

康冠科技 (001308.SZ)

海外交互智能平板需求旺盛, LCD 降价周期盈利改善趋势明确

买入

核心观点

1H22 归母净利润 5.92-6.69 亿元, 同比增长 136%-167%。公司发布 1H22 业绩预告, 预计 1H22 归母净利润 5.92-6.69 亿元 (YoY 136%-167%), 对应 2Q22 归母净利润 3.63-4.41 亿元 (YoY 176%-235%); 预计 1H22 扣非后归母净利润 5.08-5.84 亿元 (YoY 138%-174%), 对应 2Q22 扣非后归母净利润 3.07-3.83 亿元 (YoY 179%-248%)。业绩高增长得益于: 1) 海外交互智能平板需求旺盛, 公司相关产品业务量增长; 2) 智能电视平均尺寸增大带来出货 ASP 提升; 3) LCD 面板等核心原材料价格下降; 4) 汇率变动、政府补助等其他因素。

海外交互智能平板需求旺盛, 1Q22 出货同比增长 159%。根据 DISCIEN 数据, 1Q22 海外交互智能平板出货 40.94 万台, 同比增长 159%, 环比增长 4.4%, 延续高增长态势; DISCIEN 预计 2022 年海外交互智能平板出货量同比增长 41%至 183.8 万台。海外交互智能平板需求旺盛, 主要得益于 2021 年以来美国、德国、土耳其、意大利、印度等国家相继发布教育信息化相关刺激政策。公司交互智能平板 ODM 业务的主要客户包括 SMART、普罗米休斯、NEC、明基、仁宝等海外头部品牌, 根据 FutureSource 数据, 2020 年公司交互智能平板海外出货量排行 ODM 厂商全球第一, 有望充分受益于海外市场的旺盛需求。

智能电视 ODM 业务实行差异化竞争策略, 服务新兴市场 LocalKing 客户。公司确立了智能电视 ODM 业务服务国际知名品牌中小区域市场、新兴市场本地龙头品牌客户 (LocalKing) 的差异化市场策略, 客户包括国际知名品牌三星、LG、飞利浦、夏普、东芝、小米、沃尔玛, 以及亚太、拉美、中东、非洲等地区的 LocalKing 客户。公司智能电视 ODM 业务的增长驱动力来源于: 1) 东南亚、中东、拉美、非洲等发展中国家市场对于智能电视需求仍在持续增长; 2) 智能电视朝着大尺寸化发展, 根据 WitsView, 全球 50 英寸以上电视出货占比从 1Q15 的 18.30%提升至 1Q22 的 48.73%; 3) LCD 价格处于低位, 50/55/65 英寸 LCD 价格自 21 年 7 月以来已下跌 62%/58%/50%, 公司毛利率逐步回升。

投资建议: 我们看好海外交互智能平板市场以及东南亚、中东、拉美、非洲等新兴国家智能电视市场的增长潜力, 同时看好公司受益于 LCD 跌价实现利润率回升。我们预计公司 22-24 年营收同比增长 23.1%/27.6%/25.5%至 146.40/186.87/234.48 亿元, 归母净利润同比增长 52.4%/29.0%/24.3%至 14.07/18.14/22.56 亿元, 对应 PE 为 11.9/9.2/7.4 倍, 给予“买入”评级。

风险提示: 上游原材料价格波动, 下游需求不及预期, 行业竞争加剧。

盈利预测和财务指标

| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 7,414 | 11,889 | 14,640 | 18,687 | 23,448 |
| (+/-%) | 5.4% | 60.4% | 23.1% | 27.6% | 25.5% |
| 净利润 (百万元) | 485 | 923 | 1407 | 1814 | 2256 |
| (+/-%) | -8.7% | 90.4% | 52.4% | 29.0% | 24.3% |
| 每股收益 (元) | 1.35 | 2.56 | 2.69 | 3.47 | 4.31 |
| EBIT Margin | 6.9% | 7.9% | 9.4% | 9.5% | 9.5% |
| 净资产收益率 (ROE) | 24.1% | 34.4% | 25.2% | 27.4% | 28.1% |
| 市盈率 (PE) | 23.8 | 12.5 | 11.9 | 9.2 | 7.4 |
| EV/EBITDA | 25.3 | 14.2 | 14.0 | 11.4 | 9.3 |
| 市净率 (PB) | 5.74 | 4.30 | 3.00 | 2.53 | 2.09 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

电子 · 消费电子

证券分析师: 胡剑

021-60893306

hujian1@guosen.com.cn

S0980521080001

联系人: 周靖翔

021-60375402

zhoujingxiang@guosen.com.cn

证券分析师: 胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

联系人: 李梓澎

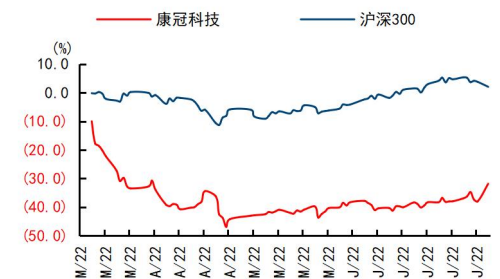
0755-81981181

lizipeng@guosen.com.cn

基础数据

| | |
|-------------|----------------|
| 投资评级 | 买入 (首次覆盖) |
| 合理估值 | |
| 收盘价 | 32.07 元 |
| 总市值/流通市值 | 16773/1764 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 70.33/26.84 元 |
| 近 3 个月日均成交额 | 108.94 百万元 |

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

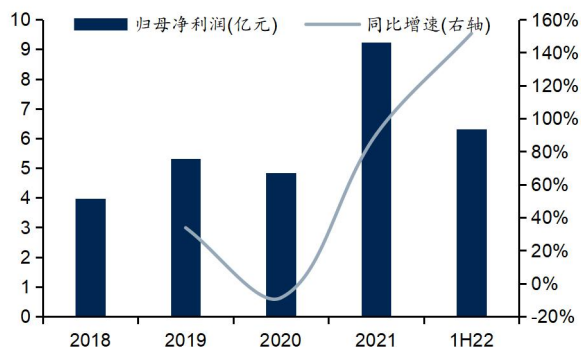
相关研究报告

图1: 公司营业收入及同比增速



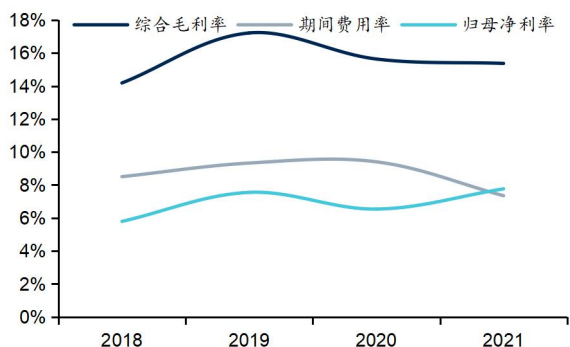
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 公司归母净利润及同比增速



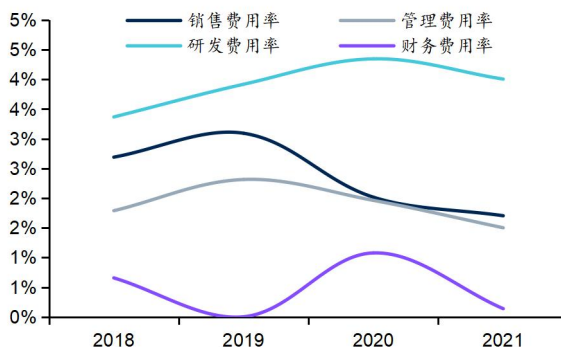
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 1H22 归母净利润取业绩预告中值

图3: 公司综合毛利率、归母净利率、期间费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司销售、管理、研发、财务费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

智能交互显示产品: 2019-2021 年公司智能交互显示产品营收 21.76/26.47/44.94 亿元, 对应毛利率分别为 24.5%/22.7%/19.4%。我们看好海外交互智能平板的增长潜力, 根据 DISCIEN 预测, 海外教育类交互智能平板出货量将从 2020 年的 55.3 万台增长至 2025 年的 178.9 万台 (CAGR: 26.5%), 海外会议类交互智能平板出货量将从 2020 年的 16.7 万台增长至 2025 年的 93.8 万台 (CAGR: 41.2%)。基于此, 我们预计 2022-2024 年公司智能交互显示产品营收同比增长 43.1%/39.3%/35.7% 至 64.30/89.58/121.54 亿元。考虑到目前 LCD 面板价格处于低位, 我们预计 22 年毛利率提升至 21.4%, 随后 23/24 年回落至 21.2%/20.9%。

智能电视: 2019-2021 年公司智能电视营收 34.33/36.19/56.41 亿元, 对应毛利率分别为 14.5%/8.4%/12.1%。公司智能电视业务主要服务国际知名品牌中小区域市场、各新兴市场本地龙头品牌客户 (Local King), 我们看好东南亚、中东、拉美、非洲等新兴国家智能电视市场的增长潜力, 预计 22-24 年公司智能电视营收同比增长 18.8%/24.2%/18.8% 至 67.02/83.23/98.88 亿元。考虑到目前 LCD 面板价格处于低位, 我们预计 22 年毛利率提升至 13.3%, 随后 23/24 年回落至 13.2%/13.1%。

设计加工业务: 19-21 年公司设计加工业务营收 7.55/8.54/12.96 亿元, 对应毛利率分别为 17.8%/22.5%/15.4%。公司设计加工业务客户为 LG、小米、冠捷科技、仁宝等行业大型企业, 面向中国等成熟市场。考虑到成熟市场竞争相对饱和, 受

疫情、通胀等因素影响较大，我们预计 22-24 年营收同比下降 19.0%/9.7%/0.0% 至 10.50/9.47/9.47 亿元，预计毛利率维持为 15.0%。

表1: 公司营业收入及毛利率预测

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入(亿元) | 70.31 | 74.14 | 118.89 | 146.40 | 186.87 | 234.48 |
| 智能交互显示产品 | 21.76 | 26.47 | 44.94 | 64.30 | 89.58 | 121.54 |
| 智能电视 | 34.33 | 36.19 | 56.41 | 67.02 | 83.23 | 98.88 |
| 设计加工业务 | 7.55 | 8.54 | 12.96 | 10.50 | 9.47 | 9.47 |
| 液晶面板销售 | 6.10 | 2.18 | 3.70 | 3.70 | 3.70 | 3.70 |
| 其他业务 | 0.57 | 0.75 | 0.88 | 0.88 | 0.88 | 0.88 |
| 同比增速(%) | 2.6% | 5.4% | 60.4% | 23.1% | 27.6% | 25.5% |
| 智能交互显示产品 | 35.4% | 21.6% | 69.8% | 43.1% | 39.3% | 35.7% |
| 智能电视 | -2.0% | 5.4% | 55.9% | 18.8% | 24.2% | 18.8% |
| 设计加工业务 | 3.1% | 13.1% | 51.7% | -19.0% | -9.7% | 0.0% |
| 液晶面板销售 | -35.4% | -64.3% | 69.7% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 其他业务 | -8.6% | 33.0% | 16.8% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 毛利率(%) | 17.2% | 15.6% | 15.4% | 17.0% | 17.2% | 17.3% |
| 智能交互显示产品 | 24.5% | 22.7% | 19.4% | 21.4% | 21.2% | 20.9% |
| 智能电视 | 14.5% | 8.4% | 12.1% | 13.3% | 13.2% | 13.1% |
| 设计加工业务 | 17.8% | 22.5% | 15.4% | 15.0% | 15.0% | 15.0% |
| 液晶面板销售 | 2.0% | 9.8% | 5.1% | 5.1% | 5.1% | 5.1% |
| 其他业务 | 54.6% | 54.3% | 58.0% | 58.0% | 58.0% | 58.0% |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

综上所述，我们预计 22-24 年公司营业收入分别同比增长 23.1%/27.6%/25.5% 至 146.40/186.87/234.48 亿元，对应综合毛利率为 17.0%/17.2%/17.3%。我们预计 22-24 年公司期间费用率为 7.0%/6.9%/7.1%；预计 22-24 年公司归母净利润分别同比增长 52.4%/29.0%/24.3% 至 14.07/18.14/22.56 亿元。

表2: 公司未来 3 年盈利预测表 (单位: 亿元)

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 70.31 | 74.14 | 118.89 | 146.40 | 186.87 | 234.48 |
| 营业成本 | 58.21 | 62.55 | 100.62 | 121.44 | 154.80 | 193.97 |
| 销售费用 | 2.17 | 1.49 | 2.03 | 2.52 | 3.25 | 4.12 |
| 管理费用 | 1.63 | 1.45 | 1.78 | 2.22 | 2.86 | 3.63 |
| 研发费用 | 2.75 | 3.22 | 4.76 | 5.92 | 7.63 | 9.67 |
| 财务费用 | 0.00 | 0.80 | 0.17 | -0.44 | -0.78 | -0.83 |
| 营业利润 | 5.80 | 5.05 | 9.76 | 14.82 | 19.15 | 23.84 |
| 利润总额 | 5.88 | 5.17 | 9.78 | 14.90 | 19.22 | 23.89 |
| 归母净利润 | 5.31 | 4.85 | 9.23 | 14.07 | 18.14 | 22.56 |
| EPS (元) | 1.47 | 1.35 | 2.56 | 2.69 | 3.47 | 4.31 |
| ROE (%) | 29.60% | 24.11% | 34.39% | 25.18% | 27.36% | 28.06% |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

投资建议

我们看好海外交互智能平板市场以及东南亚、中东、拉美、非洲等新兴国家智能电视市场的增长潜力，同时看好公司受益于 LCD 面板跌价实现利润率回升。我们预计 22-24 年公司营收同比增长 23.1%/27.6%/25.5% 至 146.40/186.87/234.48 亿元，预计 22-24 年归母净利润同比增长 52.4%/29.0%/24.3% 至 14.07/18.14/22.56 亿元，对应 22-24 年 PE 分别为 11.9/9.2/7.4 倍，给予“买入”评级。

附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | | 利润表 (百万元) | | | | | |
|------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 现金及现金等价物 | 542 | 951 | 3441 | 3707 | 3956 | 营业收入 | 7414 | 11889 | 14640 | 18687 | 23448 |
| 应收款项 | 1208 | 1840 | 2344 | 2977 | 3706 | 营业成本 | 6255 | 10062 | 12144 | 15480 | 19397 |
| 存货净额 | 1660 | 1658 | 2000 | 2548 | 3190 | 营业税金及附加 | 27 | 33 | 47 | 61 | 73 |
| 其他流动资产 | 228 | 57 | 254 | 330 | 312 | 销售费用 | 149 | 203 | 252 | 325 | 412 |
| 流动资产合计 | 3970 | 4516 | 8049 | 9572 | 11175 | 管理费用 | 145 | 178 | 224 | 288 | 365 |
| 固定资产 | 660 | 702 | 1123 | 1640 | 2286 | 研发费用 | 322 | 476 | 592 | 763 | 967 |
| 无形资产及其他 | 54 | 52 | 50 | 48 | 46 | 财务费用 | 80 | 17 | (44) | (78) | (83) |
| 投资性房地产 | 110 | 107 | 107 | 107 | 107 | 投资收益 | 7 | 8 | 5 | 7 | 7 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值及公允价值变动 | (8) | (21) | (7) | (6) | (6) |
| 资产总计 | 4795 | 5377 | 9329 | 11366 | 13614 | 其他收入 | 71 | 68 | 60 | 66 | 65 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 663 | 227 | 244 | 267 | 290 | 营业利润 | 505 | 976 | 1482 | 1915 | 2384 |
| 应付款项 | 1572 | 1899 | 2678 | 3406 | 4063 | 营业外净收支 | 12 | 2 | 7 | 7 | 5 |
| 其他流动负债 | 503 | 521 | 770 | 1006 | 1165 | 利润总额 | 517 | 978 | 1490 | 1922 | 2389 |
| 流动负债合计 | 2737 | 2647 | 3693 | 4679 | 5518 | 所得税费用 | 32 | 54 | 83 | 107 | 132 |
| 长期借款及应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 其他长期负债 | 44 | 42 | 46 | 48 | 50 | 归属于母公司净利润 | 485 | 923 | 1407 | 1814 | 2256 |
| 长期负债合计 | 44 | 42 | 46 | 48 | 50 | 现金流量表 (百万元) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 负债合计 | 2781 | 2689 | 3739 | 4728 | 5568 | 净利润 | 485 | 924 | 1407 | 1815 | 2257 |
| 少数股东权益 | 3 | 5 | 5 | 6 | 6 | 资产减值准备 | 21 | 14 | 16 | 16 | 24 |
| 股东权益 | 2011 | 2684 | 5586 | 6633 | 8040 | 折旧摊销 | 51 | 65 | 89 | 122 | 165 |
| 负债和股东权益总计 | 4795 | 5377 | 9329 | 11366 | 13614 | 公允价值变动损失 | 8 | 21 | 7 | 6 | 6 |
| | | | | | | 财务费用 | 80 | 17 | (44) | (78) | (83) |
| 关键财务与估值指标 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 营运资本变动 | (457) | (98) | 5 | (274) | (512) |
| 每股收益 | 1.35 | 2.56 | 2.69 | 3.47 | 4.31 | 其它 | 172 | (263) | 28 | 61 | 59 |
| 每股红利 | 0.76 | 0.75 | 1.11 | 1.47 | 1.62 | 经营活动现金流 | 360 | 678 | 1508 | 1670 | 1915 |
| 每股净资产 | 5.59 | 7.45 | 10.68 | 12.68 | 15.37 | 资本开支 | (119) | (127) | (530) | (659) | (839) |
| ROIC | 37% | 51% | 53% | 55% | 58% | 其它投资现金流 | (98) | 394 | (0) | (0) | (0) |
| ROE | 24% | 34% | 25% | 27% | 28% | 投资活动现金流 | (218) | 267 | (531) | (659) | (839) |
| 毛利率 | 16% | 15% | 17% | 17% | 17% | 权益性融资 | (50) | 1 | 2075 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 7% | 8% | 9% | 9% | 10% | 负债净变化 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 8% | 8% | 10% | 10% | 10% | 支付股利、利息 | (272) | (272) | (580) | (767) | (849) |
| 收入增长 | 5% | 60% | 23% | 28% | 25% | 其它融资现金流 | 141 | (245) | 18 | 23 | 23 |
| 净利润增长率 | -9% | 90% | 52% | 29% | 24% | 融资活动现金流 | (182) | (516) | 1513 | (745) | (826) |
| 资产负债率 | 58% | 50% | 40% | 42% | 41% | 现金净变动 | (90) | 427 | 2490 | 266 | 250 |
| 息率 | 2.4% | 2.4% | 5.0% | 6.6% | 7.4% | 货币资金的期初余额 | 480 | 390 | 817 | 3307 | 3572 |
| P/E | 23.8 | 12.5 | 11.9 | 9.2 | 7.4 | 货币资金的期末余额 | 390 | 817 | 3307 | 3572 | 3822 |
| P/B | 5.7 | 4.3 | 3.0 | 2.5 | 2.1 | 企业自由现金流 | 0 | 724 | 867 | 861 | 925 |
| EV/EBITDA | 25.3 | 14.2 | 14.0 | 11.4 | 9.3 | 权益自由现金流 | 0 | 479 | 927 | 957 | 1026 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 说明 |
|------------|----|----------------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 卖出 | 股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 低配 | 行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032