

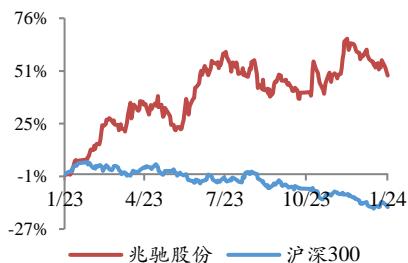
主业稳健，MiniLED 二次成长

投资评级：买入（首次）

报告日期：2024-01-05

收盘价（元）	5.31
近 12 个月最高/最低（元）	5.96/3.57
总股本（百万股）	4,527
流通股本（百万股）	4,524
流通股比例（%）	99.94
总市值（亿元）	240
流通市值（亿元）	240

公司价格与沪深 300 走势比较


分析师：万鹏程

执业证书号：S0010523040002

相关报告

主要观点：

● 受益于主业电视 ODM 业务的快速增长，Q3 业绩表现超预期

公司是全球电视代工和 MiniLED 龙头企业，已形成了智慧显示、智慧家庭组网及 LED 全产业链三大业务板块。2023Q1-3 实现营业收入 126.87 亿元，同比+15.84%；归母净利润 12.72 亿元，同比+44.40%；扣非归母净利润 11.18 亿元，同比+46.27%。其中 Q3 单季度实现营业收入 49.52 亿元，同比+28.85%；归母净利润 5.38 亿元，同比+51.74%；扣非归母净利润 4.90 亿元，同比+52.14%。我们认为增长的主要原因是电视代工主业的稳步复苏，持续开拓北美市场新客户的同时，绑定核心客户助力其提升市场份额。

● 核心看点：公司 LED 产业链一体化优势显著，伴随 MiniLED 渗透率提升放量在即

公司已实现了“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”的 LED 全工序全产业链布局，有效地减少中间环节，增强成本优势和综合竞争力，平滑行业周期增强经营韧性，同时与原有电视 ODM 的客户资源形成协同效应。① **芯片端**：产能持续爬坡，产品结构升级，微缩化芯片技术突破带动降本。② **封装端**：技术方案持续推进降本，客户覆盖三星、TCL、华为、小米等头部品牌，受益 MiniLED 背光电视爆发。③ **COB**：技术路线领先，COB 直显电视打开中远期成长空间。

● 投资建议

预计 23-25 年收入分别为 182.99/217.34/248.80 亿元，对应增速分别为 21.8%/18.8%/14.5%，归母净利润分别为 16.99/21.23/27.82 亿元，对应增速分别为 48.3%/25.0%/31.0%。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

电视 ODM 业务需求不及预期，MiniLED 渗透速度不及预期，行业竞争加剧，原材料价格波动。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	15028	18299	21734	24880
收入同比（%）	-33.3%	21.8%	18.8%	14.5%
归属母公司净利润	1146	1699	2123	2782
净利润同比（%）	244.1%	48.3%	25.0%	31.0%
毛利率（%）	17.0%	18.0%	18.8%	19.4%
ROE（%）	8.4%	11.3%	12.4%	14.0%
每股收益（元）	0.25	0.38	0.47	0.61
P/E	13.96	14.15	11.32	8.64
P/B	1.16	1.60	1.40	1.21
EV/EBITDA	8.63	7.95	6.12	4.81

资料来源：wind，华安证券研究所

注：数据截至 2024 年 1 月 5 日

正文目录

1 电视代工和 MINILED 龙头, Q3 业绩超预期	4
2 核心看点: 产业链一体化优势显著, MINILED 开启第二成长曲线	4
3 投资建议	5
风险提示:	5
财务报表与盈利预测	6

图表目录

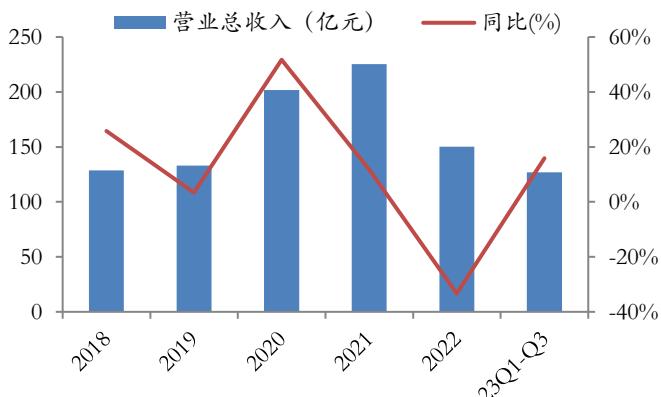
图表 1 公司营收及增速	4
图表 2 公司归母净利润及增速	4

1 电视代工和 MiniLED 龙头, Q3 业绩超预期

公司是全球 TV 代工和 MiniLED 产业链双龙头。公司于 2005 年 4 月成立, 最初以家庭影音产品线为主, 2007 年布局液晶电视, 2011 年 LED 封装产品线正式投产, 逐步形成了智慧显示、智慧家庭组网及 LED 全产业链三大业务板块, 产品主要包括液晶电视、机顶盒等多媒体视听终端及智慧显示产品、内容运营平台及软件解决方案、网络通信设备、LED 芯片、LED 封装、照明及显示产品等。其中多媒体视听产品及运营服务是业绩基本盘, 2023H1 贡献 74.19% 的收入, 而 LED 产业链收入占 25.81%, 有望迎来收获期。

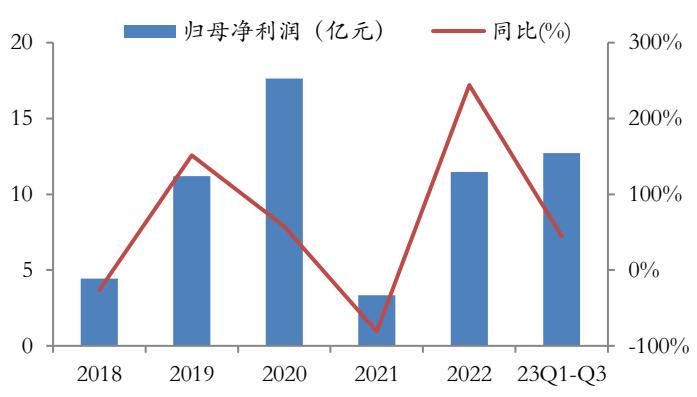
电视 ODM 主业扩市场提份额成效显著, 公司 Q3 业绩超预期。公司 2018-2021 年收入 CAGR 保持 20% 的较快增长。受到恒大公司票据债权危机影响, 2021 年盈利显著下滑, 2022 年受国内外经济放缓、海外库存高企等原因影响, 营收短期承压, 2023 年以来复苏势头较好。2023Q1-3 实现营业收入 126.87 亿元, 同比+15.84%; 归母净利润 12.72 亿元, 同比+44.40%。2023Q3 单季度实现营业收入 49.52 亿元, 同比+28.85%; 归母净利润 5.38 亿元, 同比+51.74%。我们认为增长的主要原因是电视代工主业的稳步复苏, 持续开拓北美市场新客户的同时, 绑定核心客户助力其提升市场份额。据洛图科技的统计数据, 公司 Q1-3 电视 ODM 出货约 840 万台, 同比增长约 36.9%; 其中 Q3 增幅最大, 出货约 310 万台, 同比增长 39%, 位居行业第二。

图表 1 公司营收及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 2 公司归母净利润及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

2 核心看点: 产业链一体化优势显著, MiniLED 开启第二成长曲线

公司在 LED 产业链全方位深度布局, 伴随 MiniLED 渗透率提升放量在即。公司已实现了“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”的 LED 全工序全产业链布局, 有效地减少中间环节, 增强成本优势和综合竞争力, 平滑行业周期增强经营韧性, 同时与原有电视 ODM

的客户资源形成协同效应。

芯片端：产能持续爬坡，产品结构升级，技术突破带动降本。芯片于今年 Q2 完成扩产，并于 7 月实现单月满产实现产能 100 万片（4 寸片），预计伴随技术改进良率提升，产能有望进一步放量。同时公司今年新投放产能会逐步投向倒装、高压、高光效照明等高毛利、高附加值产品领域，改善产品结构优化盈利能力。2023H1 兆驰半导体实现营业收入 8.72 亿元，净利润 1.07 亿元。同时公司持续推动技术革新，Mini RGB 芯片微缩化的技术取得实质突破，可以实现在同等光效的前提下降低 Mini RGB 芯片成本，带动产业链降本从而推进 MiniLED 渗透率进一步提升。

封装端：技术方案推进降本，MiniLED 背光电视迎来爆发契机。兆驰光元作为行业内最早研发 Mini BLU 技术的封装厂之一，推出了“MPOB”和“Mini Lens”方案，实现同样的光效更多的降本，核心物料的开发方向包括芯片高压化，蓝光产品白光化，灯板转为鱼叉、U 型、单条化；对 COB/POB/NCSP 等产品透镜化等，极致化降低产品成本，推动 Mini LED 背光产品逐步走向高性价比定位。公司 MiniLED 背光产品布局完整，量产稳定，客户覆盖三星、索尼、夏普、TCL、华为、小米、创维等主流电视品牌方，并为包括三星、索尼、夏普在内的日韩系高端客户提供背光模组。伴随 MiniLED 电视迎来爆发式增长，LED 业绩有望迎来高增。

COB：技术路线领先，COB 直显电视打开中远期成长空间。COB 是目前 Mini LED 直显可以实现大规模商用化的唯一可靠路径，凭借 LED 产业链一体化布局，公司实现对核心技术突破，解决了行业痛点，为 COB 的普及奠定了基础。兆驰晶显目标在技术、工艺及规模上已成为全球 MiniLED 龙头企业。截至 2023H1，公司已拥有 600 条 COB 封装线，月产能 7000 平方米，新扩产的 1100 条 COB 封装线也正在建设中，投产后有望带动产能大幅提升。三季度公司通过参加海外展会等形式推出了 MiniLED COB 直显电视，目前已对部分客户送样测试。随着 COB 走向消费级市场，有望为公司打开更大的成长空间。

3 投资建议

预计 23-25 年收入分别为 182.99/217.34/248.80 亿元，对应增速分别为 21.8%/18.8%/14.5%，归母净利润分别为 16.99/21.23 /27.82 亿元，对应增速分别为 48.3%/25.0%/31.0%。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：

电视 ODM 业务需求不及预期，MiniLED 渗透速度不及预期，行业竞争加剧，原材料价格波动。

财务报表与盈利预测

资产负债表				单位:百万元	利润表				单位:百万元
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	14657	16669	18994	22236	营业收入	15028	18299	21734	24880
现金	4196	4992	5298	6741	营业成本	12473	15014	17639	20041
应收账款	4100	4774	5683	6548	营业税金及附加	29	37	43	50
其他应收款	1742	1100	1508	1842	销售费用	333	366	446	522
预付账款	82	143	154	173	管理费用	222	201	239	274
存货	2233	2352	2822	3247	财务费用	90	119	86	64
其他流动资产	2304	3308	3528	3685	资产减值损失	-323	0	0	0
非流动资产	10951	11413	11877	12235	公允价值变动收益	25	0	0	0
长期投资	2	1	1	0	投资净收益	2	9	11	12
固定资产	5785	7368	8203	8792	营业利润	1205	2059	2683	3244
无形资产	505	552	544	551	营业外收入	3	0	0	0
其他非流动资产	4660	3492	3129	2891	营业外支出	14	0	0	0
资产总计	25608	28082	30870	34471	利润总额	1194	2059	2683	3244
流动负债	9289	9193	9658	10311	所得税	27	242	359	296
短期借款	3439	3084	2628	2283	净利润	1167	1817	2324	2948
应付账款	2758	3275	3785	4346	少数股东损益	21	118	200	166
其他流动负债	3092	2835	3245	3682	归属母公司净利润	1146	1699	2123	2782
非流动负债	2426	3477	3477	3477	EBITDA	1988	3025	3805	4471
长期借款	1201	1201	1201	1201	EPS (元)	0.25	0.38	0.47	0.61
其他非流动负债	1225	2276	2276	2276					
负债合计	11715	12671	13135	13788					
少数股东权益	281	399	599	765					
股本	4527	4527	4527	4527					
资本公积	910	955	955	955					
留存收益	8176	9531	11654	14436					
归属母公司股东权	13613	15013	17136	19918					
负债和股东权益	25608	28082	30870	34471					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	4941	2100	2437	3466	成长能力				
净利润	1167	1817	2324	2948	营业收入	-33.3%	21.8%	18.8%	14.5%
折旧摊销	647	847	1035	1163	营业利润	115.2%	70.8%	30.3%	20.9%
财务费用	142	203	186	170	归属于母公司净利	244.1%	48.3%	25.0%	31.0%
投资损失	-2	-9	-11	-12	盈利能力				
营运资金变动	2681	-776	-1098	-803	毛利率 (%)	17.0%	18.0%	18.8%	19.4%
其他经营现金流	-1209	2611	3422	3751	净利率 (%)	7.6%	9.3%	9.8%	11.2%
投资活动现金流	-3367	-1300	-1488	-1508	ROE (%)	8.4%	11.3%	12.4%	14.0%
资本支出	-1943	-1450	-1503	-1527	ROIC (%)	6.7%	9.4%	10.8%	12.1%
长期投资	0	13	5	6	偿债能力				
其他投资现金流	-1423	137	11	12	资产负债率 (%)	45.7%	45.1%	42.6%	40.0%
筹资活动现金流	-803	-5	-642	-515	净负债比率 (%)	84.3%	82.2%	74.1%	66.7%
短期借款	11	-355	-456	-345	流动比率	1.58	1.81	1.97	2.16
长期借款	683	0	0	0	速动比率	1.26	1.47	1.59	1.76
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	9	45	0	0	总资产周转率	0.59	0.68	0.74	0.76
其他筹资现金流	-1507	306	-186	-170	应收账款周转率	3.16	4.12	4.16	4.07
现金净增加额	821	795	307	1442	应付账款周转率	3.91	4.98	5.00	4.93

资料来源：公司公告，华安证券研究所

注：数据截至 2024 年 1 月 5 日

分析师与研究助理简介

分析师: 万鹏程, 中央财经大学本科, 乌尔姆大学硕士。曾就职于公募基金、券商资管、境外券商研究所等机构。主要覆盖白酒。

重要声明

分析师声明

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, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引起的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 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指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;

中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;

减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;

无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。