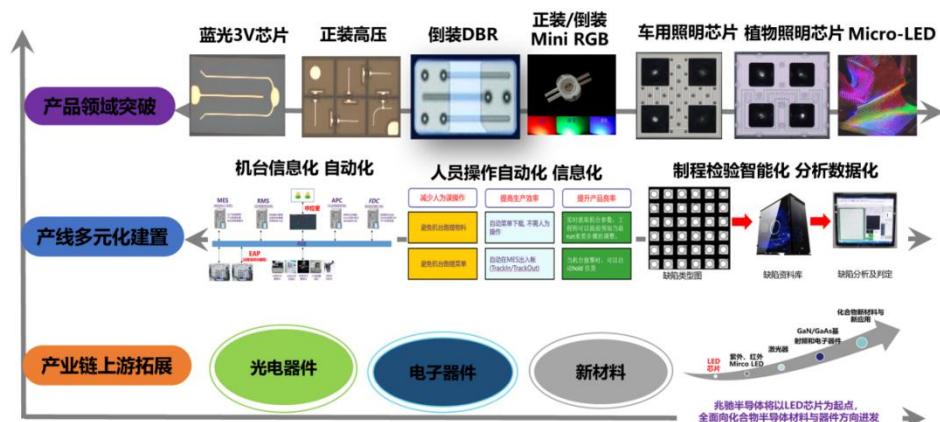


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图24：兆驰半导体布局

兆驰半导体布局

 光电平台 02429

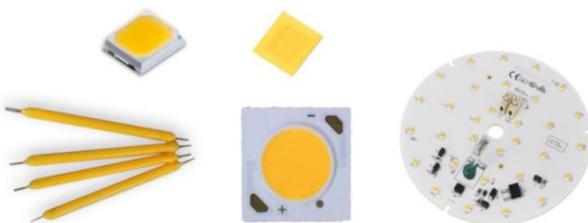


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

中游封装：公司的 LED 封装业务主要有 LED 器件及组件两类产品，根据应用场景，产品定位于照明、背光和显示三大主流应用领域。LED 背光已成为三星 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。2022 年兆驰光元实现收入 25.47 亿元，净利润 0.86 亿元。

照明封装专注于中高端 LED 封装，公司依托多年行业经验的 LED 团队、完善的品控体系、行业内优秀的供应商，致力于为客户提供高品质高性价比的 LED 封装器件产品解决方案。产品品类包括 SMD、COB、CSP、模组、灯丝。应用产品包括 LED 球泡灯、筒灯、吸顶灯、灯管、面板灯、导轨灯、LED 灯丝泡等中高端室内照明产品。

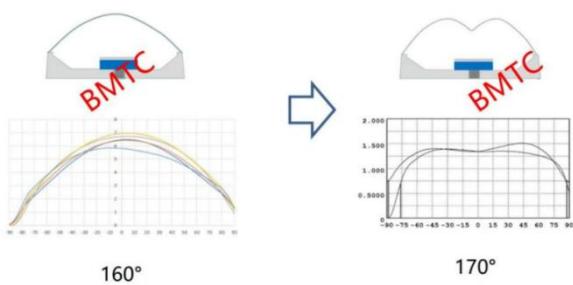
图25: 公司 LED 照明封装



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

公司的控股子公司兆驰光元在 Mini LED 背光产品中使用 POB 和 COB 两种方案，近期推出的 MPOB 方案可实现降本近 20%。根据行家说 Research 的数据，对 65 寸 Mini LED 灯板成本进行拆分，PCB 基板占比最大，达到 38%，其次是驱动 IC 占比 30%，Mini LED 占比 23%。从工艺上看，兆驰光元新推出的 MPOB 在传统 POB 方案上采用 moding 封装方案，将 POB 发光角度由 156 度提升至 165 度，在同等 OD 下，减少 50% 的 LED 使用量，采用 MPOB 方案，产品整体成本下降近 20%。目前，该方案已在创维、海信等一线品牌大厂中完成测试。

图26: 兆驰光元 MPOB 方案



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图27: 65 寸 Mini LED 灯板成本结构



资料来源：行家说 Research, 国信证券经济研究所整理

下游照明及显示应用：基于上游芯片、中游封装产业链整合，公司 LED 应用板块已经拥有成品照明灯具、电视背光及 COB 显示三大应用业务。公司的全资子公司兆驰晶显采用倒装芯片，配合 COB 集成封装工艺，为客户提供 COB 面板。2022 年公司已有 600 条 COB 封装生产线，已实现 P0.65-P1.87 的 Mini RGB 4K 显示面板的量产。随着兆驰 LED COB 显示产业园的顺利达产，公司将成为国内极少数具备全产业链能力的 LED 企业。

图28: 兆驰晶显 COB 显示

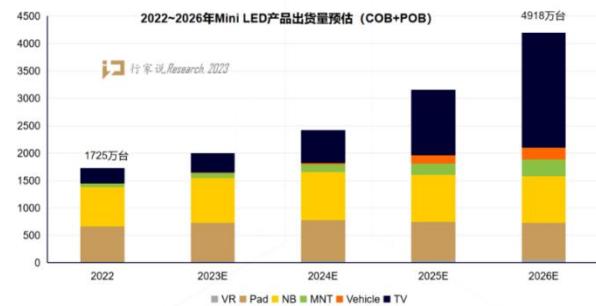


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

构建 Mini/Micro LED 垂直产业链，目标成为 COB 显示面板专家

Mini LED 商业化提速，带动 LED 产业进入新一轮景气周期。随着生产各环节成本的下降和背光方案的优化，根据行家说 Research 的数据，2023 年 Mini LED 产品出货量预计达到近 2000 万台，2022–2026 年 Mini LED 产品出货量将由 1725 万台增长至 4918 万台，CAGR 30%。Mini/Micro LED 芯片产值在 2021–2026 年由 3.9 亿美元增长至 9.8 亿美元，CAGR 20%。

图29: 2022–2026 年 Mini LED 产品出货量 (COB+POB)



资料来源：行家说 Research，国信证券经济研究所整理

图30: 2021–2026 年 Mini/Micro LED 芯片产值预估



资料来源：行家说 Research，国信证券经济研究所整理

三星推出 Micro LED 电视，大尺寸显示应用从 Mini LED 向 Micro LED 演变。2023 年三星推出 Micro LED 电视，采用 RGB 无机自发光 LED，实现家庭屏幕技术创新。其像素可独立控制，针对同一色彩展现不同深浅的微表现力，搭配 AI 处理器进行智能控光，可以对每一束自发光源进行调节。

图31：三星 Micro LED 电视



资料来源：三星官网，国信证券经济研究所整理

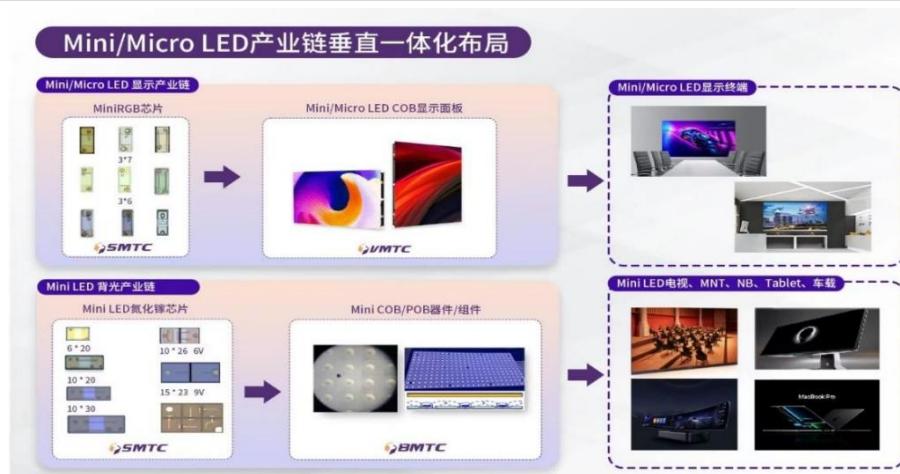
公司各环节合力布局 Mini /Micro LED 垂直产业链，提升 Mini LED 的市场份额，推动公司逐步实现 Micro LED 的产业链各环节技术突破及商业化应用的开拓。

上游芯片：兆驰半导体推出 Mini RGB 及 Mini LED 氮化镓/RGB 芯片。

中游封装： 2022 年公司拥有 5 条 Mini COB 线体。

下游应用：2022 上半年公司 COB 显示模组产线数量为 100 条，同年 11 月产线扩充至 600 条；2023 年一季度产线进一步扩充至 1600 条。公司计划未来将产线扩充至 5000 条以上，用 COB 覆盖小间距市场，成为全球最大的 COB 面板 ODM 专家。在 Mini/Micro LED 推进上，公司将分三步渗透：首先完成 P1.0-P2.0 正装市场的渗透；接着实现 P1.0 以下微间距显示市场的拓展；最终达成 P0.5 以下 80 英寸以上 Micro LED 高端电视的覆盖。

图32：公司 Mini/Micro LED 产业链



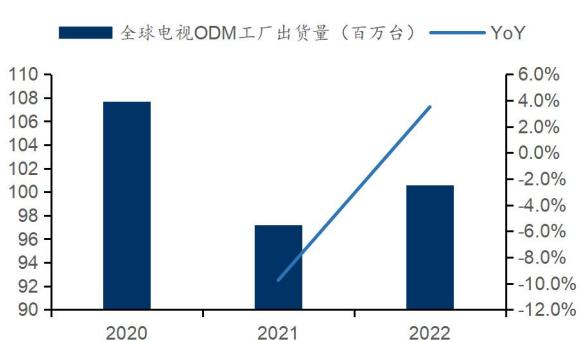
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

智慧显示与智慧家庭组网是收入利润的基本盘

电视 ODM 业务保持行业第一梯队

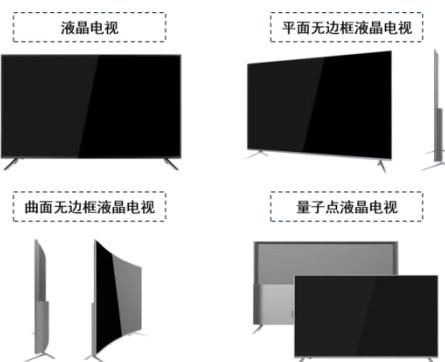
智慧显示是公司的核心业务板块，2022 年全球电视 ODM 工厂出货量同比增长 3.4%。公司产品涵盖各主流尺寸的液晶电视、电脑显示器、Mini LED 显示屏等，逐步构建智慧显示行业产业集群。根据洛图科技（RUNTO）发布的《全球电视代工市场出货月度追踪（Global TV ODM Market Shipment Monthly Tracker）》报告：2022 年全年，全球电视代工市场整体（含长虹、创维、康佳、海信四家自有工厂）出货总量达 1.01 亿台，同比 2021 年增长 3.4%，同比 2020 年下降 6.6%。

图33: 全球电视 ODM 工厂出货量（百万台）



资料来源：洛图科技，国信证券经济研究所整理

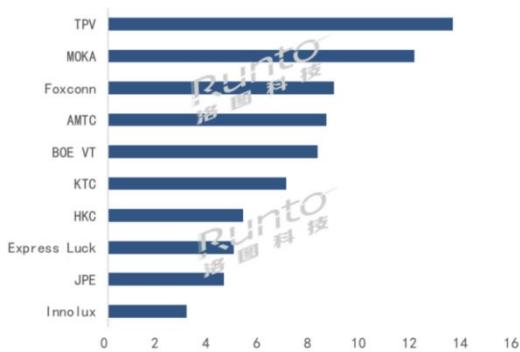
图34: 公司电视产品



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

电视 ODM 业务多年来保持行业第一梯队。根据洛图科技的数据，2022 年公司 ODM 业务出货量为 850 万台，出货量居行业前列。国内存量市场竞争激烈以及海外增量需求强劲，公司将继续重点开拓海外增量市场，以保证出货量的稳定增长。长期来看国内面板厂扩产后 LCD 面板资源充裕，保证了供应链的稳定，公司将持续开发国际 A 类品牌客户并提升 A 类品牌客户占比。公司定位智慧显示市场，布局多品类显示。依托现有的客户资源及集团产业链协同优势，陆续开拓显示器、Mini LED 显示、投影等多显示品类，为客户提供多显示产品软硬件一体化解决方案。

图35: 2022 年全球专业电视 ODM 工厂出货排名（百万台）



资料来源：洛图科技，国信证券经济研究所整理

2015 年实现“实业+互联网”的跨界战略转型

2015 年，兆驰股份完成风行网的并购，实现“实业+互联网”的跨界战略转型，打造新一代客厅娱乐中心。

风行网：基于行业领先的视频技术和十余年的内容版权积累，联合顶级传媒集团—东方明珠，通过桌面客户端、网站、移动 APP 等，为全球累积 7 亿用户提供高品质影视娱乐服务。

FUN OS：以风行电视和第三方品牌电视为载体，通过平台、内容、应用、增值和营销的闭环运营服务，为中国千万家庭带去欢乐和成长，并推动智能电视的平台经营及商业化。

美益短视频：面向移动短视频内容消费市场，全面经营内容合作建设、IP 创作、全网宣发等业务，致力于为用户提供高品质娱乐化短视频内容，并为品牌主提供短视频故事化营销服务。

