



消费电子供应链龙头，光通信再续成长点

2025年09月25日

核心观点

- 首次覆盖兆驰股份：**1) 公司是高效率的消费电子供应链龙头，兆驰自 2005 年成立，从家庭视听消费类产品制造起家，以机顶盒、电视 ODM 业务为核心，迅速发展并成功上市；2011 年进军 LED 行业，通过全产业链布局，在芯片、封装、显示领域领先；公司于 2023 年收购广东瑞谷拓展光模块业务，凭借兆驰半导体的技术积累，有望在光通信领域实现新突破，不断开拓增长新路径。2) 公司短期受美国关税影响，2025H1 业绩下滑，但 LED 全产业链表现良好。随着越南产能布局完善，以及 Mini LED TV 渗透率快速提升，公司黑电业务有望改善。此外，公司光通信业务有望成为第三成长曲线。
- 电视 ODM 龙头优势明显，越南产能释放迎来拐点：**1) 公司电视代工业务以北美客户为主，受到美国关税影响，产能正在全球重新布局中。据洛图科技，25H1 兆驰全球出货量约 523 万台，同比+3%。2025H1，公司加速推进越南生产基地产能释放，越南基地年产能从年初的 200 万台提升至 1100 万台，未来可充分满足北美客户需求，25H2 旺季获取增量订单。此外，公司在扩充越南产能过程中产能利用率较低影响利润表现。2) 多媒体视听产品及运营服务，2024 年收入 150 亿元，2025H1 营收 56.8 亿元，同比下滑 18.2%。伴随后续越南产能释放和效率爬坡，盈利能力料将改善。
- LED 全产业链布局成熟，受益于 Mini LED、COB 直显发展：**1) 公司具备从上游芯片、中游封装到下游应用的 LED 全产业链垂直一体化布局。公司在 Mini LED 领域具备领先优势：Mini RGB 芯片单月出货高达 15000KK 组，市场占有率超过 50%；2024 年以 50 条 COB 线体的产能规模成为全球最大的 Mini COB 背光模组生产厂家；2024 年 COB 显示模组产能达到 25000 平方米/月，公司出货量超 COB 行业的 50%，稳居行业首位。据群智咨询，2024 年全球 Mini LED 背光电视出货量达到 620 万台，同比+106.7%，预计 2025 年将达 860 万台，同比+40%，未来 3 年复合增长率达 17.9%。2) 2024 年 LED 产业链收入 53.3 亿元，同比+18.3%；2025H1 收入 28.1 亿元，同比+8.7%，净利润 4 亿元，利润贡献占比超 60%。
- 光通信业务快速突破，新成长逻辑得到验证：**1) 公司收购广东瑞谷布局光通信领域，2025H1 光通信器件、模块实现营收 3.09 亿，略有亏损但经营逐月改善，25H2 有望扭亏。2) 公司从普通产品起步，100G 及以下光模块在多家头部光通信设备商完成产品验证并批量出货，未来逐步向高端产品拓展，开发 400G 及 800G 产品。3) 公司具备光芯片、光器件到光模块的全产业链布局，并且借鉴 LED 全产业链运营经验，未来看好公司在光通信板块的份额提升。公司计划于 2026 年陆续推出 50G 及以上速率的 DFB 和 EML 光芯片、CW 光源等相关的光芯片产品，以满足高密度、低时延的数据。
- 投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 205.0/245.3/279.5 亿元，分别同比+0.9%/+19.7%/+13.9%，归母净利润分别为 15.4/19.7/23.1 亿元，分别同比-3.7%/+27.7%/+17.4%；EPS 分别为 0.34/0.44/0.51 元，PE 分别为 20.3x /15.9x / 13.5x。首次覆盖，给予公司“推荐”评级。
- 风险提示：**市场竞争加剧风险，关税政策风险，新业务拓展不及预期风险。

兆驰股份（股票代码：002429）

推荐 首次评级

分析师

何伟✉: hewei_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编码: S0130525010001**刘立思**✉: liulisi_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编码: S0130524070002**赵良毕**✉: zhaoliangbi_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编码: S0130522030003**陆思源**✉: lusi yuan_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编码: S0130525060001**杨策**✉: yangce_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编码: S0130520050005

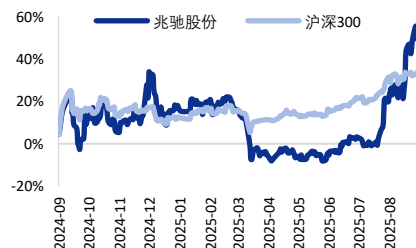
市场数据

2025年09月25日

股票代码	002429.SZ
A 股收盘价(元)	6.92
上证指数	3,853.30
总股本(万股)	452,694
实际流通 A 股(万股)	452,433
流通 A 股市值(亿元)	313

相对沪深 300 表现图

2025年09月25日



资料来源：中国银河证券研究院

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	20,326	20,500	24,533	27,955
收入增长率%	18.4	0.9	19.7	13.9
归母净利润(百万元)	1,602	1,543	1,971	2,313
利润增长率%	0.9	-3.7	27.7	17.4
摊薄 EPS(元)	0.35	0.34	0.44	0.51
PE	19.55	20.30	15.90	13.54

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

目录

Catalog

一、 公司概况	4
二、 ODM 业务全球领先， 构筑发展坚实基准盘	6
(一) 全球电视市场需求整体稳定	6
(二) 全球电视 ODM 市场规模增长， 并向头部集中	8
(三) 公司拓展 VIZIO 客户， 越南产能快速落地	9
三、 LED 全产业链布局， 各环节优势突出	11
(一) 多元化产品布局 LED 芯片， 车规级产品即将量产	11
(二) 扩产 Mini COB 背光， 兆驰光元受益于行业爆发	13
(三) 兆驰晶显引领 COB 直显发展	15
四、 光通信业务快速突破， 新成长逻辑得到验证	18
(一) 光通信景气度向上， 中国厂商份额提升	18
(二) 公司全产业链布局光通信领域， 从零到一快速突破	23
五、 盈利预测与估值	24
(一) 盈利预测	24
(二) 杜邦分析	24
(三) 可比估值	25
(四) 绝对估值	25
六、 风险提示	27

一、公司概况

公司自 2005 年以家庭视听产品制造起家，从 DVD、机顶盒切入，2007 年拓展至电视 ODM 领域，凭借家庭组网和电视 ODM 的业务支撑在 2010 年成功上市，成为三星、小米等头部品牌核心供应商。凭借成本控制与规模化生产能力，当前电视 ODM 年出货量稳居行业前列，为公司提供稳定现金流与客户资源支撑。

图1：公司发展历程



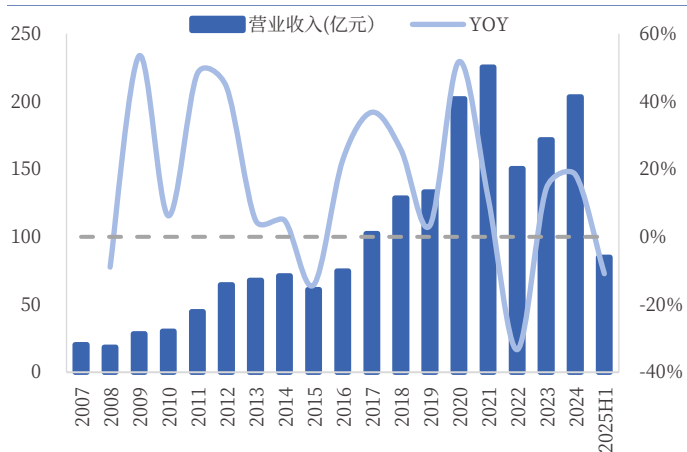
资料来源：公司公众号，中国银河证券研究院

收入持续成长，利润短暂承压。

收入长期成长：2015 年（市场经济形势低迷，传统电视厂商 ODM 需求增长速度放缓）和 2022 年（全球通胀持续扩散、俄乌军事冲突爆发、全球消费市场相对低迷、主要原材料价格下跌）营收同比下滑；2020 年（产品结构调整及北美 Walmart ONN、内销小米、海尔等重要客户需求增加）营收大幅增长。2023 年以来稳步增长，2024 年实现营收 203.3 亿元，同比+18.4%。

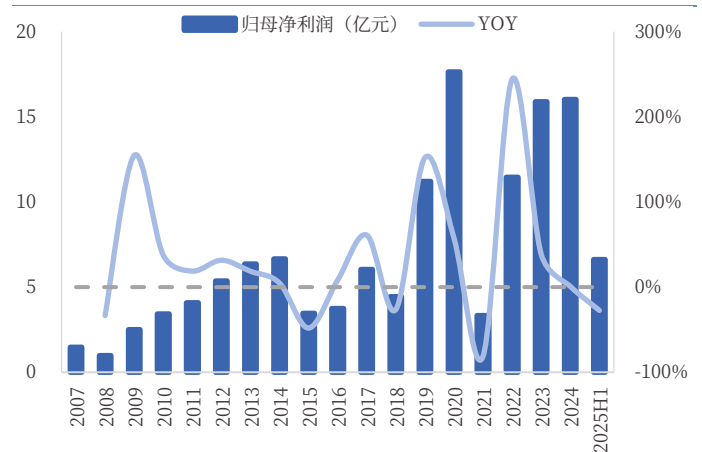
利润大幅波动：公司利润受原材料价格波动、一次性计提、汇率波动等因素影响，2021 年计提恒大相关债权减值 18.9 亿元，导致当年归母净利润同比-81.1%；2024 年受原材料面板涨价、组网业务调整、税率上升等因素影响而承压；25H1 受越南产能扩充过程中产能利用率较低导致的成本影响。

图2：公司营业收入



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

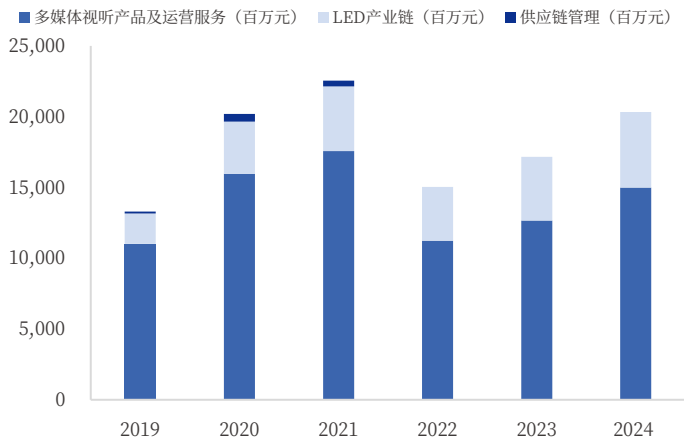
图3：公司归母净利润



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

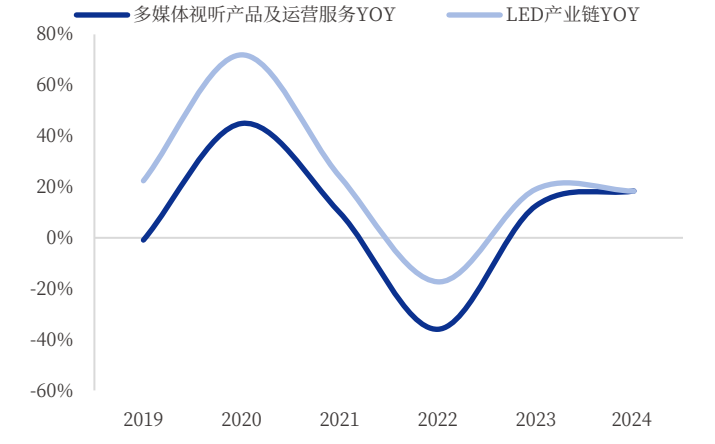
产品结构：多媒体视听产品及运营服务贡献核心收入。2024年，公司多媒体视听产品及运营服务/LED产业链收入分别为150/53.3亿元，分别同比+18.4%/+18.3%。2024年多媒体视听产品及运营服务毛利率下滑，预计主要源于面板原材料价格上涨，成本提升导致盈利能力受损。

图4：公司营业收入拆分（按品类）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图5：公司主要品类收入同比增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表1：公司产品拆分表

	2022	2023	2024	2022	2023	2024
营业收入 (百万元) /YOY	15,028	17,167	20,326	-33.3%	14.2%	18.4%
多媒体视听产品及运营服务	11,248	12,663	14,996	-36.0%	12.6%	18.4%
LED产业链	3,781	4,504	5,330	-17.3%	19.1%	18.3%
销量 (万单位) /YOY						
多媒体视听产品及运营服务	3,438	3,650	8,373	-7.2%	6.2%	129.4%
LED产业链	68,200,418	91,692,747	89,507,372	32.8%	34.4%	-2.4%
毛利率/YOY	17.0%	18.8%	17.2%	1.2 pct	1.8 pct	-1.7 pct
多媒体视听产品及运营服务	15.7%	16.3%	13.1%	2.7 pct	0.6 pct	-3.2 pct
LED产业链	20.9%	25.8%	28.6%	0.2 pct	5.0 pct	2.8 pct

