

收入规模快速增长，多重因素拖累净利率

投资要点

- 事件:** 公司发布2024三季度报，2024年前三季度公司实现营收161.6亿元，同比增长27.4%；归母净利润13.7亿元，同比增长7.9%；扣非净利润13.1亿元，同比增长17.3%。单季度来看，Q3公司实现营收66.4亿元，同比增长34.1%；归母净利润4.6亿元，同比减少14.1%；扣非后归母净利润4.5亿元，同比减少7.8%。
- 电视出货+40%，LED产业链稳步增长。**根据洛图科技数据，公司2024Q3电视出货440万台，同比增长40%，为支撑Q3营收增长主要动力，主要系北美客户为Q4旺季备货所致；LED产业链同比稳步增长，预计收入增速维持H1水平(+30%)。
- 非核心业务拖累盈利能力，多重因素影响净利率。**公司2024Q3毛利率同比减少4.3pp至14.4%，我们认为其主因并非核心业务的盈利能力下降，一方面公司2024Q3因业务调整产生了7580.5万元资产减值损失，相较于同期4705.2万元资产减值损失有所增加，所得税6398万元，较2023Q3增长5770万元；另一方面美元汇率波动产生的汇兑损益也影响了公司当期账面净利润。费用率方面，公司销售/管理/财务/研发费用率分别为0.9%/0.8%/0.5%/3.5%，分别同比-0.6pp/+0.3pp/-0.5pp/-0.3pp。净利率来看，2024Q3公司净利率为7%，同比-4.1pp。
- 组网业务积极调整，新业务领域拓展加速。**公司在聚焦现有业务龙头地位的同时，兼顾产业链延伸，积极调整、拓展其他业务。其中：1)组网业务主要包含机顶盒、路由器、智能门锁、AI音箱等产品，竞争加剧情况下盈利承压，公司积极进行业务调整；2)公司在聚焦现有业务龙头地位的同时，兼顾产业链延伸，积极拓展光通讯器件这一全新领域，并已构建光通讯器件、模块、芯片的垂直产业链雏形，进一步拓宽业务版图。
- 盈利预测与投资建议。**公司核心业务表现优秀，2024Q3公司电视ODM货量位居行业第二，LED产业链同比稳步增长。预计公司2024-2026年EPS分别为0.41元、0.48元、0.57元，分别给予公司2025年ODM板块/LED板块10/20倍PE，对应目标价7.1元，维持“买入”评级。
- 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。

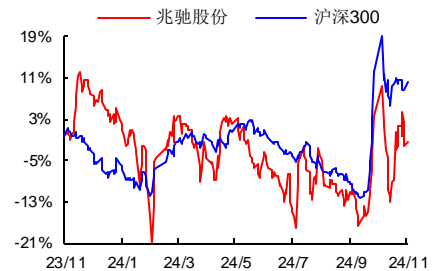
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	17167.02	21358.11	23941.02	26752.21
增长率	14.23%	24.41%	12.09%	11.74%
归属母公司净利润(百万元)	1588.42	1834.08	2193.97	2575.67
增长率	38.61%	15.47%	19.62%	17.40%
每股收益EPS(元)	0.35	0.41	0.48	0.57
净资产收益率ROE	10.83%	11.29%	12.25%	12.98%
PE	15	13	11	9
PB	1.57	1.42	1.29	1.16

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 龚梦泓
执业证号: S1250518090001
电话: 023-63786049
邮箱: gmh@swsc.com.cn
联系人: 方建钊
电话: 18428374714
邮箱: fjj@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)	4.22-5.96
总市值(亿元)	232.23
总资产(亿元)	302.65
每股净资产(元)	3.47

相关研究

- 兆驰股份(002429): ODM高基数下回落, LED利润贡献过半(2024-04-30)
- 兆驰股份(002429): 电视ODM及LED双增长, 助推公司业绩高增(2024-04-17)
- 兆驰股份(002429): 全球TV代工龙头, MiniLED进入收获期(2023-11-29)

