

投资评级 **优于大市** 首次覆盖

LED 全产业链覆盖，打造第二成长曲线

股票数据

06月06日收盘价(元)	5.26
52周股价波动(元)	3.21-5.39
总股本/流通A股(百万股)	4527/4487
总市值/流通市值(百万元)	23812/23601

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	16.6	7.8	16.6
相对涨幅(%)	21.8	14.8	24.0

资料来源: 海通证券研究所

投资要点:

- LED 全产业链覆盖，COB 扩产打造 LED 显示竞争力。**公司在 LED 产业链实现了“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。芯片端，2022年，兆驰半导体计划新增52腔MOCVD及配套生产设备用于氮化镓Mini LED芯片扩产项目，满产后公司LED芯片月产能可达110万片4寸片；封装端，在Mini LED背光方面，2022年公司封装技术方案广泛应用于国内外品牌客户，主要用于电视机、显示器领域，并已占据市场较大份额；显示端，截止2023年4月28日，公司已有600条COB封装生产线，2023年一季度，公司计划新增1100条COB封装线，逐步扩产。
- ODM 业务全球前列，23Q1 出货量快速增长。**2022年，兆驰股份依托公司存量客户的资源，大力开拓除北美以外的如东南亚、南美、欧洲、中东非等市场，2022年公司ODM业务出货量为850万台，出货量居行业前列。根据洛图科技微信公众号，在面板价格快速上行的过程中，整机委托代工市场一般通过尽快下单和出货来锁定交易价格。叠加正逢中国市场618大促的关键备货期，4月全球电视代工市场迎来同环比双涨。我们认为公司作为行业前列厂商，有望受益于行业整体增长，公司2023Q1 ODM业务出货251万台，同比增长30%，同时公司将继续重点开拓海外增量市场，以保证出货量的稳定增长，同时将持续开发国际A类品牌客户并提升A类品牌客户占比。
- 深圳国资入股，公司价值有望持续提升。**2022年2月28日，兆驰股份控股股东南昌兆投及其一致行动人、实际控制人顾伟先生与深圳资本集团及其全资子公司亿鑫投资签署了《股份转让框架协议》，2022年7月25日完成转让过户。深圳资本集团作为深圳市属国有资本运营公司，是深圳市属国资拓展新兴产业布局的重要主体之一。基于对兆驰股份业务的认可，深圳资本集团及其全资子公司亿鑫投资通过此次股份受让扩大了深圳市属国资在智慧显示、LED、智慧家庭组网等产业的战略布局，提升公司价值。
- 盈利预测及投资评级。**我们预计公司2023-2025年营业收入分别为202.17/233.97/268.59亿元，2023-2025年公司归母净利润分别为17.15/20.63/24.92亿元，对应2023-2025年EPS分别为0.38/0.46/0.55元/股。基于PE估值法，我们给予公司2023年18-22X PE估值，我们认为公司的合理价值区间为6.82-8.33元/股，给予“优于大市”评级。
- 风险提示：**行业竞争加剧；LED新品渗透率不及预期；产品线开拓不及预期。

分析师: 张晓飞

Email: zxf15282@haitong.com

证书: S0850523030002

分析师: 薛逸民

Tel: (021)23185630

Email: xym13863@haitong.com

证书: S0850522080003

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	22538	15028	20217	23397	26859
(+/-)YoY(%)	11.7%	-33.3%	34.5%	15.7%	14.8%
净利润(百万元)	333	1146	1715	2063	2492
(+/-)YoY(%)	-81.1%	244.1%	49.6%	20.3%	20.8%
全面摊薄EPS(元)	0.07	0.25	0.38	0.46	0.55
毛利率(%)	15.8%	17.0%	18.6%	19.4%	20.2%
净资产收益率(%)	2.7%	8.4%	11.2%	11.9%	12.5%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

我们认为兆驰股份作为 LED 全产业链覆盖厂商,有望发挥产业链垂直一体化优势,增强产业链各环节在周期低位的韧性及景气度回暖之后更大的弹性。根据 Trendforce 微信公众号,2022 年全球 LED 终端需求明显下滑,LED 照明、LED 显示屏等市场持续低迷,2023 年 LED 产业复苏。同时公司在逐步扩张 LED 芯片、显示产能。

此外 ODM 业务方面,公司将继续重点开拓海外增量市场,以保证出货量的稳定增长,同时将持续开发国际 A 类品牌客户并提升 A 类品牌客户占比。

我们对公司主营业务进行如下假设:

假设条件 1: 我们预计视听及通信类电子产品业务 2023E-2025E 的收入同比增速分别为 20.75%、8.15%和 8.15%; 预计 LED 产业链业务 2023E-2025E 的收入同比增速分别为 75.50%、31.25%和 26.00%。

假设条件 2: 我们预计视听及通信类电子产品业务 2023E-2025E 的毛利率分别为 16.50%、17.00%和 17.50%; 预计 LED 产业链业务 2023E-2025E 的毛利率分别为 23.00%、23.50%和 24.00%。

表 1 兆驰股份分业务预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
视听及通信类电子产品					
营业收入 (百万元)	17565.83	11247.60	13581.48	14688.37	15885.47
Yoy	10.36%	-35.97%	20.75%	8.15%	8.15%
毛利率	12.97%	15.71%	16.50%	17.00%	17.50%
LED 产业链					
营业收入 (百万元)	4571.90	3780.78	6635.27	8708.79	10973.08
Yoy	24.17%	-17.30%	75.50%	31.25%	26.00%
毛利率	20.65%	20.86%	23.00%	23.50%	24.00%
供应链管理					
营业收入 (百万元)	400.39				
Yoy	-24.18%				
毛利率	86.00%				
合计					
营业收入 (百万元)	22538.11	15028.37	20216.75	23397.16	26858.55
Yoy	11.65%	-33.32%	34.52%	15.73%	14.79%
毛利率	15.83%	17.01%	18.63%	19.42%	20.16%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 2 可比公司盈利预测与估值表

代码	简称	EPS (元)			PE (倍)		
		2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
600703.SH	三安光电	0.14	0.38	0.53	139.17	49.84	35.99
300296.SZ	利亚德	0.11	0.34	0.43	58.79	19.50	15.25
300232.SZ	洲明科技	0.06	0.53	0.67	163.18	17.82	14.13
300303.SZ	聚飞光电	0.14	0.20	0.27	39.74	28.19	20.52
001308.SZ	康冠科技	2.23	2.40	2.91	13.23	12.28	10.12
	均值	0.54	0.77	0.96	82.82	25.53	19.20
002429.SZ	兆驰股份	0.25	0.38	0.46	20.78	13.89	11.54

资料来源: Wind, 海通证券研究所, 除兆驰股份外, 其余公司为 wind 一致预期, PE 对应股价为 2023 年 6 月 6 日。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	15028	20217	23397	26859
每股收益	0.25	0.38	0.46	0.55	营业成本	12473	16450	18854	21445
每股净资产	3.01	3.38	3.84	4.39	毛利率%	17.0%	18.6%	19.4%	20.2%
每股经营现金流	1.09	0.24	0.45	0.54	营业税金及附加	29	40	46	53
每股股利	0.08	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
价值评估 (倍)					营业费用	333	465	585	671
P/E	20.78	13.89	11.54	9.56	营业费用率%	2.2%	2.3%	2.5%	2.5%
P/B	1.75	1.56	1.37	1.20	管理费用	222	303	351	403
P/S	1.58	1.18	1.02	0.89	管理费用率%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
EV/EBITDA	8.63	8.77	7.31	5.95	EBIT	1341	2017	2427	2932
股息率%	1.4%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	90	0	0	0
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	17.0%	18.6%	19.4%	20.2%	资产减值损失	-323	0	0	0
净利润率	7.6%	8.5%	8.8%	9.3%	投资收益	2	0	0	0
净资产收益率	8.4%	11.2%	11.9%	12.5%	营业利润	1205	2029	2439	2944
资产回报率	4.5%	5.7%	6.2%	6.8%	营业外收支	-12	-12	-12	-12
投资回报率	6.7%	8.1%	8.9%	9.7%	利润总额	1194	2017	2427	2932
盈利增长 (%)					EBITDA	1988	2812	3281	3850
营业收入增长率	-33.3%	34.5%	15.7%	14.8%	所得税	27	303	364	440
EBIT 增长率	81.9%	50.5%	20.3%	20.8%	有效所得税率%	2.2%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	244.1%	49.6%	20.3%	20.8%	少数股东损益	21	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1146	1715	2063	2492
资产负债率	45.7%	48.0%	46.6%	44.9%					
流动比率	1.58	1.67	1.75	1.85	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	1.26	1.33	1.40	1.49	货币资金	4196	4714	5406	6507
现金比率	0.45	0.43	0.46	0.51	应收账款及应收票据	4469	6012	6958	7988
经营效率指标					存货	2233	2945	3375	3839
应收账款周转天数	114.09	85.61	91.53	91.88	其它流动资产	3758	4516	4980	5486
存货周转天数	68.35	56.65	60.33	60.55	流动资产合计	14657	18187	20719	23819
总资产周转率	0.59	0.73	0.74	0.77	长期股权投资	2	2	2	2
固定资产周转率	2.73	3.38	3.78	4.34	固定资产	5785	6163	6204	6181
					在建工程	1743	2291	2839	3387
					无形资产	505	489	473	457
					非流动资产合计	10951	11820	12315	12747
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	25608	30008	33035	36566
净利润	1146	1715	2063	2492	短期借款	3439	3450	3461	3472
少数股东损益	21	0	0	0	应付票据及应付账款	4301	5673	6501	7395
非现金支出	954	794	854	919	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	139	12	12	12	其它流动负债	1549	1756	1880	2015
营运资金变动	2681	-1436	-887	-970	流动负债合计	9289	10878	11843	12882
经营活动现金流	4941	1085	2042	2452	长期借款	1201	1201	1201	1201
资产	-1943	-1639	-1362	-1362	其它长期负债	1225	2334	2334	2334
投资	0	0	0	0	非流动负债合计	2426	3536	3536	3536
其他	-1423	-36	0	0	负债总计	11715	14414	15378	16417
投资活动现金流	-3367	-1675	-1362	-1362	实收资本	4527	4527	4527	4527
债权募资	981	1093	11	11	归属于母公司所有者权益	13613	15313	17376	19868
股权募资	7	0	0	0	少数股东权益	281	281	281	281
其他	-1791	30	0	0	负债和所有者权益合计	25608	30008	33035	36566
融资活动现金流	-803	1123	11	11					
现金净流量	821	518	692	1101					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 06 月 06 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

张晓飞 电子行业
薛逸民 电子行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 鼎龙股份, 华海诚科, 东芯股份, 拓荆科技, 中微公司, 安集科技, 沪硅产业, 洲明科技, 圣邦股份, 盛美上海

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通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。