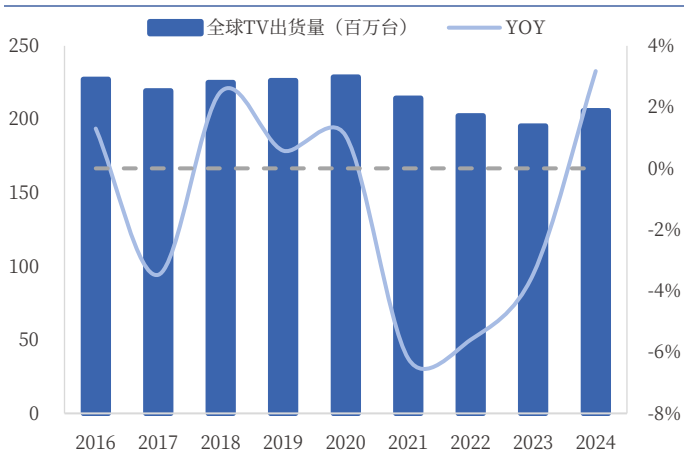
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

二、ODM 业务全球领先，构筑发展坚实基准盘

(一) 全球电视市场需求整体稳定

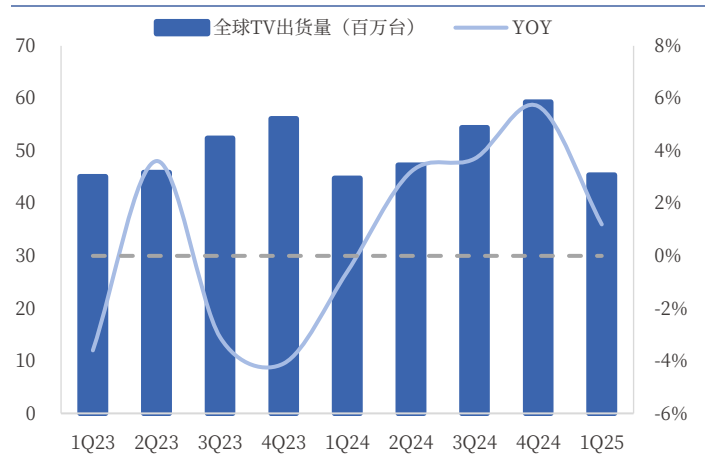
全球电视需求整体稳定，2024 年出货量止跌回升。全球彩电市场处于稳定期，2009-2012 年平板电视替代 CRT 电视。中国市场是全球彩电销量需求较弱的市场，中国市场零售量的下降导致全球彩电销量小幅下滑。中国市场对彩电内容管控严格，智能手机、平板、电脑等小屏的娱乐化对彩电的功能有所替代。据奥维睿沃数据，2024 年全球 TV 出货量约 2.1 亿台，同比+3.2%，其中 Q1/Q2/Q3/Q4 分别同比-0.6%/+3.2%/+3.7%/+5.7%。一方面，2024 年为体育大年，年内举办了奥运会、美洲杯、欧洲杯等体育赛事，刺激了全球电视需求；另一方面，中国市场于 24Q3 开始实施以旧换新补贴政策，有力地促进了包括电视在内的家电需求释放。

图6：全球 TV 出货量（年度）



资料来源：奥维睿沃，中国银河证券研究院（注：2024 年全年数据使用季度数据汇总得到，年度增速使用季度增速计算得到）

图7：全球 TV 出货量（季度）



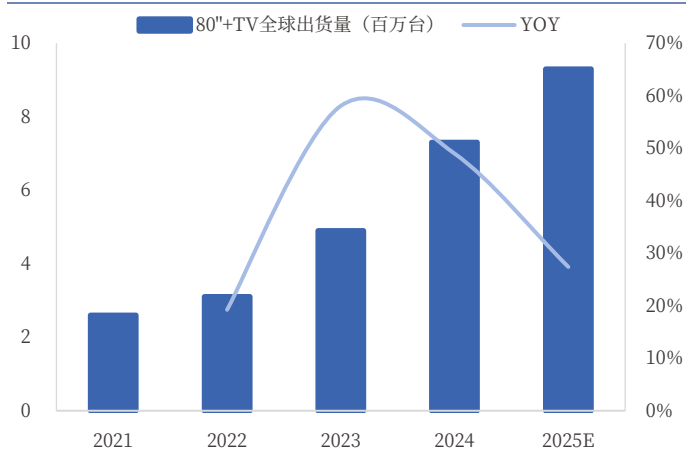
资料来源：奥维睿沃，中国银河证券研究院

彩电的销售结构也在经常变化，例如近些年呈现高清、4K、8K 超高清技术演进，除液晶电视外，还有 Mini LED、OLED 等新型显示技术路线。**当前产品结构优化主要体现为大尺寸、Mini LED、高刷产品渗透率快速提升。**

1) 大尺寸产品需求增加，全球电视平均尺寸持续增长。据群智咨询数据，2024 年全球电视平均尺寸 52.4 英寸，同比增长 1.1 英寸，80 英寸以上的电视销量为 730 万台，渗透率 3.4%，预计 2025 年将达到 930 万台，同比+27.4%。

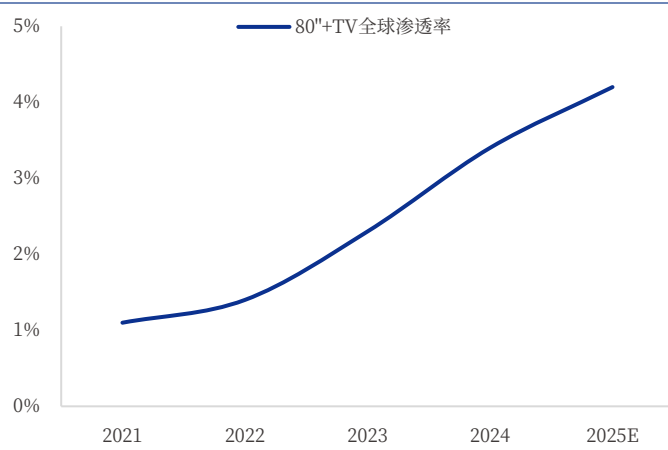
从品牌的产品布局来看，国际品牌及 TCL 坚守 85"/98"，其他中国品牌则主推 85"和 100"。同时，头部品牌竞相争夺 100"+巨幕市场。在 CES 2025 展会上，三星展出了 115"的 Neo QLED 产品以及 100"新品，海信则推出 116"的 RGB Mini LED 电视。

图8: 80 寸以上超大尺寸电视全球出货量



资料来源: 群智咨询, 中国银河证券研究院

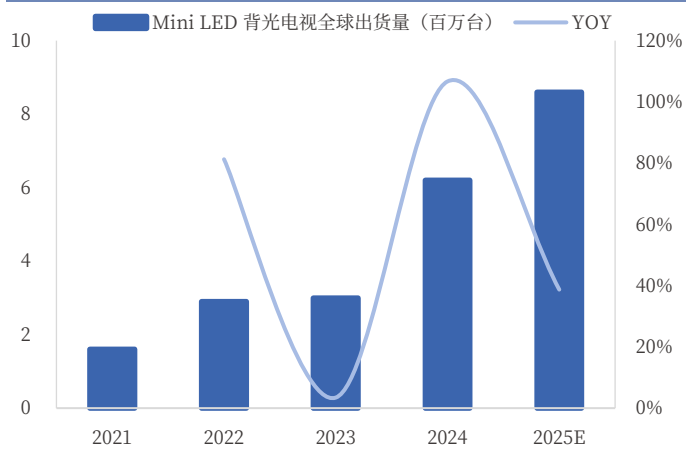
图9: 80 寸以上超大尺寸电视全球渗透率



资料来源: 群智咨询, 中国银河证券研究院

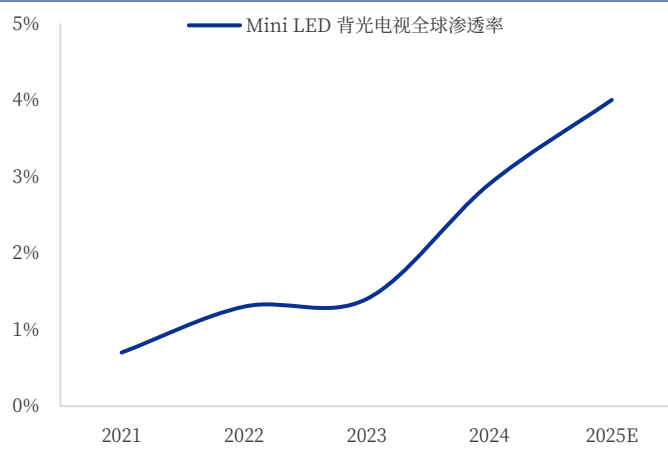
2) Mini LED 产品爆发式增长, 中国品牌引领市场发展。据群智咨询, 2024 年全球 Mini LED 背光电视出货量达到 620 万台, 同比+106.7%, 主要受益于中国品牌积极策略以及中国“能效补贴”政策, 预计 2025 年将达 860 万台, 同比+40%, 未来 3 年复合增长率达 17.9%。中国品牌坚定 Mini LED 布局实现领先, top4 品牌 2024 年发布相关新品达到 62 款, 国际品牌趋于积极。未来伴随技术下沉终端, Mini LED 电视价格门槛降低, 预计渗透率将快速提升。

图10: Mini LED 背光电视市场全球出货量



资料来源: 群智咨询, 中国银河证券研究院

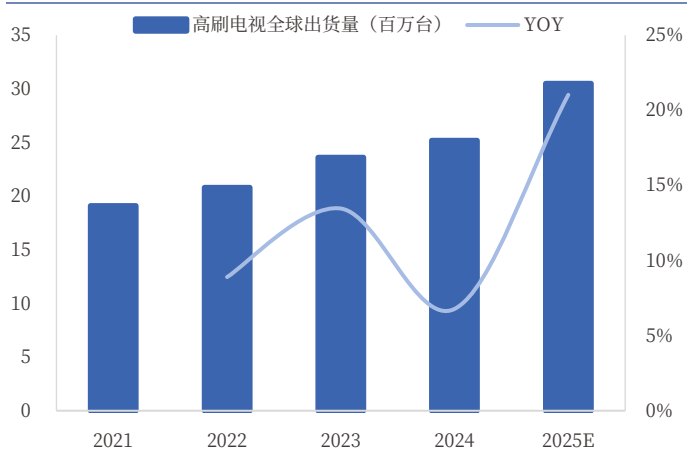
图11: Mini LED 背光电视全球渗透率



资料来源: 群智咨询, 中国银河证券研究院

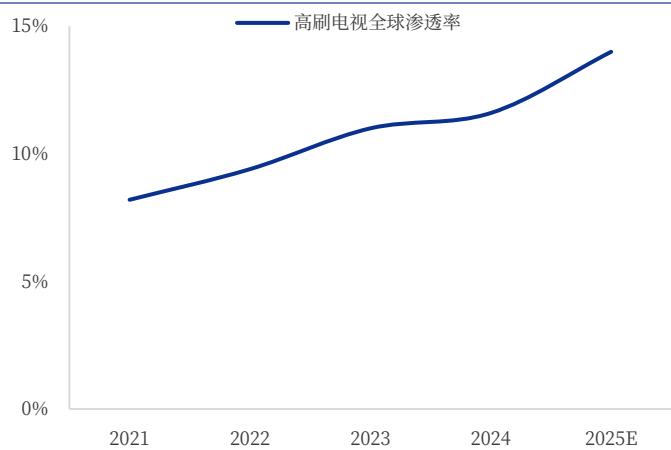
3) 高刷电视渗透率快速提升。市场上 144Hz 刷新率的 LCD 电视层出不穷, 165Hz 电视成为 2025 年部分旗舰产品中的配置, 带动高刷电视规格从 120Hz→144Hz→165Hz 演变。据群智咨询, 高刷电视的市场份额逐年增长, 2024 年全球出货量达到了 2520 万台, 同比+6.8%, 渗透率达 11.6%, 预计 2025 年有望突破 3000 万台, 同比+21%, 渗透率达 14%, 迎来加速增长。

