

兆驰股份（002429.SZ）

2025 年 07 月 23 日

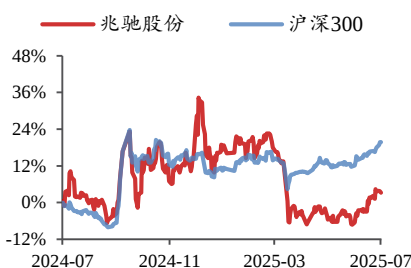
Mini LED 高附加值产品放量+越南基地自动化更新扩产增效，公司业绩向上的拐点逐步清晰

投资评级：买入（首次）

——公司首次覆盖报告

日期	2025/7/23
当前股价(元)	4.64
一年最高最低(元)	6.47/4.08
总市值(亿元)	210.05
流通市值(亿元)	209.93
总股本(亿股)	45.27
流通股本(亿股)	45.24
近 3 个月换手率(%)	47.28

股价走势图



数据来源：聚源

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

马宇轩（联系人）

mayuxuan@kysec.cn

证书编号：S0790125050029

● 高附加值产品放量+越南生产基地增效拐点，首次覆盖，给予“买入”评级

兆驰股份是电视 ODM 与 LED 产业龙头，已深度布局 LED 全产业链，并横向向光通信拓展。公司 LED 业务产品结构有望持续优化，下游 Mini LED 高景气带动公司高附加值芯片、封装模组及直显产品放量。应对关税冲击，公司推进越南电视 ODM 产能爬坡承接北美及其他海外客户订单，随着自动化提效，2026 年有望迎来利润改善的拐点。公司积极拓展光通信领域，为中长期成长打开空间。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润 14.5/18.4/21.7 亿元，对应 EPS 为 0.32/0.41/0.48 元，当前股价对应 PE 为 14.5/11.4/9.7 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● LED 业务：Mini LED 景气度向上，全产业链高附加值产品放量在即

公司 LED 业务涵盖芯片、封装&模组及直显环节，且均处于行业领先地位。公司有望以全产业链布局获取 COB 和 Mini LED 渗透率快速提升带来的利润弹性。（1）LED 芯片业务：高毛利的 Mini LED 芯片出货占比有望提升；（2）LED 封装&模组业务：Mini LED 背光模组站上风口，集团上下游资源复用促进利润增长；（3）LED 直显业务：深耕 COB Mini LED 直显，拓展商用显示应用市场

● 电视 ODM：推进越南产能爬坡+自动化产线提效，业绩或将先降后增

（1）客户端：核心客户为沃尔玛系的 ONN 和 Vizio，并推进拓展其他新客户；在全球电视 ODM 占比上升，份额向大陆厂商集中的趋势中有望获得更多订单。（2）生产端：越南基地产能预计将从 500 万台/年扩至 800 万台以上，足够覆盖北美等多个海外市场。随着越南基地自动化更新，生产效率由低到高，预计电视 ODM 盈利能力将先降后增，利润有望在 2026 年迎拐点。

● 光通信：构建光通信全产业链平台，剑指千亿市场再出发

（1）通过外购加自研切入光通信产业链。2024 年收购兆驰瑞谷，投资 10 亿布局相关项目，不到一年，光模块向头部厂商供货，BOSA 器件出货量预计达 1 亿颗，光通芯片项目通线。（2）2024 年中国光通信市场空间有望达 1473 亿，兆驰有望复制 LED 成功经验，以成本优势与垂直一体化协同成为光通信龙头。

● **风险提示：**市场竞争加剧风险、关税政策风险、汇率大幅波动风险、Mini LED 渗透率提升不及预期风险

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	17,167	20,326	20,151	23,460	26,287
YOY(%)	14.2	18.4	-0.9	16.4	12.1
归母净利润(百万元)	1,588	1,602	1,453	1,842	2,171
YOY(%)	38.6	0.9	-9.3	26.7	17.9
毛利率(%)	18.4	17.2	17.1	17.9	18.6
净利率(%)	9.3	7.9	7.2	7.9	8.3
ROE(%)	10.8	10.6	9.0	10.5	11.3
EPS(摊薄/元)	0.35	0.35	0.32	0.41	0.48
P/E(倍)	13.2	13.1	14.5	11.4	9.7
P/B(倍)	1.4	1.3	1.2	1.2	1.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、兆驰股份：电视 ODM 与 LED 双产业龙头，拓展光通信打开成长空间.....	5
1.1、 公司介绍：电视 ODM 与 LED 产业链双主线发展，积极拓展光通信.....	5
1.2、 股权结构：2022 年深圳国资入主并实控，股权结构较为集中.....	6
1.3、 财务表现：收入利润稳健增长，LED 业务成为第二成长曲线.....	7
2、 LED 业务：Mini LED 景气度向上，全产业链高附加值产品放量在即.....	9
2.1、 LED 产业链：兆驰在芯片、封装&模组、直显等环节全产业链布局.....	9
2.2、 LED 行业发展趋势：COB 扩产降本，Mini LED 加速向 B/C 端渗透.....	10
2.2.1、 技术路径方面：凭借技术改良和扩产降本，COB 渗透率迅速提升.....	10
2.2.2、 应用场景方面：Mini LED 背光电视和 Mini LED 显示屏渗透率仍然较低，有望加速成长.....	13
2.3、 公司看点：受益需求端 Mini LED 高景气，以全产业链布局获取利润弹性.....	17
2.3.1、 LED 芯片业务：高毛利的 Mini LED 背光/Mini RGB 芯片出货占比有望提升.....	17
2.3.2、 LED 封装&模组业务：Mini LED 背光模组站上 Mini LED 电视风口，集团上下游资源整合赋能发展.....	20
2.3.3、 LED 直显业务：深耕 COB Mini LED 直显，拓展商用显示应用市场.....	21
3、 电视 ODM 业务：推进越南产能爬坡+自动化产线提效，盈利能力或将先降后增.....	23
3.1、 客户端：紧密合作北美大客户熨平周期波动，拓展欧洲东南亚等海外市场.....	23
3.2、 生产端：越南基地产能爬坡+自动化提效，利润率或将先降后增.....	25
3.3、 北京风行：经营稳健的数字文娱创作与分发平台.....	27
4、 光通信业务：构建光通信全产业链平台，剑指千亿市场再出发.....	27
4.1、 外购+自研并举，光模块已实现批量出货.....	27
4.2、 光通信市场空间超千亿，兆驰有望以全产业链布局打造协同优势.....	28
5、 盈利预测与投资建议.....	31
5.1、 关键假设.....	31
5.2、 盈利预测与估值.....	32
6、 风险提示.....	32
附：财务预测摘要.....	33

图表目录

图 1：兆驰股份发展历程大致可以分为三个阶段.....	5
图 2：兆驰股份在 LED 的全产业链垂直一体化布局.....	6
图 3：公司实控人深圳国资委合计持股 20%（截至 2025/3/31）.....	7
图 4：2017-2024 年公司营业收入 CAGR 达 14.32%.....	7
图 5：2017-2024 年公司归母净利润 CAGR 达 18.56%.....	7
图 6：兆驰 LED 系列收入占比不断提升.....	8
图 7：LED 系列产品毛利率较高，其利润占比持续提升.....	8
图 8：公司境外收入增速较快.....	8
图 9：公司境外收入占比持续上升.....	8
图 10：随着产品结构优化，公司盈利能力总体呈现稳步提升态势.....	9
图 11：公司费率整体稳定，研发费率略有提升.....	9
图 12：LED 产业链与兆驰产业链布局示意图.....	10
图 13：小间距 LED 显示屏产业链示意图.....	11
图 14：COB 月产能两年内大幅增长 400%，2025 年有望突破 8 万平方米.....	12

图 15: 2022Q1 至今 COB 面板价格大降超 70%, 其中 2025Q1 单季度下跌 31%	12
图 16: 2022-2024 年 COB 在小间距 LED 市场份额大幅提升	12
图 17: COB 封装在 P1.2 市场中占据 60-70% 份额, 有望继续向 P1.5 及以上市场普及	13
图 18: 2024 年 P1.4-1.1 间距段产品的销售额占比约为 40%, 是出货量最大的小间距 LED 间距段	13
图 19: Mini LED 的灯珠比普通 LED 小得多	13
图 20: Mini LED 背光通过更多的灯珠容纳更多的分区, 实现更优的显示效果	13
图 21: Mini LED 背光电视迅速放量, 成为 Mini LED 背光产品份额最大的品类	15
图 22: 中国厂商在 Mini LED 背光电视市场的份额迅速提升	15
图 23: 2024 至 2025 年中国“618”期间 Mini LED 电视销量及占比变化	15
图 24: 2025Q1 教育和公共服务等领域对小间距显示屏的需求增速较快	17
图 25: 2021 年至 2024 年兆驰半导体业绩稳健增长	17
图 26: 兆驰 LED 芯片产能 110 万片/月(4 寸片), 全球第一	17
图 27: 兆驰半导体的净利率横向对比行业头部公司 LED 芯片产品的毛利率, 仍不落下风	18
图 28: 兆驰在 2017 年设厂、2021 年后大规模扩产后采购的设备单位产能较高, 单位成本更低	18
图 29: 兆驰半导体布局全色系的高品质 LED 芯片, 可充分承接下游需求	19
图 30: 兆驰半导体 Mini RGB 芯片研发规划	19
图 31: 背光 LED 模组毛利率通常远高于照明 LED	20
图 32: 近年来照明 LED 模组毛利率呈下降趋势	20
图 33: 兆驰晶显 2022 年至 2024 年收入大幅增长 691%。净利润也大幅扭亏	21
图 34: 兆驰晶显的产能达 3 万平米/月, 居行业首位	21
图 35: 兆驰晶显自 2022 年以来每年不断更新涵盖了低中高端、不同应用场景的产品矩阵	22
图 36: 近年全球电视 ODM 出货占比稳中有升	23
图 37: 中国大陆的电视 ODM 厂商增长更快, 份额提升	23
图 38: 兆驰北美电视 ODM 市场份额达 33%, 高居第一	23
图 39: 兆驰电视 ODM 出货量处于全球第一梯队	23
图 40: 公司多媒体视听产品及运营服务业务的毛利率整体稳健增长, 受面板价格影响较小	25
图 41: 兆驰越南厂区的环境	26
图 42: 越南南部聚集了以中国企业为主的显示产业集群	26
图 43: 2021 年至 2024 年北京风行业绩稳健增长	27
图 44: 北京风行发展历程	27
图 45: 公司光通信产业进展斐然, 不到一年时间内, 高效实现光模块产品向头部厂商供货、BOSA 器件签订大单和光通芯片项目通线等里程碑式成就	28
图 46: 光通信产业链示意图	29
图 47: 预计 2024 年中国光通信市场规模将达 1473 亿元	29
图 48: 2024 年中国光芯片市场规模约 152 亿元, 预计 2025 年将同比增长 9.2%	30
图 49: 华为海思、光迅科技、华工科技等国产公司在光芯片领域技术与产能领先	30
图 50: 全球光模块市场规模 2025 年将达 121 亿美元, 2027 年突破 150 亿美元	30
图 51: 中国光模块厂商逐步主导全球市场	30
表 1: COB 相较于 SMB 的优势包括适配更小间距、更可靠、更散热、更清晰等	11
表 2: Mini LED 相比 LCD、OLED, 兼顾了显示性能、寿命和成本等重要属性	14
表 3: 以 COB 封装为抓手, Mini LED 有望在小间距 LED 市场中渗透率翻番, 市场规模达 37 亿元	16
表 4: 兆驰光元在 LED 封装领域形成全矩阵产品布局	20
表 5: 沃尔玛系电视品牌 ONN 和 Vizio 是兆驰的核心客户, Vizio 的订单将帮助公司提升北美电视 ODM 市场份额	24
表 6: 预计随着厂房扩建和自动化产线的更新, 预计兆驰越南的产能将逐步扩大, 有望供应更多元的海外市场	26

表 7： 预计公司 2025-2027 年分别实现归母净利润 14.5/18.4/21.7 亿元	31
表 8： 相对于可比公司，公司仍然有一定的估值提升空间.....	32

1、兆驰股份：电视 ODM 与 LED 双产业龙头，拓展光通信打开成长空间

1.1、公司介绍：电视 ODM 与 LED 产业链双主线发展，积极拓展光通信

二十年筚路蓝缕，从“1.0”到“3.0”时代，从家庭组网+电视 ODM 到 LED+光通信全产业链。兆驰股份于 2005 年成立，至今已满二十周年，公司的发展历程大致可分为三个阶段：

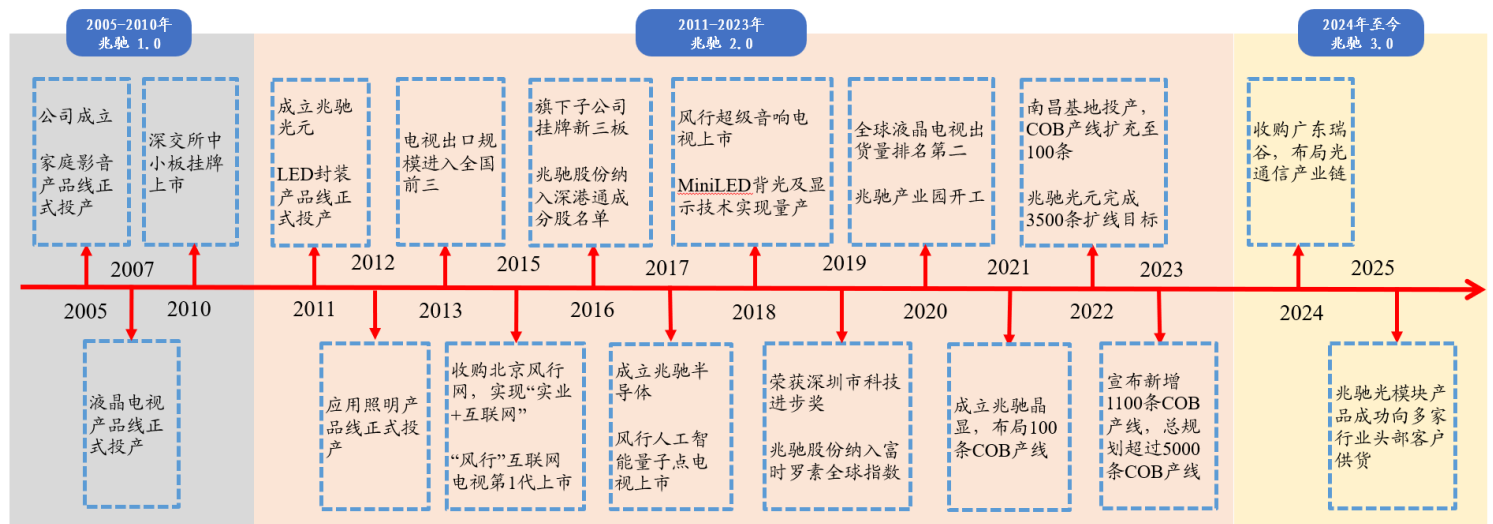
(1) 2005-2010 年“兆驰 1.0”时期，从家庭组网和电视 ODM 起家：公司前身为兆驰多媒体，主营家庭视听消费产品，如机顶盒、视盘机、多媒体音响等。2007 年完成液晶电视研发与量产，进军电视 ODM 领域。2010 年在深交所上市，获得更广阔发展平台。随后，兆驰股份开启多元化布局。

(2) 2011-2023 年“兆驰 2.0”时期，纵向拓展 LED 产业链：公司 2011 年成立兆驰光元，进军 LED 产业，逐步构建起 LED 全产业链布局，在 Mini LED 方面成果显著。2015 年，公司收购风行网，推出电视操作系统 FUNOS。2017 年公司成立兆驰半导体，2021 年设立兆驰晶显，聚焦下游 COB 显示等领域。

(3) 2024 年至今，“兆驰 3.0”时期，横向布局光通信：2024 年公司顺利收购广东瑞谷，以光器件、光模块为切入点进入光通信行业，通过战略性投资半导体激光芯片项目、光通信高速器件及模块项目，初步构建光通信垂直产业链。2025 年 7 月，公司光模块产品成功向多家行业头部客户供货，应用于光接入网的 BOSA 器件产品接获行业头部客户长期订单，预计全年出货量达 1 亿颗。