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：考虑到公司电视 ODM 业务海外客户订单增长明显，LED 产业链布局完善，产能、良率、效率都有所提升，假设 2024-2026 年公司电视代工出货量分别同比增长 20%、10%、10%，假设电视代工业务单台净利润稳定在 85 元左右。

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，假设 2024-2026 年公司视听及通信类电子产品毛利率平均约为 15.4%；LED 系列产品毛利率分别为 26%、26.5%、27%。

假设 3：假设 2024-2026 年公司销售费用率维持在 2.2%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 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		2023A	2024E	2025E	2026E
合计	营业收入	17,167.02	21,358.11	23,941.02	26,752.21
	增速	14.23%	24.41%	12.09%	11.74%
	营业成本	13,934.78	17,415.72	19,452.02	21,661.95
	毛利率	18.83%	18.46%	18.75%	19.03%
视听及通信类电子产品	营业收入	12,662.91	15,195.49	16,715.04	18,386.55
	增速	12.6%	20.0%	10.0%	10.0%
	营业成本	10,593.34	12,855.39	14,140.92	15,555.02
	毛利率	16.34%	15.40%	15.40%	15.40%
LED 系列产品	营业收入	4,504.12	6,162.63	7,225.98	8,365.67
	增速	19.1%	36.82%	17.25%	15.77%
	营业成本	3,341.44	4,560.34	5,311.10	6,106.94
	毛利率	25.81%	26.00%	26.50%	27.00%

数据来源：Wind，西南证券

公司视听产业与 LED 产业链业务相对独立，差异较大，故采取分部估值方式较为合理。根据公司不同产业净利率水平以及我们前期的估值测算，公司 2025 年归母净利润约 21.9 亿，其中电视代工业务利润约为 11.8 亿，LED 业绩贡献 10.2 亿。

我们选取多媒体视听行业里面的两家公司作为参考，2025 年平均 PE 为 11.6 倍左右；选取 LED 上、中、下游分别一家公司作为可比公司，2025 年平均 PE 为 24.7 倍。参考行业平均估值，考虑公司代工业务为主，没有品牌业务，我们给予公司多媒体视听业务 10 倍 PE，对应市值 118 亿元；LED 业务 20 倍 PE，对应市值 204 亿元，合计对应市值 322 亿元，对应目标价 7.1 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	证券简称	最新价	EPS			PE		
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
001308	康冠科技	20.57	1.87	1.49	1.87	14.94	13.78	10.98
600060	海信视像	22.33	1.61	1.60	1.83	13.02	13.96	12.23
平均值						13.98	13.87	11.61
600703	三安光电	13.75	0.07	0.23	0.36	188.05	60.10	37.86
002745	木林森	8.60	0.29	0.45	0.60	29.90	18.97	14.43
300296	利亚德	5.32	0.11	0.19	0.25	53.12	28.06	21.70
平均值						90.36	35.71	24.66

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	17167.02	21358.11	23941.02	26752.21	净利润	1649.41	1904.50	2278.20	2674.56
营业成本	13934.78	17415.72	19452.02	21661.95	折旧与摊销	704.06	1037.26	1126.74	1218.98
营业税金及附加	49.72	56.47	62.58	71.45	财务费用	64.29	132.05	99.51	40.66
销售费用	369.93	469.88	526.70	588.55	资产减值损失	-291.72	-25.00	0.00	0.00
管理费用	218.55	1131.98	1268.87	1417.87	经营营运资本变动	-1153.28	-619.01	-1005.11	-935.75
财务费用	64.29	132.05	99.51	40.66	其他	1377.79	-41.60	48.56	33.95
资产减值损失	-291.72	-25.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	2350.55	2388.21	2547.91	3032.41
投资收益	3.58	5.00	5.00	5.00	资本支出	-703.83	-1016.00	-1015.00	-1015.00
公允价值变动损益	6.07	0.00	0.00	0.00	其他	877.27	11.00	5.00	5.00
其他经营损益	0.00	-61.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	173.44	-1005.00	-1010.00	-1010.00
营业利润	1714.45	2121.01	2536.34	2976.73	短期借款	-2359.19	141.59	-371.17	-760.81
其他非经营损益	-4.64	-4.90	-5.00	-5.00	长期借款	409.81	0.00	0.00	0.00
利润总额	1709.81	2116.11	2531.34	2971.73	股权融资	0.29	0.00	0.00	0.00
所得税	60.41	211.61	253.13	297.17	支付股利	-344.05	-476.89	-550.65	-658.69
净利润	1649.41	1904.50	2278.20	2674.56	其他	661.15	-868.17	-99.51	-40.66
少数股东损益	60.98	70.42	84.23	98.89	筹资活动现金流净额	-1632.00	-1203.47	-1021.33	-1460.17
归属母公司股东净利润	1588.42	1834.08	2193.97	2575.67	现金流量净额	898.34	179.74	516.58	562.24
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	4091.88	4271.62	4788.20	5350.44	成长能力				
应收和预付款项	7568.36	8550.94	9941.98	11089.25	销售收入增长率	14.23%	24.41%	12.09%	11.74%
存货	2678.35	3543.71	3979.85	4473.25	营业利润增长率	42.22%	23.71%	19.58%	17.36%
其他流动资产	1145.43	888.47	971.26	1061.37	净利润增长率	41.32%	15.47%	19.62%	17.40%
长期股权投资	2.32	2.32	2.32	2.32	EBITDA 增长率	28.12%	32.52%	14.35%	12.59%
投资性房地产	264.28	264.28	264.28	264.28	获利能力				
固定资产和在建工程	8074.49	8126.71	8089.46	7959.96	毛利率	18.83%	18.46%	18.75%	19.03%
无形资产和开发支出	992.26	922.23	851.20	780.17	三费率	3.80%	8.12%	7.92%	7.65%
其他非流动资产	1906.16	1902.71	1899.26	1895.80	净利率	9.61%	8.92%	9.52%	10.00%
资产总计	26723.55	28473.00	30787.82	32876.85	ROE	10.83%	11.29%	12.25%	12.98%
短期借款	1079.69	1221.28	850.11	89.30	ROA	6.17%	6.69%	7.40%	8.14%
应付和预收款项	5197.38	6098.35	7000.38	7773.17	ROIC	11.16%	12.21%	13.15%	14.04%
长期借款	1610.86	1610.86	1610.86	1610.86	EBITDA/销售收入	14.46%	15.41%	15.72%	15.84%
其他负债	3608.64	2678.59	2734.97	2796.17	营运能力				
负债合计	11496.57	11609.07	12196.33	12269.50	总资产周转率	0.66	0.77	0.81	0.84
股本	4526.94	4526.94	4526.94	4526.94	固定资产周转率	2.64	2.96	3.34	3.79
资本公积	910.36	910.36	910.36	910.36	应收账款周转率	3.79	3.98	3.81	3.79
留存收益	9573.71	10930.90	12574.22	14491.20	存货周转率	4.89	4.94	4.70	4.69
归属母公司股东权益	14801.66	16368.20	18011.52	19928.50	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	95.38%	—	—	—
少数股东权益	425.32	495.74	579.97	678.86	资本结构				
股东权益合计	15226.98	16863.93	18591.49	20607.36	资产负债率	43.02%	40.77%	39.61%	37.32%
负债和股东权益合计	26723.55	28473.00	30787.82	32876.85	带息债务/总负债	23.40%	24.40%	20.18%	13.86%
					流动比率	2.01	2.21	2.35	2.60
					速动比率	1.67	1.76	1.87	2.07
					股利支付率	21.66%	26.00%	25.10%	25.57%
					每股指标				
					每股收益	0.35	0.41	0.48	0.57
					每股净资产	3.36	3.73	4.11	4.55
					每股经营现金	0.52	0.53	0.56	0.67
					每股股利	0.08	0.11	0.12	0.15
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	2482.80	3290.33	3762.59	4236.37					
PE	15.08	13.06	10.92	9.30					
PB	1.57	1.42	1.29	1.16					
PS	1.39	1.12	1.00	0.90					
EV/EBITDA	8.31	5.97	4.98	4.11					
股息率	1.44%	1.99%	2.30%	2.75%					

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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

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	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com	

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzs@swsc.com.cn