图12: 高刷电视市场全球出货量



资料来源: 群智咨询, 中国银河证券研究院

图13: 高刷电视全球渗透率

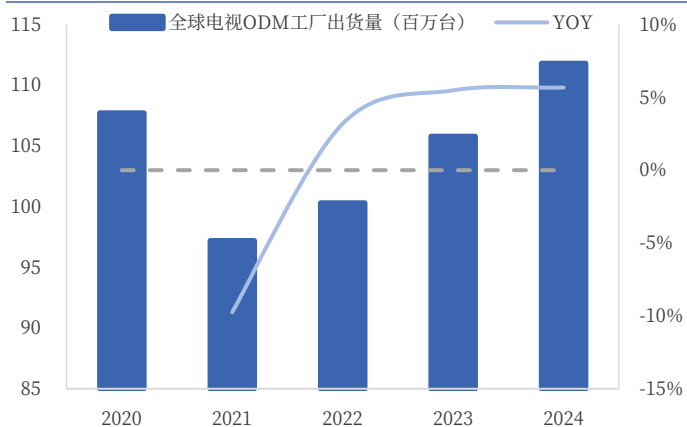


资料来源: 群智咨询, 中国银河证券研究院

(二) 全球电视 ODM 市场规模增长, 并向头部集中

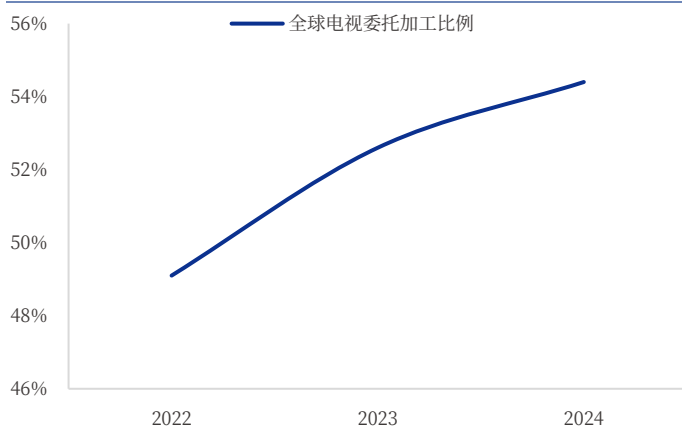
受益于品牌委托加工占比提升, 全球电视代工出货量持续增长。据洛图科技, 2024年, 全球电视代工市场整体(含长虹、创维、康佳、海信四家自有工厂)出货总量达 1.12 亿台, 同比+5.7%。2024 年全球电视市场品牌整机出货量同比增长约 3%。包括韩系品牌在内的海外头部整机品牌以及国内部分品牌, 外发代工比例逐年提高。2024 年全球电视的委托加工比例达到 54.4%, 同比+1.9pct。

图14: 全球电视 ODM 工厂出货量 (年度)



资料来源: 洛图科技, 中国银河证券研究院 (注: 含长虹、创维、康佳、海信四家自有工厂)

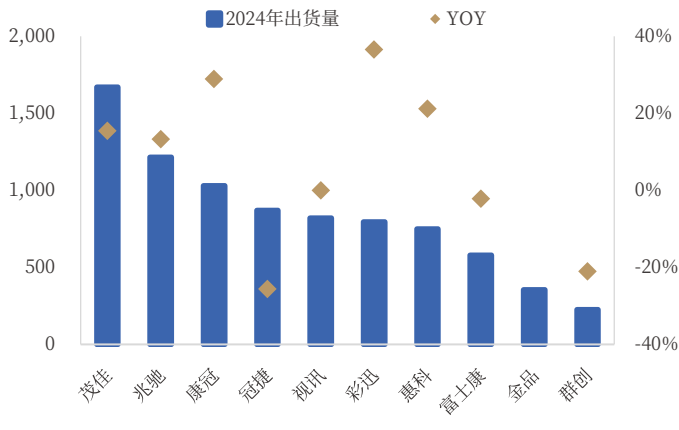
图15: 全球电视委托加工比例 (年度)



资料来源: 洛图科技, 中国银河证券研究院

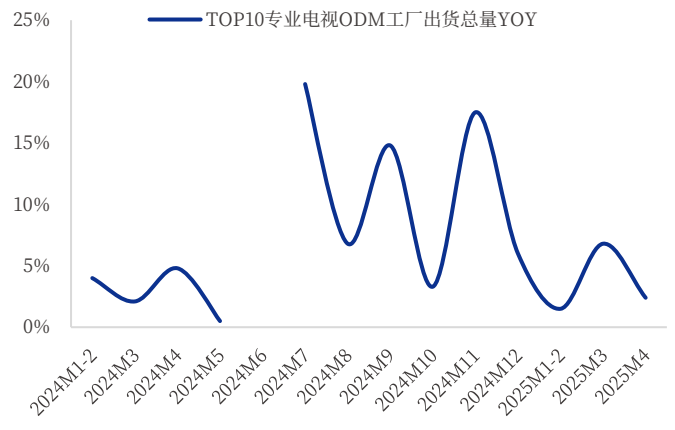
全球电视 ODM 工厂表现分化, 头部效应显著。据洛图科技, 2024 年全球前十名专业电视代工厂(不含长虹、创维、康佳、海信四家品牌自有工厂)出货总量同比+7.0%, 合并市场份额占全球代工总量的 74.3%, 较 2023 年+0.9pct。

图16: 全球专业电视 ODM 工厂出货排名 (2024 年)



资料来源: 洛图科技, 中国银河证券研究院

图17: 全球 TOP10 专业电视 ODM 工厂出货量 YOY (月度)



资料来源: 洛图科技, 中国银河证券研究院

1) 茂佳、兆驰、康冠、彩讯、惠科增长明显。2024 年, 茂佳以 1670 万台出货量蝉联全球第一, 同比+15.5%; 兆驰出货量 1215 万台, 排名第二, 同比+13.3%; 康冠出货 1030 万台, 同比+29.0%; 彩讯、惠科分别同比+36.6%、+21.2%。

2) 视讯、富士康保持稳定, 冠捷、群创下滑明显。2024 年, 视讯出货量同比基本持平; 富士康同比-2.1%; 金品出货量不到 400 万台; 冠捷和群创分别同比-25.6%、-21.0%。

表2: 部分电视 ODM 工厂经营情况 (2024 年)

工厂	24 年出货 YOY	2024 年经营情况
MOKA (茂佳)	+15.5%	MOKA 是面板龙头 TCL 科技 000100.SZ 子公司。公司北美和欧洲等主要区域市场持续放量, 头部电视品牌订单的不断增加。MOKA 越南广宁省的新工厂于 2024 年上半年开始量产, 产能进一步拓展。此外, TCL 电子 H 1070.HK 全球品牌出货表现也同样突出。
AMTC (兆驰)	+13.3%	北美电视市场旺季备货需求集中释放的背景下, ONN 等渠道品牌的订单量显著上涨, 新客户 Vizio 等表现良好。同时, 面向北美客户的越南工厂在 2024 年上半年开始量产, 产能得到有力补充。
KTC (康冠)	+29.0%	全年 10 个月出货量同比实现增长, 且月均增幅超过 40%, 其中 6 月以 120 万台的出货量实现同比翻倍增长。
TPV (冠捷)	-25.6%	自有品牌 Philips (飞利浦) 和 AOC 的合并出货量同比大幅下降 27.0%, 合并份额从 2023 年的 43.9% 下降至 32.0%。海外客户向 Samsung、Vizio 和 Element, 以及国内客户向海信、华为和创维的出货量全面下降, 降幅均超过了 35%。
BOE VT (视讯)	基本持平	核心客户小米、Vizio 和 LGE 的出货量稳中有升。然而, SONY、Samsung、BestBuy、华为和海信的出货量较 2023 年有所下降。
Express Luck (彩讯)	+36.6%	核心业务区域欧洲市场, 特别是东欧市场的代工订单, 以及欧美区域的自有品牌业务, 是彩讯大幅增长的主要动力。产能方面, 彩讯中山工厂自 2023 年 5 月投产, 产能得以迅速扩充; 同时, 匈牙利工厂对欧洲市场的辐射效应也为其持续的业绩增长有显著贡献。
HKC (惠科)	+21.2%	客户方面, 亚洲区域客户以及印度海尔的订单实现增长; 海外客户 Vizio 和 FUNAI 出货逐步放量, 与 TCL 的合作亦不断加强。2023 年下半年, 越南同奈工厂实现量产, 加上上海和合肥两座工厂, 惠科拥有了三座大型电视代工厂。同时, 集团内部的面板业务也对整机 ODM 业务产生了助力。

资料来源: 洛图科技, 中国银河证券研究院

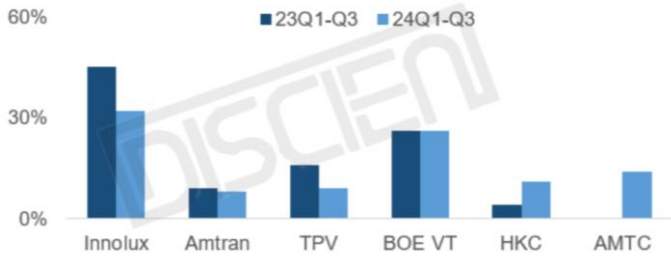
(三) 公司拓展 VIZIO 客户, 越南产能快速落地

沃尔玛系品牌为公司电视 ODM 核心客户, 沃尔玛收购 Vizio 有益于兆驰。公司电视 ODM 业务长期深耕北美, 主要客户为聚焦本土渠道和 OS 生态的新兴品牌。沃尔玛系品牌为公司核心战略客户, 公司为 Onn 供应商; 伴随沃尔玛完成对 Vizio 的收购, 沃尔玛系品牌市占率合计排名北美第

一，公司已于 2024 年 3 月顺利进入 Vizio 供应链，成为首个同时为 Vizio 和 ONN 供货的 ODM 厂商。

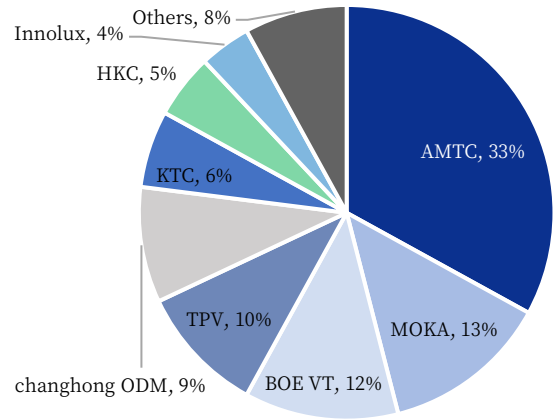
据 DISCIEN 迪显数据，兆驰 2024 年前三季度在 Vizio 品牌供应份额达 14%；而兆驰未来有望扩大同 Vizio 的合作，进而实现订单增量，预计 2025 年将在北美市场占据 33% 的电视 ODM 份额。

图18: Vizio 品牌代工厂供应份额



资料来源: DISCIEN, 中国银河证券研究院

图19: 北美电视 ODM 出货量份额 (2025E)



资料来源: DISCIEN, 中国银河证券研究院

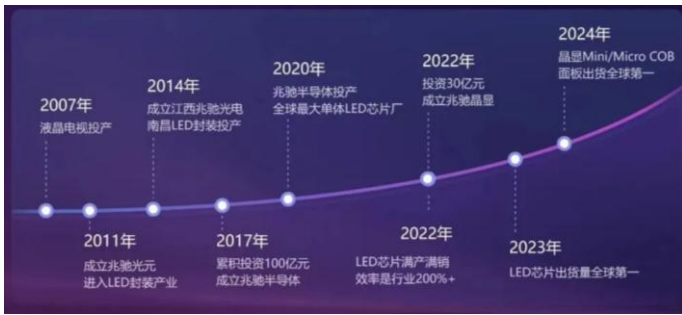
越南产能成为兆驰承接北美订单、提升全球份额的关键支撑。公司在越南建设产能，受益于美越贸易协定及当地税收优惠政策，工厂产能加速释放，年产能从 200 万台爬坡至 2025 年上半年的 1100 万台，已完全满足海外订单需求。

此外，CMA 数据显示，三星、LGD、TCL、惠科、BOE、海信等面板与模组企业均已在越南投资布局，形成完整的显示产业链配套体系。公司越南产能在 25H1 扩产过程中存在产能利用率较低、自动化产线建设不完善的问题，导致阶段性成本上升和利润承压；25H2 将进入海外市场的季节性需求高峰，预计下半年随着订单放量及效率提升，盈利能力将实现改善。

三、LED 全产业链布局，各环节优势突出

公司具备 LED 全产业链布局。兆驰股份已具备 LED 产业链上中下游的垂直整合布局，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”全工序全产业链布局。2011 年，公司成立兆驰光元进入 LED 封装行业，随后 2017 年向 LED 芯片扩展，2021 年成立兆驰晶显布局 COB 直显市场。

