



全球 TV 代工龙头，MiniLED 进入收获期

投资要点

- 推荐逻辑: (1) 多元业务协同发展, 历史经营稳健。**公司已经形成了智慧显示、智慧家庭组网及 LED 全产业链业务的多元化布局。2018 至今, 公司历史经营稳健。(2) **全球 TV 代工龙头, 新客放量推动收入增长。**公司电视机代工出货量基本能够占到全球代工出货量的 10% 左右。受益于今年北美电视市场复苏, 新客户订单放量等影响, 2023 年上半年公司代工出同比增长 35.7%。(3) **LED 一体化布局, Mini LED 进入收获期。**公司完成 LED 产业链一体化布局, 在需求变化叠加技术发展刺激下, MiniLED 终端应用降本迅速, 或将迎来需求爆发, 公司有望在产业上中下游全面受益。
- 多元业务协同发展, 历史经营稳健。**公司成立于 2004 年, 主要经营家电影音、液晶电视等家用产品。2011 年公司开始在 LED 产业链进行布局, 从 LED 封装业务入手, 不断往产业链上下游拓展, 2017 年公司已经实现 LED 上下游全产业链布局。目前, 公司已经形成了智慧显示、智慧家庭组网及 LED 全产业链业务的多元化布局。2018-2021 年, 公司营业收入从 128.7 亿元, 逐步增长到了 225.4 亿元, 复合增速达到了 20.5%。受到面板降价下电视机 ODM 出货均价下滑以及海外客户去库存下订单短期承压影响, 2022 年公司营业收入有所承压。随着以北美为首的海外品牌开启补库节奏, 叠加面板价格上涨, 公司收入快速回升。2023 年前三季度, 公司实现营收 126.9 亿元, 同比增长 15.8%。
- 全球 TV 代工龙头, 新客放量推动收入增长。**2023 年以来, 液晶电视面板价格环比呈现上升趋势, 全球电视机代工需求有所催化。2023 前三季度, 全球电视代工市场整体(含长虹、康佳、创维、海信四家自有工厂)出货总量 7964.8 万台, 同比增长 9.6%。公司作为国内电视机代工的龙头企业之一, 2022 年电视机代工出货量基本能够占到全球代工出货量的 10% 左右。公司在全球电视机代工出货量排名中均能够排到前五。受益于日韩推出 LCD 面板生产、北美电视需求复苏、新客户订单放量等影响, 2023 年上半年公司代工出货 532 万台, 同比大幅增长 35.7%, 排名行业第三。
- LED 产业一体化布局, Mini LED 进入收获期。**根据 CSA 数据显示, 显示应用在 LED 下游应用中占比从 2016 年的 12% 逐步提升到 2021 年的 15%。Mini LED 技术综合性表现更优, Mini LED 显示产品应用越来越广泛。根据洛图科技预测, 2025 年全球 Mini LED 市场规模将达到 15 亿美元, Mini LED 背光 TV 市场销量将达到 1800 万台。公司凭借 LED 产业链一体化布局, 充分享受行业上游芯片, 中游封装以及下游应用端的全面红利。随着公司扩产的 1100 条 COB 封装生产线逐步投产, 公司产能将大幅提升; 同时公司将推出一系列 Mini LED COB 高端电视, 推动 Mini LED 显示走进 C 端家庭场景。
- 盈利预测与投资建议:**公司 LED 产业一体化运营高效, 电视机代工优势明显, 预计未来三年归母净利润复合增速为 33.42%。参考行业平均估值, 我们认为公司多元业务之间协同效应突出, 给予多媒体视听业务 2024 年 10 倍 PE, LED 业务 2024 年 20 倍 PE, 合计对应市值 329.1 亿元, 对应目标价 7.27 元, 首次覆盖给予“买入”。
- 风险提示:**面板价格大幅波动风险; 终端市场需求不及预期风险; 人民币汇率大幅波动风险; 行业竞争加剧风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	15028.37	17753.01	21152.70	24018.83
增长率	-33.32%	18.13%	19.15%	13.55%
归属母公司净利润(百万元)	1145.95	1678.14	2191.03	2661.70
增长率	244.13%	46.44%	30.56%	21.48%
每股收益 EPS(元)	0.25	0.37	0.48	0.59
净资产收益率 ROE	8.40%	10.85%	12.41%	13.10%
PE	23	16	12	10
PB	1.90	1.67	1.46	1.27

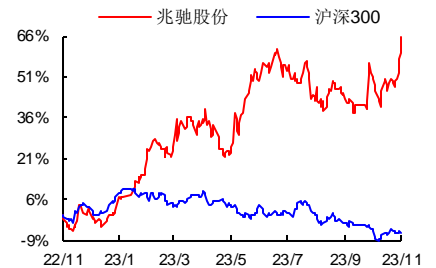
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 龚梦泓
执业证号: S1250518090001
电话: 023-63786049
邮箱: gmh@swsc.com.cn

分析师: 夏勤
执业证号: S1250522080003
电话: 023-63786049
邮箱: xiaqin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	45.27
流通 A 股(亿股)	45.24
52 周内股价区间(元)	3.41-5.91
总市值(亿元)	267.54
总资产(亿元)	285.09
每股净资产(元)	3.22

相关研究

目 录

1 公司概况：全球 TV 代工龙头，全产业链运营高效发展	1
1.1 稳健经营，多元业务协同发展.....	1
1.2 股权结构稳定，高管行业经验丰富.....	3
2 行业分析：TV 需求回暖，Mini/Micro LED 大有可为	5
2.1 全球电视机需求回暖，代工龙头优势明显.....	5
2.2 LED 显示应用占比提升，Mini/Micro LED 引领创新.....	6
3 公司分析：一体化布局高效运营，电视代工新客放量	10
3.1 LED 产业一体化布局，资源整合高效发展.....	10
3.2 多元业务协同发展，电视代工稳居行业前列.....	13
4 盈利预测与估值	14
4.1 盈利预测.....	14
4.2 相对估值.....	15
5 风险提示	16

图 目 录

图 1: 公司发展历史.....	1
图 2: 公司三大业务板块.....	1
图 3: 2008 至今公司营业收入及其增速.....	2
图 4: 2008 年至今公司归母净利润及其增速.....	2
图 5: 2008 至今公司分业务收入情况.....	2
图 6: 2008 年至今公司分业务盈利情况.....	2
图 7: 2008 至今公司分地区收入情况.....	3
图 8: 2008 年至今公司分地区盈利情况.....	3
图 9: 公司股权结构和重要子公司.....	3
图 10: 2013-2023E 全球电视机的出货量.....	5
图 11: 2013-2022 年中国电视市场平均尺寸变化.....	5
图 12: 全球电视机和公司 ODM 出货量情况.....	6
图 13: 2022 年全球专业电视 ODM 工厂出货排名.....	6
图 14: 2019-2023.9 液晶电视面板价格变化.....	6
图 15: LED 产业链示意图.....	7
图 16: 中国 LED 芯片市场规模及其增速.....	7
图 17: 2021 年中国 LED 下游应用占比.....	7
图 18: 2019-2025 年全球 Mini LED 市场规模.....	9
图 19: 2019-2025 年全球 Mini LED 背光 TV 市场规模.....	9
图 20: COB 封装和 SMD 封装的技术对比.....	9
图 21: 2023H1 中国小间距 LED 市场金额封装占比.....	10
图 22: LED 全产业链布局.....	10
图 23: Mini/Micro LED 产业链垂直一体化布局.....	12
图 24: 2023H1 全球专业电视 ODM 工厂出货排名.....	13
图 25: 2023 年 1-10 月兆驰科技电视机代工出货量及其增速.....	13
图 26: 公司全国生产运营营销布局.....	14

