

兆驰股份 (002429)

证券研究报告

2024年08月14日

守主业强转型，双轮驱动长期发展

兆驰股份：由终端制造企业转型科技集团企业。公司成立于2005年，起于家庭影音，兴于电视ODM，盛于LED，目前已成为全球消费类电子品牌和硬件厂商的重要合作伙伴。近年来多媒体视听产品及运营服务(含智慧显示、智慧家庭组网业务)是公司收入利润的基本盘和现金牛业务；同时公司着重深化LED全产业链的战略布局，在上游芯片、中游封装、下游照明及显示应用各环节持续发力，确立了各板块的细分龙头地位。股权结构方面，截至24H1公司实控人深圳国资持有股份比例20%，彰显对兆驰综合实力的认可，一定程度上提升了公司中长期抗风险能力。

LED：一体化布局优势突出，LED各环节大放异彩。兆驰在LED产业链实现全方位深度布局，实现“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”全工序的设计和生产制造。1)上游芯片：以子公司兆驰半导体为主体布局，24H1收入/净利润进一步快速扩张至14/3.8亿元，分别同比+57%/+253%，净利率同比+6pcts至28%。后续伴随LED芯片业务扩产助力规模效应释放，并依托普通照明LED芯片提价+高附加值产品产能释放带动结构优化，叠加技术创新持续推进，其在业内竞争力有望持续提升。2)中游封装：以兆驰光元为主导，在LED照明领域得到一线品牌客户高度认可，在LED背光领域已成为中大尺寸LED背光源的主要供应商之一，公司持续受益Mini LED降本放量，与上游芯片在高端产品中深度协同共同推动业务转型升级。3)LED应用：照明领域采取自有品牌+ODM模式，提供照明成品灯具产品；背光领域已覆盖主流的中大尺寸背光LED；显示领域进入较晚但投入积极，21年独立设立子公司兆驰晶显并选择全面押注COB直显路线，24年上半年实现营业收入4.45亿元，净利润1.1亿元，对应净利率24%，在引领COB显示技术革新的同时公司已在市场中占有绝对份额。伴随新增产线陆续进场，虚拟像素应用带动COB显示面板成本下降，以及产品应用从G端走向B端/C端，COB有望打开中长期成长空间。

电视ODM：代工市场规模稳增，公司客户增势向好。自2007年起兆驰便专注于液晶电视的设计研发、生产和销售，现已形成完整的电视整机产品体系，成为全球消费类电子品牌和硬件厂商的长期合作伙伴。2023年/24H1兆驰多媒体视听产品及运营服务营收规模127/69亿元，同比+13%/+21%；2017-2023年该业务毛利率整体呈提升趋势，在面板周期、原材料价格波动、市场需求不确定的客观外部环境中，充分展现了自身的经营韧性。展望后续，公司海外电视ODM业务有望依托北美优质客户ONN实现稳步发展，并可依托自身LED产业链一体化优势加强与一众客户的粘性，今年2月沃尔玛收购Vizio、Roku逐渐发力硬件业务等均有有望给公司带来潜在订单，区域上欧洲、东南亚、南美等市场仍具备开拓空间。

投资建议：公司电视ODM业务深耕海外增势稳健，北美客户和新兴市场增量订单有望持续；芯片产品结构升级逐渐确立子公司兆驰半导体从规模到价值的行业领先地位，封装板块受益Mini LED降本放量迎来新的增长，COB产品持续降本显示点间距范围扩大，助力其应用领域延伸拓展。公司技术创新及智能制造的经营理念不断在LED各环节复用，随着产业链延伸，兆驰正由终端制造企业逐步向科技型集团企业转型，预计公司24/25/26年归母净利润为21.7/26.3/30.6亿元。结合ODM/LED产业链可比公司24年市盈率，给予公司电视ODM/LED产业链业务24年目标PE分别9x/23x，则对应24年目标市值339亿元，对应目标股价7.5元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：公司扩张及整合带来的管理风险；市场竞争加剧的风险；汇率波动风险；商誉减值风险；测算过程具有一定主观性。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	15,028.37	17,167.02	21,394.35	25,250.20	28,476.56
增长率(%)	(33.32)	14.23	24.62	18.02	12.78
EBITDA(百万元)	2,953.58	3,583.95	3,624.51	4,239.53	4,729.66
归属母公司净利润(百万元)	1,145.95	1,588.42	2,169.67	2,634.11	3,059.16
增长率(%)	244.13	38.61	36.59	21.41	16.14
EPS(元/股)	0.25	0.35	0.48	0.58	0.68
市盈率(P/E)	18.80	13.57	9.93	8.18	7.04
市净率(P/B)	1.58	1.46	1.39	1.32	1.25
市销率(P/S)	1.43	1.26	1.01	0.85	0.76
EV/EBITDA	4.76	6.38	6.02	5.07	4.80

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	家用电器/黑色家电
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	4.76元
目标价格	7.5元

基本数据

A股总股本(百万股)	4,526.94
流通A股股本(百万股)	4,524.33
A股总市值(百万元)	21,548.24
流通A股市值(百万元)	21,535.83
每股净资产(元)	3.36
资产负债率(%)	47.44
一年内最高/最低(元)	6.01/4.07

作者

孙谦	分析师
SAC执业证书编号：S1110521050004	
sunqiana@tfzq.com	
宗艳	分析师
SAC执业证书编号：S1110522070002	
zongyan@tfzq.com	
赵嘉宁	分析师
SAC执业证书编号：S1110524070003	
zhaojianing@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《兆驰股份-公司点评:ODM订单稳定增长，原材料采购策略进一步完善》2021-01-28
- 《兆驰股份-季报点评:外销同比大幅增长，Q3业绩大超预期》2020-10-21
- 《兆驰股份-半年报点评:LED全产业链发展迅速，外销出货逆势增长》2020-08-25

内容目录

1. 兆驰股份：终端制造企业转型科技集团企业.....	5
1.1. 稳健经营，以视听及通信类产品为基，打造 LED 第二成长曲线.....	5
1.2. 管理层经验丰富，实控人变更带动治理优化.....	6
2. LED：一体化布局优势突出，各环节大放异彩.....	8
2.1. LED 上游：芯片国内龙头，持续迭代结构升级.....	10
2.2. LED 封装：行业景气度回升，Mini LED 背光迎来新增长.....	15
2.3. LED 应用：押注 COB 直显，积极扩产大有可为.....	20
2.3.1. 兆驰照明：产品矩阵完善，聚焦产品开发及市场开拓.....	20
2.3.2. 背光：承接 Mini LED 背光整机订单，技术路径渗透有望放量.....	21
2.3.3. COB 直显：兆驰占据赛道绝对份额，间距微缩化+成本优化推动渗透.....	22
3. 电视 ODM：代工市场规模稳增，公司客户增势向好.....	25
3.1. 行业：电视代工市场规模提升，头部厂商受益.....	25
3.2. 公司：ODM 下游客户高增，新兴市场具备潜力.....	27
4. 财务分析：费用投放效率领先，盈利改善持续兑现.....	32
4.1. 营收&业绩双位数高增，结构升级+费用提效推升盈利.....	32
4.2. 在手现金稳定，偿债能力提升.....	34
4.3. 预付面板采购带动现金支出短期增加，存货周转领先可比公司.....	35
5. 盈利预测.....	37
6. 投资建议.....	37
7. 风险提示.....	38

图表目录

图 1：兆驰股份发展沿革.....	5
图 2：兆驰股份三大业务板块.....	5
图 3：2017-2024H1 兆驰股份营业总收入及增速（亿元，%）.....	6
图 4：2017-2024 H1 兆驰股份归母净利润及增速（亿元，%）.....	6
图 5：2017-2024H1 兆驰股份毛利率及归母净利率.....	6
图 6：2017-2024H1 兆驰股份收入分业务构成（亿元）.....	6
图 7：兆驰股份股权结构图（截至 2024 年中报）.....	7
图 8：LED 产业链全景图.....	9
图 9：兆驰 LED 产业链全布局.....	9
图 10：Mini/Micro 产业链垂直一体化布局.....	10
图 11：2021-2025E 全球 LED 蓝宝石衬底市场规模及增速.....	11
图 12：2019-2023 年中国 LED 蓝宝石衬底需求量及增速.....	11
图 13：2023 年全球蓝宝石衬底市场份额.....	11
图 14：2017 年蓝宝石需求量结构中，LED 衬底材料为最重要应用.....	11

图 15: 2019-2025E 全球碳化硅衬底市场规模及预测 (亿美元)	12
图 16: 2020 年全球碳化硅衬底材料市场份额	12
图 17: 碳化硅器件下游应用结构占比	12
图 18: 全球&中国外延片市场规模	13
图 19: 2019-2021 年中国大陆 MOCVD 保有量 (台)	13
图 20: 2018-2023E 中国 LED 芯片市场规模预测 (亿元)	14
图 21: 2021 年中国 LED 芯片市场品牌格局	14
图 22: 2022-2024H1 兆驰半导体收入 (亿元)	15
图 23: 2020-2024H1 兆驰半导体净利润及净利率 (亿元)	15
图 24: 2018-2023 年中国 LED 封装市场规模及预测 (亿元)	16
图 25: 当前中国 LED 封装市场竞争格局较为分散	16
图 26: 2016-2022 年 LED 行业下游应用占比	16
图 27: SMD 与 COB 技术工序对比	17
图 28: 兆驰光元发展历程	18
图 29: 2011 年至 23H1 兆驰光元营业收入 (亿元)	18
图 30: 2014 年至 23H1 兆驰光元净利润及净利率 (亿元)	18
图 31: 兆驰光元涵盖产品范围示意图	19
图 32: 2018 年至 2021H1 兆驰光元分业务营收占比 (亿元)	19
图 33: 2018 年至 2021H1 兆驰光元分业务毛利率	20
图 34: 2022-2026 年 Mini LED 背光市场出货量 (万台)	21
图 35: Mini LED 背光显示器基本结构	21
图 36: 中国大陆小间距 LED 显示屏市场销售额 (亿元)	22
图 37: 中国大陆小间距 LED 显示屏市场出货面积 (千平方米)	22
图 38: 2023 年中国大陆小间距 LED 显示屏按封装技术产品结构及变化	23
图 39: 2023-2028E 中国大陆 LED 小间距 COB 市场终端销售额预测 (亿元)	23
图 40: 2022-2023 年中国大陆 P1.6-1.1 出货面积份额增长明显	24
图 41: 大屏 LED 直显面板的长期空间分析	25
图 42: 23 年/24Q1 全球 TV 出货 195/43M, 同比-4%/-1% (百万台)	25
图 43: 近年来全球电视代工市场出货量占比呈提升趋势 (百万台)	25
图 44: 2019 年-2024Q1 全球电视市场分区域出货量结构	26
图 45: 2019 年-2024Q1 全球电视市场分区域出货量 YoY	26
图 46: 2019-24H1 全球专业电视 ODM 工厂出货量份额	26
图 47: 2019-24H1 全球专业电视 ODM 工厂出货量 YoY	26
图 48: 2015-2024H1 多媒体视听产品及运营服务收入及占比 (亿元)	28
图 49: 2014-2016 年液晶电视收入占多媒体视听产品比重超 8 成	28
图 50: 22 年以来液晶电视面板价格均价呈提升态势 (美元/片)	28
图 51: 17-23 年多媒体视听产品及运营服务毛利率呈攀升态势 (%)	28
图 52: 2023 年北美订单高增带动海外收入占比提升明显 (亿元)	29
图 53: 2024 年 ONN 近 6 成代工量由兆驰供应	29
图 54: 23H2 以来 Vizio 硬件毛利率有所承压 (百万美元)	29
图 55: 2023 年 SmartCast OS 平台用户数量 1850 万, ARPU 约\$32.5	29

图 56: 若沃尔玛收购落地, Vizio 代工结构预测兆驰供货份额达 40%	30
图 57: 2023 年彩电行业除中国+北美外其余市场出货量占比达 57%	30
图 58: Roku Pro 系列电视于 2024 年春季在美国上市	30
图 59: 2023 年、2024E 代工厂在北美份额变化趋势 (迪显预测)	30
图 60: 2017 年至 2024H1 兆驰股份营业收入 (亿元)	32
图 61: 2017 年至 2024 H1 兆驰股份归母/扣非净利润 (亿元)	32
图 62: 2018 年至 2024Q1 兆驰股份与可比公司销售毛利率	33
图 63: 2018 年至 2024Q1 兆驰股份与可比公司销售费用率	33
图 64: 2018 年至 2024Q1 兆驰股份与可比公司管理费用率	33
图 65: 2018 年至 2024Q1 兆驰股份与可比公司财务费用率	33
图 66: 2018 年至 2024Q1 兆驰股份与可比公司研发费用率	33
图 67: 2018 年至 2024Q1 兆驰股份与可比公司归母净利率	34
图 68: 兆驰与可比公司货币资金+交易性金融资产占总资产比重	34
图 69: 2018 年至 2024Q1 兆驰股份与可比公司资产负债率	34
图 70: 2018 年至 2024Q1 兆驰股份与可比公司流动比率	35
图 71: 2018 年至 2024Q1 兆驰股份与可比公司速动比率	35
图 72: 2014 年至 2024H1 兆驰股份经营、投资、筹资活动产生现金流量净额 (亿元)	35
图 73: 2018 年至 2024Q1 兆驰股份及可比公司存货周转天数 (天)	36
图 74: 2018 年至 2024Q1 兆驰股份及可比公司应收账款周转天数 (天)	36
图 75: 2018 年至 2024Q1 兆驰股份及可比公司应付账款周转天数 (天)	36
表 1: 22 年 7 月 25 日公司实控人更迭为深圳市人民政府国有资产监督管理委员会 (深圳市资本运营集团母公司)	7
表 2: 公司高管团队具备丰富行业经验, 并有深圳国资高管担任董事职位	8
表 3: LED 作为第四代光源具备众多优点	8
表 4: 三种 LED 衬底材料综合性能比较	10
表 5: 中国 LED 外延芯片市场竞争格局	14
表 6: 兆驰照明产品覆盖室内/户外、商业空间/公共场所等场景	21
表 7: 虚拟像素示意图	24
表 8: 全球主要电视代工厂简介及代表客户	27
表 9: 小米推出 Mini LED 系列产品带动行业价格下探 (元/台; 括号内为 SKU 分区数)	31
表 10: 小米/红米电视主要代工厂一览	31
表 11: 兆驰股份业务拆分情况	37
表 12: 兆驰股份与可比公司估值对比 (Wind 一致预期, 统计日期 2024/8/12)	38

1. 兆驰股份：终端制造企业转型科技集团企业

1.1. 稳健经营，以视听及通信类产品为基，打造 LED 第二成长曲线

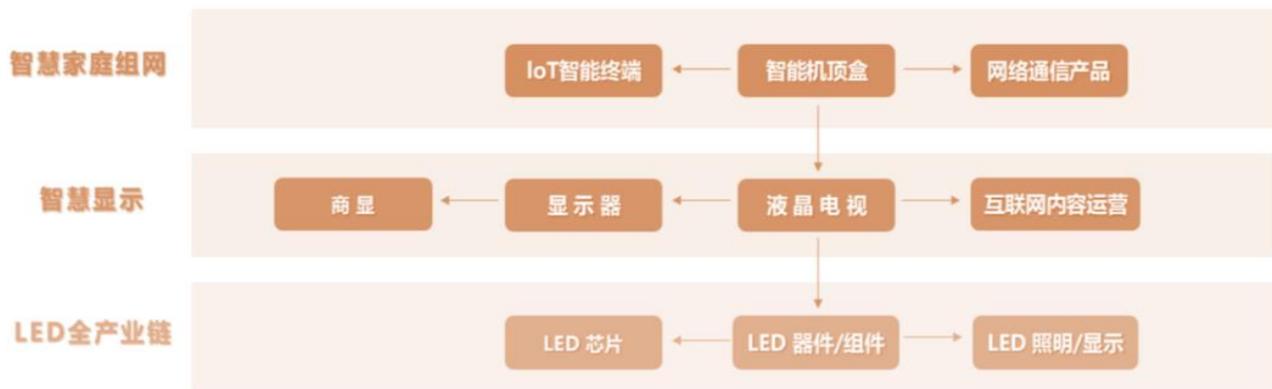
深耕智慧显示及运营，LED 产业链一体化布局加深。公司成立于 2005 年，起于家庭影音，兴于电视 ODM，盛于 LED，目前已经成为全球消费类电子品牌和硬件厂商的重要合作伙伴。公司主营业务分为三大板块：智慧显示、智慧家庭组网及 LED 全产业链，多媒体视听产品及运营服务是公司收入利润的基本盘和现金牛业务，同时公司着重深化 LED 全产业链的战略布局，在上游芯片、中游封装、下游照明及显示应用各环节持续发力，带动 LED 产业链业务收入占比整体呈上升趋势。在业务延伸过程中，公司秉承开放协作的创新思路，各业务群形成资源互补、优势共济与协同运营，最终实现垂直产业链的深度绑定，带动公司核心竞争力进一步增强。

图 1：兆驰股份发展沿革



资料来源：兆驰股份官网，兆驰股份公告，天风证券研究所

图 2：兆驰股份三大业务板块

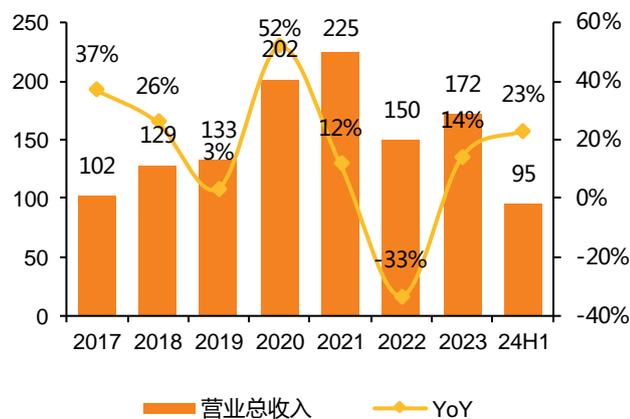


资料来源：兆驰股份公告，天风证券研究所

上半年收入增长提速，结构优化带动盈利改善。公司 2023/24H1 实现营业总收入 172/95 亿元，分别同比+14%/+23%，2017-2023 年收入 CAGR 达 9%取得长足发展。盈利能力方面，公司毛利率稳健，2018 年以来处于攀升态势并于 2023 年达到 19%，近年来由于 LED 业务发展（占比由 2018 年的 14% 上升至 2024H1 年的 27%），结构优化带动整体毛利率稳步上

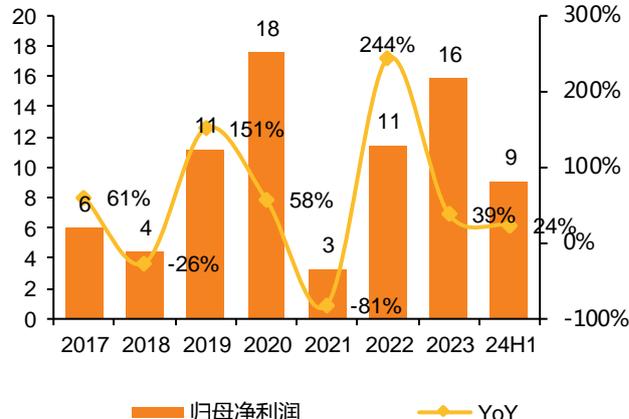
行，除 2021 年计提恒大系坏账外，公司净利率大致于 8% 上下轻微波动，在面板周期、原材料价格波动、市场需求不确定的客观外部环境中，充分展现了自身的经营韧性。

图 3：2017-2024H1 兆驰股份营业总收入及增速（亿元，%）



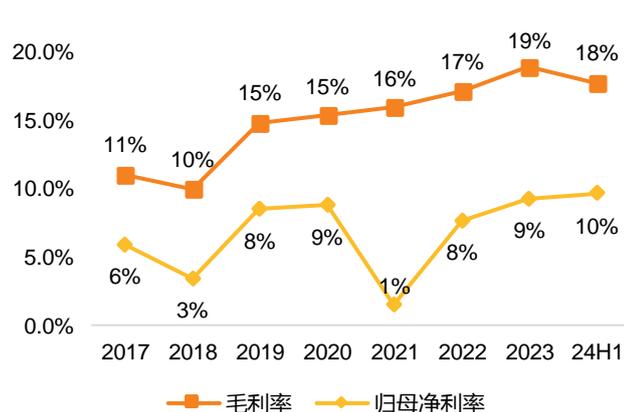
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：2017-2024H1 兆驰股份归母净利润及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：2017-2024H1 兆驰股份毛利率及归母净利润率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：2017-2024H1 兆驰股份收入分业务构成（亿元）