图20：公司 LED 全产业链发展历程



资料来源：兆驰股份公众号，中国银河证券研究院

图21：公司 LED 业务体系



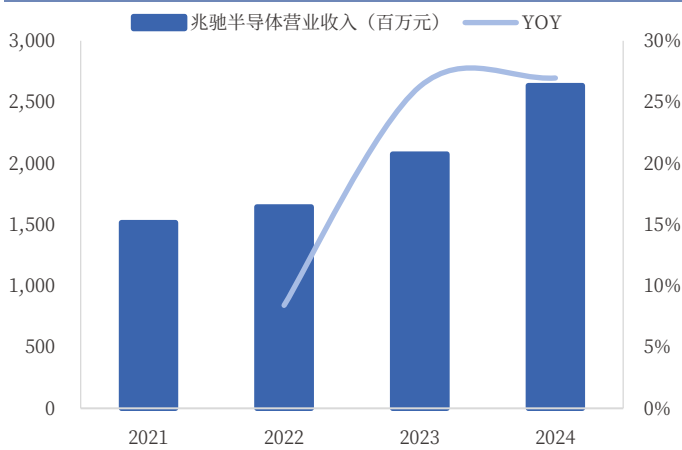
资料来源：兆驰股份公众号，中国银河证券研究院

(一) 多元化产品布局 LED 芯片，车规级产品即将量产

兆驰半导体成为 LED 芯片龙头，规模效应突出。兆驰半导体以超行业近 5 倍体量进军 LED 芯片市场，成立之初一次性投入中微半导体 A7 MOCVD，以 100 腔的规模进入行业，远超 20-30 腔的行业平均水平。截至 2024 年，公司芯片业务总产销量为 110 万片/月（4 寸片），其中氮化镓芯片产销量占据绝对优势，高达 105 万片/月（4 寸片），蓝绿光芯片产能全球第一；砷化镓芯片产销量为 5 万片/月（4 寸片），其中 Mini RGB 芯片全球市场占有率领先。

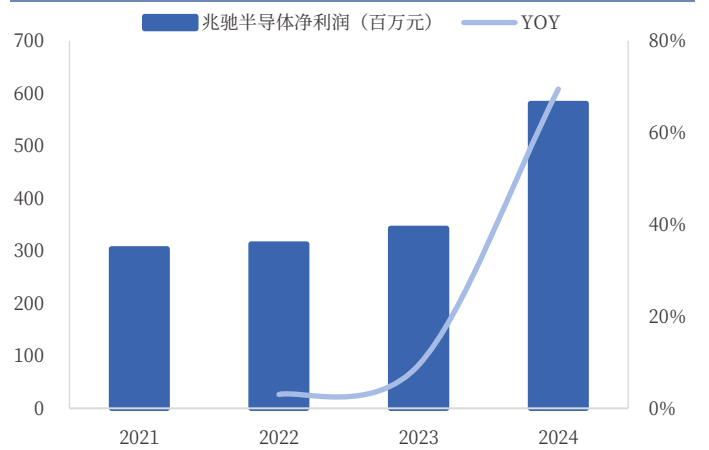
2024 年，兆驰半导体子公司实现营业收入 26.3 亿元，同比+27%，净利润 5.8 亿元，同比+69.5%。

图22：兆驰半导体子公司营业收入



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图23：兆驰半导体子公司净利润



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

兆驰半导体产品矩阵丰富，持续发力 Micro LED 芯片领域。兆驰半导体深耕化合物半导体技

术，主营全色系高品质 LED 芯片，实现普通照明、高端照明、电视背光、Mini/Micro LED 新型显示等主流领域覆盖。当前正持续发力 Micro LED 芯片领域，设立了专门的研究部门，已发布多项有关巨量转移、外延芯片制备的知识产权，近期进入授权阶段的 3 项专利均有效提升发光效率，将有效赋能 AI&AR 眼镜的发展。

图24：兆驰半导体 LED 芯片产品体系



资料来源：兆驰股份公众号，中国银河证券研究院

兆驰半导体全球独家拥有 LED 芯片全产业链四大技术和生产能力。兆驰半导体以创新引领、深耕技术研发，成为全球独家拥有 LED 芯片全产业链四大技术和生产能力的公司，形成“蓝宝石平片→图案化基板 PSS→LED 外延片→LED 芯片”全工序独立制造能力。而通过将四大工序集成到统一生产单体中的企业，兆驰半导体的高度集约化显著提升生产效率，实现了成本优势。

图25：兆驰半导体工序技术掌握情况



资料来源：兆驰股份公众号，国际半导体照明联盟 ISA，中国银河证券研究院

车规级 LED 芯片壁垒深厚，兆驰半导体推动垂直芯片国产化。车规级 LED 芯片在散热、光学、功率密度等方面具备严格要求，普遍采用垂直结构芯片。但垂直结构芯片在衬底剥离技术、晶圆键合等方面具备较深的生产壁垒。兆驰半导体通过芯片结构的设计优化开发出全新的垂直结构 LED 芯片产品，并克服晶圆键合和激光剥离等技术瓶颈与难题。

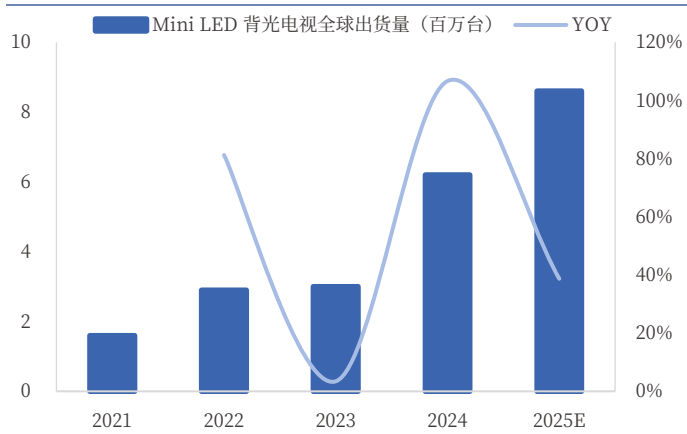
7 月 23 日，公司宣布，兆驰半导体顺利完成对车用氮化镓垂直 LED 芯片的技术验证，并进入量产倒计时，成为国内主流 LED 芯片厂中仅有的两具备车规级垂直结构技术的企业之一。

(二) 扩产 Mini COB 背光, 兆驰光元受益于行业爆发

1. Mini LED 爆发式增长

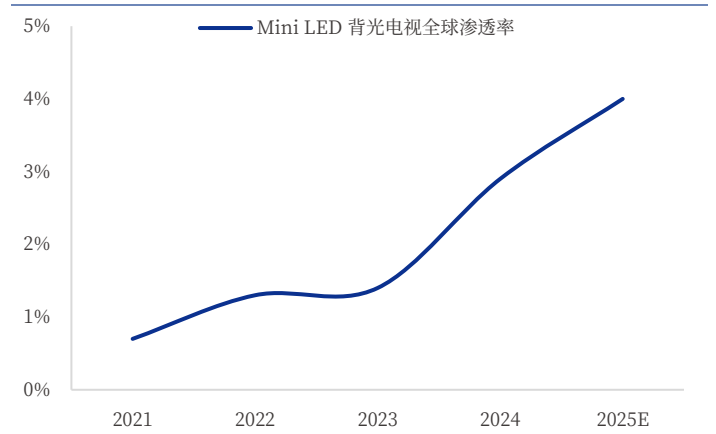
Mini LED 产品爆发式增长, 中国品牌引领市场发展。在显示技术创新驱动下, Mini LED 电视愈发受到消费者青睐。根据群智咨询, 2024 年全球 Mini LED 背光电视出货量达到 620 万台, 同比+106.7%, 主要受益于中国品牌积极策略以及中国“能效补贴”政策, 预计 2025 年将达 860 万台, 同比+40%, 未来 3 年复合增长率达 17.9%。中国品牌坚定 Mini LED 布局实现领先, Top4 品牌 2024 年发布相关新品达到 62 款, 国际品牌趋于积极。未来伴随技术下沉终端, Mini LED 电视价格门槛降低, 预计渗透率将快速提升。

图26: Mini LED 背光电视市场全球出货量



资料来源: 群智咨询, 中国银河证券研究院

图27: Mini LED 背光电视全球渗透率



资料来源: 群智咨询, 中国银河证券研究院

对比 OLED, MiniLED 技术更符合大尺寸趋势。Mini LED 在亮度、色彩和大尺寸可变性等方面表现出色, 同时结合 8K 和量子点技术, 能达到 OLED 的画质, 在可靠性和成本方面占据优势。由于使用更小尺寸的 LED 背光源, Mini LED 能实现更精细的控制, 提供更好的亮度和更高的对比度。OLED 屏幕的优势在于能够显示真正的黑色和无限对比度, 但由于“烧屏”问题, 不适合用于大屏。Mini-LED 凭借其高亮度、较高对比度以及成本效益, 更适用于大屏幕和 HDR 内容展示。

2025 年, Mini LED 电视渗透率大概率超过 OLED 电视。根据 Omdia, 过去十年间, OLED 电视显示面板出货量一直领先于 Mini LED 背光显示面板, 但这一趋势预计将从 2025 年开始改变。2024 年全球 OLED 电视和 Mini LED 背光电视出货量分别约为 709 万台和 620 万台, 以全球电视出货量 2.08 亿台测算, 渗透率分别约为 3.4%和 3%; 而到 2025 年, Mini LED 背光电视预计出货量将达到 930 万台, 首次超过预计 750 万台出货量的 OLED 电视。

表3: Mini LED & OLED 优缺点对比

	Mini LED	OLED
亮度	1000-5000nits	400-800nits
色域	157%	129%
清晰度	轻松达到 8K 超高分辨率	做到超高 8K 分辨率及其困难
对比度	超过人眼可识别的最大对比度	超过人眼可识别的最大对比度
大尺寸	超大尺寸成本更低	大尺寸成本高
寿命	6 万小时不褪色	三万小时后灼屏
柔性	不可柔性	可柔性
厚度	7.9-27.9mm	4.9-9.9mm
色视角	110°	170°
优点总结	亮度高、色域广、寿命长、清晰度更高、画面层次更好	柔性、曲面应用场景丰富、视角更广、更薄、响应速度更快
缺点总结	柔性不足、未来应用场景也许会受限、响应速度偏差	寿命短、烧屏、大尺寸良率低、相同分辨率清晰度差
适用场景	大尺寸电视、显示器、广告牌、显示屏等	手机、显示器等小尺寸

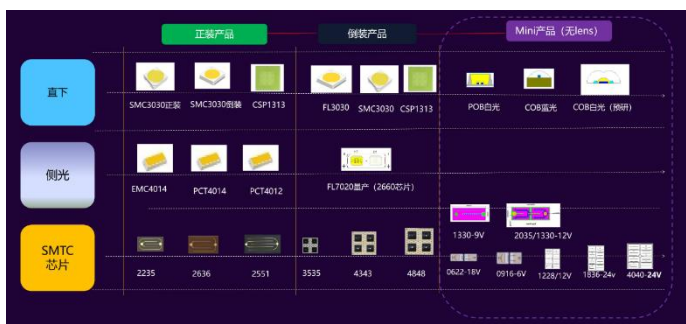
资料来源: TCL 官网, 百姓家电网, 中国银河证券研究院

2.兆驰光元扩产 Mini COB 背光

子公司兆驰光元成为全球最大的 Mini COB 背光模组生产厂。兆驰光元自 2016 年起布局倒装技术, 2018 年启动 Mini LED 背光的研发, 是国内较早实现 Mini LED 背光量产的企业之一。2024 年, 兆驰光元成功新增 45 条 COB 线体, 以 50 条 COB 线体的规模, 跃居 Mini COB 背光模组产能全球首位。目前, 公司在 Mini LED 背光领域已成为国内外一线终端品牌核心供应商, 与小米、创维、三星等众多国内外知名品牌建立了广泛合作关系。

兆驰股份在 LED 封装领域已形成全矩阵产品布局, 主要服务于 LED 照明、LED 背光及 LED 显示三大主流应用领域。产品方面, 兆驰股份成功推出大功率 COB 白光灯条、Mini COB 蓝光灯条及 Mini COB 白光方案 (CSP), 持续完善 Mini COB 背光模组产品布局。技术方面, 兆驰股份将面型球头升级为 M 形点胶, 提升了 Mini COB 背光模组产品的光学性能和生产效率, OP 值则由 1:2.2 升级到 1:3.5, 达到行业领先水平。

图28: 兆驰光元产品矩阵



资料来源: 兆驰股份公众号, 中国银河证券研究院

图29: 兆驰光元技术路径布局



资料来源: 兆驰股份公众号, 中国银河证券研究院

(三) 兆驰晶显引领 COB 直显发展

1. COB 直显渗透率持续提升

小间距 LED 直显封装主要有 IMD、MIP、COB、COG 等技术。2012 年~2022 年，小间距产业快速成长，点间距主要覆盖 P2.5-P1.25，SMD 以其成熟度高、成本低、产业链完善、色彩一致性高、维修方便等优势，成为市场主流封装技术；2022 年以后，应市场对更小间距产品的需求，IMD、MIP、COB、COG 等技术崭露头角。