图36：公司互联网文娱

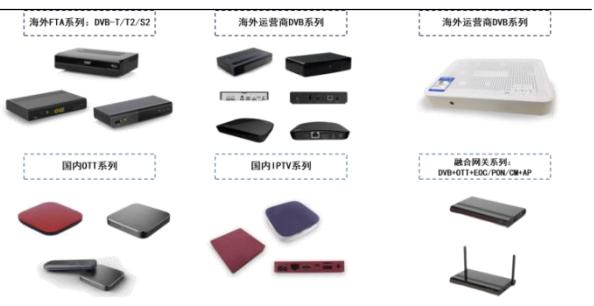


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

搭建智能终端产业集群，实现 AI+IoT 转型

兆驰数码科技一直专注于研发，生产和销售各种制式的数字机顶盒，网络通信终端，以及复合型的网关三大门类产品。公司依托多年的产品演变积累，以及带宽领域新技术的研发投入，保持产品设计的新颖化，差异化，自主研发多种 CA，定制 UI，实现网络通信和机顶盒的组合设计等。公司全面支持 ODM、OEM、JDM 的开发方式，产品方案覆盖了全球各种机顶盒方案和应用领域。受益于国内千兆宽带网络升级，数字化深入，超高清及 5G 应用的大力发展，公司网络通信终端设备在 2022 年增长强劲。公司完成了 WiFi6 路由器，XG-PON 网关产品升级，以及高清智能摄像头的开发，更大程度丰富了国内外运营商的终端产品需求。

图37：公司机顶盒产品



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图38：公司网通类产品



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

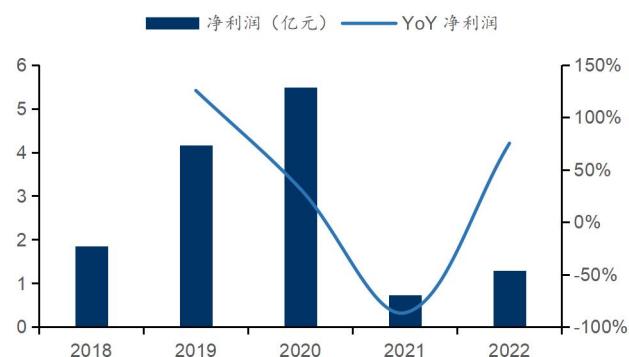
兆驰数码科技营业收入在 2022 年同比下降 18.21%至 27.55 亿元，净利润同比上升 75.19%至 1.29 亿元。兆驰数码科技的营业收入在 2018–2021 年呈逐年上升趋势，2022 年同比下降 18.21%至 27.55 亿元。兆驰数码科技的净利润在 2018–2020 年呈逐年上升趋势，2020 年达到 5.48 亿元。2021 年净利润大幅下降 86.55% 至 0.74 亿元，2022 年同比上升 75.19% 至 1.29 亿元。

图39：兆驰数码科技营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图40：兆驰数码科技净利润（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

未来公司将以网络通信终端为基础，搭建智能家居和智能穿戴健康两大应用终端的多品类拓展。同时，通过产业整合，逐步实现 AI+IoT 的转型。

在网络通信终端方面：依托通信应用领域的多年沉淀及集团产业链协同优势，产业链向上延伸，以实现从整机到核心部件的拓展，开拓更多利润增长点。

在 IoT 智能终端方面：依托多品类拓展及重要大客户的开拓，逐步搭建智能家居、智能穿戴健康两大 IoT 终端应用集群。其中智能家居将以家居智能化需求为出发点，开拓智能门锁、新型清洁电器、家庭看护摄像头等终端品类；智能穿戴健康以日常健康监测需求为方向，开发适合老年康养，行业定制的终端和平台管理终端产品。

盈利预测

假设前提

视听及通信类电子产品：2020–2022 年公司视听及通信类电子产品业务营收 159.16/175.66/112.48 亿元，同比增速分别为 44.4%/10.4%/-36.0%，对应毛利率分别为 15.1%/13.0%/15.7%。公司电视 ODM 业务多年来保持行业第一梯队，是稳定公司收入利润的基本盘；智慧家庭组网业务未来向智能家居和智能穿戴健康两大领域拓展，逐步实现 AI+IoT 转型，开拓新的利润增长点。我们预计 2023–2025 年公司视听及通信类电子产品营收同比增长 27.0%/6.0%/5.0% 至 142.84/151.42/158.99 亿元。视听及通信类电子产品业务作为公司的主营业务发展稳定，为公司业绩提供支撑，我们预计 2023–2025 年公司视听及通信类电子产品毛利率稳定在 15.1%/14.9%/15.1%。