表 目 录

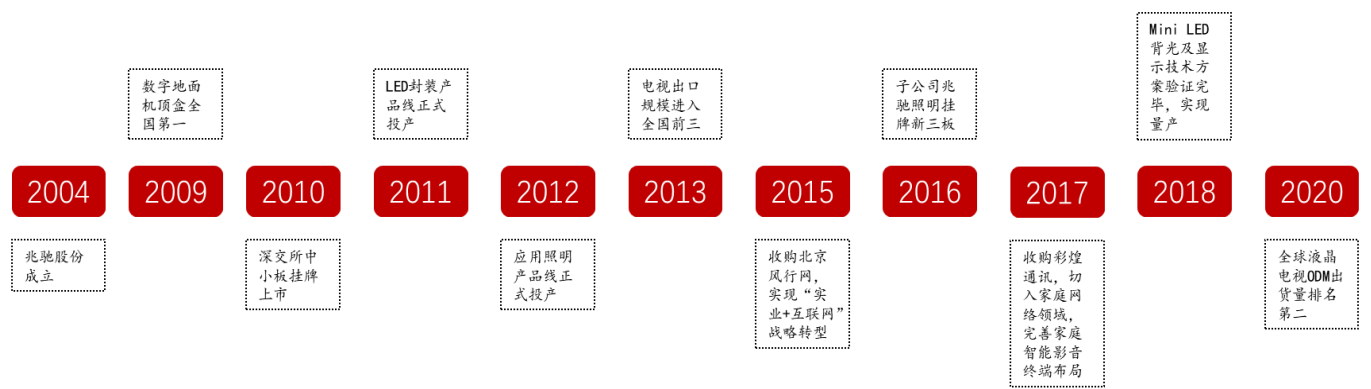
表 1: 公司高管及其履历.....	4
表 2: 不同的显示技术对比.....	8
表 3: 分业务收入及毛利率.....	15
表 4: 可比公司估值.....	15
附表: 财务预测与估值.....	17

1 公司概况：全球 TV 代工龙头，全产业链运营高效发展

1.1 稳健经营，多元业务协同发展

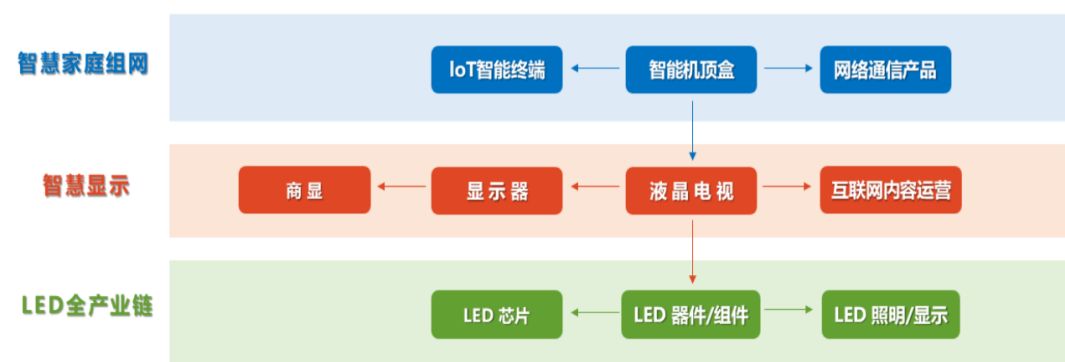
公司成立于 2004 年，主要经营家电影音、液晶电视、数字地面机顶盒等家用显示产品。2010 年公司于深圳中小板挂牌上市。2011 年公司开始在 LED 产业链进行布局，从 LED 封装业务入手，不断往产业链上下游拓展，2017 年公司已经实现 LED 上下游全产业链布局，在行业内拥有较强的竞争实力。此外，公司于 2015 年收购了北京风行网，在实业基础上逐步实现了“互联网+”的跨界转型。目前，公司已经形成了智慧显示、智慧家庭组网及 LED 全产业链业务的多元化布局。

图 1：公司发展历史



数据来源：公司官网，西南证券整理

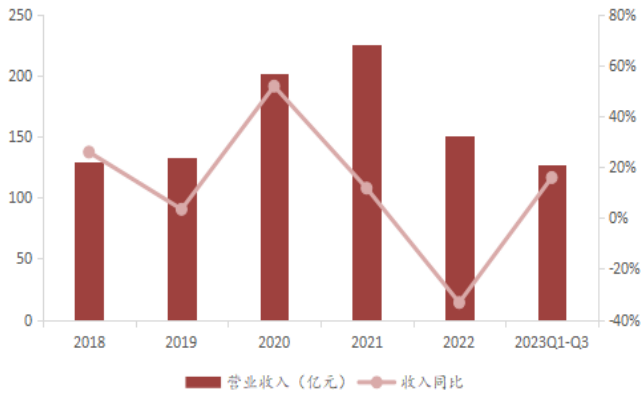
图 2：公司三大业务板块



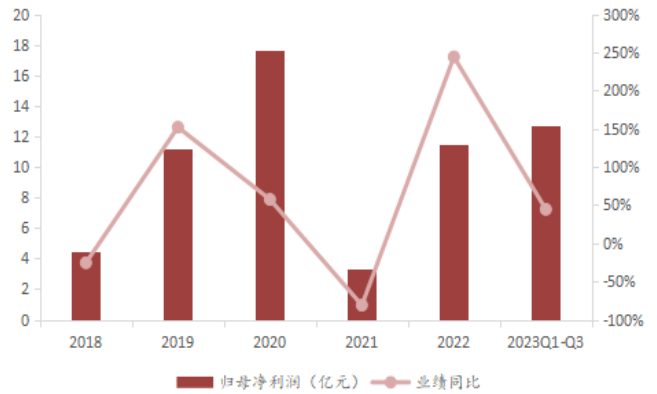
数据来源：公司公告，西南证券整理

公司经营稳健，LED 业务收入占比逐步提升。2018-2021 年，公司营业收入从 128.7 亿元，逐步增长到了 225.4 亿元，复合增速达到了 20.5%。受到面板降价下电视机 ODM 出货均价下滑以及海外客户去库存下订单短期承压影响，2022 年公司营业收入有所承压，全年实现收入 150.3 亿元，同比减少 33.3%。随着以北美为首的海外品牌开启补库节奏，叠加面板价格上涨，公司收入快速回升。2023 年前三季度，公司实现营收 126.9 亿元，同比增长 15.8%。

业绩方面，2018 年至今公司的经营利润呈现出一定的波动。2021 年公司计提恒大集团坏账 18.9 亿元，当年归母净利润有所承压。2022 年受到面板价格下跌以及订单减少等因素影响，公司业绩规模尚未恢复到 2020 年的情况。一方面，在面板价格快速上涨的背景下，公司提升运营效率锁定交易价格，以液晶电视为核心的显示板块利润同比实现较好增长；另一方面，LED 直显以 COB 封装技术进行显示业务技术迭代，助力公司成本端优化。2023 年前三季度，公司实现归母净利润 12.7 亿元，同比增长 44.4%。

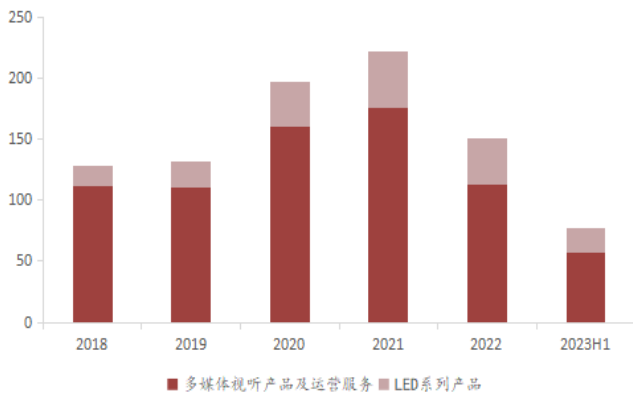
图 3：2008 至今公司营业收入及其增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

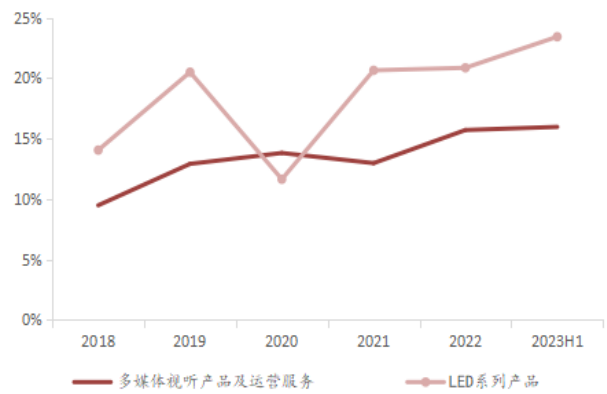
图 4：2008 年至今公司归母净利润及其增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

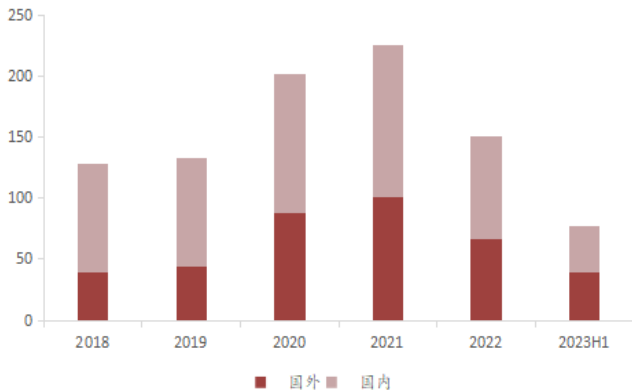
收入拆分来看，多媒体视听业务贡献公司主要收入。2018-2022 年，多媒体视听业务在总营业收入里面占比一直维持在 70%以上。随着公司 LED 产业布局的完善和产能的逐步释放，2018-2022 年公司 LED 业务收入从 17.5 亿元增长到 37.8 亿元，收入占比从 13.6%提升到 25.2%。未来随着公司 LED 产业的持续完善以及成本端的进一步优化，预期公司 LED 业务有望持续增长。

图 5：2008 至今公司分业务收入情况


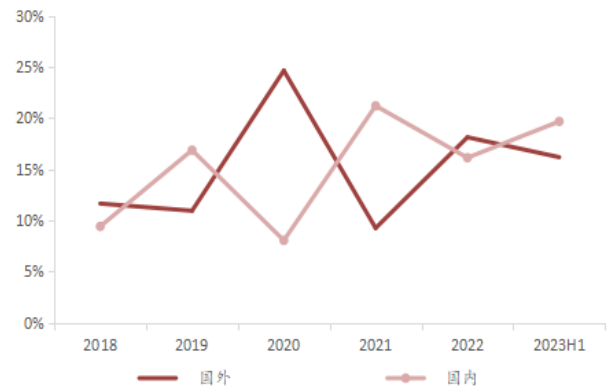
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：2008 年至今公司分业务盈利情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：2008 年至今公司分地区收入情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

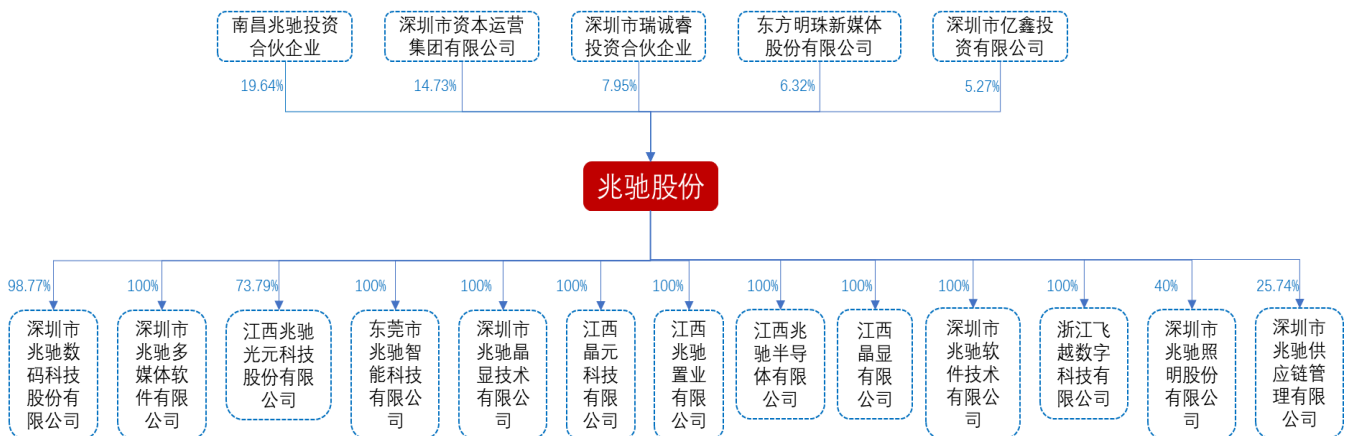
图 8：2008 年至今公司分地区盈利情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

分地区来看，公司外销收入占比接近一半左右。2022 年公司外销收入为 66.4 亿元，收入占比为 44.2%。海外市场仍然是公司电视机代工的主要销售市场，除北美外，公司积极开拓东南亚、南美、欧洲、中东非等市场。考虑到海外市场需求相对较强，预期公司海外销售占比有望进一步提升。盈利表现来看，国内外毛利率均呈现震荡上行的趋势，相互之间差异不大，未来随着公司成本优化，盈利能力有望持续提升。

1.2 股权结构稳定，高管行业经验丰富

实控人变更为深圳资本集团。2018 年公司于恒大地产建立合作关系。兆驰照明和兆驰供应链作为恒大的上游供应商，受到恒大债务暴雷影响，出现了流动性风险。为了解决恒大债务引发的风险，2022 年公司实际控制人由顾伟更迭为深圳资本运营集团。目前，南昌兆驰为公司第二大股东，截至 2022 年底持股比例 19.64%，南昌兆投和顾伟先生通过协议仅保留 5% 股份表决权，公司实际控制人深圳资本运营集团及一致行动人亿鑫投资合计持股 20%，为公司第一大股东。

图 9：公司股权结构和重要子公司


数据来源：Wind，西南证券整理

从公司子公司的业务分布来看，公司通过兆驰数码、兆驰多媒体等子公司，推进智慧显示终端和家电智慧组网业务；通过兆驰半导体、兆驰光元、兆驰晶显等子公司推进 LED 产业发展。

高管团队行业经验丰富。公司董事长顾伟为公司的主要创始人，与总经理欧军、副总经理严志荣均在兆驰股份任职多年，行业经验丰富。在实控人变更之后，公司的主要高管团队依旧保留。公司股权变更平稳过渡，并且高管团队行业经验丰富，利好公司长期稳健发展。

表 1：公司高管及其履历

姓名	职务	个人简历
顾伟	董事长,董事	长江商学院 MBA。2005 年创立深圳市兆驰多媒体有限公司（公司前身），2005 年 4 月至 2007 年 5 月担任深圳市兆驰股份有限公司监事；2007 年 6 月至 2010 年 8 月担任深圳市兆驰股份有限公司总经理；2007 年 6 月至今担任深圳市兆驰股份有限公司董事长，兼任深圳市兆驰股份有限公司多家子公司总经理、董事长。
徐腊平	副董事长,董事	暨南大学金融系毕业，公司金融与投资学博士，高级经济师。现任深圳市资本运营集团有限公司投资总监，多个企业董事。曾任深圳市宝安区发展研究中心研究员、深圳市国资委资本运作处特聘人员、深圳市远致投资有限公司高级经理、副部长。
欧军	总经理	北京大学光华学院 EMBA。曾任东莞金正股份有限公司海外事业部经理、深圳华甲股份有限公司海外事业部总经理、深圳华甲股份有限公司副总经理。2008 年 10 月加入深圳市兆驰股份有限公司，历任 TV 事业部海外销售部经理、TV 事业部海外销售部总监，曾于 2011 年 1 月至 2013 年 6 月担任深圳市兆驰股份有限公司副总经理，后任深圳市兆驰股份有限公司 TV 事业部总经理。2017 年 10 月至今担任深圳市兆驰股份有限公司总经理。2022 年 11 月起任深圳市兆驰股份有限公司董事。
严志荣	副总经理	EMBA 在读，会计师。2010 年 11 月加入深圳市兆驰股份有限公司，历任总经理助理、财务负责人、董事会秘书、副总经理、董事；现任深圳市兆驰股份有限公司副总经理、财务负责人，同时兼任部份下属公司董事、监事、高级管理人员。
单华锦	副总经理,董事会秘书	本科学历。2011 年 8 月至 2013 年 4 月就职于北京金诚同达（深圳）律师事务所担任律师助理，2013 年 4 月至 2021 年 6 月任深圳市兆驰股份有限公司法务部副经理，2021 年 6 月至今任战略发展部经理；2017 年 5 月至 2021 年 12 月任深圳市兆驰股份有限公司监事；2021 年 12 月至今，任深圳市兆驰股份有限公司副总经理、董事会秘书。
严志荣	财务负责人	本科学历，EMBA 在读，会计师。2010 年 11 月加入深圳市兆驰股份有限公司，历任总经理助理、财务负责人、董事会秘书、副总经理、董事；现任深圳市兆驰股份有限公司副总经理、财务负责人，同时兼任部份下属公司董事、监事、高级管理人员。

数据来源：公司公告，西南证券整理

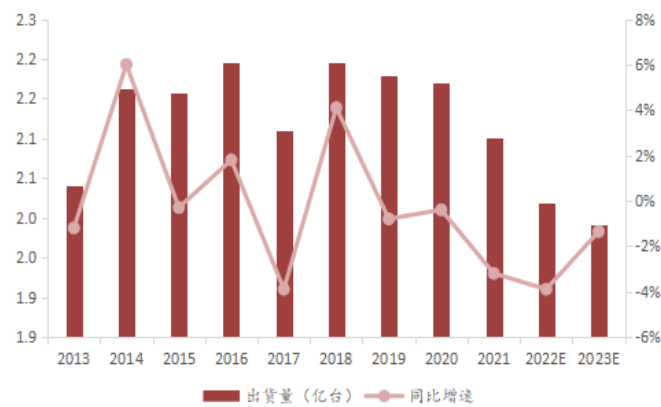
2 行业分析：TV 需求回暖，Mini/Micro LED 大有可为

2.1 全球电视机需求回暖，代工龙头优势明显

电视机作为发展多年的家电产品，全球市场的保有量相对较高。市场需求主要以更新升级为主，全球市场规模保持相对稳定。根据 TrendForce 数据显示，2013 年以来全球电视机出货量基本保持在 2 亿台上下。2020 年以来，受到全球市场消费需求较弱影响，电视机出货量呈现一定的下滑趋势。随着消费需求的逐步回暖，电视机出货量有所好转。根据洛图科技数据统计，2023 年上半年全球电视 ODM 市场整体（含长虹、康佳、创维、海信四家自有工厂）出货总量为 5028 万台，较 2022 年同期增长 10.2%。

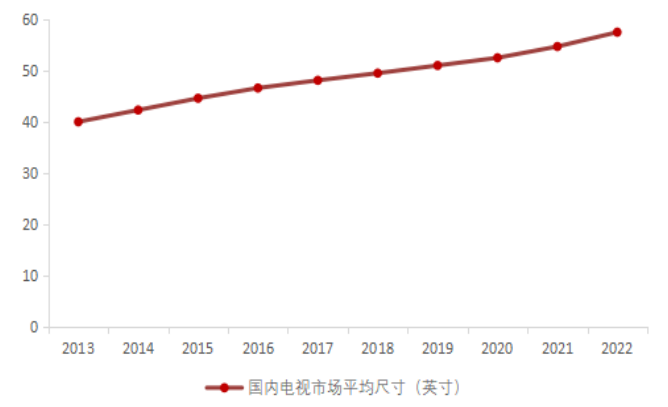
在电视机更新换代需求成为主流的背景下，电视机市场呈现出了大屏化、娱乐化、智能化、高清化等消费特点。入门级小尺寸电视机的价格不断走低，大尺寸电视机销量占比持续上升。根据奥维云网数据显示，2022 年中国电视市场平均尺寸已经提升到 57.4 英寸。根据洛图科技零售数据，中国电视市场的大尺寸发展迅速，在今年上半年，65 英寸的市场占比已经超越 55 英寸，成为中国第一大尺寸。全球市场来看，以 55 寸为分界线，2023Q3 电视机 55 英寸及以上产品的出货量占比达到 40.5%，较去年同期大幅增长 9.7 个百分点。65 寸、75 寸以上的电视机出货均同比增长，市场份额占比进一步提升。

图 10：2013-2023E 全球电视机的出货量



数据来源：TrendForce，西南证券整理

图 11：2013-2022 年中国电视市场平均尺寸变化



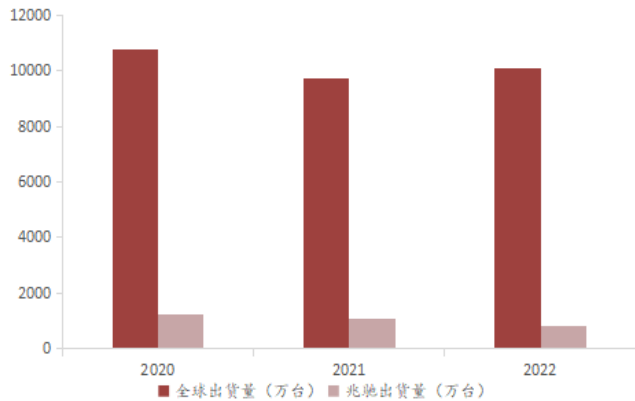
数据来源：奥维云网，西南证券整理

整体来看，全球电视机代工出货量保持相对稳定，基本保持在 1 亿台左右。根据洛图数据显示，2022 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%。

从市场竞争格局来看，龙头优势明显。根据洛图数据显示，2022 年全球 TOP10（不含四家自有工厂）出货总量为 7616.8 万台，占到全球代工总量的 75.7%。公司作为国内电视机代工的龙头企业之一，电视机代工出货量基本能够占到全球代工出货量的 10% 左右。公司在全球电视机代工出货量排名中均能够排到前五。根据洛图科技数据显示，2022 年 AMTC（兆驰）电视机出货量约为 850 万台，排名专业代工厂第四。

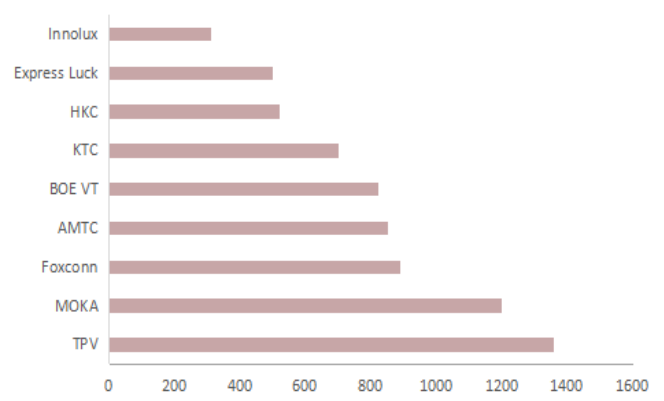
此外，根据媒体报道，近年来日韩国面板巨头先后宣传正式停产 LCD 面板，将重心转向 OLED 面板。在韩国、日本巨头相继停产 LCD 的背景下，国内 LCD 产能进一步扩张，全球电视机代工有望进一步向国内转移。

图 12: 全球电视机和公司 ODM 出货量情况



数据来源: 洛图科技, 西南证券整理

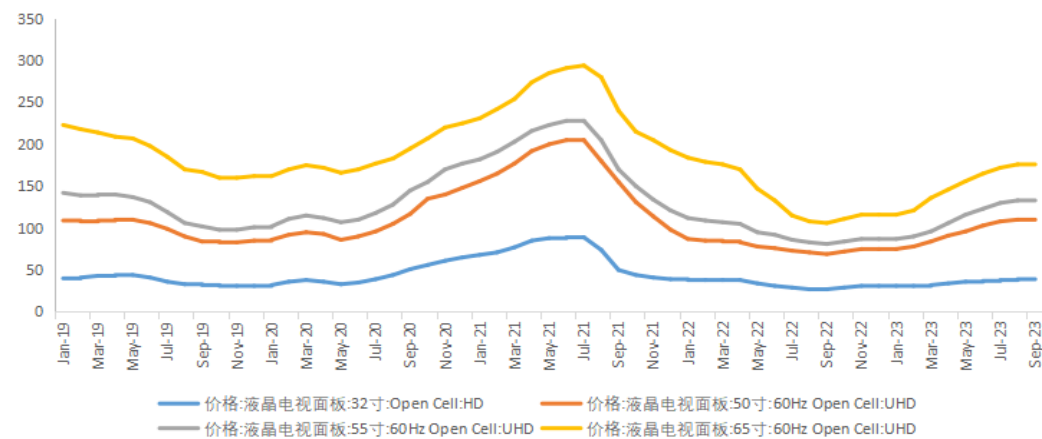
图 13: 2022 年全球专业电视 ODM 工厂出货排名



数据来源: 洛图科技, 西南证券整理

面板作为电视机主要原材料之一, 短期价格波动有望催化市场需求。2023 年以来, 液晶电视面板价格环比呈现上升趋势。基于主力面板厂“以销定产”的经营策略, 面板价格在持续快速上行的过程中, 整机委托代工市场一般通过尽快下单和出货来锁定交易价格, 全球电视机代工需求有所催化。2023 年第三季度, 全球电视代工市场整体 (含长虹、康佳、创维、海信四家自有工厂) 出货总量为 2944.5 万台, 较 2022 年同期增长 8.9%; 年度累计出货总量 7964.8 万台, 同比增长 9.6%。