如今，兆驰股份业务广泛，涵盖电视 ODM、LED 产业链、光通信产业链产品的设计、研发、生产和销售，持续为全球消费类电子品牌和硬件厂商提供优质产品。

图1：兆驰股份发展历程大致可以分为三个阶段



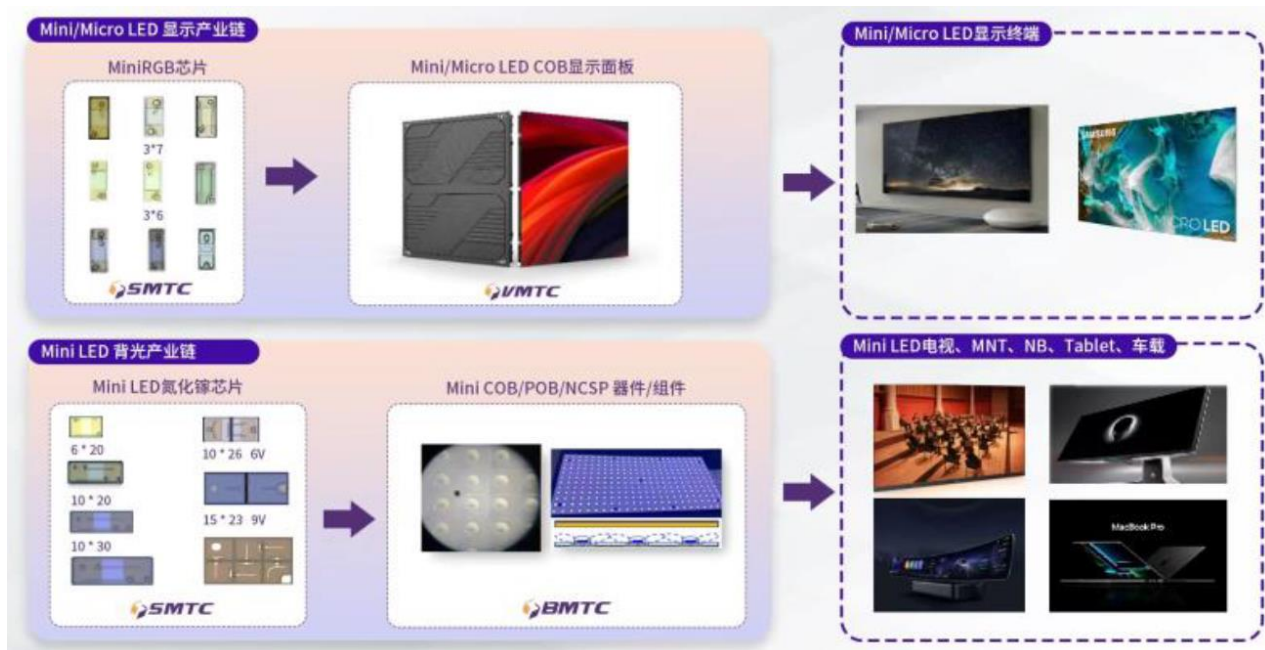
资料来源：公司公告、公司官网、公司微信公众号、开源证券研究所

公司当前主营业务分包括多媒体视听产品及运营服务和 LED 产业链两部分，光通信有望成为未来的重要增长点。多媒体视听产品及运营服务和 LED 产业链业务是公司的业绩基本盘，随着公司深化 LED 全产业链布局，Mini LED 应用渗透率的加速

提升,LED 产业链业务收入和利润占比有望继续上升,是未来业绩增长的核心驱动。此外,公司 2024 年切入光通信行业,2025 年以来光通信产业进展顺利,有望成为公司中长期的又一个重要增长点。

兆驰股份通过控股子公司(含孙公司)布局 LED 全产业链,涵盖芯片、封装&模组及直显环节,在不同环节均处于行业领先地位。从上游至下游分别为:(1)上游 LED 芯片——兆驰半导体(SMTC):产销量 110 万片/月(4 寸片),居全球第一;Mini RGB 芯片市占率超 50%。(2)中游 LED 封装&模组——兆驰光元(BMTC)+兆驰晶显(VMTC):兆驰光元是国内外一线终端品牌核心供应商,全球最大的 Mini COB 背光模组生产厂家。(3)下游 LED 直显——兆驰晶显(VMTC):全球最大的 COB 面板制造商,2024 年全年 COB 直显出货量份额超过 50%。

图2:兆驰股份在 LED 的全产业链垂直一体化布局

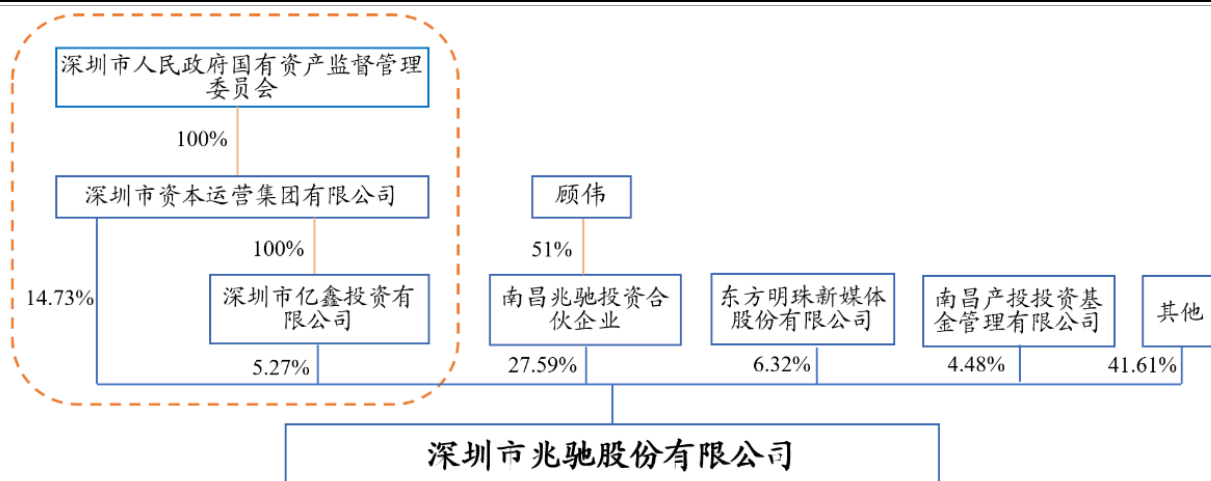


资料来源:公司公告

1.2、股权结构:2022 年深圳国资入主并实控,股权结构较为集中

公司实控人为深圳国资委,股权结构较为集中。截至 2025 年一季度,兆驰股份前十大股东合计持股占比达 62.3%,股权结构较为稳定。公司实际控制人为深圳市国资委,其通过全资控股深圳市资本运营集团有限公司直接持有公司 14.73%股份,此外还通过全资子公司深圳市亿鑫投资有限公司间接持有上市公司股份 5.27%,合计持股 20%。值得一提的是,公司创始人、现任董事长顾伟先生通过南昌兆驰投资合伙企业间接持股公司 27.59%。2022 年,为了化解债务风险,公司原实控人顾伟于当年 5 月向深圳资本集团及全资子公司亿鑫投资转让 19.73%的股份,深圳国资委正式成为实控人。

图3：公司实控人深圳国资委合计持股 20%（截至 2025/3/31）

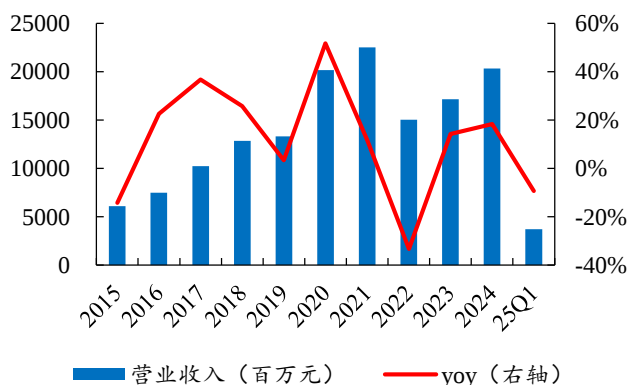


资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.3、财务表现：收入利润稳健增长，LED 业务成为第二成长曲线

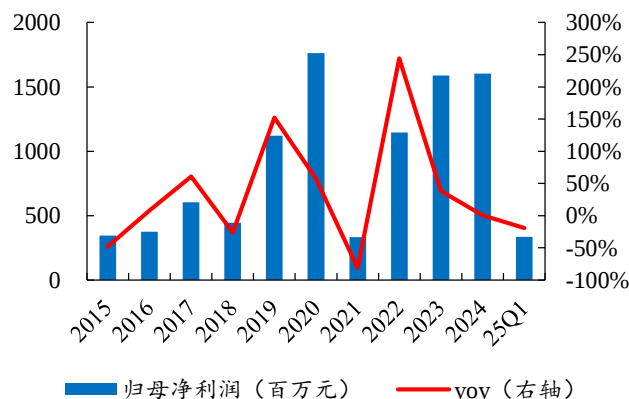
技术创新和产业升级帮助公司实现稳健增长，2023 年以来公司业绩恢复成长。从视听产品 OEM 到电视 ODM，再到 LED 垂直产业链、光通信垂直产业链，公司以对技术创新和产业升级的持续追求，不断向高技术含量的智能化制造转型。公司近十年业绩稳步增长，营业收入从 2015 年的 60.96 亿元增长至 2024 年的 203.26 亿元，2015-2024 年 CAGR 达 14.32%；归母净利润从 2015 年的 3.46 亿元增加至 2024 年的 16.02 亿元，2015-2024 年 CAGR 达 18.56%。公司在 2021-2022 年间收入和利润波动较大，主要系 2021 年恒大系暴雷计提 19 亿元、海外客户去库存等因素。2023 年以来，随着公司布局 LED 垂直产业链，Mini LED 渗透率提升带来产业链均价提升，公司业绩也恢复高速增长。

图4：2017-2024 年公司营业收入 CAGR 达 14.32%



数据来源：Wind、开源证券研究所

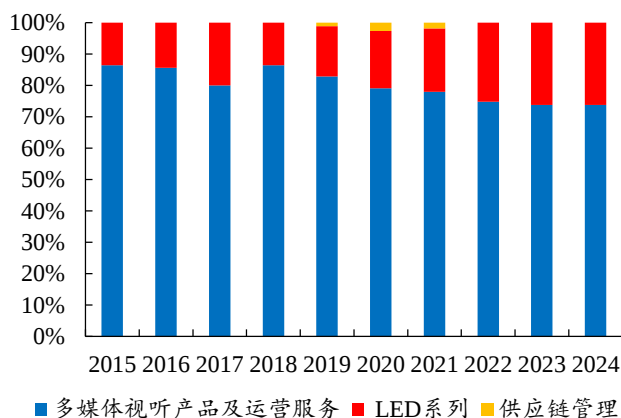
图5：2017-2024 年公司归母净利润 CAGR 达 18.56%



数据来源：Wind、开源证券研究所

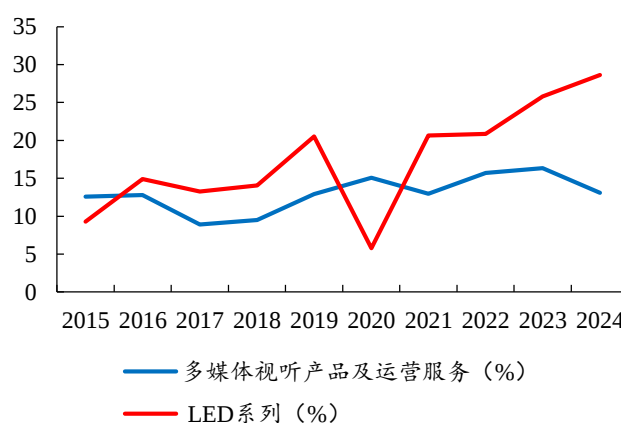
分产品看，收入端以多媒体视听产品及运营服务（即电视 ODM 与北京风行业务）为主，近年来高毛利的 LED 产业链产品占比持续提升。2024 年多媒体视听产品及运营服务/LED 系列实现营收 149.96/53.30 亿元，2015-2024 年 CAGR 分别为 12.81%/23.56%，LED 系列产品收入占比持续提升。2024 年多媒体视听产品及运营服务/LED 系列的毛利率分别是 13.10%/28.62%，高毛利的 LED 系列占比持续提升，利润占比也同步提升。

图6：兆驰 LED 系列收入占比不断提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

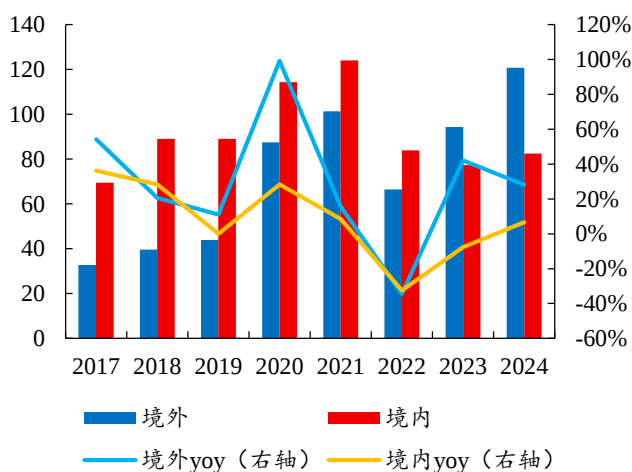
图7：LED 系列产品毛利率较高，其利润占比持续提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

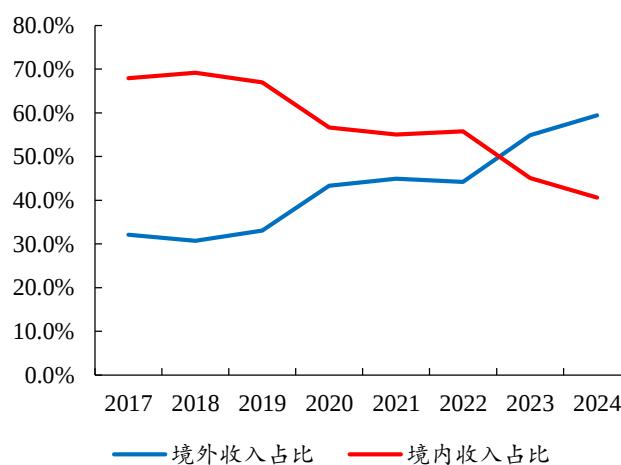
分地区来看，公司境外收入占比持续上升。2024 年公司境内/境外收入分别是 84.29/120.78 亿元，分别占比 40.6%/59.4%。公司境外收入占比近年来持续提升，从 2017 年的 32.1% 上升到 2024 年的 59.4%，主要得益于公司深耕海外尤其是北美市场，并把握南美及东南亚地区的增长机遇，投资建设越南生产基地，与国内生产基地协同巩固和扩大市场份额，提高海外市场占有率。

图8：公司境外收入增速较快



数据来源：Wind、开源证券研究所

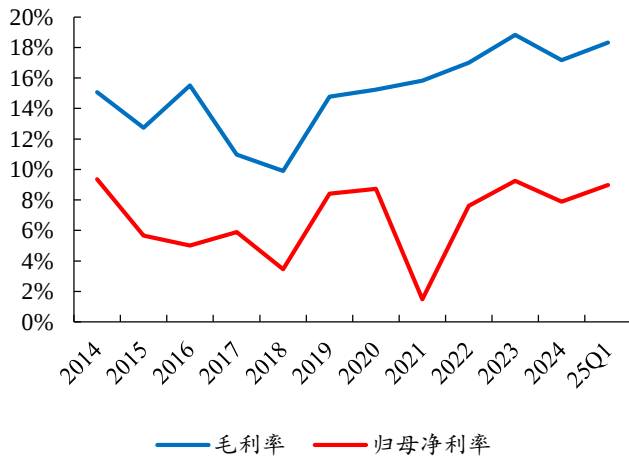
图9：公司境外收入占比持续提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

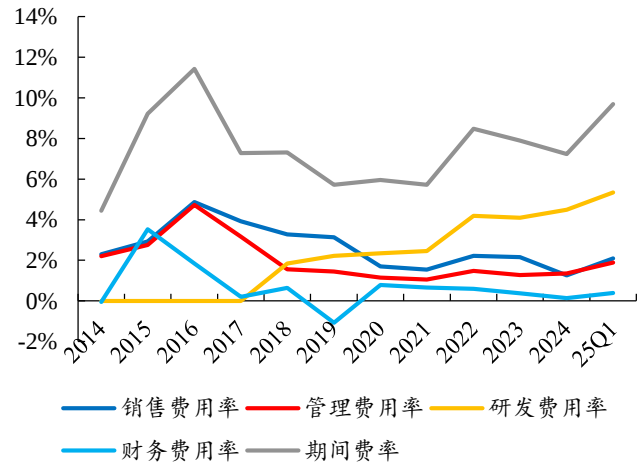
盈利能力：随着高毛利的 LED 产品占比提升，公司产品结构得到优化，盈利能力总体呈现稳步提升态势。（1）**毛利率方面：**产品结构优化带动毛利率提升，2024/2025Q1 年毛利率为 17.17%/18.34%，同比-1.7/+0.6pct，2024 年多媒体视听产品及运营服务/LED 系列毛利率分别-3.2/+2.8pct 至 13.10%/28.62%。（2）**费用率：**费用率总体维持稳定，产业升级所需的研发投入使研发费率略有提升，2024/2025Q1 期间费用率为 7.24/9.70%，同比-0.7%/+1.5pct，其中研发费用率同比+0.4/+0.8pct。（3）**归母净利润率：**2024/2025Q1 归母净利润率为 7.88%/8.99%，同比-1.4/-1.1pct。