LED 系列：2020–2022 年公司 LED 系列营业收入 36.82/45.72/37.81 亿元，对应毛利率分别为 5.8%/20.6%/20.9%。我们看好公司 LED 全产业链垂直一体化收获期表现；看好 Mini LED 商业化提速，带动 LED 产业进入新一轮景气周期，TV、车载、显示器等对 Mini LED 需求增长，未来公司 COB Mini LED 显示面板在小间距市场加速渗透，我们预计 23–25 年公司 LED 系列营收 58.01/88.07/116.15 亿元，同比增速分别为 53.4%/51.8%/31.9%。随着公司 LED 产能释放，规模效应渐显，我们预计 23–25 年公司 LED 系列毛利率稳步提升至 21.7%/22.6%/23.7%。

表2：公司营业收入及毛利率预测

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(亿元)	201.86	225.38	150.28	200.85	239.48	275.13
视听及通信类电子产品	159.16	175.66	112.48	142.84	151.42	158.99
LED 系列	36.82	45.72	37.81	58.01	88.07	116.15
其他	5.88	4.00	0.00	0.00	0.00	0.00
同比增速(%)	51.8%	11.7%	-33.3%	33.6%	19.2%	14.9%
视听及通信类电子产品	44.4%	10.4%	-36.0%	27.0%	6.0%	5.0%
LED 系列	72.0%	24.2%	-17.3%	53.4%	51.8%	31.9%
其他	318.4%	-31.9%	-100.0%			
毛利率(%)	15.2%	15.8%	17.0%	17.0%	17.7%	18.7%
视听及通信类电子产品	15.1%	13.0%	15.7%	15.1%	14.9%	15.1%
LED 系列	5.8%	20.6%	20.9%	21.7%	22.6%	23.7%
其他	79.6%	86.0%	0.0%			

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

未来 3 年业绩预测

表3: 公司未来 3 年盈利预测表（单位: 亿元）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	201.86	225.38	150.28	200.85	239.48	275.13
营业成本	171.10	189.71	124.73	166.72	197.00	223.64
销售费用	3.43	3.47	3.33	4.17	5.14	5.81
管理费用	2.31	2.36	2.22	2.77	3.02	3.55
研发费用	4.72	5.55	6.30	8.09	9.84	11.19
财务费用	1.57	1.49	0.90	2.19	2.98	3.26
营业利润	197.16	223.98	218.72	17.36	21.18	26.50
利润总额	197.46	223.18	219.63	17.27	21.06	26.39
归母净利润	17.63	3.33	11.46	16.57	20.22	25.33
EPS (元)	0.88	1.01	1.01	0.37	0.45	0.56
ROE (%)	16.80%	16.79%	15.56%	11.21%	12.58%	14.14%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

综上, 我们预计 2023–2025 年公司收入同比增长 33.65%/19.23%/14.89% 至 200.85/239.48/275.13 亿元, 对应综合毛利率为 17.0%/17.7%/18.7%。我们预计 2023–2025 年公司期间费用率为 8.57%/8.76%/8.65%, 归母净利润同比增长 44.62%/22.01%/25.28% 至 16.57/20.22/25.33 亿元。

盈利预测的情景分析

我们对盈利预测进行情景分析, 以前述假设为中性情形, 则预计公司 2023–2025 年归母净利润同比增长 44.62%/22.01%/25.28% 至 16.57/20.22/25.33 亿元。

悲观情形: 若行业及公司出现不可预知的负面变化, 假设公司营收增长率、股利分配比率较中性情形下降 2%, 营业成本占比、管理费用率、研发费用率、销售费用率、营业税及附加占比、所得税税率较中性情形上升 2%, 则预计公司 2023–2025 年归母净利润为 12.94/15.77/20.29 亿元 (YoY 12.9%/21.9%/27.4%), 较中性情形下归母净利润预测 16.57/20.22/25.33 亿元低出 21.9%/22.0%/20.7%。

乐观情形: 若行业及公司出现不可预知的正面变化, 假设公司营收增长率、股利分配比率较中性情形上升 2%, 营业成本占比、管理费用率、研发费用率、销售费用率、营业税及附加占比、所得税税率较中性情形下降 2%, 则预计公司 2023–2025 年归母净利润为 20.25/24.74/30.68 亿元 (YoY 76.7%/22.2%/24.0%), 较中性情形下归母净利润预测 16.57/20.22/25.33 亿元高出 22.2%/22.4%/21.1%。

表4: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
乐观预测					
营业收入(百万元)	22538	15028	20186	24146	27813
(+/-%)	11.7%	-33.3%	34.3%	19.6%	15.2%
毛利率	8.3%	7.3%	17.3%	18.1%	19.1%
归母净利润(百万元)	333	1146	2025	2474	3068
(+/-%)	-81.1%	244.1%	76.7%	22.2%	24.0%
摊薄EPS	0.07	0.25	0.45	0.55	0.68
中性预测					
营业收入(百万元)	22538	15028	20085	23948	27513
(+/-%)	11.7%	-33.3%	33.6%	19.2%	14.9%
毛利率	8.3%	7.3%	17.0%	17.7%	18.7%
归母净利润(百万元)	333	1146	1657	2022	2533
(+/-%)	-81.1%	244.1%	44.6%	22.0%	25.3%
摊薄EPS(元)	0.07	0.25	0.37	0.45	0.56
悲观的预测					
营业收入(百万元)	22538	15028	19984	23751	27216
(+/-%)	11.7%	-33.3%	33.0%	18.8%	14.6%
毛利率	8.3%	7.3%	16.7%	17.4%	18.3%
归母净利润(百万元)	333	1146	1294	1577	2009
(+/-%)	-81.1%	244.1%	12.9%	21.9%	27.4%
摊薄EPS	0.07	0.25	0.29	0.35	0.44
总股本(百万股)	4527	4527	4527	4527	4527

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

估值分析

我们选择同样从事电视 ODM 制造的康冠科技、海信视像，同样从事 LED 芯片业务的三安光电、利亚德、木林森、洲明科技作为公司的可比公司。其中：

- **康冠科技**：公司的主要业务为智能显示产品的研发、生产以及销售，主要产品包括智能交互平板、专业类显示产品、创新类显示产品、智能电视等。
- **海信视像**：公司主要从事于显示及上下游产业链产品的研究、开发、生产与销售。公司产品包括激光电视、ULED 电视、显示器等。
- **三安光电**：公司主要从事化合物半导体材料与器件的研发、生产及销售，以氮化镓、砷化镓、碳化硅、磷化铟、氮化铝、蓝宝石等化合物半导体新材料所涉及的外延片、芯片为核心主业。产品包括 LED 外延芯片、LED 应用品及集成电路芯片。
- **利亚德**：公司主营业务为智能显示产品的研发、生产及销售。公司是 LED 显示龙头企业，主要产品有小间距 LED、LED 模组、会议一体机等，2022 年发布 Micro LED 产品。
- **木林森**：公司从事的主要业务为品牌照明业务和 LED 智能制造业务两大板块，凭借品牌、产品、技术等方面的竞争优势，经过多年的快速发展，已经逐渐成为全球照明行业的引领者和中国 LED 半导体行业的领导者之一。
- **洲明科技**：公司是全球 LED 光显行业引领者，以 LED 半导体产品为基础，融合前沿技术手段为客户提供光显产品及解决方案。从产品属性分类，主要有智慧显示、智能照明和文创灯光三部分。

表5：可比公司估值比较（股价为 2023 年 8 月 17 日数据）

代码	简称	股价 (元)	EPS(元)					CAGR (22-25E)	PE(倍)				总市值 (亿元)
			2022A	2023E	2024E	2025E			2022A	2023E	2024E	2025E	
002429	兆驰股份	5.24	0.25	0.37	0.45	0.56	30.3%	20.70	14.31	11.73	9.36	0.47	237
可比公司：													
600703	三安光电	16.61	0.15	0.29	0.45	0.55	54.0%	110.73	57.37	37.23	30.34	1.06	829
300296	利亚德	6.26	0.11	0.33	0.42	0.53	68.5%	56.55	19.18	14.85	11.81	0.28	158
002745	木林森	8.76	0.13	0.46	0.68	0.87	88.1%	67.38	19.17	12.90	10.12	0.22	130
300232	洲明科技	7.70	0.06	0.55	0.70	0.88	144.5%	128.33	14.06	11.02	8.78	0.10	84
001308	康冠科技	25.08	2.96	2.01	2.39	2.72	-2.8%	8.47	12.50	10.50	9.22	-4.48	171
600060	海信视像	21.58	1.28	1.63	1.91	2.21	19.8%	16.81	13.28	11.31	9.77	0.67	282
均值		-	0.78	0.88	1.09	1.29	62.0%	64.71	22.59	16.30	13.34	-0.36	-

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测 注：可比公司盈利预测均基于 Wind 一致预期

投资建议

我们看好公司电视 ODM 业务多年来保持行业第一梯队带来稳定的收入及智慧家庭组网业务向AI+IoT转型带来的新的利润增长点;看好公司LED产业链全工序布局, Mini/Micro LED 产业链垂直一体化抢占先机, LED 产能逐步释放带来的业绩增长。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润为 16.57/20.22/25.33 亿元, 参考可比公司 Wind 一致预期下 2023 年 PE 均值 (22.59 倍), 给予公司 2023 年 18-19 倍预期 PE, 对应公司的合理估值区间为 298-315 亿元, 对应 6.59-6.96 元/股, 维持“买入”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取相对估值方法得出公司的合理估值在 6.59–6.96 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，加入了很多主观的判断：

- 1、可能由于对公司未来三年收入和利润增长估计偏乐观，导致未来三年 EPS 值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，通过 PE 估值的方式得到公司估值的合理区间，如果市场整体风险偏好发生变化、估值中枢向下调整，公司有可能面临估值下调的风险。

盈利预测的风险

在盈利预测中，我们看好公司电视 ODM 业务多年来保持行业第一梯队带来稳定的收入增长及智慧家庭组网业务向 AI+IoT 转型带来的新的利润增长点；看好公司 LED 产业链全工序布局，Mini/Micro LED 产业链垂直一体化抢占先机，LED 产能逐步释放带来的业绩增长。我们预计 2023–2025 年公司归母净利润 16.57/20.22/25.33 亿元，同比增速分别为 44.62%/22.01%/25.28%。如果这些盈利预测的假设条件不成立，我们的盈利预测存在出现偏差的风险。

经营风险

下游需求不及预期的风险：公司产品主要包括液晶电视、机顶盒、LED 元器件及组件、网络通讯终端和互联网文娱等，其中液晶电视、LED 元器件及组件对公司业绩增长有较明显的拉动，存在相关市场需求不及预期导致公司盈利不及预期的风险。

公司扩张及整合带来的管理风险：公司产业链逐步拓展和延伸，随着进一步扩大资产规模、经营规模，业务内容呈现多样化和差异化，业务水平快速提升，公司组织结构和管理体系趋于复杂化，对公司经营决策、客户开拓、人才引进、资金管理、内部控制能力等方面提出了更高的要求。在如何有效整合旗下各公司的生产、研发和市场资源，充分发挥协同效应方面存在一定的不确定性，若不能持续提高管理水平，完善公司管理制度，则存在因公司规模扩大而导致的管理风险。

市场竞争加剧的风险：在消费类电子行业，市场、技术开发、营销等方面需要面对来自国内外对手的竞争压力，且随着智能终端产品的融合与发展，未来还会有更多的品牌以不同的商业模式进入消费类电子行业，尤其是互联网电视行业，内容、软件、硬件以及运营、人才、渠道等环节的竞争将更为激烈；在 LED 产业链，伴随更多定位显示领域品牌方、面板厂、集成厂商加入，产业链整合加速，行业格局变化已现雏形，产业链竞争加剧。如果公司不能有效地制定并实施业务发展规划，日益激烈的市场竞争将会对公司经营带来不利影响。

人力资源风险：随着公司业务规模的扩大、技术更新速度加快及市场需求不断攀升，对人才的素质提出了更高的要求，优秀的技术、营销、管理等方面的专业人员是公司未来持续稳定发展、保持竞争优势的重要基础。如果公司未来不能吸引或留住优秀人才，可能面临人才短缺问题，对公司保持创新性和成长性造成不利影响。

市场风险

宏观经济波动风险。电子产品行业与宏观经济息息相关，易受到国际贸易和区域贸易波动的影响。如果公司业务覆盖范围内的国家及地区经济发生衰退或宏观环境发生变化，将直接影响该国家及地区的终端消费水平，进而影响客户端的需求，导致公司的营业收入等降低。

原材料价格波动的风险：公司直接材料成本占主营业务成本的比例较大，是产品成本的主要构成部分，原材料的价格对公司产品成本有着较大影响。公司销售体量最大的产品其主要原材料为液晶面板等，液晶面板受到供需关系的影响呈现较强的波动性，如果液晶面板等原材料的价格出现重大不利变化，则会对公司的收入和盈利能力产生不利影响。

汇率波动风险：目前公司海外销售收入占主营业务收入的比例较大，主要以美元报价和结算。汇率随着国内外政治、经济形势的变化而波动，具有较大的不确定性，存在对公司经营业绩造成不利影响的风险。

财务风险

商誉减值风险：为完善公司产业布局，进一步提高公司整体竞争力，公司先后收购了浙江飞越、风行在线等企业，形成了较大金额的商誉。2022年期末，公司对风行在线及其子公司进行了商誉减值测试，根据测试结果，公司计提了商誉减值准备。根据企业会计准则规定，上述交易形成的商誉需在每年年末时进行减值测试，如果未来宏观经济、市场环境、监管政策变化或者其他因素导致该等并购资产未来经营状况未达预期，将有可能出现商誉减值的风险，对公司当期损益将造成不利影响。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2333	4196	4546	3928	4433	营业收入	22538	15028	20085	23948	27513
应收款项	8857	6211	7917	9583	11075	营业成本	18971	12473	16672	19700	22364
存货净额	2504	2233	2475	2991	3554	营业税金及附加	73	29	66	68	74
其他流动资产	1964	2016	3685	3011	3685	销售费用	347	333	417	514	581
流动资产合计	15657	14657	18623	19513	22747	管理费用	236	222	297	322	376
固定资产	6412	7527	9135	10468	11649	研发费用	555	630	809	984	1119
无形资产及其他	521	505	485	465	445	财务费用	149	90	219	298	326
其他长期资产	3000	2917	2917	2917	2917	投资收益	50	2	2	3	3
长期股权投资	2	2	1	1	0	资产减值及公允价值变动	(221)	(298)	(161)	(223)	(295)
资产总计	25592	25608	31161	33363	37758	其他	(1476)	250	289	276	268
短期借款及交易性金融负债	5544	4345	7620	7708	8813	营业利润	560	1205	1736	2118	2650
应付款项	4643	4301	5183	5863	7068	营业外净收支	(13)	(12)	(10)	(12)	(11)
其他流动负债	588	643	769	843	1044	利润总额	547	1194	1727	2106	2639
流动负债合计	10774	9289	13573	14414	16926	所得税费用	143	27	39	47	59
长期借款及应付债券	518	1201	1201	1201	1201	少数股东损益	71	21	31	37	47
其他长期负债	1342	1225	1287	1326	1321	归属于母公司净利润	333	1146	1657	2022	2533
长期负债合计	1859	2426	2488	2527	2522	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	12633	11715	16060	16941	19448	净利润	404	1167	1688	2059	2580
少数股东权益	471	281	311	349	396	资产减值准备	2099	307	186	244	319
股东权益	12488	13613	14790	16073	17915	折旧摊销	537	633	664	900	1083
负债和股东权益总计	25592	25608	31161	33363	37758	公允价值变动损失	(13)	(25)	(25)	(21)	(24)
						财务费用	219	142	219	298	326
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	1712	2624	(2522)	(693)	(1305)
每股收益	0.07	0.25	0.37	0.45	0.56	其它	(2852)	93	(404)	(542)	(645)
每股红利	0.05	0.04	0.11	0.16	0.15	经营活动现金流	2105	4941	(195)	2245	2335
每股净资产	2.76	3.01	3.27	3.55	3.96	资本开支	(2038)	(1949)	(2251)	(2213)	(2244)
ROIC	12%	11%	13%	14%	16%	其它投资现金流	(365)	(1418)	1	0	0
ROE	3%	8%	11%	13%	14%	投资活动现金流	(2403)	(3367)	(2250)	(2212)	(2243)
毛利率	16%	17%	17%	18%	19%	权益性融资	105	7	0	0	0
EBIT Margin	10%	9%	9%	10%	11%	负债净变化	518	683	0	0	0
EBITDA Margin	13%	13%	12%	14%	15%	支付股利、利息	(213)	(188)	(480)	(738)	(692)
收入增长	12%	-33%	34%	19%	15%	其它融资现金流	(1747)	(1305)	3276	88	1105
净利润增长率	-81%	244%	45%	22%	25%	融资活动现金流	(1337)	(803)	2795	(650)	413
资产负债率	51%	47%	53%	52%	53%	现金净变动	(1650)	821	350	(618)	505
息率	0.9%	0.8%	1.9%	3.0%	2.8%	货币资金的期初余额	3073	1423	2244	2594	1976
P/E	74.8	21.7	15.0	12.3	9.8	货币资金的期末余额	1423	2244	2594	1976	2481
P/B	2.0	1.8	1.7	1.5	1.4	企业自由现金流	1950	2620	(2325)	301	468
EV/EBITDA	13.0	18.5	16.5	12.8	10.9	权益自由现金流	721	1999	736	98	1254

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032