图 14: 2019-2023.9 液晶电视面板价格变化



数据来源: Wind, 西南证券整理

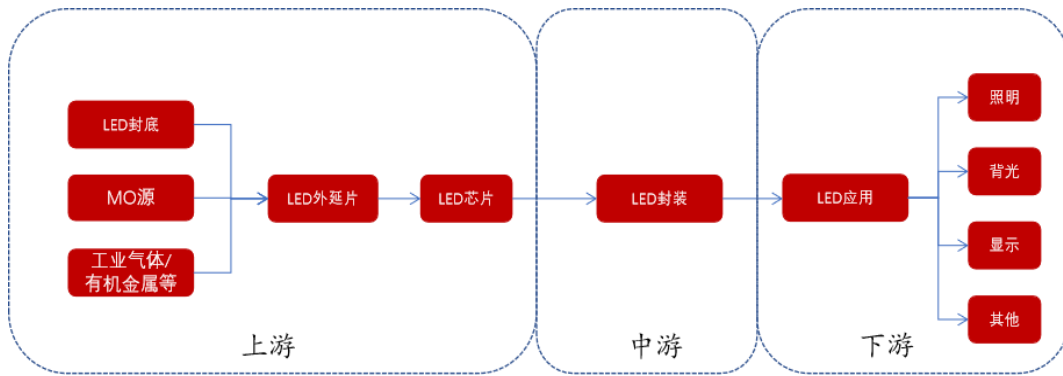
2.2 LED 显示应用占比提升, Mini/MicroLED 引领创新

LED 是目前技术最成熟的半导体发光器件, 利用半导体芯片作为发光材料, 将电转化为光, 通过不同的材料发出不同波长的光, 从而形成不同的颜色。LED 具有能耗低、体积小、寿命长、响应快色彩纯度高特性, 是目前显示技术市场的主流技术。

LED 产业链包括了 LED 衬底制作、LED 外延、LED 芯片制造、LED 封装和 LED 应用五个环节。一般将 LED 衬底制作、LED 外延、LED 芯片制造作为产业上游、LED 封装作为产业中游, LED 应用作为产业下游。

LED 上游技术门槛高，设备投资强度大，具有规模化生产能力的大型企业占有市场的绝对主导地位；LED 封装环节设备投资强度稍弱一些，具有技术与劳动密集型特点，参与企业数量较多；LED 应用环节是整个产业链中规模最大的领域，包括背光源、显示屏、照明、信号灯和家电等产品都有涉及，此环节参与的企业数量最多。

图 15：LED 产业链示意图

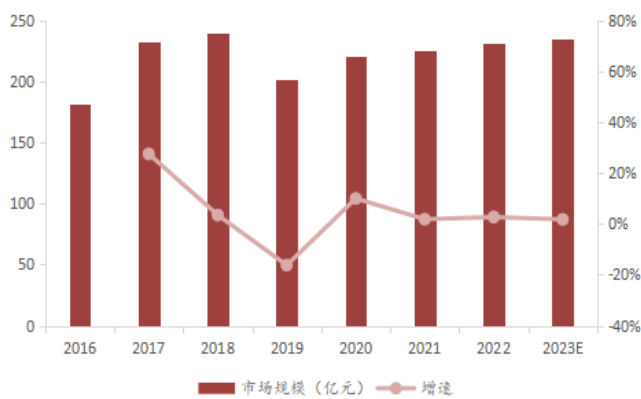


数据来源：思瀚产业研究院，西南证券整理

2016-2022 年，LED 芯片市场规模整体呈现波动上行的趋势。随着终端照明、显示等需求回暖，叠加国内外消费市场的修复，预计 LED 芯片市场规模将实现稳健增长。根据 GGII 数据显示，2022 年中国 LED 芯片市场规模为 231 亿元，同比增长 2.7%；预计 2023 年全年 LED 芯片规模为 235 亿元，同比增长 1.7%。

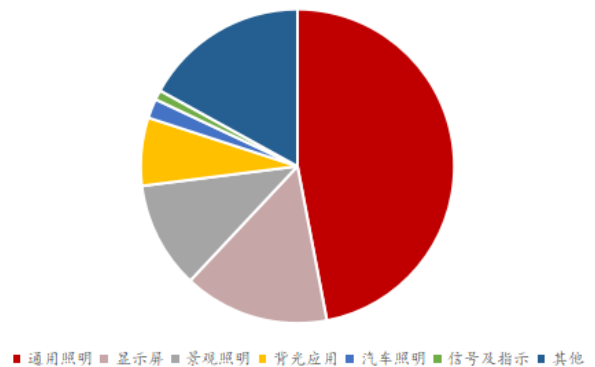
LED 产品主要分布在通用照明、显示屏、景观照明、背光应用、汽车照明等领域。从 LED 下游应有市场结构来看，通用照明占比最高。根据 CSA 数据显示，通用照明在 LED 应用中占比达到了 47%，位居第一。显示屏应用占比提升较快，从 2016 年的 12% 逐步提升到 2021 年的 15%。

图 16：中国 LED 芯片市场规模及其增速



数据来源：GGII，西南证券整理

图 17：2021 年中国 LED 下游应用占比



数据来源：CSA，西南证券整理

从显示技术来看，能够同时做到高亮度、高色域、高对比度和长寿命的就是 Micro LED。Micro LED 的显示原理，是将 LED 结构设计进行薄膜化、微小化、阵列化，其尺寸仅在 1~10 μm 等级左右；后将 μLED 批量式转移至电路基板上。由于 Micro LED 结构简单，能耗较小，在显示运用上优势明显。但 Micro LED 在微缩制程、巨量转移及全彩化等关键技术上仍然存在瓶颈以及高成本问题，目前 Micro LED 并未得到广泛运用。

目前应用较多的就是 LCD、Mini LED、OLED 技术。Mini LED 目前的商用分为两种，直显和背光。Mini LED 背光技术是从最初的 LCD 技术升级发展过来的，以大量微小的 LED 灯珠组成背光，比传统 LCD 拥有更好的色彩饱和度 and 对比度。Mini LED 直显是介于普通 LED 和 Micro LED 之间的技术。Mini LED 直显是将 Mini LED 芯片直接作为显示像素点，以此提供成像的基本单位，从而实现图像显示。Mini LED 直显和 Micro LED 区别在于 LED 芯片的尺寸为 50-200 μm ，技术发展相对更成熟。