表4: 小间距 LED 直显封装技术对比

封装工艺	IMD	MiP	COB	COG
适用间距	P0.6-1.5	P0.3-1.25	P0.6-1.5	P0.05-1.25
下游工艺	SMT	SMT/DB+GOB	DB	Mass Transfer
下游基板	PCB	PCB/Glass	PCB	Glass
成本	高	低	高	高
工艺复杂度	低	中	高	极高
缺点	较难实现更小间距显示	封装工艺要求高；结构小、器件脆弱影响可靠性	易出现色彩不均匀；良率低、较难维修	技术不成熟；产业链不完善

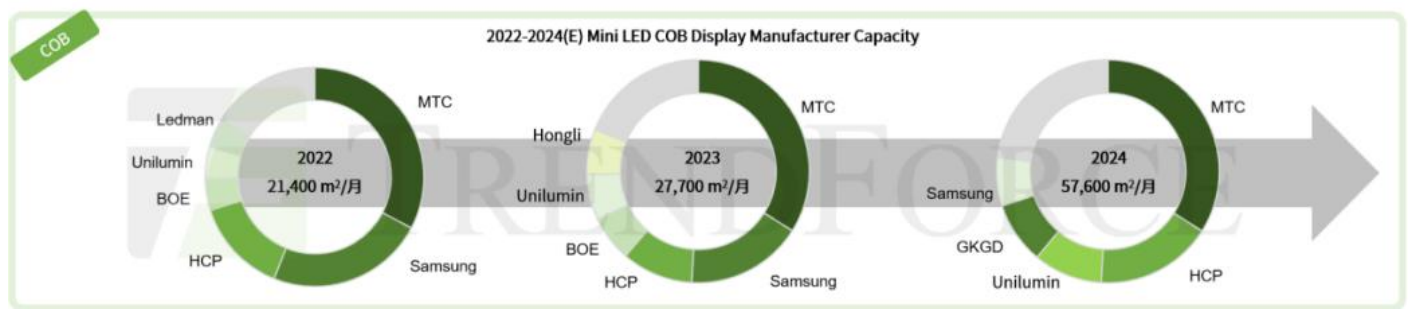
资料来源: 集邦咨询, LEDinside, 中国银河证券研究院

COB 技术凭借成本优势及技术迭代渗透。COB 是 LED 集成封装的一种技术路线，不需要 SMT 贴片环节，也消除了原来的支架与回流焊等过程，工艺流程被极大简化，且产品具有高密度、高防护、高适应性、高画质、长寿命与使用成本低等优势，在 Mini/Micro LED 产品中具有明显优势。

1) **COB 产能快速扩张，规模效应实现成本优势。**据集邦咨询，SMD/IMD 产业链大部分依托于现有产业生态，平均成本曲线并不会随着规模扩张而明显变化；而 COB 重塑供应链，前期设备投资大，但伴随规模扩张并超过临界点，最终成本将具备相对优势。2024 年，COB 产能预计达到每月 5.76 万平方米，2022~2024 CAGR 64%。

2) **产业链技术迭代助力 COB 发展。**RGB 芯片微缩化技术持续发展，2024 年 Mini LED 主流规格为 3*6mil、3*7mil；COB 模组端直通良率、显示效果近年来持续提升；虚拟像素技术显著减少芯片使用量。

图30: COB 产能规模



资料来源: 集邦咨询, 兆驰股份公众号, 中国银河证券研究院

COB 直显技术在小点间距市场渗透率更高。目前 COB 已覆盖 P1.8、P1.9 到 P1.0 以下间距产品，在重点出货的 P1.2 区间，COB 渗透率已达到 60~70%；在 P0.9 及以下市场则已占据主流地位。

长期来看，COB 具备覆盖 P2.5 以下小间距产品的实力。

表5: 不同技术路径在不同点间距上的渗透率

	2022	2024
P0.9 及以下	IMD、COB、封装级 MIP 并存	COB 成为主流技术
P1.2	主流的技术路线为 SMD 方案，伴有较低渗透率的 COB 方案	COB 的渗透率提升至 60~70%
P1.5	绝大部分为 SMD 方案	仍以 SMD 为主，但 COB 也有一定的出货，渗透率约为 10%左右
P1.8 及以上	绝大部分为 SMD 方案	绝大部分为 SMD 方案

资料来源: 行家说 Research, 兆驰股份公众号, 中国银河证券研究院

2.兆驰晶显深耕 COB 直显，引领行业发展

兆驰晶显为全球最大的 COB 生产厂家，五大核心竞争力实现壁垒。2021 年兆驰晶显成立，通过超前的投资力度，实现工艺创新、技术创新、智能制造、规模优势、产业链协同优势，带动了 COB 直显的发展。兆驰晶显具备设备改造、材料&光学研究等 500 余项工艺创新，且拥有自研自产 LED 芯片、3 合 1 电源系统一体板等超百项专利，显著优化了行业直通良率低、墨色一致性等难题。

产能方面，2021 年兆驰晶显的自动化产线数量为 100 条；2022 年 11 月南昌基地投产，产线扩充到 700 条；2023-2024 年，产线进一步扩充至 1600 条。截至 2025 年 3 月份，兆驰晶显产能已达到 30000 m²/月。

图31: 兆驰晶显发展历程



资料来源: 兆驰股份公众号, 中国银河证券研究院

图32: 兆驰晶显五大核心竞争力



资料来源: 兆驰股份公众号, 中国银河证券研究院

产品线丰富，实现对专显、商显、家用市场的全场景覆盖。公司现有八大产品线，产品点间距覆盖 P0.5-P2.0，其中 P0.9-P1.5 的显示模组已经成为公司的主力产品。2024 年，公司对八大核心产品线进行升级，顺利实现 COB 技术产品对专显市场、商显市场、家用市场全场景的覆盖。

其中，新品 LED 一体机采用新一代 COB 面板，高集成标准化设计，内置腾讯会议及影视娱乐系统，搭载智能 AI 引擎，具有显示效果好、功能实用、使用门槛低、选购简单、安装省时省力、性价比高等特点，适用于政企办公、商务会议、展览展示、教育培训等多个场景。

家庭影院、商用显示的 COB 显示模组在实现向国内外品牌方供货的基础上，在 2024 年进一步通过国际大客户的验厂并大规模出货，促使 Mini COB 显示模组在偏向于 C 端的家庭影院及商用显

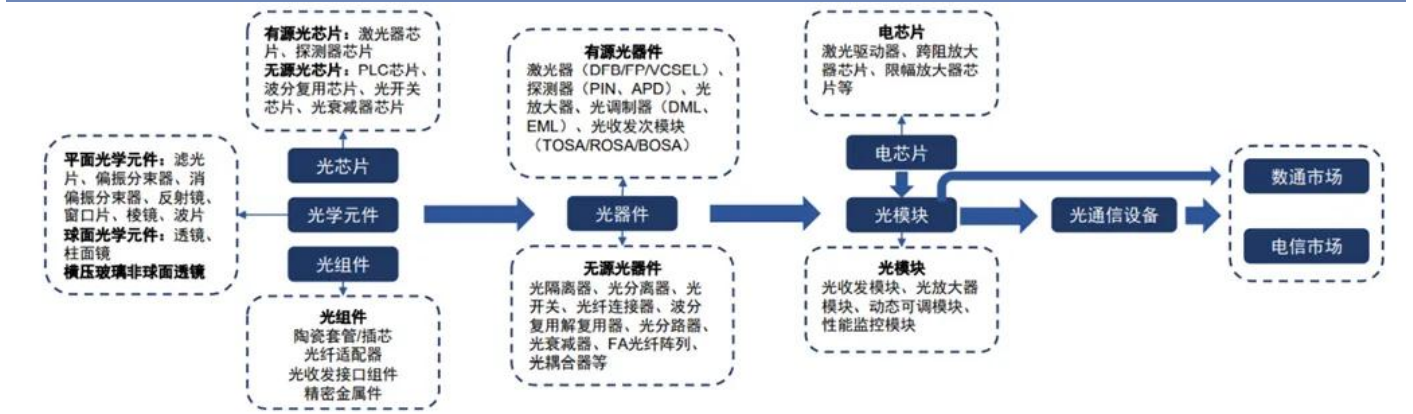
四、光通信业务快速突破，新成长逻辑得到验证

(一) 光通信景气度向上，中国厂商份额提升

光通信是一种以光波作为传输媒介的通信方式，该领域属于我国实施创新驱动发展战略的重要组成部分。相比于传统的电通信，光通信具有巨大传输带宽、极低传输损耗、较低成本和高保真等优势，GPT 模型对算力的需求将推进数据中心的大规模建设部署，光通信的需求持续增加。整个光通信产业链从材料及元器件制造开始，由光通信材料与基础元器件厂商制造晶体、芯片等元件，再通过激光器、探测器等制造商将各类基础元器件与芯片整合为光模块；继而由通信设备厂商将各种光器件与模块集成为通信设备；最后由互联网、云计算企业、电信运营商等采购通信设备进行组网工作，为终端用户提供通信服务。

其中光模块是光通信设备中重要的组成硬件，其功能是进行光电和电光的转换。光模块由发送单元、传输单元和接收单元三部分组成。发送单元输入一定功率的电信号，经过内部驱动芯片处理后由驱动激光器或者发光二极管发射出相应功率的调制光信号，并通过光纤进行传输，接收端再把光信号由光探测二极管转换成电信号，并经过前置放大器后输出相应功率的电信号。光模块行业的上游主要由光芯片、光器件、电芯片构成，其中光器件行业的供应商较多，但高端光器件目前仍主要由国外供应商提供。光模块行业下游主要包括电数通市场和电信市场，其中数通市场是增速最快的市场，已超越电信市场成为光模块产业的主要增长点。

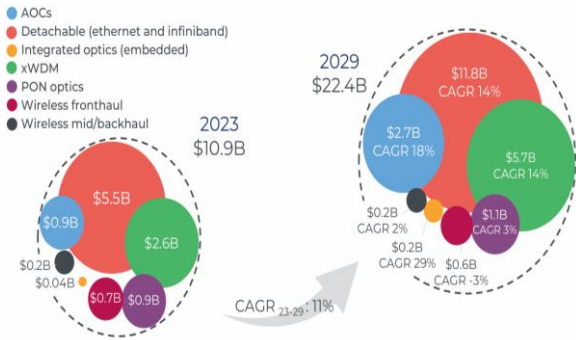
图35：光通信产业链可以分为上游光学材料与器件、中游光模块与设备、下游业务应用



资料来源：CIOE，中国银河证券研究院

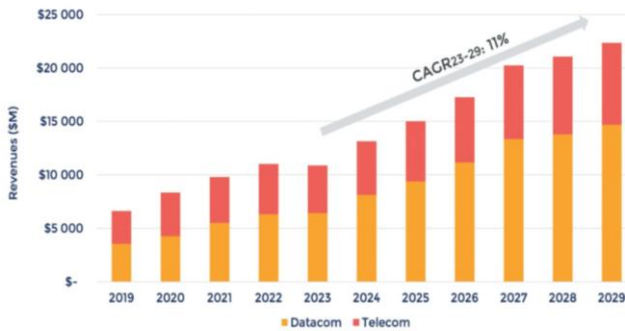
根据市场研究机构 YOLE Group 的最新统计数据，2023 年全球光模块市场规模达 109 亿美元，预计到 2029 年将显著增长至 224 亿美元。这一预期增长主要得益于云计算服务商和电信运营商倾向于选择更大带宽的网络硬件，带宽越大，单位 bit 的传输成本越低，从而引发对高速数据模块持续的高需求。随着英伟达等公司对大型人工智能基础设施订单量的不断增加，以及数据中心网络向 800Gbps 的升级需求日益迫切。2023 至 2029 年间，该市场的年复合增长率预计达到 11%，其中高速光模块市场增长潜力最为强劲。根据 Yole 预测，全球受 AI 驱动的光模块市场预计在 2024 年将达到同比 45% 的增长。从细分领域来看，用于以太网&Infiniband 的光模块、用于数通短距离互联场景的 AOC 有源光模块，两者在 2029 年市场规模将分别达到 118 亿美元和 27 亿美元，2023~2029 年的年复合增速将分别达 14% 和 18%。

图36: 预计 2029 年全球光模块市场规模将增长至 224 亿美元



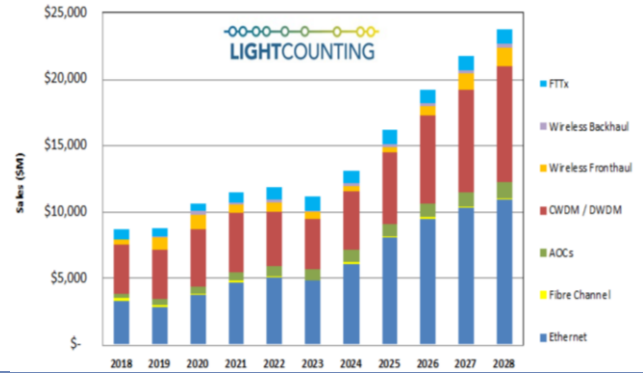
资料来源: Yole, 中国银河证券研究院

图38: 数通侧 (Datacom) 为光模块市场主要增长领域



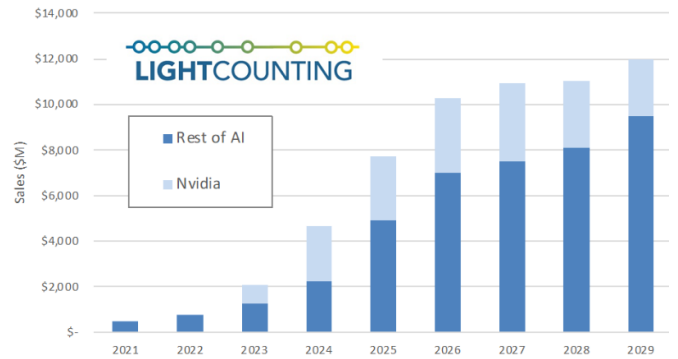
资料来源: Yole, 中国银河证券研究院

图37: 2018-2028 年全球光模块各细分市场销量



资料来源: LightCounting, 中国银河证券研究院

图39: 2023-2028 年全球数通光模块市场空间 (百万美元)



资料来源: LightCounting, 中国银河证券研究院

从全球光模块 TOP 10 厂商榜单排名的变化趋势来看，日本和美国的光模块厂商逐渐退出全球市场，中国厂商的排名稳步上升。2023 年共有 7 家中国厂商入围，根据排名先后分别为中际旭创、华为、光迅科技、海信宽带、新易盛、华工科技、索尔思光电。随着全球领先云厂商加大对人工智能集群的投资，亚马逊、谷歌和 Meta 等公司对网络设备和光连接的需求推动了光模块市场的增长。英伟达在 2023 年成为新的增量需求主力，其供应商中际旭创、天孚通信、Fabrinet 和 Coherent 的收入相应增长。近年来我国政策层面对算力产业链不断加码，随着国产芯片能力、大模型能力的提升、人工智能应用的发展，国内算力基础设施建设蓄势待发。光模块作为算力环节里国产化程度高、技术储备前沿的核心产品，在算力持续升级及需求大幅增长等因素的驱动下，将迎来快速增长。据 LightCounting 预计，2024 年我国光模块的市场规模约为 26.5 亿美元，预计 2029 年有望达到约 65 亿美元。

图40: 2024-2029 年，中国占全球光模块总市场份额的 20-25%

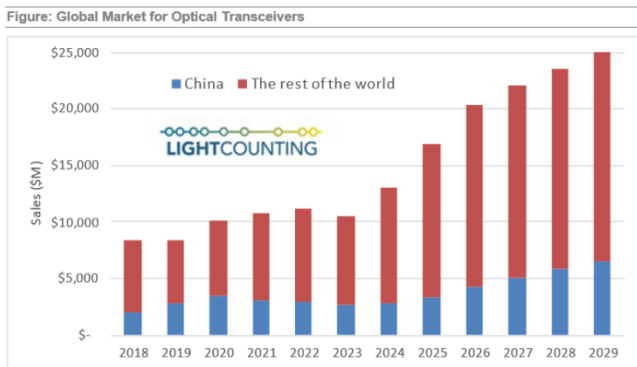
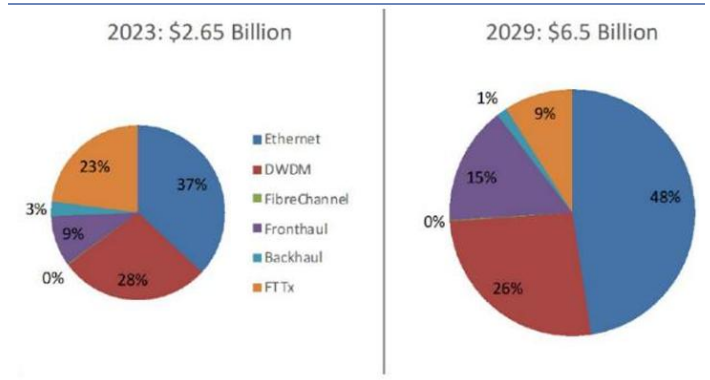


图41: 中国光模块市场规模于 2029 年有望达 65 亿美元



资料来源: LightCounting, 中国银河证券研究院

资料来源: 中际旭创 24 半年报, LightCounting, 中国银河证券研究院

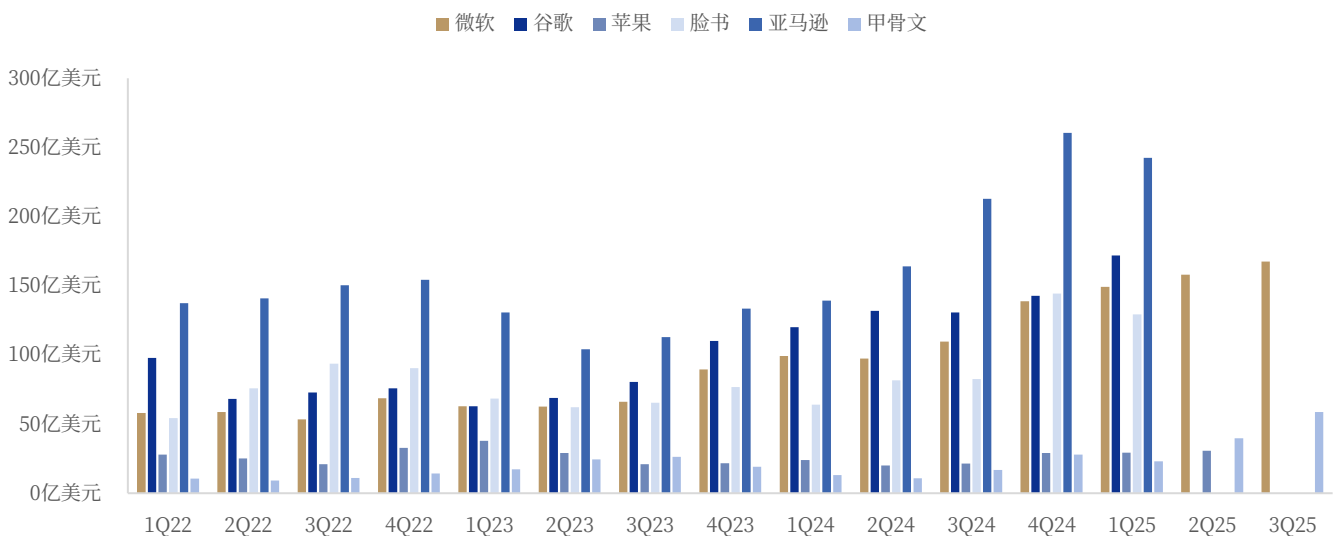
图42: 全球前十大光模块厂商变动情况-我国光模块厂商份额始终较高

2010		2018		2023		2024	
Finisar	Finisar	1	Innolight	Innolight			
Opnext	Innolight	2	Coherent	Coherent			
Sumitomo	Hisense	3	Huawei	Eoptolink			
Avago	Accelink	4	Cisco	Huawei			
Source Photonics	FOIT (Avago)	5	Accelink	Cisco			
Fujitsu	Lumentum/Oclaro	6	Hisense	Accelink			
JDSU	Acacia	7	Eoptolink	Hisense			
Emcore	Intel	8	HGGenuine	Marvell			
WTD	AOI	9	Source Photonics	HGGenuine			
NeoPhotonics	Sumitomo	10	Marvell	Source Photonics			

资料来源: C114, Lightcounting, 中国银河证券研究院

海外人工智能巨头资本开支超预期, AI 基建需求持续强劲。根据 LightCounting 最新统计, 从产业链上市公司的财务业绩表明, 人工智能热潮仍在持续。2024 年, Alphabet、亚马逊、苹果、Meta 和微软的资本开支仍明显高于 2023 年, 且预计海外 AI 巨头的资本开支在 2025 年将持续维持高增长, 其中大部分投资将用于基础设施建设(服务器、数据中心和网络设备), 尤其在生成式人工智能领域的投入, 核心驱动因素在于对 AI 基建对业务拉动及应用端商业化前瞻预期。

图43: 北美主要 CSP 单季度资本开支变化情况(按对应财年季度)

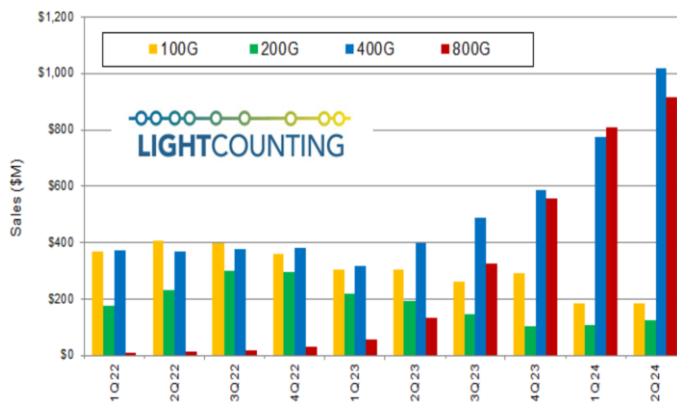


资料来源: LightCounting, C114, 中国银河证券研究院

未来 5 年数通市场的增长驱动力主要来自 400G 以上高速率光模块的需求。全球云计算服务提供商对计算能力和带宽需求的持续增长, 以及他们在服务器、交换机和光模块等硬件设备上的资本支出的增加, 将推动光模块产品向更高速率的 800G、1.6T 甚至更高端产品的迭代升级。根据我们估算, 全球光模块 400G 客户主要集中于亚马逊(约 45%)和谷歌(约 25%)、800G 主要集中于英伟达(约 50%)、谷歌(约 30%)和 Meta(约 20%)等, 2025 年 1.6T 光模块的主要需求方预计将是英伟达和谷歌。在 GTC 2025 大会上, 英伟达发布了其最新产品 GB300, 其服务器与交换机端口速率也实现了翻倍提升, 更有望引领 AI 光模块从现有的 800G 向更高性能的 1.6T 升级, 同时铜

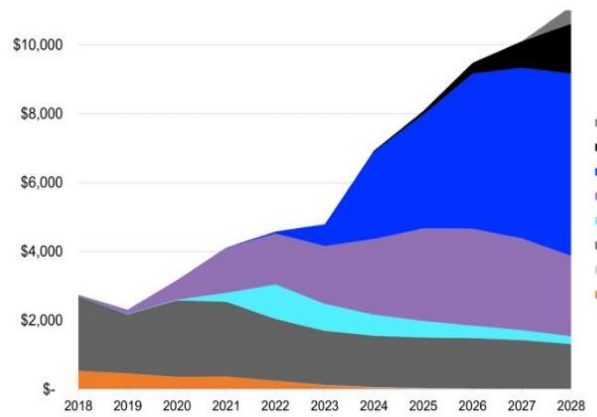
缆使用量也将快速增长。此外，英伟达明确了 2026 年将使用 1.6T 网卡，对应 3.2T 光模块需求，明确了光模块升级迭代的节奏。LightCounting 预测，到 2029 年，400G+市场预计将以 28% 以上的复合年增长率（每年约 16 亿美元以上）扩张，达 125 亿美元。其中 800G 和 1.6T 产品的增长尤为强劲，这两个产品共占 400G+市场的一半以上。与此同时，200G 以下速率光模块产品的市场规模预计将以每年约 10% 的速度缩减。光模块头部厂商产品的高度可靠性、领先的研发实力及交付能力等优势将进一步凸显，行业集中度有望进一步提高。因此，那些能够与客户同步研发、快速融入客户供应链，并能提前把握客户需求的光模块厂商，将有机会在产品更新换代时抢先获利。

图44: 2Q24 400G 和 800G 光模块需求强劲 (百万美元)



资料来源: LightCounting, 中国银河证券研究院

图45: 2018-2028 年全球数通光模块各速率市场空间 (百万美元)



资料来源: LightCounting, 中国银河证券研究院

图46: 英伟达数据中心芯片产品迭代线路图



资料来源: 英伟达, 中国银河证券研究院

图47: 互联速率在过去每四年翻一倍, 2023 年开始每两年翻一倍

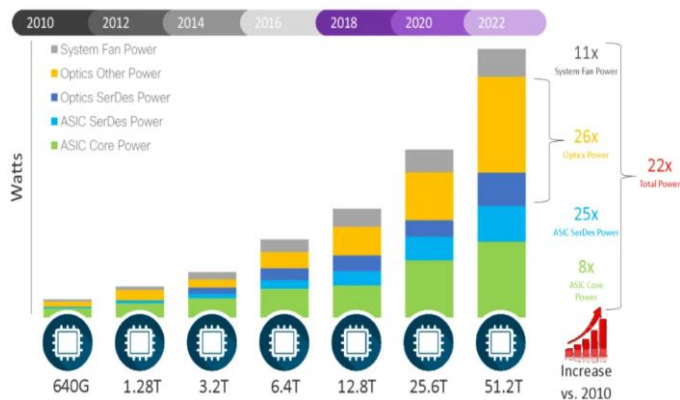


资料来源: Marvell, 中国银河证券研究院

高速光模块的应用导致网络设备功耗大幅增加，硅光等新技术加固护城河。在以 400G 和 800G 光模块为典型配置的 51.2T 和 100T 交换机中，光模块加驱动 SerDes 的功耗占比在 40~45%。预计到 2030 年，在 400G+SerDes 和 6.4T 光模块代际时，OSFP 光模块功耗、SerDes 驱动距离将成为很难突破的瓶颈。据统计 2010-2022 年全球数通光模块的整体功耗提升了 26 倍，2024 年 800G 光模块正式放量后该问题更为突出，这种能耗增长对智算中心的运营成本构成了重大压力，降功耗成为光模块技术发展的核心诉求之一。硅光技术利用现有的 CMOS 工艺将光器件与电器件开发和集成到同一个作为光学介质的硅基衬底上，令光电处理深度融合，较传统分立器件更能发扬“光”（高速率、低功耗）与“电”（大规模、高精度）的各自优势。目前由于良率和损耗问题，硅光模块方案的整体优势尚不明显，在功耗、速率、成本、体积四个方面的突破是未来新技术发展的重点方向，也是未来光模块厂商竞争力的体现。根据 LightCounting 的预测，使用基于 SiP 的光模块市场份额将从 2022 年的 24% 增加到 2028 年的 44%，硅光有望凭借硅基产业链的工艺、规模和成本优势迎

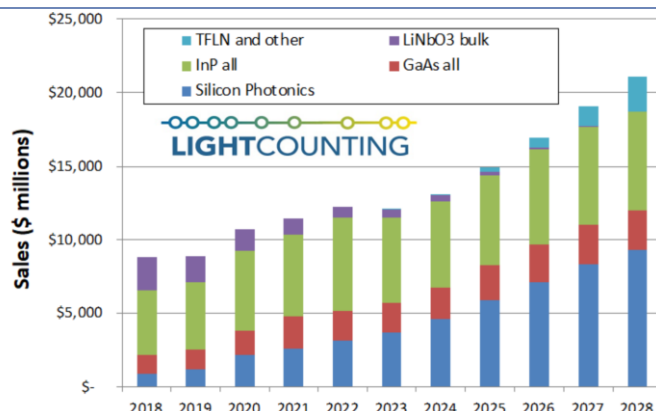
来产业机遇。

图48：2010-2022 年光模块的整体功耗提升了 26 倍



资料来源：Cisco, Rosenberger, 中国银河证券研究院

图49：基于 SiP 光调制器的光模块市场份额在 2028 年占 44%



资料来源：LightCounting, 中国银河证券研究院

LPO 和 CPO 技术在功耗及成本上也各具明显优势，或成未来发展方向之一。LPO（线性驱动）技术通过移除 DSP 降低了光模块的成本和功耗，以 400G 光模块为例，其 7nm DSP 的功耗约 4W，占模块总功耗的一半，而 BOM 成本则占 20-40%，无 DSP 的 LPO 在功耗和成本上更具优势。然而，由于 DSP 的功能不能完全由 TIA 和驱动芯片替代，LPO 可能会增加误码率，进而缩短传输距离。因此 LPO 更适合短距离应用，如数据中心内部服务器与交换机的连接，以及机柜间的连接。而在 CPO（光电共封装）技术中，光学组件被直接封装在交换机芯片旁边，进一步缩短了光信号输入和运算单元之间的电学互连长度，在减少信号损耗问题的同时实现了更低的功耗，还有助于缩小设备体积，使得数据中心的布局更加紧凑。LightCounting 统计，CPO 出货预计将从 800G 和 1.6T 端口开始，并于 2024 至 2025 年开始商用，2026 至 2027 年开始规模上量，CPO 端口在 2027 年 800G 和 1.6T 出货总数中占比预计达约 30%。

表6：传统光模块与 LPO 与 CPO 方案技术优缺点对比

特性	传统光模块	LPO	CPO
功耗	高	较低	低
成本	高	较低	低
时延	高	较低	低
产品成熟度	高	较低	较低
可维护性	好	好	较差
链路性能	好	一般	好
互联性	好	较差	较差

资料来源：Rosenberger, 中国银河证券研究院

在光电子器件方面，随着算力资源的广泛部署及其网络基础设施建设的加速推进，MTP、MPO 这类密集连接的典型产品，以其独特的高密度设计显著降低了布线成本，同时增强了系统的可靠性和可维护性，为数据中心的长期发展提供了有力支持，需求展现出快速增长的态势。此外，传输速率的显著提升也驱动了光有源器件光口向多通道方向的快速发展，进而带动了市场对多通道密集连接器件产品的需求增长。在此背景下，研发、制造 MTP、MPO 等高密度光网络关键无源器件的企业将显著受益。太辰光是全球最大的密集连接产品制造商之一，其中 MT 插芯及部分无源光器件产品的技术水平在细分行业处于领先地位，公司凭借产品的高性价比优势，有望进一步提升在产业链的市场份额。

目前在数据中心和算力点内部，美国已经完成 400G 光口向 800G 光口的演进，正在向 1.2T、1.6T 推进。我国目前仍然以 400G 光口为主，2025 年 800G 光口已经成为主流，需求向好局面预计将延续至 2026 年。因此在数据中心、算力点和算力集群之间迫切需要 400G/800G 光传送设备进行承载和传输。德科立在长距离光电子器件产品上不断推陈出新，在宽谱放大器、小型化可插拔放大器、高速率长距离相干和非相干光收发模块等领域保持较强的技术优势，有望随数据中心互联互通的建设升级而迎来更加广阔的发展空间。

TSV（硅通孔）技术是硅光芯片封装中的关键技术，其通过在硅片中创建垂直通道实现光芯片与电芯片间的高效电互连，促进了高密度集成和 3D 堆叠，增强了光电混合集成的性能和可靠性，对提升硅光芯片封装技术至关重要。晶方科技作为全球晶圆级芯片尺寸封装服务的主要技术引领者，拥有包括 TSV 在内的多样化先进封装技术，具备 8 英寸、12 英寸晶圆级芯片尺寸封装技术规模量产封装线，有望在提升高端光模块性能方面发挥关键推动作用。

（二）公司全产业链布局光通信领域，从零到一快速突破

当前，公司光通信器件、模块已完成从初始投资到经营向好的突破。兆驰股份于 2023 年 6 月通过收购兆驰瑞谷，以光器件、光模块为切入点正式进军光通信行业，并于 2024 年 12 月宣布 10 亿元投资光通信高速模块以及光器件项目（一期）和光通信半导体激光芯片项目（一期）。2025H1，公司光通信器件、模块实现营业收入 3.09 亿元，虽略有亏损，但经营逐月改善，有望在 25H2 扭亏。

表7：公司光通信产能布局

项目名称	投资主体	投资规模	建设内容
光通信高速模块及光器件项目（一期）	兆驰光联	不超过 5 亿元	拟建设光通信高速模块及光器件制造生产线。项目覆盖 100G 及以下、200G、400G、800G 等高速光模块，产品覆盖数通和电信领域。
光通信半导体激光芯片项目（一期）	兆驰半导体或其下属子公司	不超过 5 亿元	拟建设光通信半导体激光芯片产品生产基地，主要生产砷化镓、磷化铟化合物半导体产品等，主要应用为光芯片技术领域的 VCSEL 激光芯片及光通信半导体激光芯片。

资料来源：兆驰股份公众号，中国银河证券研究院

光模块方面，应用于光接入网的 BOSA 器件市占率已快速提升至 40%；100G 及以下速率光模块产品成功在多家头部光通信设备商完成产品验证并实现批量出货；400G 以上的高速光模块产品已研发立项，未来有望快速投放市场。25 年 9 月，100G SR4 光模块、10G SR 正式批量上市，已成功通过国内外多家头部通信设备商的严格验证，并在多个数据中心实现大批量、稳定运行。

光芯片方面，公司已具备 25GDFB 激光器芯片量产能力，并计划于 2026 年陆续推出 50G 及以上速率的 DFB 和 EML 光芯片、CW 光源等相关的光芯片产品，以满足高密度、低时延的数据传输需求。

五、盈利预测与估值

(一) 盈利预测

营业收入:我们预计 2025 / 2026 / 2027 年,公司多媒体视听产品及运营服务收入分别同比-6.8% / +16.1% / +11%, LED 产业链收入分别同比+11% / +15% / +13%, 光通信收入分别实现 6/15/22.5 亿元。整体来看,我们预计公司 2025 / 2026 / 2027 年营业收入分别为 205.0/245.3/279.5 亿元, 分别同比+0.9%/+19.7%/+13.9%。

归母净利润:我们预计公司 2025 / 2026 / 2027 年归母净利润分别为 15.4/19.7/23.1 亿元, 分别同比-3.7%/+27.7%/+17.4%。

表8: 公司盈利预测主要指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	20,326	20,500	24,533	27,955
收入增速	18.4	0.9	19.7	13.9
归母净利润 (百万元)	1,602	1,543	1,971	2,313
利润增速	0.9	-3.7	27.7	17.4
摊薄 EPS(元)	0.35	0.34	0.44	0.51
PE	19.55	20.30	15.90	13.54

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院预测 (预测日期为 2025 年 9 月 25 日)

(二) 杜邦分析

我们选取康冠科技、视源股份、三安光电、聚灿光电、木林森、聚飞光电、洲明科技、利亚德 8 家电视代工及 LED 产业链中具有可比性的公司。

2024 年,兆驰股份的 ROE 为 10.4%, 处于可比公司前列。杜邦分析来看,公司归母净利润率表现较优,2024 年为 7.9%; 资产周转率和权益乘数同样良好,2024 年分别为 0.7 次、1.8。

图50: 2024 年可比公司杜邦分析

	ROE	=	归母净利润率	×	资产周转率 (次)	×	权益乘数
002429.SZ 兆驰股份	10.4%		7.9%		0.7		1.8
001308.SZ 康冠科技	11.4%		5.3%		1.0		2.1
002841.SZ 视源股份	7.7%		4.3%		1.0		1.8
600703.SH 三安光电	0.7%		1.6%		0.3		1.6
300708.SZ 聚灿光电	7.0%		7.1%		0.6		1.7
002745.SZ 木林森	2.8%		2.2%		0.7		1.8
300303.SZ 聚飞光电	10.1%		11.1%		0.5		1.7
300232.SZ 洲明科技	2.1%		1.3%		0.7		2.2
300296.SZ 利亚德	-11.0%		-12.4%		0.5		1.8

	毛利率	研发费用率	管理费用率	销售费用率
002429.SZ 兆驰股份	17.2%	4.5%	5.8%	1.3%
001308.SZ 康冠科技	12.8%	4.2%	6.3%	2.5%
002841.SZ 视源股份	21.3%	6.9%	12.1%	5.4%
600703.SH 三安光电	11.9%	4.4%	9.8%	1.1%
300708.SZ 聚灿光电	13.7%	4.7%	6.3%	0.8%
002745.SZ 木林森	27.9%	2.3%	7.2%	15.1%
300303.SZ 聚飞光电	25.8%	6.7%	11.3%	2.5%
300232.SZ 洲明科技	29.1%	4.8%	9.9%	12.2%
300296.SZ 利亚德	28.1%	5.6%	12.8%	11.1%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(三) 可比估值

选取 A 股市场的可比公司。截至 2025 年 9 月 25 日，可比公司 2025 年平均 PE 为 35 倍。按照我们的盈利预测，公司 2025 年估值对应 PE 20.3 倍。我们认为公司作为全球电视代工龙头，LED 全产业链布局优势，光通信业务拓展快速突破，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表9：可比公司估值表

公司名称	代码	币种	收盘价 (元)	总市值 (百万元)	营业收入 (百万 CNY)		归母净利润 (百万 CNY)		PE	
					2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
康冠科技	001308.SZ	CNY	24.0	16,856	17,904	20,346	1,009	1,206	16.7	14.0
视源股份	002841.SZ	CNY	41.2	28,655	24,647	27,374	1,068	1,285	26.9	22.3
三安光电	600703.SH	CNY	15.6	77,928	19,584	23,376	997	1,733	78.1	45.0
聚灿光电	300708.SZ	CNY	8.9	8,394	3,261	3,742	273	329	30.7	25.5
木林森	002745.SZ	CNY	9.6	14,307	18,026	19,648	681	1,037	21.0	13.8
聚飞光电	300303.SZ	CNY	6.7	9,428	3,677	4,110	301	388	31.3	24.3
洲明科技	300232.SZ	CNY	8.1	8,816	8,468	9,384	287	385	30.7	22.9
利亚德	300296.SZ	CNY	7.3	19,906	7,699	8,174	455	506	43.7	39.3
算术平均值					12,908	14,519	634	859	34.9	25.9
兆驰股份	002429.SZ	CNY	6.9	31,326	20,500	24,533	1,543	1,971	20.3	15.9

资料来源：Wind，中国银河证券研究院预测

(注：收盘价为 2025 年 9 月 25 日，除兆驰股份外，其上市公司盈利预测均为 Wind 一致预期)

(四) 绝对估值

我们采用 FCFF 法分增长期（2025-2027 年）、过渡期（2028-2034 年）、永续增长期（2035 年及以后）三阶段对公司进行绝对估值，主要参数设定及依据如下表所示。以 2025 年 9 月 25 日公司股本为基准，在加权平均资本成本（WACC）为 13.24%、永续增长率（g）为 2% 时，公司合理每股价值为 8.8 元。

在加权平均资本成本（WACC）正负波动 0.2%、永续增长率（g）正负波动 0.1% 的情况下，公司合理每股价值区间为 8.7~9.0 元，首次覆盖，给予公司“推荐”评级。

表10：FCFF 核心假设

指标	数值	说明
无风险利率 Rf	1.88%	取 2025 年 9 月 25 日 10 年期国债收益率
市场预期收益率 Rm	11.5%	参考沪深 300 历史平均收益率，假设市场预期收益率为 11.5%
贝塔值(β)	1.37	取公司上市以来原始 Beta（频率为周度），标的指数为沪深 300
WACC	13.24%	通过公式 $WACC = Kd * Wd * (1 - T) + Ke * (1 - Wd)$ 计算得到
税率 T	15%	公司为高新技术企业，按 15% 的税率计缴企业所得税
永续增长率 g	2%	假设公司永续增长率为 2%

资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

表11: WACC 估值敏感性分析表 (元/股)

	WACC							
	8.84	12.64%	12.84%	13.04%	13.24%	13.44%	13.64%	13.84%
永续增长率	1.70%	9.19	9.04	8.89	8.75	8.62	8.49	8.36
	1.80%	9.22	9.07	8.92	8.78	8.64	8.51	8.38
	1.90%	9.26	9.10	8.95	8.81	8.67	8.54	8.41
	2.00%	9.29	9.13	8.98	8.84	8.70	8.57	8.44
	2.10%	9.33	9.17	9.02	8.87	8.73	8.59	8.46
	2.20%	9.36	9.20	9.05	8.90	8.76	8.62	8.49
	2.30%	9.40	9.24	9.08	8.93	8.79	8.65	8.51

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

六、风险提示

市场竞争加剧的风险，公司所处行业充分竞争，若行业竞争加剧，则产品存在降价风险，将对规模和盈利造成负面影响。

关税政策的风险，美国关税政策的不确定性仍是公司经营短期风险之一。若美国关税政策出现变动，或将影响公司美国市场销售。

新业务拓展不及预期的风险，当前公司大局投入光通信领域，若未来技术研发、新品推广等不及预期，则将影响公司未来的成长性。

图表目录

图 1: 公司发展历程	4
图 2: 公司营业收入	4
图 3: 公司归母净利润	4
图 4: 公司营业收入拆分 (按品类)	5
图 5: 公司主要品类收入同比增速	5
图 6: 全球 TV 出货量 (年度)	6
图 7: 全球 TV 出货量 (季度)	6
图 8: 80 寸以上超大尺寸电视全球出货量	7
图 9: 80 寸以上超大尺寸电视全球渗透率	7
图 10: Mini LED 背光电视市场全球出货量	7
图 11: Mini LED 背光电视全球渗透率	7
图 12: 高刷电视市场全球出货量	8
图 13: 高刷电视全球渗透率	8
图 14: 全球电视 ODM 工厂出货量 (年度)	8
图 15: 全球电视委托加工比例 (年度)	8
图 16: 全球专业电视 ODM 工厂出货排名 (2024 年)	9
图 17: 全球 TOP10 专业电视 ODM 工厂出货量 YOY (月度)	9
图 18: Vizio 品牌代工厂供应份额	10
图 19: 北美电视 ODM 出货量份额 (2025E)	10
图 20: 公司 LED 全产业链发展历程	11
图 21: 公司 LED 业务体系	11
图 22: 兆驰半导体子公司营业收入	11
图 23: 兆驰半导体子公司净利润	11
图 24: 兆驰半导体 LED 芯片产品体系	12
图 25: 兆驰半导体工序技术掌握情况	12
图 26: Mini LED 背光电视市场全球出货量	13
图 27: Mini LED 背光电视全球渗透率	13
图 28: 兆驰光元产品矩阵	14
图 29: 兆驰光元技术路径布局	14
图 30: COB 产能规模	15
图 31: 兆驰晶显发展历程	16
图 32: 兆驰晶显五大核心竞争力	16
图 33: 兆驰晶显产品矩阵	17
图 34: 兆驰晶显宣传海报	17
图 35: 光通信产业链可以分为上游光学材料与器件、中游光模块与设备、下游业务应用	18

图 36: 预计 2029 年全球光模块市场规模将增长至 224 亿美元	19
图 37: 2018-2028 年全球光模块各细分市场销量	19
图 38: 数通侧 (Datacom) 为光模块市场主要增长领域	19
图 39: 2023-2028 年全球数通光模块市场空间 (百万美元)	19
图 40: 2024-2029 年, 中国占全球光模块总市场份额的 20-25%	19
图 41: 中国光模块市场规模于 2029 年有望达 65 亿美元	19
图 42: 全球前十大光模块厂商变动情况-我国光模块厂商份额始终较高	20
图 43: 北美主要 CSP 单季度资本开支变化情况 (按对应财年季度)	20
图 44: 2Q24 400G 和 800G 光模块需求强劲 (百万美元)	21
图 45: 2018-2028 年全球数通光模块各速率市场空间 (百万美元)	21
图 46: 英伟达数据中心芯片产品迭代线路图	21
图 47: 互联速率在过去每四年翻一倍, 2023 年开始每两年翻一倍	21
图 48: 2010-2022 年光模块的整体功耗提升了 26 倍	22
图 49: 基于 SiP 光调制器的光模块市场份额在 2028 年占 44%	22
图 50: 2024 年可比公司杜邦分析	24
表 1: 公司产品拆分表	5
表 2: 部分电视 ODM 工厂经营情况 (2024 年)	9
表 3: Mini LED & OLED 优缺点对比	14
表 4: 小间距 LED 直显封装技术对比	15
表 5: 不同技术路径在不同点间距上的渗透率	16
表 6: 传统光模块与 LPO 与 CPO 方案技术优缺点对比	22
表 7: 公司光通信产能布局	23
表 8: 公司盈利预测主要指标	24
表 9: 可比公司估值表	25
表 10: FCFE 核心假设	25
表 11: WACC 估值敏感性分析表 (元/股)	26

附录:

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	18,617	21,741	25,113	28,447
现金	4,678	8,206	8,913	10,082
应收账款	5,016	5,397	6,380	7,176
其它应收款	3,104	2,863	3,620	4,099
预付账款	335	189	253	329
存货	3,408	3,262	3,919	4,444
其他	2,076	1,825	2,027	2,316
非流动资产	10,384	9,654	8,852	7,984
长期投资	983	983	983	983
固定资产	7,488	6,916	6,248	5,503
无形资产	357	297	236	175
其他	1,557	1,459	1,385	1,323
资产总计	29,001	31,395	33,965	36,431
流动负债	8,542	9,752	10,659	11,220
短期借款	2,231	2,231	2,231	2,231
应付账款	2,910	3,631	4,216	4,496
其他	3,401	3,890	4,212	4,494
非流动负债	4,132	4,132	4,132	4,132
长期借款	2,088	2,088	2,088	2,088
其他	2,045	2,045	2,045	2,045
负债总计	12,674	13,884	14,791	15,352
少数股东权益	442	566	725	911
归属母公司股东权益	15,885	16,945	18,449	20,168
负债和股东权益	29,001	31,395	33,965	36,431

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	751	4,395	1,507	2,047
净利润	1,731	1,667	2,129	2,500
折旧摊销	916	945	967	983
财务费用	163	173	173	173
投资损失	-3	-3	-4	-4
营运资金变动	-2,400	1,282	-1,050	-1,159
其他	342	332	-708	-445
投资活动现金流	-1,183	-212	-161	-111
资本支出	-754	-215	-165	-115
长期投资	0	0	0	0
其他	-430	3	4	4
筹资活动现金流	1,022	-656	-639	-768
短期借款	1,151	0	0	0
长期借款	477	0	0	0
其他	-605	-656	-639	-768
现金净增加额	602	3,528	708	1,169

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	20,326	20,500	24,533	27,955
营业成本	16,836	17,087	20,112	22,669
税金及附加	56	62	74	84
销售费用	257	308	442	559
管理费用	275	349	491	643
研发费用	912	1,025	1,349	1,593
财务费用	27	79	9	-6
资产减值损失	-245	0	0	0
公允价值变动收益	-30	0	0	0
投资收益及其他	323	328	394	465
营业利润	2,010	1,919	2,451	2,878
营业外收入	13	0	0	0
营业外支出	29	0	0	0
利润总额	1,993	1,919	2,451	2,878
所得税	262	252	322	378
净利润	1,731	1,667	2,129	2,500
少数股东损益	129	124	159	186
归属母公司净利润	1,602	1,543	1,971	2,313
EBITDA	2,937	2,943	3,427	3,855
EPS (元)	0.35	0.34	0.44	0.51

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	18.4%	0.9%	19.7%	13.9%
营业利润增长率	17.2%	-4.5%	27.7%	17.4%
归母净利润增长率	0.9%	-3.7%	27.7%	17.4%
毛利率	17.2%	16.6%	18.0%	18.9%
净利率	8.5%	8.1%	8.7%	8.9%
ROE	10.1%	9.1%	10.7%	11.5%
ROIC	8.0%	7.5%	8.6%	9.3%
资产负债率	43.7%	44.2%	43.5%	42.1%
净资产负债率	77.6%	79.3%	77.1%	72.8%
流动比率	2.18	2.23	2.36	2.54
速动比率	1.66	1.81	1.90	2.05
总资产周转率	0.73	0.68	0.75	0.79
应收账款周转率	4.21	3.94	4.17	4.12
应付账款周转率	5.33	5.22	5.13	5.20
每股收益	0.35	0.34	0.44	0.51
每股经营现金流	0.17	0.97	0.33	0.45
每股净资产	3.51	3.74	4.08	4.46
P/E	19.55	20.30	15.90	13.54
P/B	1.97	1.85	1.70	1.55
EV/EBITDA	11.00	9.77	8.19	6.97
PS	1.54	1.53	1.28	1.12

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

何伟，研究所副所长、大消费组组长。上海交通大学理学硕士。2009-2011 入职光大证券研究所担任家电分析师；2012-2024 入职中国国际金融股份有限公司担任家电首席分析师，董事总经理；2025 年加入中国银河证券股份有限公司研究院。2022 年、2023 年荣获 II China 机构投资者-财新资本市场分析师成就奖，可选消费行业最佳分析师（大陆&海外综合）第一。《Extel》（原《机构投资者》）2025 年度“亚洲最佳本土券商评选，中国最佳分析师非必需消费品第一；中国香港最佳分析师非必需消费品第一。

赵良毕，通信&中小盘首席分析师。北京邮电大学通信硕士，复合学科背景，2022 年加入中国银河证券。8 年中国移动通信产业研究经验，7 年证券从业经验。曾获得 2018/2019 年（机构投资者 II-财新）通信行业最佳分析师前三名，2020 年获得 Wind（万得）金牌通信分析师前五名，获得 2022 年 Choice（东方财富网）通信行业最佳分析师前三名。

家电行业分析师：杨策，刘立思，陆思源。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅 5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

深广地区：

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

上海地区：

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

北京地区：

田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn