

# 宸展光电 买入 (首次评级)

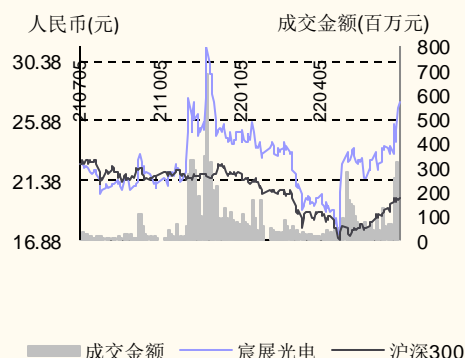
## 公司深度研究

市场价格 (人民币): 27.31 元

目标价格 (人民币): 35.86 元

### 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	1.47
已上市流通 A 股(亿股)	1.01
总市值(亿元)	40.20
年内股价最高最低(元)	31.48/17.40
沪深 300 指数	4496
深证成指	13026



## 智能交互千亿市场稳健增长，下游应用拓展助力收入持续增长

### 公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,194	1,592	1,993	2,463	3,069
营业收入增长率	-9.71%	33.40%	25.15%	23.58%	24.60%
归母净利润(百万元)	111	151	240	288	347
归母净利润增长率	-24.43%	35.71%	59.08%	20.17%	20.46%
摊薄每股收益(元)	0.869	1.179	1.631	1.960	2.360
每股经营性现金流净额	0.71	-2.00	3.15	1.14	1.28
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.19%	11.53%	16.52%	17.74%	18.94%
P/E	34.64	24.80	16.75	13.94	11.57
P/B	3.18	2.86	2.77	2.47	2.19

来源：公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- **聚焦智能交互显示领域，不断拓宽下游应用。**1) 公司主要聚焦于商用智能交互显示领域，2021 年收入下游结构为零售 (53%)、工控 (18%)、金融 (17%)、智能健身 (4.5%)、医疗 (2%)。公司客户涵盖美国知名 POS 机和 ATM 机厂商巨头 NCR 和 Diebold 等客户。2) 2021 年公司收购 3M 旗下 Micro Touch 品牌进行自主品牌运营，为公司在工控、医疗、金融等领域带来业务增量。3) 2021 年公司收购 TPK 旗下唯一车载业务子公司鸿通科技 (特斯拉中控屏主力供应商) 10% 股权，并在 2 年内享有相同估值增持至 49% 的选择权，助力公司进军千亿车载显示市场。
- **2025 年全球智能交互市场超 4600 亿元，五年 CAGR 达 10%。**根据我们估算，预计 2025 年零售显示行业市场规模超 470 亿元、五年 CAGR 达 22%，工业显示达 170 亿元、五年 CAGR 达 9%，智能健身达 170 亿元、五年 CAGR 达 22%，医疗显示达 130 亿元、五年 CAGR 达 7%，车载显示市场规模达 3700 亿元、五年 CAGR 达 8%。
- **得益于海外需求复苏、下游应用拓展，公司收入快速扩张；得益于面板价格下降、美元升值，公司利润率持续改善。**1) 受益海外智能交互需求复苏 (公司海外收入占比达 95%)、公司不断拓宽下游应用 (工控、健身等领域收入均实现翻倍增长)，公司收入快速增长，2021 年、2022 年 Q1 公司收入达 16、5 亿元，同增 33%、73%，创历史新高。2) 液晶面板占公司原材料成本的 40%，受益于面板价格下降，公司 Q1 毛利率环比提升 3.4pct，净利达 0.59 亿元、同增 111%，创单季度历史新高。目前大面板价格跌破新低，助力公司利润率持续改善。3) Q2 美元大幅升值，短期内有利于提升收入、毛利率、汇兑损益，从而驱动公司 Q2 利润率进一步改善。

### 盈利预测与估值

- 预计 2022~2024 年公司归母净利为 2.4、2.9、3.5 亿元，同增 59%、20%、20%。采用 PE 估值，目标价 35.86 元/股 (22\*2022EPS)，给予公司买入评级。

**风险：**新冠疫情反复，原材料价格波动风险，出口政策变化风险，人民币汇率波动风险，大股东、董事减持风险。

**樊志远** 分析师 SAC 执业编号: S1130518070003  
(8621)61038318  
fanzhiyuan@gjzq.com.cn

**刘妍雪** 分析师 SAC 执业编号: S1130520090004  
liuyanxue@gjzq.com.cn

**邓小路** 分析师 SAC 执业编号: S1130520080003  
dengxiaolu@gjzq.com.cn

## 内容目录

一、全球领先的智能交互显示设备解决方案商 .....	4
1. 基本情况：聚焦智能交互显示领域，不断拓宽新兴市场 .....	4
2. 财务情况：产品多元化+下游业务领域多元化赋能业绩高增 .....	5
3. 竞争优势：技术、产能及客户资源优势构筑竞争壁垒 .....	7
二、2025 年全球交互显示市场规模超 4500 亿，行业稳健增长 .....	8
1. 零售显示：2025 年全球市场规模超 470 亿元，五年 CAGR 达 22% .....	8
2. 工业显示：2025 年全球市场规模达 170 亿元，五年 CAGR 达 9% .....	10
3. 健身显示：2025 年全球市场规模超 170 亿元，五年 CAGR 达 22% .....	11
4. 医疗显示：2025 年全球市场规模超 130 亿元，五年 CAGR 达 7% .....	12
5. 车载显示：2025 年全球市场规模超 3700 亿元，五年 CAGR 达 8% .....	13
三、长、短期强劲驱动力，助力公司业绩高增 .....	14
1. 短期驱动力：面板价格下行及美元升值 .....	14
2. 长期驱动力：下游应用品类拓展及自主品牌运营成效显著 .....	15
3. 盈利预测：2022-2024 年净利 2.4、3、3.5 亿元，同增 59%、20%、20% .....	15
4. 估值：给予公司目标价 35.86 元/股 .....	16
四、风险提示 .....	16

## 图表目录

图表 1：公司发展历程 .....	4
图表 2：公司智能交互一体机产品 .....	4
图表 3：智能交互显示器和显示模组产品 .....	4
图表 4：公司收入行业结构 .....	5
图表 5：公司主要产品应用领域 .....	5
图表 6：公司分客户收入情况 .....	5
图表 7：公司历史营收情况 .....	6
图表 8：公司历史净利润情况 .....	6
图表 9：公司分产品营收情况 .....	6
图表 10：公司分行业营收情况 .....	6
图表 11：公司历史研发投入情况 .....	7
图表 12：商用智能交互显示设备产业链 .....	8
图表 13：智能交互显示市场稳健增长 .....	8
图表 14：2017-2025 年中国智能商用终端市场规模 .....	9
图表 15：2017-2025 年全球智能商用终端市场规模 .....	9
图表 16：商用智能交互显示设备行业全球竞争格局三梯队 .....	10
图表 17：中国工业自动化控制市场规模及预测 .....	10
图表 18：中国人机界面市场规模及预测 .....	11

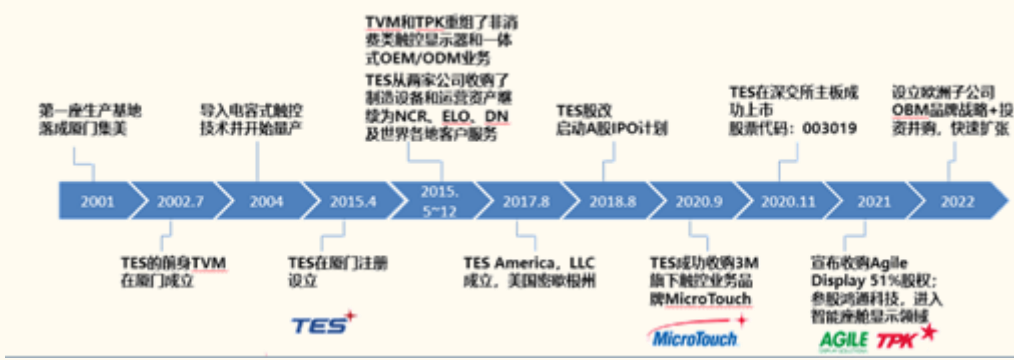
图表 19: 全球触摸屏人机界面市场规模及预测.....	11
图表 20: 2020-2025 年全球健身器材市场规模预测.....	11
图表 21: 2016-2024 年中国健身器材市场规模及预测.....	11
图表 22: 2019-2025 年中国智能运动健身行业市场规模.....	12
图表 23: 2016-2025 年中国医疗设备行业市场规模.....	12
图表 24: 2015-2025 年全球医疗设备行业市场规模.....	12
图表 25: 2016-2025 年全球医疗器械行业对显示屏的需求规模走势.....	13
图表 26: 2019-2025 年全球智能座舱市场空间及渗透率.....	13
图表 27: 2020 年中国智能座舱构成.....	13
图表 28: 全球车载显示器出货量及预测.....	14
图表 29: 全球车载显示器市场规模及预测.....	14
图表 30: 2020 年中国智能座舱 Tier1 前装市场竞争格局.....	14
图表 31: 55 寸液晶电视面板价格与可比公司毛利率.....	15
图表 32: Q2 美元兑人民币汇率攀升明显.....	15
图表 33: 公司收入预测.....	16
图表 34: 可比公司估值一览.....	16

## 一、全球领先的智能交互显示设备解决方案商

### 1. 基本情况：聚焦智能交互显示领域，不断拓宽新兴市场

- 公司是一家商用智能交互显示设备整体解决方案商，通过整合智能芯片、触控显示技术、传感设备等应用为客户提供定制化商用智能交互显示设备的研发、设计、生产和销售服务。自创立以来，公司以丰富的跨产业开发经验形成了覆盖产品方案设计、软硬件及固件研发、模具设计、产品测试、产品供应、售后服务等环节的全方位优势。凭借领先的产品质量和服务水平，与众多国内外知名品牌商客户建立了长期、稳定的合作关系；产品目前已销往全球数十个国家及地区，得到了国内外客户的广泛认可。

图表 1：公司发展历程



来源：公司公告，国金证券研究所

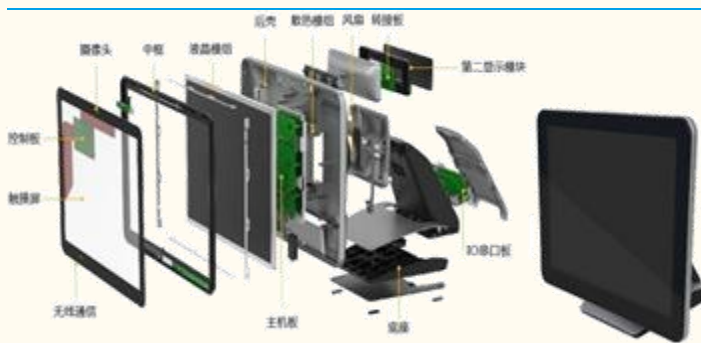
- **主要产品及服务：**1) **智能交互显示器：**主要由液晶模组、触控模组、芯片、PCBA 等零部件构成，显示器接入主机后，由用户轻触屏幕界面即可完成人机交互。主要产品类型包括桌面式智能交互显示器、嵌入式智能交互显示器、大型数字广告看板、智能交互显示模组等。2) **智能交互一体机：**主要由液晶模组、触控模组、CPU、主机板、内存条、显卡、硬盘、电子机构件、电源模块等零部件组成，由用户根据其使用需求安装相应的系统和软件即可实现功能。主要产品类型包括智能交互一体机、嵌入式电脑、POS终端、自助服务机台等。

图表 2：公司智能交互一体机产品



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：智能交互显示器和显示模组产品



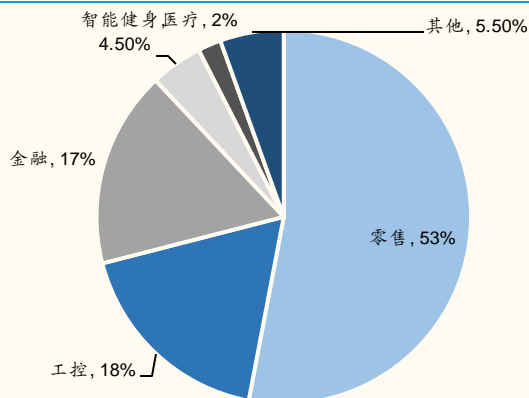
来源：公司公告，国金证券研究所

- **产品应用领域：**公司产品广泛应用于零售、金融、工业自动化、医疗、餐饮、快递物流、游戏娱乐等传统终端领域。其中，零售为主要应用领域，2021 年营收占比为 52%，其次为工控、金融领域，营收占比分别为 18%、16%。除上述传统应用领域之外，公司抓住万物互联、“工业 4.0”时代趋势，率先布局智能健身、远端会议/教育、智能座舱等新兴市场，通过收购



Micro touch、台湾龙星科技和收购 TPK 新设子公司鸿通科技将公司产品应用领域进一步拓展至远端会议和智能座舱领域，为公司打造新增长点。2021 年工控、智能健身、医疗、博弈、其他领域营收占比分别为 18%、4.5%、2%、2%、4%。

图表 4：公司收入行业结构



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5：公司主要产品应用领域

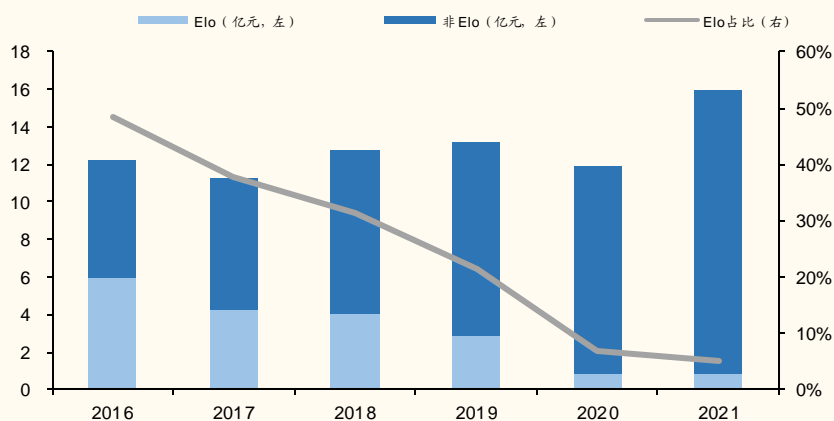


来源：公司公告，国金证券研究所

## 2. 财务情况：产品多元化+下游业务领域多元化赋能业绩高增

- **盈利能力：业务多元化战略转型，营收、净利均创新高，公司业绩步入高速增长通道。**2016 至 2020 年公司营收增速处于较低水平，主要原因系公司大客户之一 Elo 近年来强化了成本导向的经营策略，通过竞标方式确定产品供应商，不断压缩供应商盈利空间。面对 Elo 业务毛利率逐年降低的情况，公司凭借研发优势和产品优势，对客户和业务结构进行了优化。一方面拓宽品类，加强高毛利率业务的开发，另一方面适当调减了与 Elo 的业务合作，减少对单一客户的过度依赖，向多元客户均衡发展。2021 年度，公司对 Elo 的销量占比由 2016 年的 48% 降至 5% 左右，至历史最低水平。

图表 6：公司分客户收入情况

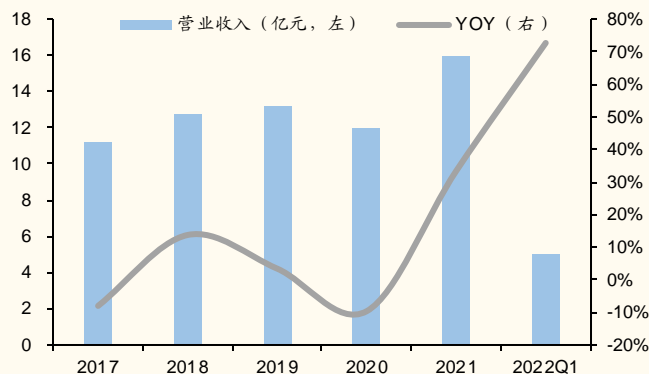


来源：公司公告，国金证券研究所

- 2021 年度，公司实现营收 15.92 亿元，同比增长 33.40%；实现归母净利润 1.51 亿元，同比增长 35.71%。延续上年度的高增长趋势，2022 年一季度营收同比增长 73%；归母净利润同比增长 111%；扣非净利润同比增长 121%，营收、净利再次创下历史新高。
- **2021 年度及 2022 年一季度业绩高增受以下四种因素驱使：**1) 公司收购的 Micro Touch 品牌运营成效显著，通过整合公司产品策略和 Micro Touch

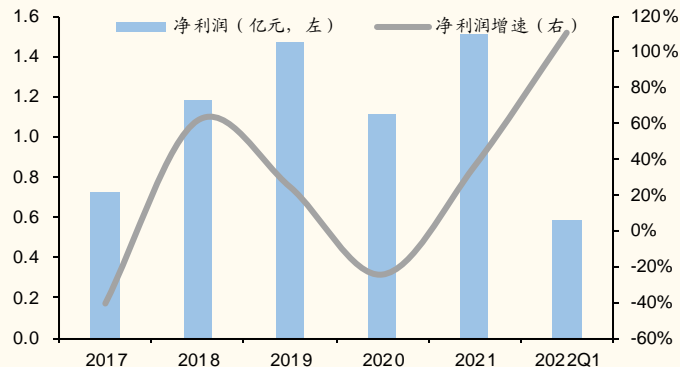
的客户资源，实现营收快速增长；2）2021 年度，公司新开拓了运动健身项目业务，进一步拓展了公司的产品应用领域，为公司带来了新的业务增长点；3）公司加大了国内市场开拓力度，2021 年度国内市场营收同比增长 121%；4）全球市场逐步复苏，需求旺盛。

图表 7：公司历史营收情况



来源：公司公告，国金证券研究所

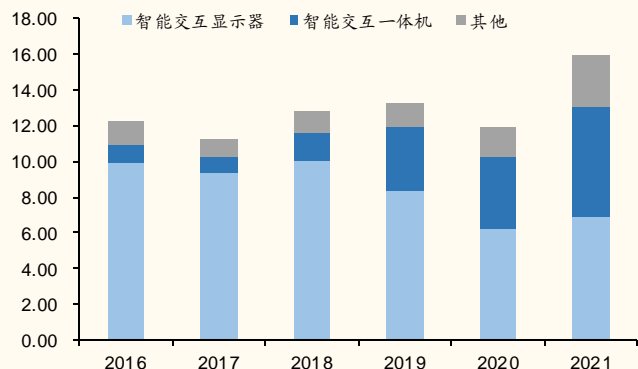
图表 8：公司历史净利润情况



来源：公司公告，国金证券研究所

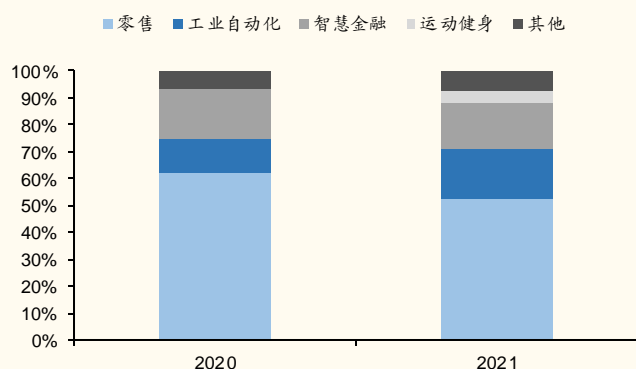
- **营收结构层面：**1）分产品来看，附加值更高的智能交互一体机营收所占份额逐年提升，由 2016 年的 9% 上升至 2021 年的 38%，产品结构逐渐均衡，向多元化方向发展；2）分行业来看，零售、工业自动化、智慧金融是公司主要的下游应用领域，2021 年度通过收购 Micro Touch 引入大量工业领域客户，工业自动化领域营收占比大幅提升。此外，2020 年下半年公司新开拓了运动健身业务，营收占比达 4%，进一步拓展了公司的产品应用领域，为公司带来了新的业务增长点。

图表 9：公司分产品营收情况



来源：公司公告，国金证券研究所

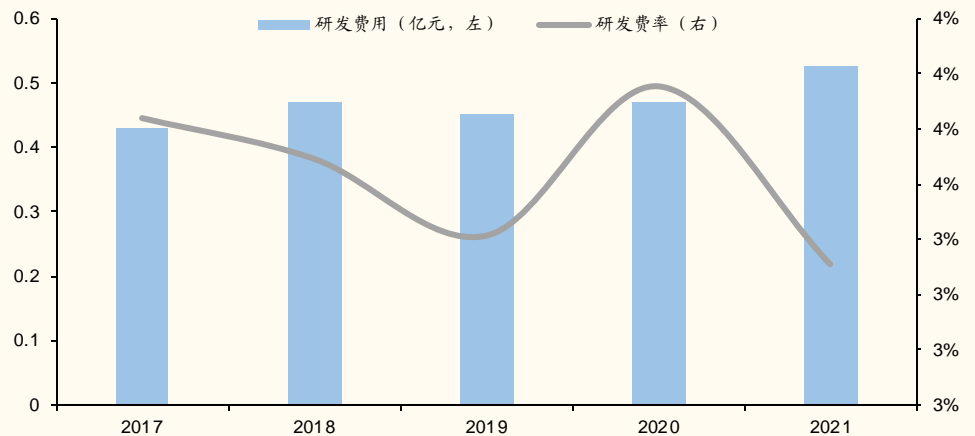
图表 10：公司分行业营收情况



来源：公司公告，国金证券研究所

- **研发投入：**公司致力于加强新产品/新技术的研发，研发费用逐年上升。公司于 2021 年度围绕客户定制化需求开展了 137 个新产品/新项目的研发设计工作，并围绕工控主板设计、近端通讯（NFConTouch）、曲面屏、投影功能应用（Panel PC with Pico Projector）等方面开展了多项自研项目的研发工作，进一步提升了公司产品解决方案能力，将公司产品解决方案拓展至智能健身、车载等新兴应用领域。

图表 11: 公司历史研发投入情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

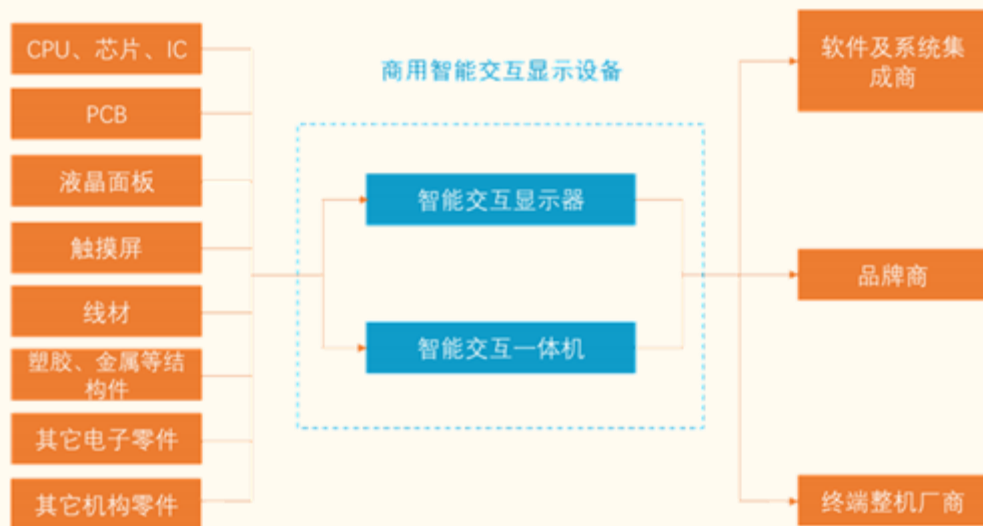
### 3. 竞争优势: 技术、产能及客户资源优势构筑竞争壁垒

- **技术端: 以科技驱动创新, 以研发、设计、制造深度整合能力满足客户定制化需求。**公司建立了一支经验丰富, 对行业技术及产品应用有深刻理解的研发团队。截至 2021 年末, 公司研发人员共计 134 人, 占全体员工比例为 15.84%。凭借领先的产品集成设计能力和自动化检测设备的自主研发能力, 公司目前在控制模块设计、软固件程序设计、显示技术、影像处理技术、触控应用设计、产品结构及模具设计、散热技术、抗电磁干扰、数据传输加密等方面已掌握核心技术。截至 2021 年末, 公司已在大陆和台湾地区累计取得发明专利 15 项, 实用新型专利 64 项。
- **生产端: 横跨两岸的供应链和制造基地, 柔性化、精细化生产管理体系及完善的品控体系。**
  - **自动化产能:** 分布在厦门及台南, 形成两岸供应链及制造基地。目前, 公司现有产能利用率约 90%, 为满足公司持续成长的需要, 公司将按计划推进研发大楼建设, 并新增 2 条产线, 预计每年可增加产能 480K-720K pcs; 此外, 公司也将通过制定 BPO 标准, 构建生产流程外包管理体系, 进一步提升公司产能弹性。
  - **柔性化、精细化生产管理体系:** 1) 在产品生产、检测自动化方面, 公司通过购置先进的自动化生产及检测设备, 实现了较高的自动化水平, 实现了 SMT 贴片、EDID 烧录、操作系统烧录等生产过程自动化; 2) 在信息管理系统方面, 已建立了 SAP ERP、MES、WMS、PLM、RMA、SRM、CRM、BAP 等多个信息化系统, 针对生产预算、计划、物料、仓储、成本费用等各个方面进行精细化管理。
  - **高质量品质管控:** 公司建立了完善的质量认证体系, 目前已通过 ISO9001 质量管理体系、ISO14001 环境管理体系、ISO45000 职业健康安全管理体系、ISO13485 医疗器械质量管理体系等体系认证, 积极筹备 ISO16949 汽车生产和相关配件管理体系认证。公司产品符合 CCC、台湾 BSMI、北美 FCC、欧盟 CE、LVD 或 CB、欧盟 RoHS 指令、澳大利亚 EMC、日本 VCCI 等认证标准, 满足了国内外市场客户对于产品品质的要求。
- **客户端: 成熟的营销渠道及快速响应的营销能力铺设连接海内外大客户桥梁。**公司建立了完善的销售体系, 与拥有领先行业地位和市场份额的国内外知名厂商建立了长期、稳定的合作关系, 如全球知名智能交互显示设备品牌商 Elo, 美国知名 POS 机和 ATM 机厂商巨头 NCR 和 Diebold, 日本知名高端显示器制造商 Mouse, 欧洲知名自助终端设备制造商 Acrelec 等, 优质客户资源充分反映了公司产品较强的终端市场竞争力。

## 二、2025 年全球交互显示市场规模超 4500 亿，行业稳健增长

- 公司所处行业为智能交互显示设备制造行业，公司处于产业链中游。其产业链主要包括上游 CPU、芯片等半导体、PCB、液晶面板、触摸屏、线材、塑胶及金属结构件、其它电子器件和机构零部件等原材料提供厂商，中游智能交互显示器、智能交互一体机等整机制造厂商，下游品牌商、软件及系统集成厂商和其他终端整机厂商等终端设备提供商。

图表 12：商用智能交互显示设备产业链

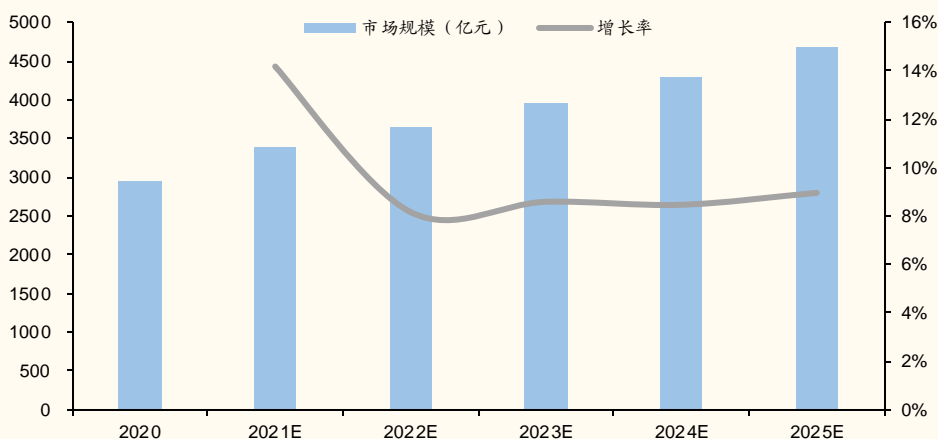


注：“■”蓝色标记部分为公司目前主营业务产品

来源：公司公告，国金证券研究所

- 根据我们估算，2025 年智能交互（涵盖零售、工业、健身、医疗、车载领域）市场规模达 4691 亿元，2020~2025 年 CAGR 达 10%，行业稳健增长。其中零售、健身领域五年 CAGR 达 22%、增速表现亮眼。2025 年车载智能座舱市场规模达 3700 亿元、是最大的下游应用领域。

图表 13：智能交互显示市场稳健增长



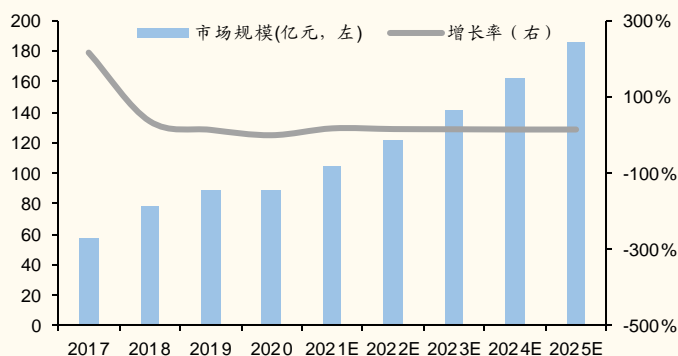
来源：公司公告，国金证券研究所

### 1.零售显示：2025 年全球市场规模超 470 亿元，五年 CAGR 达 22%



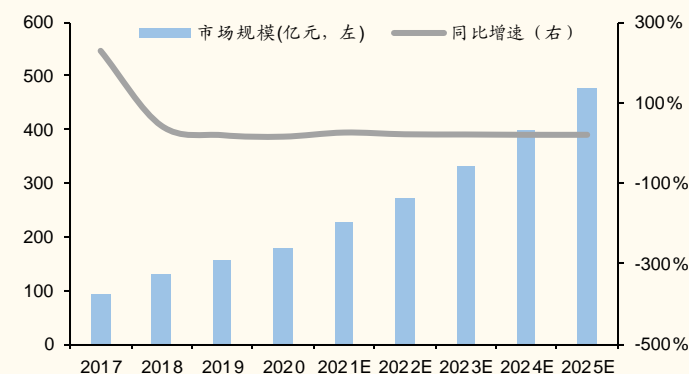
- **新冠疫情持续冲击，商业物联网加速发展，智慧零售规模不断扩大。**在移动支付技术驱动和新冠疫情的冲击下，传统零售业逐步从人人交互转向人机交互，聚合线上、线下全渠道的交易终端逐渐成为一种刚需。
- **智能商用终端中国市场规模：**据艾瑞咨询统计测算，包括智能金融 POS、安卓收银机和手持非金融设备在内的智能商用终端，2020 年中国市场规模为 89 亿元，在疫情影响下增长速度出现短暂回落，但预计自 2021 年后市场将会延续此前的快速增长，到 2025 年将达 186.47 亿元。当前中国零售、餐饮、本地生活门店数量约为 4000 万个，除极少数百强企业具备打通各场景、设备互联协同的能力外，大量的商户仅配备基础的终端设备，场景应用割裂。未来随着商业物联网的渗透率进一步提高至 50%，预计市场规模将由现在的千亿元增长至 5000 亿元。
- **智能商用终端全球市场规模：**海外市场相较于国内市场起步较晚，但其需求受到疫情刺激，有望在 2021 年迎来新一轮爆发，我们预计未来全球智能商用终端市场增速将高于中国，根据 iResearch，预计 2023 年全球零售显示市场规模达 331 亿元、2020~2023 年 CAGR 达 23%。我们假设 2024、2025 年行业维持 20% 的增速，预计 2025 年全球零售显示市场规模达 477 亿元。

图表 14：2017-2025 年中国智能商用终端市场规模



来源：iResearch Inc，国金证券研究所

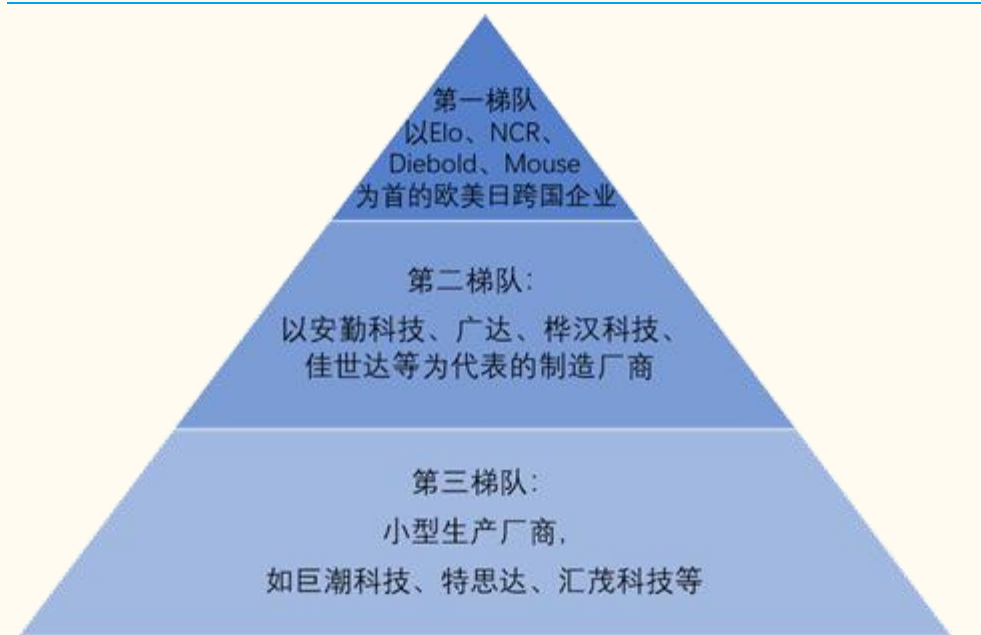
图表 15：2017-2025 年全球智能商用终端市场规模



来源：iResearch Inc，国金证券研究所

- **商用智能交互显示设备制造行业厂商数量众多，但竞争格局较为分散，行业集中度较低，规模较大的企业数量相对较少。**行业厂商的经营模式主要为 OEM，但部分领先厂商已逐渐向 JDM/ODM 模式转型。总体上，随着行业发展的成熟和产业链的延伸整合，本行业集中度将逐步提高。
- **从全球竞争格局来看，行业主要厂商大致可划分为三个梯队：**1) 第一梯队系以 Elo、NCR、Diebold、Mouse 为代表的欧美日跨国企业，该企业起步较早，经过多年发展已成为拥有全球知名品牌和优质终端资源的行业巨头，其经营重点主要为产品研发设计和品牌运营；2) 第二梯队系以安勤科技、伍丰科技、桦汉科技、佳世达为代表的制造厂商，该类企业在全产业链转移过程中获得先发优势，目前已发展成为拥有较大业务规模、较高生产制造水平，能够提供高品质、定制化产品解决方案服务的领先企业；3) 第三梯队主要为小型生产厂商，起步较晚，数量较多，是目前国内大部分企业所处的梯队。

图表 16: 商用智能交互显示设备行业全球竞争格局三梯队

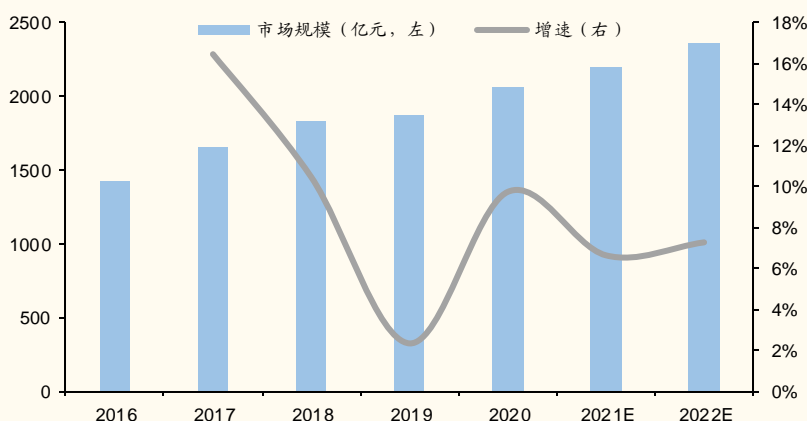


来源：公司公告，国金证券研究所

## 2.工业显示：2025 年全球市场规模达 170 亿元，五年 CAGR 达 9%

- **工业自动化：中国工业自动化渗透率较低，千亿级巨额工控市场待挖掘。**工业自动化是产业优化升级的重要基础，我国属制造业大国，但自动化渗透率依然处于全球较低水平，以工业机器人为例，2020 年我国工业机器人密度仅为 246 台/万人，远低于韩国（932 台/万人）、新加坡（605 台/万人）等国家，我国自动化渗透率仍具备充足提升空间。政策高度支持工业自动化水平提升，根据工控网发布的《2021 年中国自动化市场白皮书》显示，2022 年我国工业自动化控制市场规模将达 2360 亿元，2020~2022 年 CAGR 为 7%。

图表 17: 中国工业自动化控制市场规模及预测



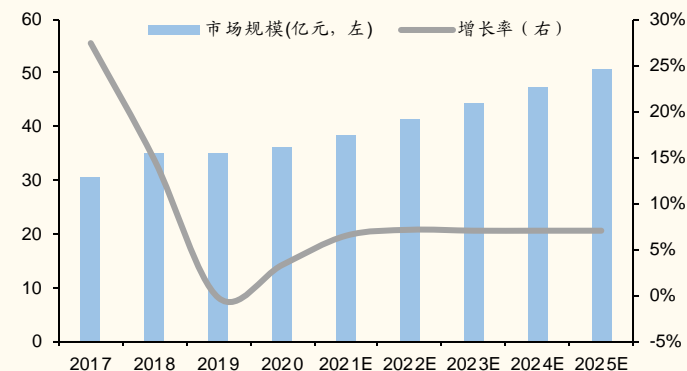
来源：《2021 年中国自动化市场白皮书》，国金证券研究所

- **触摸屏是人机界面的主流产品，其大屏化、色彩多元化成趋势。**人机界面产品（HMI）是工控系统的重要组成部分，设计良好的 HMI 可密切监控生产过程，允许操作者控制或维护机器，提高生产效率。人机界面主要分为文本显示器、触摸屏、平板电脑三类。文本显示器由于图形化显示功能较

弱，应用较少；触控屏可实现图形显示、数据存储、联网通讯等功能，是工业场合的首选；平板电脑多用于高端复杂设备。据中国工控网统计，三者 2015 年市场份额分别为 1.3%、81.6%、17%。目前，人机界面产品出现中高端化、大屏化、色彩多元化趋势，将带动产品价值量进一步升级。

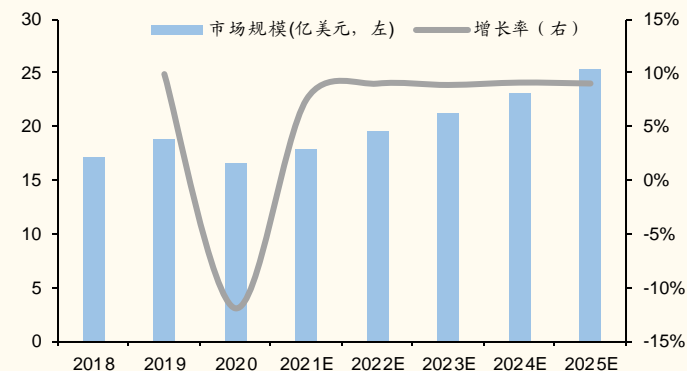
- **人机交互大势所趋，需求稳健增长。**全球工业自动化进程的加快催生了 HMI 产品需求的快速增长，根据 QYResearch 预计 2024 年全球工业显示市场规模达 23 亿美元、2020~2024 年 CAGR 达 9%，我们假设 2025 年工业显示市场规模同增 9%，对应市场规模达 25 亿美元（折合人民币 169 亿元）。

图表 18：中国人机界面市场规模及预测



来源：QYResearch，国金证券研究所

图表 19：全球触摸屏人机界面市场规模及预测

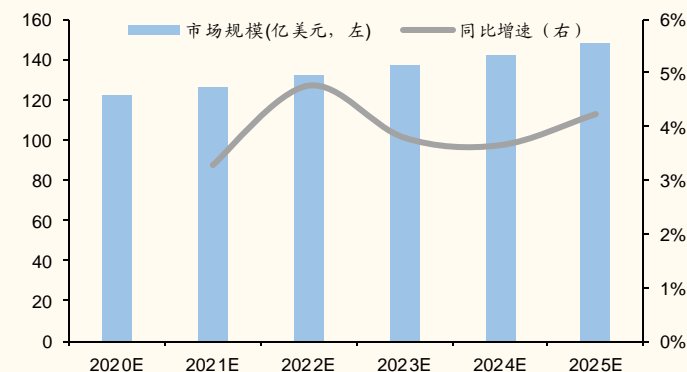


来源：QYResearch，国金证券研究所

### 3.健身显示：2025 年全球市场规模超 170 亿元，五年 CAGR 达 22%

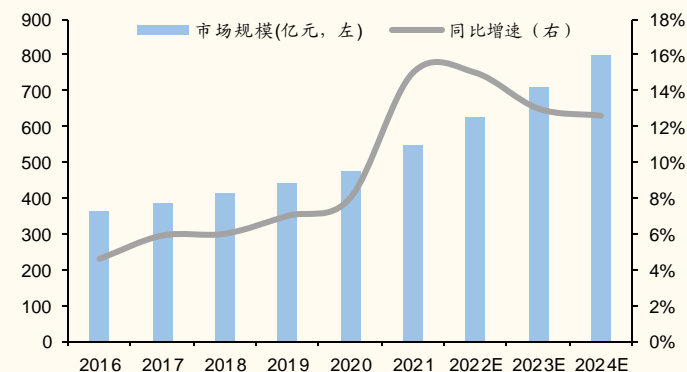
- **智能健身：疫情与政策的双重推动，伴随国内健身的普及与渗透，智能健身千亿白金赛道。**据前瞻产业研究院预测，全球健身器材市场规模将在 2021-2025 年保持年均 4% 左右的增速，在 2025 年达到 148 亿美元。相较于欧美国家的健身渗透率，中国的健身渗透率较低，可挖掘的潜能较大。根据《2019-2020 中国健身房市场发展白皮书》数据，美国的健身人口渗透率为 20.3%，而中国仅为 5.02%，存在显著差距。因此，中国健身市场的成长空间将高于欧美国家。据艾媒咨询预测，2024 年中国健身器材市场规模将达 799.6 亿元，2021-2024 年的 CAGR 为 13.5%。

图表 20：2020-2025 年全球健身器材市场规模预测



来源：前瞻产业研究院，国金证券研究所

图表 21：2016-2024 年中国健身器材市场规模及预测



来源：艾媒咨询，国金证券研究所

- 在智能运动健身硬件方面，为支持体育产业数字化转型，国内利好政策接连出台，并且随着智能健身镜等新品类的智能健身硬件问世，中国家庭的居家健身需求将得到深入挖掘。借助智能健身硬件课程内容的丰富性与智

能交互的特点，预计智能健身硬件在中国家庭的渗透率将得到快速增长。据艾瑞统计和预测，中国智能运动健身市场规模在 2019 年已达到约人民币 100 亿元，预计 2025 年将突破约人民币 820 亿元，2021 年至 2025 年的复合增长率预计达到约 46%。

图表 22：2019-2025 年中国智能运动健身行业市场规模



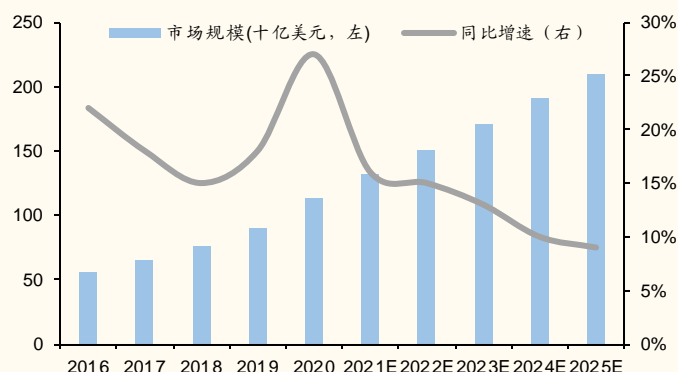
来源：iResearch Inc.，国金证券研究所

- 随消费者对智能产品消费意愿的不断增强，智能健身产品渗透率不断提升，配备大屏的可视化智能健身镜及跑步机成为主流产品。除健身镜初创公司 FUTURE、Mirror、TEMPO 在智能健身领域发力外，小米、华为、科大讯飞等也将切入这一热门赛道，智能健身市场成为兵家必争之地，因而其上游屏显市场需求势必迎来高增。假设智能健身镜屏幕单价为 2000 元，则 2025 年全球智能健身镜市场规模将达 112 亿元；根据 QY Research，2025 年跑步机市场规模达 210 亿元，假设跑步机显示器价值量占比为 30%，则其 2025 年全球市场规模将达 63 亿元。预计 2025 年全球智能健身显示器市场规模将达 175 亿元，2020~2025 年 CAGR 达 22%。

#### 4. 医疗显示：2025 年全球市场规模超 130 亿元，五年 CAGR 达 7%

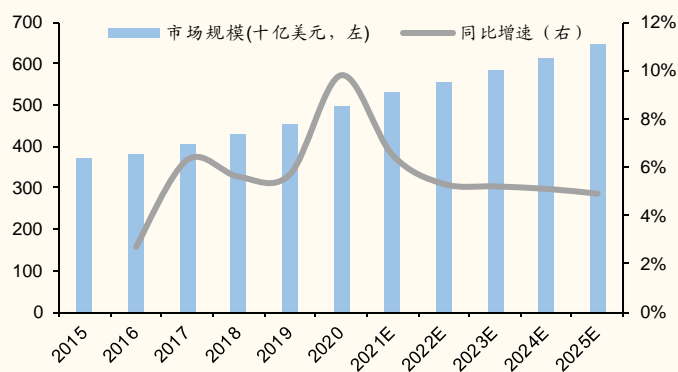
- 智慧医疗：老龄化进程加速，叠加利好政策不断出台，后疫情时代全球医疗需求持续发力，智慧医疗规模增速显著。随着老龄化进程加快，全球医疗设备需求不断提高。根据 Evaluate 数据，受疫情影响，2020 年全球医疗设备市场规模达到 4960 亿美元，并预计 2021-2025 年 CAGR 为 5%。相较于欧美等发达国家而言，中国在医疗器械方面起步晚，份额低。但作为全球最具潜力的新兴市场，中国产品普及与升级换代速度较快。根据 Evaluate 数据，中国是增速最快的区域，在疫情背景下，2020 年中国医疗设备行业规模增速达 27%，预计 2025 年市场规模将达 2090 亿美元，2021-2025 行业市场规模的 CAGR 为 12%。

图表 23：2016-2025 年中国医疗设备行业市场规模



来源：EvaluateMedTech，国金证券研究所

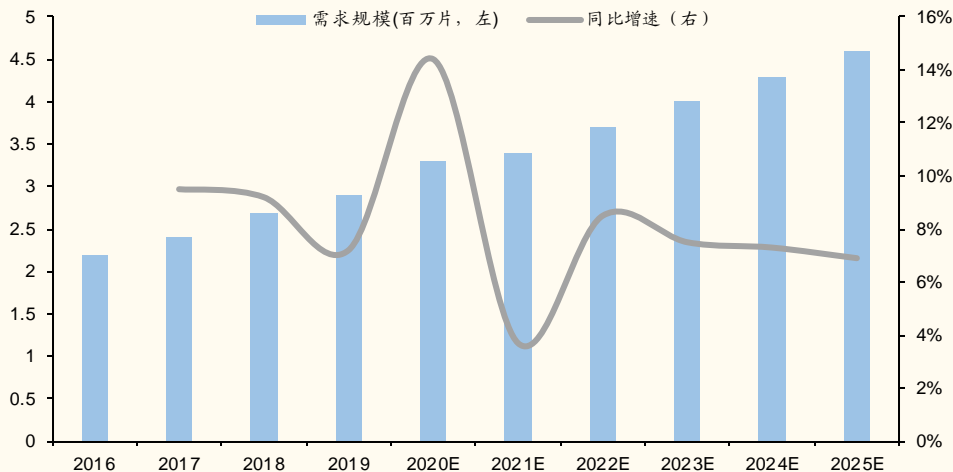
图表 24：2015-2025 年全球医疗设备行业市场规模



来源：EvaluateMedTech，国金证券研究所

- **医疗显示设备为医患提供医疗影像资料信息，需求稳健增长。**根据群智咨询数据，在疫情缓和的背景下，预计 2021 年医疗显示设备需求涨幅将大幅下降，但由于医疗设备市场规模的不断扩大和医疗设备智慧化、可视化、便捷化水平的提升，预计将在后疫情时代回归到正常水平，并稳步提升，群智咨询预估 2021-2025 年全球医疗器械行业对显示屏的需求规模的 CAGR 为 8%。假设医疗显示设备单价为 3000 元，我们预计 2025 年医疗显示设备市场规模将达 138 亿元，2020~2025 年 CAGR 为 7%。

图表 25：2016-2025 年全球医疗器械行业对显示屏的需求规模走势

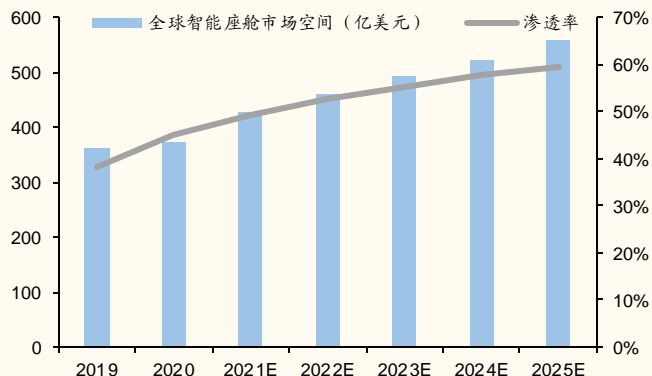


来源：群智咨询，国金证券研究所

## 5. 车载显示：2025 年全球市场规模超 3700 亿元，五年 CAGR 达 8%

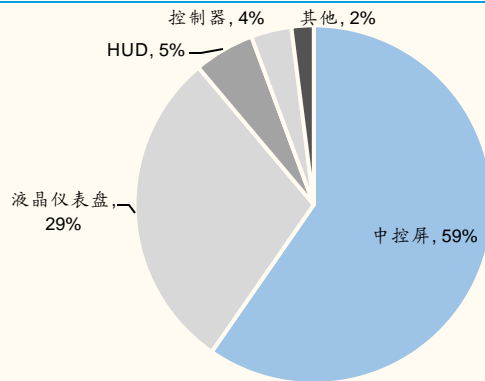
- **全球智能座舱市场达 370 亿美元，未来五年 CAGR 达 8%。**人机感知、交互成为汽车智能化发展的重点，因此智能座舱成为汽车行业发展的新方向和新增长点。据 IHS 统计及预测，2020 年全球汽车智能座舱市场规模达 370 亿美元，行业渗透率达 45%，预计 2025 年达 560 亿美元、CAGR 为 8%，行业渗透率达 59%。智能座舱搭载中控屏、仪表盘、HUD 等产品，正成为车载市场增长的主要驱动力。2020 年中国智能座舱市场中中控屏市场占比达 59%，仪表盘占比达 29%，HUD 占比仅 5%。

图表 26：2019-2025 年全球智能座舱市场空间及渗透率



来源：IHS，国金证券研究所

图表 27：2020 年中国智能座舱构成



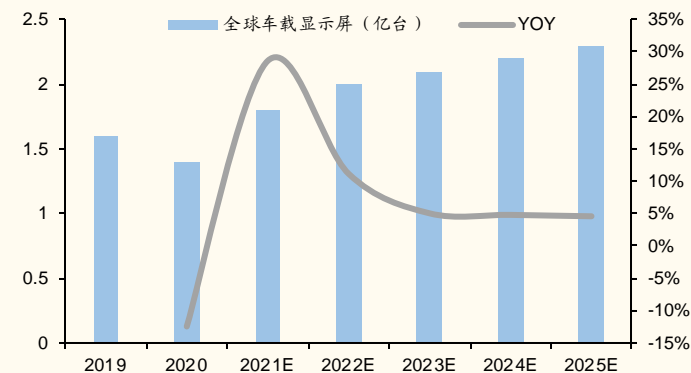
来源：Omdia，国金证券研究所

- **大屏化+多屏化，车载显示屏市场稳健增长。**伴随汽车智能化升级，车载屏幕数量不断提升，单车装载屏幕数量由 1-2 块增加至 3-4 块，根据 IHS 数据显示，预计到 2030 年，装载 3 块及以上屏幕的汽车数量将达到 20%左



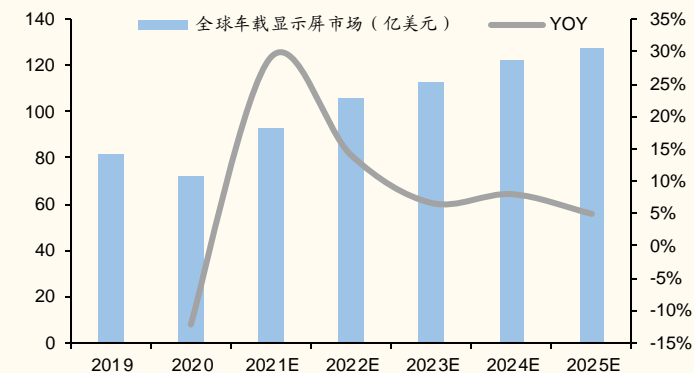
右，同时叠加新能源汽车带来的大屏化、多屏化趋势影响，车载显示屏将持续放量。预计车载显示屏出货量 2022 年为 2 亿台、同增 11%，2025 年达 2.3 亿片，2023~2025 年 CAGR 为 5%；车载显示屏市场规模 2022 年达 106 亿美元、同增 14%，2025 年达 128 亿美元，2023~2025 年 CAGR 为 6%。

图表 28：全球车载显示器出货量及预测



来源：Omdia，国金证券研究所

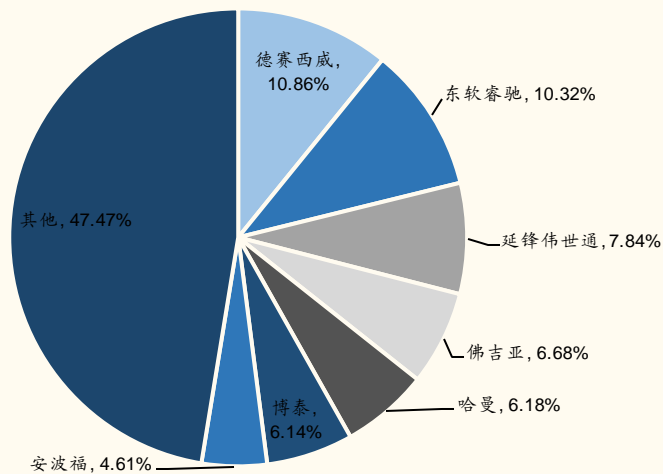
图表 29：全球车载显示器市场规模及预测



来源：Omdia，国金证券研究所

- 目前智能座舱行业主要玩家为传统 Tier1。国内企业主要为德赛西威 (11%)、东软睿驰 (10%)、延锋伟世通 (8%)、佛吉亚 (7%)、哈曼 (6%)、博泰 (6%)、安波福 (5%) 等。海外企业主要为博世、大陆等。目前，供应链上游的 Tier2 面板及模组厂也开始布局智能座舱领域，与传统 Tier1 抢占市场份额。

图表 30：2020 年中国智能座舱 Tier1 前装市场竞争格局



来源：华经产业研究院，国金证券研究所

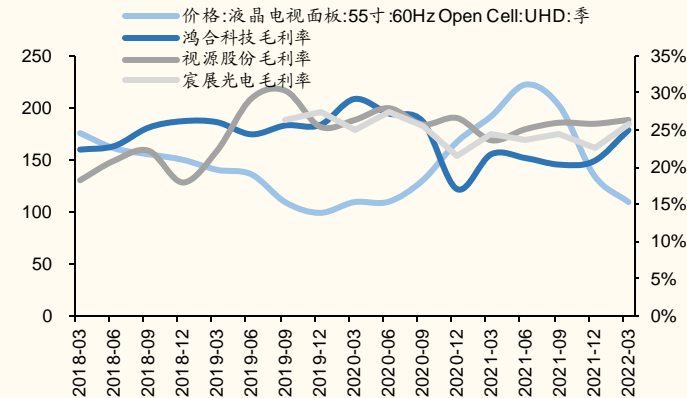
### 三、长、短期强劲驱动力，助力公司业绩高增

#### 1.短期驱动力：面板价格下行及美元升值

- 自 2021 年下半年上游大尺寸面板价格进入下行通道，下降幅度超 50%，面板成本占据原材料总成本的 30%以上，其价格下降有利于公司未来毛利改善、净利提升。2022 年一季度公司毛利率已达 25.9%，假设面板价格维持低位，预计公司 2022 年度毛利率将超过 26%。

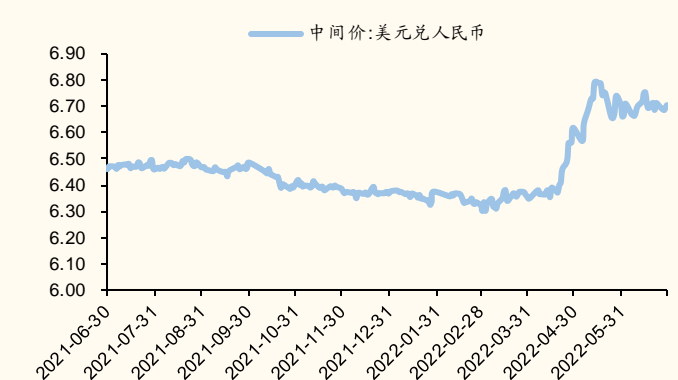
- 美元升值，公司产品以外销为主，2021 年度公司外销占比超 95%，相关业务主要使用美元结算，短期内美元升值有利于提升收入、毛利率、汇兑损益，从而驱动公司未来营收增长、净利提升。截至 2022 年一季度，公司尚待交付的在手订单为 1.88 亿美元，按照 6 月 30 日美元兑人民币汇率对应在手订单达 12.6 亿元。

图表 31：55 寸液晶电视面板价格与可比公司毛利率



来源：Wind，国金证券研究所

图表 32：Q2 美元兑人民币汇率攀升明显



来源：Wind，国金证券研究所

## 2. 长期驱动力：下游应用品类拓展及自主品牌运营成效显著

- 公司目前业务主要聚焦于零售显示行业，同时快速拓展至工业、智能健身、医疗、车载等领域。
- 公司通过收购 Micro Touch 品牌进行自主品牌运营，助力公司扩大客户覆盖、提升盈利能力。1) 2021 年上半年，公司收购美国 3M 公司旗下触控系统产品及触摸显示器品牌 MicroTouch™，并在 2021 上半年贡献公司营收 500 多万美元，已覆盖购置成本。MicroTouch™ 品牌运营成效显著，在工控、医疗、金融等多个应用领域为公司带来新客户和业务增量。2) 自主品牌具有延续性、可控性、杠杆效应，直达终端客户、毛利高等特点，Micro Touch 品牌运营不但有利于加快公司业务拓展，强化公司现有触摸组件和显示器产品组合，带来新的业务增量。由于其产品毛利率在 30% 以上，高于公司平均产品，也将进一步提升公司盈利能力。2021 年公司仅在美国一地推广运营的订单量即达 2600 万美元，2022 年公司在欧洲新设子公司，加大 Micro Touch 全球销售、服务支持力度，不断提升公司的行业影响力。
- 加码车载触控显示业务，收购特斯拉中控显示供应商鸿通科技。1) 2021 年 11 月，公司公告以 2587 万元收购鸿通科技 10% 股权，公司拥有两年内增持鸿通科技股权的选择权，有权结合鸿通科技发展情况决定是否以 10% 股权的相同估值增持股权至不高于 49%。鸿通科技股权已于 2022 年 4 月完成交割。2) 鸿通科技为 TPK 新设子公司、承接了 TPK 车载触控模组事业部的全部车载业务。TPK 布局车载触控面板较早，早在 2017 年即成为特斯拉中控显示供货商，Model S 的 17 寸超大屏幕及 Model 3 的 15 寸屏幕均由 TPK 提供。3) 收购完成后，宸展光电、鸿通科技优势互补，加快国内新能源车厂客户开拓，提升公司车载实力。

## 3. 盈利预测：2022-2024 年净利 2.4、3、3.5 亿元，同增 59%、20%、20%

- 预测 2022-2024 年公司分别实现营收 19.9 亿元、24.6 亿元、30.7 亿元，同比增长 25%、24%、25%。
- 智能交互显示器：1) 智能交互显示器被广泛应用于零售、工控、金融、医疗等领域，公司和 Elo、NCR、Jabil 等知名客户在零售金融领域合作稳定，叠加智能健身、智能座舱等新兴领域的开拓，智能交互显示器业务收入将稳健增长，预计 2022-2024 年公司的智能交互显示器产品收入将同增 10%，分别达 7.58、8.34、9.17 亿元。考虑面板价格下降、提升公司 2022 年智能交互显示器业务毛利率至 27%，预计 2023、2024 年毛利率维持在 27%。

- **智能交互一体机：**1) 智能交互一体机产品功能集成化、定制化、智能化等特点，产品附加值较高，是公司重点拓展的方向，伴随智能交互一体机应用场景拓宽、新客户开拓，我们预计 2022-2024 年公司的智能交互一体机的收入将达 8.54、11.53、15.56 亿元，同增 40%、35%、35%。2) 考虑面板价格下降、提升公司 2022 年智能交互一体机业务毛利率至 21%，预计 2023、2024 年毛利率维持在 21%。
- **预测 2022-2024 年公司分别实现归母净利 2.4、2.9、3.5 亿元，同比增长 59%、20%、20%。**预计得益于原材料价格下降、高利润率的 Micro Touch 的带动以及鸿通科技在车载显示市场的助力，预计公司毛利率将进一步提升，盈利能力随之增强；预计公司研发费率略增维持在 3.5%，管理费率维持在 5.2%，销售费率维持在 3.3%。

图表 33：公司收入预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>智能交互显示器</b>					
营业收入（亿元）	6.21	6.89	7.58	8.34	9.17
YoY		11%	10%	10%	10%
毛利率	25.83%	24.59%	27.00%	27.00%	27.00%
<b>智能交互一体机</b>					
营业收入（亿元）	4.04	6.10	8.54	11.53	15.56
YoY		51%	40%	35%	35%
毛利率	20.95%	17.24%	21.00%	21.00%	21.00%
<b>其他业务</b>					
营业收入（亿元）	1.68	2.93	3.81	4.76	5.95
YoY		74%	30%	25%	25%
毛利率	32.74%	35.01%	35.00%	35.00%	35.00%
<b>合计</b>					
营业收入（亿元）	11.94	15.92	19.93	24.63	30.69
YoY	-10%	33%	25%	24%	25%
毛利率	25.2%	23.7%	25.96%	25.74%	25.51%

来源：Wind，国金证券研究所

#### 4.估值：给予公司目标价 35.86 元/股

- 我们选取公司显示行业可比公司京东方精电、华安鑫创、鸿合科技、视源股份，公司目前估值显著低于可比公司，我们给予公司 2022 年 22 倍 PE 估值，目标市值 53 亿元、对应目标价为 35.86 元/股。

图表 34：可比公司估值一览

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利 (亿元)				PE			
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
0710.HK	京东方精电	15.1	111.22	3.28	4.97	7.05	9.38	33.93	22.38	15.78	11.86
300928.SZ	华安鑫创	56.35	45.08	0.55	0.85	1.46	1.74	82.61	53.13	30.91	25.88
002955.SZ	鸿合科技	21.7	50.99	1.69	3.05	3.93	4.65	30.18	16.74	12.96	10.98
002841.SZ	视源股份	74.8	498.58	16.99	22.82	27.91	33.23	29.35	21.84	17.86	15.00
	A 股中位数							30.18	21.84	17.86	15.00
003019.SZ	宸展光电	24.3	35.77	1.51	2.40	2.88	3.47	23.71	14.90	12.42	10.31

来源：Wind，国金证券研究所

#### 四、风险提示

- **新冠疫情反复的风险：**受新冠疫情影响，全球经济发展前景不明朗，在需求端可能对公司业务产生负面影响。
- **原材料价格波动风险：**公司产品的主要原材料液晶面板、触摸屏、集成电路、电脑主板、Touch 控制板等占产成品的比重较大，若主要原材料受供求关系等因素影响，价格居于高位，将对公司的盈利能力产生不利影响。
- **出口政策变化风险：**外销业务受进口国的贸易政策、市场需求、中美贸易战等影响，贸易战加剧或国际环境恶化可能对公司经营产生不利风险。出口退税政策变化风险，若未来国家改变退税政策，调低退税率，将对公司盈利能力造成负面冲击。
- **人民币汇率波动风险：**公司产品销售以外销为主，主要使用美元结算，汇率的不利波动可能导致公司发生汇兑损失。
- **大股东、董事减持风险：**6 月 25 日，公司公告股东、董事拟减持公司股权的 5%，可能导致公司股价波动，6 月 29 日股东松堡投资在减持计划公告披露未满 15 个交易日的情况下误操作集中竞价减持公司股份 10000 股、成交金额 25.7 万元。

## 附录：三张报表预测摘要

### 损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	1,322	1,194	1,592	1,993	2,463	3,069
增长率		-9.7%	33.4%	25.2%	23.6%	24.6%
主营业务成本	-985	-893	-1,215	-1,476	-1,829	-2,286
%销售收入	74.5%	74.8%	76.3%	74.0%	74.3%	74.5%
毛利	337	301	377	517	634	783
%销售收入	25.5%	25.2%	23.7%	26.0%	25.7%	25.5%
营业税金及附加	-3	-5	-2	-3	-4	-5
%销售收入	0.2%	0.5%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
销售费用	-43	-35	-52	-66	-81	-101
%销售收入	3.3%	2.9%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
管理费用	-70	-68	-83	-104	-128	-160
%销售收入	5.3%	5.7%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%
研发费用	-45	-47	-53	-70	-86	-107
%销售收入	3.4%	4.0%	3.3%	3.5%	3.5%	3.5%
息税前利润 (EBIT)	176	146	186	275	335	410
%销售收入	13.3%	12.2%	11.7%	13.8%	13.6%	13.4%
财务费用	-1	-10	-4	-2	-4	-9
%销售收入	0.0%	0.9%	0.3%	0.1%	0.2%	0.3%
资产减值损失	-4	-2	-22	-4	-5	-6
公允价值变动收益	0	0	1	0	0	0
投资收益	0	1	14	18	22	26
%税前利润	0.0%	0.4%	7.4%	6.0%	6.1%	6.0%
营业利润	190	146	187	300	361	434
营业利润率	14.4%	12.2%	11.8%	15.1%	14.6%	14.1%
营业外收支	1	-1	0	0	0	0
税前利润	191	145	188	300	361	434
利润率	14.5%	12.2%	11.8%	15.1%	14.6%	14.2%
所得税	-44	-34	-37	-60	-72	-87
所得税率	23.1%	23.5%	19.6%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	147	111	151	240	288	347
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	147	111	151	240	288	347
净利率	11.1%	9.3%	9.5%	12.0%	11.7%	11.3%

### 现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	147	111	151	240	288	347
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	17	18	44	28	39	51
非经营收益	-2	3	-31	24	5	4
营运资金变动	-11	-41	-394	171	-166	-214
经营活动现金净流	152	91	-229	463	167	188
资本开支	-25	-19	-23	-123	-73	-73
投资	0	0	0	-300	0	0
其他	4	-546	52	18	22	26
投资活动现金净流	-21	-565	28	-405	-51	-47
股权募资	0	705	0	0	0	0
债权募资	-6	23	235	89	49	48
其他	-62	-89	-62	-119	-143	-169
筹资活动现金净流	-68	638	173	-30	-94	-121
现金净流量	66	157	-25	28	23	21

### 资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	120	277	252	281	303	324
应收款项	287	224	403	422	517	641
存货	245	284	491	526	651	814
其他流动资产	19	504	563	686	693	702
流动资产	671	1,289	1,709	1,914	2,165	2,481
%总资产	83.6%	86.8%	91.1%	89.7%	89.3%	89.6%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	113	113	116	163	201	227
%总资产	14.1%	7.6%	6.2%	7.7%	8.3%	8.2%
无形资产	7	7	4	7	9	10
非流动资产	131	196	166	221	259	287
%总资产	16.4%	13.2%	8.9%	10.3%	10.7%	10.4%
资产总计	802	1,485	1,875	2,134	2,424	2,768
短期借款	42	61	295	384	433	481
应付款项	206	167	181	198	245	307
其他流动负债	59	41	71	79	97	120
流动负债	307	269	547	662	776	908
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	8	6	19	20	22	25
负债	315	275	566	681	798	933
普通股股东权益	486	1,210	1,309	1,453	1,626	1,835
其中：股本	96	128	128	147	147	147
未分配利润	155	183	267	411	584	792
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	802	1,485	1,875	2,134	2,424	2,768

### 比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.533	0.869	1.179	1.631	1.960	2.360
每股净资产	5.065	9.454	10.228	9.872	11.048	12.464
每股经营现金净流	1.582	0.708	-1.793	3.150	1.138	1.282
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.653	0.785	0.945
回报率						
净资产收益率	30.26%	9.19%	11.53%	16.52%	17.74%	18.94%
总资产收益率	18.35%	7.49%	8.05%	11.25%	11.90%	12.55%
投入资本收益率	25.58%	8.78%	9.34%	11.95%	12.97%	14.13%
增长率						
主营业务收入增长率	3.38%	-9.71%	33.40%	25.15%	23.58%	24.60%
EBIT增长率	28.43%	-16.96%	27.67%	47.64%	21.61%	22.50%
净利润增长率	24.41%	-24.43%	35.71%	59.08%	20.17%	20.46%
总资产增长率	16.52%	85.26%	26.28%	13.81%	13.56%	14.20%
资产管理能力						
应收账款周转天数	72.1	74.3	67.7	75.0	75.0	75.0
存货周转天数	85.9	108.3	116.5	130.0	130.0	130.0
应付账款周转天数	70.4	71.9	48.0	45.0	45.0	45.0
固定资产周转天数	30.8	33.2	26.0	29.5	29.4	26.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-15.98%	-41.80%	-21.63%	-15.32%	-12.08%	-9.20%
EBIT利息保障倍数	290.3	14.3	42.3	134.2	82.0	46.4
资产负债率	39.35%	18.52%	30.19%	31.91%	32.91%	33.72%

来源：公司年报、国金证券研究所



**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	2	2
增持	1	1	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>2.00</b>	<b>2.00</b>	<b>2.00</b>	<b>1.33</b>	<b>1.00</b>

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券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任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,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国金证券其它业务部门、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。

本报告仅为参考之用,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。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。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、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。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;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。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402