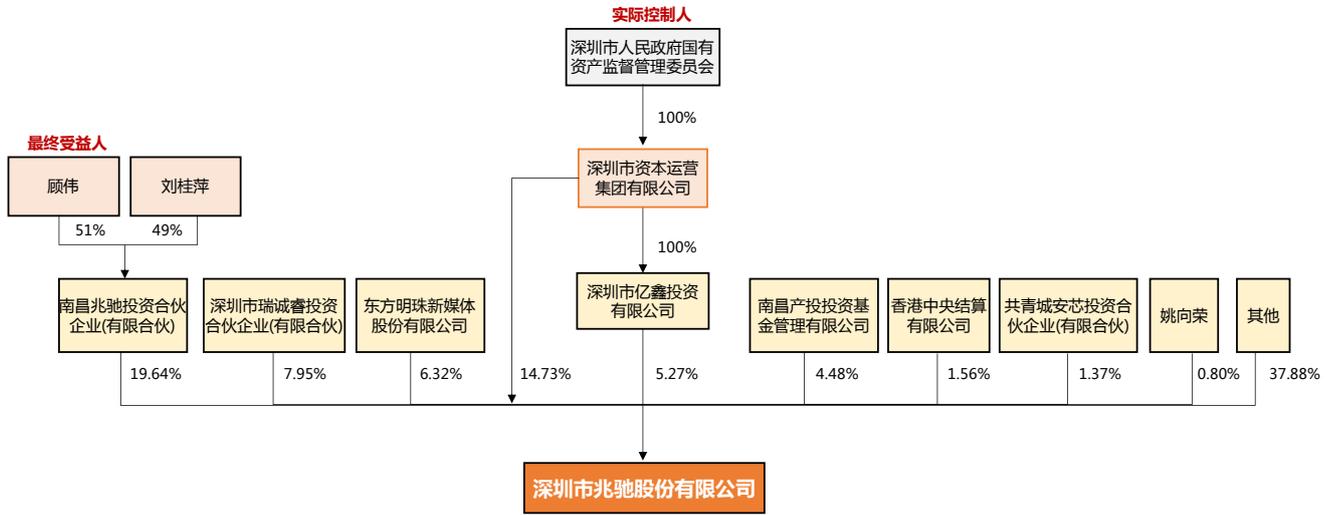


资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2. 管理层经验丰富，实控人变更带动治理优化

深圳国资入主，彰显综合实力认可。截至 2024 年中报，公司实际控制人为深圳市人民政府国有资产监督管理委员会，其旗下 100% 控股的深圳市资本运营集团有限公司，一方面通过深圳市亿鑫投资有限公司间接持有上市公司股份 5.27%，另一方面直接持有上市公司 14.73% 股份，合计持有上市公司股份比例达 20%；公司最终受益人为顾伟（公司董事长、创始人），其通过持有南昌兆驰投资合伙企业(有限合伙)51% 的股份，间接持有上市公司股份比例 10%。复盘公司过往实控人变动情况，2022 年 7 月 25 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 8.9 亿股（人民币普通股 A 股），占公司股份总数的 20%，股份转让完成前，公司控股股东为南昌兆投，实际控制人为顾伟先生，转让后公司实控人更迭为深圳市资本运营集团。2021 年公司受恒大集团及其成员企业应收项目计提减值准备影响净利润大幅下跌，深圳国资最终取得兆驰股份的控制权，彰显对兆驰综合实力的认可，同时背靠深圳国资的兆驰股份，其中长期抗风险能力得以加强，且后续有望集中更多优势资源，以更稳定、更雄厚的资金实力在新型显示领域实现长期发展。

图 7：兆驰股份股权结构图（截至 2024 年中报）



资料来源：Wind，兆驰股份公告，天风证券研究所

表 1：22 年 7 月 25 日公司实控人更迭为深圳市人民政府国有资产监督管理委员会(深圳市资本运营集团母公司)

股东	变动前			变动后		
	股份数量(股)	持股占比	表决权比例	股份数量(股)	持股占比	表决权比例
南昌兆驰投资合伙企业(有限合伙)	1782249627	39.37%	39.37%	889084227	19.64%	5.00%
顾伟	3475286	0.08%	0.08%	3475286	0.08%	
深圳市资本运营集团有限公司	-	-	-	666818300	14.73%	14.73%
深圳市亿鑫投资有限公司	-	-	-	226347100	5.00%	5.00%

资料来源：兆驰股份公告，天风证券研究所

兆驰高管团队行业经验丰富，深圳国资高管兼任董事。兆驰股份董事长顾伟为公司的主要创始人，总经理欧军、副总经理严志荣均在公司发展前期加入并任职多年。此外，伴随 2022 年公司实控人变更，深圳市资本运营集团的高管（徐腊平、孙慧荣等）自同年 11 月起担任公司董事职务，自此公司与深圳国资深度绑定，利于公司中长期稳健发展。

表 2：公司高管团队具备丰富行业经验，并有深圳国资高管担任董事职位

类别	姓名	主要工作经历
非独立董事	顾伟	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月担任公司监事；2007年6月至2010年8月担任公司总经理； 2007年6月至今担任公司董事长。
	徐皓平	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，深圳市资本运营集团有限公司高级经理、副部长、部长、董事会秘书、投资总监等职务。 现任深圳市资本运营集团有限公司党委委员、副总经理，2022年11月起任公司董事。
	孙慧荣	曾任深圳市勘察测绘院有限公司高级职员、项目负责人，深圳市地平线投资管理有限公司投资总监，深圳市资本运营集团有限公司（原深圳市远致投资有限公司）战略研究与并购重组部高级经理、副部长等职务。现任深圳市资本运营集团有限公司资产管理部部长、审计部部长。 2022年11月起任公司董事。
	欧军	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月担任公司副总经理，后任公司TV事业部总经理。 2017年10月至今担任公司总经理，2022年11月起任公司董事。
	李新威	曾任广东核电合营有限公司会计部主任，深圳市万山实业股份有限公司财务部经理，深圳市能源总公司财务部干部，深圳妈湾电力有限公司财务部部长，深圳能源集团发电分公司财务部部长、总会计师，深圳能源集团资金办公室副主任，深圳妈湾电力有限公司经理局常务副总经理，惠州市城市燃气发展公司董事长，深圳能源财务有限公司总经理，四川深能电力投资有限公司董事长，深圳南山热电股份有限公司董事长、党委书记。 2022年11月起任公司董事。
独立董事	范鸣春	1988年参加工作，历任苏州中科创新型材料股份有限公司董事长；深圳市市场和质量管理委员会党组书记、常务副主任；深圳市投资控股有限公司党委书记、董事长；中共福田区委副书记；深圳市工商行政管理局（物价局）党组成员、副局长；深圳市工商行政管理局（物价局）办公室主任、物价检查所主任科员；湖北省物价局物价检查所主任科员等职务。 2022年11月起任公司独立董事。
	傅冠强	曾任中国海洋工程服务有限公司出纳、会计；深圳蛇口信德会计师事务所经理助理；深圳高威联合会计师事务所合伙人；大鹏证券有限责任公司计划财务部总经理；华林证券有限责任公司财务部总经理；中国光大控股有限公司内地财务总监；2011年7月至今，任广东弘德投资管理有限公司副总经理。 2022年11月起任公司独立董事。
	张增荣	曾任深圳市信利康供应链管理有限公司副总裁；深圳市梓盛发实业集团有限公司财务总监；香港宝兴塑胶制品厂有限公司副总裁；深圳前海鲤鱼网络科技有限公司财务总监；庄严控集团有限公司副总裁。 2019年7月12日起任公司独立董事。
监事	陈高飞	现任深圳市资本运营集团有限公司纪委副书记、纪检监察室（监事会办公室）主任。 2022年11月起任公司监事。
	丁莎莎	2013年8月加入深圳市兆驰股份有限公司，现任总裁助理职务，分管党建、工会、政府对外关系及资金申报、人力资源、行政及建设办等管理工作。 2015年7月31日至今任公司监事，兼任深圳市兆驰节能照明股份有限公司监事、深圳市兆驰数码科技股份有限公司监事、深圳市兆驰多媒体股份有限公司监事、深圳市兆驰照明股份有限公司监事、深圳市兆驰供应链管理有限公司监事、深圳市兆驰软件技术有限公司监事。
	胡珺	2007年5月至今任职于深圳市兆驰股份有限公司，现任公司总裁秘书，兼任深圳市兆驰数码软件技术有限公司监事、江西兆驰光元科技股份有限公司监事。 2021年12月起任公司监事。
高级管理人员	欧军	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月担任公司副总经理，后任公司TV事业部总经理。 2017年10月至今担任公司总经理，2022年11月起任公司董事。
	严志荣	2010年11月加入公司，历任总经理助理、财务负责人、董事会秘书、副总经理、董事； 现任公司副总经理、财务负责人，同时兼任部下属公司董事、监事、高级管理人员。
	单华锦	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月任公司监事； 2021年12月至今任公司副总经理、董事会秘书。

资料来源：兆驰股份公告，天风证券研究所

2. LED：一体化布局优势突出，各环节大放异彩

发光二极管（LED）是一种先进的半导体器件，能够将电能直接转化为光能，LED的多样性来自于不同半导体材料的光学特性，这些材料能够发出不同波长的光线，从而产生丰富的色彩效果。通过精密的芯片加工、封装技术，LED被塑造成各种形态和规格，以满足指示、显示、背光源、照明和城市景观等不同应用场景需求。

表 3：LED 作为第四代光源具备众多优点

发光效率高	光效可达50至200流明/瓦
耗电量少	同样的照明效果，LED灯耗电量是白炽灯的八分之一，是荧光灯的二分之一
使用寿命长	平均可使用10万小时
亮度和色彩容易控制	可实现色彩动态变幻和数字化控制，亮度连续可调
环保	不含汞、钠等有害物质，废弃物可回收
其他	体积小、可靠性高、响应时间短、结构简单等特点

资料来源：新华网，河北科普网，天风证券研究所

LED 产业链涵盖从原材料采购到最终产品应用的全过程，它由以下几个主要环节构成：**原材料供应→LED 衬底制备→LED 外延生长→LED 芯片制造→LED 封装→LED 应用**。在 LED

产业链中，通常将衬底制作、外延生长和芯片制造定义为产业的上游部分，涉及到 LED 核心部件的生产；中游为 LED 封装环节；下游则是最终产品应用，具体包括各种 LED 照明解决方案和显示技术。其中，LED 外延片和 LED 芯片制造过程将直接影响终端 LED 产品的性能与质量，是 LED 生产过程中最为核心的环节，其技术发展水平直接决定了下游应用的渗透程度及覆盖范围。

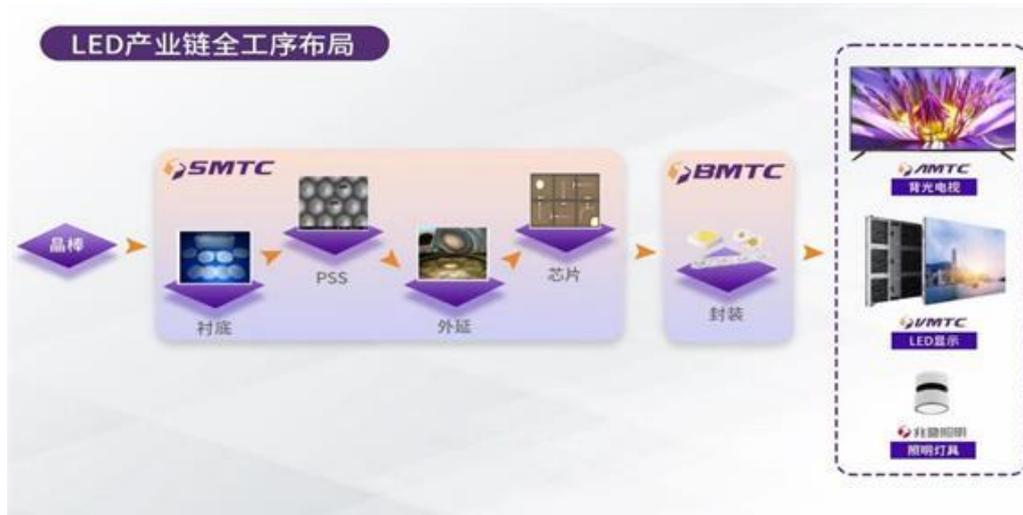
图 8：LED 产业链全景图



资料来源：中商产业研究院，深圳市电子商会，新浪财经，Wind，聚飞光电/芯瑞达/兆驰股份/东山精密 2023 年年报，天风证券研究所

兆驰股份在 LED 产业链实现全方位深度布局，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”全工序的设计和生产制造。从产业链垂直发展的角度，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、控制生产运营成本，并有望转局部最优为全局最优，利用内生体系优势增强综合竞争力和抗风险能力。

图 9：兆驰 LED 产业链全布局

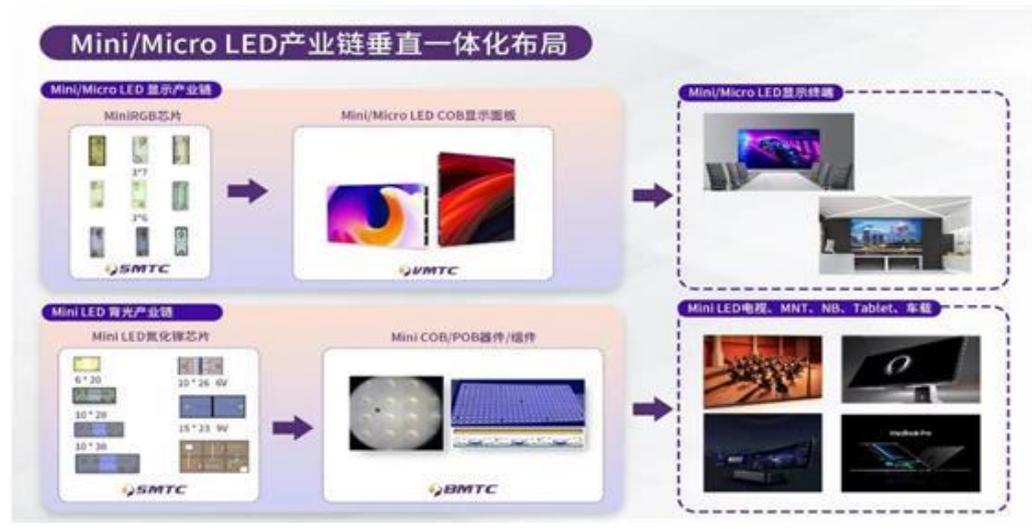


资料来源：兆驰股份公告，天风证券研究所

除传统 LED 外，公司发挥垂直一体化的优势，完整搭建了 Mini LED 背光及 Mini/MicroLED 显示两大垂直产业链，上下协同着力提升各环节在 Mini LED 的市场份额，有望充分受益

Mini LED 渗透实现自身业务高增。

图 10：Mini/Micro LED 产业链垂直一体化布局



资料来源：兆驰股份公告，天风证券研究所

2.1. LED 上游：芯片国内龙头，持续迭代结构升级

LED 芯片前道制造包括衬底、外延和芯片加工三大环节：

➢ 衬底：LED 照明行业发展带动下，蓝宝石衬底市场规模稳步扩张

衬底材料是外延生长的基础，衬底材料的选择对 LED 外延片的质量至关重要，它需要满足结构特性、化学稳定性、热学性能、导电性、光学性能、机械性能、尺寸和形状等多方面要求。目前制作 LED 芯片常用的三种衬底材料为蓝宝石、硅、碳化硅。其中，蓝宝石衬底具备生产技术成熟、器件质量较好、稳定性很好等优势，但存在硬度较高不易减薄和切割、导热性能一般等缺陷；硅衬底、碳化硅衬底内部电流可以纵向流动，因而增大了 LED 的发光面积、提高了 LED 的出光效率，同时硅为热的良导体，所以器件的导热性能明显改善，但其制造成本相较于蓝宝石衬底较高，实现商业化还需持续降本。此外 GaAs、AlN、ZnO 等材料也可作为衬底，通常根据设计的需要选择使用。

表 4：三种 LED 衬底材料综合性能比较

衬底材料	导热系数 W/(m·K)	膨胀系数 X10E-6	稳定性	导热性	成本	抗静电能力
蓝宝石 Al ₂ O ₃	46	1.9	一般	差	中	一般
硅 Si	150	5~20	良	好	低	好
碳化硅 SiC	490	-1.4	良	好	高	好

资料来源：超迈 CMVAC 公众号，天风证券研究所

蓝宝石衬底因具备良好的透光性、传导性，需求主要集中在 LED 照明领域，国产厂商具备竞争优势。据前瞻产业研究院，2017 年 LED 衬底材料应用占蓝宝石需求量的约 80%以上，

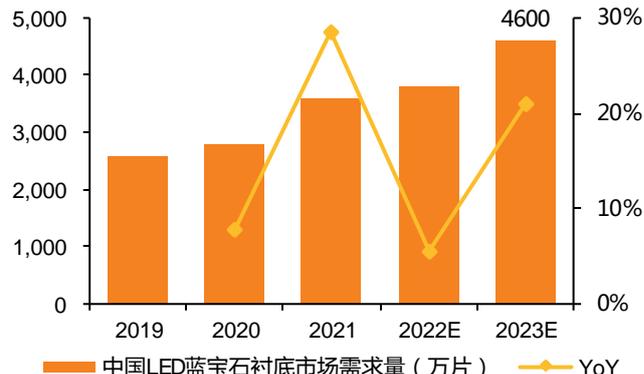
表明蓝宝石衬底在照明领域，尤其是 LED 照明制造中，有着极高的应用比例和市场需求。自 90 年代以来，LED 照明逐渐渗透进人们的日常生活，蓝宝石开始广泛应用于 LED 衬底材料，在 LED 照明行业快速发展下，LED 蓝宝石衬底的市场规模、需求量也在快速提升，据智研咨询预测，2023 年我国 LED 蓝宝石衬底的市场需求量预计达到 4600 万片左右（对应市场规模将达到 26.5 亿元左右），占同期全球蓝宝石衬底需求量（约 2.45 亿片）的 19%。从全球竞争格局看，2023 年全球蓝宝石衬底厂商前二企业（中图科技和晶安光电）合计占比超过 70%，行业集中度较高。

图 11：2021-2025E 全球 LED 蓝宝石衬底市场规模及增速



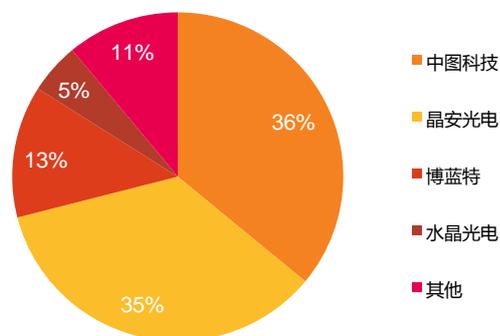
资料来源：中商产业研究院，深圳市电子商会，GGII，天风证券研究所

图 12：2019-2023 年中国 LED 蓝宝石衬底需求量及增速



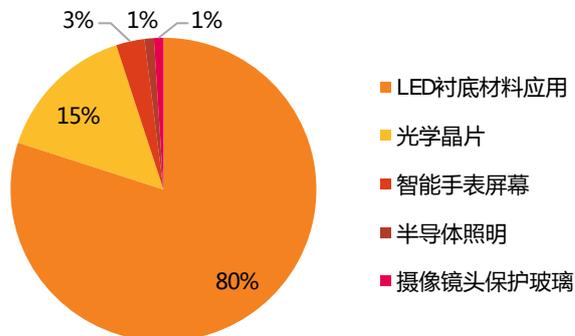
资料来源：智研咨询公众号，天风证券研究所

图 13：2023 年全球蓝宝石衬底市场份额



资料来源：中商产业研究院，深圳市电子商会，天风证券研究所

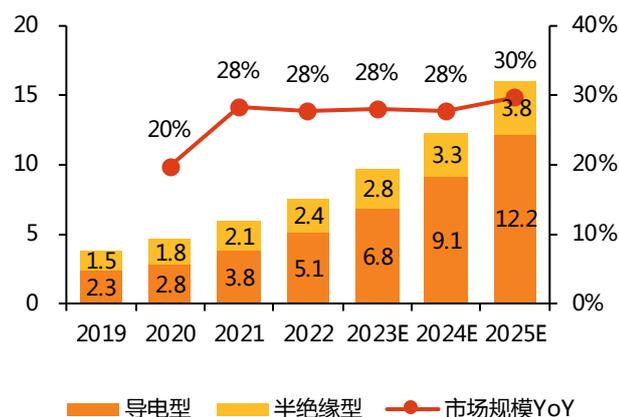
图 14：2017 年蓝宝石需求量结构中，LED 衬底材料为最重要应用



资料来源：半导体照明网公众号，天风证券研究所

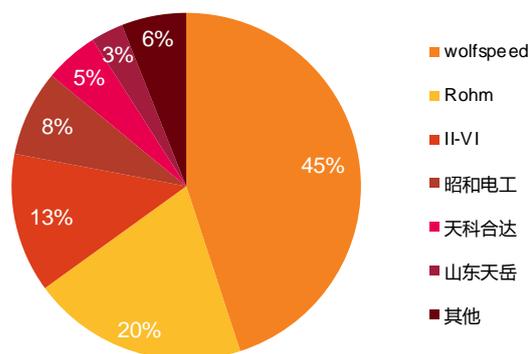
碳化硅衬底具备禁带宽度大、热导率高、临界击穿场强高、电子饱和漂移速率高等特点，故碳化硅功率器件主要应用于电动汽车、充电桩、光伏新能源等领域。据 YOLE 统计，2022 年全球导电型碳化硅衬底和半绝缘型碳化硅衬底市场规模分别为 5.12/2.42 亿美元，中商产业研究院预计到 2023 年市场规模分别达到 6.84/2.81 亿美元，2025 年市场规模有望进一步提升至 12.2/3.8 亿美元。随着技术的进步和制造成本的降低，碳化硅在新能源领域的应用正在不断扩大，碳化硅衬底市场扩容速率（约 28%-30%）高于蓝宝石衬底市场，且未来碳化硅材料将成为新能源和 5G 通信技术中碳化硅、氮化镓器件发展的关键支撑。竞争格局方面，基于碳化硅衬底制造工艺难度大、研发时间长，存在较高的技术门槛和人才门槛，目前美国在全球产业格局中占龙头地位，据 Yole 统计，2020 年海外厂商占有全球碳化硅衬底产量的 86% 以上，国内企业天科合达、山东天岳分别占据 5%、3% 份额。从下游应用市场占比看，新能源汽车应用占比最大（38%），其次是消费类电源（22%），光伏逆变器占比达 15%。

图 15：2019-2025E 全球碳化硅衬底市场规模及预测（亿美元）



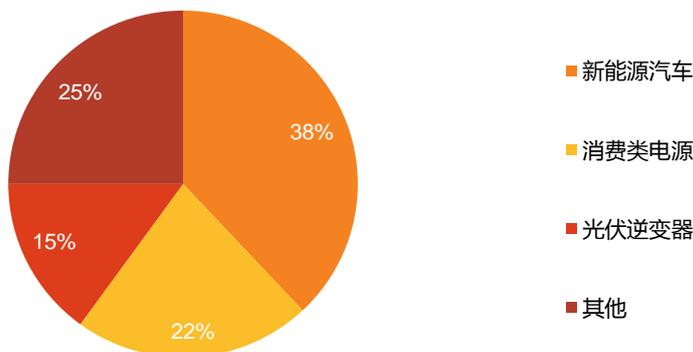
资料来源：中商情报网公众号，深圳市电子商会，YOLE，天风证券研究所

图 16：2020 年全球碳化硅衬底材料市场份额



资料来源：YOLE，安纳芯半导体公众号，天风证券研究所

图 17：碳化硅器件下游应用结构占比



资料来源：CASA，中商情报网公众号，天风证券研究所

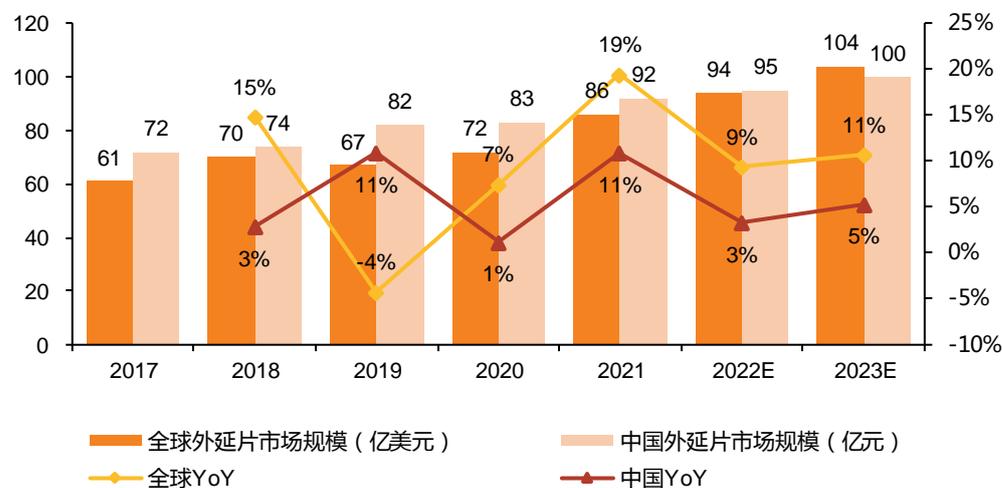
➤ 外延：外资技术占据主导，国内势力逐步兴起

GaN 系半导体材料的外延生长主要采用 MOCVD 方法，普遍采用蓝宝石、SiC 衬底。GaN 系半导体材料的外延生长主要采用 MOCVD 方法，普遍采用蓝宝石、SiC 衬底。LED 外延生长环节的基本原理为在一块加热至适当温度的衬底基片上，利用气态物质（如 InGaAlP 等）在衬底表面生长出特定单晶薄膜。外延芯片行业的发展历程可追溯到 20 世纪 50 年代，当时仙童半导体公司首次提出外延生长概念，并利用化学气相沉积（CVD）技术在硅衬底上成功生长了硅外延层，进入 1970 年代，有机金属化学气相沉积（MOCVD）技术引入，叠加 1990 年代移动通信和互联网的兴起带动高速电子器件和光电器件的需求激增，外延技术迎来新的发展机遇。GaN 系半导体材料的外延生长主要采用 MOCVD 方法，用于氮化镓生长的最普遍衬底为蓝宝石衬底，其次为 SiC，目前还未有第三种衬底用于氮化镓 LED 的商业化生产。

全球外延片市场的增长与下游半导体行业的兴衰密切相关。随着 5G 技术和人工智能的快速发展，消费电子产品的需求激增，带动了半导体市场的复苏和增长，也带动全球外延片行业市场规模呈现出稳增态势，全球外延片市场规模从 2017 年的 61 亿美元扩张至 2021 年的 86 亿美元（CAGR 达 9.0%），中商产业研究院预计 2023 年有望攀升至 104 亿美元；我国作为全球重要的半导体产品终端市场，外延片市场规模稳定增长，2017-2021 年市场规模由 72 亿元增长至 92 亿元（CAGR 达 6.3%），中商产业研究院预计 2023 年市场规模达到 100 亿元。展望未来，随着智能终端设备和可穿戴技术的不断创新，以及新能源汽车、

5G 通信技术、物联网等新兴领域的快速发展，对于功率器件、模拟芯片的需求有望显著增加，这些技术的进步和应用扩展预计将推动外延片市场的持续增长。

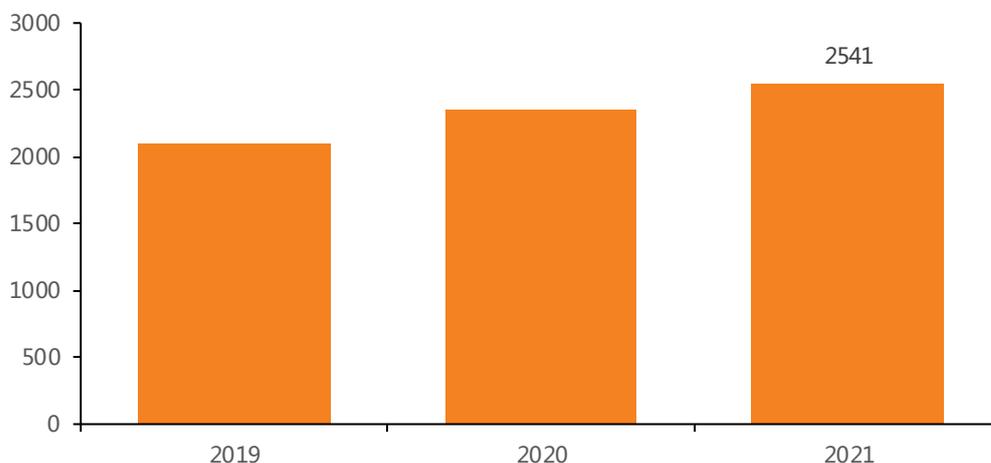
图 18：全球&中国外延片市场规模



资料来源：中商产业研究院，深圳市电子商会，天风证券研究所

目前国内市场竞争格局为外资企业占据技术主导。产品层面，外延芯片作为 LED 核心器件中的前端高技术产品，由日本、德国、美国等地的企业掌握高端技术；设备层面，由于 LED 外延生产环节属于资金技术密集型产业，一条外延片生产线通常需要亿元投资，而 MOCVD 等外延片核心生产设备业主要依赖进口，进一步提高了中国 LED 外延行业的进入门槛；人才层面，生产外延片对于人才要求较为严格，国内外延片生产企业都分布在经济实力强、技术人才集中的中国东部和南部沿海地区。在国家高度重视、大力扶持半导体行业发展的背景下，我国半导体产业快速发展，产业链各环节的产能和技术水平都取得了长足的进步。设备层面，近年来我国 MOCVD 保有量持续上升，2019 年中国大陆 MOCVD 保有量超 2000 台，约占全球总量的 75%，2021 年中国大陆 MOCVD 保有量进一步升至约 2541 台，同时在中微等公司的努力下，国产 MOCVD 装备比例也在逐步上升。产品制造层面，目前三安光电、华灿光电、兆驰股份、乾照光电等国内企业已处于行业前列。

图 19：2019-2021 年中国大陆 MOCVD 保有量 (台)



资料来源：新浪财经，前瞻产业研究院，CSA Research，天风证券研究所

表 5：中国 LED 外延芯片市场竞争格局

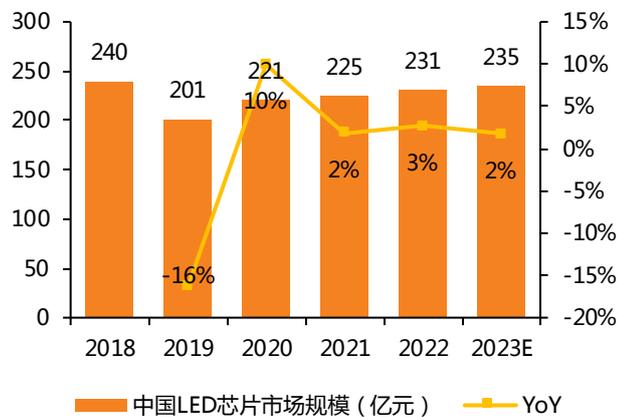
第一梯队	Soft-Epi 	IQE plc 	Lumentum 等
第二梯队	三安光电 	华灿光电 	兆驰股份 乾照光电等
第三梯队	浪潮华光 	晶湛半导体 	华兴激光 立昂微等

资料来源：新浪财经，前瞻产业研究院，各公司官网，天风证券研究所

➤ 芯片加工：近年来芯片行业规模回暖，行业集中度较高

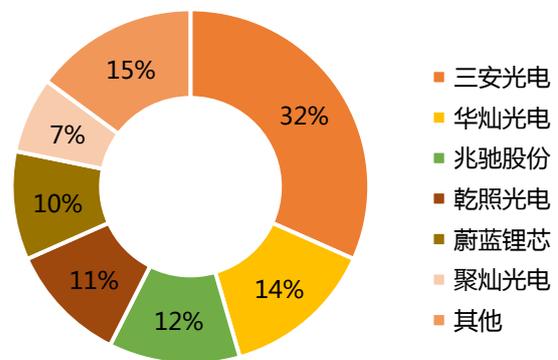
外延片经过晶体质量检测及后续加工环节（做电极、切割等）后即可制造成芯片，芯片为 LED 产业链中的重要环节之一，据中商产业研究院，2023 年国内 LED 芯片市场规模约 235 亿元，受益下游照明出口需求增长，叠加国内消费市场回暖，近年来整体灯光明行业市场逐步回暖。企业端，LED 芯片环节头部厂商为三安光电、华灿光电、兆驰股份等，近年来伴随落后产能淘汰、高端 LED 应用的技术壁垒提升、以及龙头企业规模优势显现，行业集中度有所提升，21 年 CR3 合计接近 60%。

图 20：2018-2023E 中国 LED 芯片市场规模预测（亿元）



资料来源：GGII，中商产业研究院，深圳市电子商会，天风证券研究所

图 21：2021 年中国 LED 芯片市场品牌格局



资料来源：中商产业研究院，深圳市电子商会，天风证券研究所

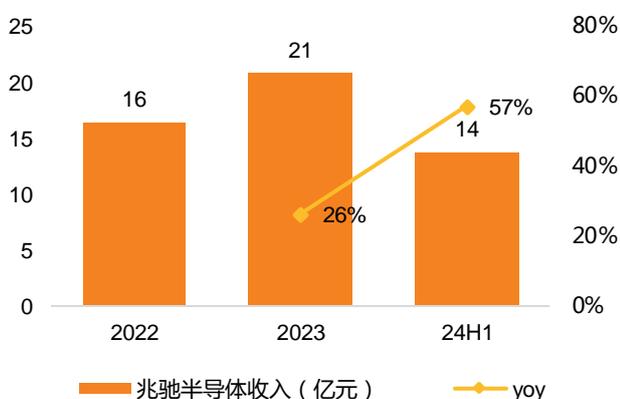
兆驰股份以子公司兆驰半导体为主体布局 LED 芯片领域，尽管为赛道后入者，兆驰在芯片产能、产品结构、微缩技术等维度快速建立优势。兆驰半导体 2023 年全年实现收入/净利润分别为 21/3.4 亿元，分别同比+26%/+9%，净利率达到 17%，为全行业唯一一家全年满产满销及扣非后较大幅度盈利的芯片厂；24H1 收入/净利润进一步快速扩张至 14/3.8 亿元，分别同比+57%/+253%，净利率同比+6pcts 至 28%。

1) LED 芯片扩产助力规模效应释放。2023 年公司 LED 氮化镓芯片扩产项目如期扩产，23 年 6 月底已实现月产量 100 万片（4 寸片），后续通过提升生产效率，截至 12 月底产量进一步扩张至 105 万片（4 寸片），公司氮化镓芯片居行业第二，产销量居全行业第一；同期砷化镓芯片产量达 5 万片（4 寸片）。

2) 下游订单充足, 普通照明 LED 芯片提价顺畅, 高附加值产品产能逐步释放。公司此前的产能主要投向普通照明产品, 目前已在通用照明、传统背光产品占据主要市场份额; 23 年公司芯片领域新产能逐步投向高毛利、高附加值的产品 (如高光效照明、倒装 & 高压特种照明、Mini LED 背光、RGB 显示等), 在实现满产的目标前提下, 不断提升中高端产品领域渗透率, 且 23H2 提升了应用在普通照明市场的 LED 芯片产品价格; 24H1 公司 LED 芯片产品结构升级仍在兑现, 普通照明产品产量逐步收缩, 更多产能释放到高毛利产品中, 实现高质量可持续发展, 确立子公司兆驰半导体从规模到价值的行业领先地位。

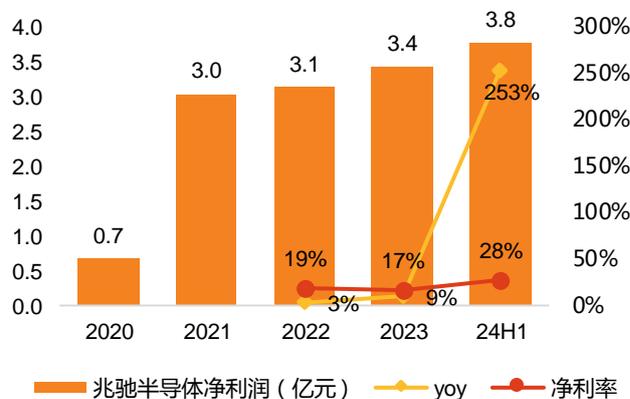
3) 技术创新持续推进, 芯片微缩技术进步行业领先。公司在行业内首推 03*07mil (88*175 μm), 03*06mil (70*160 μm) Mini RGB 芯片并大规模投入使用, 同时开发出 02*06mil (50*150 μm), 02*05mil (50*125 μm) 等更多微缩化芯片, 量产的芯片尺寸最终将到 02*04mil (50*100 μm)。截至 23 年底, 公司 Mini RGB 芯片单月出货量为 10000KK 组, 市场占有率超过 50%; 24H1 兆驰半导体 Mini RGB 芯片的出货量已达到行业领先水平, 单月出货量高达 12000KK 组, 市占率超 50%, 进一步巩固公司在行业中的领先地位。

图 22: 2022-2024H1 兆驰半导体收入 (亿元)



资料来源: 兆驰股份公告, 天风证券研究所

图 23: 2020-2024H1 兆驰半导体净利润及净利率 (亿元)

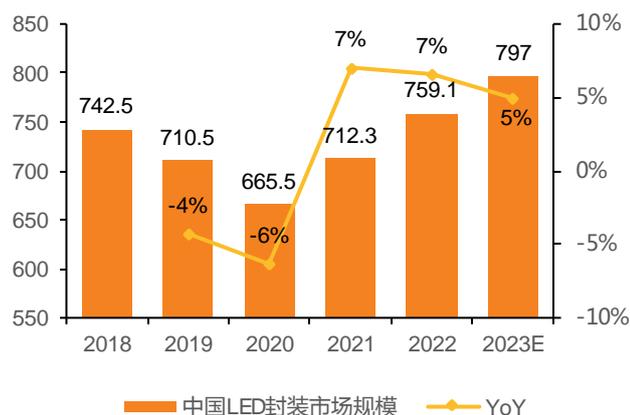


资料来源: 兆驰股份公告, 天风证券研究所

2.2. LED 封装: 行业景气度回升, Mini LED 背光迎来新增长

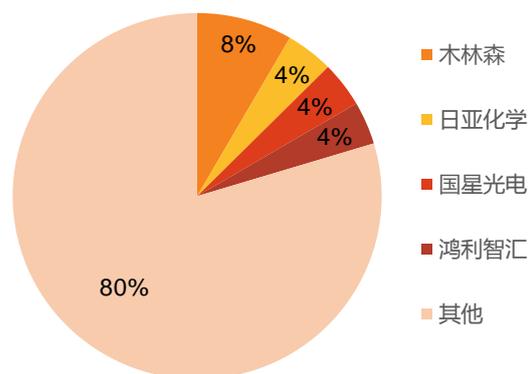
近年来国内 LED 封装市场在供给、需求两侧均实现扩张, 行业竞争格局较为分散。LED 封装是指将集成电路装配为发光芯片最终产品的过程, 其目的在于保护芯片、并实现信号连接, 起到稳定性能、提高发光效和使用寿命的作用。供给侧, 在国际 LED 封装产业的早期发展中, 竞争主要围绕着欧美日厂商、韩国和中国台湾厂商、中国大陆本土厂商三个主要阵营展开, 欧美日厂商最早进入该领域, 在技术上拥有领先优势。随着中国封装企业的迅速扩张, 国际厂商面临成本压力, 逐渐将生产订单外包给中国的代工企业。到了 2019 年, 中国大陆在全球 LED 封装市场的份额已经高达 71%, 确立了在全球市场中的主导地位。竞争格局方面, 中国封装行业起步早期资本进入较多, 使得行业企业数量较多, 据中商产业研究院 2023 年 7 月所发布报告, 当前中国 LED 封装市场竞争激烈且格局较为分散, 木林森以 8.38% 的市场份额位居行业第一, 其次分别为日亚化学、国星光电和鸿利智汇, 这三家企业分别占据 4.2%、4.0% 和 3.8% 的市场份额, 另有东山精密、聚飞光电、兆驰光元、瑞丰光电、厦门信达、天电光电、晶台股份等众多优势企业。需求侧, 中国作为全球 LED 封装的核心市场, 近年来受益于下游新兴应用市场需求的带动, LED 封装市场恢复平稳增长, 据 GGII 预测, 2023 年中国 LED 封装市场规模有望同比提升 5%, 扩张至 797 亿元。

图 24：2018-2023 年中国 LED 封装市场规模及预测（亿元）



资料来源：GGII，中商产业研究院，深圳市电子商会，天风证券研究所

图 25：当前中国 LED 封装市场竞争格局较为分散

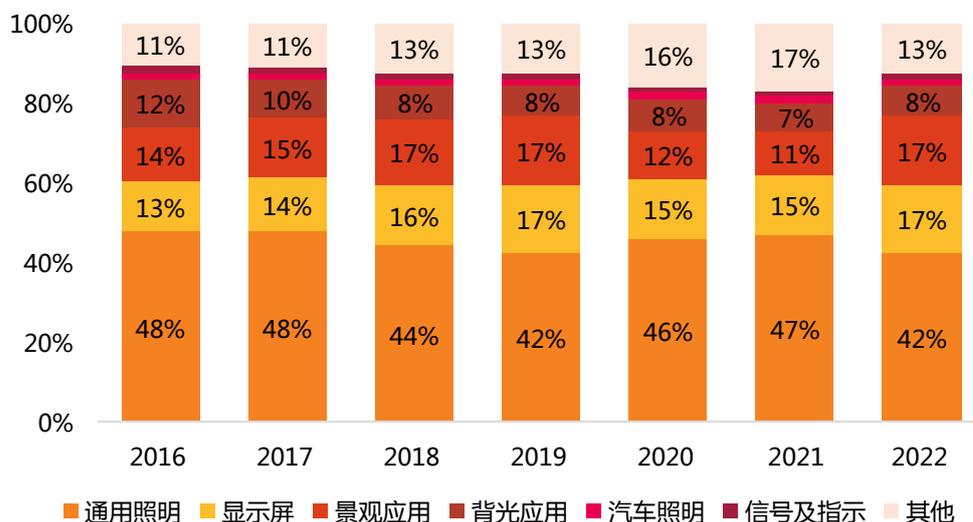


资料来源：中商产业研究院，深圳市电子商会，天风证券研究所

注：中商产业研究院于 2023 年 7 月所发布报告统计数据。

从封装市场下游看，LED 通用照明为行业是最重要的下游应用，且拥有景观照明、显示屏、背光等多元应用领域。据国家半导体照明工程研发及产业联盟，2022 年通用照明领域是 LED 照明的重要应用板块，在 LED 照明行业占比 42.4%，其次是景观照明和显示屏，分别占比 17.3%和 17.0%，趋势上通用照明占比稳中有降，而景观照明、显示屏、背光等多元应用领域正逐步兴起。

图 26：2016-2022 年 LED 行业下游应用占比



资料来源：CSA，中商产业研究院公众号，前瞻产业研究院公众号，华经产业研究院，东方财富网等，天风证券研究所

经过 40+年的发展，LED 器件的封装先后经历了引脚式封装、SMD 表面贴装式封装、COB 多芯片集成封装等，逐步朝着像素点间距微小化方向发展。

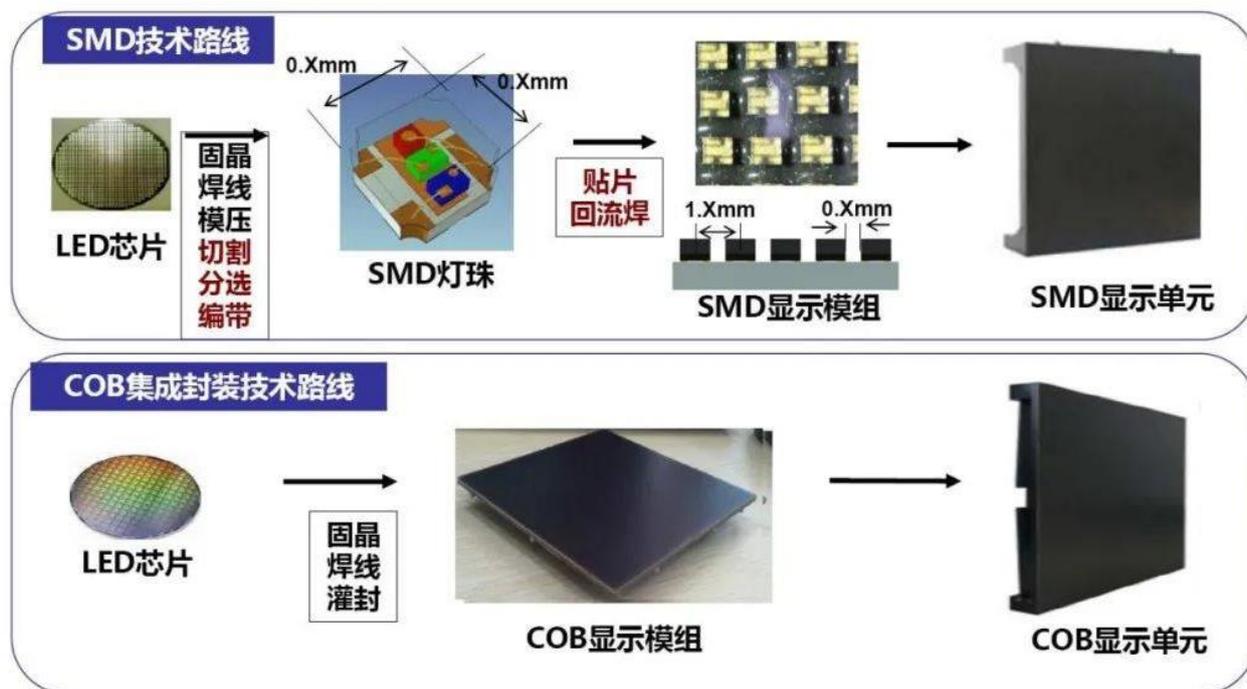
1) **引脚式封装**：采用引线支架作各种封装外型的载体，是最先研发成功投放市场的封装结构。引脚式封装设计和制造工艺比较成熟，缺点在于热阻大，寿命较短，因应用受限、市场成熟，引脚式封装目前只应用于小部分传统照明领域（如指示灯照明等），已不属于

主流封装方式。

2) **SMD 表面贴装式封装**：SMD 为直接将芯片固定在基板表面，再通过导线将芯片电极与 PCB 板焊接起来，最后用荧光胶封住芯片的一种封装方式，可以使器件和电路之间建立可靠的机械和电气连接。SMD 封装由于采用更轻、尺寸更小的 PCB 板和反射层材料，所使用的密封胶更少，并去除较重的碳钢材料引脚，可实现小尺寸、轻量化，且提高了散热系数，很好地解决了亮度、视角、平整度、可靠性、一致性、散热等问题，主要应用于中小功率 LED 器件，是行业内的主流封装方式。而伴随灯珠点间距的缩小，封装过程中的灯脚、焊点也会越小，故而出现焊锡稳定性较差、容易脱落、良率低等问题，因此催生了倒装 COB 方式。

3) **COB 多芯片集成封装**：COB 是指将多颗 LED 芯片集成在基板上进行引线键合实现电气连接进行封装，其特点是单颗器件封装功率高、光色分布均匀、耐高温。相较于 SMD 工艺，传统 COB 封装工艺省去了将 LED 芯片加工成 SMD 灯珠的过程，同时可实现细小化和高可靠性，具有良好的抗撞击和防水特性；倒装 COB 技术则进一步省去了支架与回流焊接等过程，通过最短工艺实现 LED 芯片焊点与基板电路的原子级电气连接，并且倒装芯片正面没有电极和焊线的遮挡，发光面积更大，发光效率更高，显示效果更好，未来有望成为三种方案中唯一能实现更小芯片、更小点间距，进入 Micro LED 的技术路径。因此，COB 封装在照明领域多用于专业照明（如汽车车灯、商业照明、工程照明等），在显示领域可用于小间距和 Mini LED 产品封装。

图 27：SMD 与 COB 技术工序对比



资料来源：艾邦 LED 网，天风证券研究所

兆驰的 LED 封装业务以子公司兆驰光元为主导，其主要有 LED 器件及组件两类产品。根据封装方式进行分类，兆驰光元 LED 器件产品的生产方式可分为 SMD 封装（包括 PLCC 和 CHIP LED）和灯丝/COB 封装，LED 组件则是多个 LED 器件组成的模块性产品。根据应用场景，兆驰光元产品定位于照明、背光和显示三大主流应用领域。凭借在产品开发、技术创新、市场开拓等方面打下的扎实基础，公司在 LED 背光领域已成为中大尺寸 LED 背光源的主要供应商之一，在 LED 照明领域得到一线品牌客户的高度认可，并通过 Mini RGB 封装技术在 LED 显示领域有所发展。

图 28：兆驰光元发展历程



资料来源：兆驰光元官网，天风证券研究所

图 29：2011 年至 23H1 兆驰光元营业收入（亿元）



资料来源：兆驰股份公告，Wind，天风证券研究所

注：2021 年兆驰光元收入数据缺失。

图 30：2014 年至 23H1 兆驰光元净利润及净利率（亿元）



资料来源：兆驰股份公告，Wind，天风证券研究所

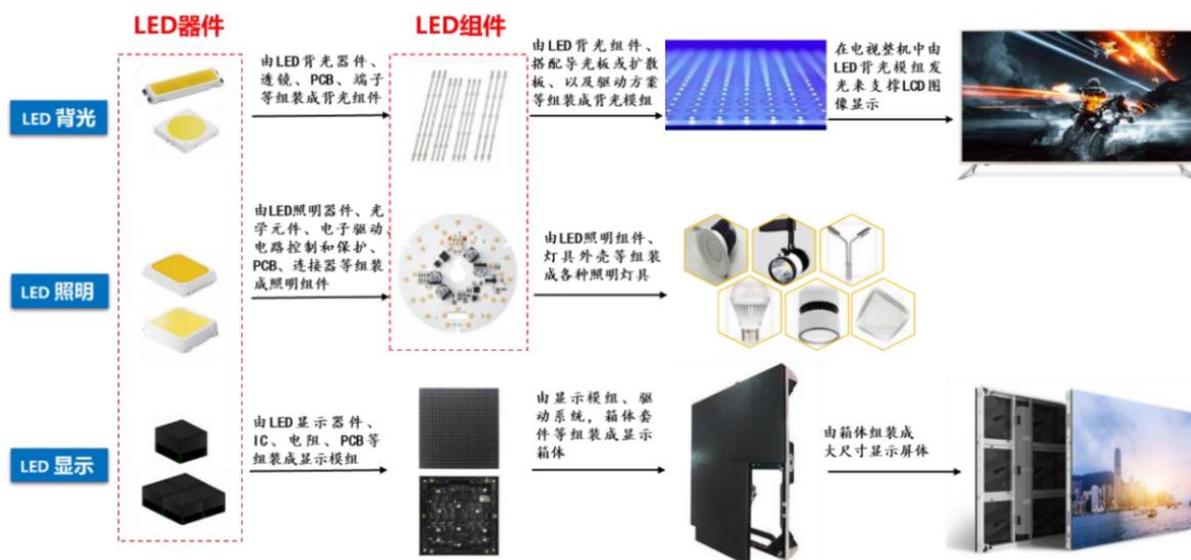
LED 背光领域：21H1 实现收入 3.8 亿元(收入占比 26%)，其中器件/组件分别占 15%/85%，可应用于 LCD 电视/显示器/笔记本电脑/手机等领域，并绑定国内外整机龙头客户。在 LED 背光领域，兆驰光元是较早实现 Mini LED 背光产品量产的企业之一，背光产品布局合理，在中端整机应用市场实现全面覆盖，于 2019 年进入高端电视背光应用领域，并在 2020 年开发了 POB 和 COB 两种封装形态的 Mini LED 背光产品并逐步实现量产，使得公司在高端产品领域领先于行业，截至 2022 年公司已成为三星 LED、索尼、LG、夏普、康佳、创维、TCL 等国内外知名电视机客户的长期合作供应商。基于较好的显示表现及较高性价比，后续 Mini LED 电视增长空间可观，据洛图统计，2022 年全球高端电视销量 1500 万台，销量占比 7.4%，其中 OLED/Mini Led 背光电视分别 690/340 万台；Omdia 预计，2023 年 Mini LED 电视全球出货量有望超 600 万台，假设全球电视出货量 2 亿台，对应出货量渗透率约 3%；TrendForce 预测 2027 年全球 Mini LED 电视出货量将达 2440 万台，假设全球电视出货量 2 亿台，对应出货量渗透率约 12%。伴随下游 Mini LED 渗透率大幅上升，优质客户的 Mini LED 背光模组订单有望为公司 LED 封装业务发展注入动能。

LED 照明领域：21H1 实现收入 9.1 亿元(收入占比 63%)，其中器件/组件分别占 95%/5%，可应用于通用/商业/景观/植物等多领域，斩获国内外照明龙头客户订单。随着 LED 技术的不断突破，LED 照明应用领域不断拓展，已经从传统通用照明向新兴照明应用领域发展，公司在自身掌握的基础技术上研发出了 LED 高效白光封装技术、LED 灯丝灯封装技术、高

品质健康照明技术等核心技术，开发了面向 LED 植物照明、汽车照明、氛围照明和健康照明等高附加值的 LED 新兴市场。当前公司已在通用照明、高光效照明、健康照明等领域夯实，并开拓三星 LED、三雄极光、阳光照明、亿光电子、隆达电子等知名客户。2023 年照明市场整体平稳运行，公司高毛利大功率照明已经量产，全光谱健康照明产品已实现批量出货，并与上游芯片在高端产品中深度协同以推动产品高端化目标，带动中长期盈利能力改善。

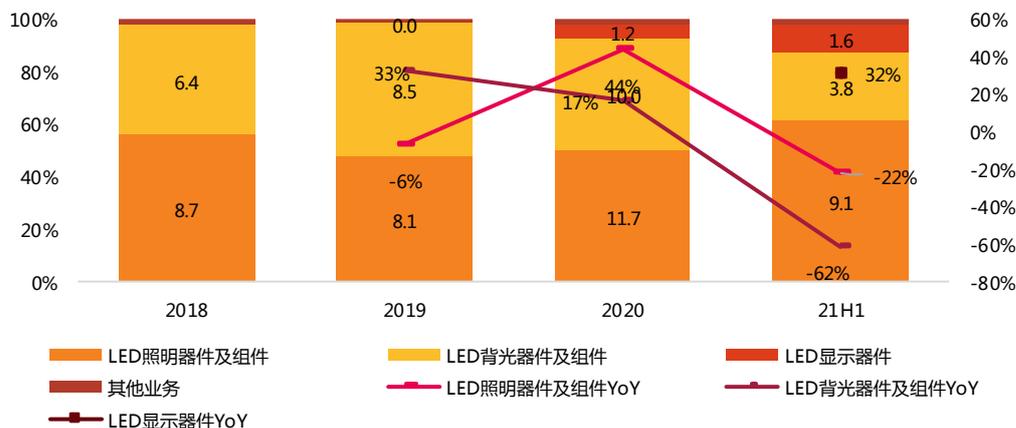
LED 显示领域：21H1 实现收入 1.6 亿元（收入占比 11%），器件产品涵盖 Mini RGB、小间距系列和户外系列，可应用于室内及户外显示场景。基于显示技术的发展趋势，公司在 Mini LED、小间距显示等领域积极进行研发布局，2019 年开始向客户送样进行认证，目前已实现规模化量产。公司的 LED 显示器件产品包括 Mini RGB、小间距系列和户外系列，可应用于指挥调度、安防监控、会议室、公共媒体信息发布平台、商业显示等室内 LED 显示屏和广告屏、透明屏、站台屏、舞台租赁屏、球场屏等户外 LED 显示屏，公司在 LED 显示领域的客户包括三星 LED、洲明科技、利亚德、奥拓电子等知名企业。公司未来将针对 Mini RGB 显示技术进行持续深化，同时在高端显示小间距产品上不断创新，有序拓展公司在显示领域的市场定位。

图 31：兆驰光元涵盖产品范围示意图



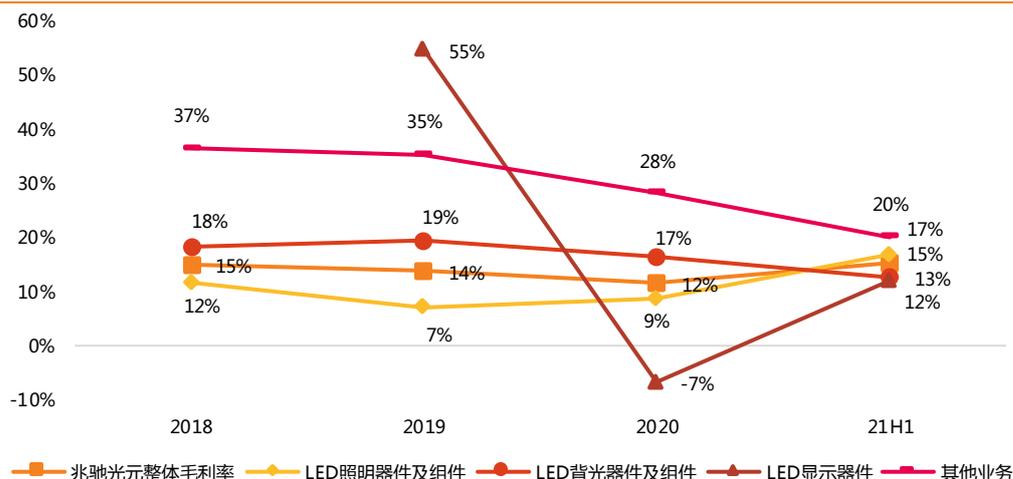
资料来源：兆驰光元招股书申报稿，天风证券研究所

图 32：2018 年至 2021H1 兆驰光元分业务营收占比（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 33：2018 年至 2021H1 兆驰光元分业务毛利率



资料来源 Wind，天风证券研究所

2.3. LED 应用：押注 COB 直显，积极扩产大有可为

基于上游芯片、中游封装产业链整合，公司 LED 应用板块已拥有成品照明灯具、电视背光及 COB 显示三大应用业务。照明领域，兆驰采取自有品牌+ODM 模式，提供照明成品灯具产品；背光领域，兆驰产品以背光 LED、背光灯条为主，覆盖主流的中大尺寸背光 LED；显示领域兆驰进入较晚，但投入积极，2021 年公司独立设立子公司兆驰晶显，基于公司旗下兆驰半导体所拥有的 RGB 芯片生产能力、电视 ODM 领域与三星等 TV 客户长期建立的深厚合作关系，以及在传统封装领域公司多年积累的大量直显行业客户，公司在 COB 技术与传统 SMD 技术交锋的时期，选择全面押注 COB 直显路线，矢志打造全球最大 COB 面板企业。

2.3.1. 兆驰照明：产品矩阵完善，聚焦产品开发及市场开拓

公司通过“兆驰照明”品牌及 ODM 业务推出照明成品灯具、灯饰等产品致力于为各类用户提供全场景解决方案。依靠兆驰股份充分的上下游垂直整合和全产业链布局，兆驰照明能为客户提供差异化的整体照明应用解决方案。其中，家居领域产品涵盖众多灯饰、各种功能性灯具及配套电气产品；商业领域，针对室内/户外、商业空间/公共场所等均有相应的产品组合与设计方案。后续公司将多维度拓展现有的照明业务，聚焦产品开发及市场开拓，不仅在技术创新、产品优化、品质控制等方面持续加强，更进一步深化与国内外知名品牌客户的合作，提升市场份额。

表 6：兆驰照明产品覆盖室内/户外、商业空间/公共场所等场景

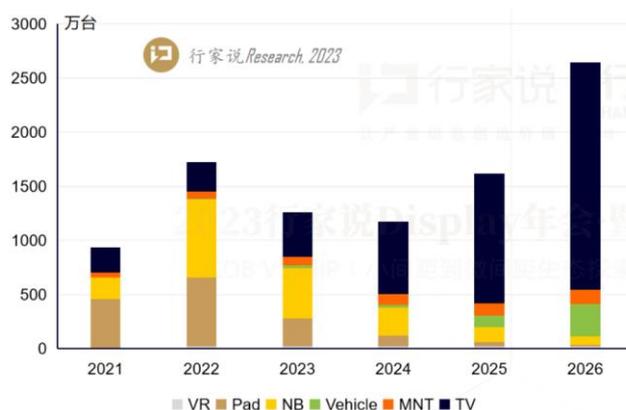
	产品图片	产品品类	适用场所
家居灯饰系列		吊灯、吸顶灯、壁灯、落地灯、台灯、过道灯、风扇灯	客厅、卧室、书房、儿童房、餐厅、厨房、卫生间、阳台、过道
家居照明系列		灯泡、蜡烛灯、灯管、灯带、筒灯、天花灯、导轨灯、厨卫灯、吸顶灯	基础照明、吊顶、暗槽、电视墙、家居陈列、储物空间、过道走廊、替换光源
开关电气系列		墙壁开关/插座、地插、断路器、漏电保护器、集成吊顶、浴霸、通风	家庭及各种公共场所
商业照明系列		球泡、PAR灯、MR16、T5一体化支架、T8灯管、面板灯、高低压灯带、筒灯、天花射灯、酒店射灯、格栅射灯、导轨射灯、泛光灯、工矿灯	办公照明、店铺照明、酒店照明、场馆照明、厂房照明等
户外照明系列		路灯、隧道灯、泛光灯、洗墙灯、地埋灯等	道路、桥梁、隧道、楼宇等

资料来源：兆驰股份官网，天风证券研究所

2.3.2. 背光：承接 Mini LED 背光整机订单，技术路径渗透有望放量

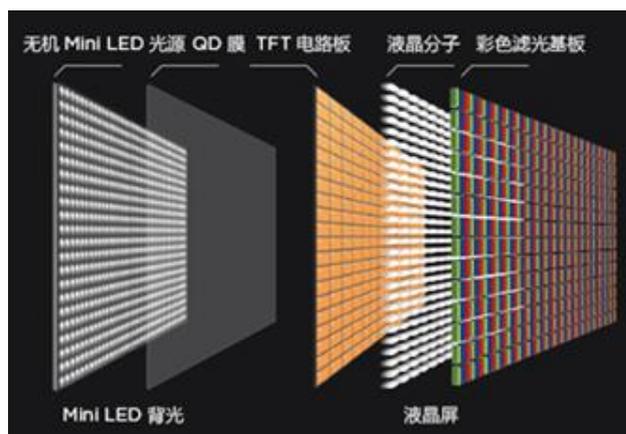
23 年 Mini LED 背光电视商业化进程加速。2023 年期间，Mini LED 背光电视成本降低带动渗透率提升，带动当年 Mini LED 背光产品商业化进度变化明显，行家说预计全年 Mini LED 背光产品整体出货量约 1259 万台。从应用领域看，23 年预计 Mini LED 背光在 TV 板块同比增长 50%、iPad 和笔记本电脑市场收缩。展望 2024 年，行家说预计 Mini LED 背光在 TV 领域的应用将保持增长态势，未来有望成为 Mini LED 背光的主要拉动力量；从更长长期维度看，基于 Mini LED 背光当前主要处于车规认证期，未来车载亦有望成为适合 Mini LED 背光技术的一大场景。

图 34：2022-2026 年 Mini LED 背光市场出货量（万台）



资料来源：行家说 Display 公众号，天风证券研究所

图 35：Mini LED 背光显示器基本结构



资料来源：容亿投资公众号，天风证券研究所

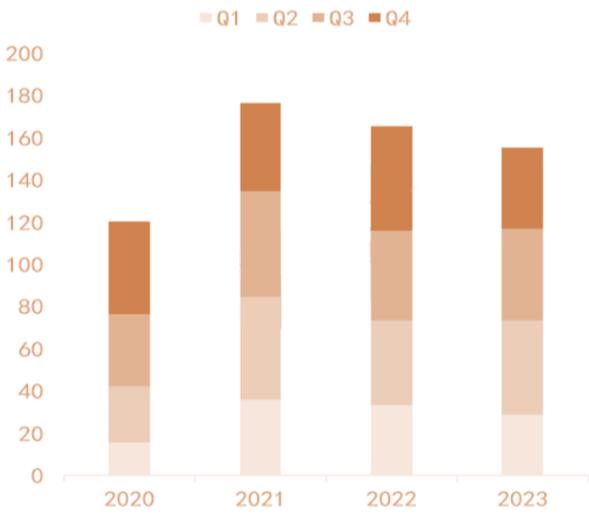
兆驰可提供涵盖市场主流尺寸的液晶电视或显示器等产品，并具备 Mini LED 电视整机订单承接能力。公司电视 ODM 板块已开始承接 Mini LED 电视整机的订单，并依托 Mini LED 核心供应链优势，助力客户实现 LCD 电视的产品升级。伴随 Mini LED 电视逐步从差异化产品逐步偏向于标准化，未来几年依托供应链技术进步及下游品牌与 ODM 厂商共同推动，Mini LED 电视渗透率有望加速（根据洛图统计，2022 年全球高端电视销量 1500 万台，销

量占比 7.4%，其中 OLED/Mini Led 背光电视分别 690/340 万台；Omdia 预计，2023 年 Mini LED 电视全球出货量有望超 600 万台，假设全球电视出货量 2 亿台，对应出货量渗透率约 3%；TrendForce 预测 2027 年全球 Mini LED 电视出货量将达 2440 万台，假设全球电视出货量 2 亿台，对应出货量渗透率约 12%)，有望为公司 LED 应用板块带来增量。

2.3.3. COB 直显：兆驰占据赛道绝对份额，间距微缩化+成本优化推动渗透

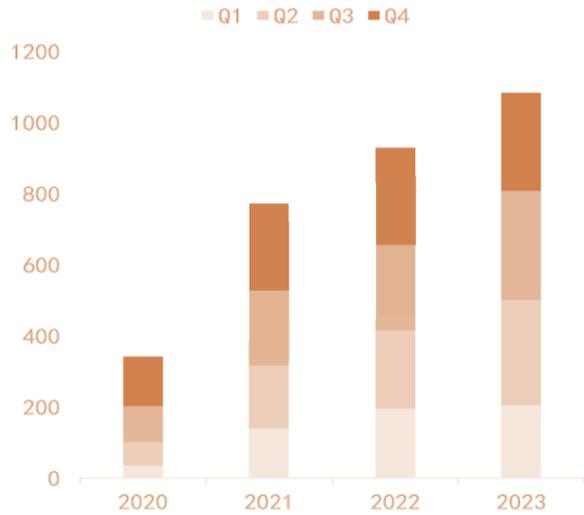
2023 年国内小间距 LED 显示市场规模超 150 亿元，伴随应用场景丰富市场规模持续扩容。小间距 LED 显示屏指的是点间距在 P2.5 及以下的室内 LED 显示屏，洛图科技发布的《中国大陆小间距 LED 显示屏市场季度分析报告》显示，2023 年中国大陆小间距 LED 显示屏市场的销售额为 155 亿元，同比下降 6.1%；出货面积为 108.4 万平方米，同比上涨 16.7%。小间距 LED 显示屏目前以视频会议场景应用为主（2023 年出货面积占比 43%），第二大应用场景信息发布（政务部门、教育、公共服务等）增长最快。小间距 LED 在亮度、色彩、可靠性、节能性等方面优势突出，逐渐在监控、调度等专业显示市场对液晶和 DLP 拼接屏实现替代，同时在会议室、广告宣传屏以及节目舞台等领域也正在侵蚀传统显示的份额，洛图科技预测 2024 年中国大陆小间距 LED 显示屏的市场规模将进一步增长。

图 36：中国大陆小间距 LED 显示屏市场销售额（亿元）



资料来源：洛图科技，天风证券研究所

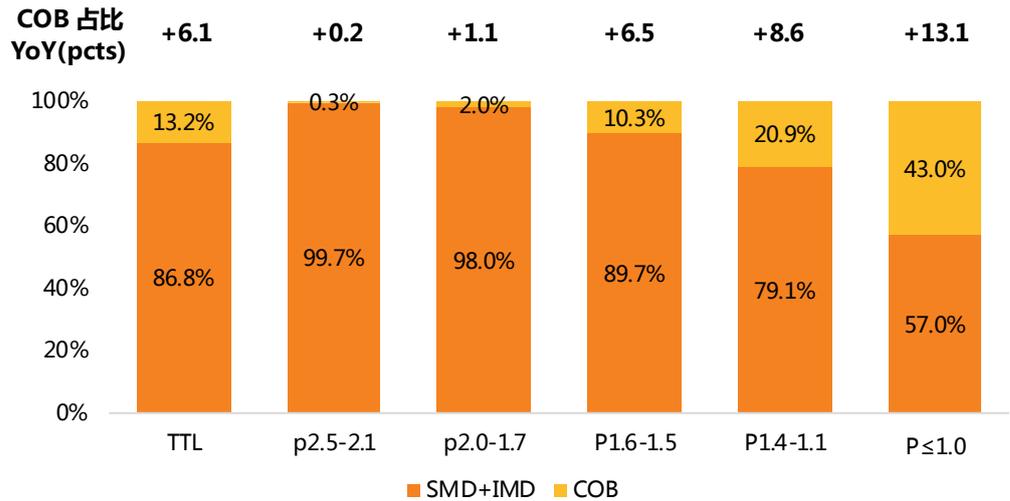
图 37：中国大陆小间距 LED 显示屏市场出货面积（千平方米）



资料来源：洛图科技，天风证券研究所

COB 技术开始在小间距 LED 显示市场崭露头角形成替代。从技术应用角度来看，在 2022 年以前，LED 显示屏产业仍以 SMD 技术路线为主流；至 2022 年，P1.5 及以上点间距绝大部分为 SMD 方案，P1.2 市场主流的技术路线为 SMD 方案，伴有较低渗透率的 COB 方案。经过核心生产技术突破、供应链整合、制造水平提升等，2023 年期间 COB 技术逐步成熟，产能释放、价格下沉，据洛图科技，2023 年 COB 整体渗透率翻番增长至 13.2%。总体而言，目前小间距 LED 显示仍以 SMD 为主流封装方式（约九成份额），当前由 SMD 技术路线衍生而来的 MiP（Mini LED）开始在小间距以下市场与 COB 技术竞争，在 P1.2 以上的显示市场 SMD 与 COB 争夺。

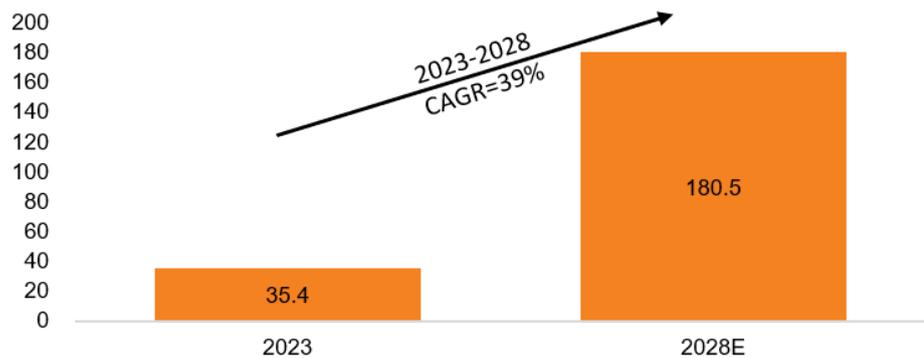
图 38：2023 年中国大陆小间距 LED 显示屏按封装技术产品结构及变化



资料来源：洛图科技，天风证券研究所

COB 成本突破，优势向更多间距市场延伸。过去 COB 封装方案受制于成本良率未大规模普及，据 GGII 调研数据，22 年国内 COB 显示销售额超 15 亿，仅占整个小间距 LED 显示市场的 8.5%。伴随兆驰为代表的企业解决 COB 直通良率低问题，COB 生产成本得以大幅降低，据行家说数据，23 年以来 COB 模组价格下降约 40%-50%，实现了性能、价格的双突破。GGII 预计，随着更多的厂商加入 COB 阵营，以及技术的升级和成本的优化，COB 技术将在更多点间距市场实现更优性价比，市场定位也逐渐从高端市场往中端市场渗透，应用持续下沉，呈全面抢夺 SMD 市场之势。DISCIEN（迪显咨询）预测，到 2028 年 COB 占比将超 40%，销售额突破 180 亿元。

图 39：2023-2028E 中国大陆 LED 小间距 COB 市场终端销售额预测（亿元）

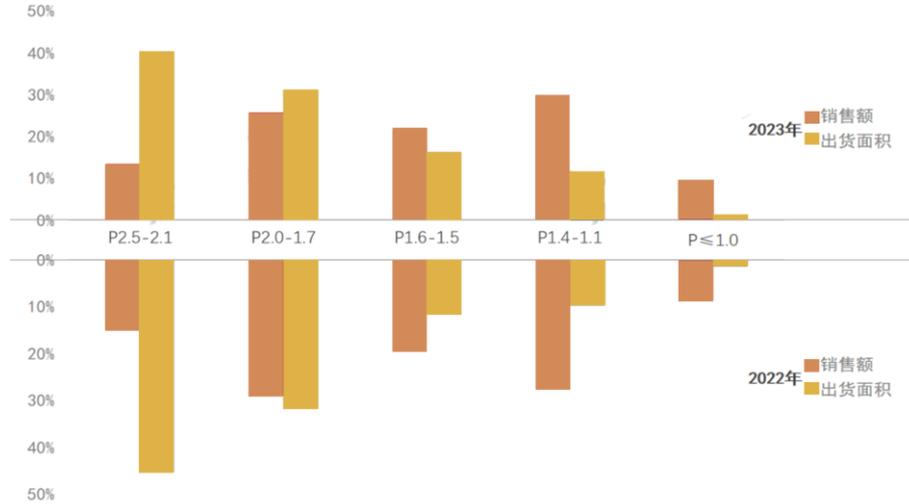


资料来源：DISCIEN 迪显咨询，投影时代网，天风证券研究所

间距微缩化与虚拟像素的应用共振，仍将推动 COB 快速渗透：1) COB 集中在 P1.25 及以下产品，将充分受益超小间距发展。目前，在 P1.25 点间距 COB 相较于 SMD 具备更高性价比，洛图科技显示，2023 年 P1.0 及以下市场 COB 渗透率已达 43%，同比增长 13.1pct。当前，小间距 LED 显示明确地向更高像素密度、更小像素间距不断发展，这就将推动 COB 成为 LED 封装技术升级和变革的重要方向。2) 虚拟像素的应用将强化 COB 竞争优势。虚拟像素是指将物理像素点进行重新排布和复用，再通过匹配软件控制以及像素引擎算法，可以显示出比实际像素点更多的图像细节和效果，达到实际显示像素为物理像素 N 倍（N=2、4、6）的分辨率倍数递增效果，或者说，虚拟像素理论上可在显著降低芯片使用量的条件

下，实现与实像素同等的分辨率。由于芯片数量的减少，虚拟像素进一步降低了 COB 的制造成本和维修成本，且提高了产品良率，同时，该技术还具有静态功耗低的特点。在这一变量的加持下，COB 的产业趋势愈加清晰。

图 40：2022-2023 年中国大陆 P1.6-1.1 出货面积份额增长明显



资料来源：洛图科技，天风证券研究所

表 7：虚拟像素示意图

像素名称	RGB实像素	RGBG LED方案	RGB LED方案	RGB LED方案
方案				
可虚拟倍数	1倍	2/4/8倍	3/6倍	4倍
芯片减少数量	48/48	16/48	24/48	12/48

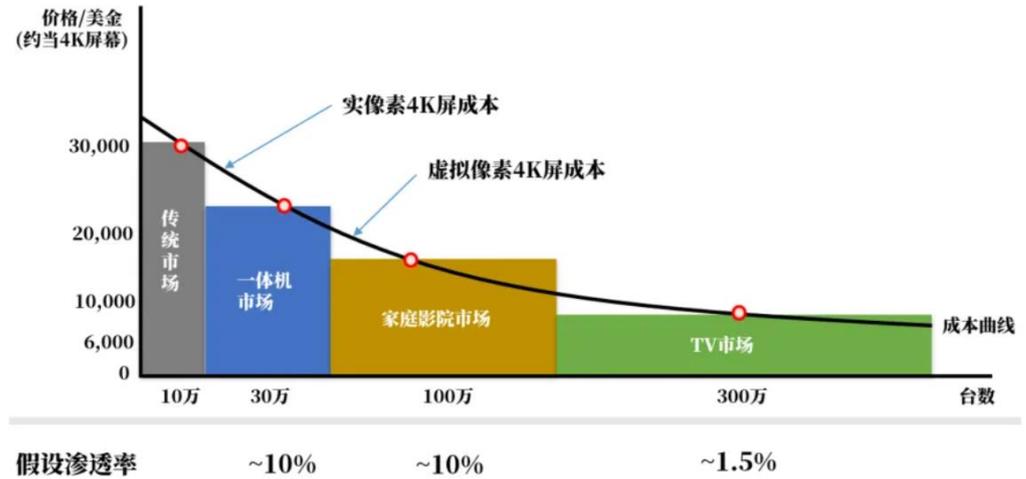
资料来源：LEDinside 公众号，TrendForce 集邦咨询，天风证券研究所

兆驰后发先至，引领 COB 发展。公司尤其重视 COB 技术的突破和发展，2023 年公司 COB 显示应用实现营业收入 5.41 亿元，净利润 0.35 亿元，对应净利率 6%；2024 年上半年实现营业收入 4.45 亿元，净利润 1.1 亿元，对应净利率 24%。在 LED 显示领域，公司搭载倒装芯片采用 COB 的封装工艺，为客户提供 P0.6-P2.0 的全系列显示面板。2022 年 11 月公司在南昌的显示工厂新扩产 500 条 COB 高性能线体，实现投产即量产，投产即满产。同时，作为一家初入 LED 显示行业的新厂，在一年时间内快速解决行业量产直通率良率低、成本高的量产化痛点，推动了行业内 COB 技术的规模化、量产化进程。生产设备端，与设备厂商联合开发了有 7 项以上的生产设备，拥有数十项专利技术，推动行业生产设备的升级；生产工艺端，打破行业固有的生产流程，对整个产品进行了重构，从箱体结构、电源供电、图像控制卡应用以及灯板显示矩阵排列等各个方面大胆创新，极大提升了生产效率和直通率；产品端，遵循极简设计与便利客户的产品设计理念，通过工艺技术的创新，在铝箱、主板等实现产品极简设计，大幅减轻显示箱体的自重，简便了显示屏的安装过程以及后期维护。公司 COB 产品具有墨色一致、颜色一致、DCI 色域广、三合一电源系统一体板、防潮防碰可擦洗防静电、雾面哑光、面板硬度达 4H 等优势，随着技术的不断升级迭代，COB 走向消费市场，公司有望打开更多的成长空间。

积极扩产，剑指全球最大 COB 工厂。2023 年期间，公司引领 COB 显示技术的革新，并在 COB 显示市场中占有绝对的市场份额。产线产量方面，截止 2024 年 4 月，公司单月产能为 16000 平米（以 P1.25 点间距产品测算），新增产线陆续进场，预计 9 月份公司 COB 单

月产能有望突破 20000 平，或将进入“规模扩张-成本下降-需求爆发-规模扩张”的良性循环。新增产能方面，公司以 P1.0 为中心向 P1.0-P2.5 间距的小间距显示市场与 P1.0 以下的 Mini LED 显示市场开拓，后续虚拟像素的应用将从技术端推动 COB 显示面板成本大幅下降（在虚拟像素技术的加持下，兆驰已可把 4K 显示屏报价降到 9-11 万 RMB），覆盖点间距范围扩大，助力 COB 产品从 G 端走向 B 端/C 端，在偏向消费级的教育屏、会议一体机等商业显示、家庭影院领域渗透率提升。

图 41：大屏 LED 直显面板的长期空间分析



资料来源：TrendForce 集邦咨询，LEDinside 公众号，天风证券研究所

3. 电视 ODM：代工市场规模稳增，公司客户增势向好

3.1. 行业：电视代工市场规模提升，头部厂商受益

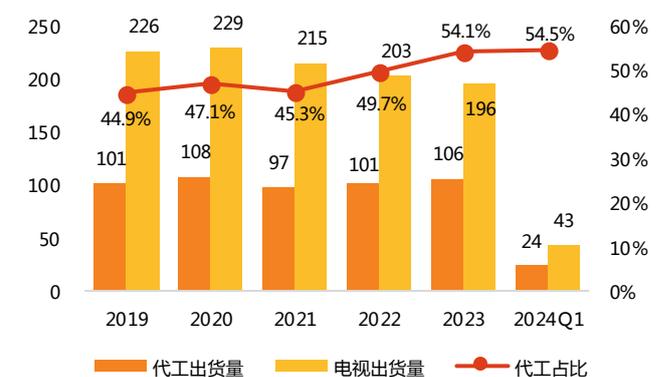
近年来全球电视市场规模收缩企稳，代工占比不断提升。据奥维睿沃《全球 TV 品牌出货月度数据报告》显示，2023 年全球电视出货共 195.5M 台，同比下降 3.5%；2024 年 Q1 全球电视出货 43.2M 台，同比下降 0.8%，延续了 21 年以来市场规模的收缩态势，但降幅逐渐收窄规模基本企稳。代工市场方面，据洛图科技，24Q1 全球电视代工市场整体（包括长虹、康佳、创维、海信四家自有工厂）出货总量 24M 台，同比+5.5%，近几年来全球电视代工市场出货量总体保持在个位数增长，占全球电视市场出货量比重逐年上升（由 2019 年 44.9%提升到 24Q1 的 54.5%）。

图 42：23 年/24Q1 全球 TV 出货 195/43M，同比-4%/-1%（百万台）



资料来源：AVC 产业链洞察公众号，奥维睿沃（AVC Revo），天风证券研究所

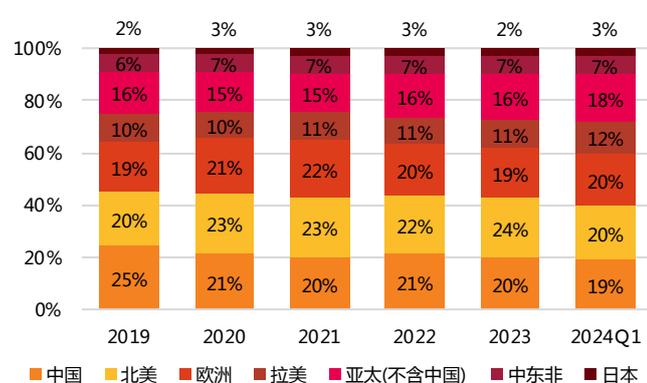
图 43：近年来全球电视代工市场出货量占比呈提升趋势（百万台）



资料来源：AVC 产业链洞察公众号，Runto 洛图科技观研公众号，天风证券研究所

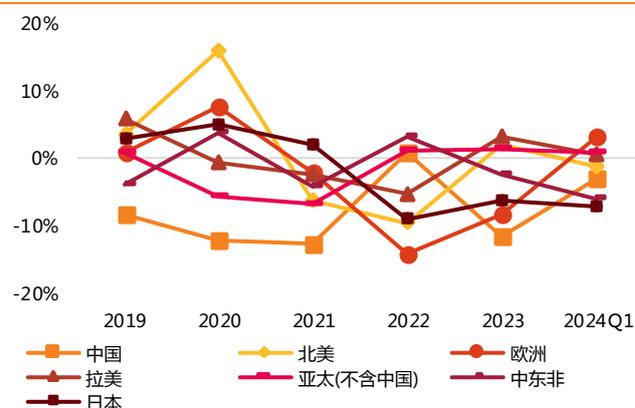
近年来全球电视代工市场规模上升，主要源于电视品牌商逐年提高的外发代工比例。长期以来，由于终端市场的利润压缩、代工厂能力的整体提升以及制造门槛的降低，再加上竞争加剧和终端价格战向中高档产品线蔓延，包括韩系品牌在内的海内外头部整机品牌为了利润考虑，释放出更多的外发订单。据洛图科技数据，24年H1全球电视的委托加工比例已经升至近55%。近期全球电视代工市场表现优于品牌整机出货情况，则与全球电视整体终端市场的高预期、H1面板看涨行情以及海外欧美区域订单增长有关。一方面，今年年初预期的全球体育大年、中国以旧换新政策两大利好使得品牌厂商的前置备货整体偏积极。另一方面，上半年大多数的月份，买卖双方均认为面板的看涨行情相对明确，在价格上行过程中，整机委托代工市场一般通过加量下单和快速出货来锁定较低的交易价格，故而在短期维度带来代工订单的提前释放。此外，海外的欧美区域是传统的代工主力市场，今年上半年该区域的订单增长，也是代工市场上涨的原因之一。

图 44：2019 年-2024Q1 全球电视市场分区域出货量结构



资料来源：AVC 产业链洞察公众号，天风证券研究所

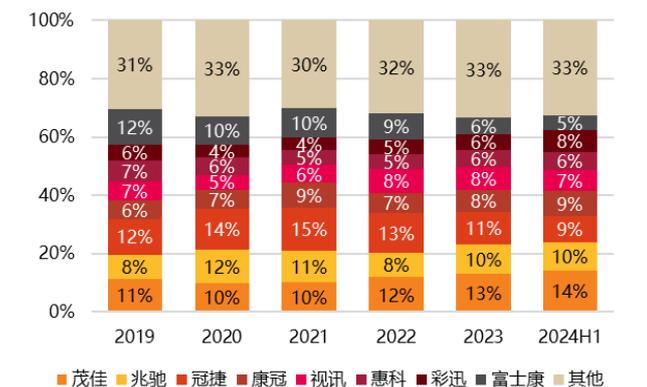
图 45：2019 年-2024Q1 全球电视市场分区域出货量 YoY



资料来源：AVC 产业链洞察公众号，天风证券研究所

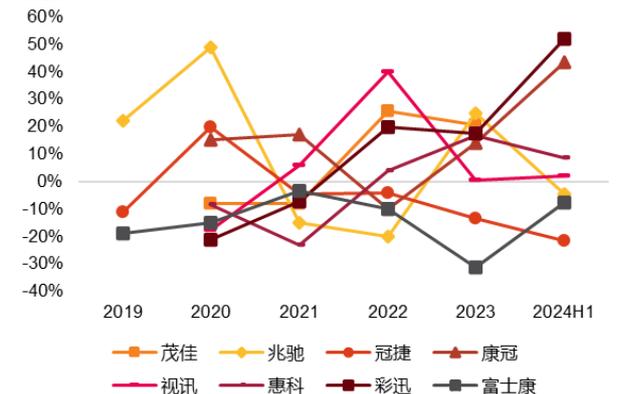
竞争格局方面，2023-24H1 茂佳、兆驰、冠捷三大厂商稳居全球电视代工 TOP3。其中，茂佳 2023 年全年出货超 1400 万台，超越 22 年处于首位的冠捷，并通过加深与韩系电视品牌的合作，以及西欧区域客户较好表现，24H1 其全球 ODM 出货量份额进一步扩张至 14%；冠捷 2021 年起出货量份额呈现下滑态势，主要为内部占比超 4 成的自有品牌 Philips 和 AOC 终端销售未有起色，海外客户 Vizio、SONY 有不同程度下滑，叠加 Philips 外放部分订单给创维 ODM 等因素共同导致，24H1 公司 ODM 份额降至约 9%；兆驰 23 年全年出货量约 1050 万台排名专业代工厂第三，当期增幅 24.7% 领先专业代工厂，其增量主要来自于海外市场，尤其是北美电视市场复苏，带动区域客户的代工订单和出货量大增，24H1 兆驰上半年出货约 508 万台，排名超越冠捷位列专业代工厂第二。

图 46：2019-24H1 全球专业电视 ODM 工厂出货量份额



资料来源：Runto 洛图科技观研公众号，天风证券研究所

图 47：2019-24H1 全球专业电视 ODM 工厂出货量 YoY



资料来源：Runto 洛图科技观研公众号，天风证券研究所

客户结构方面，茂佳的持续增长主要在于核心客户订单稳定，以及新客户订单带来增量，其与头部韩系电视品牌的合作不断加强（三星上半年陆续出货），同时成功拓展西欧区域新客户；冠捷 ODM 业务主要贡献来自于集团内，受自有品牌 AOC、飞利浦出货影响大；视讯海外主要客户为 LG 和 SONY；富士康客户结构较为集中，绑定两大客户 SONY 和 Sharp，大客户依赖明显导致工厂业绩缺乏弹性；兆驰则以海外作为主要销售市场，国内主要为小米等客户代工。

表 8：全球主要电视代工厂简介及代表客户

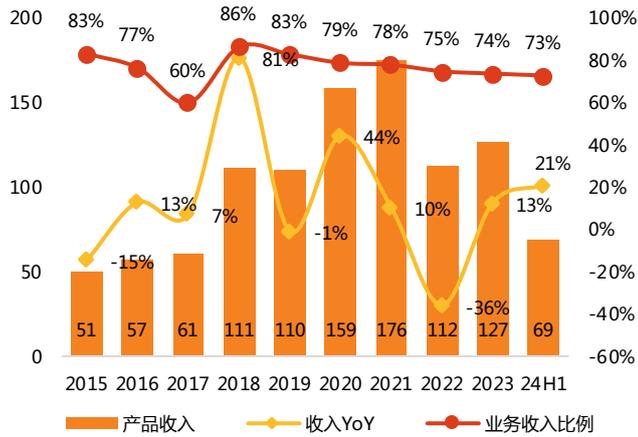
专业代工厂名称	简介	自有品牌	海外客户	国内客户
MOKA (茂佳)	TCL科技集团企业成员，成立于2013年，是集研、供、产、销为一体，聚焦于带屏智能终端产品代工的头部企业，是全球前三的TV代工厂商。总部设于惠州，在深圳设有销售中心分部，目前在全球拥有4家制造基地（中国惠州、墨西哥、波兰、印度），现有员工逾8000人，客户群体覆盖了除南极洲以外的所有大洲。		北美主要客户亚马逊，另有LGE、Samsung、松下等	小米等，同时可与集团自有品牌TCL协同
AMTC (兆驰)	2005年4月成立，2010年在深圳中小企业板上市，主营业务方向为液晶电视、机顶盒、LED元器件及组件、网络通讯终端和互联网文娱等产品的设计、研发、生产和销售。		ONN、Vizio、Element等	小米等
TPV (冠捷)	冠捷科技前身为艾德蒙海外股份有限公司，1967年创立于台湾，1999年于香港、新加坡两地同步上市，除原设计制造业务外，集团并推出自家品牌AOC、Envision，2005年收购飞利浦显示器及基础类平板电视业务。	Philips AOC Envision	主要客户有BestBuy、Vizio	海信是除自有品牌外最大客户，小米（23年彻底转移）、华为等
KTC (康冠)	公司从事智能显示行业26年，是一家专注于智能显示领域的设计生产企业，主要业务为智能显示产品的研发、生产以及销售，主要产品包括商用领域的智能交互显示产品、家用领域的智能电视等。	KTC Horion FPD	ONN、Element、三星、LG、飞利浦、夏普、东芝、沃尔玛等	小米等
BOE VT (视讯)	京东方旗下的全资子公司。依托集团领先行业经验TFT-LCD领域的资源优势，目前集整机研发、生产、销售为一体，专注ODM/OEM整机代工。		三星、Vizio、LG、Bestbuy、索尼、HIFI	小米、海信、华为
HKC (惠科)	成立于2001年，专注于半导体显示领域，主营业务为研发与制造半导体显示面板等核心显示器件及智能显示终端。在显示领域专注耕耘二十余年，实现了从半导体显示面板到智能显示终端的产业链整合，并积极探索与物联网等新产业的融合。		ONN、Element等	小米、海尔、海信、TCL电子、创维等
Foxconn (富士康)	公司1974年在台湾成立，产品范围涵盖消费性电子产品、云端网络产品、电脑终端产品、元器件及其他四大领域，是全球最大的电子科技智造服务商。		以夏普、索尼为主	

资料来源：洛图科技公众号，康冠科技招股说明书，惠科股份招股说明书，兆驰股份官网，新浪财经，惠科股份官网等，天风证券研究所

3.2. 公司：ODM 下游客户高增，新兴市场具备潜力

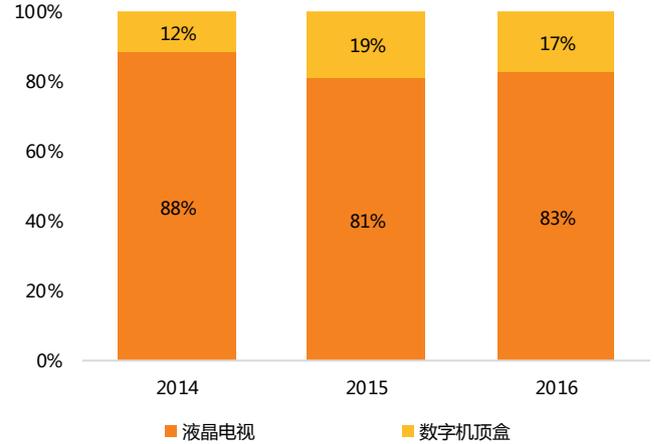
兆驰深耕 ODM 领域十余年，整机产品矩阵丰富。从 2007 年开始，兆驰股份便专注于液晶电视的设计研发、生产和销售，现已形成完整的电视整机产品体系，可提供平面/曲面和无边框、18.5 寸到 65 寸、linux 到安卓等不同方案的标准产品，并支持根据客户的需求进行定制化的产品设计与开发，为客户提供优成本、高品质和快服务的产品，目前已成为全球消费类电子品牌和硬件厂商的长期合作伙伴。2023 年/24H1 兆驰多媒体视听产品（主要涵盖液晶电视、机顶盒等）及运营服务营收规模达 127/69 亿元，同比+13%/+21%，占营业收入比重 70%+。盈利能力方面，2017 年至 2023 年兆驰多媒体视听产品及运营服务毛利率整体呈提升趋势，其中 2023 年/24H1 毛利率同比+0.6/-0.3pct 至 16.3%/12.5%，在同期面板价格持续背景下硬件业务毛利率表现较为坚挺。公司持续紧跟行业趋势，依托集团核心供应链的技术优势，积极发展更高附加值的 Mini LED 显示产品，Micro LED COB 商业显示、家庭影院等前沿显示技术的终端产品，伴随新技术在市场中快速渗透有望为 ODM 业务长期发展注入动能。

图 48: 2015-2024H1 多媒体视听产品及运营服务收入及占比(亿元)



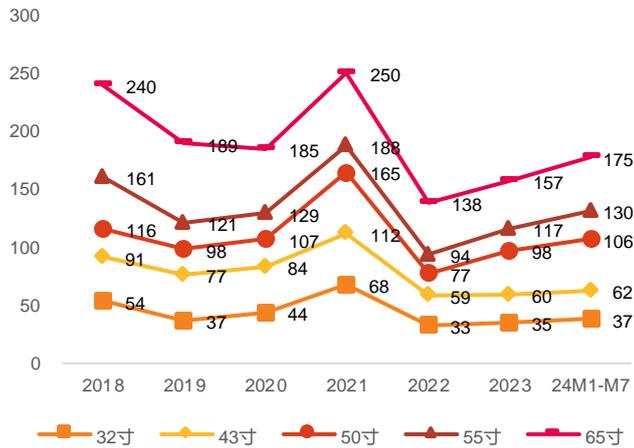
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 49: 2014-2016 年液晶电视收入占多媒体视听产品比重超 8 成



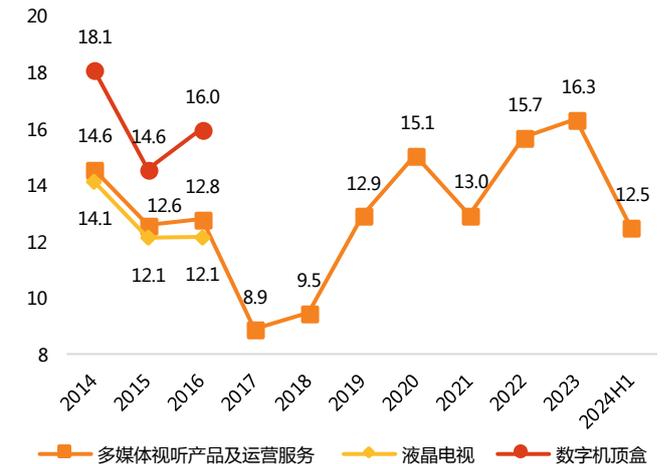
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 50: 22 年以来液晶电视面板价格均价呈提升态势(美元/片)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 51: 17-23 年多媒体视听产品及运营服务毛利率呈攀升态势(%)

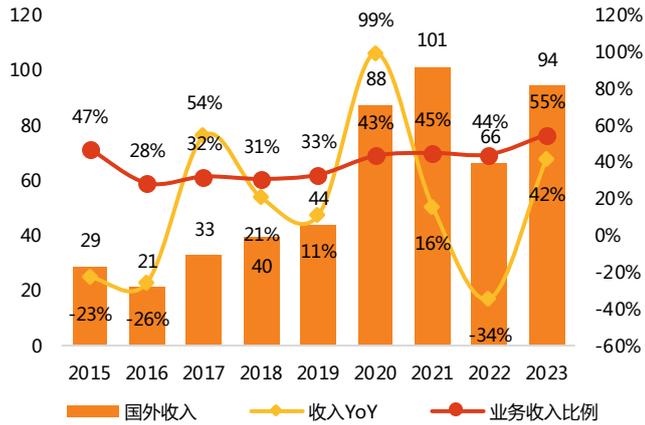


资料来源: Wind, 天风证券研究所

我们认为，兆驰股份电视 ODM 业务发展逻辑包括：

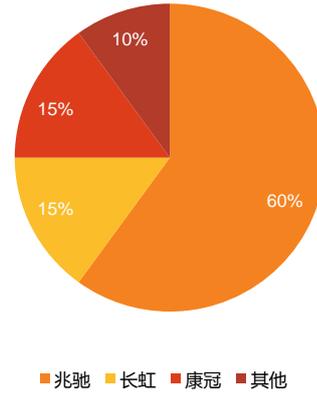
1)北美优质客户 ONN 份额提升,形成增量。针对电视 ODM 出口业务,公司提前对 Roku、AndroidTV 和 FireTV 的海外认证进行布局,建立了全球智能电视解决方案的核心优势,并成功开拓优质客户 ONN(沃尔玛旗下品牌)。2023 年美国仍持续受高通胀影响,高性价比的商品需求高涨,针对行业趋势沃尔玛自有电视品牌推出平价电视(典型如 32 吋 98 美元、50 吋 198 美元、65 吋 398 美元)并引起市场热销,23 年 ONN 全年实现销量约 500 万台(北美市占率 13.7%),超越 TCL、Vizio、LG 和海信成为美国第二大电视品牌。受益于北美区域 ONN 等品牌带来订单,公司 23 年海外业务收入快速增长 42%至 94 亿元,海外收入占比提升 11pct 至 55%。据洛图科技公众号,兆驰 24H1 电视 ODM 出货约 508 万台,同比略有下滑,主要为 23Q1 海外客户订单大幅增长,以及今年 Q1 北美等海外区域市场订单缩减共同影响。考虑到兆驰面向北美客户的越南工厂已于 4 月量产,Vizio 自 3 月成功导入后逐步放量,以及 ONN 等核心客户还在稳定增长,公司 Q2 业绩已开始复苏(24Q1/24Q2 出货量分别同比-16%/+5%),公司全年电视代工业务重拾增长势头。

图 52：2023 年北美订单高增带动海外收入占比提升明显（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

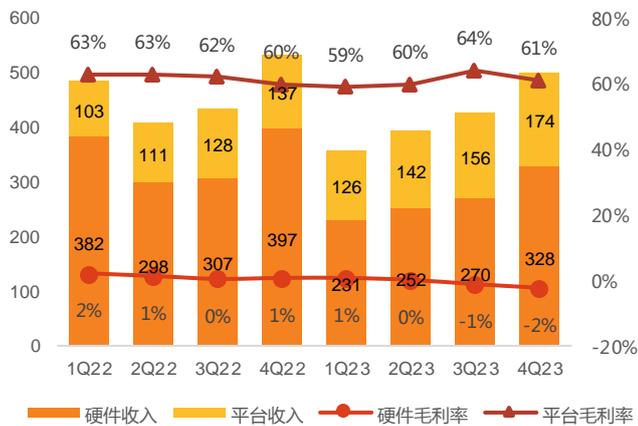
图 53：2024 年 ONN 近 6 成代工量由兆驰供应



资料来源：TrendForce 集邦咨询，天风证券研究所

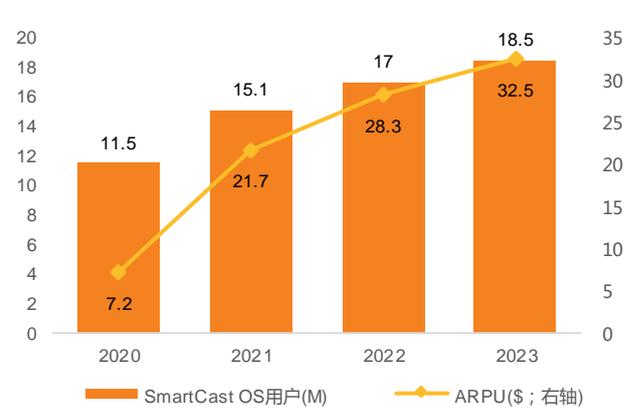
2) 沃尔玛收购 Vizio 有望带来潜在订单，欧洲/东南亚/南美等市场具备开拓空间。美国时间 2 月 20 日沃尔玛宣布以 23 亿美元的价格收购智慧电视品牌 Vizio。对于沃尔玛而言，此前 Walmart(ONN)搭载均为 Roku OS 平台，收购 Vizio 后，沃尔玛可通过对互联网电视的垂直整合，将电视平台作为新兴零售媒体渠道，同时 Vizio 平台用户（Vizio 通过其 SmartCast OS 平台的多年运营，用户数量已扩展至 1850 万以上）以及运营变现能力（23 年 Vizio 平台运营 ARPU 达 32.5 美元）正为沃尔玛所需。对于 Vizio 而言，接受收购的原因主要来自于整机出货和利润的双双下滑，而通过与 ONN 的合作，可以利用沃尔玛的渠道优势和成本控制能力，改善其硬件业务的盈利状况。

图 54：23H2 以来 Vizio 硬件毛利率有所承压（百万美元）



资料来源：Vizio 财报，DISCIEN 迪显公众号，天风证券研究所

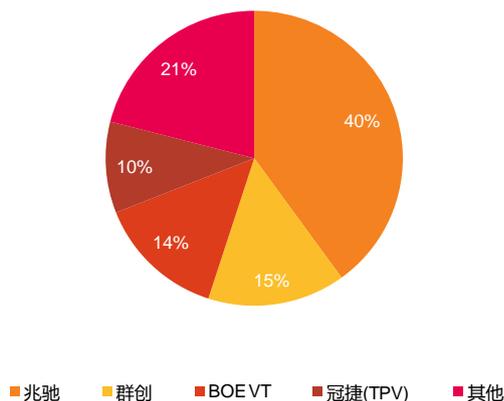
图 55：2023 年 SmartCast OS 平台用户数量 1850 万，ARPU 约\$32.5



资料来源：Vizio 财报，DISCIEN 迪显公众号，天风证券研究所

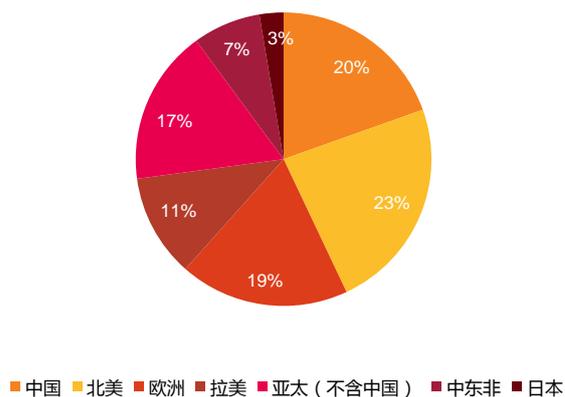
Vizio 主要由群创、BOEVT 和兆驰代工，比重近 8 成，且品牌终端零售价格明显高于 ONN（ONN 每个尺寸的零售价平均低于 Vizio 20~25%）。TrendForce 集邦咨询预测，若收购案落地，兆驰依托 ONN 的主力供货地位，后续对 Vizio 的供货份额有望达到近 4 成，成为 Vizio 的最大代工厂。若以 Vizio23 年 480 万台销量计算，全年有望为兆驰带来订单量近 200 万台。此外，考虑到 2023 年彩电行业除中国+北美外其余市场出货量占比达 57%（奥维睿沃口径），公司海外业务开拓仍具备较大空间，伴随出海产品性能提升、成本优化，产品竞争力有望实现提升，后续陆续开拓欧洲、东南亚、南美等市场有望带来长期成长动能，公司研发的新一代智能 TV 项目 Google TV Ref+3.0 欧规/美规/南美版本都已经量产。

图 56: 若沃尔玛收购落地, Vizio 代工结构预测兆驰供货份额达 40%



资料来源: TrendForce 集邦咨询, 天风证券研究所

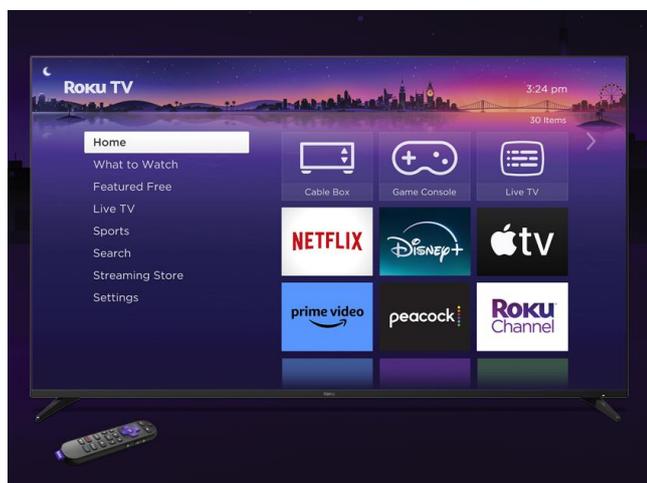
图 57: 2023 年彩电行业除中国+北美外其余市场出货量占比达 57%



资料来源: 奥维睿沃, AVC 产业链洞察公众号, 天风证券研究所

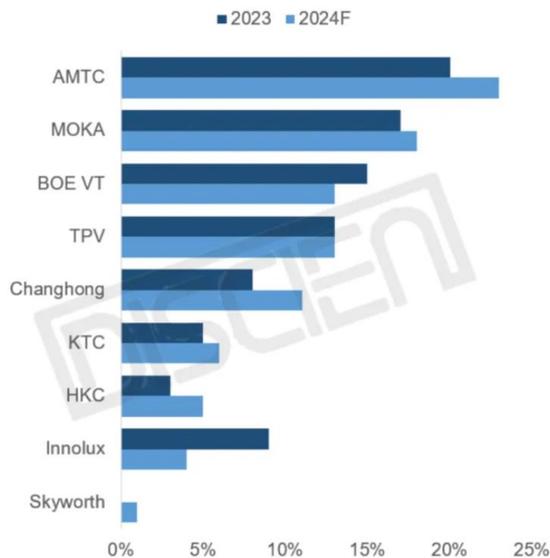
3) Roku 推出自有品牌系列电视, 有望依托流媒体庞大用户基础实现整机放量。OTT 流媒体内容在美国的发展一直处于世界领先水平, 在 YouTube、Netflix、Disney、HBO 等公司的市场开拓与运营下, 目前流媒体已经成为了美国市场最主要的观看方式和收入来源, 由此也衍生出了一系列相关的软硬件产品。Roku 作为美国本土的流媒体影视聚合服务商, 已在消费者中率先布局了自己的电视盒子、电视棒、电视系统、电视程序等周边配套产品, 因此通过推出 TV 产品使其与自身的流媒体服务相结合, 成为了后续业务扩张的成长路径之一。Roku 于 23 年 3 月推出了自有品牌的新款智能电视, 分别为低端 Select 系列和高端款 Plus 系列, 面板尺寸从 24 吋到 75 吋不等, 起售价为 149.9 美元, 约合人民币 1041 元; 24 年春季 Roku 宣布推出新的 Roku Pro 系列电视, 电视尺寸涵盖 55/65/75 英寸, 零售价都低于 1,500 美元, 价格高于此前推出的电视型号。我们认为, Roku 的业务由流媒体内容聚合向自有品牌电视销售的转变, 其广泛且牢固的用户基础有望推动产品上市之后的快速起量。考虑到美国电视市场中, 亚马逊、ROKU 等新兴品牌主要依托委外代工模式实现整机生产, 且主要代工厂为 MOKA 和兆驰, 兆驰有望依托 ROKU 自有品牌整机发展实现份额扩张。

图 58: Roku Pro 系列电视于 2024 年春季在美国上市



资料来源: Roku 官网, 天风证券研究所

图 59: 2023 年、2024E 代工厂在北美份额变化趋势 (迪显预测)



资料来源: DISCIEN 迪显公众号, 天风证券研究所

4) 国内重要客户小米推出具备竞争力 Mini LED 背光产品, 有望助推技术路径渗透。据 LEDinside 统计, 2022 年约有 23 款 Mini LED 背光电视发布, 产品涵盖了 55、65、75、85 等电视尺寸, 产品背光分区从最低 448 到最高 2304。2023 年 10 月, 小米电视陆续发布 S PRO 65/75/85 吋版本, 分区数分别为 896/1152/1440, 售价分别为 4299/5999/7999 元, 首次将 1000 级别分区产品降低至 4000~6000 元价格带, 具备性价比优势。24 年 4 月 10 日小米 S Mini LED 系列电视发布, 其 55/65/75/85 首发价格分别为 2799/3499/4599/5999 元, 分别对应 308/392/512/640 背光分区, 实现 Mini LED 技术路径下 SKU 的进一步丰富与价格下探。从终端产品角度看, Mini LED 背光电视可在同一尺寸下根据分区不同细化不同价位产品, 覆盖更多层级消费者需求, 对终端厂商而言更具应用动力, 叠加降本趋势带动 Mini LED 赛道不断扩张, 兆驰股份作为小米/红米电视主要代工厂商有望带来中长期可观增量。

表 9: 小米推出 Mini LED 系列产品带动行业价格下探 (元/台; 括号内为 SKU 分区数)

屏幕尺寸(吋)	55	65	75	85	98	100
海信		3999(336) 4899(336) 5299(1008)	5299(512) 8999(2160)	5799(512) 7599(576) 8099(512)		13999(704)
东芝		6949 7949 8949	8949 9949 10949 15949(千级)	15249 16949 19949(千级)		29249(千级)
Vidda		4499(1024)	4599(512) 5599(1260)	7599(1440)		15099(2304)
TCL	4199(720)	5299(1008) 6499(1512) 7999(3024)	6899(1248) 8499(2160) 10999(4032)	8999(1536) 10999(2304) 14999(5000+)	16999(1536) 19999(2592) 23999(5000+)	
小米	2799(308)	3499(392) 4499(896)	4599(512) 5999(1152)	5999(640) 7999(1440)		
索尼	10599	12599	15599 20599 22999	26099		

资料来源: 天猫各品牌官方旗舰店, 天风证券研究所

注: 均价统计日期为 2024/6/19, 取天猫旗舰店 SKU 封面到手价; 价格实时波动变化较大, 表中数据仅供参考。

表 10: 小米/红米电视主要代工厂一览

生产厂	代工小米产品	生产厂简介
四川长虹股份有限公司	小米电视	从事数字电视、空调、冰箱、IT、通讯、数码、网络、电源、商用系统电子、小家电等产业研发、生产、销售。
南京创维平面显示科技有限公司	小米电视	具备生产平板电视整机、液晶模组和配套元器件、包装材料等生产能力。
合肥京东方视讯科技有限公司	小米电视	拥有液晶显示屏、显示屏背光源、液晶显示器、液晶电视、手机及配件等产品。
苏州乐轩科技有限公司	小米电视、红米电视	台湾上市集团瑞轩科技独立投资的企业, 在视觉、3D显示、VR、声学、穿戴设备技术等解决方案以及智能与网络融合技术等领域所累积的大量资源与丰富产品设计经验。
茂佳科技(广东)有限公司	小米电视	隶属于TCL多媒体科技控股有限公司的一家研、产、销为一体的独立公司, 主营LCD、CRT、LED、PDP3D电视。
惠州市康冠科技有限公司	小米电视、红米电视	专业从事平板显示终端产品的制造, 逐步进入显示器、液晶电视、医疗显示、商用显示等行业。
深圳市兆驰股份有限公司	小米电视、红米电视	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。
合肥惠科金扬科技有限公司	小米电视	主导产品为LCD显示器、液晶电视、平板电脑、一体机、手机、电源、机箱等。
冠捷显示科技(厦门)有限公司	小米电视	从事电视机、音响设备、影视录放设备等产品制造。

资料来源: 中国质量认证中心, Wind, 乐轩科技官网, 天风证券研究所

4. 财务分析：费用投放效率领先，盈利改善持续兑现

4.1. 营收&业绩双位数高增，结构升级+费用提效推升盈利

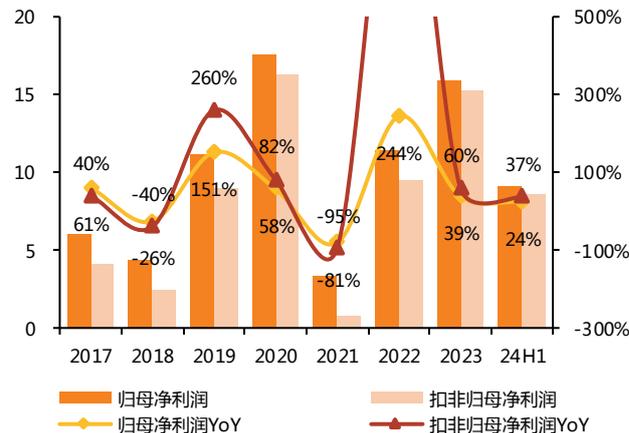
23 年以来兆驰收入、利润延续双位数高增。2023 年公司实现营业收入 171.7 亿元，同比+14%；归母净利润 15.9 亿元，同比+39%；扣非归母净利润 15.3 亿元，同比+60%；24H1 公司实现营业收入 95.2 亿元，同比+23%；实现归母净利润 9.1 亿元，同比+24%；扣非净利润 8.6 亿元，同比+37%。24H1 公司各板块发展向好：1) LED 的全链条延伸、深度协同产生叠加效应。一方面，公司 LED 芯片产品结构持续升级，普通照明产品产量逐步收缩，更多产能释放到高毛利产品中；另一方面，公司 COB 业务引领地位夯实，截至 H1 兆驰晶显出货量占 COB 行业 50% 以上，在 1.6 万平米/月的产能基础上，新增产线已陆续进厂，持续扩产保障了公司推动 COB 渗透率提升的实现。2) 深化电视全球化布局的 Local 策略。电视 ODM 制造深耕海外市场位列全球第一梯队，逐渐以 Local 策略满足客户本土化、全球化的供应链需求，尽管 24Q2 海运问题短期影响出货节奏，公司 H1 电视 ODM 出货量仍然实现同比去年稳中有升。

图 60：2017 年至 2024H1 兆驰股份营业收入（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

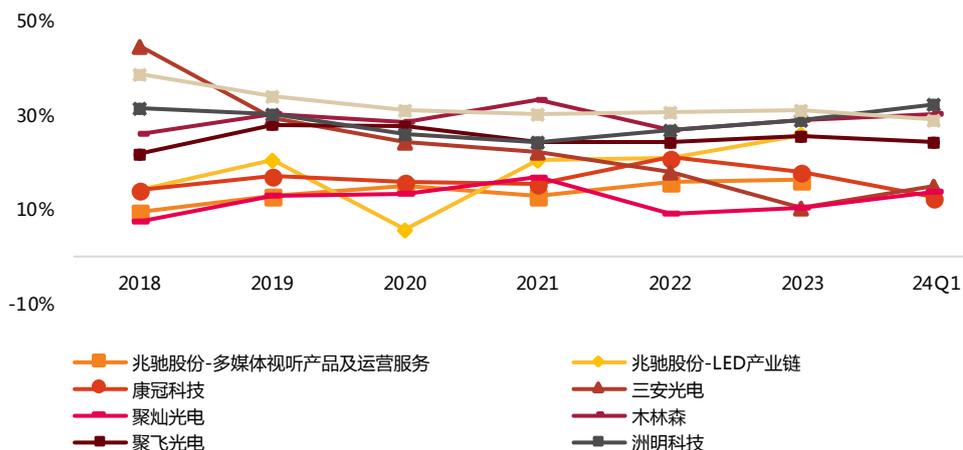
图 61：2017 年至 2024 H1 兆驰股份归母/扣非净利润（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

LED 业务发展带动毛利率优化，中长期维度 Mini LED 背光&COB 直显增长有望驱动盈利改善。兆驰股份毛利率 2018 年约 10% 左右，伴随盈利能力较好的 LED 产业链业务收入贡献逐步提升，以及高端显示技术的需求发展带动公司 LED 业务内部结构的优化，近两年公司毛利率已提升至约 17%-19% 水平。其中，多媒体视听产品及运营服务毛利率约 16%，LED 产业链毛利率达到 20%+。横向对比可比公司，2023 年兆驰股份的电视 ODM 毛利率与可比公司康冠科技类似，而其 LED 产业链业务毛利率优于从事芯片业务的可比公司（毛利率约 10%+），而相较于从事封装或直显环节的可比公司（毛利率约 30%-35%）仍有改善空间。

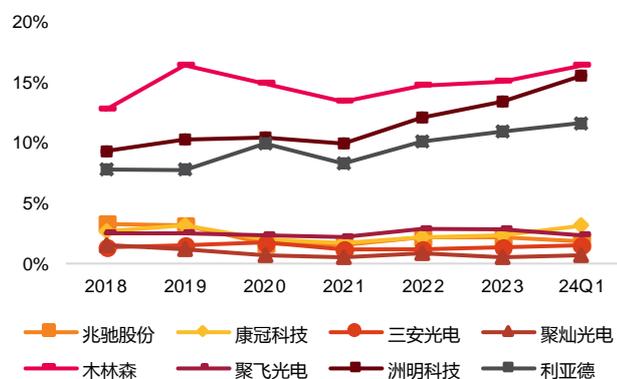
图 62：2018 年至 2024Q1 兆驰股份与可比公司销售毛利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

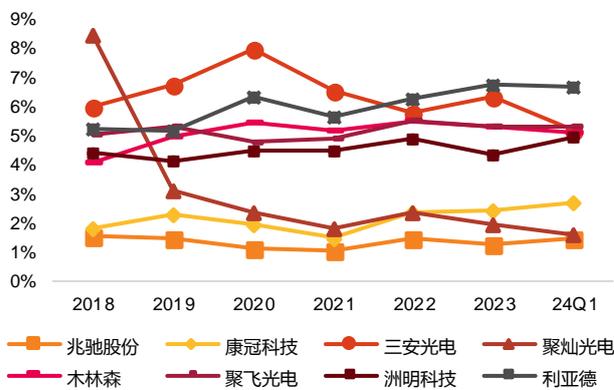
销售&管理费用率处行业较低水平，净利率处上行通道。兆驰股份 24Q1 销售/管理/财务/研发费用率分别为 1.8%/1.5%/0.4%/4.6%，对比可比公司，公司销售/管用费用率长期处于行业低位，财务费用率保持中位数合理水平，研发费用投放力度自 2022 年有明显加码。业绩端，公司归母净利率从 2021 年的 1.5%快速提升至 24H1 的 9.6%，得益于持续改善的毛利率水平，以及领先行业的费用投放效率，公司归母净利率处于行业较高水平。

图 63：2018 年至 2024Q1 兆驰股份与可比公司销售费用率



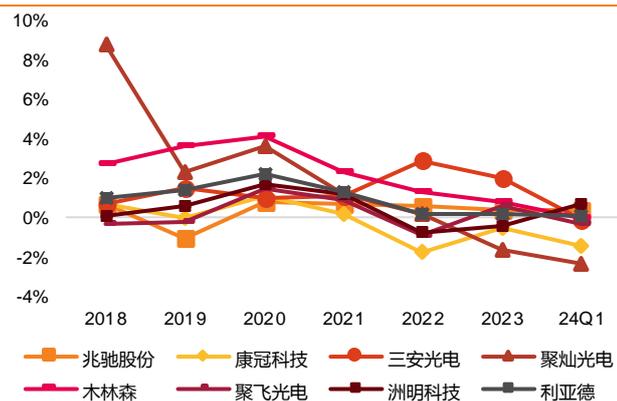
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 64：2018 年至 2024Q1 兆驰股份与可比公司管理费用率



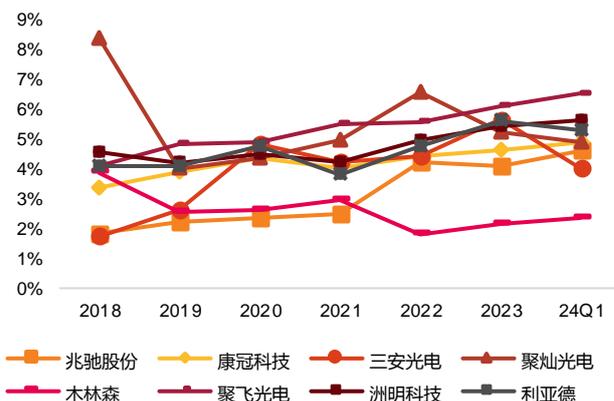
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 65：2018 年至 2024Q1 兆驰股份与可比公司财务费用率



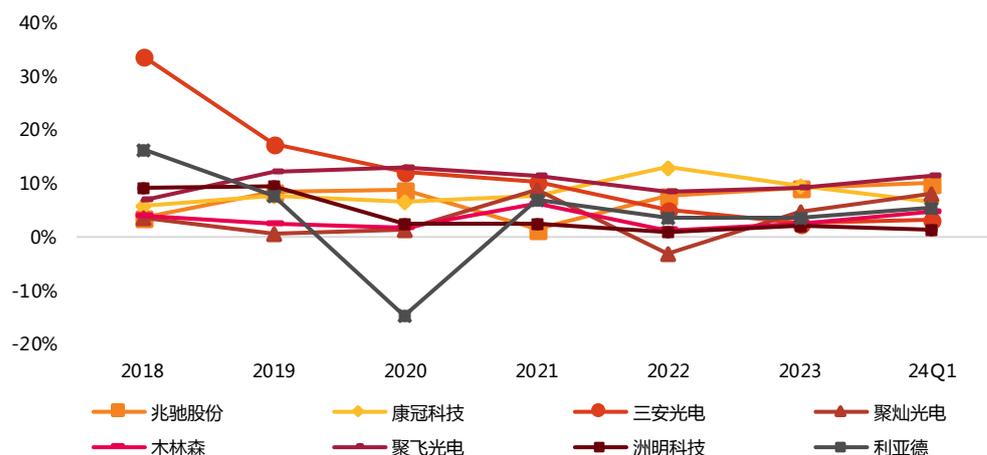
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 66：2018 年至 2024Q1 兆驰股份与可比公司研发费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 67：2018 年至 2024Q1 兆驰股份与可比公司归母净利润率



资料来源：Wind，天风证券研究所

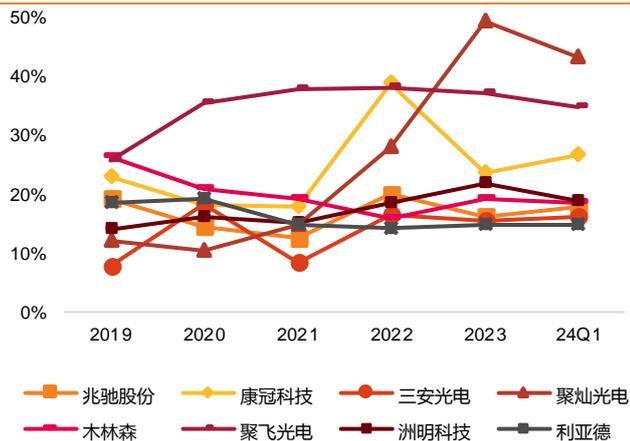
4.2. 在手现金稳定，偿债能力提升

在手资金方面，近年来公司货币资金+交易性金融资产占总资产比例维持在 16%-20%左右，与可比公司洲明科技、木林森、三安光电等处于相似水平。

负债结构方面，近年来公司资产负债率呈现下降态势，由 2018 年的 54%逐步优化至 24Q1 的 44%，且对比可比公司处于行业中位水平。

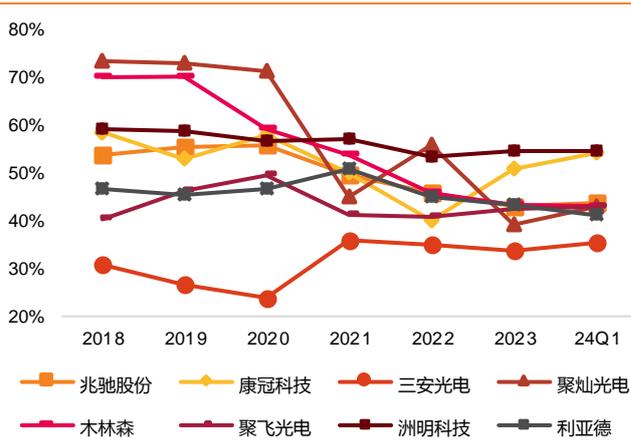
偿债比率方面，2019 年至今公司流动比率、速动比率整体呈上升趋势，偿债能力逐步提升，24Q1 流动比率/速动比率分别为 2.1、1.7，均处于行业领先水平。

图 68：兆驰与可比公司货币资金+交易性金融资产占总资产比重



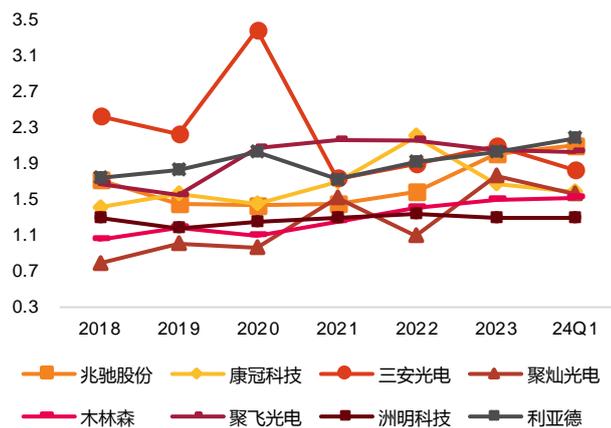
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 69：2018 年至 2024Q1 兆驰股份与可比公司资产负债率



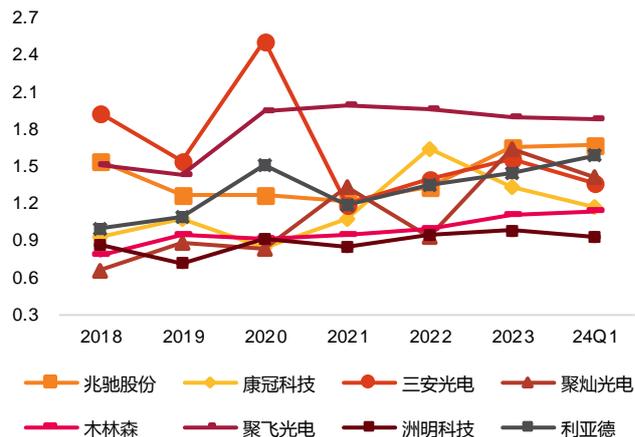
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 70：2018 年至 2024Q1 兆驰股份与可比公司流动比率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 71：2018 年至 2024Q1 兆驰股份与可比公司速动比率

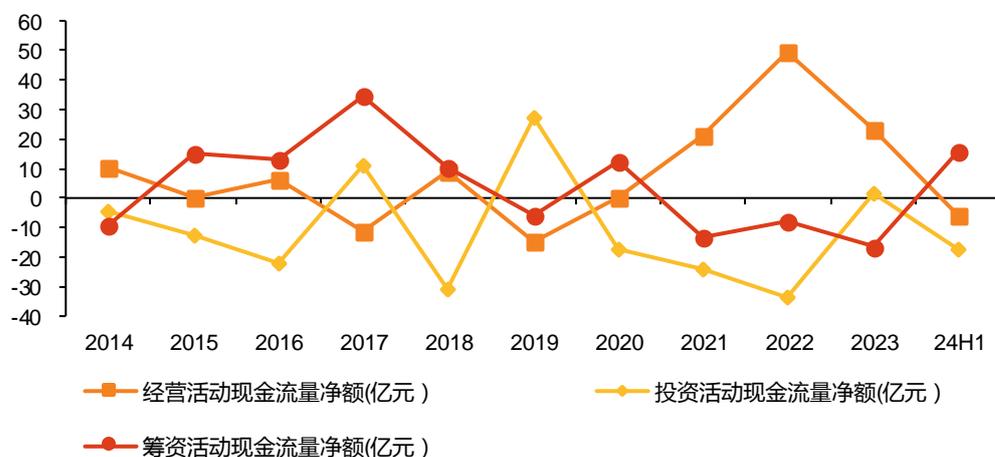


资料来源：Wind，天风证券研究所

4.3. 预付面板采购带动现金支出短期增加，存货周转领先可比公司

24H1 经营活动现金流净额短期波动，投资、筹资活动现金流净额同比改善。公司 24H1 经营/投资/筹资活动产生现金流量净额分别为-5.7/-17.0/15.5 亿元，同比分别-181%/+1%/+63%，上半年公司支付供应商货款增加，导致当期经营活动现金流量净额出现负值，结合公司同期存货水平有所增加，我们预计主要为面板采购的提前预付现金所致。

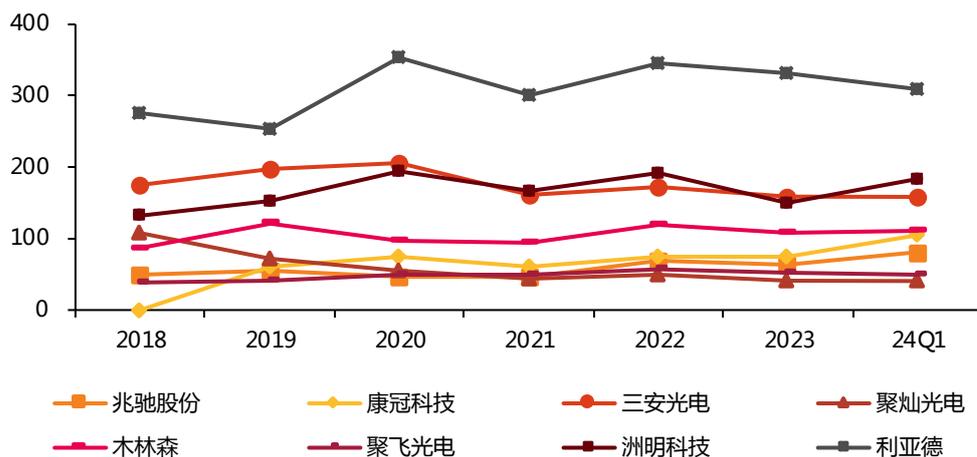
图 72：2014 年至 2024H1 兆驰股份经营、投资、筹资活动产生现金流量净额（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

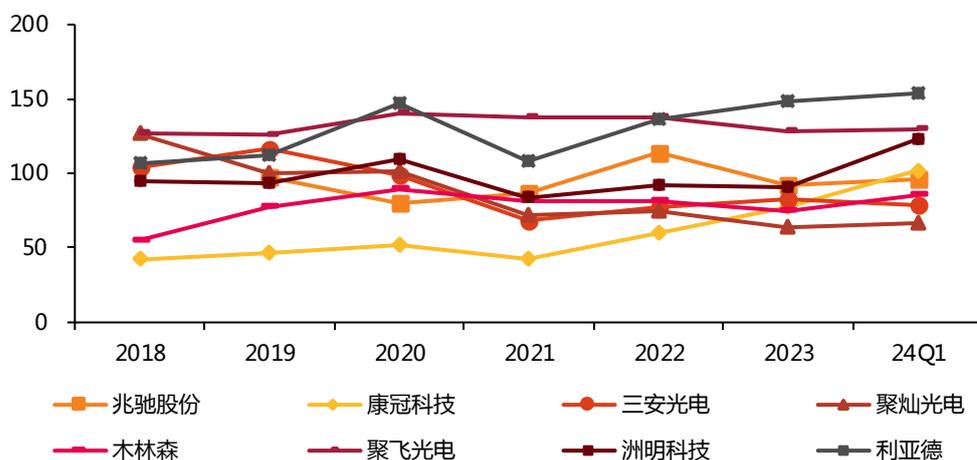
周转效率方面，24H1 公司存货、应收账款、应付账款周转天数为 77.2 天、98.4 天、83.2 天。对比可比公司，受益于公司持续提升自动化信息化水平、运营效率以及高端智能制造能力，24Q1 公司存货周转效率位居行业前列，应收账款、应付账款周转效率则均处行业中位水平。

图 73：2018 年至 2024Q1 兆驰股份及可比公司存货周转天数（天）



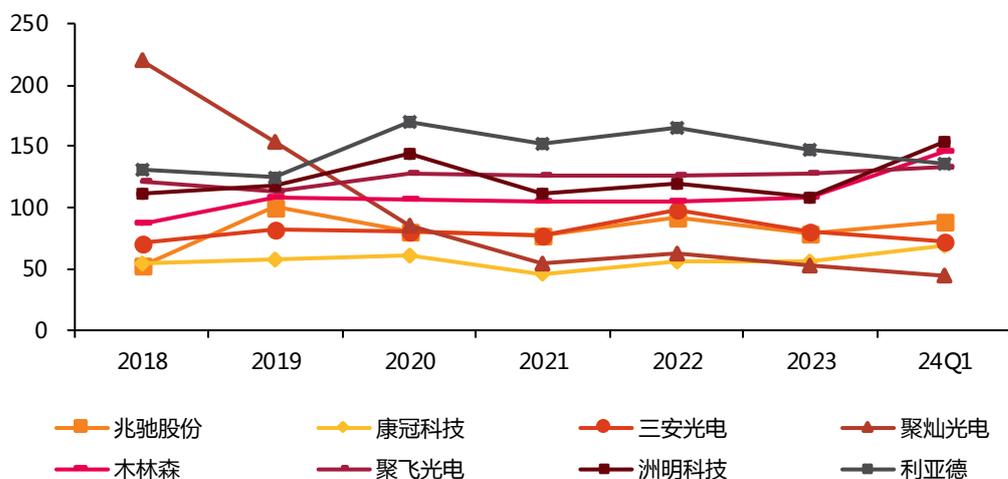
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 74：2018 年至 2024Q1 兆驰股份及可比公司应收账款周转天数（天）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 75：2018 年至 2024Q1 兆驰股份及可比公司应付账款周转天数（天）



资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 盈利预测

营收端：预计 24/25/26 年总收入为 214/253/285 亿元，同比+25%/+18%/+13%。分业务看，1) 受益于公司主要客户的强势增长以及新兴市场的开拓，我们预计 24-26 年电视 ODM 收入有望实现同比双位数增长，同时，兆驰瑞谷在光通信传输领域的布局对公司收入形成增量，我们预计兆驰多媒体视听产品及运营服务 24/25/26 年收入分别同比+20%/+14%/+13%。2) 公司 LED 产业链高速发展，芯片微缩化趋势可在公司现有产线+物料的条件下提升实际产能，封装业务得益于 Mini LED 高速发展有望实现结构性增长，此外公司积极投产 COB 直显预计未来几年收入倍增，整体来看我们预计公司 LED 产业链 24/25/26 年收入分别同比+39%/+27%/+13%。

盈利端：我们认为公司总体可延续盈利改善趋势，预计 24/25/26 年毛利率为 19.2%/19.5%/19.7%，同比+0.4/+0.3/+0.2pct。分业务看，1) 多媒体视听产品及运营业务（主要为电视 ODM）的盈利能力预计在未来两年略有受损，后续收入增量主要可能来自偏中低端定位的品牌客户及新兴市场。2) LED 产业链的盈利持续显著改善，芯片微缩化、产品结构升级逐渐确立子公司兆驰半导体从规模到价值的行业领先地位，封装板块受益 Mini LED 降本放量实现业务升级，COB 产能快速释放规模效应或将显现。此外，公司近年来综合费用率稳中有降，且以往对于兆驰光元和兆驰晶显的业务计提较为充分，盈利改善可以预期。

表 11：兆驰股份业务拆分情况

单位：亿元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	225.4	150.3	171.7	213.9	252.5	284.8
yoy	11.7%	-33.3%	14.2%	24.6%	18.0%	12.8%
总毛利率	15.8%	17.0%	18.8%	19.2%	19.5%	19.7%
yoy	0.6%	1.2%	1.8%	0.4%	0.3%	0.2%
1.多媒体视听产品及运营服务	175.7	112.5	126.6	151.5	173.0	194.8
yoy	10%	-36%	13%	20%	14%	13%
毛利率	13.0%	15.7%	16.3%	14.0%	13.5%	13.6%
yoy	-0.8%	2.7%	0.6%	-2.3%	-0.5%	0.1%
2.LED产业链	45.7	37.8	45.0	62.4	79.5	90.0
yoy	24%	-17%	19%	39%	27%	13%
毛利率	20.7%	20.9%	25.8%	31.7%	32.5%	32.7%
yoy	9.0%	0.2%	5.0%	5.9%	0.8%	0.2%

资料来源：Wind，天风证券研究所

6. 投资建议

公司电视 ODM 业务深耕海外增势稳健，北美客户和新兴市场增量订单有望持续；芯片产品结构升级逐渐确立子公司兆驰半导体从规模到价值的行业领先地位，封装板块受益 Mini LED 降本放量迎来新的增长，COB 产品持续降本显示点间距范围扩大，助力其应用领域延伸拓展。公司技术创新及智能制造的经营理念不断在 LED 各环节复用，随着产业链延伸，兆驰正由终端制造企业逐步向科技型集团企业转型，公司我们 24/25/26 年归母净利润为 21.7/26.3/30.6 亿元。

与可比公司康冠科技（电视 ODM）、海信视像（电视品牌厂）、三安光电（芯片）、聚灿光电（芯片）、木林森（封装）、聚飞光电（封装）、洲明科技（直显）、利亚德（直显）相比，兆驰股份处于明显低估位置，结合 ODM/LED 产业链可比公司 24 年市盈率，保守给予公司电视 ODM/LED 产业链业务 24 年目标 PE 分别 9x/23x，则对应 24 年目标市值 339 亿元，对应目标股价 7.5 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 12：兆驰股份与可比公司估值对比（Wind 一致预期，统计日期 2024/8/12）

来源：wind一致预期		归母净利润（亿元）					市盈率			总市值（亿元）
		2022	2023	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
电视	康冠科技	15.2	12.8	14.7	17.2	19.6	9.0	7.7	6.8	133
	海信视像	16.8	21.0	23.9	27.7	31.6	9.9	8.5	7.5	236
电视（算数平均）		-					9.4	8.1	7.1	-
芯片	三安光电	6.9	3.7	11.6	18.3	25.8	48.7	30.8	21.8	563
	聚灿光电	-0.6	1.2	1.8	2.3	3.0	32.2	25.7	19.8	59
封装	木林森	1.9	4.3	6.8	9.1	11.1	16.9	12.7	10.4	115
	聚飞光电	1.9	2.3	2.9	3.8	4.7	21.4	16.4	13.1	62
直显	洲明科技	0.6	1.4	2.9	3.8	4.7	18.3	13.9	11.1	52
	利亚德	2.8	2.9	6.3	7.6	9.8	16.8	13.9	10.8	106
LED产业链（算数平均）		-					25.7	18.9	14.5	-
兆驰股份		11.5	15.9	21.7	26.3	30.6	9.8	8.0	6.9	212

资料来源：Wind，天风证券研究所

7. 风险提示

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，将制约公司的可持续发展。

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。

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。

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。2023 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。

测算过程具有一定主观性：市场空间测算、公司财务预测等过程具有一定主观性，存在偏差风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,196.44	4,091.88	1,711.55	2,020.02	2,278.12
应收票据及应收账款	4,469.38	4,893.49	10,421.64	7,653.70	12,731.23
预付账款	81.91	94.43	255.32	155.85	306.96
存货	2,232.69	2,678.35	3,023.07	3,679.65	3,864.78
其他	3,676.34	3,725.87	1,758.46	4,684.47	2,169.59
流动资产合计	14,656.76	15,484.03	17,170.04	18,193.68	21,350.68
长期股权投资	1.79	2.32	2.32	2.32	2.32
固定资产	5,784.66	7,229.46	7,503.83	7,936.34	8,203.37
在建工程	1,742.60	845.03	1,260.75	1,386.82	1,525.50
无形资产	505.27	418.97	350.69	282.41	214.13
其他	2,916.96	2,743.74	3,138.94	3,235.60	3,382.55
非流动资产合计	10,951.29	11,239.52	12,256.52	12,843.50	13,327.88
资产总计	25,608.05	26,723.55	29,426.57	31,037.19	34,678.55
短期借款	3,438.89	1,079.69	1,979.23	2,160.26	3,877.15
应付票据及应付账款	4,301.06	4,942.51	6,262.22	6,910.30	7,916.39
其他	1,464.04	1,586.19	2,137.98	2,204.69	2,291.13
流动负债合计	9,203.99	7,608.40	10,379.43	11,275.25	14,084.66
长期借款	1,201.05	1,610.86	1,464.41	1,331.29	1,210.26
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,224.83	2,196.33	1,587.61	1,587.61	1,587.61
非流动负债合计	2,425.88	3,807.19	3,052.02	2,918.89	2,797.87
负债合计	11,714.51	11,496.57	13,431.45	14,194.15	16,882.53
少数股东权益	280.79	425.32	451.98	483.33	518.56
股本	4,526.94	4,526.94	4,526.94	4,526.94	4,526.94
资本公积	910.07	910.36	910.36	910.36	910.36
留存收益	8,329.33	9,573.71	10,268.00	11,084.57	12,002.32
其他	(153.59)	(209.35)	(162.16)	(162.16)	(162.16)
股东权益合计	13,893.54	15,226.98	15,995.12	16,843.04	17,796.02
负债和股东权益总计	25,608.05	26,723.55	29,426.57	31,037.19	34,678.55

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,167.16	1,649.41	2,169.67	2,634.11	3,059.16
折旧摊销	642.51	704.06	799.87	861.14	916.93
财务费用	142.03	162.19	101.51	114.76	129.42
投资损失	(1.71)	(3.58)	(4.46)	(5.27)	(5.94)
营运资金变动	2,380.18	861.75	(3,098.16)	11.80	(1,807.89)
其它	611.09	(1,023.28)	90.87	110.06	127.53
经营活动现金流	4,941.27	2,350.55	59.31	3,726.61	2,419.21
资本支出	1,717.21	261.14	2,030.40	1,351.46	1,254.35
长期投资	0.01	0.53	0.00	0.00	0.00
其他	(5,083.76)	(88.24)	(4,013.58)	(2,815.42)	(2,658.27)
投资活动现金流	(3,366.53)	173.44	(1,983.18)	(1,463.96)	(1,403.91)
债权融资	(605.53)	(1,973.85)	1,028.37	(66.86)	1,466.44
股权融资	(365.03)	(535.32)	(1,484.83)	(1,887.31)	(2,223.63)
其他	167.56	877.18	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(802.99)	(1,632.00)	(456.46)	(1,954.17)	(757.19)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	771.74	891.99	(2,380.33)	308.47	258.11

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	15,028.37	17,167.02	21,394.35	25,250.20	28,476.56
营业成本	12,472.61	13,934.78	17,287.86	20,323.97	22,876.20
营业税金及附加	29.43	49.72	61.97	73.13	82.48
销售费用	332.57	369.93	311.26	367.36	402.90
管理费用	222.41	218.55	272.37	321.46	362.53
研发费用	629.65	703.64	898.30	1,050.10	1,175.73
财务费用	89.94	64.29	101.51	114.76	129.42
资产/信用减值损失	(306.97)	(362.60)	(304.52)	(300.00)	(270.00)
公允价值变动收益	24.87	6.07	7.57	8.93	10.08
投资净收益	1.71	3.58	4.46	5.27	5.94
其他	326.70	464.61	(338.05)	(327.70)	(337.40)
营业利润	1,205.45	1,714.45	2,506.65	3,041.33	3,530.71
营业外收入	2.75	2.58	3.21	3.79	4.27
营业外支出	14.35	7.21	6.56	5.96	5.42
利润总额	1,193.85	1,709.81	2,503.30	3,039.15	3,529.57
所得税	26.69	60.41	250.33	303.92	352.96
净利润	1,167.16	1,649.41	2,252.97	2,735.24	3,176.61
少数股东损益	21.21	60.98	83.30	101.13	117.45
归属于母公司净利润	1,145.95	1,588.42	2,169.67	2,634.11	3,059.16
每股收益(元)	0.25	0.35	0.48	0.58	0.68

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-33.32%	14.23%	24.62%	18.02%	12.78%
营业利润	115.25%	42.22%	46.21%	21.33%	16.09%
归属于母公司净利润	244.13%	38.61%	36.59%	21.41%	16.14%
获利能力					
毛利率	17.01%	18.83%	19.19%	19.51%	19.67%
净利率	7.63%	9.25%	10.14%	10.43%	10.74%
ROE	8.42%	10.73%	13.96%	16.10%	17.71%
ROIC	9.45%	14.45%	18.94%	17.98%	20.22%
偿债能力					
资产负债率	45.75%	43.02%	45.64%	45.73%	48.68%
净负债率	9.71%	-2.99%	19.10%	16.59%	23.22%
流动比率	1.58	2.01	1.65	1.61	1.52
速动比率	1.34	1.67	1.36	1.29	1.24
营运能力					
应收账款周转率	2.27	3.67	2.79	2.79	2.79
存货周转率	6.35	6.99	7.50	7.53	7.55
总资产周转率	0.59	0.66	0.76	0.84	0.87
每股指标(元)					
每股收益	0.25	0.35	0.48	0.58	0.68
每股经营现金流	1.09	0.52	0.01	0.82	0.53
每股净资产	3.01	3.27	3.43	3.61	3.82
估值比率					
市盈率	18.80	13.57	9.93	8.18	7.04
市净率	1.58	1.46	1.39	1.32	1.25
EV/EBITDA	4.76	6.38	6.02	5.07	4.80
EV/EBIT	6.06	7.89	7.72	6.36	5.95

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com