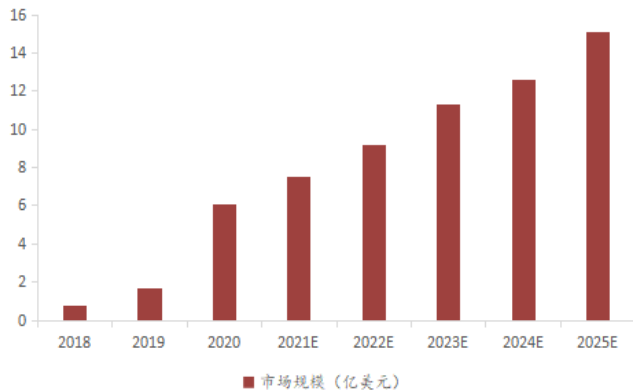
表 2：不同的显示技术对比

显示技术	传统 LCD	OLED	MiniLED		MicroLED
			背光	直显	
技术原理	显示屏由液态晶体组成，依靠背光进行发光；液晶面板是在两片平行的玻璃当中放置液态的晶体，两片玻璃中间有许多垂直和水平的细小电线，通过通电与否来控制杆状水晶分子改变方向，将背光源发出来的光线折射出来产生画面。	通过有机物通电自发光，所以不需要背光源，更薄，可以做到点阵控光。	从最初的 LCD 液晶电视升级发展过来的，MiniLED 背光以大量微小的 LED 灯珠组成背光，通过 Mini LED 芯片的控制，将每一个分区的 LED 灯珠进行独立控制，使电视背光产生了分区的功能。	将 Mini LED 芯片直接作为显示像素点，以此提供成像的基本单位，从而实现图像显示。Mini LED 直显依然是 RGB 显示方式，区别在于 LED 芯片的尺寸为 50-200 微米。	将红绿蓝三原色的 LED 结构设计进行薄膜化、微小化、阵列化，其尺寸仅在 1-10 微米等级左右，然后将微米级别的 LED 批量式转移至电路基板上，再在每一个微米 LED 下安装电路和晶体管。
优点	屏幕采用无机材料，寿命长，低亮度状态下不会产生频闪，拥有更好的护眼效果。技术成熟，成本低廉。	每颗像素点都能单独工作，省电效果、对比度、色彩饱和度一流。	在背上实现多分区精准控光、光学算法补偿技术、Mini LED on Glass TFT 驱动技术等，可实现更高对比度、更高亮度和超高色域	可进行任意大小的无缝拼接，更加丰富了大尺寸屏幕显示的使用场景；大幅提升显示器的特征性能，包括对比度、色彩深度和色彩细节度等	结构简单，能耗较小，拥有更高的光电转换效率，功率消耗量可低至 LCD 的 10%、OLED 的 50%。集合了 OLED 和 LCD 的所有优点兼顾了高亮度、高色域、高对比度，又能做到长寿命、省电、柔性屏。
缺点	显示效果一般，色彩的饱和度 and 对比度一般。	峰值亮度比较低、有机材料寿命低	低端产品品控不足的话，会存在“光晕”的现象	更多 led 灯珠成本更高	良品率、质量检测率、巨量移植等技术问题短期内难以解决；成本高企。

数据来源：科技杂谈、知乎，西南证券整理

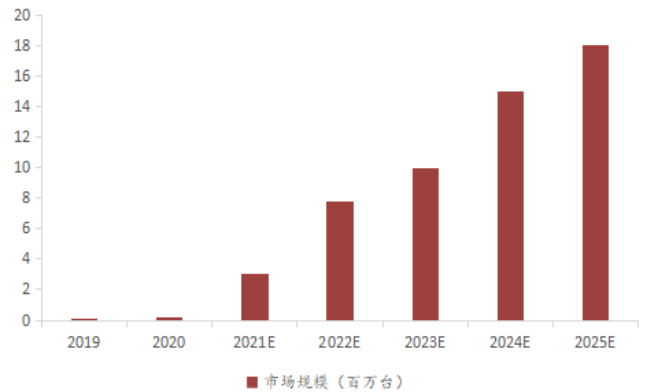
整体而言，Mini LED 技术综合性能表现更优，比 LCD 拥有更好的色彩饱和度和对比度，比 OLED 有更长的使用寿命；比 Micro LED 拥有更成熟的技术和更低廉的成本，Mini LED 显示产品应用越来越广泛。根据洛图科技预测，2025 年全球 Mini LED 市场规模将达到 15 亿美元，Mini LED 背光 TV 市场销量将达到 1800 万台。

图 18: 2019-2025 年全球 MiniLED 市场规模



数据来源: 洛图科技, 西南证券整理

图 19: 2019-2025 年全球 MiniLED 背光 TV 市场规模



数据来源: 洛图科技, 西南证券整理

COB 封装技术在小间距 LED 中占比持续提升。为了给 LED 芯片提供足够的保护,防止芯片在空气中长期暴露或机械损伤而失效,LED 芯片会经过封装,才会进入下游应用。好的封装可以让 LED 具备更好的发光效率和散热环境,进而提升 LED 的寿命。

COB (Chips on Board) 封装是近年来推出的一种新型封装工艺,相较于传统的 SMD (Surface Mounted Devices) 封装工艺而言,COB 封装是直接把 LED 芯片封装到 PCB 基板上,不需要支架和回流焊环节,从而使得整个芯片与基板呈在一个平面。基于 COB 封装的工作原理,COB 可以让点间距做到更小,并且可以提高产品的稳定,因此 COB 封装在小间距 LED 中渗透率持续提升。

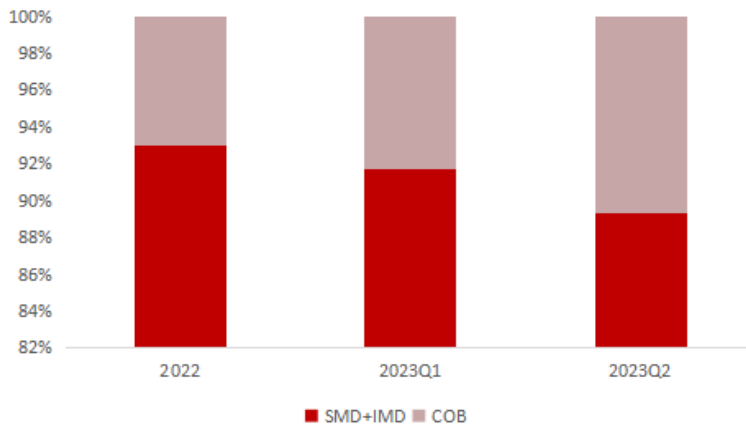
根据洛图科技数据显示,2023 年上半年国内小间距 LED 显示屏中,SMD (包括 IMD) 技术虽然是主流,但是 COB 技术的份额不断提升。2023 年第二季度 COB 销售金额的占比已经达到了 10.7%。洛图科技预测,到 2028 年中国小间距 LED (P2.5 以下) 显示屏市场中,COB 技术的销售金额占比将达 30% 以上。随着 COB 封装技术在产业技术进步、产能增加和市场需求扩大三个方面形成的良性互动,COB 封装技术成本端大幅下降,以至于小间距 LED 显示屏 COB 产品市场均价也有了较大的降幅,根据洛图科技数据显示,2023 年上半年市场均价下降 28%,达到了 4.5 万元/m²。

图 20: COB 封装和 SMD 封装的技术对比



数据来源: 维康国际, 西南证券整理

图 21：2023H1 中国小间距 LED 市场金额封装占比



数据来源：洛图科技，西南证券整理

3 公司分析：一体化布局高效运营，电视代工新客放量

3.1 LED 产业一体化布局，资源整合高效发展

公司在 LED 产业领域实现了全方位的深度布局，包括上游芯片、中游封装、下游照明和显示应用。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。此外，公司完整搭建 Mini LED 背光及 Mini/Micro LED 显示两大垂直产业链，提升各环节在 Mini LED 市场份额，并推动公司逐步实现 Micro LED 的产业链各环节技术突破及商业化应用的开拓。

图 22：LED 全产业链布局



数据来源：公司公告，西南证券整理

(1) 上游芯片：兆驰半导体

LED 产业的上游主要是 LED 衬底制作、LED 外延片、LED 芯片制造。公司在 2017 年就投资成立了江西兆驰半导体有限公司，推进 LED 芯片的研发生产。2023 年上半年兆驰半导体实现营业收入 8.7 亿元，净利润 1.1 亿元。

产品结构优化。公司在南昌投资建设 LED 芯片研发及生产基地，经过多年积累已构建全光谱的产品领域，具备 LED 芯片全工序独立制造能力，能够在单一厂房内实现全工序智能化生产。2022 年公司新增的 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。公司的通用照明、传统背光产品已占据主要市场份额，随着公司扩产项目的持续放量，高端照明、Mini LED 背光、Mini RGB 显示的市场份额将稳步提升。

专利储备丰厚。产学研方面，公司通过自主关键技术攻关，联合南昌大学、武汉大学、湖南大学等高校资源进行产学研合作。截止 2022 年底，公司拥有近 300 项自主研发专利，并获苏州立臻半导体有限公司从韩国 LG 公司收购的百余项全球 LED 芯片核心专利的授权许可，保护范围包括 PSS 衬底，LED 外延结构，LED 芯片结构等领域，覆盖美国、欧洲、日韩及中国大陆、中国台湾等国家和地区，为公司产品出海战略保驾护航。

(2) 中游封装：兆驰光元

2011 年公司投资成立了江西兆驰光元科技股份有限公司，拥有南昌和深圳两大生产基地，主要负责 LED 的封装业务。2023 年上半年，兆驰光元实现收入 12.2 亿元，净利润 0.5 亿元。

兆驰光元利用照明、背光、SMD 显示三大应用领域产品线的优势，实现精准定位。1) LED 背光方面，公司已成为三星 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。在 Mini LED 背光方面，公司主打 Mini POB、Mini COB 两种技术方案，2022 年广泛应用于国内外品牌客户，主要用于电视机、显示器领域，并已占据市场较大份额，后续公司将利用已有的 Mini LED 成熟技术攻坚车载背光市场。2) 照明产品方面，公司已在通用照明、高光效照明、健康照明等领域夯实，在细分领域，公司利用自有 Mini LED 车载技术及大功率陶瓷封装技术的储备，针对车内氛围显示、刹车、日行、示阔、头灯等应用提供 LED 封装解决方案。3) 在 LED 显示领域，公司将 Mini LED 与 IMD 封装技术相结合，发布 Mini RGB、小间距及户外显示产品。

图 23: Mini/MicroLED 产业链垂直一体化布局



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

(3) 下游照明和显示应用: 兆驰晶显

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。COB 封装技术是目前 MLED 可以实现大规模商用化的可靠路径。近年来, 公司凭借 LED 产业链一体化布局, 公司实现对核心技术突破, 最终实现 COB 的成本端大幅下降。而随着成本的大幅下降及终端消费需求升级, COB 将会在 P1.0 以下微间距显示市场成为最优技术路径, Mini LED 市场规模爆发, COB 打开更多应用空间。

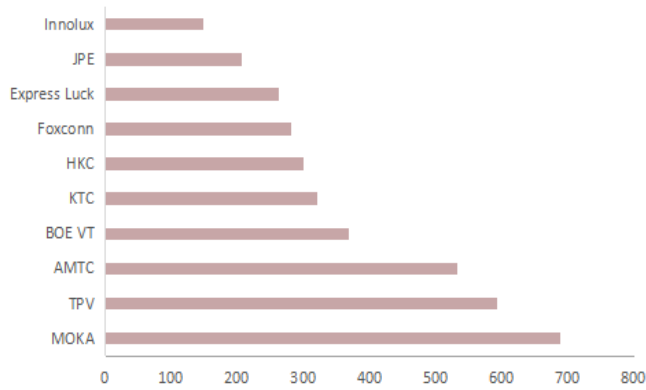
公司子公司兆驰晶显定位于全球 Mini LED 面板专家。截至 2023 年上半年, 公司拥有 600 条 COB 封装生产线, 已实现 P0.65-P1.87 点间距全覆盖。相较于传统 LED 显示技术, 公司在关键点间距显示市场中实现的 COB 封装技术具有更高性价比。随着后续扩产的 1100 条 COB 封装生产线逐步投产, 公司产能将大幅提升, 同时公司将推出一系列 Mini LED COB 高端电视, 推动 Mini LED 显示走进 C 端家庭场景。产能提升叠加应用领域持续拓展, 未来 COB 直显将成为公司 LED 产业链中重要的业绩增长点。

3.2 多元业务协同发展，电视代工稳居行业前列

公司的电视 ODM 业务多年来保持在行业第一梯队。根据洛图科技数据显示，2021 年，公司电视机代工出货量在全球电视代工厂里面排名第二。受到海外市场需求较弱影响，2022 年公司电视代工出货量有所下滑，但是依旧排名前五。受益于今年北美电视市场复苏，新客户订单放量等影响，2023 年上半年公司代工出货 532 万台，同比大幅增长 35.7%，排名行业第三。

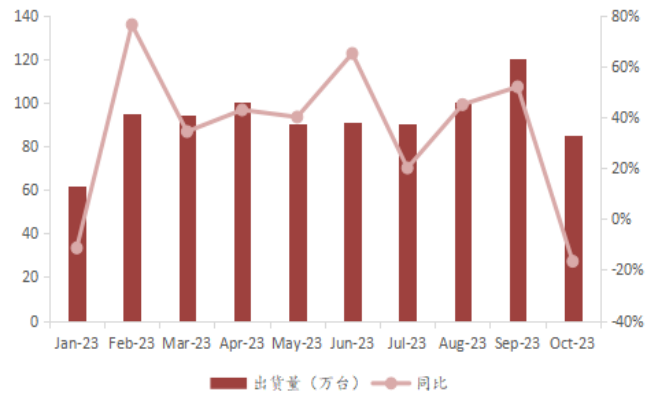
海外市场仍然是公司电视机代工的主要销售市场，一方面公司持续开拓新客户，另一方面，公司绑定核心客户，助力客户抢占市场份额。长期来看大陆面板厂扩产后 LCD 面板资源充裕，保证了供应链的稳定；公司积极开拓新客户，新客户订单放量有望推动公司电视机代工业务持续增长。根据洛图科技数据推测，2023 年 1-10 月，公司电视机代工累计出货约 927 万台，同比增长 29.3%。

图 24：2023H1 全球专业电视 ODM 工厂出货排名



数据来源：洛图科技，西南证券整理

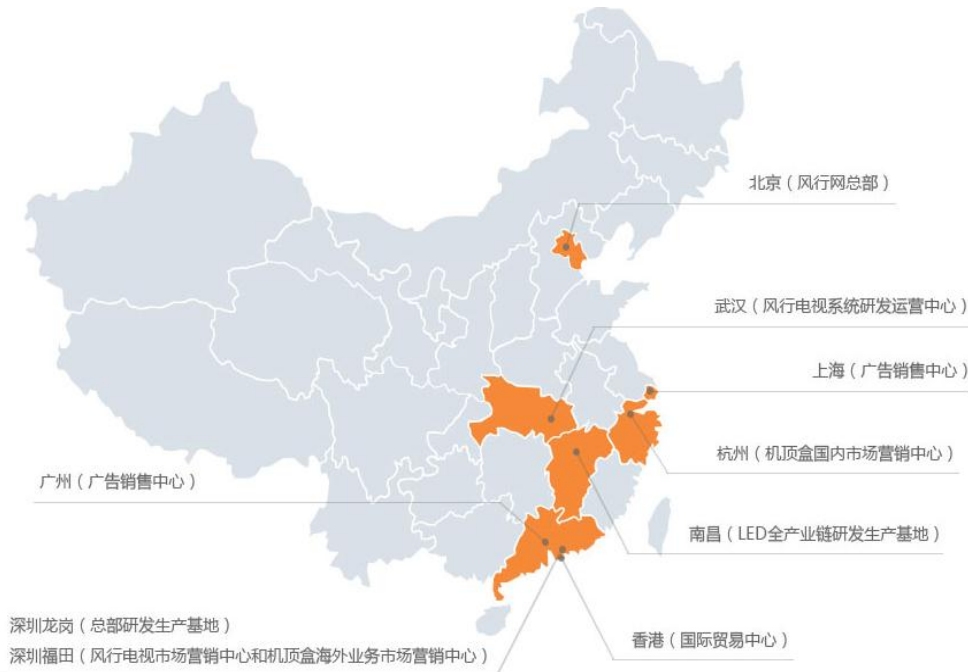
图 25：2023 年 1-10 月兆驰科技电视机代工出货量及其增速



数据来源：洛图科技，西南证券整理

公司三大业务之间可以形成资源互补、优势共济与协同运营。在客户资源方面，电视机品牌商既是公司液晶电视 ODM 业务客户、也是 LED 背光客户，公司通过信息分享，深耕现有客户资源，分别与品牌制造商建立业务合作，多维度巩固及维护客户关系。在产业链一体化方面，公司 LED 芯片、LED 封装、照明及显示产品互为上中下游，能够有效地减少中间环节，控制生产成本及运营成本，利用内生体系优势增强综合竞争力。在产品附加值方面，公司具有提供运营服务及软件解决方案的能力，为液晶电视、机顶盒等多媒体视听终端向智能化发展提供了必要的技术支持，以软实力协助多媒体视听终端产品进一步扩大市场份额。

生产集约化，供应链稳定。此外，公司在深圳、南昌、中山均建有大型生产基地，生产集中度高，实行集约化管理，可以实现快速反应和上下游协作，便于人员的精简化及提高品质管控能力。公司拥有先进的工程技术、生产设备和管理模式，通过信息化系统结合自动化设备，加之因地制宜对管理流程和生产流程进行设计和改造，全面整合研发、采购、生产等环节，使得公司能够高效完成日常运营，缩短交货周期，保障了产品品质的稳定。公司各业务板块均具备领先行业的规模，规模化的生产和销售有利于物料集中采购及调配，极大的降低采购和运输成本。

图 26：公司全国生产运营营销布局


数据来源：公司官网，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：电视机作为传统家电产品，产品需求以更新换代为主，假设未来 5 年全球电视机出货量保持相对稳定，维持在 2 亿台上下；随着技术突破以及产能扩张下，预期大尺寸电视机占比稳步提升，假设 2023-2025 年电视机 55 寸以上出货占比保持 1% 的速度提升。

假设 2：随着公司产能的进一步扩张，假设公司 2023-2025 年电视机代工出货量保持 10% 以上的增速，出货价格相对稳定。规模化优势下预期公司盈利稳步改善，假设 2023-2025 年公司 LED 业务毛利率分别为 20%/22%/23%，多媒体视听业务毛利率分别为 15.8%/15.5%/15.6%。

假设 3：公司业务以代工为主，费用率保持相对稳定，假设 2023-2025 年公司管理费用率为 1.8%/1.8%/1.7%，销售费用率为 5.5%/5.4%/5.4%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 3：分业务收入及毛利率

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
合计				
营业收入	15,028.37	17,753.01	21,152.70	24,018.83
yoy	-33.32%	18.13%	19.15%	13.55%
营业成本	12,472.61	14,745.66	17,449.17	19,684.26
毛利率	17.01%	16.94%	17.51%	18.05%
多媒体视听业务				
收入	11,247.60	12,934.74	14,616.26	16,077.88
yoy	-36.0%	15.0%	13.0%	10.0%
成本	9,480.44	10,891.05	12,350.74	13,569.73
毛利率	15.71%	15.80%	15.50%	15.60%
LED 系列产品				
收入	3,780.78	4,818.27	6,536.45	7,940.96
yoy	-17.3%	27.44%	35.66%	21.49%
成本	2,992.17	3,854.62	5,098.43	6,114.54
毛利率	20.86%	20.00%	22.00%	23.00%
其他				
收入	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01
yoy	-100.0%	0.00%	0.00%	0.00%
成本	0.00	-0.01	-0.01	-0.01
毛利率	136.49%	0.00%	0.00%	0.00%

数据来源：Wind, 西南证券

4.2 相对估值

公司视听产业与 LED 产业链业务相对独立，差异较大，故采取分部估值方式较为合理。根据公司不同产业净利率水平以及我们前期的估值测算，公司 2024 年归母净利润约 21.91 亿，其中大约 11 亿由 LED 产业链贡献，10.91 亿由视听及通信类电子产品贡献。

我们选取多媒体视听行业里面的两家公司作为参考，2024 年平均 PE 为 10 倍左右；选取 LED 上、中、下游分别一家公司作为可比公司，2024 年平均 PE 为 20 倍。参考行业平均估值，我们给予公司多媒体视听业务 10 倍 PE，LED 业务 20 倍 PE，合计对应市值 329.1 亿元，对应目标价 7.27 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 4：可比公司估值

证券代码	证券简称	最新价	EPS			PE		
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
001308	康冠科技	25.65	1.82	2.19	2.62	14.10	11.69	9.78
600060	海信视像	23.77	1.69	1.99	2.32	14.03	11.94	10.26
平均值			1.76	2.09	2.47	14.07	11.82	10.02
600703	三安光电	14.52	0.15	0.33	0.43	95.09	43.79	33.71
002745	木林森	9.30	0.36	0.49	0.64	25.80	18.99	14.45

证券代码	证券简称	最新价	EPS			PE		
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
300296	利亚德	6.26	0.30	0.40	0.54	20.67	15.79	11.63
平均值			0.27	0.41	0.54	47.19	26.19	19.93

数据来源: Wind, 西南证券整理

5 风险提示

面板价格大幅波动风险;

终端市场需求不及预期风险;

人民币汇率大幅波动风险;

行业竞争加剧风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	15028.37	17753.01	21152.70	24018.83	净利润	1167.16	1709.20	2231.58	2710.97
营业成本	12472.61	14745.66	17449.17	19684.26	折旧与摊销	642.51	861.73	983.18	1091.41
营业税金及附加	29.43	50.24	55.22	61.85	财务费用	89.94	121.94	87.70	39.41
销售费用	332.57	319.55	380.75	408.32	资产减值损失	-322.82	-25.00	0.00	0.00
管理费用	222.41	976.42	1142.25	1297.02	经营营运资本变动	2491.98	130.10	-1174.22	-881.54
财务费用	89.94	121.94	87.70	39.41	其他	872.50	-273.00	-203.09	-218.32
资产减值损失	-322.82	-25.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	4941.27	2524.97	1925.16	2741.92
投资收益	1.71	250.00	250.00	250.00	资本支出	-1030.97	-1016.00	-1015.00	-1015.00
公允价值变动损益	24.87	0.00	0.00	0.00	其他	-2335.56	256.00	250.00	250.00
其他经营损益	0.00	-61.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3366.53	-760.00	-765.00	-765.00
营业利润	1205.45	1753.19	2287.62	2777.97	短期借款	11.03	-1536.82	-392.52	-1364.29
其他非经营损益	-11.60	-4.90	-5.00	-5.00	长期借款	683.41	0.00	0.00	0.00
利润总额	1193.85	1748.29	2282.62	2772.97	股权融资	9.07	0.00	0.00	0.00
所得税	26.69	39.09	51.04	62.00	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	1167.16	1709.20	2231.58	2710.97	其他	-1506.51	-873.99	-87.70	-39.41
少数股东损益	21.21	31.06	40.55	49.26	筹资活动现金流净额	-802.99	-2410.80	-480.22	-1403.70
归属母公司股东净利润	1145.95	1678.14	2191.03	2661.70	现金流量净额	821.25	-645.84	679.94	573.23
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	4196.44	3550.60	4230.54	4803.77	成长能力				
应收和预付款项	6293.05	6237.35	7631.16	8820.93	销售收入增长率	-33.32%	18.13%	19.15%	13.55%
存货	2232.69	2769.70	3313.29	3767.29	营业利润增长率	115.25%	45.44%	30.48%	21.43%
其他流动资产	1934.59	1663.06	1803.11	1921.18	净利润增长率	188.90%	46.44%	30.56%	21.48%
长期股权投资	1.79	1.79	1.79	1.79	EBITDA 增长率	54.57%	41.23%	22.71%	16.38%
投资性房地产	18.28	18.28	18.28	18.28	获利能力				
固定资产和在建工程	7527.26	7754.87	7861.02	7858.94	毛利率	17.01%	16.94%	17.51%	18.05%
无形资产和开发支出	995.91	924.56	852.21	779.85	三费率	4.29%	7.99%	7.61%	7.26%
其他非流动资产	2408.05	2406.07	2404.09	2402.11	净利率	7.77%	9.63%	10.55%	11.29%
资产总计	25608.05	25326.27	28115.47	30374.14	ROE	8.40%	10.85%	12.41%	13.10%
短期借款	3438.89	1902.07	1509.55	145.26	ROA	4.56%	6.75%	7.94%	8.93%
应付和预收款项	4524.12	4845.53	5722.98	6574.87	ROIC	7.72%	12.05%	14.12%	15.27%
长期借款	1201.05	1201.05	1201.05	1201.05	EBITDA/销售收入	12.90%	15.42%	15.88%	16.27%
其他负债	2550.46	1621.30	1693.98	1754.08	营运能力				
负债合计	11714.51	9569.95	10127.57	9675.27	总资产周转率	0.59	0.70	0.79	0.82
股本	4526.94	4526.94	4526.94	4526.94	固定资产周转率	2.73	2.92	3.24	3.57
资本公积	910.07	910.07	910.07	910.07	应收账款周转率	3.06	3.95	4.04	3.93
留存收益	8329.33	10007.47	12198.50	14860.20	存货周转率	4.74	5.27	5.27	5.16
归属母公司股东权益	13612.75	15444.47	17635.50	20297.21	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.77%	—	—	—
少数股东权益	280.79	311.85	352.40	401.67	资本结构				
股东权益合计	13893.54	15756.32	17987.91	20698.87	资产负债率	45.75%	37.79%	36.02%	31.85%
负债和股东权益合计	25608.05	25326.27	28115.47	30374.14	带息债务/总负债	39.61%	32.43%	26.76%	13.92%
					流动比率	1.58	1.99	2.20	2.66
					速动比率	1.34	1.60	1.77	2.14
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	1937.91	2736.86	3358.50	3908.79	每股收益	0.25	0.37	0.48	0.59
PE	22.99	15.70	12.02	9.90	每股净资产	3.07	3.48	3.97	4.57
PB	1.90	1.67	1.46	1.27	每股经营现金	1.09	0.56	0.43	0.61
PS	1.75	1.48	1.25	1.10	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	12.55	8.23	6.39	4.99					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
