

2025 年 10 月 27 日

证券研究报告•2025 年三季度点评

兆驰股份（002429）家用电器

当前价：6.32 元

目标价：——元（6 个月）



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 传统业务阶段性承压，新兴业务快速发展

### 投资要点

- **事件：**公司发布 2025 年三季报，2025 年前三季度公司实现营业收入 139 亿元，同比减少 14%；归母净利润 10 亿元，同比减少 27.1%；扣非净利润 8.9 亿元，同比减少 32.4%。单季度来看，Q3 公司实现营收 54.1 亿元，同比减少 18.5%；归母净利润 3.4 亿元，同比减少 26.6%；扣非后归母净利润 3.1 亿元，同比减少 31.9%。
- **电视出货同比下滑，系关税影响。**根据洛图科技数据，公司 2025 年 8 月出货量约为 120 万台，排名专业代工厂第三，环比 7 月基本持平，但较去年同期下降了 17.6%，公司客户以北美客户为主的兆驰，我们认为业绩主要系关税风波的影响。
- **新兴业务成核心引擎，光通信与 LED 高端化进展顺利。**2025 年前三季度，包括 LED 与光通信在内的新兴业务利润贡献占比已超 60%，成为驱动增长的核心力量。其中，LED 业务聚焦高端化，成功推出 RGB Mini LED 背光方案，进一步完善高端显示布局。光通信业务突破迅速，400G/800G 光模块已完成客户送样验证，2.5G 光芯片成功流片，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。
- **传统业务短期承压拖累利润，海外基地智能化改造有望改善盈利能力。**公司 Q3 业绩同比下滑，主要系传统电视 ODM 业务受海外产能调整影响，虽然越南基地扩产保障了旺季交付，但前期自动化水平不高导致成本上升，盈利能力短期承压。此外，财务费用因存款保证金利息收入减少而同比增加 101.5%，也对当期利润造成一定影响。公司海外生产基地年产能已提升至 1100 万台，有效保障了季节性旺季的供应链供给，公司将于 Q4 加快海外基地智能化改造，有望推动毛利率逐步修复。
- **盈利预测。**公司新兴业务表现亮眼，LED 全产业链聚焦高端化，光通信业务快速突破打开新成长空间。传统电视 ODM 业务随着海外产能释放及效率提升，盈利能力有望逐步修复。预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.28 元、0.38 元、0.48 元，分别对应 PE 23x/17x/13x。
- **风险提示：**海外需求不及预期、竞争加剧、LED 产业链降价等风险。

| 指标/年度         | 2024A    | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元）     | 20326.30 | 18410.11 | 20399.68 | 22744.93 |
| 增长率           | 18.40%   | -9.43%   | 10.81%   | 11.50%   |
| 归属母公司净利润（百万元） | 1602.49  | 1244.95  | 1715.05  | 2179.38  |
| 增长率           | 0.89%    | -22.31%  | 37.76%   | 27.07%   |
| 每股收益 EPS（元）   | 0.35     | 0.28     | 0.38     | 0.48     |
| 净资产收益率 ROE    | 10.60%   | 7.72%    | 9.80%    | 11.35%   |
| PE            | 18       | 23       | 17       | 13       |
| PB            | 1.75     | 1.64     | 1.51     | 1.38     |

数据来源：Wind，西南证券

### 西南证券研究院

分析师：龚梦泓

执业证号：S1250518090001

电话：023-63786049

邮箱：gmh@swsc.com.cn

分析师：方建钊

执业证号：S1250525070008

电话：18428374714

邮箱：fjz@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：聚源数据

### 基础数据

|              |           |
|--------------|-----------|
| 总股本(亿股)      | 45.27     |
| 流通 A 股(亿股)   | 45.24     |
| 52 周内股价区间(元) | 4.17-7.07 |
| 总市值(亿元)      | 286.10    |
| 总资产(亿元)      | 280.00    |
| 每股净资产(元)     | 3.62      |

### 相关研究

1. 兆驰股份(002429):收入规模快速增长,多重因素拖累净利率 (2024-11-05)

## 盈利预测

### 关键假设：

假设 1：考虑到关税波动对公司电视 ODM 业务的冲击，假设 2025-2027 年公司电视代工出货量分别同比-20%、+8%、+8%。

假设 2：公司电视 ODM 业务采取成本加成模式，毛利率水平主要受到汇率等因素影响，后续将随着海外生产基地的智能化程度提升而逐步修复，假设 2025-2027 年公司视听及通信类电子产品毛利率分别为 10.5%/12%/13%；LED 系列产品毛利率为 27.5%。

假设 3：公司光通信业务发展迅速，毛利率水平预计将随着 400G/800G 产品放量而提升，假设 2025-2027 年公司其他业务毛利率分别为 35%/40%/42%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

| 单位：百万元         |      | 2024A     | 2025E     | 2026E     | 2027E     |
|----------------|------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 合计             | 营业收入 | 20,326.30 | 18,410.11 | 20,399.68 | 22,744.93 |
|                | 增速   | 18.40%    | -9.43%    | 10.81%    | 11.50%    |
|                | 营业成本 | 16,835.80 | 15,341.80 | 16,673.05 | 18,301.59 |
|                | 毛利率  | 17.17%    | 16.67%    | 18.27%    | 19.54%    |
| 视听及通信类<br>电子产品 | 营业收入 | 14,996.11 | 11,996.89 | 12,956.64 | 13,993.17 |
|                | 增速   | 18.4%     | -20.0%    | 8.0%      | 8.0%      |
|                | 营业成本 | 13,031.05 | 10,737.21 | 11,401.84 | 12,174.06 |
|                | 毛利率  | 13.10%    | 10.50%    | 12.00%    | 13.00%    |
| LED 系列产品       | 营业收入 | 5,330.19  | 5,813.23  | 6,443.05  | 7,251.76  |
|                | 增速   | 18.3%     | 9.06%     | 10.83%    | 12.55%    |
|                | 营业成本 | 3,804.75  | 4,214.59  | 4,671.21  | 5,257.53  |
|                | 毛利率  | 28.62%    | 27.50%    | 27.50%    | 27.50%    |
| 其他             | 营业收入 | 0.00      | 600.00    | 1,000.00  | 1,500.00  |
|                | 增速   | 0.0%      | 0.00%     | 66.67%    | 50.00%    |
|                | 营业成本 | 0.00      | 390.00    | 600.00    | 870.00    |
|                | 毛利率  | 0.00%     | 35.00%    | 40.00%    | 42.00%    |

数据来源：Wind，西南证券

公司新兴业务表现亮眼，LED 全产业链聚焦高端化，光通信业务快速突破打开新成长空间。传统电视 ODM 业务随着海外产能释放及效率提升，盈利能力有望逐步修复。预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.28 元、0.38 元、0.48 元，分别对应 PE 23x/17x/13x。

