

康冠科技 (001308.SZ) AI 技术拓圈女性经济，智能显示龙头开启新世界

2022 年 08 月 05 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

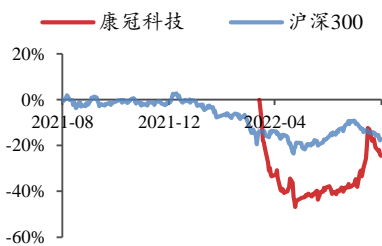
张宇光（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

| | |
|--------------|-------------|
| 日期 | 2022/8/4 |
| 当前股价(元) | 35.50 |
| 一年最高最低(元) | 70.33/26.84 |
| 总市值(亿元) | 185.75 |
| 流通市值(亿元) | 19.61 |
| 总股本(亿股) | 5.23 |
| 流通股本(亿股) | 0.55 |
| 近 3 个月换手率(%) | 570.32 |

股价走势图



数据来源：聚源

● 全球智能显示龙头企业，营收和净利近年实现高增长

深耕智能显示制造 27 年，产品包括智能电视/智能交互显示/设计加工/液晶面板制造和销售等，2018~2021 年营收由 68.52 亿元增长至 218.89 亿元，2021 年净利润为 9.23 亿元/yoy+90.31%，此外，公司公告预计 2022H1 归母净利润 5.92~6.69 亿元/yoy+136%~+167%，据第三方数据，公司 2020 年度智能交互平板海外出货量全球排名第一，2020/2021 年度智能电视的出货量全球排名第五。我们预计 2022~2024 年净利润为 14.52/18.1/22.01 亿元，yoy+57.3%/+24.7%/+21.6%，EPS 为 2.77/3.46/4.21 元，当前股价对应 PE12.8/10.3/8.4 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 差异化布局增量市场，研产一体化+小批量/柔性化定制化打造坚实护城河

外销占比近 8 成，分业务看：（1）智能电视主要为国际知名品牌第三世界国家市场和 Local King 品牌提供定制化服务，且 11 月世界杯的举办将催化更新换代。（2）智能交互业务重点布局欧美市场，目前海外教育智能交互平板渗透率仍处较低水平，且近年海外教育信息化政策不断加码加速其发展，2020/2021 年公司智能交互平板销量为 27.43/44.35 万台，yoy+34.92%/+61.68%。竞争优势：公司全流程软硬件定制化研发，在生产设计/交互系统/显示/触控模组/显示等重要领域均具备自主生产能力，深耕产业链一体化生产高效应对客户需求，又可保证较强的低成本优势。

● AI 交互赋能新式智慧生活，精准卡位智能健身镜/AR 美妆镜等蓝海赛道

公司是智能健身镜龙头小度添添和 FITURE 主要 ODM 供应商，据艾瑞咨询，2020-2025 年中国智能健身镜 CAGR 可达 164%。公司于今年 6 月发布自有品牌创新产品 KTC 随新屏和福比特 AR 美妆镜，喜得消费者青睐。AI 技术赋能下两个产品均有成为大单品的潜力。此外，公司凭借电竞产品的销售经验，在营销和渠道打法上亦较为成熟，2022H1 公司 KTC 品牌 Mini LED 电竞显示器全球市占率为 17%。我们认为，技术优势+与游戏用户的互动销售经验使得公司能够更好地将科学与美学开发与设计融会贯通，创新业务有望成为公司未来快速发展的重要驱动力。

● 风险提示：面板价格大幅上涨；汇率波动风险；贸易政策风险等。

财务摘要和估值指标

| 指标 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 7,414 | 11,889 | 14,610 | 18,420 | 23,601 |
| YOY(%) | 5.4 | 60.4 | 22.9 | 26.1 | 28.1 |
| 净利润(百万元) | 485 | 923 | 1,452 | 1,810 | 2,201 |
| YOY(%) | -8.7 | 90.4 | 57.3 | 24.7 | 21.6 |
| 毛利率(%) | 15.6 | 15.4 | 18.5 | 20.7 | 22.2 |
| 净利率(%) | 6.5 | 7.8 | 9.9 | 9.8 | 9.3 |
| ROE(%) | 24.1 | 34.4 | 37.5 | 34.0 | 30.7 |
| EPS(摊薄/元) | 0.93 | 1.76 | 2.77 | 3.46 | 4.21 |
| P/E(倍) | 38.3 | 20.1 | 12.8 | 10.3 | 8.4 |
| P/B(倍) | 9.2 | 6.9 | 4.8 | 3.5 | 2.6 |

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

| | |
|-------------------------------------|----|
| 1、康冠科技：智能显示行业龙头企业，业绩持续快速增长 | 5 |
| 2、智能电视+智能交互双轮驱动，利润处于上行周期 | 8 |
| 2.1、主业一：智能电视处于利润上行周期 | 9 |
| 2.1.1、公司：差异化布局第三世界国家，出货量全球排名第五 | 9 |
| 2.1.2、行业：第三世界国家仍存增长空间，世界杯举办在即催化更新换代 | 10 |
| 2.2、主业二：智能交互高景气度凸显 | 11 |
| 2.2.1、公司：重点布局欧美市场，海外全球出货量全球第一 | 11 |
| 2.2.2、行业：教育市场海外高速增长，会议市场全球渗透率均较低 | 13 |
| 2.3、智能显示市场大屏化趋势显著，毛利率与面板价格周期性共振 | 14 |
| 3、竞争优势：研产一体化，优质服务客户锁定能力强 | 16 |
| 3.1、小批量+多型号+柔性化制造，全流程软硬件定制化高效响应需求 | 16 |
| 3.2、绑定优质大客户资源，且稳定性较强 | 17 |
| 4、创新业务：AI交互拓圈“美业”，践行科技改变生活使命 | 19 |
| 4.1、创新产品一：网红智能健身魔镜 | 19 |
| 4.1.1、智能健身魔镜的定义及所解决的问题 | 21 |
| 4.1.2、行业发展历程：始于美国，但时间起点相差甚微，更有望兴于中国 | 22 |
| 4.1.3、智能魔镜市场规模，健身之外更为广阔 | 26 |
| 4.2、创新新产品二：自有品牌 KTC 随心屏 | 28 |
| 4.3、创新新产品三：自有品牌福比特 AR 美妆镜 | 29 |
| 5、募投项目助力持续发展，财务指标良性健康 | 32 |
| 6、盈利预测与估值 | 34 |
| 7、风险提示 | 36 |
| 附：财务预测摘要 | 37 |

图表目录

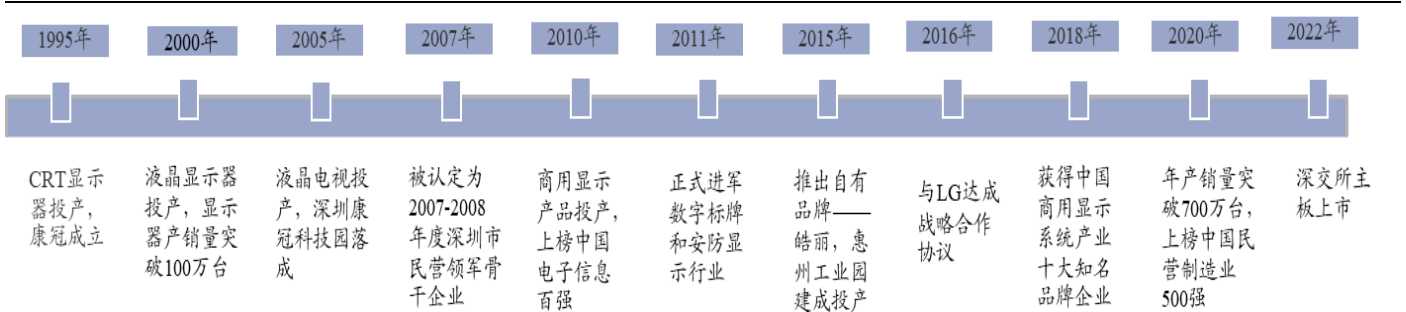
| | |
|--|----|
| 图 1: 康冠科技专注智能显示行业近三十载..... | 5 |
| 图 2: 2021 年公司营收增长较快..... | 5 |
| 图 3: 公司归母净利润持续高增..... | 5 |
| 图 4: 公司股权结构集中..... | 6 |
| 图 5: 公司位处产业链中游..... | 8 |
| 图 6: 主营业务营收增长较快..... | 8 |
| 图 7: 智能交互显示产品在主营业务中的占比逐年提升..... | 8 |
| 图 8: 智能交互显示产品毛利率最高..... | 8 |
| 图 9: 海外营收增速高于国内..... | 9 |
| 图 11: 2021 年智能电视主要出口亚太、美洲、中东等地区..... | 9 |
| 图 12: 康冠智能电视销量稳步增长..... | 9 |
| 图 13: 2020 和 2021 年公司智能电视 ODM 出货量全球排名第五..... | 10 |
| 图 14: 全球电视机出货量海外增速高于国内..... | 10 |
| 图 15: 全球智能电视渗透率已处于较高水平..... | 10 |
| 图 16: 第三世界国家智能电视销量增速较快..... | 11 |
| 图 17: 第三世界国家智能电视销售额增速较快..... | 11 |
| 图 18: 2017、2018 全球电视代工厂出货增速较快..... | 11 |
| 图 19: 中国液晶电视行业出货量和出口额稳中有升..... | 11 |
| 图 21: 公司智能交互平板产品销量增长迅猛..... | 12 |
| 图 22: 2022Q1 皓丽在国内会议平板出货量份额占比第二..... | 12 |
| 图 23: 预计海外教育 IFPD 出货量增速高于国内..... | 13 |
| 图 24: 中国商用交互平板出货量增速显著高于教育类..... | 13 |
| 图 25: 中国会议类智能交互平板 86 英寸占比提升..... | 14 |
| 图 26: 全球大尺寸电视占比逐年上涨..... | 14 |
| 图 27: 2021 年公司智能电视单价上涨较快..... | 15 |
| 图 28: 2021 年公司交互显示类产品单价呈上涨趋势..... | 15 |
| 图 29: 公司产品价格随液晶面板价格波动而波动..... | 15 |
| 图 30: 液晶显示器面板价格 2021 年上涨幅度较大..... | 15 |
| 图 31: B 站 KTC 显示器/随心屏众多视频浏览量很高..... | 19 |
| 图 32: 公司 KTC 电竞显示器功能全面..... | 19 |
| 图 33: 智能健身镜以“硬件+内容”为载体..... | 22 |
| 图 34: 智能健身镜行业位处产业链中游..... | 22 |
| 图 35: 智能健身镜课程和线下私教服务具备互补优势..... | 22 |
| 图 36: Mirror 健身镜营收增长迅猛..... | 23 |
| 图 37: Mirror 融资规模较大..... | 23 |
| 图 38: 我国智能健身镜行业竞争渐趋激烈..... | 23 |
| 图 39: 2022 年 6 月小度占据 47.91% 市场份额..... | 23 |
| 图 40: Peloton 健身器材和订阅收入均保持高增..... | 24 |
| 图 41: Peloton 健身单车和跑步机营收占比 78%..... | 24 |
| 图 42: 公司健身器材出货量增速迅猛..... | 25 |
| 图 43: 公司忠实付费用户每年增长超过 100%..... | 25 |
| 图 44: 2021 年公司成本增长 160%..... | 25 |
| 图 45: 公司亏损进一步加大..... | 25 |
| 图 46: 智能健身镜集 AI 交互+内容导向+社交赋能一体..... | 26 |

| | |
|---|----|
| 图 47: 中国健身人群及线上健身率逐年上涨..... | 26 |
| 图 48: 预计未来几年智能运动健身行业市场规模将持续扩大..... | 26 |
| 图 49: 预计到 2025 年中国智能健身镜市场规模 CAGR 达 172%..... | 27 |
| 图 50: 预计到 2025 年中国智能健身镜行业出货量 CAGR 达 164%..... | 27 |
| 图 51: AR 试衣镜功能及应用场景广泛..... | 27 |
| 图 52: 随心屏可灵活移动, 调整屏幕..... | 28 |
| 图 53: 小红书已累计多篇笔记..... | 28 |
| 图 54: 小红书上搜索化妆镜显示相关笔记有 6 万+, 商品 3 万+..... | 30 |
| 图 55: 淘宝平台化妆镜的搜索栏品牌过千, 价格从几十元到上千元不等..... | 30 |
| 图 56: 康冠毛利率水平较为稳定..... | 32 |
| 图 57: 康冠毛利率水平处于行业中等位置..... | 32 |
| 图 58: 直接材料为主营业务成本主要构成(剔除运输费)..... | 33 |
| 图 59: 2021 年公司三项费用率都有所下降..... | 33 |
| 图 60: 康冠研发费用稳步提升..... | 33 |
| 图 61: 康冠研发费用率在行业中位于中部水平..... | 33 |
| 图 62: 公司应收账款逐年上涨..... | 33 |
| 图 63: 公司 ROE 处于较高水平..... | 33 |
| 表 1: 公司管理层背景交叉互补..... | 6 |
| 表 2: 公司智能交互平板设备功能完善..... | 12 |
| 表 3: 海外教育信息化政策不断推出..... | 14 |
| 表 4: 公司研发成果丰富(截至公司招股说明书时间)..... | 16 |
| 表 5: 公司国内厂房面积较大..... | 17 |
| 表 6: 公司产线丰富..... | 17 |
| 表 7: 公司前五大客户结构稳定, 占比 30%左右..... | 18 |
| 表 8: 公司合作品牌客户较为知名..... | 18 |
| 表 9: 小度和 FITURE 产品各具特点..... | 20 |
| 表 10: 小度添添智能健身镜逐渐升级..... | 20 |
| 表 11: FITURE 智能健身镜产品不断升级..... | 21 |
| 表 12: 中国智能健身镜参与者众多..... | 24 |
| 表 13: KTC 相比 StandbyME 性能更加优化..... | 28 |
| 表 14: 智能美妆镜功能及应用场景广泛..... | 29 |
| 表 15: 主流化妆镜品牌销量较大..... | 30 |
| 表 16: 各品牌采用 AR 试妆技术后业务显著增长..... | 31 |
| 表 17: 公司募投项目助力持续发展..... | 32 |
| 表 18: 公司收入预测拆分..... | 34 |
| 表 19: 可比公司估值: 康冠科技估值处于行业平均水平..... | 36 |

1、康冠科技：智能显示行业龙头企业，业绩持续快速增长

专注智能显示行业近三十载。康冠科技成立于1995年，专注于为客户提供深度定制化、差异化的平板显示产品，产品主要包括商用领域的智能交互显示产品、智能电视、设计加工业务和液晶面板销售等。伴随着显示行业的技术进步而发展，公司从最初的CRT阴极显像管显示技术产品的生产及销售逐步过渡到LCD为主要显示技术的大屏幕智能显示产品领域。

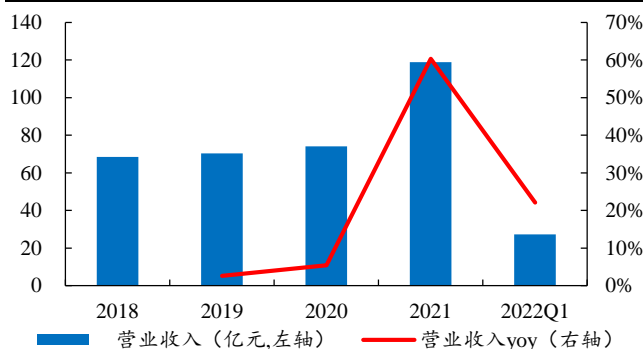
图1：康冠科技专注智能显示行业近三十载



资料来源：康冠科技官网、康冠科技招股说明书、开源证券研究所

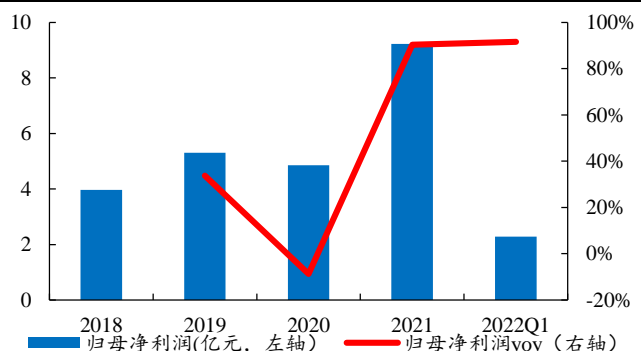
公司营收净利近年高速增长。公司营收由2018年68.52亿元增长至2021年118.89亿元，3年CAGR为20.17%，其中2021年销量增长以及原材料涨价带动销售单价提升，全年营收实现了60.4%的增长。归母净利润除2020年受海外疫情影响利润有所下滑外，其余年份均保持较高增速。2021年实现净利润9.23亿元/yoy+90.31%，2022Q1继续维持90%以上高增速。此外，公司公布1H22业绩预告，预计2022H1归母净利润5.92~6.69亿元/yoy+136%~+167%，对应2Q22归母净利润3.63~4.41亿元/yoy+176%~+235%。

图2：2021年公司营收增长较快



数据来源：Wind、开源证券研究所

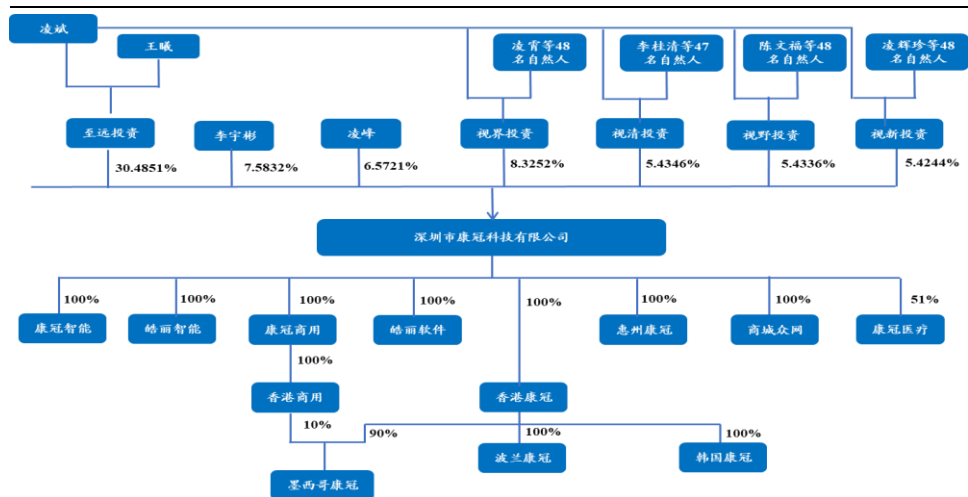
图3：公司归母净利润持续高增



数据来源：Wind、开源证券研究所

股权结构集中，全资子公司众多。公司实际控制人为董事长凌斌和其妻子王曦，二人直接持有公司30.48%的股份，并通过其他平台持有公司股份，合计控制公司64.96%的股份，股东结构稳定，利于战略布局的一贯性。公司拥有7家全资子公司，分别为康冠商用、惠州康冠、康冠智能、皓丽智能、皓丽软件、商城众网、香港康冠；3家全资孙公司，分别为康冠科技（香港）有限公司、欧洲KTC科技有限公司、韩国KTC科技有限公司；1家控股子公司和1家控股孙公司，分别为康冠医疗、香港医疗。

图4：公司股权结构集中



资料来源：康冠科技公司官网、康冠科技招股说明书、开源证券研究所

管理层背景交叉互补，人才经验丰富。公司管理层共计 15 人，管理团队结构清晰稳定，学历以硕士为主，学历层级丰富。年龄结构以 60 后、70 后为主，核心管理人员均拥有丰富经验和阅历，并且行业背景丰富，涵盖运营管理人才、执业注册会计师、执业律师等众多交叉背景人才。其中凌斌先生为第一批深圳市龙岗区“深龙文化创意产业英才”运营管理类领军人才，廖科华曾获深圳百优工匠，陈茂华获得 2021 德国红点产品设计奖。

表1：公司管理层背景交叉互补

| 姓名 | 职务 | 学历 | 出生年份 | 个人简历 |
|-----|--------|----|------|--|
| 凌斌 | 董事长,董事 | 高中 | 1968 | 于 2017 年 9 月被认定为深龙英才 A 类人才,2019 年 5 月被认定为 2018 年第一批深圳市龙岗区“深龙文化创意产业英才”运营管理类领军人才 |
| 杨健君 | 独立董事 | 博士 | 1974 | 2002 年 10 月至 2011 年 12 月担任电子科技大学教师;2011 年 12 月至今先后担任电子科技大学中山学院教师、二级教学副院长;2020 年 12 月起担任深圳市康冠科技股份有限公司第一届董事会独立董事,任期至 2022 年 7 月届满。 |
| 邓燊 | 独立董事 | 硕士 | 1964 | 2020 年 1 月至今担任广州创尔生物技术股份有限公司独立董事职务。2019 年 12 月至今任锐芯微电子股份有限公司独立董事。 |
| 黄绍彬 | 独立董事 | 本科 | 1974 | 2004 年至今于广东深金牛律师事务所任执业律师、合伙人;2020 年 6 月起担任深圳市康冠科技股份有限公司第一届董事会独立董事,任期至 2022 年 7 月届满。 |
| 廖科华 | 董事 | 硕士 | 1978 | 2015 年 10 月至今先后担任深圳市康冠商用科技有限公司董事、总经理。现任康冠科技董事、副总经理。廖科华先生于 2019 年荣获“2018 年度深圳百优工匠”称号。 |
| 李宇彬 | 董事 | 硕士 | 1965 | 于 2019 年 5 月被认定为深圳市地方级领军人才、2018 年第一批深圳市龙岗区“深龙文化创意产业英才”运营管理类领军人才,2020 年 3 月被认定为深龙英才 B 类人才。 |
| 陈茂华 | 董事 | 硕士 | 1977 | 陈茂华先生主导设计完成的“LCD22 吋宽屏高清数字媒体显示器”项目获得 2005-2007 年度深圳市龙岗区科技创新奖,其带领 |

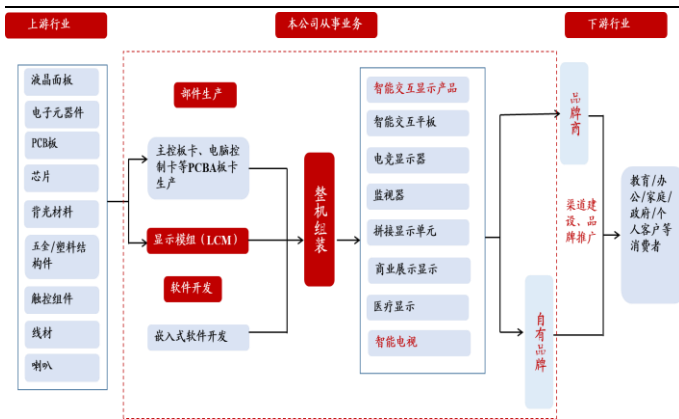
| 姓名 | 职务 | 学历 | 出生年份 | 个人简历 |
|----|----|----|------|--|
| | | | | 团队设计的 65HminiLEDTV、55A7OLEDTV 获得 2021 德国红点产品设计奖。 |

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

2、智能电视+智能交互双轮驱动，利润处于上行周期

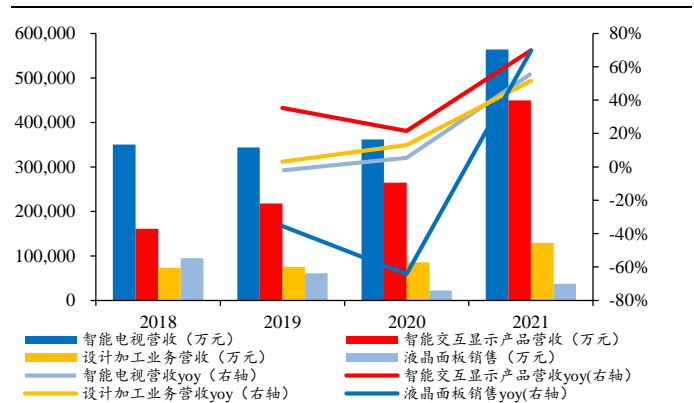
智能电视和智能交互显示合计占收入比例超 85%，高附加值的智能交互制造业务占比逐渐提升。公司主营业务处于智能显示产业链的中游位置，是智能显示产业的制造商。公司主要以 JDM、ODM 生产为主，辅以 OEM、EMS 的合作模式。2021 年公司各项主营业务均实现较高增长，智能电视/智能交互显示产品/设计加工业务/液晶面板销售营收分别同比增长 55.86%/69.79%/51.71%/69.7%。高附加值的智能交互显示产品在主营业务中的占比逐年扩大，已由 2018 年的 23.46%增长至 2021 年的 37.8%，预计占公司总营收比例将持续增加。

图5：公司位处产业链中游



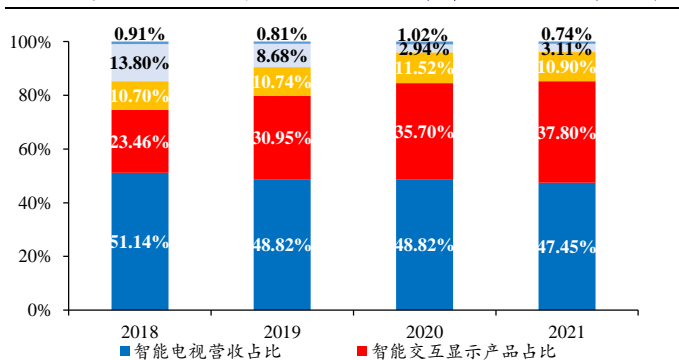
资料来源：Wind、开源证券研究所

图6：主营业务营收增长较快



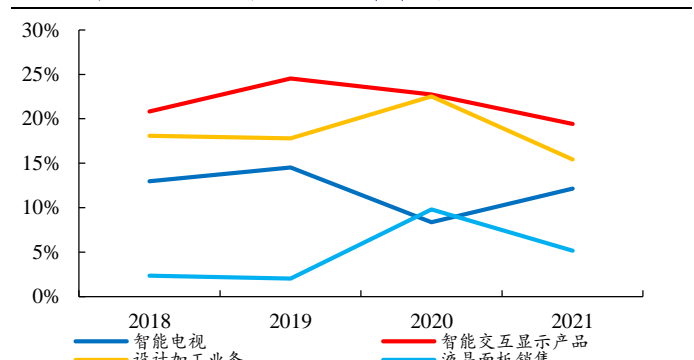
资料来源：Wind、开源证券研究所

图7：智能交互显示产品在主营业务中的占比逐年提升



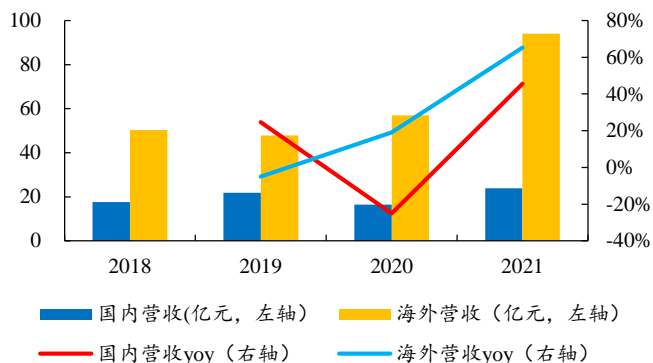
资料来源：Wind、开源证券研究所

图8：智能交互显示产品毛利率最高

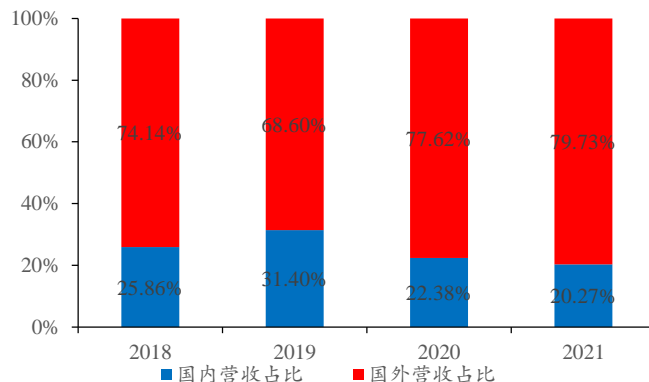


资料来源：Wind、开源证券研究所

外销占比近 8 成，海外营收增速高于国内。2020 和 2021 年公司海外营收分别为 56.96 和 94.09 亿元/yoy+19%和+65.2%，增速高于国内，2021 年海外业务占营业收入比例为 79.73%。

图9：海外营收增速高于国内


数据来源：Wind、开源证券研究所

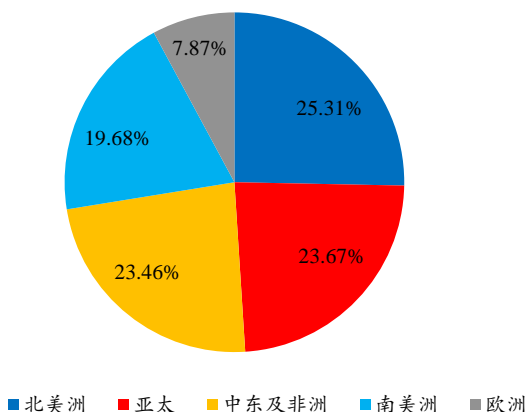
图10：外销占比逐年提升


数据来源：Wind、开源证券研究所

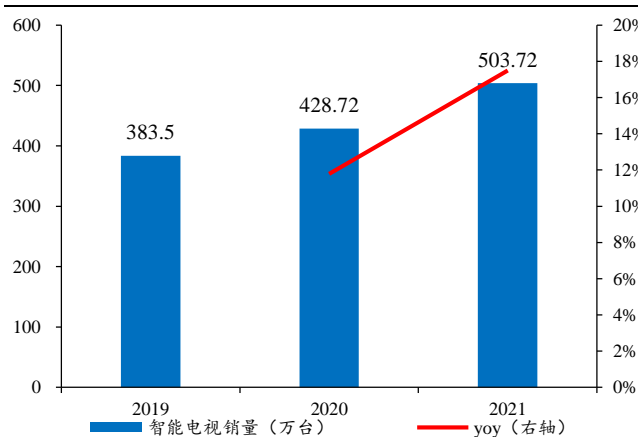
2.1、主业一：智能电视处于利润上行周期

2.1.1、公司：差异化布局第三世界国家，出货量全球排名第五

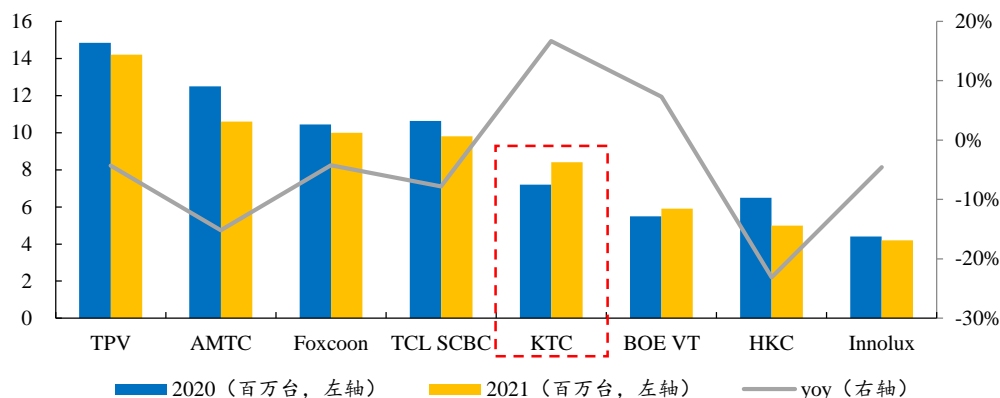
公司智能电视以差异化定位于国际知名品牌的东南亚、中东、拉美、非洲等区域市场，以及 Local King 品牌提供定制化服务。根据显示技术方面的特点，公司智能电视产品分为 LED 背光液晶电视、MINI-LED 阵列量子点光源液晶电视以及 OLED 电视。目前主要布局三星、LG、飞利浦等国际大牌在亚非拉等地区的市场，以及亚太、拉美、中东、非洲等发展中国家当地头部品牌客户，与目前全球智能电视需求增长的市场相契合。2020 年和 2021 年公司智能电视 ODM 出货量全球排名第五，其中 2021 年智能电视出货量同比增长 17%，远高于同行业公司。

图11：2021 年智能电视主要出口亚太、美洲、中东等地区


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图12：康冠智能电视销量稳步增长


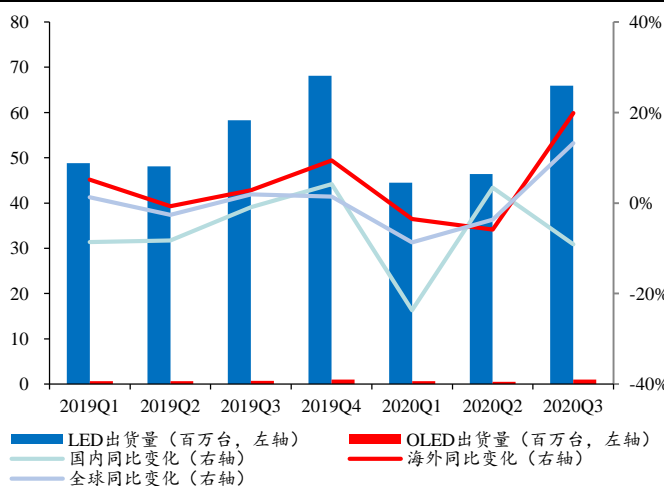
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：2020 和 2021 年公司智能电视 ODM 出货量全球排名第五


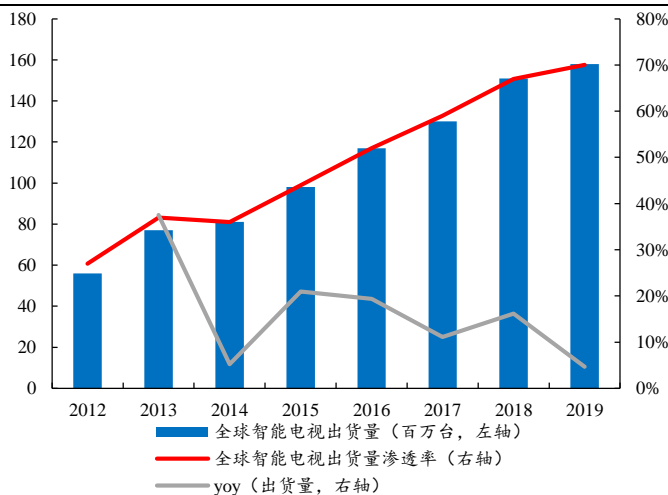
数据来源：洛图科技、开源证券研究所

2.1.2、行业：第三世界国家仍存增长空间，世界杯举办在即催化更新换代

全球智能电视渗透率已处于较高水平，第三世界国家仍存空间。根据奥维睿沃的《全球 TV 品牌出货月度数据报告》，2020 年三季度中国市场出货量下降 9.1%，中国以外的市场出货量上涨 19.9%。海外市场中，第三世界国家智能电视销量和销售额仍处于稳步上升态势，尼日利亚、越南、乌克兰、印度等国智能电视销售额 5 年 CAGR 均超过 10%。康冠差异化定位于该市场，与目前全球智能电视需求增长的市场相契合。

图14：全球电视机出货量海外增速高于国内


数据来源：奥维睿沃、开源证券研究所

图15：全球智能电视渗透率已处于较高水平


数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

图16：第三世界国家智能电视销量增速较快

| | 2020/21 | 2016-2021 CAGR | 2016/2021 Total |
|-------|---------|-------------------|-----------------|
| 哥伦比亚 | 15.0 | 8.1 | 47.8 |
| 墨西哥 | 3.2 | 2.4 | 12.4 |
| 菲律宾 | 3.0 | 3.0 | 16.1 |
| 尼日利亚 | 4.5 | 2.5 | 13.2 |
| 印度尼西亚 | 5.7 | 3.2 | 17.0 |
| 泰国 | 4.0 | 2.2 | 11.6 |
| 罗马尼亚 | 5.1 | 6.8 | 39.0 |
| 越南 | 0.6 | 6.2 | 35.1 |
| 南非 | 2.2 | 5.8 | 32.4 |
| 乌克兰 | 1.7 | 6.2 | 34.9 |
| 印度 | 1.5 | 6.4 | 36.3 |

数据来源：欧睿、开源证券研究所

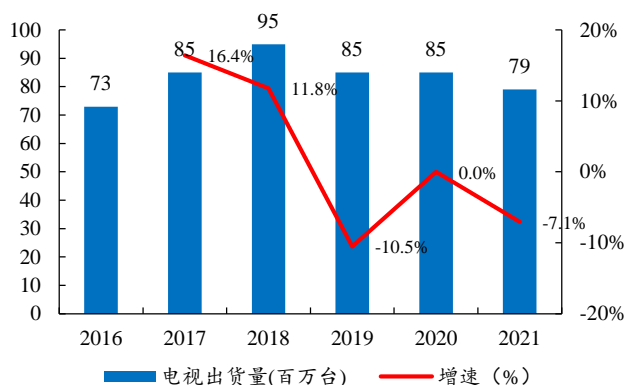
图17：第三世界国家智能电视销售额增速较快

| | 2020/21 | 2016-2021 CAGR | 2016/2021 Total |
|-------|---------|-------------------|-----------------|
| 哥伦比亚 | 10.5 | 5.3 | 29.3 |
| 墨西哥 | 7.3 | 6.2 | 34.8 |
| 菲律宾 | 0.9 | 6.1 | 34.7 |
| 尼日利亚 | 28.3 | 15.0 | 101.4 |
| 印度尼西亚 | 10.3 | 6.0 | 34.0 |
| 泰国 | 2.4 | 2.1 | 11.1 |
| 罗马尼亚 | 10.8 | 11.4 | 71.9 |
| 越南 | 4.8 | 10.3 | 63.3 |
| 南非 | 15.0 | 11.8 | 74.7 |
| 乌克兰 | 21.4 | 22.9 | 180.3 |
| 印度 | 11.6 | 9.8 | 59.5 |

数据来源：欧睿、开源证券研究所

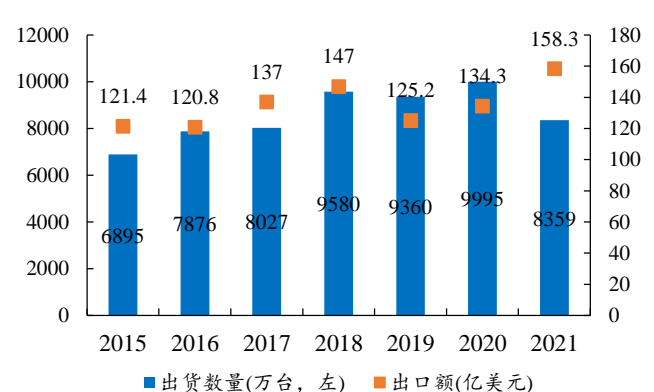
世界杯举办在即，催化智能电视更新换代需求。除 2014 年主要是发达国家智能电视市场由增量市场变成存量市场的转折年，体育赛事对该年智能电视销量提振不显著外，2018 年为世界杯赛事举办年，全球智能电视代工厂出货量同比增长 11.8%，增速快于其他年份。2022 年世界杯将在 11 月 21 日-12 月 18 日于卡塔尔举行，是历史上首次在卡塔尔和中东国家境内举行（康冠智能电视主要出口地区）、也是第二次在亚洲举行的世界杯足球赛，预计下半年世界杯赛事的召开也将再催化公司智能电视的出货量。

图18：2017、2018 全球电视代工厂出货增速较快



数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

图19：中国液晶电视行业出货量和出口额稳中有升



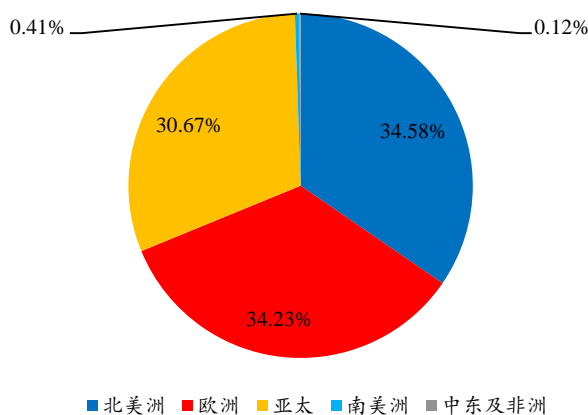
数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

2.2、主业二：智能交互高景气度凸显

2.2.1、公司：重点布局欧美市场，海外全球出货量全球第一

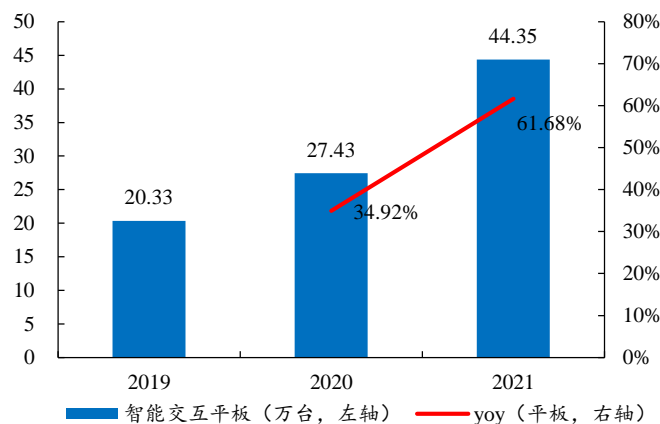
公司智能交互平板分为教育类和会议类两大类（9：1）。随着智慧教育、智能办公等渗透率的提升，智能交互平板需求快速增长。2020/2021 年公司智能交互平板销量为 27.43/44.35 万台，yoy+34.92%/+61.68%。其中会议类智能交互平板以自有品牌皓丽经营为主。2022Q1 皓丽品牌在国内会议市场市占率为 13%，排名第二。根据 FutureSource 数据统计，2020 年度公司智能交互平板在生产制造型供应商中的海外出货量全球排名第一。公司凭借全流程软硬件定制化研发设计及小批量多型号柔性化制造优势，逐步加深了与 SMART/普罗米休斯/PROWIS 等知名品牌的合作。

图20：2021 年商显产品主要销往欧洲、南美洲、亚太等地区



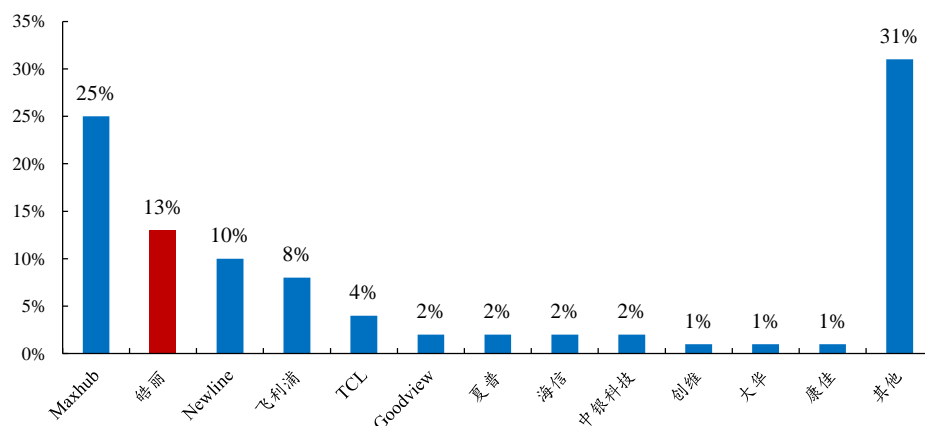
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图21：公司智能交互平板产品销量增长迅猛




数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图22：2022Q1 皓丽在国内会议平板出货量份额占比第二



数据来源：洛图科技、开源证券研究所

表2：公司智能交互平板设备功能完善

| 产品类型 | 分类/应用 领域 | 产品功能特点 | 应用场景 |
|--------|-------------|---|---|
| 智能交互平板 | 智能教育领域 | <ol style="list-style-type: none"> 1、高性能 Android 系统及接口，满足教学录播应用场景需求； 2、内置 PIR 人体侦测及环境光感应功能，课间休息整机功耗大幅度降低； 3、支持多位师生同时流畅书写，半屏下拉书写功能； 4、内置二氧化碳、温湿度、PM2.5 等环境监测系统并实时预警，保护师生身体健康； 5、支持同屏多应用显示功能，方便教师同时进行文档演示、板书教学等应用需求。 |  |

- 1、内置超高清摄像头及多路阵列麦克风，搭配先进的脸部聚焦、手势识别、语音降噪、回声消除等算法；
- 2、具有双千兆网口及双频 WiFi 网络功能，内建网络交换功能；
- 智能办公领域 3、全功能 Type-C 接口，集成高速 USB 数据读写、3840*2160@60Hz DP 画面显示、60W PD 充电等便捷功能；
- 4、具有高精度原笔迹笔锋书写、粗细笔自动识别、精细擦除全通道批注等功能。



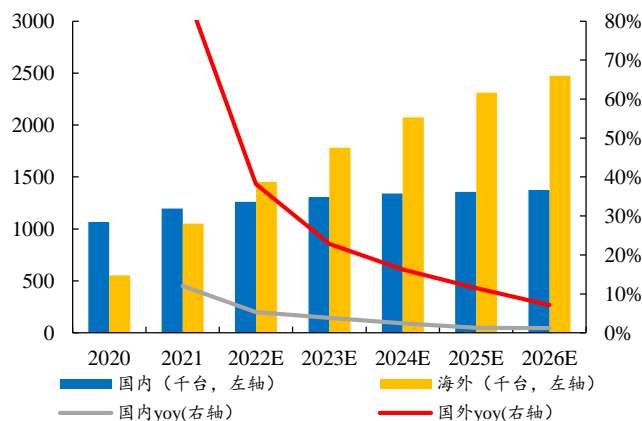
资料来源：康冠科技招股说明书、开源证券研究所

2.2.2、行业：教育市场海外高速增长，会议市场全球渗透率均较低

国内教育类智能交互平板市场逐渐饱和。国内由于“公办教育”市场大部分产品使用时长没能达到学校 5-7 年设备更换标准，民办教育教学成本高，缺乏大规模使用智能交互平板的条件，加之“双减”政策推行，教育类智能交互平板市场逐渐饱和。未来教育信息化政策持续推进，小班制教学普及有望推动行业规模增长。

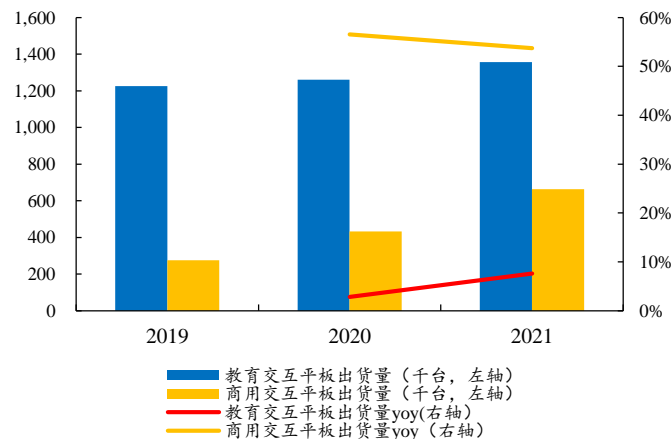
商用交互平板是智能交互显示产品主要潜力市场，市场规模增长迅速。随着远程办公、视频会议需求增长，用于远程协同会议的智能办公市场需求量快速上升。以国内市场为例，阿里、腾讯、小米、华为等各类互联网软硬件巨头均推出了自身的商用会议交互系统，发力持续增长的商用市场，智能交互显示产品将优先受益。据洛图科技数据，近两年商用交互平板出货量增速均高于 50%，与教育市场出货量差距逐渐缩小，而 2020 年数据显示会议市场渗透率只有 10%，空间广阔。

图23：预计海外教育 IFPD 出货量增速高于国内



数据来源：DISCIEN、开源证券研究所

图24：中国商用交互平板出货量增速显著高于教育类



数据来源：洛图科技、开源证券研究所

大渗透率空间叠加政策推动，海外教育 IFPD 市场高速增长。目前海外教育类智能交互平板渗透率较低，同时 2021 年海外的教育信息化政策利好不断。海外教育市场在政府长期计划支持、学校需求稳定增长的背景下具有广阔前景。据 DISCIEN 数据显示，2021 年海外教育 IFPD (Interactive Flat Panel Displays) 市场出货量为 105.1 万台，同比增长 90%，远高于国内市场增速 12%。预计 2022 年海外教育市场出货量为 145.2 万台，同比增长 38%，将反超中国市场。

表3：海外教育信息化政策不断推出

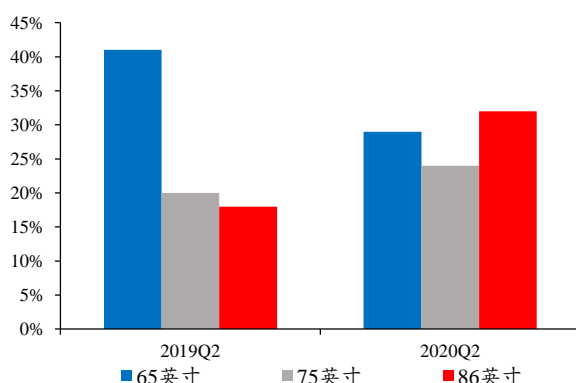
| 国家 | 时间 | 政策 |
|----|-------------|---|
| 美国 | 2020 年 3 月 | 陆续发布了《国家教育技术计划 2005》(NETP2005)、《国家教育技术计划 2010》 |
| | 2020 年 12 月 | (NETP2010)、《国家教育技术计划 2016》(NETP2016)、《美国联邦教育部战略规划(2014-2018 财年)》等利好政策。从 2020 年 3 月便发起教育稳定基金 |
| | 2021 年 3 月 | (ESF)，总额 307.5 亿美元，2020 年 12 月追加 819 亿美元，到 2021 年 3 月再度追加 1700 亿美元，这使得整项救助法案金额超过了 2800 亿美元。 |
| 欧洲 | 2021 年 | 欧盟、意大利政府联合发布了《意大利的未来学校计划》，该计划总投资 175 亿欧元，将用于新建校、改善 10 万间以上教室、增强教室培训、远程教育等方面的改善。该计划总体执行期间为 2022-2026 年，截止 2022 年 2 月，该项目总资金使用量仅为 1%； |
| 印度 | 2021 年 7 月 | 根据印度教育部发布的案例，通过在州一级建立工作室进行直播课，学生可以通过 YouTube live 访问现场课程，在已建设的工作室中具备教育交互大屏、录播设备及摄像头等产品的集成。 |
| 韩国 | 2019 年 | 《2019 年教育信息化实施计划》《2020 年教育信息化实施计划》《2021 年教育信息化实施计划》和《2022 年教育信息化实施计划》。《2022 年教育信息化实施计划》的重点是将最新的智能技术融入教育信息化计划教育信息化由“互联网+” |
| | 2020 | 转化为“AI+”，利用 AI 技术实现以人为中心的智能化教育。 |
| | 2021 年 | |
| | 2022 年 | |

数据来源：多知网、商显世界、开源证券研究所

2.3、智能显示市场大屏化趋势显著，毛利率与面板价格周期性共振

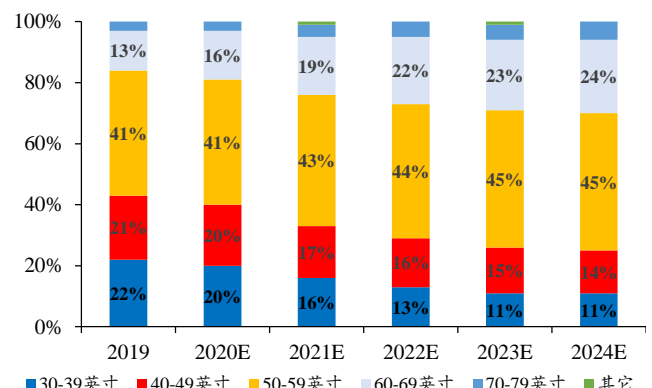
(1) 商用会议类智能交互平板呈现大尺寸化趋势。智能平板产品不断精进，大尺寸显示给用户带来的观感更加，疫情下远程会议和现代智能会议使得企业对大尺寸会议平板需求更大。据头豹研究院数据显示，中国会议类智能交互平板从 2019 年以 65 英寸为主开始过渡至 86 英寸为主。(2) 大尺寸智能电视出货量逐年提升。据洛图科技预测，全球 50-69 英寸电视占比将由 2019 年 54% 上涨至 2024 年 69%，大尺寸屏幕通常也意味着更高的毛利率。

图25：中国会议类智能交互平板 86 英寸占比提升



数据来源：头豹研究院、开源证券研究所

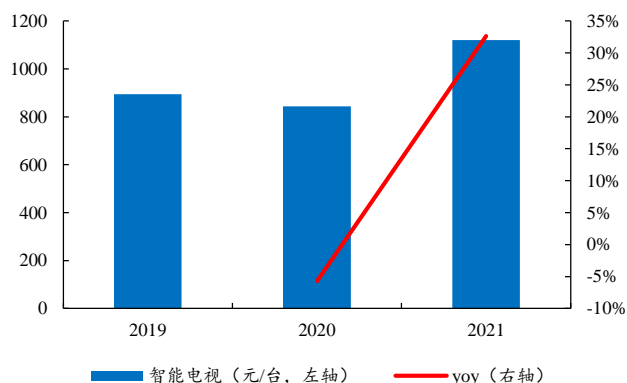
图26：全球大尺寸电视占比逐年上涨



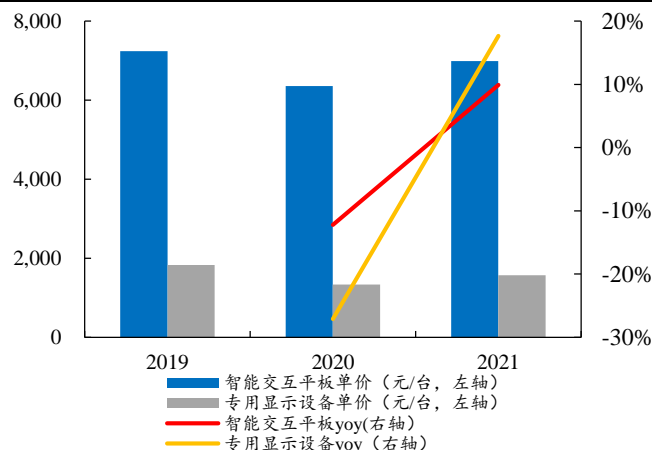
数据来源：洛图科技、开源证券研究所

公司在产业链中处于代工环节，主业单价受液晶面板价格变化而波动。2020 年，

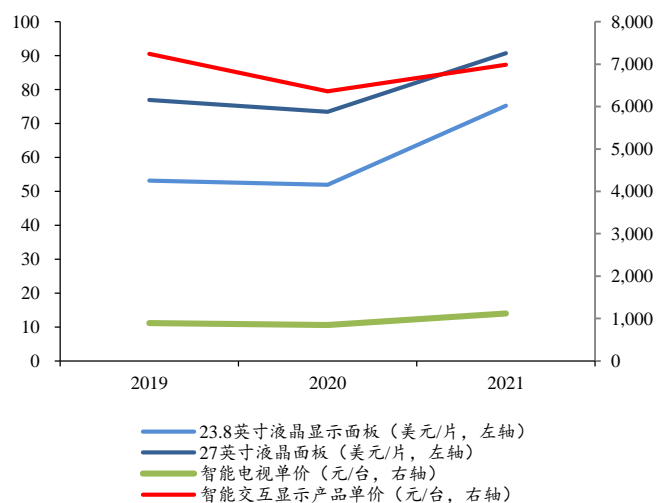
液晶面板采购单价下降，公司智能交互显示产品和智能电视单价均有所下滑，2021年随着液晶面板价格持续上涨，推动智能电视、智能交互平板、专用显示设备单价分别上涨 32.65%、61.68%、22.04%。

图27：2021 年公司智能电视单价上涨较快


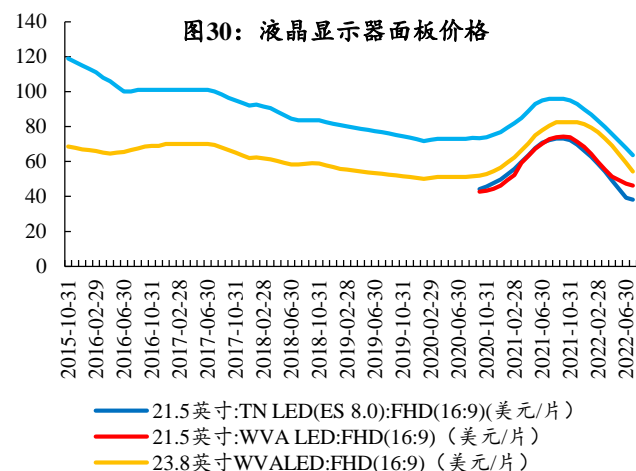
数据来源：康冠科技招股说明书、开源证券研究所

图28：2021 年公司交互显示类产品单价呈上涨趋势


数据来源：康冠科技招股说明书、开源证券研究所

图29：公司产品价格随液晶面板价格波动而波动


数据来源：wind、开源证券研究所

图30：液晶显示器面板价格 2021 年上涨幅度较大


数据来源：wind、开源证券研究所

3、竞争优势：研产一体化，优质服务客户锁定能力强

3.1、小批量+多型号+柔性化制造，全流程软硬件定制化高效响应需求

全流程软硬件定制化研发设计能力，可快速响应客户的定制化需求。通过多年的研发投入，公司积累了众多在智能显示领域的技术成果，拥有大量实验数据和丰富经验，在智能显示、多模态人机交互、超高清影音控制、绿色节能、第三代立体显示、透明显示、双面显示等前沿技术领域均有优势。全流程软硬件的自主研发也使得智能交互显示产品和智能电视产品中的软硬件具备更好的兼容性、运行流畅度更高、系统数据更新更加灵活，数据传递更加精准及整体系统更新周期更短。

研发体系的模块式专业化分工能够缩短研究开发时间。公司研发模块包含触控技术模块、人脸控制模块、语音识别模块、动作感应模块、芯控制模块、电源模块、LED 背光驱动模块、TCON 模块等专业化领域，由于分工细致，定制化开发部分只需将需变动的部分进行开发，大幅提高了研发阶段的智能化程度、缩短了开发时间。在行业内具备此实力的制造商较少，已经构建了不可替代的竞争优势，公司研发工程师超过一千名，可满足公司客户定制化的研发需求。

表4：公司研发成果丰富（截至公司招股说明书时间）

| | 主要技术或产品 |
|---------|---|
| 已实现量产技术 | 红外触控技术、电容触控技术、干贴合技术、书写软件、无线投屏技术、Type-C 应用技术、拼接显示技术、远场语音处理技术、集控软件技术、视觉 AI 识别技术、区域控光技术、开关电源技术、交互显示控制平台技术、显示模组背光技术、红外压感书写技术 |
| 试产阶段 | 大尺寸智慧黑板项目、无源自识别 ID 红外触控系统、智能语音翻页笔、全面屏电视项目研究、MINI LED 电视项目 |
| 研发阶段 | MINI LED 电视显示项目、协同书写交互白板软件、无线投屏器、带压感的红外书写笔、W62B 系列智能交互一体机项目、极窄边框 DLED 背光模组项目、极窄边框红外触摸框项目、NT68292 高端拼接控制平台、Linux 全球电视平台项目、Android TV 生态全球电视平台项目、300W-600W 电源模块项目、集控系统项目、美妆镜项目、智慧盒项目、运动镜项目、双面显示项目 |
| 立项阶段 | 46 寸液晶拼接屏项目 |
| 自研产品 | 驱动系统、交互系统、智能主控板卡、电源板卡、背光显示模组、智能触控模组 |
| 公司采购产品 | 液晶面板、电子元器件、结构件和光学件等 |

资料来源：康冠科技官网、康冠科技招股说明书、开源证券研究所

一体化大规模的生产体量，为供应链的优化奠定了强大的支撑。截至 2021 年末，公司目前在深圳坂田及惠州共有生产经营场地约 45 万平方米，拥有 17 条智能显示产品整机生产线、18 条显示模组生产线、17 条机芯板生产线，拥有超 3,900 名生产员工，已成为全球大型的智能显示制造企业之一。公司自 2014 年起连续 8 年保持 50 亿元以上的经营规模，大规模的生产体量支撑了公司规模化的采购，增强了公司对供应商的议价能力，同时在原材料暂时性市场供应失衡的情况下，可以优先保证供应数量和供应及时性。此外，公司十分重视产品的品质检测，常规检查包括亮度均匀度检查、色温调整、图像质量、功率及耐压测试等，确保

公司产品的高品质，树立了高品质的良好口碑，建立强大的市场竞争力。

表5：公司国内厂房面积较大

| 时间 | 地点 | 厂房面积 |
|--------|----------------|----------|
| 2005 年 | 深圳市龙岗区布吉坂雪岗工业区 | 10 万多平米 |
| 2009 年 | 深圳市龙华 | 7 万多平方米 |
| 2012 年 | 惠州市三栋 | 4 万多平方米 |
| 2013 年 | 惠州市惠南的惠州康冠工业园 | 28 万多平方米 |

资料来源：康冠科技官网、开源证券研究所

表6：公司产线丰富

| 母公司业务 | 生产线种类 | 生产线功能 |
|--------|-----------|--|
| 液晶模组产线 | 膜切线 | 现有生产线 6 条，主要生产 8-55 英寸膜片，用于各种模组屏组装使用，并建成无尘车间以及进口裁切机，由质控部负责从原材料及生产品质方面进行管控。 |
| | 灯条生产线 | 全自动流水线采用原装进口的国际一线品牌设备，为提高生产效率与良品率提供了强大的支持与保障，确保了 LED 模组背光源的优良品质与充足供应。 |
| | LCM 模组生产线 | 现有 12 条 LCM 组装生产线，产品覆盖 8 英寸至 55 英寸各个尺寸。 |
| 机芯板生产线 | SMT 贴片线 | 共有 11 条进口贴片生产线。高密度、高可靠、高性能、高效率、低成本。 |
| | AI 生产线 | 8 条 AI 生产线。 |
| | 机板生产线 | 5 条机板生产线。现有主板线，电源板线以及自动插件线。 |
| 电视组装线 | 电视组装线 | 10 条电视组装线，实现深度定制的柔性智造模式，满足 21.5 英寸-120 英寸的显示终端产品生产要求。 |

资料来源：康冠商用官网、开源证券研究所

3.2、绑定优质大客户资源，且稳定性较强

差异化定位于头部品牌小众市场，客户结构稳定。公司差异化市场策略定位于产品需求多样、定制化需求高、单笔订单量较小的本地龙头品牌客户，凭借相匹配的研发和制造优势逐步加深了与 SMART、普罗米修斯、明基、PROWISE、科大讯飞及优派等知名品牌客户的合作。公司前五大客户销售占比为 30%左右，集中度较高，同时普罗米修斯、小米和 SMART 连续三年都是公司前五大客户，且销售规模逐年增长。

品牌商认证严格，合作粘性较强。品牌商对供应商的质量管理体系审核和产品性能检测认证十分严格，从商务接洽、资料审核至大批量生产前后长达 1-3 年，供应商的转换成本较高。同时供应商需保持较高的响应效率，也依赖于双方长期互动交流、默契合作，加深了双方的合作粘性。

表7：公司前五大客户结构稳定，占比 30%左右

| 时间 | 客户名称 | 销售金额(万元) /yoy | 销售占比 |
|------|-------------------------|---------------------|---------------|
| 2021 | SMART（智能交互业务） | 120,765.55/+125.87% | 10.16% |
| | Entekhab | 83,239.01 | 7% |
| | 小米 | 70,356.39/+105.09% | 5.92% |
| | ALLTEK TECHNOLOGY CORP. | 48,179.33 | 4.05% |
| | 普罗米休斯 | 46,607.78/+10.94% | 3.92% |
| | 合计 | 369,148.06 | 31.05% |
| 2020 | SMART | 53,467.30/+29.01% | 7.21% |
| | Entekhab | 49,069.80 | 6.62% |
| | 普罗米休斯 | 42,012.58 /+30.89% | 5.67% |
| | 小米 | 34,305.67 /-8.7% | 4.63% |
| | 冠捷科技 | 29,672.76 | 4% |
| | 合计 | 208,528.11 | 28.13% |
| 2019 | 冠捷科技 | 95,823.35 | 13.63% |
| | SMART | 41,443.95 | 5.89% |
| | 小米 | 37,576.47 | 5.34% |
| | LG | 28,222.87 | 4.01% |
| | 普罗米修斯 | 32,098.83 | 4.57% |
| | 合计 | 235,165.47 | 33.44% |

资料来源：康冠科技招股说明书、开源证券研究所

表8：公司合作品牌客户较为知名

| 产品 | 主要客户 |
|--------|------------------------------|
| 智能交互显示 | 智能交互显示产品全球首创企业 SMART |
| | 全球前三大教育显示品牌企业普罗米休斯、全球头部显示器品牌 |
| | 生产企业 NEC、明基、仁宝等 |
| 智能电视 | 全球智能电视头部品牌企业三星、LG、飞利浦、夏普、东芝等 |
| | 全球最大的物联网平台小米、全球最大的连锁品牌企业沃尔玛 |
| | 亚太、拉美、中东、非洲等地区的当地龙头品牌客户 |

资料来源：康冠科技招股说明书、开源证券研究所

4、创新业务:AI 交互拓圈“美业”，践行科技改变生活使命

交互技术为核心拓圈智慧生活，率先布局新兴赛道。近年来公司开始重视创新业务的发展，以构筑第三条成长曲线，目前，公司的专用显示设备涵盖电竞、医疗、商用等应用领域，代工生产和自有品牌KTC生产为主，2022H1，公司自有KTC品牌的Mini LED电竞显示器产品全球市占率为17%，公司深耕B站（集合着当代最为年轻有活力，最追求潮流的用户群体）运营，精准把握目标人群，基于此，公司能够更好地将科学与美学、技术与艺术、开发与设计融会贯通，同时，凭借技术优势和对消费者心理的把握，能够较其它企业更快响应市场需求，率先布局具有潜力的细分市场，今年以来公司已有三款（智能健身魔镜、KTC随心屏、福比特AR美妆镜）卡位女性商业的网红款创新品发出。

图31：B站KTC显示器/随心屏众多视频浏览量很高



资料来源：bilibili

图32：公司KTC电竞显示器功能全面



- 具有OD等画面处理技术，满足电竞游戏显示需求
- 支持Local Dimming多分区调光功能，满足HDR标准
- 曲面及平面多种外观
- 支持升降、旋转、仰角调节，支持RGB电竞风格氛围灯

资料来源：公司官网、开源证券研究所

4.1、创新产品一：网红智能健身魔镜

目前市占率前两名的健身品牌小度(32寸)和FITURE产品均由康冠科技代工，康冠负责硬件和主要软件的设计、研发、生产、制造一体化出品，康冠凭借强大的软硬件能力赋能魔镜：

(1) 硬件上：公司凭借多年在智能交互显示领域积累的经验，小批量+多型号+柔性化生产满足品牌商个性化需求，为FITURE和小度稳定提供品质卓越的健身镜硬件和高精密AI传感器。

(2) 软件上：公司稳定的供应链优势叠加软硬件生态体系配合为产品赋能，FITURE的“FITURE Motion Engine”智能追踪系统已实现连续姿态的动作识别能力，智能纠错精确度较高。小度具备“火柴人”投影技术及智能动作指导等多种黑科技，独创双人体感运动游戏模式。

表9：小度和 FUTURE 产品各具特点

| | 小度 | FUTURE |
|------------|---|------------------------------|
| 价位区间 | 2699-4799 元 | 2999-7299 元 |
| 课程内容 | 接入第三方课程内容 | 深度自研 |
| 功能性 | 除健身外，还具备 AI 体感游戏、K 歌、视频通话、投屏、新闻播报等功能，功能更为全面 | 体感游戏、K 歌等，但更集中于健身质量本身 |
| 服务 | 随机匹配在线用户或邀请朋友语音连麦上课 | 除 AI 开展线上社区，线下社群、健康顾问后期持续性服务 |
| 会员订阅费（1 年） | 1298 元 | 1188 元 |
| 硬件 | 独创 AI 火柴人投影技术，可以捕捉 19 个人体关键骨骼点 | 无重叠影像、处理器速度更快，连续姿态动作识别能力 |
| 卖点 | 性价比、镜子本身的设计感、科技感 | 专业性、产品力、健身功能 |

资料来源：淘宝官方旗舰店、开源证券研究所

全渠道布局，线下体验店加速拓展。小度和 FUTURE 均实现了线上天猫旗舰店、京东旗舰店、电商小程序各渠道全线覆盖，目前正大力布局线下门店。**线下：**

（1）小度：目前小度线下全屋智能生态已覆盖包括深圳、厦门、重庆等在内的全国一线至五线城市，预计将增设 100 家全屋智能体验门店，达到百城百店规模，明年计划增设 500 家线下门店计划，加速推进小度“未来的家”及 AI 智能服务落地（数据来源：中国网）。

（2）FUTURE：截至 2022 年 6 月，FUTURE 魔镜已进入超过 300 个城市 1600 多个区县的数万个家庭，其中既包括北上广深等一、二线城市，也覆盖新疆阿勒泰等边远地区。未来将进一步扩大线下渠道的覆盖，预计今年付费用户数量增长超过 200%，此外还通过跨界品牌携手方式，在健身房、酒店、办公、零售、康复医院、智慧公寓及社区等场景实现了应用落地。从销售情况来开，2021 年“双十一”销量破万，2022 年“618”品类销量增长 200%（数据来源：FUTURE 官网，创始人访谈）。

表10：小度添添智能健身镜逐渐升级

| 产品 | 价格 | 会员有效期 | 上市时间 | 尺寸 | 健身课程 | 功能与特点 |
|-----------------|--------|-------|-------------|-------|-------|--|
| 添添智能健身镜先锋版 | 3899 元 | 3 个月 | 2021 年 12 月 | 43 英寸 | 16 大类 | 1、送自己：AI 远场语音操控、AI 动作检测、助手全程指导和纠正、定制健身计划、16 大类课程不断更新(M30 内置 17 大类课程) |
| 添添智能健身镜旗舰版 | 4199 元 | 12 个月 | 2021 年 12 月 | | | 2、给孩子：体测锻炼、丰富体感游戏让健身像玩游戏一样快乐，孩子爱上运动 |
| 添添智能健身镜会员版 | 4799 元 | 36 个月 | 2021 年 12 月 | 32 英寸 | 17 大类 | 3、送长辈：太极拳、养生功等课程，丰富广场舞课程，全语音操控，看新闻、听戏曲 |
| 添添智能健身镜 M30-先锋版 | 2699 元 | 3 个月 | 2022 年 5 月 | | | 4、全家享：大屏智能歌词 K 歌；智能生活百宝箱：定闹钟、查天气、看新闻、投屏、聊天、屏保、有声读书等 |
| 添添智能健身镜 M30-旗舰版 | 2999 元 | 12 个月 | 2022 年 5 月 | | | |
| 添添智能健身镜 M30-会员版 | 3799 元 | 36 个月 | 2022 年 5 月 | | | |

资料来源：小度商城、开源证券研究所

表11: FITURE 智能健身镜产品不断升级

| 产品 | 价格 | 上市时间 | 尺寸 | 存储 | 听觉体验 | 屏幕清晰度 | AI 传感器 |
|------------------------|--------|-------------|-------|-----|----------------------------|-----------|----------------------------------|
| FITURE 魔镜旗舰版+1 年会员 | 4399 元 | 2021 年 6 月 | 43 英寸 | 32G | AAC 高保真音响 | 1080P 高清屏 | 1.0 运动分析引擎 |
| FITURE 魔镜 mini 版+1 年会员 | 2999 元 | 2021 年 10 月 | 32 英寸 | 64G | | | |
| FITURE 魔镜 3+1 年会员 | 6299 元 | 2022 年 7 月 | 43 英寸 | 32G | 双频段立体声音响, 2.0 声道音响, 环绕立体音效 | 4k 超高清透亮屏 | 2.0 运动分析引擎; 新一代 5Tops 算力的 AI 处理器 |
| FITURE 魔镜 3 plus+1 年会员 | 7299 元 | 2022 年 7 月 | 43 英寸 | 32G | 2.1 声道音响, 环绕立体音效 | | |

资料来源: FITURE 天猫旗舰店、FITURE 官网、开源证券研究所

4.1.1、智能健身魔镜的定义及所解决的问题

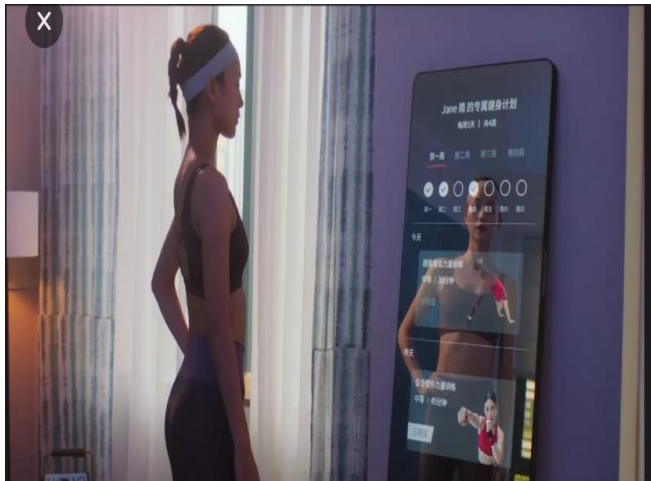
“硬件+内容+服务+AI”打造强用户体验。智能健身镜是以硬件+内容为载体, 支持蓝牙或 Wi-Fi 连接, 通过虚拟教练来为用户健身提供实时指导与反馈, 同时自带的 AI 摄像头和识别传感器, 能够对用户的动作进行实时纠正的运动健身产品。随着健身镜采用的智能交互技术在不断完善发展, 应用也越来越广泛, 如何将技术更好地赋能内容与服务, 使产品价值提升、盈利持续增长为行业竞争焦点。

感应技术方面: 芯片选型、传感器设计、人体姿势交互识别算法积累是技术壁垒, 提高动作识别+捕捉的速度和准确性, 提升纠错能力是打造高体验感的关键。

课程内容方面: 打造数字化、批量生产高质量的可交互内容的系统是壁垒之一。高质量课程需要 AI、画质、音乐、动作、流程的耦合, 是一整套系统工程。提高产出质量, 降低单个产品的摊销成本, 提高复购率为打造差异化竞争优势所在。FITURE 花很长时间, 多次更新迭代, 建立了精密的 CPT 系统, 目前每个月可以产 200-300 节课, 最大限度地确保质量与效率的统一, 而其它企业一节高质量课程制作周期普遍是 1-2 个月 (数据来源: 公司官网、创始人访谈)。

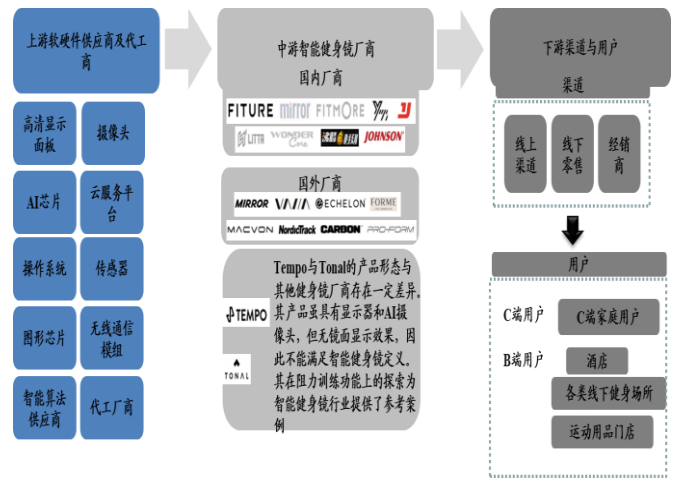
商业模式: “硬件销售+内容付费”。智能健身镜本身复购率较低, 而较高的出厂价使得品牌商提价空间有限, 所以内容、服务的优化和创新能力加码提高内容付费消费频次是提高利润空间的关键。以 FITURE 为例, 市场均价在 4545 元左右(数据来源: 京东商城销售数据), 而镜子出厂价就已超过 3000 元。相比硬件端有限的利润空间, 课程端制作成本固定, 更新频率固定, 提高用户量级可发挥乘数效应直接放大利润。

图33：智能健身镜以“硬件+内容”为载体



资料来源：Mirror 公司官网

图34：智能健身镜行业位处产业链中游



资料来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

智能健身镜解决了哪些问题？单一从健身角度出发，智能健身镜精准捕捉用户“开始难”和“坚持难”两大痛点，培养用户健身习惯。精准捕捉注重健康、有运动需求，但受工作、闲暇时间、居住地以及场地限制等人群的需求，针对时空限制，不知如何入门，以及无法坚持等痛点，节省了用户出门往返健身房的时间，还让用户的碎片时间高效利用起来，且不受天气等因素影响。同时，奉行循序渐进原则，专业健身课程设置科学，解决了初学者“不知道怎么练”的问题。部分投资者认为健身为逆人性活动，过去与之相关的商业模式很难盈利，但是我们认为，虽然健身的枯燥与人的天性相背离，但是照镜子自我欣赏却是顺应人性的行为，结合有趣的功能，将有别与体积大/无趣的其他健身器材（闲置率较高）。

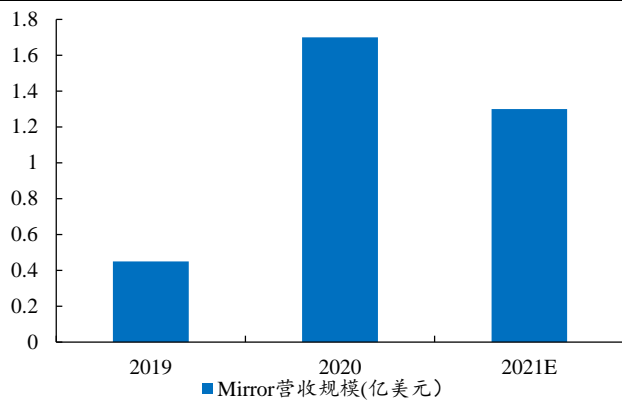
图35：智能健身镜课程和线下私教服务具备互补优势

| 特征 | 智能健身镜课程服务 | 传统线下私教课程 |
|--------|-----------------------|---------------------|
| 课程丰富度 | 汇聚业内各领域顶尖教练，能够提供多种课程 | 单一私教能力有限，仅能提供某一类课程 |
| 定制化程度 | 有较为简单的定制化功能，但颗粒度仍不够细 | 能够根据用户综合表现制定和调整训练计划 |
| 标准化程度 | 能够给予所有用户质量相同的课程服务 | 私教的水平差异较大，且信息高度不透明 |
| 运动安全性 | 难以完全避免错误动作造成的损伤 | 深入了解用户身体负荷，在运动中给予协助 |
| 情感交互 | 健身房的场地氛围和教练的感召力难以充分传递 | 私教的引领和鼓励更能给予用户情感支持 |
| 便捷性 | 不受通勤距离和营业时间的约束，可随时健身 | 需考虑健身房的通勤距离和教练的上课时间 |
| 个人安全风险 | 居家场景享受线上服务，不易受骚扰 | 可能有私教缺乏职业道德，对用户进行骚扰 |

资料来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

4.1.2、行业发展历程：始于美国，但时间起点相差甚微，更有望兴于中国

智能健身镜的鼻祖是美国品牌 Mirror。Mirror 公司于 2016 年 11 月成立，定位于健身科技公司，其最终目的是成为除了电脑和手机之外，人们在家中必备的“第三块屏幕”。2018 年 9 月健身镜产品正式推出，为智能健身镜鼻祖，2020 年被 lululemon 斥资 5 亿美元收购。Mirror 用两年时间，实现了资本市场的三级跳。自成立以来，营收增长迅猛，2020 年 Mirror 实现收入 1.7 亿美元，同比增长 278%，对应销量约为 11.37 万块。

图36: Mirror 健身镜营收增长迅猛


数据来源: Lululemon 财报、开源证券研究所

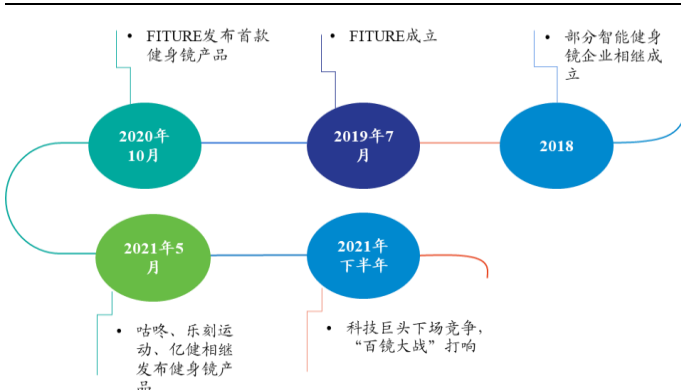
图37: Mirror 融资规模较大

| 年份 | 投资机构 | 融资规模 |
|----------|----------------------------|-----------|
| 2016年11月 | Lerer Hippeau Venture领投 | 种子轮 |
| 2018年2月 | Spark Capital领投 | A轮融资 |
| 2018年9月 | Spark Capital领投 | B轮融资 |
| 2019年10月 | Point72 Ventures、Lululemon | 3400万美元融资 |

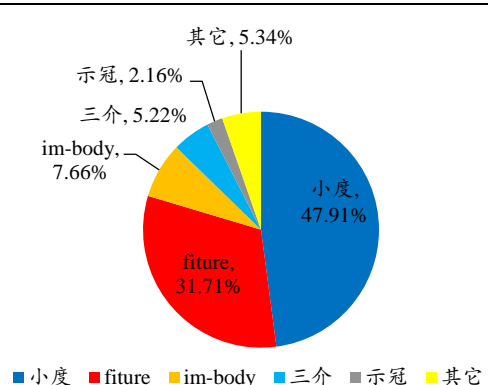
资料来源: Mirror 公司官网、开源证券研究所

当前 **FITURE** 和小度主导我国智能健身镜行业，小度凭借强大的生态体系后来者居上。我国健身镜行业发展起始于 2018 年，部分健身镜企业相继成立。2019 年后 **FITURE** 品牌成立并在 2020 年 10 月发布首款健身产品；2021 年 5 月，在疫情催化以及政策扶持体育健身产业消费驱动下，咕咚、乐刻运动、亿健相继入局；2021 年下半年华为、百度等科技巨头相继入局，行业竞争渐趋激烈，“百镜大战”打响，驱动行业快速发展，**AI 赋能，软硬件结合提升服务与内容为竞争关键**。

FITUREVS 传统健身器械 VS 互联网巨头。 **FITURE** 新兴企业由于主要业务为健身镜，针对产品本身的软硬件结合、使用升级、内容优化会投入更多的精力，更具产品力，其线上健身平台拥有互联网基因，线上生态体系完整，流量变现能力较强；传统健身器械企业在硬件制造方面具有较深的经验积累，但线上营销运营能力弱；科技巨头规模和体量较大，可聚集大量已有用户，供应链优势强大，但专业性上略逊。根据魔镜数据，2022 年 6 月，在淘系平台上小度和 **FITURE** 以 47.91% 和 31.49% 的市场份额占领智能健身镜主导。

图38: 我国智能健身镜行业竞争渐趋激烈


资料来源: 各公司官网、开源证券研究所

图39: 2022 年 6 月小度占据 47.91% 市场份额


资料来源: 魔镜市场情报数据库、开源证券研究所

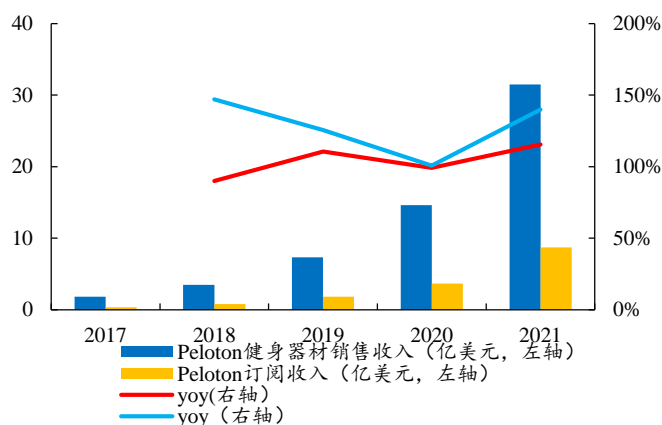
表12：中国智能健身镜参与者众多

| 中国健身镜主要参与者概况 | | | | |
|--------------|--|--|--|--|
| | 新兴企业 | 线上健身平台 | 传统健身器械企业 | 科技巨头 |
| 代表品牌 |     |   |   |   |
| 特征 | 1.软硬件结合提供健身体验服务 2.融资金额较大 | 1.拥有互联网基因 2.用户体量庞大 3.线上生态体系完整 4.流量变现能力强 | 1.硬件制造方面具有较深经验积累 2.渠道能力强 3.线上运营能力弱 | 1.技术研发能力领先 2.供应链优势强大 3.成本和渠道控制能力强 |
| 布局案例 | FITURE 在上海建立了 1 个近 4,000 平方米的摄影棚、4 个演播厅 2021 年 1 月,myShape 与宫士康就智能家庭健身领域签署战略合作 | 2021 年 5 月咕咚内部孵化的子品牌 FITMORE 推出首款智能健身镜 2021 年 5 月乐刻居家健身新品牌 LITTA 发布,并推出首款智能健身镜 | 2021 年 5 月,亿健发布“亿健魔镜” 2021 年 7 月,华为申请注册健身器材商标”为鉴” | |

资料来源：华经产业研究院、开源证券研究所

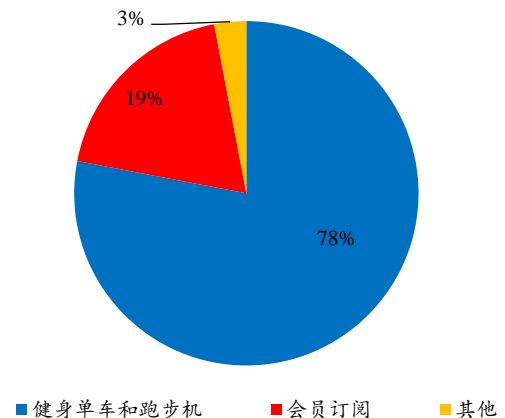
他山另一基石：从“硬件”到“内容”战转型的 Peloton。2012 年公司以提供健身配件起家，后逐步推出健身单车、跑步机两大拳头产品，自产高端硬件可旋转、附屏幕。同时搭配健身课程直播、在线付费课程等服务提高硬件产品附加值，抢占家用健身设备市场，疫情催化销量和用户数量显著。2021 年公司健身器材出货量同比增长 115.4%，2017-2021 年健身器材和订阅收入 CAGR 均超过 100%，其中公司硬件销售为主要营收来源。

图40：Peloton 健身器材和订阅收入均保持高增

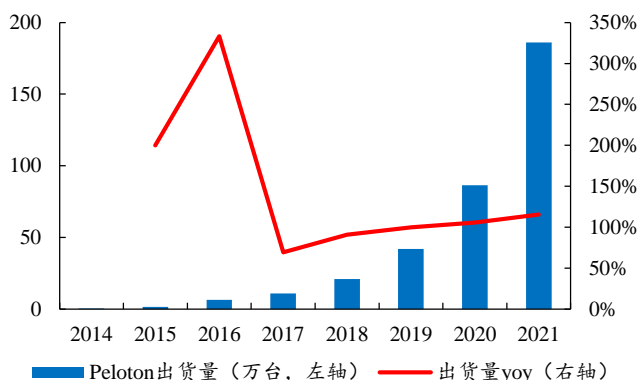


资料来源：公司公告、开源证券研究所

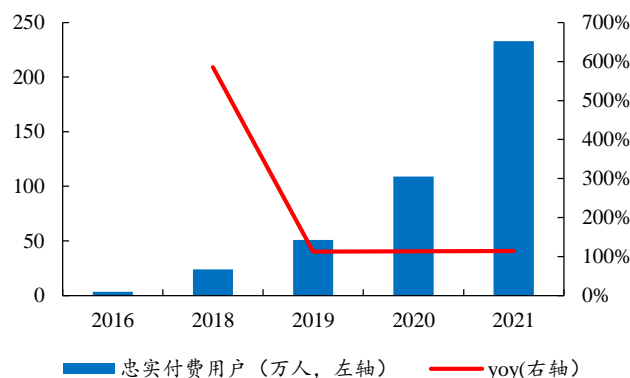
图41：Peloton 健身单车和跑步机营收占比 78%



资料来源：公司公告、开源证券研究所

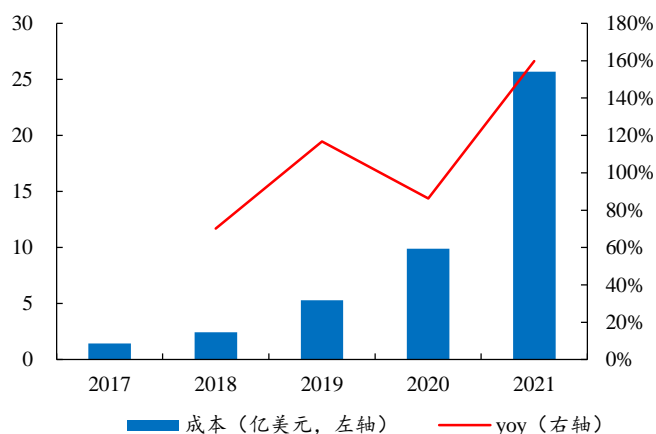
图42：公司健身器材出货量增速迅猛


资料来源：公司公告、开源证券研究所

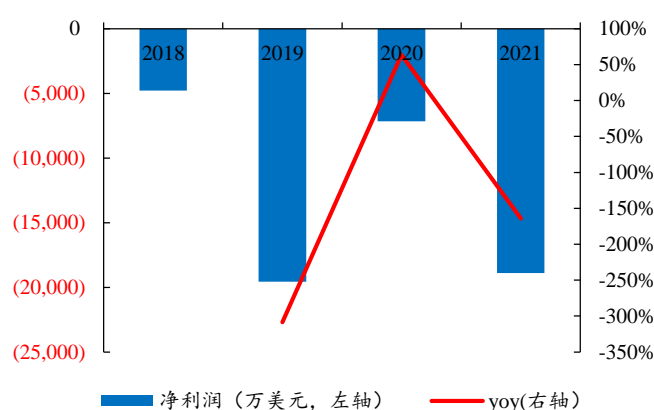
图43：公司忠实付费用户每年增长超过 100%


资料来源：公司公告、开源证券研究所

从兴起到困境：供应链限制规模扩大，自产硬件拉高成本。疫情催化，Peloton的用户数保持每年超过 100%的增速迅猛增长。2021 年公司忠实付费用户达到 233 万人，同比增长 113.8%。而 Peloton 的生产供应和运输能力却无法与订单需求相匹配，造成订单量流失，原先通过收购制造商提高产能的举措使得公司成本与库存激增，亏损加大，2021 年公司净利润为-1.89 亿元，同比下降 164%。公司的战略举措和盈利模式备受质疑。

图44：2021 年公司成本增长 160%


资料来源：公司公告、开源证券研究所

图45：公司亏损进一步加大


资料来源：公司公告、开源证券研究所

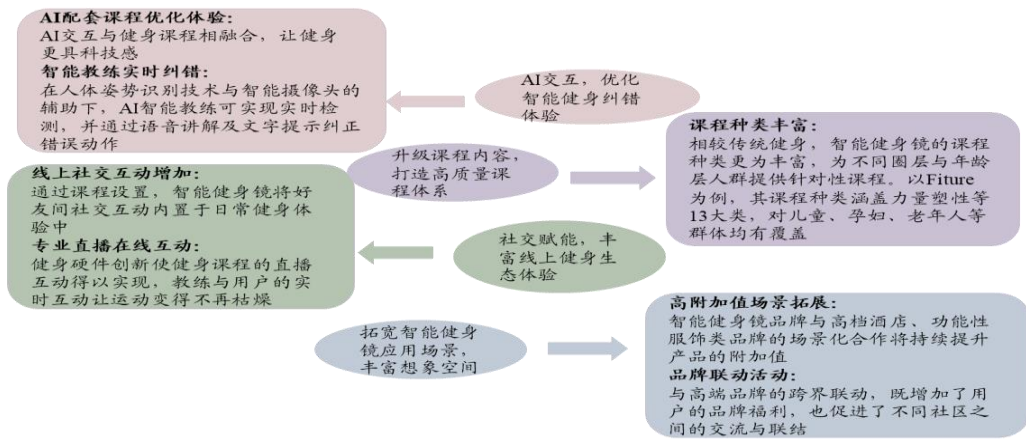
从困境到转型中：从硬件制造向软件应用过渡。为降本增效，公司调整战略举措，放弃长期坚持的硬件制造，通过与市场领先的第三方供应商合作，专注于深耕内容与服务。同时通过降低单车和跑步机的单价，提高会员订阅费用来降低产品购买门槛，利用软件提高利润。而较低的用户流失率（付费用户一年以上留存率 95%+）和较快会员增长数正是其重新出发的底气。

反观国内企业从一开始就选择了“硬件代工+软件自研”模式轻装上阵，Peloton的战略转型也正说明了国产智能健身镜企业从一开始就选择了正确的商业模式，并且百度作为互联网公司优势明显，我们认为，长期来看对于小度添添来讲，镜子和内容均可以不盈利，凭借其强大的广告资源支撑主要收入，百度的加入有望加速行业的普及速度和打开长期天花板。

4.1.3、智能魔镜市场规模，健身之外更为广阔

一 驱动因素：1. 健身人群迅速拓展：（1）疫情催化居家健身；（2）国家体育政策支持：《全民健身计划（2021-2025 年）》指出，我国需加快体育强国建设，到 2025 年，经常参加体育锻炼人数应达到 38.5%，促进全民健身发展；3）互联网私域流量传播：抖音、快手、B 站等视频平台催化了健身话题的传播速度，加速健身潮流的推广。2. 健身镜产品不断迭代：硬件端通过 OTA 形式更新释放手势、音频等交互功能，提升交互体验；软件端通过创新迭代优质、多样的健身课程，提升使用频次。

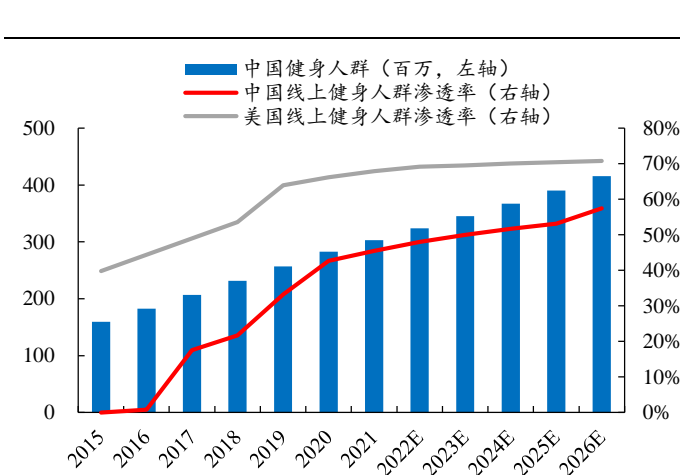
图46：智能健身镜集 AI 交互+内容导向+社交赋能一体



资料来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

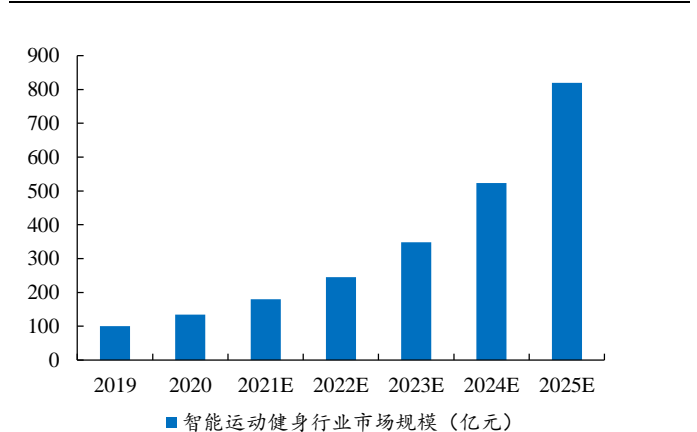
二 市场规模：智能健身镜作为智能健身领域新产品，目前中国市场尚处于起步阶段，预计未来几年将进入快速发展阶段。据艾瑞统计和预测，中国智能健身镜在 2020 年的市场规模约为人民币 0.3 亿元，出货量约为 0.4 万台，到 2025 年，预期到 2025 年市场规模有望达到人民币 112 亿元，CAGR 为 172%，出货量达到约 187 万台，CAGR 为 164%。

图47：中国健身人群及线上健身率逐年上涨

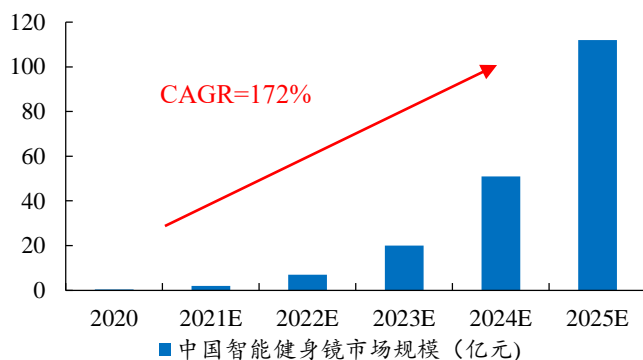


资料来源：谷仓新国货研究院、开源证券研究所

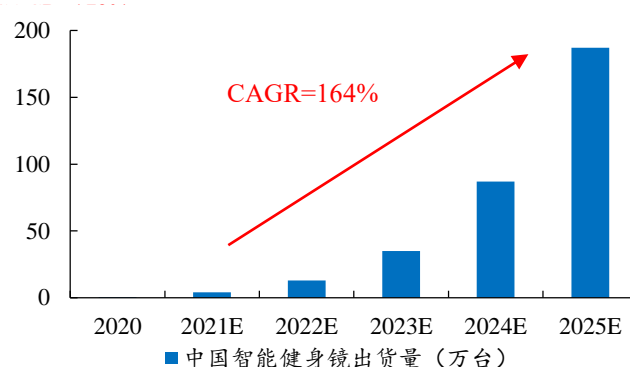
图48：预计未来几年智能运动健身行业市场规模将持续扩大



资料来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

图49：预计到 2025 年中国智能健身镜市场规模 CAGR 达 172%


资料来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

图50：预计到 2025 年中国智能健身镜行业出货量 CAGR 达 164%


资料来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

三 功能+场景外延叠加超强性价比，健身之外空间更为广阔：目前，FITUR E 现已完成覆盖 16 大类，100 多个运动专题的超过 3000 节课的制作，能满足不同目标和兴趣人群的运动需求。新款小度添添智能健身镜 M30 则内置了 17 类健身课程，拥有体感游戏、双人游戏、多人在线连麦健身模式等，大大增强了运动的趣味性和互动感。此外，M30 还提供听歌、K 歌、投屏、刷短视频、播报天气和新闻等功能，以打造成老少皆宜的产品。

此外，未来健身还将添加 AR 试衣功能，AR 试衣是指试衣者站在屏幕前，无需触摸屏幕，只需隔空挥动手势，就可以与虚拟试衣镜互动快速试穿不同衣服款式，实现高效率挑选衣服，提升试衣体验的虚拟互动试衣镜子。

我们认为，虽然智能健身镜或许并非所有用户刚需，但全身镜却是家居必备，相较于 FITURE 以健身功能为卖点，百度更多是以镜子本身的设计感、科技感为主，并附上运动健身、社交互动等功能为卖点，叠加其强大的生态资源，从结果上来看，更有望将市场做大(消费升级)。

图51：AR 试衣镜功能及应用场景广泛


资料来源：京东、开源证券研究所

4.2、创新新产品二：自有品牌 KTC 随心屏

KTC 随心屏是公司于 2022 年 6 月推出的新产品。VS 于传统屏幕或电视，可随处移动、触屏、自由旋转屏幕，满足更多观看体验。除 LG 推出的 StandbyME 外，目前市场上尚未出现竞品。相比 StandbyME，KTC 在其基础上提高了续航能力，减轻了重量，且价格不足其一半。上市不久，小红书就有多篇笔记，市场反响良好，618 购物节上架即售空。

应用场景：床上（追剧）、书房（学习、办公）、客厅（健身）、厨房（学烹饪）、沙滩露营（野外娱乐）、山顶（屋外娱乐）等多种场景。运动：内置 FITURE 趣味健身专业课程包含瑜伽、有氧、减脂、禅坐、孕产、舞蹈、拉伸、HIIT。

图52：随心屏可灵活移动，调整屏幕



资料来源：京东 KTC 旗舰店、开源证券研究所

图53：小红书已累计多篇笔记



资料来源：小红书、开源证券研究所

表13：KTC 相比 StandbyME 性能更加优化

| | KTC 随心屏 | StandbyME |
|-------|---------------------------------------|---------------------------------------|
| 价格 | 3459 元人民币 | 129 万韩元（7300 元人民币） |
| 屏幕尺寸 | 32 英寸 | 27 英寸 |
| 屏幕清晰度 | 1080P | 1080P |
| 屏幕类型 | IPS 显示屏 | IPS 显示屏 |
| 电池续航 | 5h | 3h |
| 搭载系统 | Android 10 操作系统，支持触控操作、NFC 连接以及投屏功能 | webOS 6.0 系统，支持触控操作、NFC 连接以及投屏功能 |
| 调节角度 | 20cm 升降，20° 俯仰调节，45° 横向旋转，以及 90° 纵向旋转 | 20cm 升降，25° 俯仰调节，65° 横向旋转，以及 90° 纵向旋转 |

资料来源：KTC 京东旗舰店、StandbyME 官网、开源证券研究所

4.3、创新新产品三：自有品牌福比特 AR 美妆镜

集 AR 试妆+化妆+护肤功能为一体。福比特 AR 智能美妆镜是公司于今年 7 月新推出产品，融合了现有美妆镜和 AR 试妆需求的双重功能，以 AR 虚拟试妆技术为核心，辅以肤质检测、打光补光、智能货架、互动游戏等功能服务。将 AR 试妆需求和补光、打光功能结合其功能性和实用性更强，体验感更优异。目前已在线上全渠道进行种草和营销，预计下半年随着情人节、双十一等购物节的到来，可把握女性商业价值进而贡献业绩。

表14：智能美妆镜功能及应用场景广泛

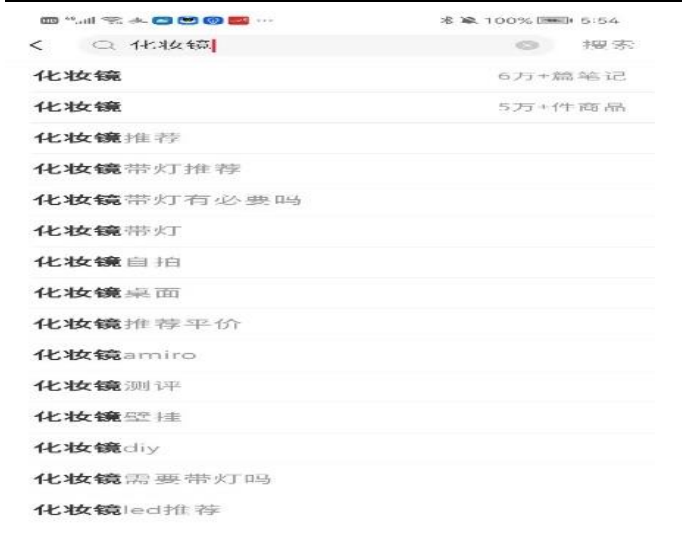
| 功能 | 应用场景 | 功能 | 应用场景 |
|--|---|--|---|
| 镜屏一体，美妆黑科技 10 英寸大镜面+8 英寸智能触摸显示屏，全国首款镜、屏一体式专业级美妆镜 |  | 模拟妆容 通过算法一键模拟流行妆容，找到自己喜欢的一款 |  |
| 专业肤质分析，个性化精准美肌 对黑眼圈、轮廓、黑斑、细纹等指标分析肤质，输出肤质报告 |  | 美妆云课堂，智能分屏 独家美妆、美肤、美发视频、图文教程、分屏模式边看边练习 |  |
| 语音操控 开灯、调光、计时、打开各类应用 |  | 投屏看视频，边看边上妆 抖音直播、各大主流视频 APP 一键投屏，完美解决化妆场景下不方便使用手机的问题 |  |

资料来源：京东 FPD 旗舰店、开源证券研究所

化妆的帮手+护肤的家庭专家，品类红利+种草营销，2C 渠道提高化妆护肤流程渗透率，市场增长迅速。家用智能化妆镜应兼顾功能性与实用性，促进家用高频使用，家用智能化妆镜除自动上妆外，还结合了现有化妆镜产品打光，补光问题，并辅以专业的肤质检测推荐合适的护肤产品，时刻监测到肤质的变化。

在天猫平台化妆镜品类三年增长均超过 100%，小红书上搜索化妆镜显示相关笔记有 6 万+，商品 3 万+。以 Amiro 为例，已占据该市场 57% 的市场份额，仅用 2 年就将化妆镜这一品类在淘系平台上做到了 5 亿规模。但是现有的大部分美妆镜产品主要解决打光、补光问题，并没有将 AR 虚拟试妆技术应用到美妆镜上，价位一般在 1000 元以内，也有少部分高端系列价位超过 2000 元。

图54：小红书上搜索化妆镜显示相关笔记有6万+,商品3万+



资料来源：小红书

图55：淘宝平台化妆镜的搜索栏品牌过千，价格从几十元到上千元不等



资料来源：天猫商城

表15：主流化妆镜品牌销量较大

| 品牌 | 参考价格 | 主要功能 | 市场占有率 | 品牌规模 |
|----------|-------|---------------------------------|--------------------|-------------------------------|
| AMIRO | 598 元 | 95%还原日光下显色,5 档亮度、拆卸收纳,环形导光 | 天猫销量第一,月销过万 | 获得了数亿元的融资 |
| 松下 | 298 元 | 显色度大于 90 的镜光真实还原妆色,避免下手过重或是用量过多 | 电商智能美妆镜榜单的常客,用户基础大 | 日本化妆黑科技,品牌国际影响力大,受众多 |
| EASEHOLD | 229 元 | 95%日光相似度,钻石级环保图层,磨砂钻光材质,智能触控 | 天猫智能美妆镜销量前五 | 家居安防设备及智能家居附件领域的知名品牌,有多年制镜的经验 |
| MUID | 399 元 | 9.5 英寸高清镜面 5 级调光显色精准,三组光源校正妆容 | 天猫大号智能美妆镜销量前三 | 近 10 年品牌历史,主打产品致力于在 LED 领域的应用 |
| 斐色耐 | 309 元 | 97%日光还原度,4000 毫安长续航,8 寸高清镜面 | 天猫 v 榜推荐,多家卫视广告落地 | 专注化妆镜行业 14 年,出口到全球 40 多个国家和地区 |

资料来源：淘宝、京东、开源证券研究所

2B 端亦较有市场。目前，美妆行业正在经历数字化转型，消费者们使用 AI+AR 试妆工具的次数比以往更多。美妆品牌对于 AI+AR 试妆功能的需求更高；根据玩美移动发布的年度数据，客户采用 AR 试妆技术后，业绩都有了较为明显的提升。据来自 Intage 的一份调查，在日本，使用 AR 彩妆 App 用户的购物转化率是不使用 App 用户的 1.6 倍，前者的花费是后者的 2.7 倍。App 中的 AR 试用功能使得美妆的销售额提升了 2-6 倍。在 AR 试妆浪潮下，将 AR 试妆与智能镜结合的产品迅速崭露头角。

表16：各品牌采用 AR 试妆技术后业务显著增长

| 品牌 | 业务增长情况 |
|-------------------|---|
| 雅诗兰黛 | 通过 AR 口红试色功能将转化率提升 2.5 倍 |
| MAC | 实施数字方案和虚拟试用功能首月，客户参与度增加 200% |
| Jane Iredale | 平均网站访问时间增加 300%，虚拟试用将转化率提升一倍多，高达 117% |
| 黛珂 | 实施虚拟试用功能后，销售额增长 85% |
| elf Cosmetics | 线上购物的转化率提升 200% |
| 贝玲妃 | 消费者浏览网页的时间提升 101%，加入购物车的几率增加 20% |
| Tarte | 销售额增长 200%，消费者浏览网页时间增加三位数，添加到购物车的几率增加 30% |
| Marianna Naturals | 网站流量提升 300%，消费者浏览网页时间提升 330%，销售额提升 30% |
| Mineral Fusion | 转化率提升 40%，销售额增长 141% |
| Madison Reed | AR 发色试用功能将转化率提升 38%，染发剂销售额增长 10 倍 |
| Aveda | AR 试用功能的流量增长 220%，线下门店转化率比平均值提升 5 倍，销售额提升 14% |
| Meredith | 消费者参与度提升 300% |

资料来源：完美移动官网、开源证券研究所

5、募投项目助力持续发展，财务指标良性健康

公司于 2022 年 3 月首次公开发行股票，募集资金。募投项目除持续提升产品附加值，提高公司在智能电视机全球细分市场的生产、销售和服务能力外，还将逐步扩大 OLED、Mini-LED 及 AR 显示等新兴显示技术的应用以及开拓新应用场景，开发双面显示、智能魔镜系列（智能运动镜、美妆镜、卫浴镜、玄关镜），AR 穿戴显示、AI 智会合等产品，丰富产品应用广度。同时，也将针对智慧教育、智能办公、电竞、安防、商业展示、医疗等领域等细分市场，推出更多自主品牌产品。本次募投资金除用于扩产、总部大楼及研发测试中心建设外，其中 6 亿元用于补充流动资金，主要是公司应收账款规模增加且持续研发投入对流动资金有较大需求。

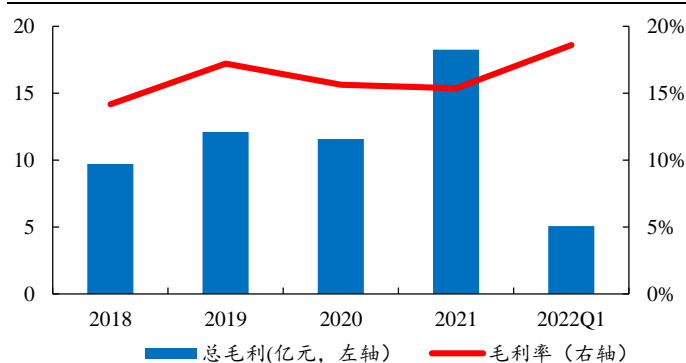
表17：公司募投项目助力持续发展

| 募集资金投资项目 | 计划投资金额（亿元） | 拟投入募集资金金额（亿元） | 项目建设期 | 达产后预计实现年收入（亿元） | 总投资利润率 |
|------------------|------------|---------------|-------|----------------|--------|
| 康冠智能显示终端产品扩产项目 | 10.05 | 5 | 2 年 | 26.55 | 23.16% |
| 商用显示产品扩产项目 | 1.79 | 1 | 2 年 | 5.49 | 25.01% |
| 总部大楼及研发测试中心项目 | 9.1 | 6.2 | 2 年 | | |
| 全球技术支持及服务中心建设项目 | 2.55 | 1 | 3 年 | | |
| 智慧园区及信息化系统升级改造项目 | 2.11 | 0.8 | 2 年 | | |
| 补充流动资金 | 6 | 6 | | | |
| 总计 | 31.6 | 20 | | 32.04 | |

数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

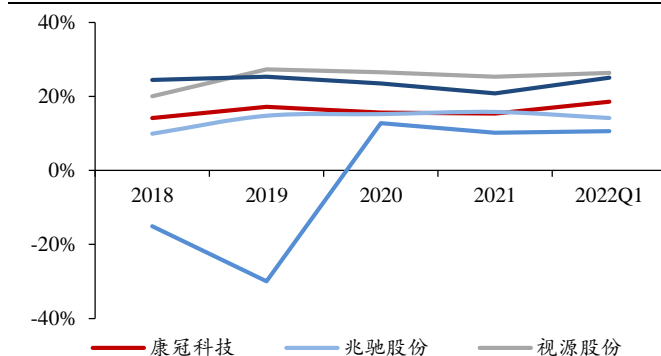
公司毛利率水平稳定，智能交互显示产品毛利率最高。2021 年公司毛利达 18.27 亿元，同比增长 57.64%，毛利率水平基本维持在 15% 左右的水平，在行业中处于中等水平。分品类看，智能交互显示产品毛利率最高，基本维持在 20% 以上的水平；智能电视毛利率较低，基本在 15% 以下的水平。同理行业中视源股份、鸿合科技的产品以智能交互显示产品为主，其毛利率水平相对较高；兆驰股份、冠捷科技以智能电视产品为主，毛利率水平相对较低。

图56：康冠毛利率水平较为稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

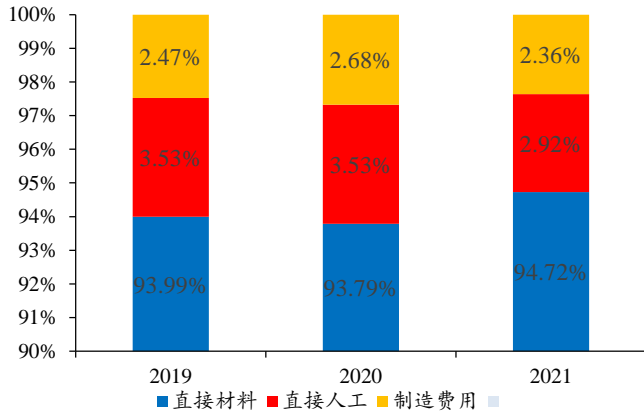
图57：康冠毛利率水平处于行业中等位置



数据来源：Wind、开源证券研究所

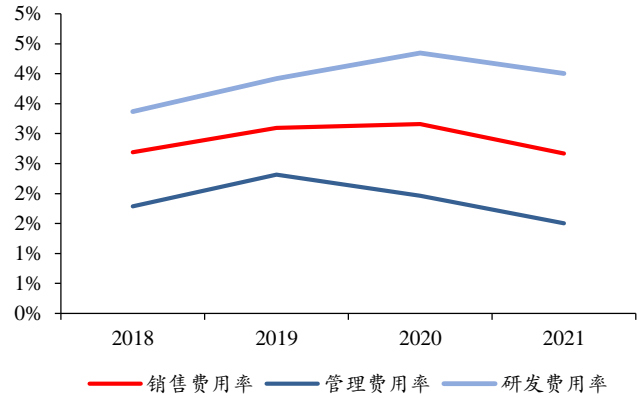
直接材料为主营业务成本主要构成，费用率有所改善。2019-2021 年公司直接材料占主营业务成本比例分别为 93.99%、93.79%、94.72%，其中，直接材料中最主要的原材料为液晶面板。受益于 2021 年整体营收有较大幅度增长，规模效应显现，公司三项费用率均有所下降，预计随着营收持续增长，三项费用率将持续下降。

图58：直接材料为主营业务成本主要构成（剔除运输费）



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

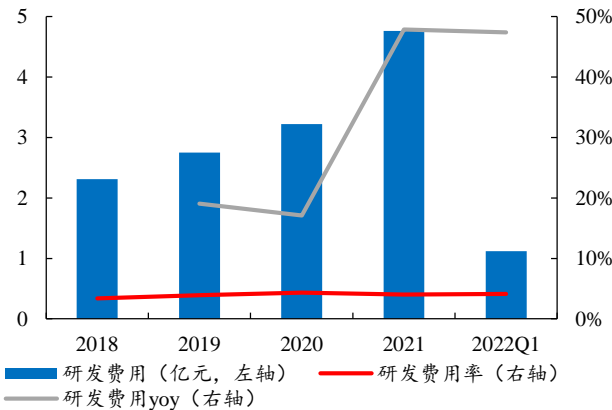
图59：2021 年公司三项费用率都有所下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

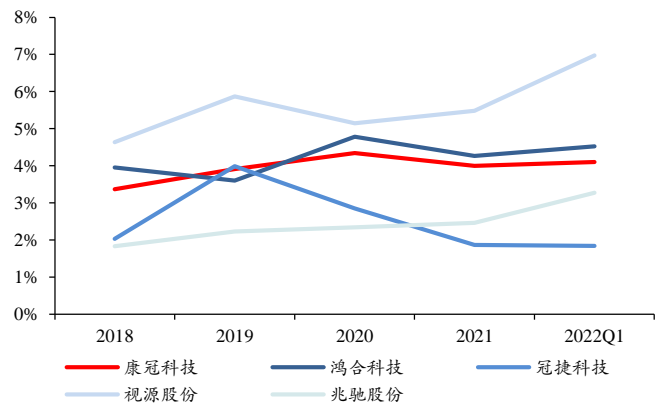
研发费用持续增长，研发费用率稳步提升。公司近年来加大了研发投入，提高了研发人员薪酬，以更好地应对高景气的海外智能交互市场和存在较大潜力的创新业务。2021 年研发费用已至 4.76 亿元，同比增长 47.83%。研发费用率也由 2018 年的 3.37% 提升至 2021 年 4%，在行业中处于中间水平。

图60：康冠研发费用稳步提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图61：康冠研发费用率在行业中位于中部水平



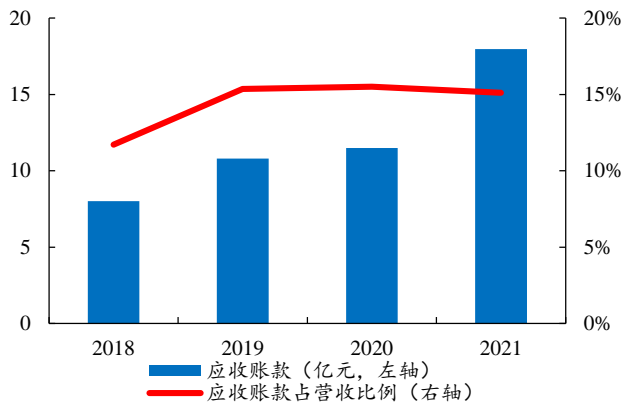
数据来源：Wind、开源证券研究所

应收账款逐年增长，ROE 维持在较高水平。受公司业务模式、信用政策及结算方式等因素的影响，公司应收账款的规模随着收入增长而增加，需要更多运营资金来满足经营性现金流的需要。与行业其它可比公司近年来 ROE 下降趋势相反，公司 ROE 水平逐年提升，维持在较高水平。

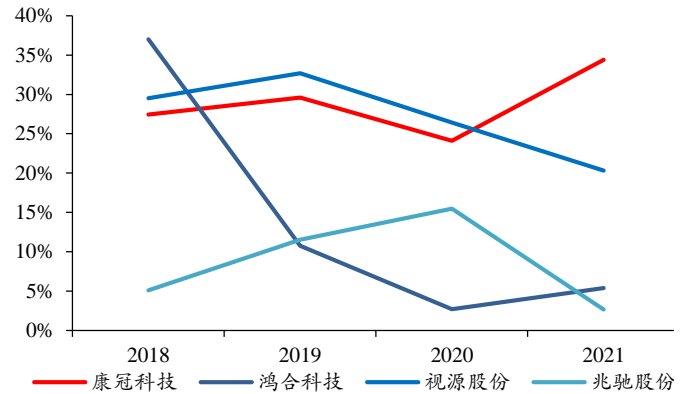
图62：公司应收账款逐年上涨

图63：公司 ROE 处于较高水平

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明



数据来源: Wind、开源证券研究所



数据来源: Wind、开源证券研究所

6、盈利预测与估值

收入假设: 公司智能交互显示产品和智能电视业务双轮驱动, 差异化布局欧美国家、第三世界国家等增量市场, 业绩景气度长期看好。我们预计智能交互显示产品 2022~2024 年增速分别为 48.5%、55.4%、42.5%, 智能电视 2022-2024 年增速分别为 4.9%、-8.8%、-1.3%。同时 AI 赋能创新业务, 卡位 AR 智能健身镜、美妆镜等蓝海赛道, 将科学与美学相结合, 预计将成为公司快速发展的重要驱动力。我们预计公司创新显示业务 2022 年营收可至 6 亿元, 2023~2024 年营收增速分别为 125%、70.1%, 合计来看我们预计公司 2022~2024 年营收增速分别为 22.89%、26.08%、28.13%。

毛利率假设: 公司主要产品毛利率受上游液晶面板价格波动影响。当前处于液晶面板价格下行周期, 产品单价和成本都有所下降, 在利润额稳定的前提下毛利率将略有提升。同时考虑到公司高毛利率产品智能交互平板占比不断提升, 具备较高毛利率的创新显示产品未来将持续放量, 预计未来几年公司整体毛利率将保持上涨。

费用假设: 公司持续开拓业务, 各项业务规模也持续扩大。预计公司销售费用、管理费用将随着业务规模的持续扩大而有所上升, 同时也将加大研发费用的投入, 增强产品竞争力。

表18: 公司收入预测拆分

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|
| 营业收入(百万) | 6,851.54 | 7,031.37 | 7,413.59 | 11,888.75 | 14,610.01 | 18,420.19 | 23,601.41 |
| YOY | | 2.62% | 5.44% | 60.36% | 22.89% | 26.08% | 28.13% |
| 智能交互显示产品 | | | | | | | |
| 智能交互平板 | | | | | | | |
| 销量(万台) | 9.87 | 20.33 | 27.43 | 44.35 | 72.73 | 109.10 | 152.74 |
| YoY | | 106.0% | 34.9% | 61.7% | 64.0% | 50.0% | 40.0% |
| 单价(元/台) | 8359.82 | 7243.47 | 6357.94 | 6988.92 | 6359.92 | 6614.31 | 6614.31 |
| YoY | | -13.4% | -12.2% | 9.9% | -9.0% | 4.0% | 0.0% |
| 收入(万元) | 82516.46 | 147229.97 | 174417.44 | 309933.96 | 462582.22 | 721628.26 | 1010279.56 |
| YoY | | 78.4% | 18.5% | 77.7% | 49.3% | 56.0% | 40.0% |
| 专用显示设备 | | | | | | | |

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|-------------------|
| 销量(万台) | 50.05 | 38.49 | 67.69 | 82.61 | 134.65 | 188.52 | 254.50 |
| YoY | | -23.1% | 75.9% | 22.0% | 63.0% | 40.0% | 35.0% |
| 单价(元/台) | 1563.25 | 1829.09 | 1332.94 | 1567.89 | 1411.10 | 1552.21 | 1707.43 |
| YoY | | 17.0% | -27.1% | 17.6% | -10.0% | 10.0% | 10.0% |
| 收入(万元) | 78242.31 | 70397.76 | 90232.97 | 129525.66 | 190010.82 | 292616.66 | 434535.74 |
| YoY | | -10.0% | 28.2% | 43.5% | 46.7% | 54.0% | 48.5% |
| 合计收入(万元) | 160758.77 | 217627.73 | 264650.41 | 439459.62 | 652593.04 | 1014244.92 | 1444815.30 |
| YoY | | 35.4% | 21.6% | 66.1% | 48.5% | 55.4% | 42.5% |
| 毛利率(%) | 20.8% | 24.5% | 22.7% | 19.4% | 23.3% | 24.5% | 24.5% |
| 智能电视 | | | | | | | |
| 销量(万台) | 346.37 | 383.50 | 428.72 | 503.72 | 614.54 | 596.10 | 625.91 |
| YoY | | 10.7% | 11.8% | 17.5% | 22.0% | -3.0% | 5.0% |
| 单价(元/台) | 1011.55 | 895.16 | 844.21 | 1119.87 | 963.09 | 905.30 | 850.98 |
| YoY | | -11.5% | -5.7% | 32.7% | -14.0% | -6.0% | -6.0% |
| 收入(万元) | 350364.52 | 343289.47 | 361929.88 | 564094.14 | 591854.68 | 539653.10 | 532637.61 |
| YoY | | -2.0% | 5.4% | 55.9% | 4.9% | -8.8% | -1.3% |
| 毛利率(%) | 13.0% | 14.5% | 8.4% | 12.1% | 13.3% | 12.7% | 12.2% |
| 设计加工业务 | | | | | | | |
| 销量(万台) | 236.60 | 207.45 | 262.48 | 280.87 | 269.64 | 275.03 | 275.03 |
| YoY | | -12.3% | 26.5% | 7.0% | -4.0% | 2.0% | 0.0% |
| 单价(元/台) | 309.71 | 364.02 | 325.46 | 461.41 | 410.65 | 390.12 | 390.12 |
| YoY | | 17.5% | -10.6% | 41.8% | -11.0% | -5.0% | 0.0% |
| 收入(万元) | 73278.06 | 75515.85 | 85424.49 | 129596.55 | 110727.02 | 107294.48 | 107294.48 |
| YoY | | 3.1% | 13.1% | 51.7% | -14.6% | -3.1% | 0.0% |
| 毛利率(%) | 18.1% | 17.8% | 22.5% | 15.4% | 16.3% | 16.3% | 16.3% |
| 创新显示业务 | | | | | | | |
| 销量(万台) | | | | | 20.00 | 50.00 | 89.50 |
| YOY | | | | | | 150.0% | 79.0% |
| 单价(元/台) | | | | | 3000.00 | 2700.00 | 2565.00 |
| YOY | | | | | | -10.0% | -5.0% |
| 收入(万元) | | | | | 60000.00 | 135000.00 | 229567.50 |
| YOY | | | | | | 125.0% | 70.1% |
| 毛利率(%) | | | | | 24.0% | 30.0% | 35.0% |

资料来源：公司公告、开源证券研究所

估值：公司作为智能显示制造领域的龙头企业，主营业务包括智能电视、智能交互显示产品等业务，因此选择了海康威视、视源股份、鸿合科技、兆驰股份、歌尔股份等业务种类相似的公司作为可比公司，同时公司将积极发展创新显示业务，用科技赋能美学新消费，创新业务预计将成为公司未来发展的重要驱动力，因此选取了贝泰妮、科沃斯等公司作为可比公司。我们预计公司 2022~2024 年实现归母净利润 14.52、18.1、22.01 亿元，对应 EPS 预测分别为 2.77、3.46、4.21 元，对应 PE 为 12.8、10.3、8.4 倍，低于可比公司平均估值 25.68、19.9、15.97 倍。

表19：可比公司估值：康冠科技估值处于行业平均水平

| | | 股价 | | EPS | | | PE | | |
|-----------|------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--|
| 代码 | 证券简称 | 元 | 2022E | 2023E | 2024E | 2022E | 2023E | 2024E | |
| 002415.SZ | 海康威视 | 31.23 | 2.09 | 2.5 | 2.98 | 14.97 | 12.51 | 10.47 | |
| 002841.SZ | 视源股份 | 67.28 | 3.36 | 4.08 | 4.99 | 20.04 | 16.49 | 13.48 | |
| 002955.SZ | 鸿合科技 | 21.4 | 1.21 | 1.5 | 1.8 | 19.45 | 15.69 | 13.07 | |
| 002304.SZ | 兆驰股份 | 3.8 | 0.34 | 0.41 | 0.43 | 11.3 | 9.21 | 8.78 | |
| 300957.SZ | 贝泰妮 | 189 | 2.76 | 3.68 | 4.81 | 71.15 | 53.36 | 40.83 | |
| 603486.SH | 科沃斯 | 89.95 | 4.41 | 5.83 | 7.57 | 22.61 | 17.1 | 13.17 | |
| 688696.SH | 极米科技 | 347.56 | 13.04 | 17.79 | 23.29 | 28.34 | 20.77 | 15.87 | |
| 002241.SZ | 歌尔股份 | 31.96 | 1.73 | 2.16 | 2.51 | 17.57 | 14.07 | 12.11 | |
| 平均值 | | | | | | 25.68 | 19.9 | 15.97 | |
| 001308.SZ | 康冠科技 | 35.5 | 2.77 | 3.46 | 4.21 | 12.8 | 10.3 | 8.4 | |

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：股价截至 2022 年 8 月 4 日；除康冠科技、鸿合科技、贝泰妮、极米科技、科沃斯、歌尔股份外，均使用 wind 一致预期

投资建议：首次覆盖给予“买入”评级。我们预计 2022~2024 年归母净利润分别为 14.52、18.1、22.01 亿元，同比增长 57.3%、24.7%、21.6%；EPS 分别为 2.77、3.46、4.21 元，当前股价对应 PE 为 12.8、10.3、8.4 倍，看好公司的发展持续性，首次覆盖，给予“买入”评级。

7、风险提示

全球新冠肺炎疫情反复带来的订单量下降；主要原材料价格大幅上涨。

附：财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 3970 | 4516 | 6534 | 6645 | 10335 |
| 现金 | 542 | 951 | 1168 | 1473 | 1888 |
| 应收票据及应收账款 | 1117 | 1721 | 2114 | 2491 | 3554 |
| 其他应收款 | 91 | 120 | 184 | 168 | 302 |
| 预付账款 | 98 | 31 | 163 | 57 | 239 |
| 存货 | 1660 | 1658 | 2742 | 2347 | 4241 |
| 其他流动资产 | 462 | 37 | 162 | 109 | 111 |
| 非流动资产 | 824 | 861 | 1008 | 1205 | 1459 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 604 | 676 | 800 | 971 | 1211 |
| 无形资产 | 54 | 52 | 60 | 69 | 69 |
| 其他非流动资产 | 166 | 133 | 148 | 165 | 178 |
| 资产总计 | 4795 | 5377 | 7542 | 7850 | 11795 |
| 流动负债 | 2737 | 2647 | 3630 | 2477 | 4571 |
| 短期借款 | 663 | 227 | 2586 | 1204 | 3722 |
| 应付票据及应付账款 | 1572 | 1899 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 503 | 521 | 1043 | 1273 | 849 |
| 非流动负债 | 44 | 42 | 42 | 42 | 42 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 44 | 42 | 42 | 42 | 42 |
| 负债合计 | 2781 | 2689 | 3672 | 2519 | 4613 |
| 少数股东权益 | 3 | 5 | 5 | 6 | 7 |
| 股本 | 360 | 360 | 468 | 468 | 468 |
| 资本公积 | 526 | 526 | 418 | 418 | 418 |
| 留存收益 | 1125 | 1798 | 3144 | 4790 | 6740 |
| 归属母公司股东权益 | 2011 | 2684 | 3865 | 5325 | 7174 |
| 负债和股东权益 | 4795 | 5377 | 7542 | 7850 | 11795 |

| 现金流量表(百万元) | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 360 | 678 | -1560 | 2458 | -1086 |
| 净利润 | 485 | 924 | 1452 | 1811 | 2202 |
| 折旧摊销 | 58 | 75 | 71 | 90 | 115 |
| 财务费用 | 80 | 17 | 108 | 149 | 312 |
| 投资损失 | -7 | -8 | -8 | -8 | -8 |
| 营运资金变动 | -163 | -381 | -3177 | 423 | -3699 |
| 其他经营现金流 | -93 | 53 | -5 | -7 | -7 |
| 投资活动现金流 | -218 | 267 | -204 | -271 | -355 |
| 资本支出 | 119 | 127 | 214 | 288 | 369 |
| 长期投资 | -112 | 391 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | 14 | 3 | 10 | 17 | 14 |
| 筹资活动现金流 | -182 | -516 | -160 | -609 | -608 |
| 短期借款 | 315 | -436 | 2359 | -1382 | 2517 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 108 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 2 | 0 | -108 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -499 | -80 | -2520 | 773 | -3126 |
| 现金净增加额 | -90 | 427 | -1924 | 1578 | -2049 |

| 利润表(百万元) | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 7414 | 11889 | 14610 | 18420 | 23601 |
| 营业成本 | 6255 | 10062 | 11904 | 14603 | 18367 |
| 营业税金及附加 | 27 | 33 | 44 | 59 | 113 |
| 营业费用 | 149 | 203 | 263 | 479 | 810 |
| 管理费用 | 145 | 178 | 219 | 424 | 602 |
| 研发费用 | 322 | 476 | 584 | 829 | 1109 |
| 财务费用 | 80 | 17 | 108 | 149 | 312 |
| 资产减值损失 | -15 | -29 | -17 | -34 | -43 |
| 其他收益 | 76 | 105 | 78 | 87 | 90 |
| 公允价值变动收益 | 7 | 8 | 5 | 7 | 7 |
| 投资净收益 | 7 | 8 | 8 | 8 | 8 |
| 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 505 | 976 | 1563 | 1945 | 2351 |
| 营业外收入 | 18 | 11 | 14 | 15 | 15 |
| 营业外支出 | 6 | 9 | 8 | 8 | 8 |
| 利润总额 | 517 | 978 | 1569 | 1952 | 2357 |
| 所得税 | 32 | 54 | 117 | 141 | 155 |
| 净利润 | 485 | 924 | 1452 | 1811 | 2202 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 归属母公司净利润 | 485 | 923 | 1452 | 1810 | 2201 |
| EBITDA | 599 | 1038 | 1693 | 2117 | 2571 |
| EPS(元) | 0.93 | 1.76 | 2.77 | 3.46 | 4.21 |

| 主要财务比率 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入(%) | 5.4 | 60.4 | 22.9 | 26.1 | 28.1 |
| 营业利润(%) | -12.9 | 93.4 | 60.1 | 24.5 | 20.9 |
| 归属于母公司净利润(%) | -8.7 | 90.4 | 57.3 | 24.7 | 21.6 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率(%) | 15.6 | 15.4 | 18.5 | 20.7 | 22.2 |
| 净利率(%) | 6.5 | 7.8 | 9.9 | 9.8 | 9.3 |
| ROE(%) | 24.1 | 34.4 | 37.5 | 34.0 | 30.7 |
| ROIC(%) | 28.3 | 46.6 | 28.5 | 37.3 | 25.5 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 58.0 | 50.0 | 48.7 | 32.1 | 39.1 |
| 净负债比率(%) | 6.2 | -26.8 | 36.7 | -5.0 | 25.6 |
| 流动比率 | 1.5 | 1.7 | 1.8 | 2.7 | 2.3 |
| 速动比率 | 0.8 | 1.1 | 1.0 | 1.7 | 1.3 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 1.7 | 2.3 | 2.3 | 2.4 | 2.4 |
| 应收账款周转率 | 7.0 | 8.5 | 7.8 | 8.1 | 8.0 |
| 应付账款周转率 | 5.9 | 7.9 | 16.8 | 0.0 | 0.0 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.93 | 1.76 | 2.77 | 3.46 | 4.21 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.69 | 1.30 | -2.98 | 4.70 | -2.08 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 3.84 | 5.13 | 7.39 | 10.18 | 13.71 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 38.3 | 20.1 | 12.8 | 10.3 | 8.4 |
| P/B | 9.2 | 6.9 | 4.8 | 3.5 | 2.6 |
| EV/EBITDA | 27.4 | 15.3 | 10.6 | 7.7 | 7.2 |

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

| | 评级 | 说明 |
|------|------------------|-----------------------|
| 证券评级 | 买入（Buy） | 预计相对强于市场表现 20%以上； |
| | 增持（outperform） | 预计相对强于市场表现 5%~20%； |
| | 中性（Neutral） | 预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
| | 减持（underperform） | 预计相对弱于市场表现 5%以下。 |
| 行业评级 | 看好（overweight） | 预计行业超越整体市场表现； |
| | 中性（Neutral） | 预计行业与整体市场表现基本持平； |
| | 看淡（underperform） | 预计行业弱于整体市场表现。 |

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn