

**中信证券研究部**
**核心观点**


**徐涛**  
首席电子分析师  
S1010517080003



**纪敏**  
首席制造产业  
分析师  
S1010520030002



**胡叶倩雯**  
电子分析师  
S1010517100004

**公司是全球电视 ODM 代工龙头，2020 年市占率第二，规模化优势及台企替代优势持续；同时垂直一体化布局 LED 全产业链，后发优势突出，与电视业务形成协同效应，近年来芯片及封装产能持续释放。我们中长期看好公司两块业务的布局方向及成长逻辑，首次覆盖，给予“买入”评级。**

**公司概况：全球电视 ODM 代工龙头，布局 LED 全产业链向纵深发展。**公司 2005 年于深圳成立，深耕电视 ODM 行业，多年来与小米、三星、夏普、海尔等国内外一线品牌厂达成了稳定的战略合作；2011 年开始，公司向上游拓展至 LED 领域，凭借规模优势、客户关系与政府支持，立足封装向产业链上下游延伸。公司 2019 年营收 133.02 亿元，其中多媒体/LED 全产业链/供应链收入分别 110.20/21.41/1.41 亿元，营收占比 82.85%/16.10%/1.06%，多媒体视听产品及运营服务贡献了公司八成营收及七成毛利润。我们认为公司的核心优势体现在多年技术/工艺的积累、精益管理能力及整个赛道上的布局。展望未来，多媒体视听业务与 LED 全产业链布局将双轮驱动助力公司成长，电视代工领域看公司龙头地位的持续提升，LED 产业链看产能放量及后发优势带来的增长新机会。

**LED 业务是公司最大增量板块，公司进行芯片/封装/应用的垂直一体化布局，后发优势凸显。**首先，公司拥有最先进的行业设备，购入 100 腔中微最新一代 MOCVD 设备 A7，芯片的可靠性、一致性更优，也为之后进入 Mini/Micro 等领域打下基础。其次，电视端的客户积累与 LED 业务形成正循环，良好下游客户关系能推动公司 LED 产品更快速导入市场。其三，垂直一体化布局的协同作用凸显，料公司未来在产能及产品结构端将进一步升级：芯片及外延片方面，公司目前有蓝光芯片月产能 56 万片四寸片，行业 TOP2，2021 年红黄光芯片月产能 5 万片四寸片达产且有望继续扩产；封装领域，继续保持规模优势，目前有 2500 条生产线，2021 年有望进一步增加 1000 条线，同时对 Mini/Micro LED 等新型显示领域保持技术跟踪；应用照明领域，通过房地产集采推广自有品牌，同时扩大北美、欧洲、东南亚等的海外代工市场份额。未来，公司 LED 芯片、封装产品预计将更多向显示及背光类倾斜，我们认为产品结构及客户结构将持续改善，未来两年产能释放带来的业绩贡献明显，我们预计板块营收规模有望在 3-4 年内翻倍增长至 60 亿+。

**在电视领域，公司已成为全球 ODM TOP2，未来持续受益于集中度提升。**根据 IHS，全球电视出货量近年来在 2.2 亿台附近，趋于稳定，但 ODM 占比持续提升，2019 年高达 45%，与 2016 年相比+20pcts。公司作为国内电视 ODM 龙头，长年与夏普、海尔、小米等国内外一线品牌提供电视代工服务，ODM 市占排名从 2019 年的全球第四上升至 2020 年的全球第二，超越富士康和 TCL，2020 年代工出货量达 1260 万台，同比+39%，占全球电视代工市场份额的 9.41%，目前仅次于 TPV 冠捷。受益于行业持续向 ODM 趋势集中、台厂份额向大陆厂商转移、代工行业向龙头集中的趋势，公司有望凭借在核心技术、客户渠道、产品品控方面的优势，持续提升电视代工领域的龙头地位，我们认为未来 2~3 年板块增速有望保持 10-20%。此外，公司还基于代加工经验进军互联网电视，

兆驰股份	002429
<b>评级</b>	<b>买入（首次）</b>
当前价	5.99 元
目标价	8.8 元
总股本	4,527 百万股
流通股本	4,496 百万股
52 周最高/最低价	7.62/4.11 元
近 1 月绝对涨幅	-4.01%
近 6 月绝对涨幅	-15.41%
近 12 月绝对涨幅	16.95%

推广高性价比自主品牌,并在硬件之外自研 FunOS 软件操作系统,产品线齐全。

■ **风险因素:** 下游需求和扩产不及预期;原材料波动;行业竞争加剧;宏观环境低迷;新技术推进不及预期等。

■ **投资建议:** 公司核心业务是电视 ODM 代工业务与 LED 全产业链业务,电视代工业务未来有望随行业集中度提升与地区产业链转移趋势而持续受益,同时 LED 封装已上量,LED 芯片也正逐步放量与产品结构改善中,我们中长期看好两块业务的布局方向及成长逻辑,给予公司 2020/2021/2022 年 EPS 预测分别为 0.36/0.44/0.50 元,考虑公司龙头地位及行业垂直一体化布局的服务优势,给予 2021 年 20 倍 PE,对应目标价 8.8 元,首次覆盖,给予“买入”评级。

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	12,867.77	13,302.20	18,172.45	22,013.97	25,433.32
营业收入增长率	26%	3%	37%	21%	16%
净利润(百万元)	445.38	1,134.73	1,630.88	1,973.03	2,277.50
净利润增长率	-26%	155%	44%	21%	15%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.10	0.25	0.36	0.44	0.50
毛利率%	10%	15%	15%	16%	16%
净资产收益率 ROE%	5.11%	11.64%	14.33%	14.77%	14.57%
每股净资产(元)	1.93	2.15	2.51	2.95	3.45
PE	61	24	17	14	12
PB	3	3	2	2	2

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

注: 股价为 2021 年 2 月 26 日收盘价

## 目录

估值及投资评级.....	4
<b>公司概况：电视代工龙头，向上拓展 LED 业务</b> .....	5
主营业务：电视 ODM 代工龙头，布局 LED 全产业链.....	5
股权结构：较为集中，实控人为公司创始人，董事长及总经理为公司元老 .....	9
财务分析：电视 ODM、LED 全产业链齐发力，2019 年营收创 133 亿新高.....	11
<b>LED：布局全产业链，后发及垂直一体化优势凸显</b> .....	13
行业现状：成熟产业，国内主导，市场规模 7000 亿+，近年来维持稳定.....	13
行业趋势：未来看小间距/Mini/Micro 等新技术带来的增量需求.....	18
聚焦公司：上中下游全面布局，后发+垂直一体化优势明显，掌握核心客户 .....	21
<b>电视：规模优势持续，增长态势领先行业</b> .....	26
行业趋势：电视代工业务整体向头部、ODM 及大陆系集中 .....	26
聚焦公司：ODM 经验丰富，产品线完整，代工市占率逆势升至 TOP2.....	29
<b>风险因素</b> .....	32
<b>关键假设及盈利预测</b> .....	32
关键假设.....	32
盈利预测.....	33

## 插图目录

图 1：兆驰股份 2015-2019 年营业收入结构	6
图 2：兆驰股份 2015-2019 年毛利润结构	6
图 3：视听及通信类电子产品 2015-2019 年营业收入	7
图 4：LED 产业链 2015-2019 年营业收入	7
图 5：公司未来看点	9
图 6：兆驰股份及可比公司 2015-2019 年视听及通信类电子产品毛利率	12
图 7：兆驰股份及可比公司 2015-2019 年 LED 业务毛利率	12
图 8：兆驰股份及可比公司 2015-2019 年期间费用率	13
图 9：兆驰股份 2015-2019 年各项费用率	13
图 10：LED 全产业链（图中标红部分为公司 LED 全产业链业务覆盖的领域）	14
图 11：我国 LED 产业链价值分布“长尾曲线”	14
图 12：通用照明产品成本分布	14
图 14：2016~2020 年全球及中国大陆 GaN-LED 外延片产量	15
图 15：2016~2019 年全球 LED 封装供给端市占率	15
图 16：2006~2019 年我国 LED 行业产值规模变化	16
图 17：2006~2019 年我国 LED 行业产业链产值规模变化	16
图 18：2019 年中国 LED 行业产业链产值分布情况	16
图 19：2018~2019 年 2835LED 灯珠平均价格走势	17
图 20：2012~2021 年中国 LED 芯片产业加权毛利率	17
图 21：2019 年中国 LED 芯片产业产能竞争格局	17
图 23：2014~2019 年我国 LED 通用照明产值规模	18
图 24：2016~2019 年我国 LED 行业下游应用市场结构	18
图 25：小米电视大师系列 82"Mini LED 背光电视	20
图 26：洲明科技 UMini 系列 Mini LED 显示器	20
图 27：Mini LED 全球市场规模及增速	21
图 28：公司 LED 全产业链布局	21
图 29：公司 LED 产业链营收及增长情况	22
图 30：2019 年公司营业收入构成	22
图 31：兆驰半导体芯片产品布局	23
图 32：兆驰光元业务布局及部分客户	24
图 33：兆驰节能营业收入及同比变化	24
图 34：兆驰照明业务模式	25
图 35：全球液晶电视出货量（左轴）及增速（右轴）	26
图 36：2019 年世界电视机分地区销量	27
图 37：2018 年平板 TV（不含 CRT）户均保有量	27
图 38：2015-2019 年电视代工出货量	27
图 39：面板价格变动	28
图 40：2017 与 2019 年电视代工市场 CR10 对比	28
图 41：2017-2020Q3 大陆与台湾前五大厂商代工出货量	29
图 42：公司电视制造业务下游客户分布	29
图 43：公司多媒体视听产品及运营服务收入及增速	30
图 44：兆驰 2017-2020 年电视 ODM 出货量、增长率与市占率	30

图 45: 2020 年全球主要 TV 代工厂出货情况及同比表现.....	30
图 46: 风行视频界面展示.....	32
图 47: FunUI 界面展示.....	32

## 表格目录

表 1: 可比公司估值情况.....	4
表 2: 公司发展历程.....	5
表 3: 公司管理层情况.....	10
表 4: 兆驰股份 LED 业务与产业链各环节龙头公司的规模体量对比.....	17
表 4: LED 显示技术分类及应用场景.....	19
表 5: 中微公司两代 MOCVD 设备对比.....	23
表 5: 兆驰光元发展历程.....	23
表 6: 公司 LED 全产业链业务板块盈利预测.....	25
表 7: ODM 与 OEM 生产模式比较.....	28
表 8: 风行互联网电视主要产品.....	31
表 9: 公司多媒体视听产品与运营服务板块盈利预测.....	32
表 10: 公司收入拆分.....	33

## 估值及投资评级

公司核心业务是电视 ODM 代工业务与 LED 全产业链业务。我们认为其估值应该参考从事电视代工及 LED 芯片生产的同行业公司，LED 板块我们选取了三安光电、聚飞光电作为估值参考，但三家公司分别只在 LED 产业链的某部分进行了布局，公司则上中下游均有一体化的垂直布局（2020 年封装贡献板块主要营收，2021 年及以后芯片端收入体量有望与封装相当，应用则贡献板块 10%左右营收）；电视代工板块我们选取了 TCL 电子作为估值参考。公司为全球电视 ODM 代工龙头，2020 年排名升至第二，并凭借规模优势、客户关系与政府支持立足 LED 封装向产业链上下游拓展，实现多业务群协同发展，目前公司的电视代工业务行业地位稳定，未来有望随行业集中度提升与地区产业链转移趋势而持续受益，同时 LED 封装已上量，LED 芯片也正逐步放量与产品结构改善中，我们中长期看好两块业务的布局方向及成长逻辑，预计公司 2020/2021/2022 年 EPS 分别为 0.36/0.44/0.50 元，考虑公司龙头地位及行业垂直一体化布局的服务优势，给予 2021 年 20 倍 PE，对应目标价 8.8 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 1：可比公司估值情况

股票代码	公司简称	币种	收盘价 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)			PB (倍)		
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	2020E
600703.SH	三安光电	CNY	29.94	0.32	0.32	0.47	0.67	94	93	64	45	5.3
300303.SZ	聚飞光电	CNY	5.14	0.24	0.23	0.3	0.36	21	22	17	14	2.6
1070.HK	TCL 电子	CNY	6.32	0.82	0.43	0.54	0.65	8	12	10	8	1.5
平均								41	42	30	22	3

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2021 年 2 月 26 日收盘价

## 公司概况：电视代工龙头，向上拓展 LED 业务

### 主营业务：电视 ODM 代工龙头，布局 LED 全产业链

**历史沿革：以家庭电子产品起家，成长为电视 ODM 代工龙头，并向上延伸至 LED 全产业链。**公司成立于 2005 年 4 月，总部位于深圳市龙岗区，2010 年 6 月在深圳证券交易所中小企业板上市。在家庭产品领域：公司凭借家庭视听消费类电子产品起家，自成立以来深耕电视 ODM 领域，已成为全球的电视代工龙头；2005 年 6 月，公司的家庭影音产品线正式投产；两年后，公司的液晶电视线开始生产；2015 年 9 月，公司完成对北京风行网的收购，实现“实业+互联网”战略转型，并逐渐成长为电视 ODM 代工龙头，2020 年全球排名上升至第二。在 LED 领域：2011 年 4 月，公司正式进军 LED 领域，封装业务正式投产，并逐渐向 LED 产业链上下游拓展；2012 年开始，公司布局下游照明等应用端；2017 年 6 月，公司与南昌市有关政府部门共同投资，进行 LED 外延片、芯片和封装的生产、研发、销售工作；2019 年兆驰南昌 LED 芯片项目顺利达产，标志着公司已掌握 LED 产业上中下游核心技术并打通全产业链，形成外延/芯片+封装+照明的全产业链布局。

表 2：公司发展历程

时间	发展历程
2005 年 4 月	兆驰成立
2005 年 6 月	家庭影音产品线正式投产
2007 年 6 月	液晶电视产品线正式投产
2009 年 3 月	数字地面机顶盒出口规模全国第一
2010 年 6 月	深交所中小板挂牌上市
2011 年 4 月	LED 封装产品线正式投产
2012 年 10 月	应用照明产品线正式投产
2013 年 7 月	电视出口规模进入全国前三
2015 年 9 月	收购北京风行网，实现“实业+互联网”战略转型
2015 年 12 月	“风行”互联网电视第 1 代上市
2016 年 8 月	旗下子公司深圳市兆驰节能照明股份有限公司挂牌新三板
2016 年 12 月	兆驰股份纳入深港通成分股名单
2017 年 3 月	推出“兆驰”灯饰品牌，面向消费级市场
2017 年 6 月	与南昌市有关政府部门共同投资 LED 外延片、芯片和封装的生产、研发、销售，旨在布局“LED 芯片、封装、应用照明”全产业链协同发展
2017 年 6 月	收购彩煌通讯，切入家庭网络领域，完善家庭智能影音终端布局
2017 年 7 月	风行人工智能量子点电视上市
2018 年 7 月	成立风行极客，构建边缘云服务，将共享计算惠及全球
2018 年 9 月	风行超级音响电视上市
2018 年 10 月	投资“橙子数字”，布局智能微型投影仪
2018 年 11 月	Mini LED 背光及显示技术方案验证完毕，实现量产
2018 年 12 月	LED 封装扩建项目 500 条生产线落成
2019 年 1 月	“基于背光模组的大尺寸直下式液晶电视的创新与应用”项目荣获深圳市科技进步奖
2019 年 4 月	LED 封装扩建项目已建设完成首期 1000 条生产线
2019 年 6 月	兆驰股份纳入富时罗素 (FTSE Russell) 全球指数

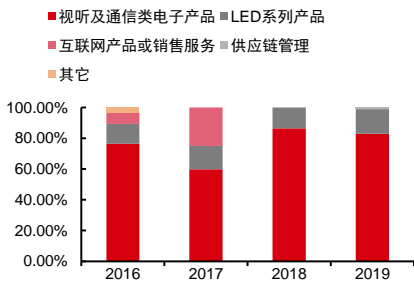
资料来源：公司官网，中信证券研究部

**主营产品: 布局家庭娱乐生态、智慧家庭组网、LED 全产业链和供应链管理四大业务。**

公司的主营业务分为四个板块, 分别是家庭娱乐生态、智慧家庭组网、LED 全产业链和供应链管理。分业务而言: **1) 家庭娱乐生态:** 包括电视 ODM 制造 (贡献板块大头营收)、自主品牌及内容运营, 其中电视 ODM 是公司的核心业务, 2019 年出货量 840 万台, 电视代工市场排名全球第四, 2020 年进一步升至全球第二, 出货量达 1260 万台; 公司还拥有自主品牌“风行互联网电视”, 并获得了日本消费电子品牌 JVC 的授权, 通过依托“风行”的平台, 提供深度的内容运营和软件定制, 为用户提供集视频点播、大屏游戏、家庭娱乐、生活助手等互联网服务, 致力于创造更好的家庭娱乐体验。**2) 智慧家庭组网:** 公司围绕机顶盒、网络通信类产品及终端设备三大领域积极布局智慧家庭组网业务, 既相互独立而又高度协作, 形成了接入网+家庭内部组网+视听终端设备的智慧家庭组网产品矩阵。**3) LED 全产业链:** 公司积极布局 LED 产业, 从封装业务入局并持续向上下游发展, 已形成涵盖 LED 外延及芯片、中游封装、下游应用照明的 LED 全产业链业务。**4) 供应链管理:** 公司围绕核心产业, 利用自身的资金和资源优势, 向产业链合作伙伴提供优质便捷的资金融通服务, 帮助缓解资金压力, 为公司增收同时进一步促进三大主业的发展。

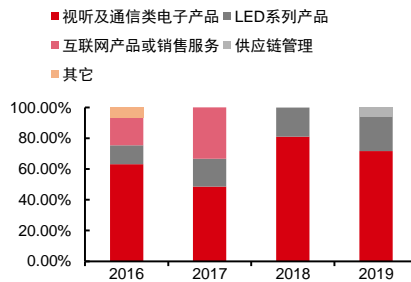
总体来看, 公司 2019 年实现营收 133.02 亿元, 同比+3.38%, 其中: 多媒体视听产品及运营服务 (包括家庭娱乐生态和智慧家庭组网业务) /LED 全产业链/供应链收入分别为 110.20/ 21.41/1.41 亿元, 营收占比 82.85%/16.10%/1.06%, 营收增速分别为 -0.89%/+22.44%/ +100%, 其中 2019 年多媒体板块营收增速较低主要源于原材料端 (面板为主) 价格波动致产成品价格承压; 各板块毛利率分别为 12.91%/20.50%/86.26%, 毛利润占比 71.75%/ 22.13%/6.10%。三大产品中, 多媒体视听产品及运营服务贡献了公司八成营收及七成毛利润。

图 1: 兆驰股份 2015-2019 年营业收入结构



资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

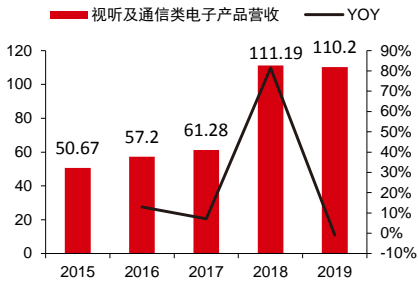
图 2: 兆驰股份 2015-2019 年毛利润结构



资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

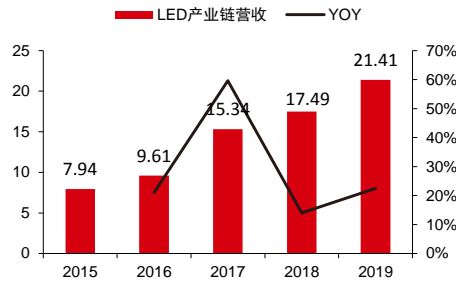


图 3: 视听及通信类电子产品 2015-2019 年营业收入 (亿元)



资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 4: LED 产业链 2015-2019 年营业收入 (亿元)

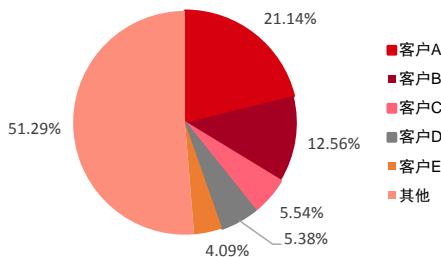


资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

**客户结构: 客户群优质且稳定, 前五大客户贡献营收的 48.71%。**公司坚持“大客户”战略, 根据客户的需求进行定制化产品的设计与开发, 可以满足客户“一站式”采购需求, 如: 部分电视机品牌制造商既是公司液晶电视 ODM 业务客户、也是 LED 背光客户, 公司通过信息分享, 深耕现有客户资源, 分别与品牌制造商建立业务合作, 多维度巩固及维护客户关系。在客户管理方面, 公司拥有 CRM 客户关系管理系统, 并坚持以完美的品控来为客户提供高质价比产品, 形成了优质、订单量可观且长期稳定的客户关系。

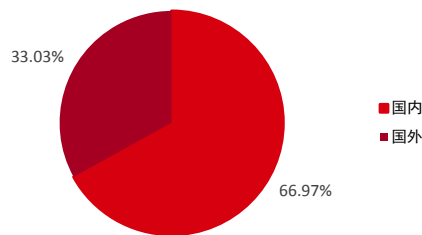
公司以产品为导向: **电视端来看,**多年来与小米、三星、夏普、海尔等国内外一线品牌厂达成了稳定的战略合作, 长期为下游客户提供 TV 代工服务, 赢得客户认可, 出货量不断增加, 在全球 TOP10 品牌厂中, 公司已为八家提供背光解决方案及批量供货; 2020 年前三季度沃尔玛、海尔、小米订单占公司总出货量的 60%+, 疫情期间沃尔玛北美渠道订单释放, 与公司合作持续加强。**LED 端来看,**子公司兆驰光元积极实施大客户及国际化策略, 依托集团在中高端产品的布局, 与大客户形成稳定的合作关系; 2019 年成立显示事业部, 基于产品技术定位于高端显示市场, 在 Mini RGB 产品上已完成主流产品定义, 坚持以产品做先锋, 以制造做后盾, 努力拓展国内一线显示客户, 全面助力未来显示战略构想的实现; 在应用照明方面已推出千余款产品, 覆盖商照、工程、家居、流通类等十余个品类, 80-85% 的下游客户为国内厂商。根据 2019 年年报, 公司最大客户的营收占比为 21.14%, 前五大客户贡献整体营收的 48.71%; 营收按地域划分, 国内占比 66.97%, 海外占比 33.03%。

图 5: 2019 年公司主要大客户收入占比



资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 2: 2019 年公司营业收入按地域划分



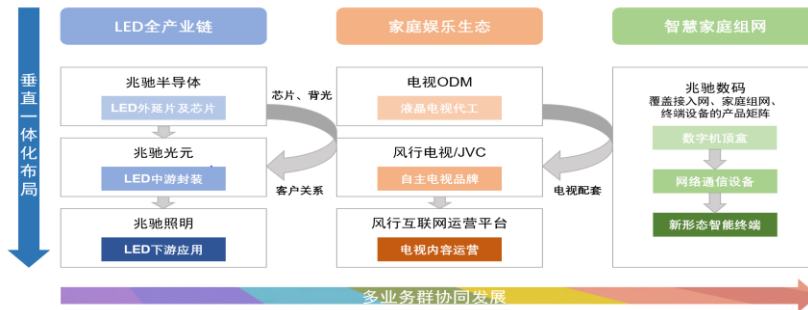
资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

**未来看点: 多媒体视听业务与 LED 全产业链布局双轮驱动, 未来看公司 LED 产业链放量带来的增长新机会, 以及电视代工领域龙头地位持续提升。**公司凭借家庭多媒体视听产品制造起家, 并不断围绕已有业务进行扩展, 包括纵向上下游产业链的打通、以及横向相关联产业的布局。近年来国内电视厂商为减低成本、扩大产能纷纷转向电视代工行业, 公司抓住机会实现了 ODM 业务的高速增长, ODM 市占排名从 2019 年的全球第四上升至 2020 年的全球第二, 2020 年代工出货量达 1260 万台, 同比增长 39%, 占全球电视代工市场份额的 9.41%。未来, 我们认为:

**——在 LED 产业链方面:** 首先, 公司设备端的后发优势明显, 通过“信息化+自动化”打造全球最大单一主体厂房, 购入 100 腔中微最新一代 MOCVD 设备 A7, 可利用中央控制单元进行统一管理, 芯片的可靠性、一致性更优, 有效降低了人员和管理成本, 从而在价格上具备竞争优势, 也为之后进入 Mini/Micro LED 等创新领域奠定了坚实的基础。由于目前 LED 芯片设备已经度过快速升级期, 设备更新换代的频率有所降低, 公司的设备优势有望在较长一段时间内得以维持。其次, 电视端的客户积累与 LED 业务能形成正循环, 公司通过电视 ODM 业务为小米、康佳、TCL 等知名家电厂商提供优质的代工服务, 通过合作达成的良好下游客户关系是推动公司 LED 产品快速导入市场的关键一环。此外, 在电视、显示屏、高显等下游应用的支持下, 公司 LED 垂直一体化业务布局已初具雏形, 协同作用将逐步凸显: 芯片及外延方面, 兆驰半导体 LED 芯片及外延片项目已于 2019 年第四季度正式投产, 其中蓝光芯片于 2020 年四季度达产, 达产后月产能将达 54 万片四寸片, 行业排名上升至第二, 仅次于三安光电, 红黄光芯片产能也在逐步拉升, 2021 年内顺利投产月产能将达到 5 万片四寸片, 且有望继续扩产; 封装领域, 公司继续保持规模优势, 在已有 1000 条生产线的基础上于 2020 年再增加 1500 条线, 2021 年有望进一步扩产增加 1000 条线, 同时对 Mini/Micro LED 等新型显示领域保持技术跟踪; 应用照明领域, 公司通过房地产集采推广自有品牌, 同时扩大北美、欧洲、东南亚等的海外代工市场份额, 有望进一步获得增长。未来, 随着多媒体视听业务的稳定发展、显示行业 Mini LED 的逐渐放量以及 LED 与电视 ODM 业务协同效应的逐渐加强, 我们认为 LED 全产业链的产品结构及客户结构将持续改善, 业务将迎来新的增长机会。

——在电视领域：受益于行业持续向 ODM 趋势集中、台厂份额向大陆厂商转移、代工行业向龙头集中的趋势，公司有望凭借在核心技术、客户渠道、产品品控方面的优势，持续提升电视代工领域的龙头地位，在国内外市场都有进一步增长的实力和空间；同时，为顺应工信部、国家广电总局、中央广电总台发布的《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022）》，公司正积极布局多媒体视听业务的发展战略，以实现超高清视频业务与电视代工、智慧家庭组网业务的协同发展，为未来的业务增长赋能；另外，随着农村互联网的持续普及，公司将与国内七大互联网电视牌照商、兆驰股东东方明珠公司持续展开深度合作，进一步增加风行电视的市场渗透率。

图 5：公司未来看点



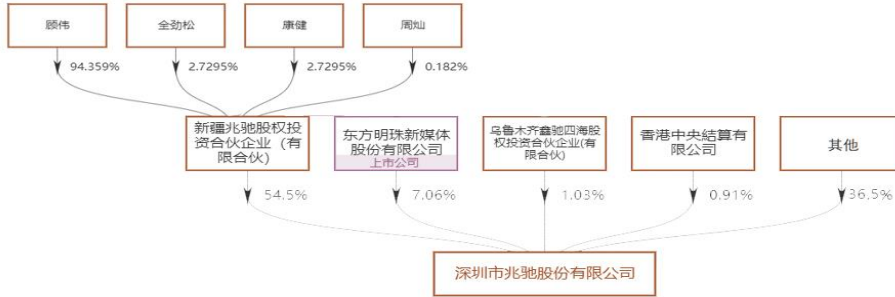
资料来源：中信证券研究部绘制

### 股权结构：较为集中，实控人为公司创始人，董事长及总经理为公司元老

股权较为集中，实控人为创始人顾伟先生，董事长及总经理为公司元老。公司股权结构较为集中，第一大股东为新疆兆驰股权投资合伙企业，持有公司股权的 54.5%，第二大股东为在互联网电视等业务领域具有协同效应的上市公司东方明珠新媒体股份有限公司，持有公司 7.06% 的股权。公司实际控制人为创始人顾伟先生，顾伟先生及公司早期创始团队其他成员全劲松先生、康健先生等均主要通过新疆兆驰股权投资合伙企业间接享有公司权益，除此以外全劲松先生还直接持有兆驰股份 0.41% 股权，公司整体股权结构稳健。

公司现任董事长顾伟先生为公司初创团队成员之一，是公司的实控人及最终受益人，与创始团队成员全劲松先生一同负责公司政策制订及决策；公司总经理欧军先生于 2008 年加入兆驰股份，历任公司 TV 事业部销售经理、TV 事业部总经理；公司副总经理严志荣先生负责公司财务管理，副总经理方振宇兼任董事会秘书，两位副总经理均是具有丰富财务与投资经验的专业人士。

图 3: 公司股权结构 (2020 年 11 月)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

表 3: 公司管理层情况

人员	职位	个人信息及任职经历
顾伟	公司董事长	男, 1965 年生。2005 年 4 月至 2007 年 5 月任深圳市兆驰股份有限公司监事; 2007 年 6 月至 2010 年 8 月任公司总经理; 2007 年 6 月至今任公司董事长。
全劲松	公司副董事长	男, 1968 年生。2004 年至 2005 年任江苏宏图高科股份有限公司消费电子事业部总经理; 2005 年 4 月至 2013 年 5 月任深圳市兆驰股份有限公司副总经理; 2007 年 5 月至今任公司董事; 2014 年 2 月至今任公司副董事长。
欧军	公司总经理	男, 1976 年生。2008 年 10 月加入深圳市兆驰股份有限公司, 历任 TV 事业部海外销售部经理, TV 事业部海外销售部总监, 曾于 2011 年 1 月至 2013 年 6 月担任副总经理, 后任 TV 事业部总经理, 2017 年 10 月至今任公司总经理。
严志荣	公司副总经理, 财务负责人	男, 1971 年生。2001 年 6 月至 2007 年 7 月就职于深圳市新天下集团有限公司, 历任财务部经理、财务总监; 2007 年 7 月至 2010 年 8 月任亚洲铝业集团副总裁兼财务总监; 2010 年 11 月至 2011 年 1 月, 任深圳市兆驰股份有限公司总经理助理; 2011 年 9 月至今任公司董事、副总经理、财务负责人。
方振宇	公司副总经理, 董事会秘书	男, 1977 年生。2011 年 6 月至 2014 年 8 月担任中国银河证券股份有限公司总监, 2014 年 9 月至 2015 年 4 月担任英大证券有限责任公司总监, 2015 年 5 月加入深圳市兆驰股份有限公司担任投资总监, 2016 年 8 月至今任公司董事会秘书兼副总经理。

资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

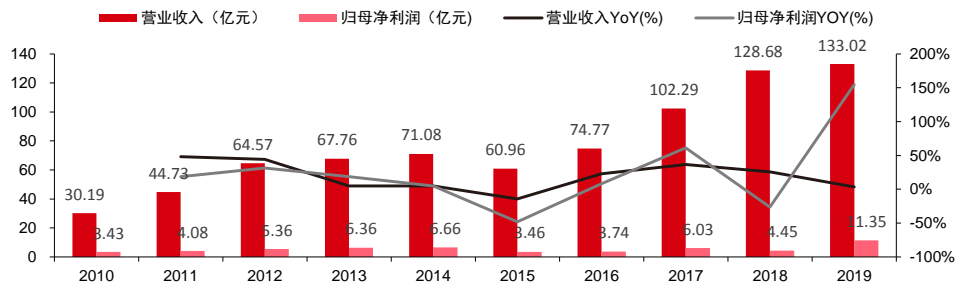
**员工通过激励计划持股, 保障公司稳定成长。**公司在上市后开始实施股权激励计划, 分别于 2012 年及 2013 年通过了限制性股票及预留限制性股票的授予议案, 股票均分三次解锁, 解锁比例均为 40%/30%/30%, 解锁条件为: 以 2011 年净利润为基数, 2012 年~2015 年的净利润增长率不低于 30%、40%、50%、60%, 净资产收益率不低于 10%、11%、12%、13%, 且限制性股票锁定期 2012 年、预留限制性股票锁定期 2013 年净利润不低于最近三个会计年度的平均水平并不得为负; 覆盖总人数超 150 人, 授予股票总数量超 350 万股, 授予价格分别为 5.97 元/股和 7.37 元/股; 2015 年, 首次授予股票的三个锁定期均已成功完成, 预留限制性股票也已成功解锁前两个锁定期; 2016 年, 预留限制性股票第三期未达到解锁条件, 公司对这部分股票予以回购注销。此外, 公司于 2015 年审议通过并开始施行第一期员工持股计划, 计划通过二级市场买入公司股票约 1155 万股, 成交金额合计达 1.01 亿元, 交易均价为 8.74 元/股, 占公司当年 (2015) 总股本的 0.72%, 存续期被多次延长后至 2021 年 7 月 31 日。2021 年 1 月 30 日, 第一期员工持股计划依照相关规定已全部出售, 本期计划实施完毕并终止。公司通过对高管、中层、业务及技术

骨干人员的股权激励，提升了管理人员与核心技术、业务人员的积极性，有利于公司未来的可持续发展。

### 财务分析：电视 ODM、LED 全产业链齐发力，2019 年营收创新高

**收入端：近 10 年营收 CAGR 达 17.9%，2019 年创 133 亿历史新高。**2010 年上市至今，公司的业绩表现大致分四个阶段。**第一阶段为 2010-2012 年**，营收 CAGR 高达 46.25%，公司主要经营模式为电视 ODM，虽然全球经济不景气、海外部分电视品牌经营不善，但液晶电视外包的行业趋势初显，促进公司代工业务提速，2010-2012 年公司液晶电视制造业务营收平均增速为 53.7%；另公司在 2011 年进入 LED 封装和应用，为后续增长打下基础。**第二阶段为 2013-2015 年**，此阶段由于市场低迷，传统电视厂商 ODM 需求增速也放缓，公司主要产品液晶电视的销售收入减少导致主营业务收入下降，其中 2015 年公司营收出现了负增长。除了市场整体形势严峻，汇率波动（由于此阶段销售收入约半数来自海外，且 2015 年下半年人民币持续贬值，汇率波动超预期，使得汇兑损失大幅增加）进一步影响了公司的经营业绩。**第三阶段为 2016-2019 年**，全球经济开始复苏，公司在充分发挥智能制造优势及产业化优势的基础上，进一步提高生产效率巩固电视 ODM 代工业务市场份额，2019 年成为全球第四大电视代工厂商；另公司持续推进 LED 产品及配件的稳步增长，以 LED 封装为基础，积极布局上下游。**2020 年疫情影响下**，大陆产业链率先实现复工复产，更进一步加速了产业链向大陆 ODM 龙头转移的趋势，公司营收及市占率再上一个台阶，且 LED 业务开始进入收获期，放量贡献营收及部分利润。整体来看，公司 2019 年实现营收 133.02 亿元（同比+3.38%），归母净利润 11.35 亿元（同比+154.77%，主要源于 2019 年电视 ODM 出货量大涨），均创历史新高。展望未来，随着公司 TV 代工业务的进一步稳定和 LED 全产业链协同优势的体现及放量，预计业绩有望持续增长。

图 3：兆驰股份 2010-2019 年营业收入及归母净利润（亿元）

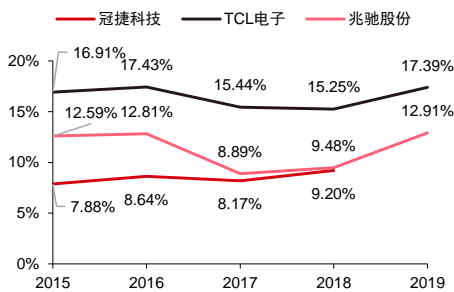


资料来源：公司公告，中信证券研究部

**毛利率：电视端受原材料价格影响整体在 9%-16% 之间波动，LED 端随芯片上量及产品结构改善将趋于稳定。**2019 年公司毛利 19.83 亿元，同比+52.7%，毛利率同比+4.81pcts 至 14.91%。分业务看：1) 多媒体视听产品及运营服务：自上市以来毛利率随市场整体环境在 8.89-16.06% 间波动，2019 年同比+3.43pcts 至 12.91%，占公司毛利润的 82.85%；未来随着 ODM 领域龙头地位和上下游议价能力的进一步提升，板块毛利率有望维持稳定，可能随面板价格小幅浮动。2) LED 产业链：历史波动较大，主要源于板块处于投入期，

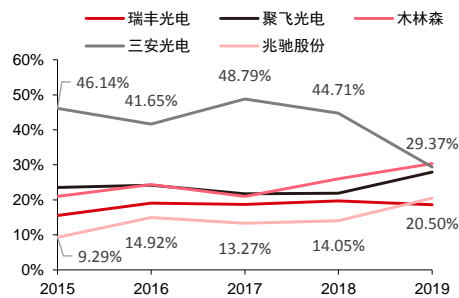
尚未规模化量产，且行业过去产能过剩、价格战严重。近年来随规模快速增长，板块毛利率持续优化，2019年毛利率为20.50%，同比上升近6pcts，毛利达4.39亿元，同比增长78.58%，占公司整体毛利润的22.13%；未来，预计公司将进一步推进LED红黄蓝芯片外延、中游封装、下游应用照明等业务，积极布局Mini/Micro LED新一代显示技术，整体毛利率有望受惠于LED全产业链与多媒体视听业务的协同效应而更加稳定，我们预计LED板块的毛利率在20%附近。

图6：兆驰股份及可比公司2015-2019年视听及通信类产品毛利率



资料来源：各公司财报，中信证券研究部

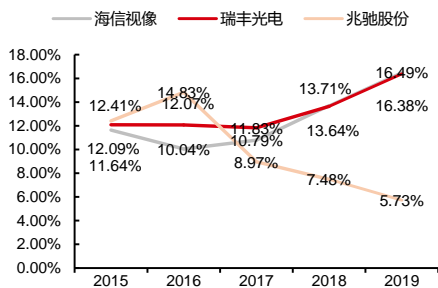
图7：兆驰股份及可比公司2015-2019年LED业务毛利率



资料来源：各公司财报，中信证券研究部

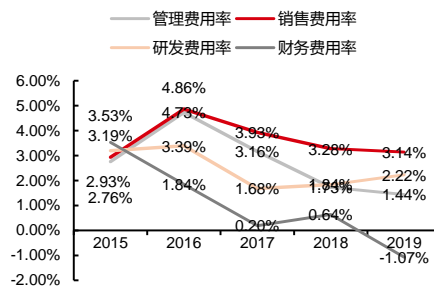
**费用端：整体呈下降趋势，盈利空间扩大。**公司近年来期间费用率在5.73-14.83%之间，整体呈下降趋势，其中，管理费用率、销售费用率、财务费用率自2017年以来均稳步下降，显示公司的内部管控能力提高，盈利空间有望持续扩大。公司研发费用率自2017年以来保持缓慢上涨趋势，至2019年为2.22%。公司研发方向主要包括几大方面：1) 液晶电视的研发、设计，产品体系包括无边框、曲面、HDR+LocalDimming、量子点、4K等；2) 智慧家庭组网的产品演变及带宽领域新技术的研发，自主研发多种CA、定制UI等；3) 筹建LED外延芯片项目，封装方面通过与上游芯片供应商和下游客户的定向合作、共同开发，为终端客户提供高科技、高性价比的LED产品。公司重视核心技术的研发，拥有完善的自主研发体系，在深圳、南昌、武汉等地设有研究机构，旗下风行品牌的互联网电视赢得了2016年中国好设计奖和2017年德国红点奖。在LED领域，公司累计获得实用新型专利31个，其中4个与Micro LED相关，10个与UVC LED相关。2019年，公司共申请LED发明专利11个，实用新型专利3个。

图 8: 兆驰股份及可比公司 2015-2019 年期间费用率



资料来源: 各公司财报, 中信证券研究部

图 9: 兆驰股份 2015-2019 年各项费用率



资料来源: 各公司财报, 中信证券研究部

## LED: 布局全产业链, 后发及垂直一体化优势凸显

**本章核心观点: 在 LED 业务上, 公司进行垂直一体化布局, 后发优势逐步凸显。**首先, 公司设备端的后发优势明显, 购入 100 腔中微最新一代 MOCVD 设备 A7, 可利用中央控制单元进行统一管理, 芯片的可靠性、一致性更优, 有效降低了人员和管理成本, 从而在价格上具备竞争优势, 也为之后进入 Mini/Micro LED 等创新领域奠定了坚实的基础。由于目前 LED 芯片设备已过快速升级期, 设备更新换代频率降低, 公司的设备优势有望在较长一段时间内得以维持。其次, 电视端的客户积累与 LED 业务能形成正循环, 良好下游客户关系能推动公司 LED 产品更快速导入市场。其三, 垂直一体化业务布局, 协同作用正逐步凸显, 未来在产能及产品结构端将进一步升级: 芯片及外延片方面, 公司目前有蓝光芯片月产能 56 万片四寸片, 行业 TOP2, 2021 年红黄光芯片月产能 5 万片四寸片达产且有望继续扩产; 封装领域, 继续保持规模优势, 目前有 2500 条生产线, 2021 年有望进一步增加 1000 条线, 同时对 Mini/Micro LED 等新型显示领域保持技术跟踪; 应用照明领域, 公司通过房地产集采推广自有品牌, 同时扩大北美、欧洲、东南亚等的海外代工市场份额, 有望进一步增长。未来, 预计公司产品将更多向显示及背光类倾斜, 随着多媒体视听业务的稳定发展、显示行业 Mini LED 的逐渐放量以及 LED 与电视 ODM 业务协同效应的逐渐加强, 我们认为 LED 全产业链的产品结构及客户结构将持续改善, 未来两年产能释放带来的业绩贡献明显, 我们预计营收规模有望在 3-4 年内翻倍增长至 60 亿+。

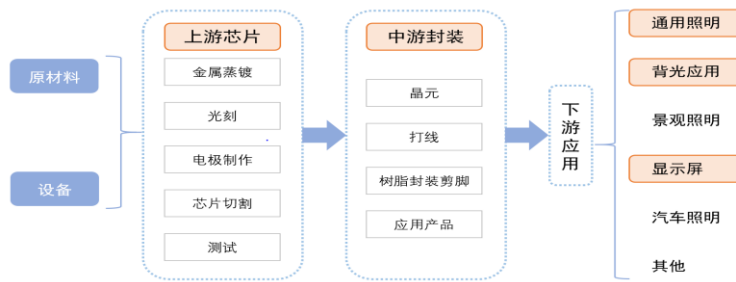
### 行业现状: 成熟产业, 国内主导, 市场规模 7000 亿元+, 近年来维持稳定

**LED 行业分为上游芯片、中游封装、下游应用三大环节, 行业发展至今已较为成熟。**LED (Light Emitting Diode) 又称发光二极管, 是一种采用固体半导体芯片为发光材料的电子器件。从产业分工角度来看, LED 产业链可分为上游外延片+芯片、中游封装、下游应用三大环节。其中上游芯片制造是指通过光刻、腐蚀等一系列流程将单晶片切割成 LED 芯片的过程, 制程相对复杂, 具有资本投入大、技术难度高、利润空间广的特点, 是产业链最核心、成本占比最高的环节; 以通用照明为例, LED 芯片占产品成本比约 18%。中游封装是指采用环氧树脂、有机硅等材料将 LED 发光芯片封装的工序, 从而达到保护芯片且



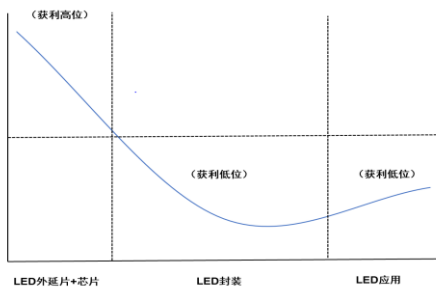
不影响发光与散热效果的目的。下游应用则是指封装好的芯片通过测试、分选、装配等工序形成最终产品，可应用于照明、背光、显示等多个领域。LED 行业拥有类似于半导体摩尔定律的发展法则，被称为海兹定律 (Haiz's Law)，即每 18~24 个月 LED 亮度约可提升一倍；每经过 10 年，LED 输出流明提升 20 倍，而 LED 成本价格将降至现有价格的 1/10。在海兹定律的驱动下，LED 单芯片成本不断下降而亮度持续提升，技术演进驱动市场规模持续增长。目前行业已经度过高速发展期进入成熟阶段，行业整体产值增速放缓，市场集中度进一步提升，龙头企业市占率上升并向高端持续升级，业内公司深耕 Mini LED、化合物半导体等高附加值的细分领域以培育业绩新增长点，并积极开发“一带一路”沿线国家与地区等新兴市场以寻求行业“新蓝海”。就兆驰的 LED 业务现状而言，公司在上游芯片、中游封装、下游应用三大产业链环节均有深入布局，待垂直一体化生产模式完善后竞争优势有望进一步得到增强。

图 10: LED 全产业链 (图中标红部分为公司 LED 全产业链业务覆盖的领域)



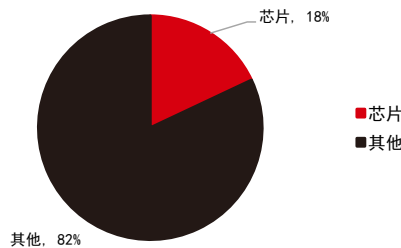
资料来源: 前瞻产业研究院, 中信证券研究部绘制

图 11: 我国 LED 产业链价值分布“长尾曲线”



资料来源: OFweek, 中信证券研究部

图 12: 通用照明产品成本分布



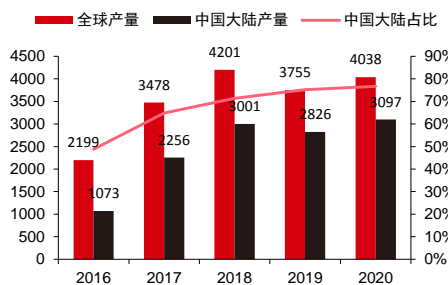
资料来源: 中国产业信息网, 中信证券研究部

**分地区来看，受惠于成本及市场优势，中国大陆承接全球 LED 产业链转移。**分地区来看，欧美和日本 LED 企业专注科技研发，位于价值链上游；中国和韩国企业则深耕消费电子领域，充分发挥规模优势。近年来，中国大陆地区 LED 产业链渐趋成熟，全球产能向大陆转移的趋势明显，2019 年木林森、国星光电进入全球前十大 LED 厂商行列，国外老



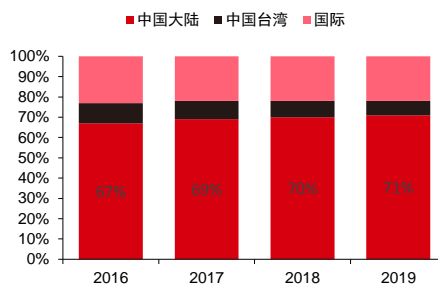
牌 LED 厂商陆续退出传统 LED 市场的激烈竞争并走上转型升级之路。欧司朗从传统照明转向光电高科技企业，结合数字化、智能化技术为照明、可视化、健康、汽车等各个领域提供光电解决方案；Cree 自 2018 年开始向高科技半导体企业转型，接连出售照明产品事业部 (Cree Lighting) 和 LED 产品事业部 (Cree LED)，并通过不断投资扩产来布局和发展碳化硅、氮化镓等半导体领域。分产业链环节来看，中国大陆地区产能对全球市场的贡献逐年攀升：上游芯片端，2020 年中国大陆地区 LED 芯片厂商 GaN-LED 外延片产量达到 3097 万片/年（4 寸片），在全球供应量中的占比达到 76.7%，同比+1.4pcts，且这一比例仍在继续保持上升趋势；中游封装端，在我国该环节已发展到相对成熟，大陆厂商充分发挥自身市场和规模优势，2019 年大陆在 LED 封装市场的市占率达到 71%，同比+1pct，主要源于对台湾厂商的份额替代。目前海外产能主要针对车用照明等相对高端的市场需求，而大陆厂商则承接了通用照明、LED 显示、LED 背光等传统应用需求的市场；下游应用端，LED 已被广泛用于照明、背光、显示等多种产品中，其中照明是下游市场中应用最为广泛的产品，据麦肯锡报告预测，到 2020 年，中国区域在全球通用照明市场中的占比将由 2010 年的 14% 提升到约 20%。

图 13: 2016~2020 年全球及中国大陆 GaN-LED 外延片产量 (4 寸片, 万片/年)



资料来源: LEDinside, 中信证券研究部

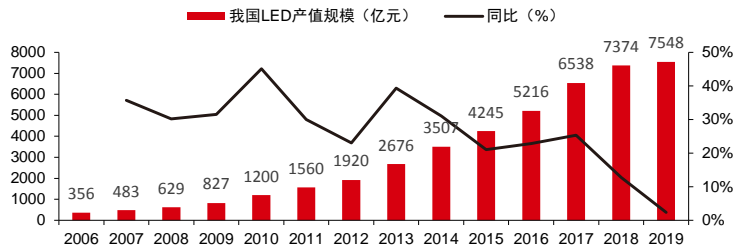
图 14: 2016~2019 年全球 LED 封装供给端市占率 (%)



资料来源: LEDinside, 中信证券研究部

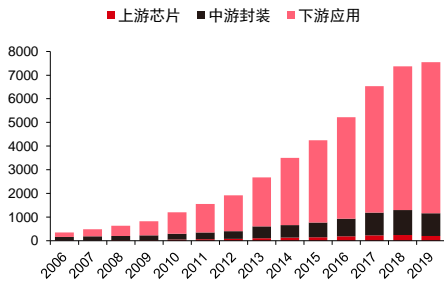
**现状来看，价跌量增，我国 LED 行业进入成熟稳定的发展阶段。**我国 LED 行业在过去十年中大致经历了三轮扩产周期，供给侧的产能释放和需求侧的旺盛程度共同影响行业波动。经过了 18/19 年的产能过剩与供给侧出清，目前我国 LED 行业已经进入平稳发展阶段，同比增速趋缓。据 CSA 报告，2018 年我国 LED 行业产值规模为 7374 亿元，同比+12.79%；2019 年行业规模继续保持增长态势，达到 7548 亿元，但同比增长仅 2.36%。从产业链各生产环节来看，2019 年我国 LED 上游芯片、中游封装、下游应用的产值规模分别为 201、959、6388 亿元，同比-16.25%、-9.01%、5.07%，产值占比分别 3%、13%、84%。近年来一方面 LED 芯片价格持续下降，另一方面市场需求量仍有相对稳定的增长，行业进入价跌量增的平稳发展时期。

图 15: 2006-2019 年我国 LED 行业产值规模变化 (亿元)



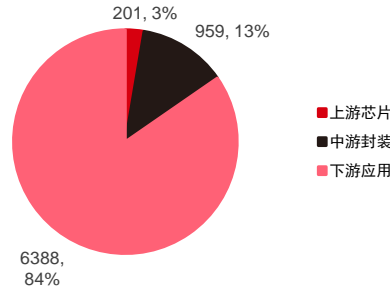
资料来源: CSA, 中信证券研究部

图 16: 2006-2019 年我国 LED 行业产业链产值规模变化 (亿元)



资料来源: CSA, 中信证券研究部

图 17: 2019 年中国 LED 行业产业链产值分布情况 (亿元, %)

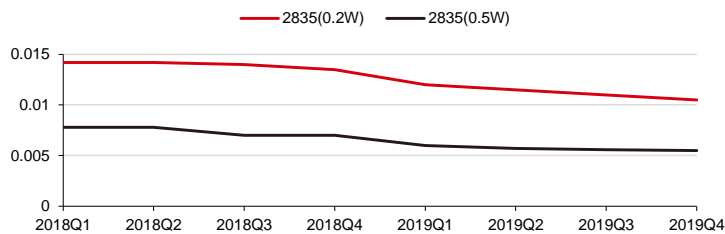


资料来源: CSA, 中信证券研究部

**供需结构性失调现状有所改善, 行业集中度逐渐提升。**LED 行业经过多年的发展已经进入成熟稳定的阶段, 加之宏观经济环境承压、疫情等因素, 市场需求端增速过去几年不及预期, 而供给端由于扩产导致产能不断释放, 行业在过去两年确实存在一定供过于求的状况。目前行业无效产能逐渐清退, 集中度逐年提升, 供需结构性失调局面已有所改善。

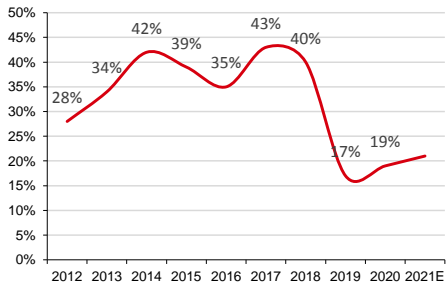
上游芯片端来看, 2017 年以来 LED 芯片产能明显过剩, 厂商陷入激烈的价格战, 利润空间受到挤压, 在几年的调整期间许多中小企业甚至业内知名厂商逐步减产、停产, 芯片价格触底后逐步企稳, 芯片库存位发生明显改善, 国内 TOP5 厂商三安光电、华灿光电、澳洋顺昌、乾照光电、聚灿光电等占据了超过 70% 的芯片产能, 行业整合基本完成。2020 年底由于原材料价格上涨、无效产能清退以及终端需求回暖, 部分通用照明白光 LED 芯片价格触底反弹至 60 元~85 元/片 (2 寸片), 相较年初增长 10%~15%, 我们预计未来芯片厂商的获利情况也会逐步改善。中游封装来看, 2017 年后国内封装大厂的扩产告一段落, 我国 LED 封装产值的规模增速有所放缓, CSA 数据显示, 2019 年我国封装产值为 959 亿元, 同比下降 9.01%。此外, 部分中小厂商由于缺乏竞争优势逐渐退出市场, 行业集中度有所提高。据立鼎产业研究院统计, 大陆 LED 封装厂在 2014 年曾超过 1500 家, 随后数量不断下降, 预计到 2020 年将仅剩 500 余家。

图 18: 2018-2019 年 2835LED 灯珠平均价格走势 (元)



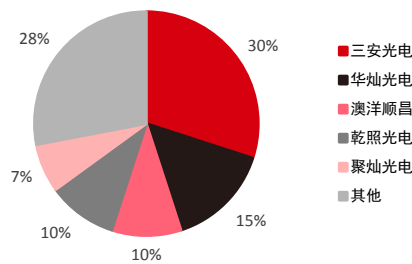
资料来源: LEDinside, 中信证券研究部

图 19: 2012-2021 年中国 LED 芯片产业加权毛利率 (%)



资料来源: TrendForce (含预测), 中信证券研究部 注: 加权是指按照相对应年份各厂商所占市场份额的比例对毛利率进行加权计算

图 20: 2019 年中国 LED 芯片产业产能竞争格局 (%)



资料来源: 前瞻产业研究院, 中信证券研究部

**兆驰股份属于行业内后进入者, 积极布局产业链各环节, 整体竞争力呈赶超态势。**公司于 2011 年通过电视 ODM 业务首次进入 LED 行业, 并凭借业务协同优势、优质客户资源以及强有力的政府支持实现了 LED 全产业链业务的高速增长, 在近十年内成长为业内颇具竞争优势的“黑马”企业。就公司在 LED 产业链各个环节上的竞争地位而言: 在芯片端, 公司拥有蓝光芯片月产能 54 万片四寸片, 超越华灿光电成为行业 TOP2, 仅次于三安光电, 红黄光芯片月产能 5 万片四寸片且有望继续扩产, 目前芯片产能正处于放量状态, 单月营收已过亿; 在封装端, 2020 年前三季度中公司是前十大 LED 封装厂商中唯二实现营收净利双增长的企业 (另一家为东山精密), 未来随着封装产能的不断拉升, 公司的规模优势和竞争地位有望进一步得到强化; 在应用端, 照明等下游应用目前规模较小但保持较快增速, 主要负责照明产品研发生产等业务的中山兆驰光电产业园正在建设中, 投产后五年预计实现百亿产值, 协助公司增强产业链垂直一体化优势。此外, 公司还在积极布局 Mini LED 等新型显示技术, 目前已具备小规模量产能力, 未来有望在该创新领域中取得一席之地。

表 4: 兆驰股份 LED 业务与产业链各环节龙头公司的规模体量对比

上游芯片	规模对比 (营收体量, 亿元)	中游封装	规模对比 (营收体量, 亿元)	下游应用 (照明)	规模对比 (营收体量, 亿元)
三安光电 2019	74.6	国星光电 2019	40.7	佛山照明 2019	33.4

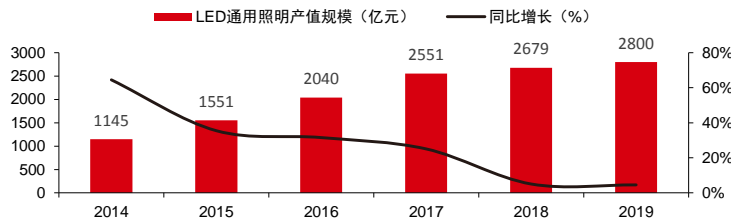
上游芯片	规模对比 (营收体量, 亿元)	中游封装	规模对比 (营收体量, 亿元)	下游应用(照明)	规模对比 (营收体量, 亿元)
华灿光电 2019	27.2	瑞丰光电 2019	13.7	欧普照明 2019	83.5
兆驰股份 2019	不足 1 亿	兆驰股份 2019	17.1	兆驰股份 2019	不足 5 亿
兆驰股份 2022E	23.0	兆驰股份 2022E	28.1	兆驰股份 2022E	10.9

资料来源: wind, 中信证券研究部测算及预测

### 行业趋势: 未来看小间距 Mini/Micro 等新技术带来的增量需求

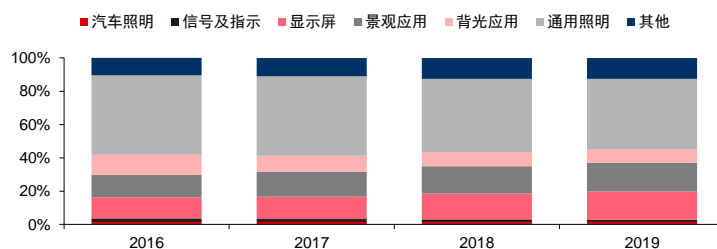
**应用端往未来看, 照明应用趋于成熟, 背光、直显等应用市场有望保持较高增速。**LED 下游应用包括通用照明、背光应用、显示屏、汽车照明等, 其中通用照明是规模最大的应用领域, 前瞻产业研究院数据显示, 2019 年中国 LED 应用下游产值分布中通用照明市场份额为 42.4%, 占比最高。GGII 预计到 2021 年中国 LED 照明市场产值有望达到 5900 亿元。2014~2019 年我国 LED 通用照明产值规模持续增长, 但增速不断下降, 经过多年发展完善已趋成熟。往未来看, 随 LED 微缩化趋势持续, 以背光、显示屏为主的相关显示需求有望保持较高增速。LED 背光源近年来在液晶屏背光源领域得到了广泛应用, GGII 统计数据 2019 年中国 LED 背光产值规模达 365 亿元。另直显产品升级换代也较快, 2018 年 P2.5 以下的小间距 LED 显示屏规模突破百亿, 2019 年 P1.25 以上产品已经开始进入渠道市场, 部分企业更推出 P1.0 以下的产品; 随着点间距不断下探, 小间距 LED 乃至未来的 Mini LED、Micro LED 的应用场景料将会更加丰富, 市场的应用范围也将进一步拓宽。

图 21: 2014~2019 年我国 LED 通用照明产值规模 (亿元)



资料来源: 前瞻产业研究院, 中信证券研究部

图 22: 2016~2019 年我国 LED 行业下游应用市场结构 (%)



资料来源: 前瞻产业研究院, 中信证券研究部

**显示需求向更高端方向延拓，Micro LED 技术尚未成熟，Mini LED 正逢其时。**近年来，显示应用场景对显示屏幕的分辨率、对比度、色彩饱和度等方面提出了更高的要求，各大厂商纷纷加码布局 Mini/Micro LED 等新型显示技术的开发。与市面上 LCD、OLED 产品相比，Mini/Micro LED 本质上是把 LED 的设计结构阵列化、微小化，因而精度更高，色彩对比度更好，产品更加轻薄。从芯片大小和点间距的技术角度来看，行业内通常将 LED 系列产品分为传统 LED、小间距 LED、Mini LED、Micro LED 四个代际，一般将芯片尺寸在 2.5mm 以下但 500 微米以上的称为小间距 LED，50 微米以下的称为 Micro LED；Mini LED 的尺寸则介于两者之间，芯片大小为 50-200 微米，点间距为 0.3-1.5mm。目前 Micro LED 面临的一大挑战在于如何通过高准度的设备将数百万甚至数千万颗微米级 LED 晶粒布置在目标基板或电路上，技术和成本方面尚未突破导致 Micro LED 短期内难以量产；而 Mini LED 相对而言可使用大部分传统 LED 设备进行生产，良品率更高、技术难度更低且已基本成熟，且较传统 LCD 也具有整体显示效果更好、更省电、更轻薄、更耐用等优势，因而我们认为现阶段 Mini LED 可带来更多商机，预计 Mini LED 在未来将逐步替代传统 LED 显示并开辟新的市场。

表 5: LED 显示技术分类及应用场景

产品类型	点间距 (mm)	像素密度 (PPI)	4K*2K 屏的边长尺寸 (cm*cm)	对角线尺寸 (英寸)	可分辨极限距离 (m)	使用场合或观看距离
Micro LED	<0.02	>1270	<8*4	<3.5	人眼不可分辨	消费电子 (NB、手机、穿戴设备)
	<0.08	>300 (视网膜屏)	32*16	14.1	人眼不可分辨	
	0.1	254	40*20	17.6	0.34	
Mini LED	0.2	127	80*40	35.2	0.7	LED 电视
	0.5	51	200*100	88	1.7	
	0.7	36	280*140	123	2.4	
	1.0	25	400*200	176	3.4	
小间距 LED	1.2	21	280*240	211	4.1	室内，观看距离 3-6 米
	1.5	17	600*300	264	5.2	
	2.0	13	800*400	352	6.9	
	2.5	10	1000*500	440	8.6	
	3.0	8.5	1200*600	528	10.3	
普通 LED 屏	4.0	6	1600*800	704	13.7	室内或者室外，观看距离 5-15 米
	>10	<2.5	>4000*2000	1761	>34.4	

资料来源：中国产业信息网，中信证券研究部

**Mini 背光有望在 100 寸以下产品率先应用，Mini RGB 直显也已导入超大尺寸市场。**

Mini LED 目前主要有两条应用方向：一是背光应用，即取代传统 LED 作为液晶屏幕的背光源，可通过更加精细的分区调控改善背光效果；二是 RGB 直显，即小间距自发光显示的“2.0”版本，通过更加微缩化的芯片达到更细腻显示效果。与传统背光显示器相比，Mini 背光显示器显示效果更优，技术难度相对较低，有望在中大屏领域先行成熟并向市场推广。

2020 年 8 月，TCL 在海外推出新一代 6 系列 Roku 电视，使用千余颗 Mini LED 灯珠作为背光，实现 240 区分区控光，55 寸售价仅为 650 美元（约 4510 元人民币），成

为高端电视市场的“入门级”产品；9月，小米在国内推出82寸8K Mini LED背光电视，搭载的灯珠数量高达15360颗，共有960个控光分区，售价4999元人民币。

根据产业链调研，三星有望于2021年推出Mini LED背光电视，已斥资约400亿韩元在越南设立相关产线，我们预计首年出货量有望超200万台；苹果也计划在iPad Pro、MacBook Pro等一系列旗舰产品中导入Mini LED技术。Mini LED背光电视等中大尺寸端消费级背光产品相继问世，各大品牌厂商也持续推进相关创新产品的研发量产进程，Mini LED有望为LED行业带来新一轮的增长动力。RGB直显则是小间距LED显示屏的“2.0”升级版，具有自发光的特点，通常采用RGB Mini LED芯片组成显示像素，并将其通过SMT、COB等封装方式安装在驱动基板上作为显示屏，在可穿戴设备、高端大屏商显等领域前景广阔，有望持续渗透之前的小间距市场，国内相关厂商正加速布局以期尽快向市场推出性价比更优的直显产品。

图 23：小米电视大师系列 82"Mini LED 背光电视



资料来源：小米官网，已于2020年9月28日正式开售

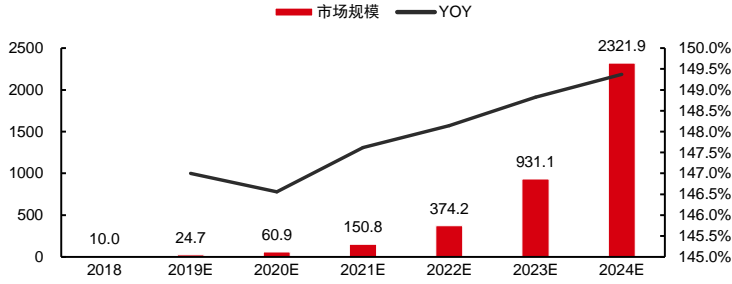
图 24：洲明科技 UMini 系列 Mini LED 显示器



资料来源：洲明科技官网

**Mini LED 技术拉动需求指数级增长，LED 行业未来可期。**随着 LED 芯片尺寸和点间距的进一步缩小，Mini 产品单位面积所需的 LED 灯珠数量呈现指数级增长，芯片用量远高于传统 LED。以 Mini 背光产品为例，单台传统侧入式背光液晶电视仅需 50-100 颗 LED 灯珠，而直下式 Mini LED 背光电视需要上万颗 LED 灯珠；单部 5 英寸智能手机背光所需 LED 灯珠数量也将由 20~30 颗上升至 9,000~10,000 颗；笔电数量也上升至约 10,000 颗。灯珠需求量的大幅增长有利于消耗产能，改变行业的供需结构，有望成为 LED 行业新一轮的增长动能，且技术难度更高，更利于行业的集中化。在各厂商加速布局下，我们认为未来几年将会是 Mini LED 的需求爆发期，据 Arizton 数据，2018 年全球 Mini LED 市场规模仅 1000 万美元，2024 年有望上升至 23.22 亿美元，6 年 CAGR 为 147.92%。

图 25: Mini LED 全球市场规模及增速 (百万美元, %)

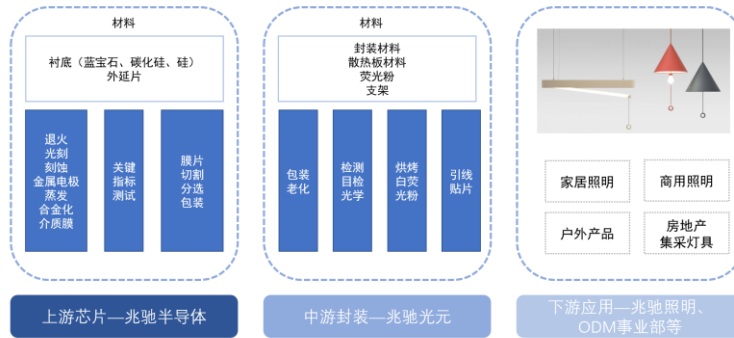


资料来源: Arizton (含预测), 中信证券研究部

**聚焦公司: 上中下游全面布局, 后发+垂直一体化优势明显, 掌握核心客户**

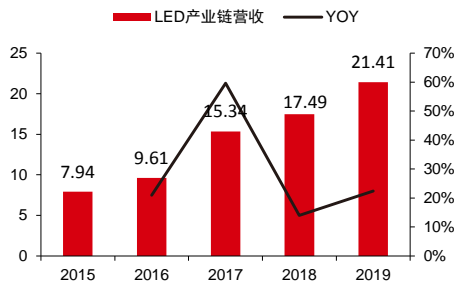
**业务布局: LED 全产业链布局, 垂直一体化优势逐渐凸显, 未来成长空间再提升。**公司基于中游封装业务向 LED 产业链上下游延伸, 进一步扩大产业链合作协同效应: 上游芯片端兆驰半导体已达产; 中游封装端计划再扩产 1000 条线, 继续保持自身规模化、标准化生产带来的成本优势; 下游应用端自有品牌“兆驰照明”从渠道推广转向房地产集采模式, 并与多家头部地产公司达成战略合作, 产业链垂直一体化布局已初具雏形。公司 2019 年 LED 板块收入 21.41 亿元 (大部分贡献来自于封装), 同比+22.44%, 营收占比提升至 16.10%, 我们预计营收规模有望在 3-4 年内翻倍增长至 60 亿+。

图 26: 公司 LED 全产业链布局



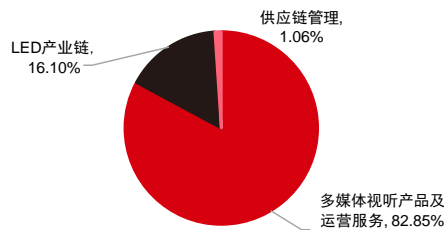
资料来源: 公司官网, 中商产业研究院, 中信证券研究部

图 27: 公司 LED 产业链营收及增长情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 28: 2019 年公司营业收入构成



资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

### ——上游芯片: 兆驰半导体已达产, 新一代智慧工厂后发优势突出, 积极布局 Mini/Micro 等创新领域。

我国 LED 芯片领域市场集中度较高, 据前瞻产业研究院, 2019 年三安光电、华灿光电、澳洋顺昌、乾照光电、聚灿光电五家头部企业的芯片产能占比高达 72%。历史发展来看: 公司封装业务需大量外部采购, 芯片供应的质量、价格等不确定性较高; 为进一步扩大产能, 同时继续保持规模化生产下的成本优势, 公司于 2017 年 7 月与南昌市政府合资成立江西兆驰半导体有限公司 (总注册资本 31 亿元, 其中公司投资 16 亿元, 持股占比 51.61%; 南昌市政府产业基金投资 15 亿元, 持股占比 48.39%), 布局 LED 上游芯片领域, 期望稳定原材料成本, 扩大产业集群优势, 促进产业链上下游协同, 充分发挥正内部性效应。兆驰半导体具有全球单一主体厂房最大外延及芯片产能, 通过集约化管理、高度自动化等方式打造了新一代智慧工厂。公司购入的 100 腔中微最新一代 MOCVD 设备 A7, 是目前业内 LED 产能最高、单位能耗最低的 MOCVD 设备, 每个反应腔的产量超过前一代 MOCVD 设备的 2 倍, 在成本、效率、稳定性等方面均具有突出的后发优势, 工厂已于 2019 年第四季度正式投入运营。

根据公司公告, 氮化镓 LED 芯片项目 2019 年四季度投产, 公司目前有蓝光芯片月产能 56 万片四寸片, 行业 TOP2, 2021 年红黄光芯片月产能 5 万片四寸片达产且有望继续扩产, 目前芯片产能正处于放量状态, 单月营收已过亿, 但产品结构仍以照明为主, 内销为主。公司积极布局新技术, 兆驰半导体 Mini 背光芯片 2020 年三季度已经开始小范围送样。展望未来: 一方面芯片产能全部开出后的规模化优势及后发优势有望带动芯片端营收贡献迅速提升; 另一方面, 产品结构也将持续升级, 我们预计公司未来内部销售的芯片占比有望降至 30%, 照明占比也有望下降 (显示及背光占比提升)。我们认为芯片端的营收贡献有望在今明年达到与封装端相当。

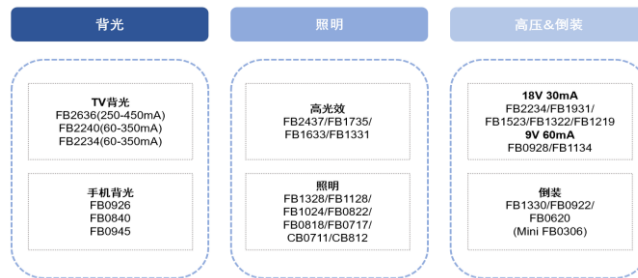


表 6: 中微公司两代 MOCVD 设备对比

设备名称	Prismo A7	Prismo D-BLUE
外观		
推出时间	2017	2013
反应腔	可配置 4 个 28 英寸的反应腔, 均可独立控制	可配置 4 个 19 英寸的反应腔, 均可独立控制
产能	可同时加工 136 片 4 英寸晶片或 56 片 6 英寸晶片, 工艺能力还能延展到生长 8 英寸外延晶片	可同时加工 232 片 2 英寸晶片或 56 片 4 英寸晶片, 工艺能力还能延展到生长 6 英寸和 8 英寸外延晶片

资料来源: 中微公司官网, 中信证券研究部

图 29: 兆驰半导体芯片产品布局



资料来源: 公司官网, 中信证券研究部

——**中游封装: 兆驰光元主导, 持续扩张期, 产能持续爬坡。**中游封装业务主要由子公司江西兆驰光元科技股份有限公司(原兆驰节能)主导。2011年4月, 兆驰节能正式成立, 当年营收即达到2.7亿元, 此后营收保持增长, 2018年达16.17亿元; 2020年, 兆驰股份对子公司兆驰节能进行战略调整, 兆驰节能于新三板退市后迁至江西南昌并更名为“兆驰光元”, 根据公司公告, 兆驰光元后续有望分拆上市。兆驰光元生产的LED封装产品主要下游有三大块: LED照明、LED背光和LED显示。产能来看, 2019年供给下游照明、背光、显示三板块的占比为“6-3-1”, 我们认为公司在未来三年内有望将产能调整为“4-3-3”, 逐渐拉升显示业务的产能占比。目前兆驰光元的LED封装业务正处于高速发展阶段: 2019年, 兆驰光元第一期1000条LED封装生产线扩建项目已全部落成, 平均一条生产线的月产能约8KK; 根据市场需求和LED全产业链的战略布局, 公司第二期1500条LED封装生产线的扩建已于2020年年底前全部投产; 2021-2022年公司计划再扩产1000条生产线, 全部达产后月产能可达200亿颗灯珠。

表 7: 兆驰光元发展历程

时间	发展历程
2011年4月	兆驰股份子公司——深圳市兆驰节能照明有限公司正式成立, 当年实现营收2.7亿元
2014年3月	设立南昌子公司——江西兆驰光电, 当年实现营收8.8亿元
2015年10月	在江西南昌扩产200条线, 进一步扩大生产规模
2016年8月	成功挂牌新三板

时间	发展历程
2018年9月	成立照明事业部及背光事业部
2019年4月	南昌产业园扩产1000条线
2019年9月	成立显示事业部
2020年1月	兆驰节能从新三板退市
2020年4月	总部迁至南昌产业园并正式更名为兆驰光元，拟分拆后在深交所创业板上市
2020年6月	南昌产业园扩产1200条线

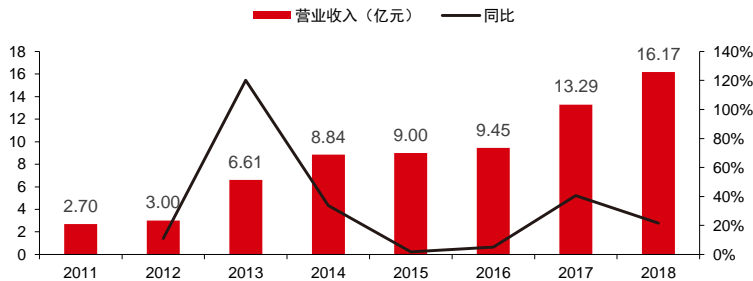
资料来源：公司官网，中信证券研究部

图 30：兆驰光元业务布局及部分客户



资料来源：公司官网，中信证券研究部 注：logo 来自各公司官网

图 31：兆驰节能营业收入（亿元）及同比变化（%）



资料来源：wind，中信证券研究部

**——下游应用：积极拓展房地产集采业务，加大投资建设中山照明产业园区。**在通用照明领域，公司通过自有品牌“兆驰照明”及 ODM 事业部进行布局，每年业务增长可达 20%~30%甚至更高。产品端，公司已推出上千余款产品，覆盖商照、工程、家居、流通类等渠道的十余个品类，产品阵容初具规模。销售端，公司 ODM 及海外业务发展至今已有 8 年历史，凭借优秀的产品力、稳定的品质和极具竞争力的成本优势在业内赢得良好口碑，与部分国内外一线品牌均有紧密合作；自有品牌兆驰照明积极探索多元化业务模式，通过资源整合从渠道运营向地产公司战略集采转型，通过与头部地产公司战略集采系统紧密合作，大力推动商业地产项目集采业务的快速拓展。2020 年 7 月，兆驰照明在广东省

中山市古镇投资 6 亿元建设中山兆驰产业园，以充分利用产业集群优势，进一步开展照明灯饰的产品研发、生产业务。产业园总规划建筑面积超过 28 万平方米，目标是打造中山最大的照明灯饰基地之一，预计项目将于 2021 年下半年竣工投产；投产后中山照明产业园预计将成为兆驰集团 LED 产业链中最重要的一个生产基地，我们认为营收有望突破 10 亿元。

图 32：兆驰照明业务模式



资料来源：兆驰照明，中信证券研究部

**LED 板块盈利预测：**基于公司 LED 全产业链业务分析，我们预计该板块业务 2020~2022 年的营业收入分别达到 31.08 亿、53.15 亿、62.06 亿元，有望在未来 3~5 年内实现 60 亿元+营收，其中 2020-2021 年增速较快主要源于公司扩产能逐步释放中，贡献增量营收及利润。

表 8：公司 LED 全产业链业务板块盈利预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入 (百万元)</b>	<b>1,748.91</b>	<b>2,141.30</b>	<b>3,108.12</b>	<b>5,314.94</b>	<b>6,205.88</b>
-LED 芯片 (兆驰半导体)			240.00	1,920.00	2,304.00
-LED 封装 (兆驰光元)			2,224.09	2,557.71	2,813.48
-LED 照明 (兆驰照明)			644.03	837.23	1,088.40
<b>营业收入增长率</b>	<b>14.00%</b>	<b>22.44%</b>	<b>45.15%</b>	<b>71.00%</b>	<b>16.76%</b>
-LED 芯片 (兆驰半导体)			1500.00%	700.00%	20.00%
-LED 封装 (兆驰光元)			30.00%	15.00%	10.00%
-LED 照明 (兆驰照明)			55.00%	30.00%	30.00%
<b>毛利率</b>	<b>14.05%</b>	<b>20.50%</b>	<b>18.08%</b>	<b>19.64%</b>	<b>19.75%</b>
-LED 芯片 (兆驰半导体)			23.00%	23.00%	23.00%
-LED 封装 (兆驰光元)			17.00%	17.00%	17.00%
-LED 照明 (兆驰照明)			20.00%	20.00%	20.00%

资料来源：公司公告，中信证券研究部测算及预测

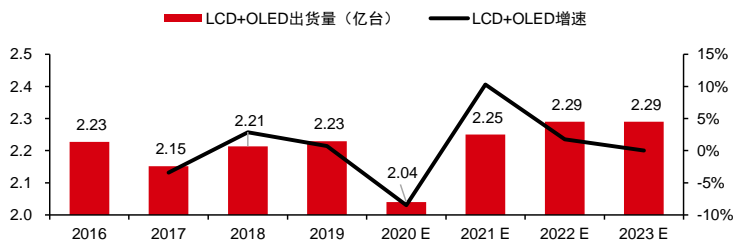
## 电视：规模优势持续，增长态势领先行业

**本章核心观点：在电视领域，公司已成为 ODM 全球 TOP2，未来将持续受益于集中度提升带来的出货量增长。**根据 IHS 数据，全球电视出货量近年来在 2.2 亿台附近，趋于稳定，但 ODM 占比持续提升，2019 年已达到 45%，与 2016 年相比+20pcts。公司作为国内电视 ODM 龙头，长年为夏普、海尔、小米等国内外一线品牌提供电视代工服务，业务高速增长，ODM 市占排名从 2019 年的全球第四上升至 2020 年的全球第二，超越 Foxconn 富士康和 TCL，2020 年代工出货量达 1260 万台，同比增长 39%，占全球电视代工市场份额的 9.41%，目前仅次于 TPV 冠捷。受益于行业持续向 ODM 趋势集中、台厂份额向大陆厂商转移、代工行业向龙头集中的趋势，公司有望凭借在核心技术、客户渠道、产品品控方面的优势，持续提升电视代工领域的龙头地位，我们认为未来 2-3 年板块增速有望保持 10-20%。此外，公司还基于代加工经验进军互联网电视，推广高性价比自主品牌，并在硬件之外自研 FunOS 软件操作系统，产品线齐全。

### 行业趋势：电视代工业务整体向头部、ODM 及大陆系集中

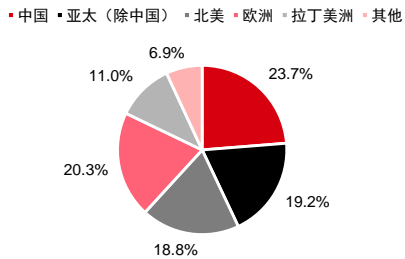
**全球液晶电视出货量平稳，新兴市场具有增长潜力。**根据 IHS 统计，全球电视需求量稳定于 2.2 亿台。分区域来看，美国、欧洲等发达国家销量占比高，但需求趋于平缓；新兴区域如印度、东南亚等地人均保有量低，且多为非智能电视，预计成为下一个增长点。

图 33：全球液晶电视出货量（左轴）及增速（右轴）



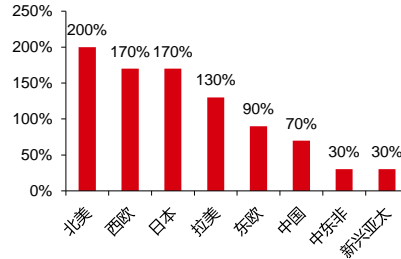
资料来源：IHS（含预测），中信证券研究部

图 34: 2019 年世界电视机分地区销量



资料来源: IHS, 中信证券研究部

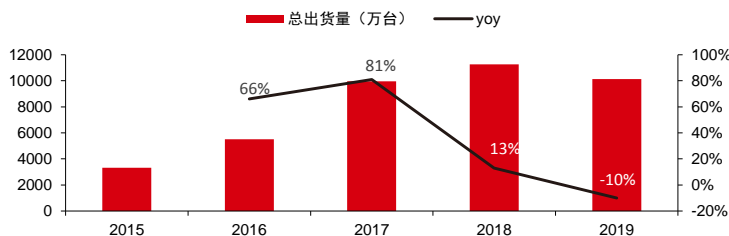
图 35: 2018 年平板 TV (不含 CRT) 户均保有量



资料来源: TCL 电子公告, 中信证券研究部

**贸易战与疫情双重影响, 电视代工市场近两年受挫。**根据洛图科技的数据, 2015-2018 年电视代工出货量 CAGR 为 50.3%, 市场蓬勃发展; 2019 年受贸易摩擦影响, 电视加征 15% 关税, 大量生产商将中国工厂和电视生产业务对外转移至东南亚, 代工业务受到冲击, 出货量下降 10%; 2020 年上半年, 疫情影响下工厂生产能力受限, 跨国运输能力下降, 且全球经济遭受重创, 消费者购买能力下降。根据奥维统计, 2020 年上半年全球十四家代工厂出货量同比下降 18%, 中国、北美、西欧出货量分别下降 7%/27%/26。三季度电视需求复苏, 出货同比增加 25%。AVC 预计 2020 年全球电视代工出货 1.04 亿台, 同比增长 2%。

图 36: 2015-2019 电视代工出货量



资料来源: 洛图科技, 中信证券研究部

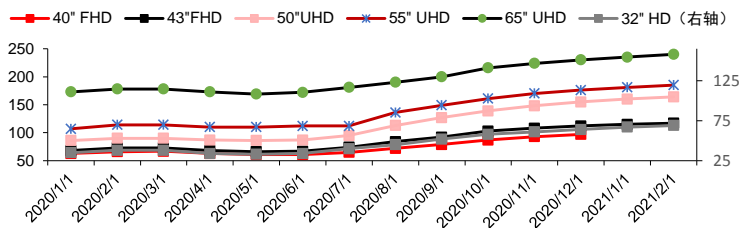
**电视代工趋势一: 技术迭代加快, OEM 向 ODM 模式转换。**电视市场产品升级速度加快, 智能电视、8K、Mini LED 等新技术不断涌现。ODM 企业技术研发实力更强, 在采购、设计、生产上拥有较大主动权, 且往往拥有面板制造、软件开发等其他业务, 产业链条更长, 能够适应市场需求。盈利方面, ODM 公司的利润来自设计、制造和采购, 利润率通常比 OEM 企业要高。成本角度, 随着日韩退出 LCD 面板产能, 全球面板价格上涨, 电视制造成本上升, ODM 企业适应能力更强, 有望获得 OEM 企业份额。从结果来看, 兆驰和 TCL 等 ODM 企业份额不断增加, 2020 年两家企业市场份额达到 20.5%, 相比 2017 年提升 7.5pcts。

表 9: ODM 与 OEM 生产模式比较

	ODM (Original Design Manufacturer)	OEM (Original Equipment Manufacturer)
合作模式	品牌方只需提出产品的性能、功能等要求, 生产厂商负责研发、设计与制造产品	品牌方利用自身掌握的核心技术研发、设计产品, 生产厂商只负责加工生产
知识产权归属	归属于生产厂商, 品牌方可买断	归属于品牌方
代表厂商	兆驰、TCL	富士康

资料来源: 中信证券研究部

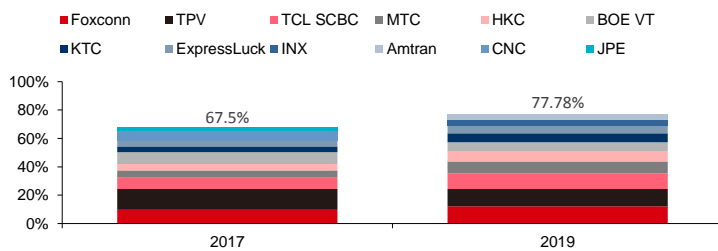
图 37: 面板价格变动 (元)



资料来源: 群智数据, 中信证券研究部

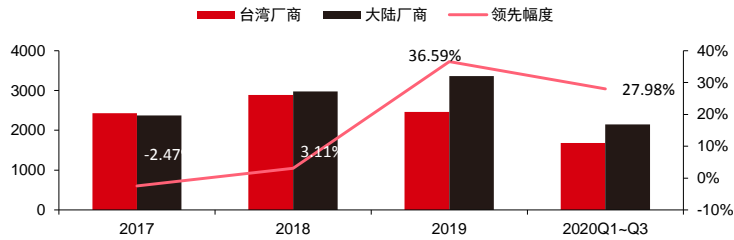
**电视代工趋势二: ODM 业务向头部集中, 大陆厂商赶超台系。**面对国内电视消费迎来结构性变化, 华为、小米等众多互联网企业也纷纷入局, 借助互联网优势不断争夺市场份额, 市场渗透率逐步提高。为了保证品牌质量, 互联网厂商对代工厂要求较高, 更倾向于选择产能与质量更强的头部企业。此外, ODM 制造企业主要基于标准化, 头部企业具有规模化优势, 成本具竞争力。在此背景下, 电视代工市场逐渐向头部集中, 2019 年电视代工市场 CR10 提升 9.6pcts 至 77.8%。台系代工龙头富士康客户较为单一, 主要客户 Sharp、Sony 受到中韩品牌冲击, 订单大幅下降; 此外, 随着面板产能向内陆转移, 国内企业具有产业一体化优势, 成本低效率高; 内陆企业的信息化和自动化的改造更彻底, 份额增长迅速。2020 前三季度前五厂商中大陆厂商出货量占比达到 29.5%, 领先台系企业。

图 38: 2017 与 2019 年电视代工市场 CR10 对比



资料来源: AVC Revo, 洛图科技, 中信证券研究部

图 39: 2017-2020Q3 大陆与台湾前五大厂商代工出货量 (万台)



资料来源: AVC Revu, 中信证券研究部

### 聚焦公司: ODM 经验丰富, 产品线完整, 代工市占率逆势升至 TOP2

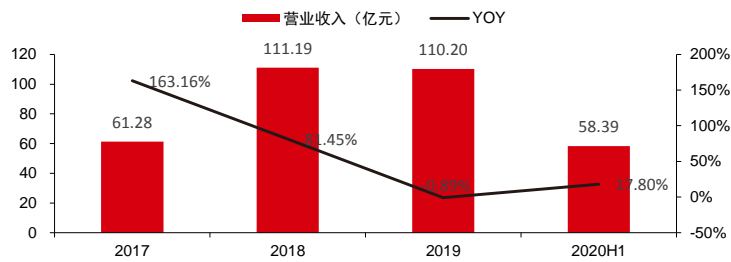
**ODM 经验丰富, 产品线完整, 近年来逆势增长, 代工市占率升至第二。**兆驰股份作为国内电视 ODM 龙头, 长年为宜普、海尔、小米等国内外一线品牌提供电视代工服务, 深受客户认可。电视 ODM 业务始于 2007 年, 2019 年公司电视代工收入 90 亿, 占营收比重 67%。产品线完整, 在硬件上涵盖 18.5-70 寸、平面、曲面、窄边框、量子点等多种不同型号电视。得益于长期的技术和产品的积累, 公司获得众多国际知名品牌客户的青睐, 并成为全球消费类电子品牌和硬件厂商的长期合作伙伴。从出货量看, 2008-2019 年公司电视代工出货量 CAGR 为 31.9%, 在低迷的行业态势中实现逆势增长。OEM 厂商由于利润率较低压力更大, 丧失竞争优势退出市场, 被 ODM 取代。根据 DISCIEN 的统计数据, 2020 年全球 TV 代工出货量 1.34 亿台, 同比下滑 0.2%, 而公司的液晶电视 ODM 业务出货量达 1260 万台, 同比大增 39%, 占全球电视代工市场份额的 9.41%, 超越 Foxconn 富士康和 TCL 排名上升至全球第二, 目前仅次于 TPV 冠捷。在头部代工企业集中度逐步提升、ODM 企业对 OEM 企业市场份额替代不断加剧的趋势下, 我们认为公司在电视 ODM 市场的竞争优势将继续保持, 未来 2-3 年业务增速有望保持 10-20%。

图 40: 公司电视制造业务下游客户分布



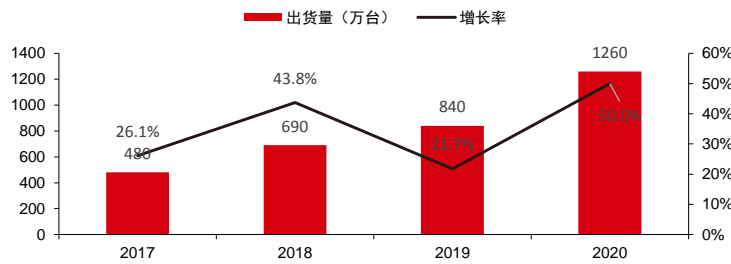
资料来源: 中信证券研究部绘制 注: logo 来自各公司官网

图 41: 公司多媒体视听产品及运营服务收入及增速



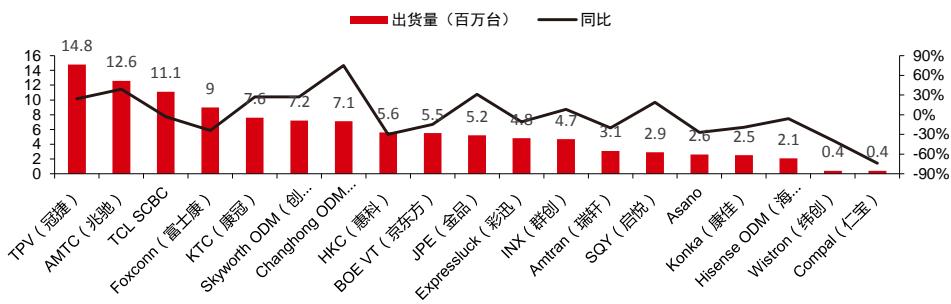
资料来源: wind, 中信证券研究部

图 42: 兆驰 2017-2020 年电视 ODM 出货量、增长率与市占率



资料来源: AVC Revco, 中信证券研究部

图 43: 2020 年全球主要 TV 代工厂出货情况及同比表现



资料来源: DISCIEN, 中信证券研究部

**基于代加工经验进军互联网电视，推广高性价比自主品牌。**公司于 2015 年收购风行在线后，陆续推出多款自主品牌风行电视，包括“青春版”“全面屏”“黄金曲面”“量子



点”系列。风行的量子点电视采用了三星、LG 原装 4K 完美 A+显示屏，拥有 178°超广视角和 6 毫秒的急速响应速度，能够实现高色域、高色纯度和持久稳定的色彩呈现，对静态和动态画面做到真实的还原，并为用户提供互联网内容运营服务，性价比极高。2017 年获得日本消费电子品牌 JVC 电视授权，全球销售 JVC 智能电视。

JVC 与拼多多开展“C2M+工厂直达”的合作模式，将兆驰股份雄厚的生产研发能力和拼多多挖掘探索的庞大消费需求结合起来，拼多多通过收集分析购买大数据，判断消费者购买需求并反馈制造商，兆驰股份可以据此实现针对性的生产安排，双方联手实现以需定制、按需定产，进一步优化供应链体系，有效避免中间费用和生产浪费，实现生产成本和产品性能最优配置。这种生产模式下生产出的高性价比产品非常契合拼多多的市场定位。面向的低端市场数据支持、按需生产、工厂直达，压缩渠道费用、优化产品配置，65 英寸 4K 智能电视仅售 1999 元，开售 10 小时交易金额突破 400 万，销量突破 4000 台。公司与渠道商深度合作，在全球范围内开展联合销售等多元化合作，“风行互联网电视”和“JVC 电视”畅销国内外，天猫、京东、沃尔玛、Best Buy 等大型电商和连锁超市均是重要客户。

表 10：风行互联网电视主要产品

产品系列	具体型号	价格 (元)	示例	系列特点
青春版系列	F32Y	1599		性价比高、资源丰富
	F55Y	3999		
全面屏系列	V50B6223	3399		窄边框、4K 高清
	V55B6223	4999		
	V65B6223	5699		
黄金曲面系列	G55C	4899		曲面屏、4K 高清
	F55C	5299		
	F65C	7999		
量子点系列	Q49	4299		量子点技术、广色域、4K 高清
	Q55	5399		
	Q65	6999		

资料来源：公司官网，中信证券研究部

**自研 FunOS 操作系统，内容资源丰富。**打造硬件的同时，公司也提供软件服务。面向国际市场，提供搭载 Roku、AndroidTV、Amazon Fire TV 的解决方案。面向国内市场，公司自研 FunOS 智能电视操作系统，成功为全球数以亿计的用户提供从 PC、移动到电视全覆盖的网络视频流媒体服务，为用户提供更丰富、更流畅、更智能的视频娱乐新体验。2015 年收购风行视频网，实现了“实业+互联网”的跨界战略转型，2016 年发布短视频平台“美盖”，涉及内容制作，宣传发行和营销服务，拥有电影、电视剧、体育赛事等丰富内容资源，为用户提供精准化高质量的内容，有效保证了电视份额，同时也为广告主提供专属定制化的短视频营销方案。

图 44: 风行视频界面展示



资料来源: 公司官网

图 45: FunUI 界面展示



资料来源: 公司官网

**电视板块盈利预测:** 基于公司多媒体视听产品与运营服务业务分析, 我们认为行业 ODM 趋势将持续, 且公司有望继续承接台湾企业的代工份额, 我们预计该板块业务 2020~2022 年的营业收入分别为 149.10 亿、165.29 亿、190.40 亿元。

表 11: 公司多媒体视听产品与运营服务板块盈利预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	11,118.85	11,020.38	14,909.76	16,529.00	19,040.41
营业收入增长率	27.88%	-0.89%	35.29%	10.86%	15.19%
毛利率	9.48%	12.91%	13.55%	13.58%	13.62%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部测算及预测

## 风险因素

LED 需求和扩产不及预期; 电视需求不及预期; 面板价格波动较大; 行业竞争加剧; 宏观环境低迷; 新技术推进不及预期等。

## 关键假设及盈利预测

### 关键假设

- 1、公司 LED 扩产计划如期进行
- 2、LED 行业不存在突发性价格或需求下滑
- 3、公司产品导入及结构改善如期进行
- 4、公司在电视 ODM 行业的市占率稳中有升

如上述关键假设顺利推进, 我们预测公司 2021/2022/2023 年收入增速分别为 36.6%/21.1%/15.5%。公司 LED 产能放量持续, 同时成本规模化效应产生, 我们预测公司 2021/

批注 [h1]: 盈利预测假设过于简单

2022/2023 年的毛利率分别 15.0%/15.6%/15.7%。公司管理结构稳健，我们预测公司 2021/2022/2023 年的期间费用率分别为 4.6%/4.6%/4.2%。

### 盈利预测

公司核心业务是电视 ODM 代工业务与 LED 全产业链业务。公司为全球电视 ODM 代工龙头，2020 年排名升至第二，并凭借规模优势、客户关系与政府支持立足 LED 封装向产业链上下游拓展，实现多业务群协同发展，目前公司的电视代工业务行业地位稳定，未来有望随行业集中度提升与地区产业链转移趋势而持续受益，同时 LED 封装已上量，LED 芯片也正逐步放量与产品结构改善中，我们中长期看好两块业务的布局方向及成长逻辑，预计公司 2020/2021/2022 年 EPS 分别为 0.36/0.44/0.50 元，考虑公司龙头地位及行业垂直一体化布局的服务优势，给予 2021 年 20 倍 PE，对应目标价 8.8 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 12：公司收入拆分（百万元）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业总收入（百万元）</b>	<b>12,867.77</b>	<b>13,302.20</b>	<b>18,172.45</b>	<b>22,013.97</b>	<b>25,433.32</b>
多媒体视听产品及运营服务	11,118.85	11,020.38	14,909.76	16,529.00	19,040.41
LED 产业链	1,748.91	2,141.30	3,108.12	5,314.94	6,205.88
-LED 芯片（兆驰半导体）		15.00	240.00	1,920.00	2,304.00
-LED 封装（兆驰光元）	1,616.97	1,710.84	2,224.09	2,557.71	2,813.48
-LED 照明（兆驰照明）	131.94	415.50	644.03	837.23	1,088.40
供应链管理	-	140.52	154.57	170.03	187.04
<b>营业收入增长率</b>	<b>25.8%</b>	<b>3.4%</b>	<b>36.6%</b>	<b>21.1%</b>	<b>15.5%</b>
多媒体视听产品及运营服务	27.9%	-0.9%	35.3%	10.9%	15.2%
LED 产业链	14.0%	22.4%	45.2%	71.0%	16.8%
-LED 芯片			1500.0%	700.0%	20.0%
-LED 封装	21.7%	5.8%	30.0%	15.0%	10.0%
-LED 照明	-35.7%	214.9%	55.0%	30.0%	30.0%
供应链管理		100.0%	10.0%	10.0%	10.0%

资料来源：公司公告，中信证券研究部测算及预测

利润表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	12,868	13,302	18,172	22,014	25,433
营业成本	11,568	11,319	15,456	18,579	21,453
毛利率	10.10%	14.91%	14.95%	15.60%	15.65%
营业税金及附加	72	66	87	113	126
销售费用	422	417	454	550	636
营业费用率	3.28%	3.14%	2.50%	2.50%	2.50%
管理费用	222	191	218	264	305
管理费用率	1.73%	1.44%	1.20%	1.20%	1.20%
财务费用	82	(143)	169	209	137
财务费用率	0.64%	-1.07%	0.93%	0.95%	0.54%
投资收益	199	43	157	133	111
营业利润	485	1,340	1,832	2,243	2,617
营业利润率	3.77%	10.08%	10.08%	10.19%	10.29%
营业外收入	4	12	8	8	9
营业外支出	9	97	0	0	0
利润总额	479	1,256	1,840	2,251	2,627
所得税	63	78	147	203	263
所得税率	13.16%	6.21%	8.00%	9.00%	10.00%
少数股东损益	(29)	43	62	75	87
归属于母公司股东的净利润	445	1,135	1,631	1,973	2,277
净利率	3.46%	8.53%	8.97%	8.96%	8.95%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	3,864	4,043	6,349	6,998	8,234
存货	1,336	2,133	2,604	2,922	3,676
应收账款	4,177	3,790	5,871	6,843	7,790
其他流动资产	3,561	6,305	6,624	6,627	6,758
流动资产	12,938	16,272	21,449	23,390	26,459
固定资产	1,211	2,046	2,751	2,907	3,014
长期股权投资	6	4	4	4	4
无形资产	267	365	365	365	365
其他长期资产	4,244	3,299	3,299	3,299	3,299
非流动资产	5,728	5,714	6,418	6,575	6,682
资产总计	18,666	21,986	27,867	29,965	33,141
短期借款	4,302	3,897	8,412	7,078	6,179
应付账款	2,508	4,827	4,574	5,817	7,405
其他流动负债	669	2,449	2,375	2,516	2,639
流动负债	7,479	11,173	15,361	15,411	16,222
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	2,504	1,040	1,040	1,040	1,040
非流动性负债	2,504	1,040	1,040	1,040	1,040
负债合计	9,983	12,213	16,401	16,450	17,262
股本	4,527	4,527	4,527	4,527	4,527
资本公积	169	154	154	154	154
归属于母公司所有者权益合计	8,718	9,752	11,383	13,356	15,633
少数股东权益	-34	21	83	158	245
股东权益合计	8,684	9,773	11,466	13,514	15,878
负债股东权益总计	18,666	21,986	27,867	29,965	33,141

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	479	1,256	1,840	2,251	2,627
所得税支出	-63	-78	-147	-203	-263
折旧和摊销	167	204	295	344	392
营运资金的变化	431	-2,786	-3,231	67	-149
其他经营现金流	-117	-76	47	101	55
经营现金流合计	897	-1,480	-1,196	2,560	2,663
资本支出	-1,458	-2,239	-1,000	-500	-500
投资收益	199	43	157	133	111
其他投资现金流	-1,797	4,926	-1	-1	-2
投资现金流合计	-3,056	2,730	-844	-368	-391
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	10,167	12,351	4,515	-1,334	-899
股息支出	0	0	0	0	0
其他融资现金流	-9,130	-12,911	-169	-209	-137
融资现金流合计	1,037	-560	4,346	-1,543	-1,036
现金及现金等价物净增加额	-1,122	690	2,306	649	1,236

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	25.80%	3.38%	36.61%	21.14%	15.53%
营业利润增长率	-30.31%	176.58%	36.69%	22.40%	16.72%
净利润增长率	-26.13%	154.77%	43.72%	20.98%	15.43%
毛利率	10.10%	14.91%	14.95%	15.60%	15.65%
EBITDA Margin	4.52%	9.46%	12.34%	12.40%	12.07%
净利率	3.46%	8.53%	8.97%	8.96%	8.95%
净资产收益率	5.11%	11.64%	14.33%	14.77%	14.57%
总资产收益率	2.39%	5.16%	5.85%	6.58%	6.87%
资产负债率	53.48%	55.55%	58.85%	54.90%	52.09%
所得税率	13.16%	6.21%	8.00%	9.00%	10.00%
股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上	
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间	
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上	

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告有任何疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与美国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场监管局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获取更详细的信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告所载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。