附表：财务预测与估值

| 利润表（百万元）      | 2024A           | 2025E           | 2026E           | 2027E           | 现金流量表（百万元）        | 2024A           | 2025E           | 2026E           | 2027E           |
|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入          | 20326.30        | 18410.11        | 20399.68        | 22744.93        | 净利润               | 1731.41         | 1345.10         | 1853.02         | 2354.71         |
| 营业成本          | 16835.80        | 15341.80        | 16673.05        | 18301.59        | 折旧与摊销             | 900.82          | 1149.10         | 1258.21         | 1360.26         |
| 营业税金及附加       | 56.26           | 49.26           | 55.96           | 61.97           | 财务费用              | 27.38           | 144.65          | 112.39          | 81.90           |
| 销售费用          | 256.79          | 386.61          | 428.39          | 477.64          | 资产减值损失            | -245.28         | -25.00          | 0.00            | 0.00            |
| 管理费用          | 275.37          | 957.33          | 1070.98         | 1205.48         | 经营营运资本变动          | -3269.83        | 2424.52         | -978.14         | -983.66         |
| 财务费用          | 27.38           | 144.65          | 112.39          | 81.90           | 其他                | 1606.39         | -27.36          | 32.73           | 19.35           |
| 资产减值损失        | -245.28         | -25.00          | 0.00            | 0.00            | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>750.89</b>   | <b>5011.02</b>  | <b>2278.21</b>  | <b>2832.57</b>  |
| 投资收益          | 2.51            | 5.00            | 5.00            | 5.00            | 资本支出              | 220.96          | -2016.00        | -1015.00        | -1015.00        |
| 公允价值变动损益      | -30.07          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 其他                | -1404.10        | 11.00           | 5.00            | 5.00            |
| 其他经营损益        | 0.00            | -61.00          | 0.00            | 0.00            | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-1183.14</b> | <b>-2005.00</b> | <b>-1010.00</b> | <b>-1010.00</b> |
| <b>营业利润</b>   | <b>2009.86</b>  | <b>1499.46</b>  | <b>2063.91</b>  | <b>2621.35</b>  | 短期借款              | 1151.10         | -507.45         | -182.86         | -518.98         |
| 其他非经营损益       | -16.65          | -4.90           | -5.00           | -5.00           | 长期借款              | 476.79          | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>利润总额</b>   | <b>1993.21</b>  | <b>1494.56</b>  | <b>2058.91</b>  | <b>2616.35</b>  | 股权融资              | 8.55            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 所得税           | 261.79          | 149.46          | 205.89          | 261.63          | 支付股利              | -479.86         | -484.11         | -376.09         | -518.11         |
| 净利润           | 1731.41         | 1345.10         | 1853.02         | 2354.71         | 其他                | -134.17         | -1169.56        | -112.39         | -81.90          |
| 少数股东损益        | 128.92          | 100.15          | 137.97          | 175.33          | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>1022.42</b>  | <b>-2161.12</b> | <b>-671.34</b>  | <b>-1118.99</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 1602.49         | 1244.95         | 1715.05         | 2179.38         | <b>现金流量净额</b>     | <b>602.41</b>   | <b>844.89</b>   | <b>596.87</b>   | <b>703.58</b>   |
|               |                 |                 |                 |                 |                   |                 |                 |                 |                 |
| 资产负债表（百万元）    | 2024A           | 2025E           | 2026E           | 2027E           | 财务分析指标            | 2024A           | 2025E           | 2026E           | 2027E           |
| 货币资金          | 4678.14         | 5523.03         | 6119.91         | 6823.48         | <b>成长能力</b>       |                 |                 |                 |                 |
| 应收和预付款项       | 8810.81         | 8015.95         | 8907.87         | 9893.74         | 销售收入增长率           | 18.40%          | -9.43%          | 10.81%          | 11.50%          |
| 存货            | 3407.52         | 3001.15         | 3321.86         | 3689.78         | 营业利润增长率           | 17.23%          | -25.39%         | 37.64%          | 27.01%          |
| 其他流动资产        | 1720.33         | 733.78          | 797.52          | 872.65          | 净利润增长率            | 4.97%           | -22.31%         | 37.76%          | 27.07%          |
| 长期股权投资        | 1.78            | 1.78            | 1.78            | 1.78            | EBITDA 增长率        | 18.34%          | -4.93%          | 22.96%          | 18.31%          |
| 投资性房地产        | 266.54          | 266.54          | 266.54          | 266.54          | <b>获利能力</b>       |                 |                 |                 |                 |
| 固定资产和在建工程     | 7884.12         | 8827.21         | 8661.19         | 8393.11         | 毛利率               | 17.17%          | 16.67%          | 18.27%          | 19.54%          |
| 无形资产和开发支出     | 913.16          | 841.74          | 769.31          | 696.88          | 三费率               | 2.75%           | 8.09%           | 7.90%           | 7.76%           |
| 其他非流动资产       | 1318.63         | 1313.88         | 1309.12         | 1304.37         | 净利率               | 8.52%           | 7.31%           | 9.08%           | 10.35%          |
| <b>资产总计</b>   | <b>29001.03</b> | <b>28525.05</b> | <b>30155.09</b> | <b>31942.33</b> | ROE               | 10.60%          | 7.72%           | 9.80%           | 11.35%          |
| 短期借款          | 2230.80         | 1723.34         | 1540.48         | 1021.50         | ROA               | 5.97%           | 4.72%           | 6.14%           | 7.37%           |
| 应付和预收款项       | 4651.73         | 4953.50         | 5264.94         | 5704.56         | ROIC              | 9.02%           | 7.18%           | 9.69%           | 11.30%          |
| 长期借款          | 2087.65         | 2087.65         | 2087.65         | 2087.65         | EBITDA/销售收入       | 14.45%          | 15.17%          | 16.84%          | 17.87%          |
| 其他负债          | 3703.88         | 2327.11         | 2351.63         | 2381.63         | <b>营运能力</b>       |                 |                 |                 |                 |
| <b>负债合计</b>   | <b>12674.05</b> | <b>11091.60</b> | <b>11244.70</b> | <b>11195.34</b> | 总资产周转率            | 0.73            | 0.64            | 0.70            | 0.73            |
| 股本            | 4526.94         | 4526.94         | 4526.94         | 4526.94         | 固定资产周转率           | 2.76            | 2.44            | 2.69            | 3.05            |
| 资本公积          | 918.90          | 918.90          | 918.90          | 918.90          | 应收账款周转率           | 4.03            | 3.61            | 3.91            | 3.94            |
| 留存收益          | 10684.69        | 11445.53        | 12784.48        | 14445.76        | 存货周转率             | 4.82            | 4.21            | 4.63            | 4.64            |
| 归属母公司股东权益     | 15885.05        | 16891.38        | 18230.33        | 19891.61        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 91.02%          | —               | —               | —               |
| 少数股东权益        | 441.93          | 542.08          | 680.06          | 855.38          | <b>资本结构</b>       |                 |                 |                 |                 |
| <b>股东权益合计</b> | <b>16326.97</b> | <b>17433.46</b> | <b>18910.38</b> | <b>20746.99</b> | 资产负债率             | 43.70%          | 38.88%          | 37.29%          | 35.05%          |
| 负债和股东权益合计     | 29001.03        | 28525.05        | 30155.09        | 31942.33        | 带息债务/总负债          | 34.07%          | 34.36%          | 32.27%          | 27.77%          |
|               |                 |                 |                 |                 | 流动比率              | 2.18            | 2.48            | 2.69            | 3.01            |
|               |                 |                 |                 |                 | 速动比率              | 1.78            | 2.05            | 2.22            | 2.49            |
|               |                 |                 |                 |                 | 股利支付率             | 29.94%          | 38.89%          | 21.93%          | 23.77%          |
|               |                 |                 |                 |                 | <b>每股指标</b>       |                 |                 |                 |                 |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股收益              | 0.35            | 0.28            | 0.38            | 0.48            |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股净资产             | 3.61            | 3.85            | 4.18            | 4.58            |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股经营现金            | 0.17            | 1.11            | 0.50            | 0.63            |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股股利              | 0.11            | 0.11            | 0.08            | 0.11            |
|               |                 |                 |                 |                 |                   |                 |                 |                 |                 |
| 业绩和估值指标       | 2024A           | 2025E           | 2026E           | 2027E           |                   |                 |                 |                 |                 |
| EBITDA        | 2938.05         | 2793.21         | 3434.50         | 4063.51         |                   |                 |                 |                 |                 |
| PE            | 17.85           | 22.98           | 16.68           | 13.13           |                   |                 |                 |                 |                 |
| PB            | 1.75            | 1.64            | 1.51            | 1.38            |                   |                 |                 |                 |                 |
| PS            | 1.41            | 1.55            | 1.40            | 1.26            |                   |                 |                 |                 |                 |
| EV/EBITDA     | 9.29            | 8.84            | 6.96            | 5.58            |                   |                 |                 |                 |                 |
| 股息率           | 1.68%           | 1.69%           | 1.31%           | 1.81%           |                   |                 |                 |                 |                 |

数据来源：Wind，西南证券

## 分析师承诺

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

## 投资评级说明

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

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

## 重要声明

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

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究院

## 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

## 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

## 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

## 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名  | 职务                      | 座机           | 手机          | 邮箱                   |
|----|-----|-------------------------|--------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 院长助理、研究销售部经理、<br>上海销售主管 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn      |
|    | 崔露文 | 销售岗                     | 15642960315  | 15642960315 | clw@swsc.com.cn      |
|    | 李煜  | 销售岗                     | 18801732511  | 18801732511 | yfliyu@swsc.com.cn   |
|    | 汪艺  | 销售岗                     | 13127920536  | 13127920536 | wyyf@swsc.com.cn     |
|    | 戴剑箫 | 销售岗                     | 13524484975  | 13524484975 | daijx@swsc.com.cn    |
|    | 李嘉隆 | 销售岗                     | 15800507223  | 15800507223 | ljlong@swsc.com.cn   |
|    | 欧若诗 | 销售岗                     | 18223769969  | 18223769969 | ors@swsc.com.cn      |
|    | 蒋宇洁 | 销售岗                     | 15905851569  | 15905851569 | jjy@swsc.com.c       |
|    | 贾文婷 | 销售岗                     | 13621609568  | 13621609568 | jiawent@swsc.com.cn  |
|    | 张嘉诚 | 销售岗                     | 18656199319  | 18656199319 | zhangjc@swsc.com.cn  |
|    | 毛玮琳 | 销售岗                     | 18721786793  | 18721786793 | mwl@swsc.com.cn      |
| 北京 | 李杨  | 北京销售主管                  | 18601139362  | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn     |
|    | 张岚  | 销售岗                     | 18601241803  | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
|    | 姚航  | 销售岗                     | 15652026677  | 15652026677 | yhang@swsc.com.cn    |
|    | 杨薇  | 销售岗                     | 15652285702  | 15652285702 | yangwei@swsc.com.cn  |
|    | 王宇飞 | 销售岗                     | 18500981866  | 18500981866 | wangyuf@swsc.com     |
|    | 王一菲 | 销售岗                     | 18040060359  | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn      |

|    |     |     |             |             |                    |
|----|-----|-----|-------------|-------------|--------------------|
| 广深 | 张鑫  | 销售岗 | 15981953220 | 15981953220 | zhxin@swsc.com.cn  |
|    | 马冰竹 | 销售岗 | 13126590325 | 13126590325 | mbz@swsc.com.cn    |
|    | 龚之涵 | 销售岗 | 15808001926 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn |
|    | 唐茜露 | 销售岗 | 18680348593 | 18680348593 | tdl@swsc.com.cn    |
|    | 文柳茜 | 销售岗 | 13750028702 | 13750028702 | wlq@swsc.com.cn    |
|    | 林哲睿 | 销售岗 | 15602268757 | 15602268757 | lzt@swsc.com.cn    |