图10：随着产品结构优化，公司盈利能力总体呈现稳步提升态势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：公司费率整体稳定，研发费率略有提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、LED 业务：Mini LED 景气度向上，全产业链高附加值产品放量在即

2.1、LED 产业链：兆驰在芯片、封装&模组、直显等环节全产业链布局

LED 产业链涵盖上游芯片制造，中游 LED 封装，以及下游应用端开发与生产等环节，兆驰通过子公司全产业链深度布局。具体来看：

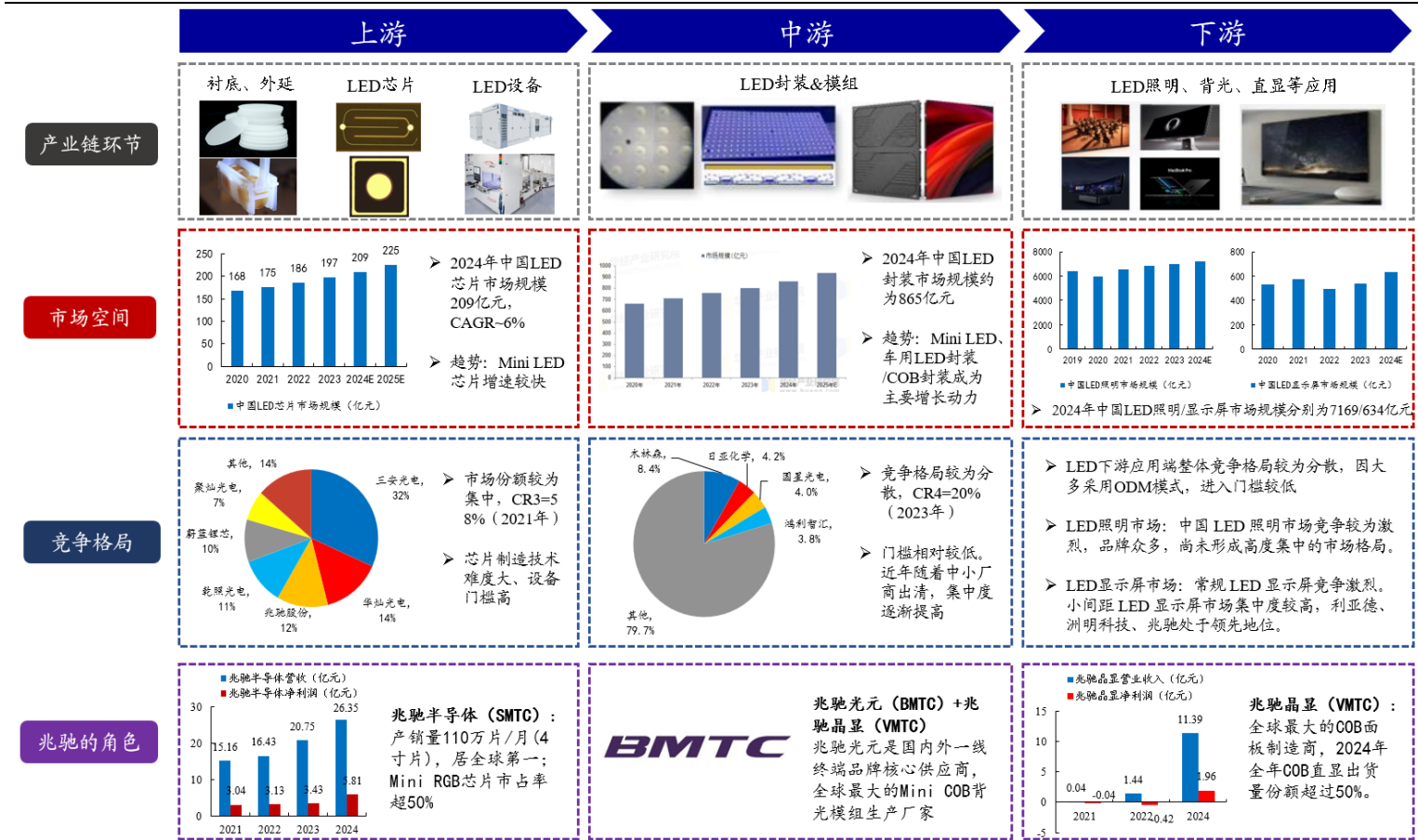
(1) LED 上游：以 LED 芯片为核心，包括衬底生产、外延沉积、芯片制造、相关生产设备等。市场空间：根据中商情报网数据，2025 年中国 LED 芯片市场规模有望达 225 亿元，2020-2025 年 CAGR 达 6.0%。竞争格局：受制于芯片制造等技术难度大、设备门槛高，头部公司占据主导地位，行业格局较为集中。目前，三安光电、华灿光电、兆驰股份 LED 芯片产能的比例分别为 31.7%、14.3%、12.4%，合计近 60%。兆驰在产业链中的角色：公司通过子公司兆驰半导体，构建了从蓝宝石衬底、外延片到芯片制造的全工序自主生产体系，总芯片产能达每月 110 万片（4 英寸），2024 年 Mini RGB 芯片市场占有率超 50%。

(2) LED 中游：即 LED 封测和模组环节。市场空间：2024 年中国 LED 封装市场规模约为 865 亿元。Mini LED/COB 封装等成为主要增长动力。竞争格局：技术难度与投资门槛相对较低，市场参与者较多。近年来随着部分中小厂商淘汰出清，集中度逐渐提高。兆驰在产业链中的角色：公司以子公司兆驰光元和兆驰晶显布局 LED 封装领域，构建了从芯片封装到背光、直显封装模组的产业链。兆驰光元是全球最大的 Mini COB 背光模组生产厂家。

(3) LED 下游：涵盖各类 LED 产品，按应用领域可分为照明、背光、直显等类别，进一步可细分为通用照明、显示屏、景观照明、背光应用、汽车照明、信号灯等场景。市场空间：2024 年中国 LED 照明/显示屏市场规模分别为 7169/634 亿元。竞争格局：整体参与门槛低，市场格局较为分散。小间距 LED 显示屏市场集中度

较高，利亚德、洲明科技、兆驰处于领先地位。兆驰在产业链中的角色：兆驰晶显深耕 COB 直显产品，2024 年全年 COB 直显出货量份额超过 50%。

图12：LED 产业链与兆驰产业链布局示意图



资料来源：华灿光电官网、中微公司官网、乾照光电官网、兆驰股份公告、华经产业研究院、中商产业研究院、开源证券研究所

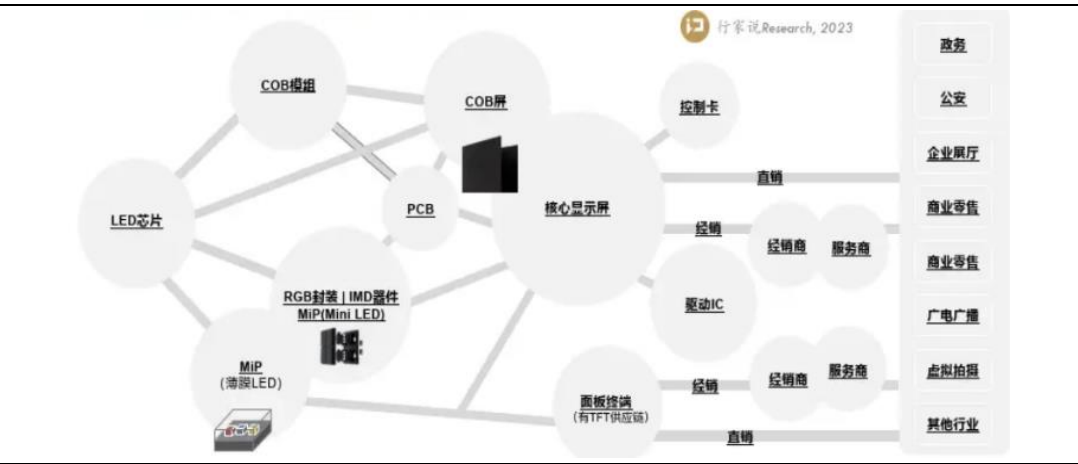
2.2、LED 行业发展趋势：COB 扩产降本，Mini LED 加速向 B/C 端渗透

近年来，随着 LED 产业链制造技术的不断突破和终端消费市场的持续演进，LED 产业正进行着新一轮“技术迭代→产能扩张→成本降低→应用拓展”的产业发展周期，朝着更小芯片（Mini/Micro）、更小间距（<P1.6）、更先进封装（COB/MIP）和更多元应用场景（ToB/ToC）等方向踏步前进。

2.2.1、技术路径方面：凭借技术改良和扩产降本，COB 渗透率迅速提升

相较于 SMB，COB 封装是更加适用于小间距 LED 的封装方法。相比于主流的 SMB 封装，COB 封装技术通过将芯片直接封装在 PCB 基板上，不仅省去了独立封装和贴片环节，还突破了 SMD 在小间距领域的物理极限。SMD 因单个封装仅含一个像素的结构限制，难以进入 P1.2 以下市场，而 COB 却能轻松实现 P1.0 以下的超微间距显示。此外，COB 的可靠性更高，不会因像素间距不均引发视觉干扰，这使得其在指挥中心、虚拟拍摄等对显示一致性要求极高的场景中最先普及。尽管 COB 显示屏性能卓越，但是由于价格仍然较高，目前主要以 G 端客户应用场景如指挥控制中心、智慧教育、企事业单位展厅、高端会议中心等为主。

图13：小间距 LED 显示屏产业链示意图



资料来源：行家说 Research

表1：COB 相较于 SMB 的优势包括适配更小间距、更可靠、更散热、更清晰等

	COB	SMB
封装工艺	流程简化，利于自动化生产	依赖支架，流程环节多
显示效果	面光源，无颗粒感	有颗粒感，细节表现弱
稳定性	死灯率低，售后成本低	死灯率相对高
防护性能	全封闭，“十防”特性好	防护性能弱
散热性能	热阻少，散热优良	散热路径多，效率低
维修难度	维修复杂，或需返厂	单个灯珠可换，维修易
成本价格	产量增后，价格下探接近 SMB	成本相对低，价格亲民
其他	设计紧凑，节约空间	像素间距大，难小型化

资料来源：CSDN、开源证券研究所

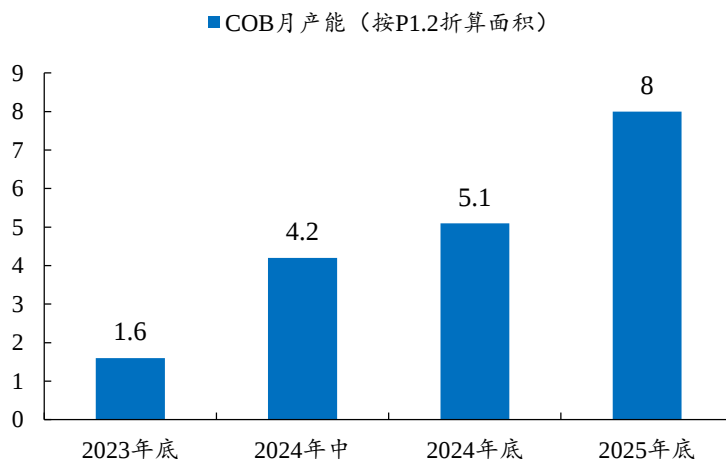
技术持续突破迭代让 COB 产业规模效应成为可能：

(1) COB 技术在 2022 年前后迎来良率突破。2022 年以来兆驰、中麒、雷曼、洲明等头部玩家相继加大在 COB 技术的研发投入，新益昌、凯格等国产设备厂技术快速成熟，行业直通率和良率大幅提升。根据兆驰公告披露，2023 年公司一次直通良率已经达到 60%以上，搭配一次维修后直通良率可达到 98%。雷曼光电 COB 产品的良率从 2019 年的 95%提升到了 2022 年超过 98%。直通良率的大幅提升，PPM 大幅降低，有效提升了 COB 制造效率。

(2) 芯片微缩化与虚拟像素技术大幅降低了 COB 模组的芯片端成本。三安光电、华灿光电、兆驰半导体、士兰、乾照光电等主流厂家持续研发 RGB 芯片微缩化技术，2024 年 Mini LED 主流规格从 2023 年的 4*7mil 缩小为 3*6mil、3*7mil。此外，当前主流虚拟像素方案为三灯虚拟像素方案和四灯虚拟像素方案。以 P1.25、分辨率为 4*4 为例，实像素需要 48 颗芯片，四灯方案需要 16 颗，三灯方案需要 24 颗，芯片微缩化与虚拟像素技术共同显著减少了单 COB 模组中芯片的使用量，降低了 COB 的芯片端成本。

追求规模效应，2023 年以来 COB 行业大规模增产超过四倍。根据行家说 Research 数据显示，2025 年 COB 规划月产能或破 8 万平米，而在 2023 年底，这个数字仅为 1.6 万平米，两年翻了两番。厂商参与数量从 2023 年 COB 产能达 200 平米以上的企业共 7 家，2024 年已达到 16 家，COB 行业在近两年的时间里迎来了一轮扩产潮。

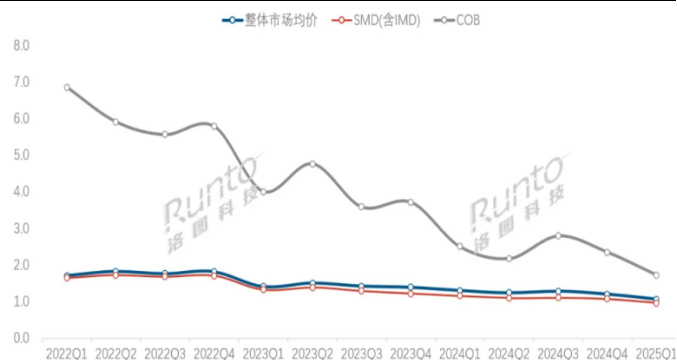
图14: COB 月产能两年内大幅增长 400%，2025 年有望突破 8 万平方米



数据来源：行家说 Research、开源证券研究所

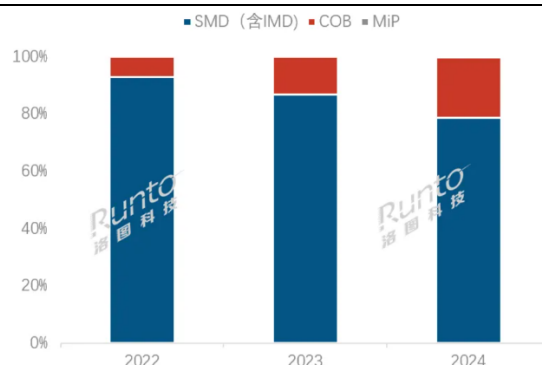
大规模扩产推动 COB 价格迅速下降，带动其在小间距 LED 市场的渗透率快速提升。(1) 价格方面，根据洛图科技数据，2025 年第一季度 COB 封装产品均价同比大降 31.4%，至 1.72 万元/平米，相较 2022 年第一季度接近 7 万元/平米的高位价格大幅下跌超过 70%。(2) 市场份额方面，受持续降价拉动，2024 年 COB 销售额同比 2023 年增长 47.4%，占比达 21.0%，同比增长 7.8 个百分点。

图15: 2022Q1 至今 COB 面板价格大降超 70%，其中 2025Q1 单季度下跌 31%



数据来源：洛图科技

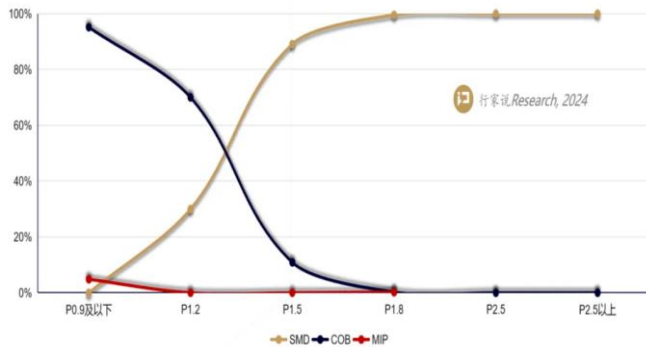
图16: 2022-2024 年 COB 在小间距 LED 市场份额大幅提升



数据来源：洛图科技

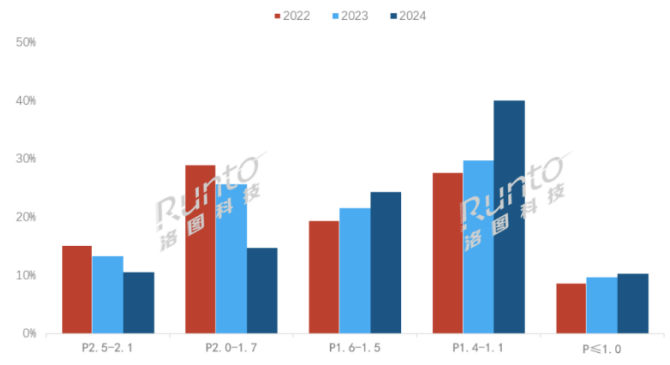
(3) 分间距段来看，在 P1.2 间距产品市场，COB 市占率已达 60~70%；因 2024 年高端产品市场需求量增长，也拉动了 COB 在 P0.9 间距的出货量增长。此外，在市场主流、小间距出货量最大的 P1.2-P1.5 间距市场，尽管 SMD 技术仍占主导地位且具备性价比优势，但 COB 的渗透率呈现稳步提升态势。

图17: COB 封装在 P1.2 市场中占据 60-70%份额, 有望继续向 P1.5 及以上市场普及



数据来源:《2024 小间距与微间距 LED 显示屏调研白皮书》

图18: 2024 年 P1.4-1.1 间距段产品的销售额占比约为 40%，是出货量最大的小间距 LED 间距段



数据来源: 洛图科技

综上, 我们认为: **COB 封装渗透率的迅速提升, 是技术进步、产业链成熟、市场竞争的必然结果, 未来仍将持续演绎。**其逻辑在于: 通过技术突破 (良率提升) 降低单产品成本, 通过规模化生产摊薄固定成本, 再通过市场竞争倒逼效率提升, 最终实现应用端从高端小众到主流普及的跨越。展望未来, COB 应用场景可以随着性价比优势而不断拓展, 继续渗透 G 端、B 端市场, 有望进一步在虚拟像素等技术的加持下进入 C 端消费市场。

2.2.2、应用场景方面: Mini LED 背光电视和 Mini LED 显示屏渗透率仍然较低, 有望加速成长

概念分析:Mini LED 指的是 LED 芯片尺寸介于 100~300 μm 之间的 LED 器件, 契合小间距 LED 相邻灯珠点间距在 2.5 毫米以下的属性要求, 也是 COB 封装重点渗透的领域。

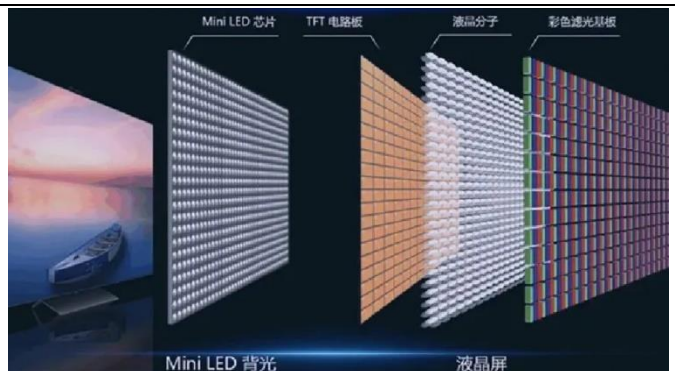
Mini LED 通过灯珠的高密度集成和精细化控制, 实现比传统 LED 更优的显示效果, 同时较 OLED 更加兼顾成本与量产可行性, 是近年 LED 产业中景气度较高的热门技术。Mini LED 技术按显示原理和应用场景的不同, 主要分为 Mini LED 背光和 Mini RGB 直显两种应用方向。随着上游原料成本的降低、中游 COB 封装的成熟, 二者渗透率均呈现加速提升的积极态势。

图19: Mini LED 的灯珠比普通 LED 小得多



资料来源: 创维电视微信公众号

图20: Mini LED 背光通过更多的灯珠容纳更多的分区, 实现更优的显示效果



资料来源: 创维电视微信公众号

Mini LED 可以在实现卓越显示效果 (不输 OLED) 的同时做到兼顾成本与寿命。与 OLED 相比, Mini LED 背光产品成本低、规格灵活、寿命长; 与传统背光 LCD

相比，Mini LED 产品在画面真实度、对比度、亮度、色彩显示等方面更精细化。

表2：Mini LED 相比 LCD、OLED，兼顾了显示性能、寿命和成本等重要属性

显示技术	传统 LCD	OLED	Mini LED
技术类型	背光	自发光	自发光/作为 LCD 的背光光源
对比率	5000:1	∞	可实现较高对比度，接近 OLED
亮度 (nits)	低于 500	500-800	1000-2000nits 甚至更高
发光效率	低	中等	高
对比度	低	高	高
响应时间	ms 级别	us 级别	ns 级别
厚度 (mm)	厚, >2.5	薄, 1-1.5	薄
寿命 (小时)	60K	20-30K	80-100K
柔性显示	难	容易	容易
LED 数量级	100	-	10000
成本	低	中等	较高，但低于 OLED、MicroLED
功耗	高	约 LCD 的 60%-80%	约 LCD 的 30%-40%
运作温度	40-400°C	30-85°C	-100-120°C

资料来源：智研咨询、CSDN、开源证券研究所

（一）背光领域：Mini LED 背光电视加速渗透，2025 年仍有翻倍的增长势能

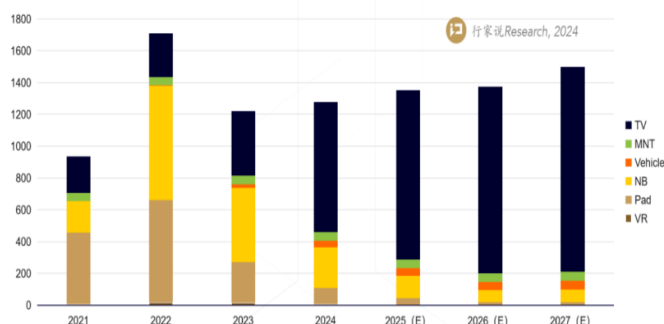
市场规模：2024 年 Mini LED 背光电视出货量翻倍增长。据《2024 Mini LED 背光与车用调研白皮书》，2024 年 Mini LED 背光产品整体出货量达 1280 万台，同比增长 5%；其中，Mini LED 电视全球出货量增长至 820 万台，同比增长 100%。

渗透率方面，全球 Mini LED 背光电视渗透率由 2023 年的 2%提高至 3.8%，首次超过 OLED 电视。中国 Mini LED 背光电视渗透率则达到 11.6%，较 2023 年提升 9.1 个百分点。中国、全球 Mini LED 电视渗透率均大幅增长。

竞争格局：中国电视厂商 Mini LED 电视市场份额大幅提升，日韩掉队。以 TCL、小米、海信、创维等为代表的中国电视厂商在 Mini LED 背光电视市场的份额从 2023 年至今大幅增长，从 2022 年的几乎为零增长到 2024 年的过半数。而三星、索尼等日韩电视厂商更加重视 OLED 产品线，在 Mini LED 产品中逐步掉队。

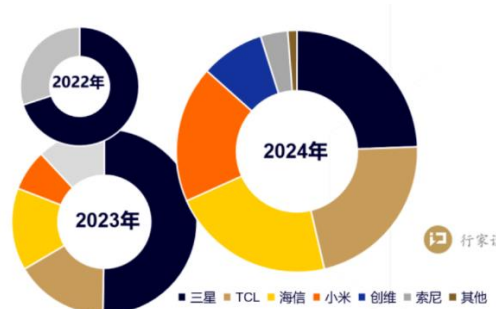
中国电视厂商在本轮 Mini LED 电视渗透率提升的浪潮中走在前列，我们认为主要原因包括：（1）中国有产业链配套优势。Mini LED 产业链优势环节大多在中国，Mini LED 芯片、模组、面板等领军企业均为中国公司，具备天然的合作基础和先发优势；（2）家电国补催化下，Mini LED 电视向中低端下沉。Mini LED 电视产品定位是传统 LED 电视的升级款，在产业链上游降本、家电国补的背景下得以迅速普及；价格低于 OLED 电视，符合国产电视品牌的性价比定位，海外电视品牌则更加偏好 OLED 高端路线。

图21: Mini LED 背光电视迅速放量, 成为 Mini LED 背光产品份额最大的品类



数据来源:《2024 Mini LED 背光与车用调研白皮书》

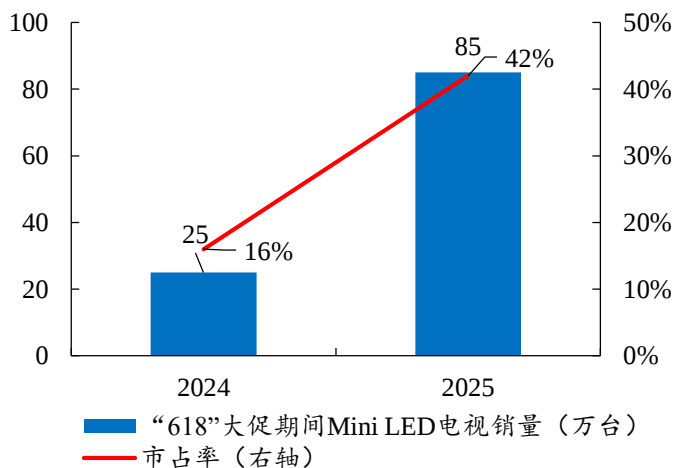
图22: 中国厂商在 Mini LED 背光电视市场的份额迅速提升



数据来源:《2024 Mini LED 背光与车用调研白皮书》

展望未来: 2025 年全球/中国 MiniLED 背光电视渗透率有望继续翻倍提升至 6%/25% 以上, 仍处于渗透率快速上升的高景气阶段。根据 DISCIEN 数据, 2025 年 618 大促期间, 中国 Mini LED 背光电视销售占比从 2024 年的 16%, 上升到 2025 年的 42%。2025 年全年来看, 在家电国补政策的刺激下, 中国 Mini LED 电视有望进一步向中低端市场下沉, 整体出货量将达到 923 万台, 同比增长 122%, 渗透率超过 25%。而全球 Mini LED 电视市场的出货量规模也将大幅增长至超过 1300 万台, 在全年 2 亿台出货量中的渗透率约 6%, 增长空间仍然十分充足。

图23: 2024 至 2025 年中国 “618”期间 Mini LED 电视销量及占比变化



数据来源: DISCIEN、开源证券研究所

(二) 直显领域: Mini LED 在小间距 LED 显示屏中份额迅速提升, 商用显示领域增速较快

以 COB 为抓手, Mini LED 有望加速向小间距 LED 显示屏渗透, 估算 2025 年市场规模达 37 亿元。据洛图数据和行家说资料, 2024 年国内外 LED 显示屏量增价减, 整体产值约为 402 亿, 同比下降 4%。其中小间距 LED 显示屏市场空间约 144 亿元, 由于行业扩产竞争加剧, 价格大幅下降, 行业整体市场规模小幅下降 7%。分间距来看, 目前 COB 主要在出货量占比较小的 P1.2 及以下间距中大幅渗透, 未来随着成本不断降低, 将会向更大间距拓展。对于 Mini LED 而言, P0.9 及 P1.2 间距 COB 中合计占比超过 80%, 是最核心的渗透间距, 未来随着 COB 渗透率不断提高,

Mini LED 直显也有望加速向小间距 LED 显示屏渗透，我们估算 2025 年 COB Mini LED 直显市场规模有望达到 37 亿元。

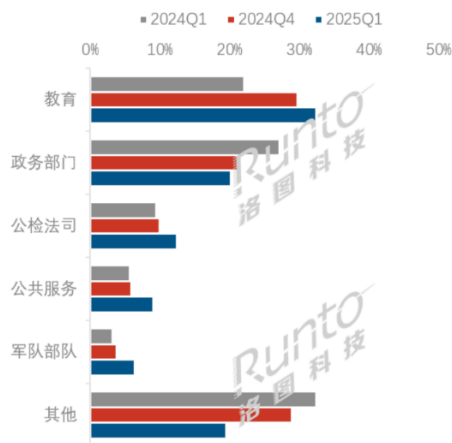
表3：以 COB 封装为抓手，Mini LED 有望在小间距 LED 市场中渗透率翻番，市场规模达 37 亿元

	2023	2024	2025E
中国 LED 显示屏市场空间（亿元）	420	402	402
yoy	8%	-4%	0%
其中：小间距 LED 显示屏市场空间（亿元）	155	144	136
yoy	-6%	-7%	-6%
分间距来看：（以下均为占小间距 LED 显示屏比例）			
P0.7 及以下			
出货量占比		4%	5%
COB 占比		95%	99%
Mini LED 占 COB 比例		3%	8%
P0.9			
出货量占比		6%	8%
COB 占比		75%	85%
Mini LED 占 COB 比例		35%	45%
P1.2			
出货量占比		40%	45%
COB 占比		50%	80%
Mini LED 占 COB 比例		47%	60%
P1.5 及以上			
出货量占比		50%	48%
COB 占比		3%	20%
Mini LED 占 COB 比例		15%	20%
Mini LED（COB）占小间距 LED 的比例合计		11%	27%
MiniLED 显示屏（COB）市场规模（亿元）		16	37

数据来源：行家说、洛图数据、开源证券研究所

应用领域方面，Mini LED 直显有望进一步在教育 and 公共服务等商用显示市场中**站稳脚跟**。教育信息化催生了普惠型需求，传统直显大户政府采购步入强监管周期。根据洛图科技数据显示，2025 年第一季度，教育行业以 32.4%的面积占比稳居小间距 LED 第一大应用行业，其中高职院校的渗透率突破 55.9%，较 K12 阶段高出 22.6 个百分点。政务市场的出货面积同环比均下降 15%以上，《党政机关厉行节约反对浪费条例》实施后，政府采购监管将更严格。此外，以会议大屏、户外大屏等为代表的公共服务增速也维持较高水平。随着 Mini LED 在小间距 LED 中渗透率继续提升，其也有望进一步在教育 and 公共服务等商用显示市场中**站稳脚跟**。

图24： 2025Q1 教育和公共服务等领域对小间距显示屏的需求增速较快



数据来源：洛图数据

2.3、公司看点：受益需求端 Mini LED 高景气，以全产业链布局获取利润弹性

兆驰股份 LED 业务的差异化优势和核心看点是全产业链布局，其将放大公司在本轮 Mini LED 景气度上升周期背后的利润潜力。公司 LED 芯片、封装&模组、直显产品互为上中下游，将显著减少中间环节，降低生产及运营成本，同时共享不同环节的客户资源，实现利用内生体系优势增强综合竞争力。此外，垂直产业链一体化可以增强公司在行业周期低位的韧性，并在行业复苏回暖、景气度上升后获得更大的弹性成长空间。我们看好公司充分受益于本轮由 Mini LED 渗透率提升带来的景气周期，随着高附加值产品的放量，释放全产业链布局蕴藏的可观利润空间。

2.3.1、LED 芯片业务：高毛利的 Mini LED 背光/Mini RGB 芯片出货占比有望提升

业绩与产能：收入利润与产能均稳步增长。（1）业绩方面，2021 年至 2024 年兆驰半导体的收入与利润分别实现 CAGR 达 20.2%/24.1%，在行业整体需求收到冲击、供给端扩产降价的不利环境中实现了及其稳健的增长。（2）产能方面，公司 LED 芯片每月产量达到 110 万片（4 寸片）；公司 Mini RGB 芯片市占率超 50%。

图25： 2021 年至 2024 年兆驰半导体业绩稳健增长

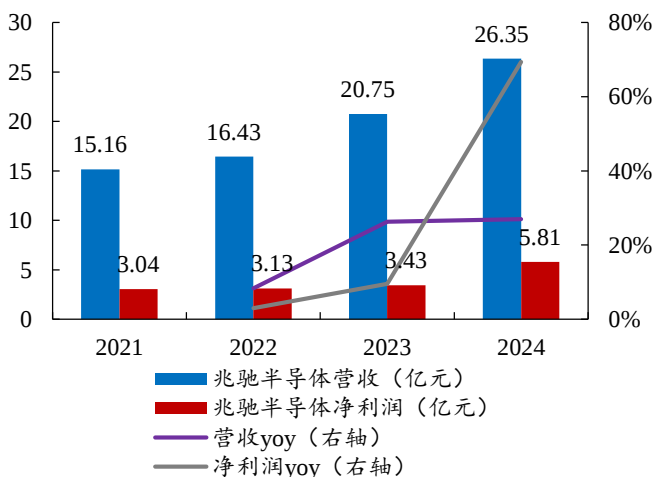
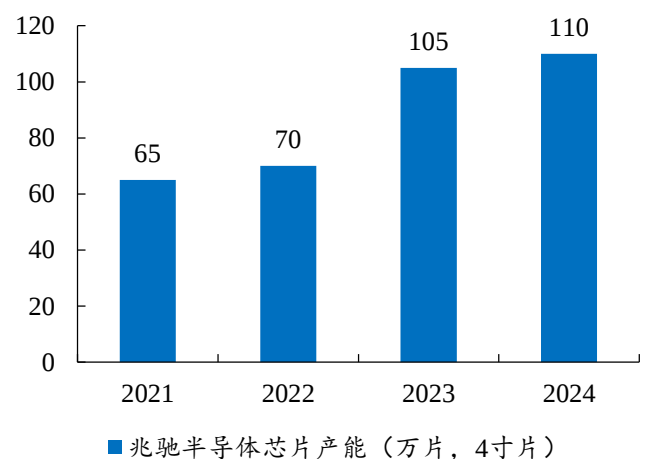


图26：兆驰 LED 芯片产能 110 万片/月(4 寸片)，全球第一



数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：兆驰股份微信公众号、开源证券研究所

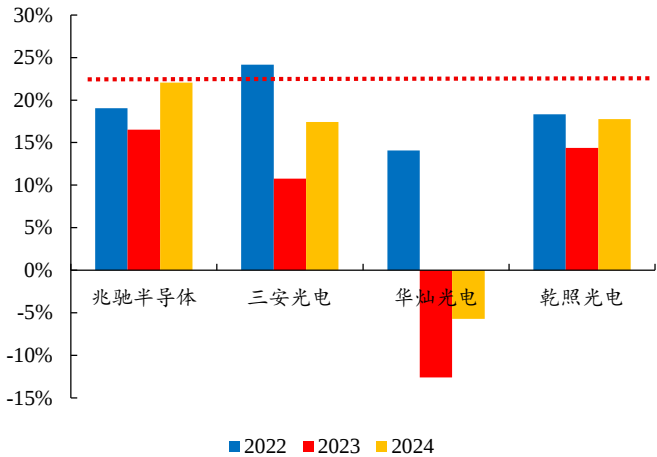
盈利能力：兆驰半导体盈利能力大幅领先行业，主要因设备效率更高、集约化生产磨损更小、智能化自动化产线良率更高等因素。

(1) 后发优势，采购更先进的 MOCVD 设备，效率更高：兆驰半导体于 2017 年成立，2021 年后大规模扩产，MOCVD 设备采购较同行业相对较晚。兆驰目前主要使用的 MOCVD 设备来自中微公司。中微公司于 2017 年、2021 年分别推出了 PRISMO A7/PRISMO UniMax 型号 MOCVD 设备，分别可以最多实现 136 片/164 片 4 英寸晶片，领先行业其他厂商大规模采购的 Veeco、Aixtron 等设备厂家旗下的 MOCVD 设备。

(2) 多工序集约化生产，减少运输损耗和摩擦成本。兆驰半导体是目前唯一一家将蓝宝石平片、图案化基板 PSS、LED 外延片、LED 芯片等四大工序集成到同一生产单体中的企业，无缝衔接的高效生产工序。

(3) 智能化、自动化产线提高良率和效率。公司有业内唯一的 LED 芯片智能制造自动化产线，通过高度自动化和智能化的生产设备和技术，实现生产过程的自动化控制和智能化管理，减少人工干预和误差，最终提高生产效率和产品质量。当前兆驰半导体关键工序已实现 100% 的数字化作业。

图27：兆驰半导体的净利率横向对比行业头部公司 LED 芯片产品的毛利率，仍不落下风



数据来源：各公司公告、开源证券研究所；注：兆驰半导体取公司净利率；三安光电、华灿光电、乾照光电均选取芯片（及外延片）业务的毛利率

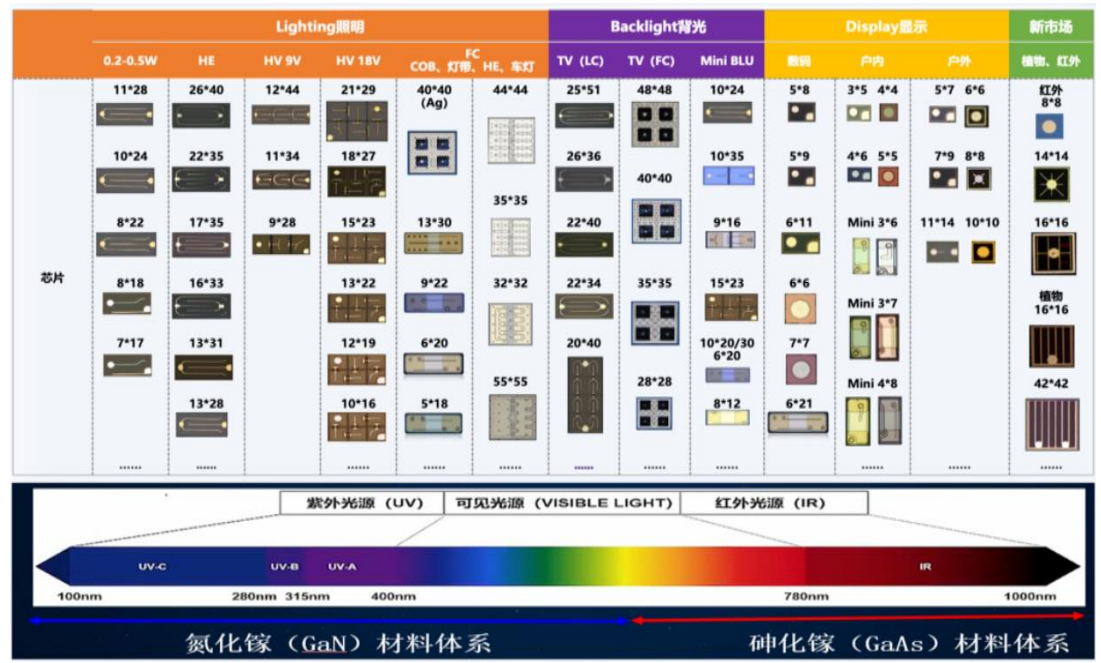
图28：兆驰在 2017 年设厂、2021 年后大规模扩产后采购的设备单位产能较高，单位成本更低

设备公司	中微公司		Veeco	
MOCVD 设备型号	PRISMO A7	PRISMO UniMax	EPIK 700	EPIK 868
单位时间加工能力（4 英寸）	136 片	164 片	31 片	71 片
上市时间	2016 年	2021 年	2014 年	2017 年

资料来源：中微公司官网、Veeco 官网、开源证券研究所

产品矩阵：已构建起 GaN、GaAs、InP 材料体系，并形成完整光谱、不同尺寸、不同光源的产品矩阵，能够充分承接下游对不同类型 LED 芯片的多元化需求。兆驰半导体专注于化合物半导体底层材料与芯片技术领域，产品不仅覆盖背光/直显/Mini 背光/Mini RGB/Micro LED 芯片，还可应用于工业医疗照明、健康照明及家用/商用照明、景观照明、植物照明等场景。同时，遵循衬底技术的同源性和全光谱技术的可覆盖性，兆驰半导体积极延伸产品链，目前已成功覆盖红外传感、VCSEL 技术及光通信行业。

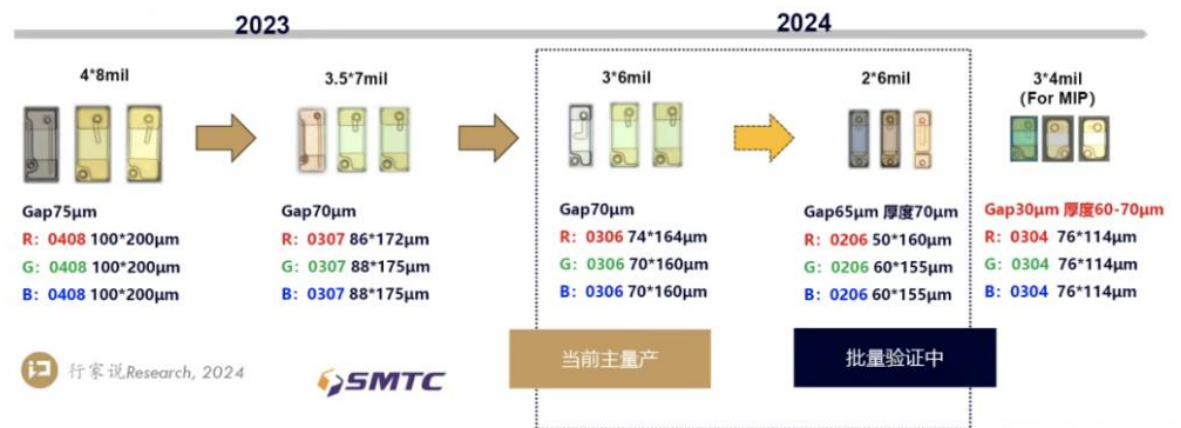
图29：兆驰半导体布局全色系的高品质 LED 芯片，可充分承接下游需求



资料来源：兆驰股份微信公众号

研发布局：在 LED 芯片前沿领域，兆驰同样有前瞻性布局，旨在以技术驱动发展。在 Mini LED 芯片领域，公司成功将 Mini LED 芯片尺寸从 3x6mil 缩减至 2x6mil，打破了行业的技术瓶颈；在 MicroLED 芯片领域，兆驰半导体专门设立了研究部门，当前已发布多项有关巨量转移、外延芯片制备的知识产权；MIP 芯片领域，企业正在同步开发适配 MIP 技术的 3mil*4mil 芯片。为了满足 COB 方案的市场需求，兆驰半导体还推出了多款高压芯片，包括 0916 (6V)、1228 (12V)、1836 (24V)。

图30：兆驰半导体 Mini RGB 芯片研发规划



资料来源：《2024 小间距与微间距 LED 显示屏调研白皮书》

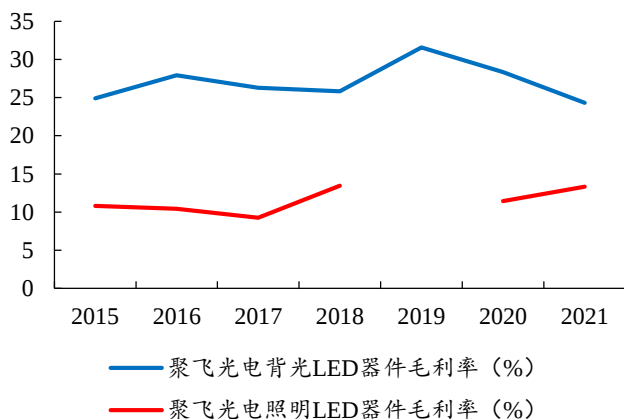
当前，公司 LED 芯片业务中较低毛利的照明等芯片占比仍然较高。我们认为：预计公司 MiniRGB 芯片、MiniLED 背光芯片和其他高毛利产品将随着下游 Mini LED 景气度提升持续放量。高毛利芯片占比的提升将不断优化公司的产品结构，进一步提升兆驰半导体的盈利水平。

2.3.2、LED 封装&模组业务：Mini LED 背光模组站上 Mini LED 电视风口，集团上下游资源整合赋能发展

兆驰股份通过子公司兆驰光元与兆驰晶显全面布局 LED 照明、LED 背光及 LED 显示三大主流应用领域，同时积极拓展智能照明、健康照明、植物照明、汽车照明、新型显示等细分新兴市场。

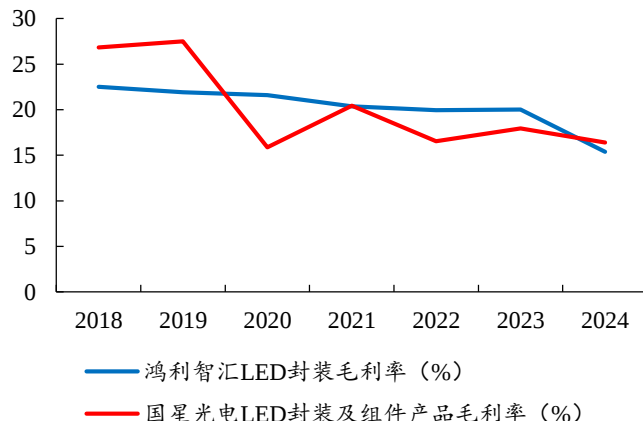
兆驰光元的利润率有望随着高毛利的 Mini LED 背光模组放量而迎来大幅扭转，利润承压的照明 LED 封装业务占比或将下降。根据 2015 年至 2021 年聚飞光电披露的毛利率数据，背光 LED 模组的毛利率通常大幅高于照明 LED 模组 15 个百分点左右。此外，2018 年来，随着 LED 照明行业竞争加剧，照明 LED 模组毛利率趋势下行。综合来看，兆驰光元随着 Mini LED 背光电视渗透率大幅提升，带动其高毛利的 Mini LED 背光模组放量，原本利润承压的照明 LED 业务占比将显著下降，光元的整体利润率有望迎来大幅扭转。

图31：背光 LED 模组毛利率通常远高于照明 LED



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图32：近年来照明 LED 模组毛利率呈下降趋势



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

产能方面：考虑到 MiniLED 产品以及 COB 封装的渗透率有望继续提升，2024 年，兆驰光元新增 45 条 COB 线体产能，目前以 50 条 COB 线体的规模跃居 Mini COB 背光模组产能全球首位。

技术优势方面：2024 年，兆驰光元通过 M 形点胶技术 优化光学设计，减少光晕并提升生产效率；OP 值从 1:2.2 升级至 1:3.5，达到行业领先水平。提升 OP 值可以减少 Mini LED 芯片的使用量，是 Mini LED 背光产品提高性价比的重要途径。

产品矩阵方面：兆驰光元针对不同分区、不同产品类型已形成清晰的布局。比如 300 分区的 Mini LED 电视产品，通过高压芯片+单条 PCB+POB 白光的组合，实现极致性价比；而针对 2000 分区以上的 Mini LED 电视产品，则采用鱼叉 PCB+COB 蓝光+QD 的方案，突破画质阈值。2024 年兆驰光元推出大功率 COB 白光灯条、Mini COB 蓝光灯条及 Mini COB 白光方案，持续完善 Mini COB 背光模组产品布局。

表4：兆驰光元在 LED 封装领域形成全矩阵产品布局

类型	正装产品	倒装产品	Mini 产品（无 lens）
直下	SMC3030 正装、SMC3030 倒装、CSP1313	FL3030、SMC3030、CSP1313	POB 白光、COB 蓝光、COB 白光（预研）

侧光

EMC4014、PCT4014、PCT4012 FL7020 量产（2660 芯片）

-

SMTC 芯片

2235、2636、2551

3535、4343、4848

1330 - 9V、2035/1330 - 12V、0622

- 18V、0916 - 6V、1228/12V、1836

- 24V、4040 - 24V

资料来源：兆驰股份微信公众号、开源证券研究所

客户方面：兆驰光元 Mini COB 背光产品已成功切入小米、三星、索尼、创维、夏普、康佳等大多数主流电视品牌，以及泰坦军团等显示器品牌，强力推动了 Mini COB 背光模组的渗透率。2025 年兆驰集团将旗下显示终端业务、COB 直显业务、Mini LED 背光业务三大智能终端显示业务整合运营，有望将兆驰集团 COB 核心技术和积累的优质客户充分赋能给兆驰光元，促进其 Mini COB 背光模组业务的稳健成长，在产能、COB 模组与 Mini LED 芯片成本均具备充分优势的情况下获取更大的 Mini LED 背光模组市场份额。

综上所述我们认为：经过集团大力整合产业链上下游资源（使用自产芯片，对接电视 ODM 客户等），看好未来兆驰光元在产能、成本具备优势的情况下，Mini LED 背光模组业务有望大幅放量，市场份额实现跨越式提升，提升兆驰封装&模组整体业务的盈利能力。

2.3.3、LED 直显业务：深耕 COB Mini LED 直显，拓展商用显示应用市场

业绩与产能：近年来兆驰晶显（兆驰股份 LED 直显业务的经营主体）的收入、利润与产能均大幅增长，成为 COB 面板全球龙头，集团整合产业资源功不可没。

（1）业绩方面：收入利润增速较快。2021 年至 2024 年兆驰晶显的收入与利润分别从 0.04/-0.04 亿元增长至 11.39/1.96 亿元，从 2021 年成立以来迅速实现从无到有，扭亏为盈，主要原因包括兆驰晶显在 COB 渗透率提升的产业趋势中，充分利用兆驰集团内部的技术优势和上下游资源，实现产业链的垂直整合，扩大产能，降低成本，拓展市场应用领域。

（2）产能方面：COB 直显全球龙头。目前兆驰晶显的 COB 产能已达到 30000 平米/月，拥有 1600 条自动化产线。公司 COB 产能居行业首位，是行业第二中麒光电的三倍之多，出货量市占率超过 50%，是名副其实的 COB 面板龙头。未来，兆驰晶显计划将产线扩充至 5000 条以上，继续巩固自身在 COB 领域的龙头地位。

图33：兆驰晶显 2022 年至 2024 年收入大幅增长 691%。净利润也大幅扭亏

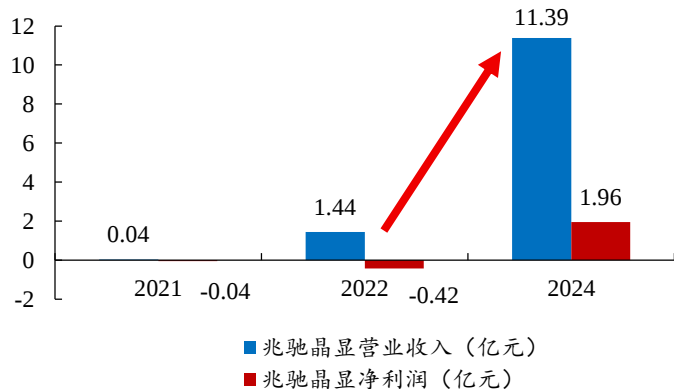
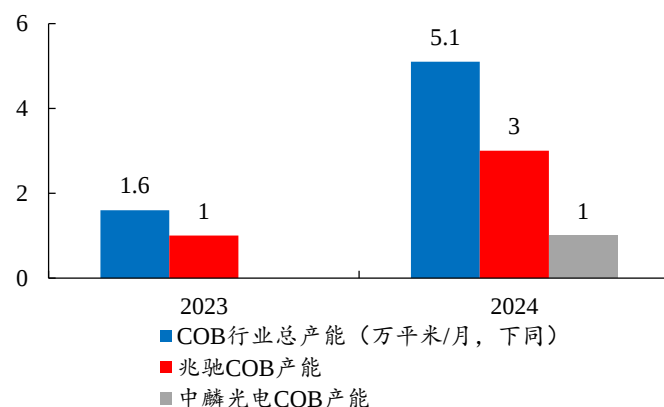


图34：兆驰晶显的产能达 3 万平米/月，居行业首位



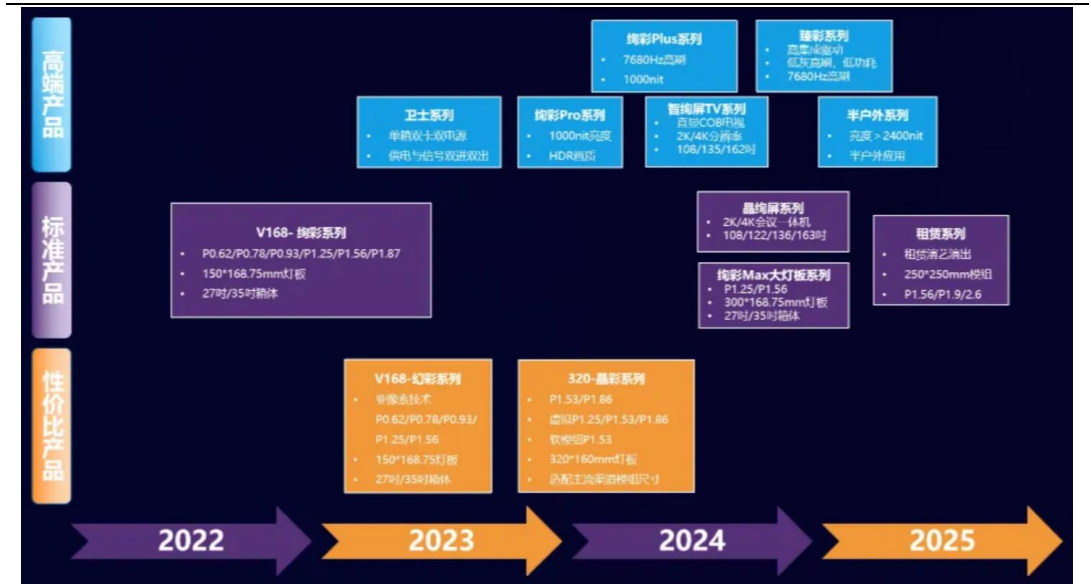
数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司公告、行家说、开源证券研究所

技术优势方面：兆驰晶显引领 COB 行业前沿发展趋势。(1) 优化工艺，提升了良率和显示效果。兆驰晶显聚焦 Mini 倒装 COB 技术，累计完成 500 多项工艺革新，拥有 100 多项专利，涵盖设备改造、材料研究等多领域。与合作伙伴进行设备软、硬件二次开发，优化了长期困扰 COB 业界的直通良率低、墨色一致性问题。(2) **设计方面**，兆驰晶显对 COB 产品的关键部件发起挑战。开发出业内首款 600×675 双箱设计的 COB 模组产品，大幅节省 50% 拼装时间；通过三合一集成控制板，有效降低成本，提高电源和控制器利用率，实现产品简洁、安装便捷、稳定性强等优势。(3) **智能制造方面**，兆驰晶显早在成立初期便研究产线级校正技术，如今 90% 以上出货采用工厂级在线式校正技术，方便客户备货，提升拼装效率。

产品矩阵方面：兆驰晶显形成了涵盖低中高端、不同间距、不同应用场景的 COB 直显产品矩阵。兆驰晶显目前拥有 8 个产品系列，分别是绚彩系列、幻彩系列、绚彩 Pro 系列、绚彩 Plus 系列、卫士系列、晶彩系列、晶绚屏系列、智绚屏 (TV)。从时间维度来看，兆驰晶显自 2022 年起便持续推进产品布局，不断丰富产品线，且每年都有新的产品系列推出，逐步完善其在 COB 直显产品领域的战略版图，致力于为不同需求的客户提供优质、多样化的显示解决方案。

图35：兆驰晶显自 2022 年以来每年不断更新涵盖了低中高端、不同应用场景的产品矩阵



资料来源：兆驰股份微信公众号

下游需求方面：向商用显示市场加快渗透出货。如前文 LED 行业趋势所述，COB 直显随着扩产降价，加速渗透 LED 小间距市场，客户群体也逐渐从 ToG 市场扩大到 ToB、ToC 市场。2024 年兆驰晶显顺利布局一体机、家庭影院产品，实现 COB 技术产品对专显市场、商显市场、家用市场全场景的覆盖，引领 COB 应用市场扩张。值得一提的是，兆驰晶显的家庭影院、商用显示场景的 COB 显示模组在实现向国内外品牌方供货的基础上，2024 年进一步通过国际大客户的验厂并大规模出货。

综上所述我们认为：兆驰晶显有望凭借在集团在 COB 领域上下游的积淀，以成本和产能优势，兑现 Mini LED 直显在 B 端商显/C 端领域的渗透率提升带来的收入成长性和利润。

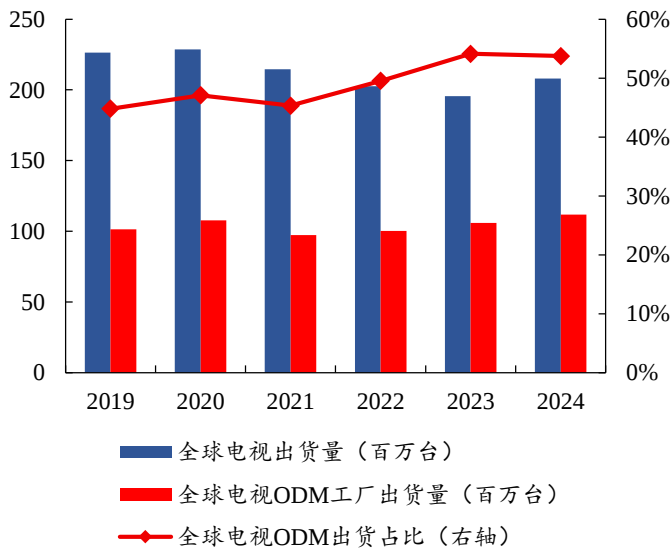
3、电视 ODM 业务：推进越南产能爬坡+自动化产线提效，盈利能力或将先降后增

3.1、客户端：紧密合作北美大客户熨平周期波动，拓展欧洲东南亚等海外市场

行业趋势：全球电视 ODM 占比稳中有升，份额向中国大陆厂商集中。根据洛图科技和奥维睿沃数据，2019 年至 2024 年，全球电视出货量从 2.26 亿台下落到 2.08 亿台，下降 8.1%，随着电视技术的成熟和移动终端的普及，全球电视市场呈现萎缩迹象。但是，电视 ODM 厂商凭借规模成本优势和专业精细化管理，获得了持续增长的 ODM 订单，全球电视 ODM 出货量占比从 2019 年的 44.8% 增长到 2024 年的 53.8%。

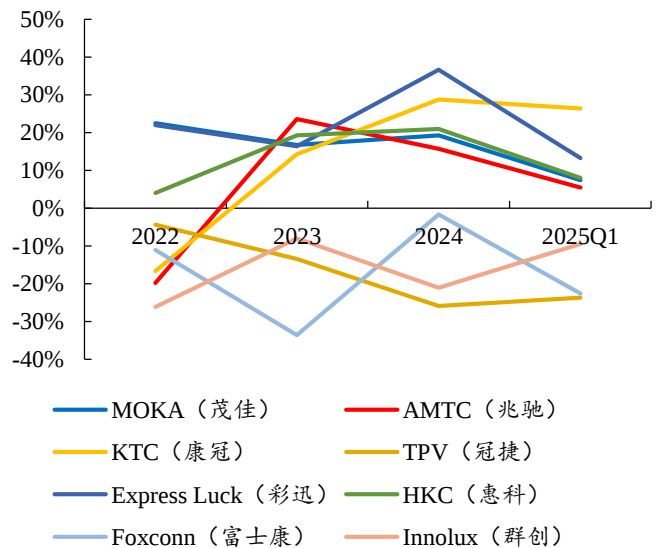
市场份额方面，根据洛图科技数据，中国大陆的电视 ODM 公司出货量在 2023 年至 2025 年一季度之间增速基本维持正增长，而以 TPV/Innolux/Foxconn 为代表的非中国大陆地区的公司则出现明显负增长，中国大陆厂商的市场份额不断提升。

图36：近年全球电视 ODM 出货占比稳中有升



数据来源：洛图科技、奥维睿沃、开源证券研究所

图37：中国大陆的电视 ODM 厂商增长更快，份额提升

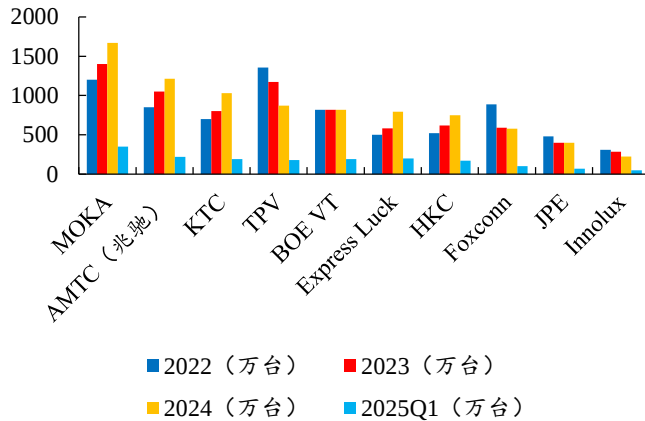
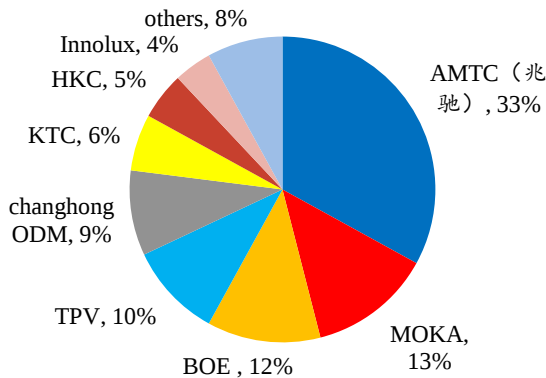


数据来源：洛图科技、开源证券研究所

竞争格局：兆驰在北美电视 ODM 市场遥遥领先，并处于全球第一梯队，市场整体较为集中。根据 DISCIEN 数据，随着兆驰持续导入被沃尔玛收购的 Vizio 的订单，将进一步巩固其在北美的市场份额头名地位，预计 2025 年兆驰在北美电视 ODM 市场份额将达到 33%。全球层面，兆驰 2023/2024 年分别实现电视 ODM 出货量 1030/1250 万台，处于全球第一梯队，仅次于 MOKA。以 2023/2024 年数据统计，全球前十大电视 ODM 厂商总出货量达到 0.73/0.84 亿台，占全球 ODM 总出货量的 73.0/74.7%，市场较为集中，主要系 ODM 规模效应明显，头部公司具备成本优势和大客户订单交付能力等。

图38：兆驰北美电视 ODM 市场份额达 33%，高居第一

图39：兆驰电视 ODM 出货量处于全球第一梯队



数据来源：DISCIEN、开源证券研究所

数据来源：奥维睿沃、开源证券研究所

客户结构：兆驰与北美 TV 市占率第一的沃尔玛系紧密合作，持续导入 Vizio 订单。兆驰的电视 ODM 制造深耕海外市场，以 Local 的策略运营并开拓海外市场，公司主要客户为聚焦于本土渠道、内容 OS 运营的新兴品牌如 ONN、Vizio 等。根据 DISCIEN、TrendForce 集邦咨询等数据测算，公司在核心客户沃尔玛旗下的 ONN 的出货份额接近 6 成，为公司电视 ODM 第一大客户。根据 DISCIEN 统计，2024 年前三季度北美市场 ONN 出货份额约 13%、Vizio 份额约 8%。二者合并后累加出货份额将超过 20%，领先第二名近 5 个百分点，沃尔玛系品牌（Vizio+ONN）成为北美第一 TV 品牌，其体量全球排名也达到前五。

随着 Vizio 订单放量并拓展其他客户（Roku、谷歌、Bestbuy 等），公司有望进一步提升其在北美乃至全球的电视 ODM 市场份额。2024 年沃尔玛收购 Vizio，为了提升管理效率和降低采购成本，预计沃尔玛会对持续对 ODM 工厂资源进行整合。而兆驰作为沃尔玛第一大电视 ODM 供应商，我们预计其会持续获得来自 Vizio 的代工订单。对标公司在 ONN 接近 60% 的份额，我们认为 2025 年后兆驰有望至少获得占 Vizio 出货量 50% 的订单，增量达 200 万台以上。根据兆驰年报披露，公司为 Roku、Vizio 研发的新一代 TV 项目均达到量产目标，为谷歌研发的新一代智能 TV 项目多版本完成开发，我们认为公司未来有望顺利切入上述客户的供应链，进一步提高公司在北美乃至全球的市场份额。

表5：沃尔玛系电视品牌 ONN 和 Vizio 是兆驰的核心客户，Vizio 的订单将帮助公司提升北美电视 ODM 市场份额

	2023	2024E	2025E
兆驰电视 ODM 总出货量	1050	1215	1100*
其中：沃尔玛系			
ONN			
ONN 出货量（万台）	500-600*	600*	600*
兆驰占 ONN 份额	50%-60%	50%-60%	50%-60%
兆驰供应量（万台）	300	300	300
Vizio			
Vizio 出货量（万台）	480	400-500*	400-500*
兆驰占 Vizio 份额	0	20%	50%
兆驰供应量（万台）	0	100	200
北美电视 ODM 总出货量（万台）	1500	1800	1800*
兆驰占北美电视 ODM 市场份额	30%*	30%	33%

兆驰在北美市场的供应量（万台）

450

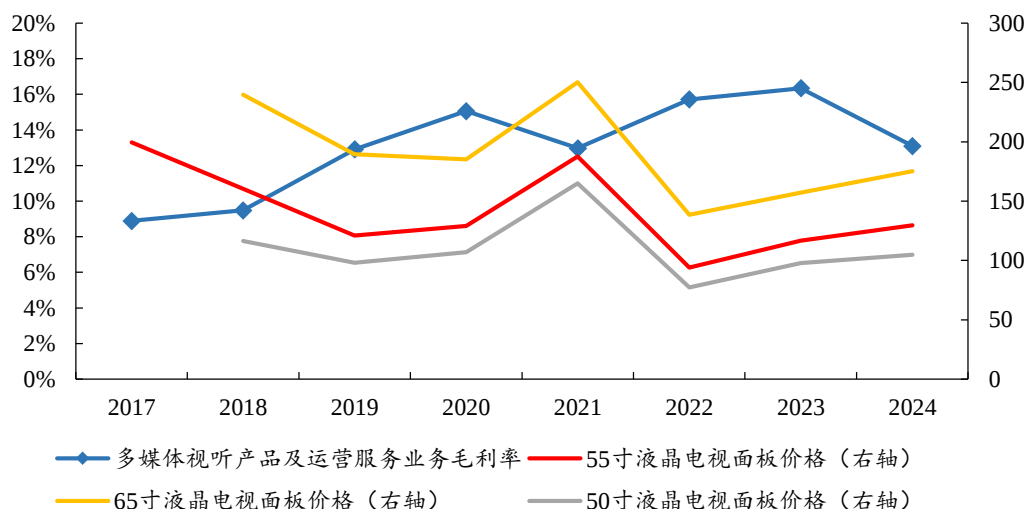
550

600

数据来源：公司公告、TrendForce 集邦咨询、美国消费技术协会（CTA）、DISCIEN、开源证券研究所；注：加“*”的数据为根据公开资料的估算值

良好的客户粘性和精细化管理能力让兆驰得以熨平面板价格的周期性波动。2017 年至 2024 年来，公司电视 ODM 业务毛利率在基本呈现稳健上涨趋势。在 2020 年、2023 年面板价格上行期，公司的电视 ODM 毛利率反而逆势增长 2.2/0.6pcts，显示出公司优秀的抵抗成本端周期性波动风险的能力，我们认为其背后源于公司在行业中多年积累沉淀，凝结成的客户供应链粘性与精细化生产管理素质，得以最大程度获取规模效应带来的利润空间。

图40：公司多媒体视听产品及运营服务业务的毛利率整体稳健增长，受面板价格影响较小



数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

3.2、生产端：越南基地产能爬坡+自动化提效，利润率或将先降后增

越南拥有低出口关税，税率优惠政策等优势，是布局海外电视 ODM 产能的理想区域。关税方面，7 月 2 日，美越就关税达成最新协议，美国对来自越南的产品征收 20%关税(此前为 46%)，针对转运商品加征 40%关税；越南对美商品实施零关税，承诺减少非关税壁垒。特朗普关税政策让电视 ODM 重要产区的中国和墨西哥的商品面临加税风险，产能预计会继续转移至越南。税收优惠方面，越南为经济区、高科技区、工业区及出口加工区等特殊区域分别提供了企业所得税优惠政策，企业从符合条件的经营活动中获得优惠税率，不同的特殊区域适用不同的税收优惠政策。以兆驰越南公司为例，其享受企业所得税两免四减半税收优惠。

兆驰越南生产基地设在越南同奈省，可高效协同下游客户与上游供应链，降低运输成本，并快速响应客户需求。越南兆驰位于越南南部，选址于离胡志明市 40 多公里的同奈省，胡志明市及周围形成了以 TV 为主的家电产业集群，该地区营商环境好、临近港口交通运输便利。据 CMA 统计，目前在越南投资 TV 显示产能的企业包括了市场上主流的面板企业和显示模组企业，包括三星、LGD、TCL、惠科、兆驰、BOE 高创、璨宇、海信等大型企业。而这些企业也集中聚集在胡志明、平阳、同奈与头顿等相邻地区。据中印越电子（手机）企业协会统计，未来两年内越南南部地区的 TV 产能有望达 4000 万台。兆驰入驻的贝华仁泽工业园区中驻有公司的多家供应商，产业链配套齐全，又与兆驰股份多家海外客户的距离十分接近，可节约交通

运输成本，对接海外供应。

图41：兆驰越南厂区的环境



资料来源：兆驰股份微信公众号

图42：越南南部聚集了以中国企业为主的显示产业集群



资料来源：模切之家微信公众号

兆驰越南电视 ODM 产能有望扩充至 800 万台/年以上，充分承接北美订单，并拓展欧洲、东南亚等市场。兆驰于 2023 年开始发力建设越南厂区，投资额达 2400 万美元。在 2024 年 11 月，为了进一步提升对海外客户的交付能力，公司决定在贝华仁泽产业园扩建 6 万平方米的生产厂房，使兆驰在越南的总生产面积接近 10 万平方米，电视 ODM 年生产能力提升至 500 万台。由于美国关税政策摇摆不定，预计公司会尽可能的将北美订单转移至越南厂区。随着扩建厂区的陆续投产、自动化产线的更新完善（建设智能物流系统和智能仓储系统），预计公司在越南的厂区的电视 ODM 产能将从约 500 万台/年提升至 800 万台/年以上，实现对北美客户订单的全覆盖，并辐射欧洲、东南亚和南美的潜在客户。

表6：预计随着厂房扩建和自动化产线的更新，预计兆驰越南的产能将逐步扩大，有望供应更多元的海外市场

时间节点	2023	2024.11	2025 年及以后（预测）
事件	正式发力建设越南厂区， 投资 2400 万美元	扩建 6 万平米厂房	更新自动化产线提高生产效率
兆驰越南厂区的面积（万平米）	4	10	10+
规划产能（万台）	300	500	800+
主要供应市场	未投产	北美	北美、欧洲、东南亚、南美等

数据来源：公司公告、BW industrial、开源证券研究所

利润方面，预计兆驰电视 ODM 毛利率或将演绎先降低后增长的走势，2026 年有望迎来利润拐点。由于越南产能在 2024-2025 年才启动建设，自动化产线（如智能物流系统和智能仓储系统等）尚未完善，工人效率尚且较低，生产成本相对较高。但是，兆驰越南基地在 2025 年大量承接了来自中国大陆，受到美国关税冲击的北美客户订单，该部分收入的生产成本较高，预计将对利润率产生负面影响。我们预计，随着兆驰越南在电视生产淡季（2026 年初）完成自动化产线更新，2026 年利润率将会迎来触底反弹。

综上所述我们认为：随着公司越南扩建产能不断爬坡，自动化产线更新落地带来增效降本，预计公司电视 ODM 业务有望先后看到收入和利润的反转改善。

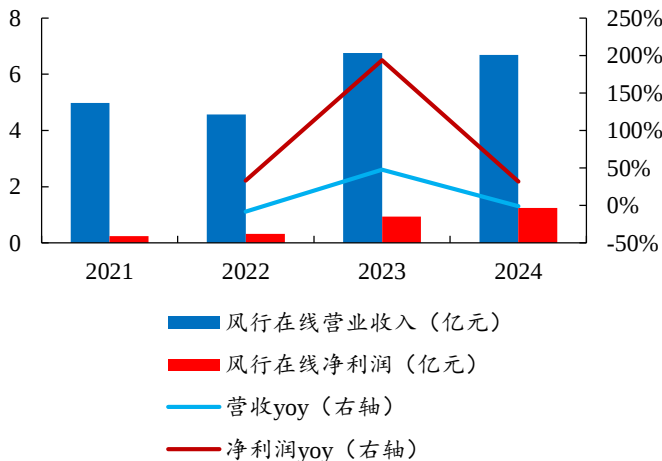
3.3、北京风行：经营稳健的数字文娱创作与分发平台

北京风行在线技术有限公司成立于2005年9月,先后经历了从PC、移动、OTT、小程序到自制短剧的多种业务形态,是互联网与实业深度融合的先行者,兆驰股份于2015年控股风行,进军互联网电视。

北京风行定位为数字文娱创作与分发平台。目前公司有视听平台及终端业务、小程序内容分发、短剧制作发行三大业务板块。此外,风行还覆盖OTT&APP&小程序&PC多种终端交互形式,持续不断地为用户、合作伙伴、广告主以及社会创造更大的价值。

业绩稳健增长,小程序内容分发业务增长较快,AI内容创作与分发是新看点。2024年风行在线实现营业收入6.68亿元,净利润1.24亿元,近年来维持稳健增长态势。风行在线通过自营与联运的方式运营着上百个小程序,覆盖影视、短剧、小说多个品类,分发的文娱作品达到40多万集(部/篇),触达5亿多月度活跃用户,在各大平台小程序的用户增长速度与商业化发展上名列前茅。此外,风行在线利用AI技术在影视剧、短剧、小说等内容的创作与推广上进行垂直应用的开发与创新。公司将推出基于AI技术的内容生成工具“橙星梦工厂”,增强合作达人通过AI智能体创作分发小说、动漫、短剧等图文视频内容的能力。

图43：2021年至2024年北京风行业绩稳健增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图44：北京风行发展历程



资料来源：CAAC

4、光通信业务：构建光通信全产业链平台，剑指千亿市场再出发

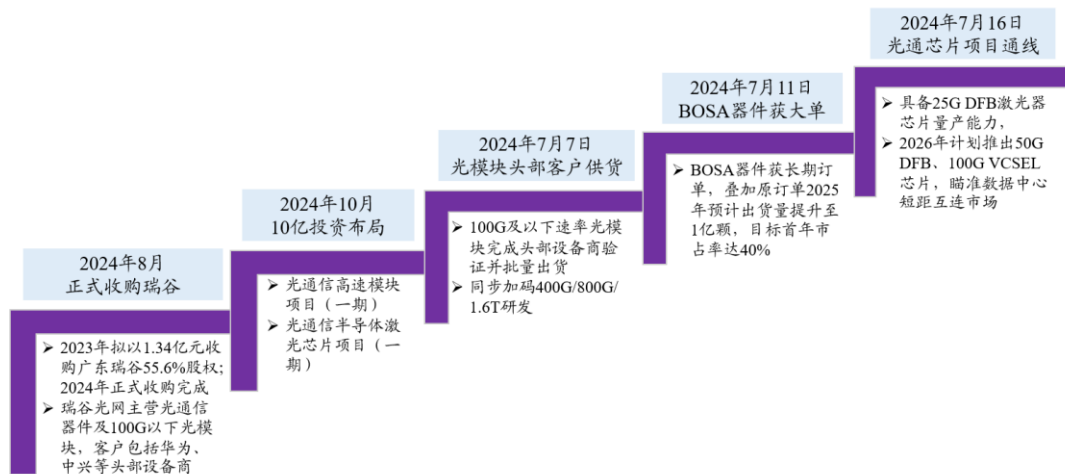
4.1、外购+自研并举，光模块已实现批量出货

公司以外购+自研并举，切入光通信产业链。2023年兆驰股份公告拟收购兆驰瑞谷，2024年正式收购完成，初探光通信赛道；2024年12月兆驰宣布投资10亿布局光通信，分别由兆驰光联和兆驰半导体下属子公司投建“光通信高速模块及光器件项目（一期）”与“光通信半导体激光芯片项目（一期）”，将强化光芯片-光器件-光模块的垂直整合，构建光通信产业链平台，形成成本优势，推动公司各细分板块

发展，助力公司向 3.0 时代转型升级，横向拓展光通信业务，加强高科技属性。

兆驰光通信产业进展斐然，不到一年时间内，高效实现光模块产品向头部厂商供货、BOSA 器件签订大单和光通芯片项目通线等里程碑成就。(1) 光模块产品向头部厂商供货。2025 年 7 月 7 日，兆驰股份 100G 及以下速率光模块产品便在多家头部光通信设备商完成产品验证，并顺利向多家行业头部客户供货，这证明了其在光通信领域的技术实力和产品质量。兆驰股份将持续加码 400G/800G 乃至 1.6T 高速光模块的研发投入，旨在提供高可靠性光传输解决方案。(2) BOSA 器件签订大单。2025 年 7 月 11 日，兆驰股份应用于光接入网的 BOSA 器件产品接获行业头部客户长期订单，叠加原有订单，预计 2025 年全年 BOSA 器件出货量将提升至 1 亿颗，首年市占率达 40%。(3) 光通芯片项目通线。2025 年 7 月 16 日，兆驰股份旗下孙公司江西兆驰集成举办光通激光外延与芯片产品线通线仪式。该项目自 2024 年 12 月立项，仅用 7 个月就完成从团队组建到设备点亮的全部工作，具备 25GDFB 激光器芯片量产能力。公司计划于 2026 年推出 50GDFB、100GVCSEL 芯片，瞄准无源光网络及数据中心短距光互连模块市场。

图45：公司光通信产业进展斐然，不到一年时间内，高效实现光模块产品向头部厂商供货、BOSA 器件签订大单和光通芯片项目通线等里程碑式成就

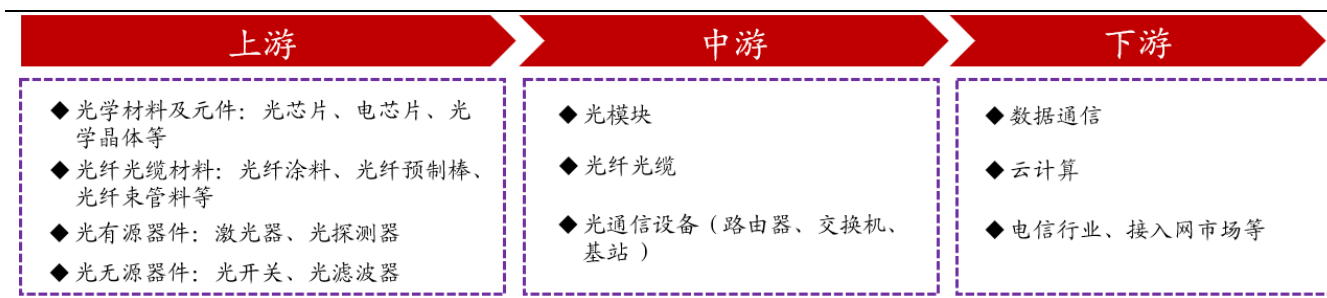


资料来源：公司公告、兆驰股份微信公众号、开源证券研究所

4.2、光通信市场空间超千亿，兆驰有望以全产业链布局打造协同优势

以自身在 LED 产业链芯片端、封装端的丰富积淀，兆驰有针对性的布局光芯片+光器件+光模块等光通信协同环节。光通信产业链上游为材料及元器件，包括光学材料及元件、光纤光缆材料、光有源器件和光无源器件；中游为光模块和光通信设备，光通信设备包括路由器、交换机、基站；下游为应用市场，包括数据通信、云服务、电信行业、接入网市场等。兆驰股份进军光通信产业链，预计将有计划的、结合自身在 LED 产业链的芯片端、封装端的积淀，针对性的布局光芯片+光器件+光模块的垂直整合，旨在打造光通信领域的一站式解决方案。

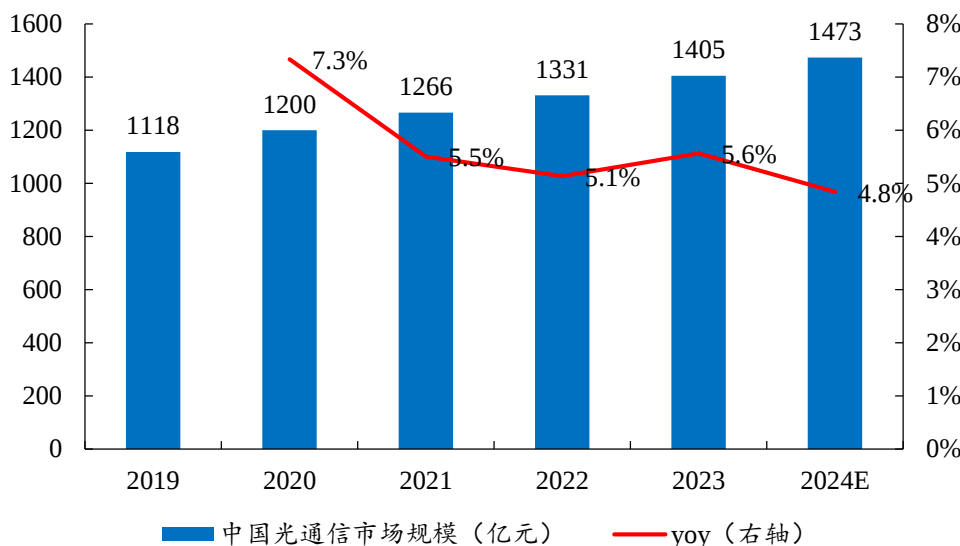
图46：光通信产业链示意图



资料来源：中商产业研究院、开源证券研究所

2024 年中国光通信行业市场空间将达 1473 亿。根据中商产业研究院数据，中国光通信行业市场空间从 2019 年的 1118 亿元增长至 2024 年的 1473 亿元，CAGR 为 5.7%。随着光芯片、光器件的技术进步，光通信行业将能够更好地应对 AI 时代海量数据以及高速运算要求带来的巨大压力，光通信市场规模预计将保持持续增长。

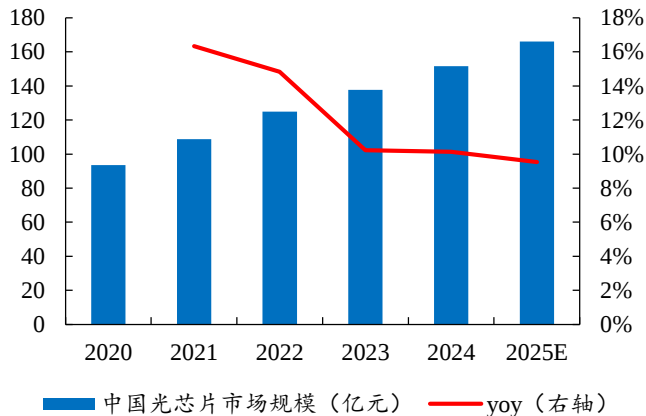
图47：预计 2024 年中国光通信市场规模将达 1473 亿元



数据来源：中商产业研究院、开源证券研究所

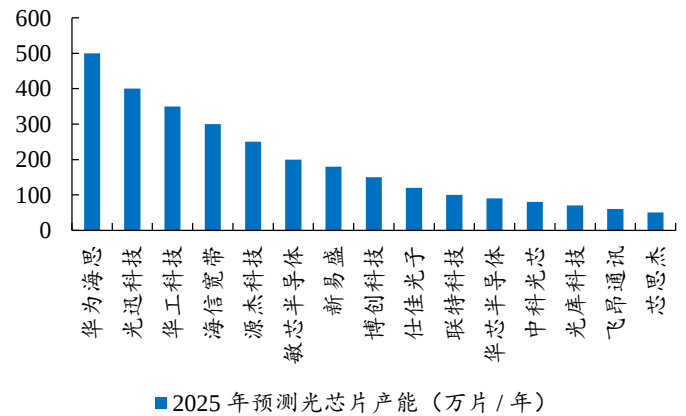
中国光芯片市场规模持续增长，国产替代如火如荼。据中商产业研究院数据，2024 年中国光芯片市场规模约 152 亿元，预计 2025 年将增长至 166 亿元，同比增长 9.2%。竞争格局方面，华为海思、光迅科技、华工科技技术与产能领先，占据前三；源杰科技、敏芯半导体等在高速光芯片领域表现突出。2025 年行业将进一步扩产，以满足 5G、数据中心等需求，推进高端光芯片国产替代。

图48：2024 年中国光芯片市场规模约 152 亿元, 预计 2025 年将同比增长 9.2%



数据来源：中商产业研究院、开源证券研究所

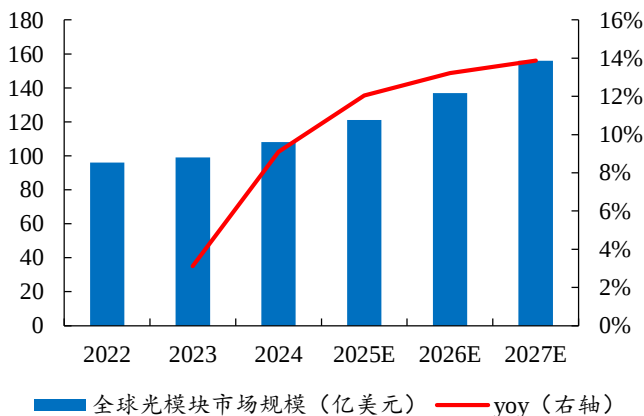
图49：华为海思、光迅科技、华工科技等国产公司在光芯片领域技术与产能领先



数据来源：中商产业研究院、开源证券研究所

全球光模块市场空间达百亿美元，国产厂商份额迅速提升。市场空间方面，据中商产业研究院数据，2024 年全球光模块市场规模约 108 亿美元，同比增长 9.1%，预计 2025 年将达 121 亿美元，2027 年突破 150 亿美元。竞争格局方面，过去十年中国光器件和模块供应商凭成本优势在全球广获份额，目前已实现主导全球市场，2022 年全球前十中国占 7 家。光模块向高速率、低功耗、高集成发展，中小厂商基于不同技术研发高速率产品，有望弯道超车、提升市占率。

图50：全球光模块市场规模 2025 年将达 121 亿美元，2027 年突破 150 亿美元



数据来源：中商产业研究院、开源证券研究所

图51：中国光模块厂商逐步主导全球市场

排名	2010	2018	2022
1	Finisar	Finisar	中际旭创&Coherent
2	Opnext	中际旭创	中际旭创 & Coherent
3	Sumitomo	海信宽带	Cisco (Acacia)
4	Avago	光迅科技	华为海思
5	Source Photonic	FOIT (Avago)	光迅科技
6	Fujitsu	Lumentum	海信宽带
7	JDSU	Acacia	新易盛
8	Emcore	Intel	华工正源
9	WTD	AOI	Intel
10	NeoPhotonics	Sumitomo	Source Photonic

资料来源：LightCounting、开源证券研究所

综上，我们认为：兆驰股份可借助此前在 LED 产业链的成功经验和技术积淀，形成光通信产业的成本优势，切入千亿级的光通信市场。同时，兆驰有望在技术研发和市场开拓方面发挥垂直一体化布局的协同作用，看好公司成为光通信各细分板块的龙头。

5、盈利预测与投资建议

5.1、关键假设

收入端：（1）LED 业务：MiniLED 高景气，芯片端，高毛利的 MiniLED 背光及 RGB 芯片出货占比提升；封装&模组端，MiniLED 背光模组随下游 Mini LED 电视渗透率提升而增长；直显端，Mini LED COB 直显向商用及家用市场渗透，驱动收入增长。预计 LED 业务 2025 年至 2027 年收入分别为 62.9/72.1/81.8 亿元，同比+18.1%/+14.6%/+13.4%。**（2）多媒体视听产品及运营服务业务：**紧密合作北美大客户，导入 Vizio 订单巩固份额，同时拓展欧洲、东南亚市场。越南基地产能爬坡，长期收入有望随产能释放及市场拓展增长。预计多媒体视听产品及运营服务业务 2025 年至 2027 年收入分别为 133.6/152.5/164.1 亿元，同比-10.9%/+14.2%/+7.6%。**（3）光通信业务：**通过收购与自研构建全产业链，依托 LED 领域技术积淀形成成本优势，有望成为新增长极。预计光通信业务 2025 年至 2027 年收入分别为 5.0/10.0/17.0 亿元，同比+100%/+70%。

成本端：LED 业务产品结构优化，公司受益下游 MiniLED/COB 高景气，相关高附加值芯片、模组、直显产品有望快速放量；电视 ODM 业务自动化扩产提效，越南产能将经历生产效率提升的过程。预计 2025-2027 年公司综合毛利率分别达 17.1%/17.9%/18.6%。

费用端：考虑到公司越南产能尚处于建设爬坡期，光通信业务前期研发和产线整合阶段投入较大，预计公司管理、研发费用支出小幅增加。预计公司 2025-2027 年期间费用分别为 8.0%/7.9%/7.8%。

表7：预计公司 2025-2027 年分别实现归母净利润 14.5/18.4/21.7 亿元

亿元	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	150.28	171.67	203.26	201.51	234.60	262.87
yoy	-33.3%	14.2%	18.4%	-0.9%	16.4%	12.1%
毛利率	17.0%	18.8%	17.2%	17.1%	17.9%	18.6%
分产品收入拆分						
多媒体视听产品及运营服务	112.48	126.63	149.96	133.59	152.50	164.10
yoy	-36.0%	12.6%	18.4%	-10.9%	14.2%	7.6%
毛利率	15.7%	16.3%	13.1%	12.1%	12.8%	13.0%
LED 系列	37.81	45.04	53.30	62.92	72.10	81.77
yoy	-17.3%	19.1%	18.3%	18.1%	14.6%	13.4%
毛利率	20.9%	25.8%	28.6%	29.0%	30.5%	31.0%
光通信				5.0	10.0	17.0
yoy					100.0%	70.0%
毛利率				0.0%	5.0%	12.5%
费用和净利润						
销售费用	2.2%	2.2%	1.3%	1.5%	1.5%	1.5%
管理费用	1.5%	1.3%	1.4%	1.5%	1.6%	1.6%
研发费用	4.2%	4.1%	4.5%	4.6%	4.6%	4.7%
财务费用	0.6%	0.4%	0.1%	0.4%	0.3%	0.1%
归属于母公司所有者的净利润	11.46	15.88	16.02	14.53	18.42	21.71
yoy	244.1%	38.6%	0.9%	-9.3%	26.7%	17.9%

归母净利润率	7.6%	9.3%	7.9%	7.2%	7.9%	8.3%
--------	------	------	------	------	------	------

数据来源：公司公告、开源证券研究所

5.2、盈利预测与估值

我们预计公司 2025-2027 年总营收分别为 201.5/234.6/262.9 亿元,同比变动-0.9%/+16.4%/+12.1%, 归母净利润分别为 14.5/18.4/21.7 亿元, 同比变动-9.3%/+26.7%/+17.9%, 对应 EPS 为 0.32/0.41/0.48 元, 当前股价对应 PE 为 14.5/11.4/9.7 倍。公司是国内电视 ODM 和 LED 产业链龙头公司, 通过全产业链布局和精细化管理获得极致的成本优势, 依托产业链上下游资源横向拓展市场。公司 LED 业务产品结构有望持续优化, 下游 Mini LED 高景气带动公司高附加值芯片、封装模组及直显产品放量。应对关税冲击, 公司推进越南电视 ODM 产能爬坡承接北美客户订单, 随着自动化提效, 预计明年可以看到利润拐点。公司积极拓展光通信领域, 为中长期成长打开空间。相对于可比公司康冠科技、视源股份、洲明科技、木林森和三安光电, 公司 2025-2027 年估值水平低于可比公司平均值, 估值水平仍具备一定的提升空间。首次覆盖, 给予“买入”评级。

表8：相对于可比公司，公司仍然有一定的估值提升空间

公司名称	收盘价(元)	归母净利润 (亿元)			归母净利润增速 (亿元)			PE			总市值 (亿元)
	2025/7/22	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
康冠科技	23.2	10.3	12.2	14.3	23.4%	19.0%	16.7%	15.8	13.3	11.4	162.6
视源股份	35.0	11.4	13.7	16.2	16.9%	20.3%	18.2%	14.3	11.9	10.1	243.7
木林森	8.5	7.1	9.9	11.5	90.2%	39.8%	15.6%	17.7	12.7	11.0	126.2
洲明科技	7.2	2.6	3.4	4.0	158.3%	31.4%	18.0%	30.5	23.2	19.7	78.8
三安光电	12.6	12.3	17.9	23.6	385.7%	46.1%	31.6%	51.0	34.9	26.5	626.1
平均		8.7	11.4	13.9	134.9%	31.3%	20.0%	25.9	19.2	15.7	247.5
兆驰股份	4.7	14.5	18.4	21.7	-9.3%	26.7%	17.9%	14.5	11.5	9.7	211.0

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：兆驰股份盈利预测来源于开源证券研究所，其余盈利预测均来源于 Wind 一致预期）

6、风险提示

市场竞争加剧的风险：公司面临海内外对手在市场拓展、技术研发及品牌推广的全方位角逐。随着智能终端设备加速交融，更多品牌正以多样化商业模式切入赛道，竞争渐趋焦灼。LED 产业领域，品牌商、面板制造商及解决方案供应商若加快布局，驱动产业链纵向协同，行业竞争可能会出现加剧局面，对公司经营产生不利影响。

关税政策风险：公司聚焦海内外市场，海外收入占比较大，倘若国际贸易政策的变化，特别是关税政策出现调整，可能对公司运营产生一定影响。

汇率大幅波动风险：公司海外收入占比较大，主要以美元报价和结算，若汇率出现大幅波动，存在对公司经营业绩造成不利影响的风险。

Mini LED 渗透率提升不及预期风险：若 Mini LED 背光电视、直显等产品在终端渗透率提升不及预期，可能导致公司下游客户订单萎缩，面临产能利用率下滑、库存承压及价格下行等风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	15484	18617	20031	23304	23308
现金	4092	4678	6575	7353	7898
应收票据及应收账款	4893	5372	5521	5785	6164
其他应收款	2580	3104	2531	4030	3322
预付账款	94	335	91	405	150
存货	2678	3408	3555	3998	4080
其他流动资产	1145	1720	1758	1734	1693
非流动资产	11240	10384	9636	10338	10719
长期投资	2	2	1	1	-0
固定资产	7229	7488	6865	7543	7923
无形资产	419	357	285	286	257
其他非流动资产	3589	2538	2484	2508	2539
资产总计	26724	29001	29666	33642	34027
流动负债	7689	8542	9050	8775	10756
短期借款	1080	2231	2231	2231	2231
应付票据及应付账款	4943	4315	5709	5341	7214
其他流动负债	1667	1996	1110	1202	1311
非流动负债	3807	4132	4259	4345	4367
长期借款	1611	2088	2215	2301	2322
其他非流动负债	2196	2045	2045	2045	2045
负债合计	11497	12674	13309	13120	15123
少数股东权益	425	442	559	707	882
股本	4527	4527	4527	4527	4527
资本公积	910	919	919	919	919
留存收益	9574	10685	11780	13169	14805
归属母公司股东权益	14802	15885	15799	19815	18023
负债和股东权益	26724	29001	29666	33642	34027

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2351	751	4724	-46	5638
净利润	1649	1731	1570	1990	2345
折旧摊销	708	901	741	824	923
财务费用	64	27	83	59	26
投资损失	-4	-3	-3	-3	-3
营运资金变动	-719	-2400	2281	-2969	2277
其他经营现金流	651	494	51	53	69
投资活动现金流	173	-1183	-377	-1435	-1182
资本支出	782	782	-7	1526	1306
长期投资	0	0	1	1	1
其他投资现金流	955	-401	-385	91	123
筹资活动现金流	-1632	1022	-1394	-400	-432
短期借款	-2359	1151	0	0	0
长期借款	410	477	127	86	21
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	9	0	0	0
其他筹资现金流	317	-614	-1521	-486	-454
现金净增加额	898	602	1897	778	545

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	17167	20326	20151	23460	26287
营业成本	14000	16836	16710	19259	21407
营业税金及附加	50	56	57	66	74
营业费用	305	257	302	352	394
管理费用	219	275	292	364	421
研发费用	704	912	927	1079	1222
财务费用	64	27	83	59	26
资产减值损失	-292	-245	-293	-312	-366
其他收益	243	361	322	335	330
公允价值变动收益	6	-30	10	5	3
投资净收益	4	3	3	3	3
资产处置收益	-2	-5	-2	-2	-2
营业利润	1714	2010	1760	2255	2642
营业外收入	3	13	5	6	7
营业外支出	7	29	22	24	24
利润总额	1710	1993	1744	2236	2625
所得税	60	262	173	246	279
净利润	1649	1731	1570	1990	2345
少数股东损益	61	129	117	148	175
归属母公司净利润	1588	1602	1453	1842	2171
EBITDA	2438	2980	2487	3025	3495
EPS(元)	0.35	0.35	0.32	0.41	0.48

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	14.2	18.4	-0.9	16.4	12.1
营业利润(%)	42.2	17.2	-12.4	28.1	17.2
归属于母公司净利润(%)	38.6	0.9	-9.3	26.7	17.9
获利能力					
毛利率(%)	18.4	17.2	17.1	17.9	18.6
净利率(%)	9.3	7.9	7.2	7.9	8.3
ROE(%)	10.8	10.6	9.0	10.5	11.3
ROIC(%)	8.2	7.8	6.8	7.9	8.7
偿债能力					
资产负债率(%)	43.0	43.7	44.9	39.0	44.4
净负债比率(%)	9.1	15.9	-0.8	-4.1	-6.0
流动比率	2.0	2.2	2.2	2.7	2.2
速动比率	1.6	1.7	1.7	2.1	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	3.9	4.2	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	4.5	5.3	4.9	5.1	5.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.35	0.32	0.41	0.48
每股经营现金流(最新摊薄)	0.52	0.17	1.04	-0.01	1.25
每股净资产(最新摊薄)	3.27	3.51	3.72	4.02	4.40
估值比率					
P/E	13.2	13.1	14.5	11.4	9.7
P/B	1.4	1.3	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	9.3	8.0	8.4	6.8	5.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn