

推荐（首次）

康冠科技(001308.SZ)

全球智能显示龙头，智能健身镜等创新消费 业务有望勾画二次增长曲线

银河证券研究院 社服团队

分析师：顾熹闽

分析师登记编码：S0130522070001

2022年8月18日

中国银河证券股份有限公司
CHINA GALAXY SECURITIES CO., LTD.

• 全球智能显示龙头，主业持续高增长

公司深耕智能显示行业二十余年，主要业务包括智能电视、智能交互显示的制造和销售。2018-2021年公司营收由69亿增长至119亿，归母净利由3.9亿增长至9.2亿。1H22公司业务环比加速，Q1-Q2业绩单季度分别同比+92%、预计同比+176%+235%。

• 智能交互显示3-5年有望保持30%-50%高速增长，传统智能显示有望维持稳定

(1) 智能交互显示：公司全球出货量第一，主要受益于海外市场教育信息化提速，以及商用会议智能交互显示需求增长，未来3年公司智能交互显示业务有望保持30%-50%高速增长；(2) 智能电视：全球出货量第五，差异化市场策略绑定LG、三星等国际大牌销往亚非拉等新兴市场国家，未来增速有望保持稳健。

• 消费科技等创新产品有望实现从0-1的爆发式增长

公司创新显示业务主要包括AR智能健身镜（ODM）、AR美妆镜（自有品牌）、随心屏（自有品牌）等C端消费科技产品，目前处于生命周期向上阶段。其中，AR智能健身镜受益于供需两端推动，过去一年在中国市场增长迅速，康冠科技作为国内智能健身镜龙头小度添添（百度）、FITURE（腾讯）主要ODM供应商有望充分受益。

• 盈利预测与投资建议

我们预计公司2022-24年归母净利13.8亿元、17.3亿元、22.0亿元，对应PE15/12/9X，低于同行业可比公司。目前时点公司具备较好安全边际，未来智能健身镜等创新业务有望成为看涨期权，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：海外宏观经济放缓导致智能交互显示、电视等需求回落；创新产品成长速度低于预期；原材料涨价、汇率风险。

一、全球智能显示龙头，业绩持续高增



1.1 发展历程：深耕智能显示三十载

- 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。
- 随着我国显示行业技术的不断进步，康冠科技在平板显示行业进行了二十余年的技术探索与沉淀，走过了显示器、液晶电视以及现在的商用显示产品等阶段。公司从创业之初的小尺寸CRT黑白显像管显示器产品，发展至当下以LCD为主要显示技术的智能显示知名企业。

图1：公司发展历程

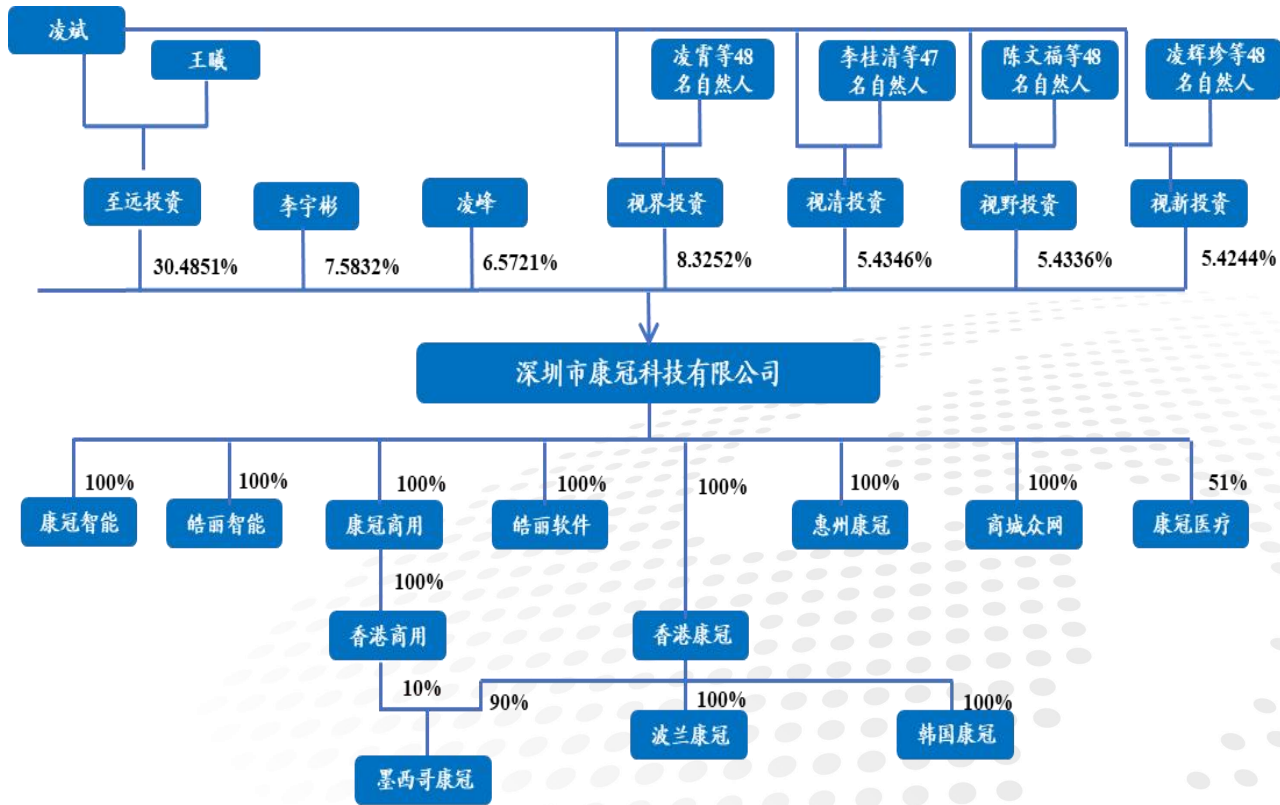


资料来源：公司官网，银河证券研究院

1.2 股权状况：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。
- 公司高度重视员工激励：
 - 核心技术人员李宇彬先生持有公司7.58%股权，与公司利益绑定。
 - 公司在上市前分别设立了视界投资、视野投资、视新投资、视清投资为公司员工持股平台。上市后，公司于2022年5月再次向核心技术员工及管理层共621人实施股票期权激励计划。

图2：公司股权结构



资料来源：公司公告，银河证券研究院

1.3 管理层背景：结构清晰稳定，行业经验丰富

- 公司管理层管理团队结构清晰、稳定，核心管理人员从业背景涵盖技术、运营、工业设计等多个领域

表1：公司管理层人员信息

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, 其带领团队设计的65HminiLEDTV、55A70LEDTV获得2021德国红点产品设计奖。

资料来源：公司公告，银河证券研究院

1.4 募投项目助力持续发展

公司于2022年3月首次公开发行股票，拟募集资金20亿元用于：

- 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
- 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
- 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

表2：公司募投项目基本情况

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	10.05	5	2年	26.55	23.16%
商用显示产品扩产	1.79	1	2年	5.49	25.01%
总部大楼及研发测试中心	9.1	6.2	2年		
全球技术支持及服务中心	2.55	1	3年		
智慧园区及信息化系统升级改造	2.11	0.8	2年		
补充流动资金	6	6			
总计	31.6	20		32.04	

资料来源：公司公告，银河证券研究院

1.5 财务状况：营收、净利近年高速增长

(1) 营收：2021年118.89亿元，3年CAGR 20%，其中2021年受益于销量增长以及原材料涨价带动销售单价提升，全年营收同比增长60.4%。

(2) 归母净利：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：净利润9.23亿元/yoy+90.31%
- 2022Q1：继续维持90%以上高增速
- 1H22业绩提速：预计归母净利润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3：2021年公司营收增长迅速

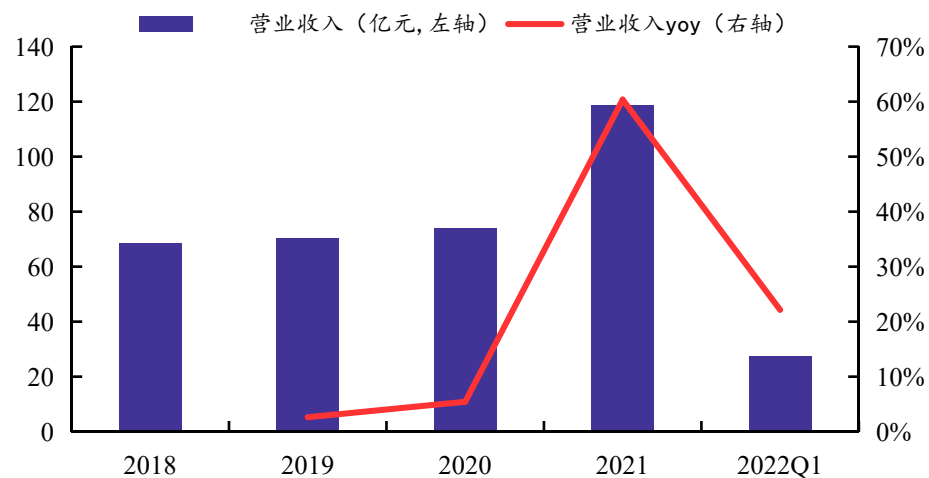
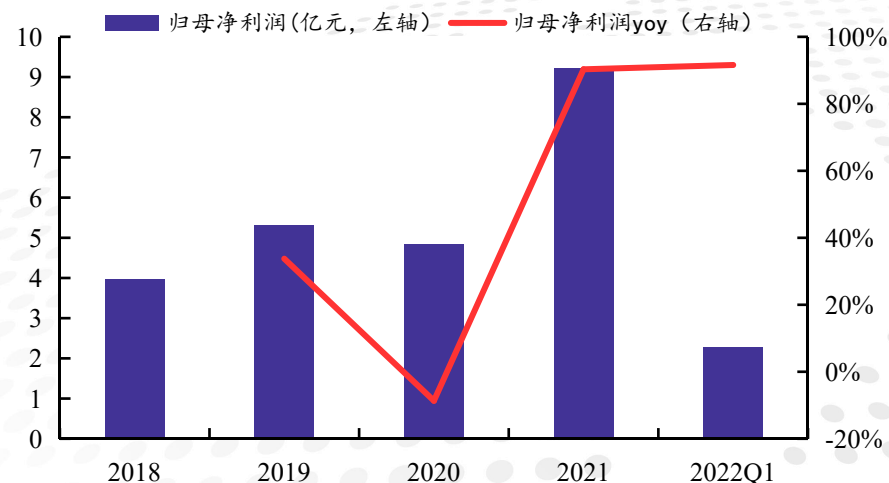


图4：公司归母净利润持续高增



资料来源：公司公告，银河证券研究院

1.5 财务状况：主营毛利率水平保持稳定

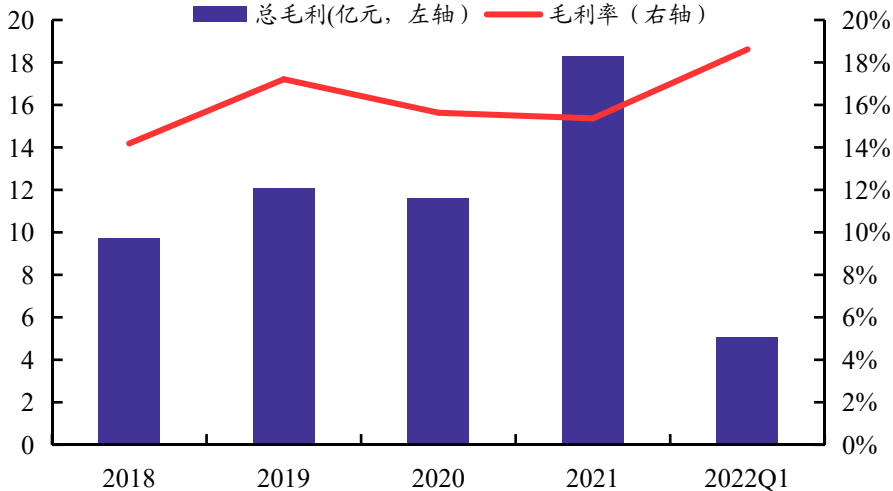
(1) 历年毛利率波动较小，1Q22毛利率创历史新高

(2) 分品类看：

- 智能交互显示产品，高毛利产品，主要受益于智能交互平板附加值较高，毛利率在20%-24%之间波动
- 智能电视毛利率8%-15%，主要因公司智能电视以组装为主，附加值较低；

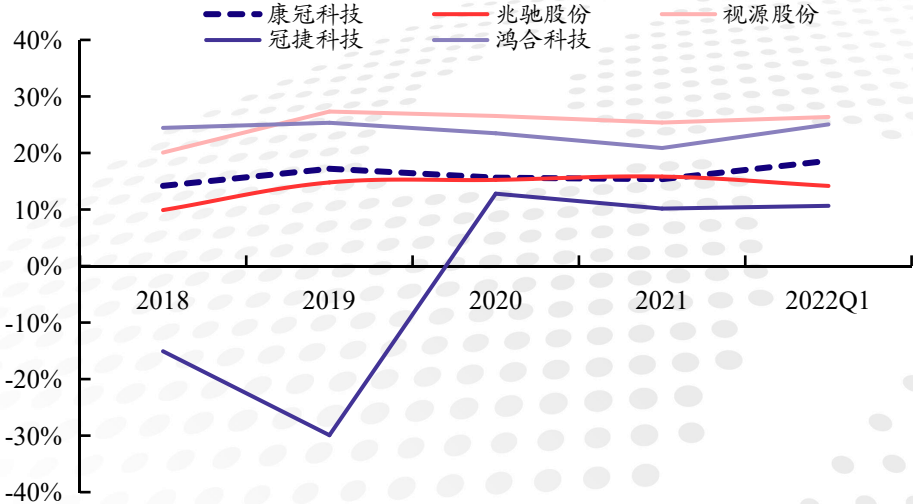
(3) 同行业对比：视源股份、鸿合科技的产品以智能交互显示产品为主，其毛利率水平相对较高；兆驰股份、冠捷科技以智能电视产品为主，毛利率水平相对较低。

图5：康冠毛利率水平较为稳定



资料来源：公司公告，银河证券研究院

图6：康冠毛利率水平处于行业中等位置



1.5 财务状况：面板为主要成本项，费用率有所改善

(1) 主营业务成本

- 2019-2021年：直接材料占主营业务成本比例分别为93.99%、93.79%、94.72%；
- 直接材料中最主要的原材料为液晶面板，原材料成本对产成品价格传导顺畅；

(2) 费用率

- 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。

图7：直接材料为主营业务成本主要构成（剔除运输费）

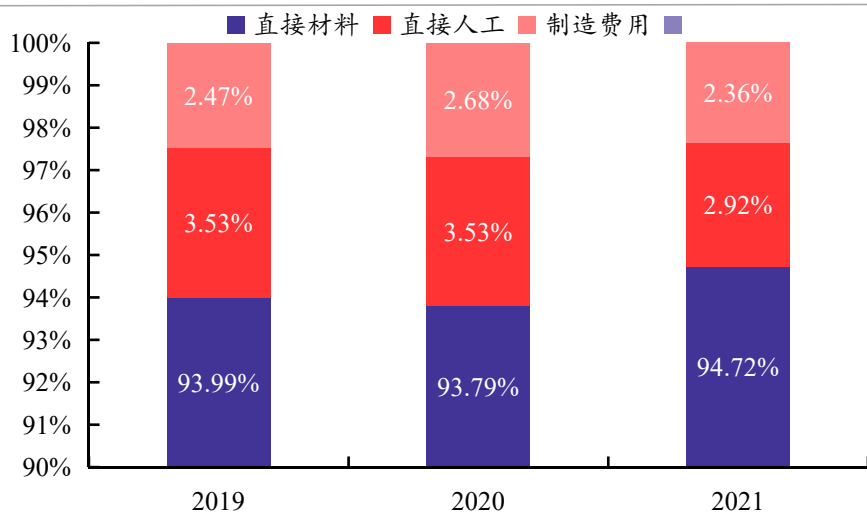
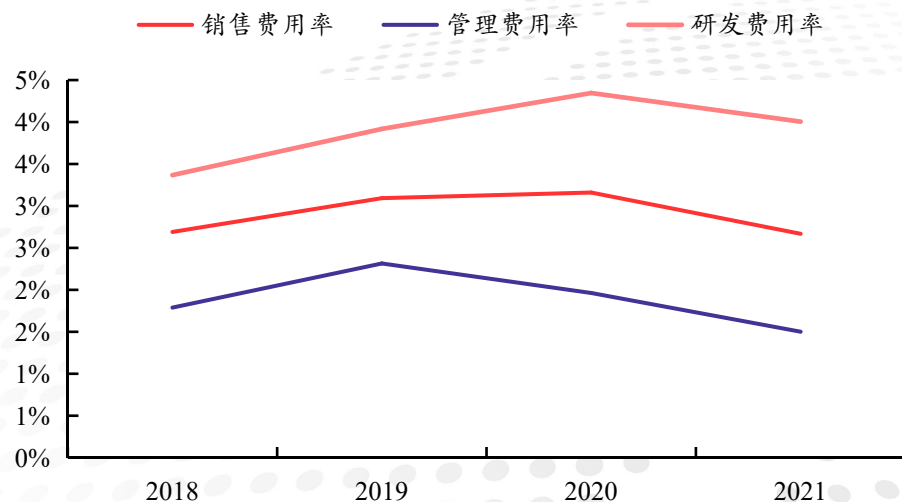


图8：2021年公司三项费用率都有所下降

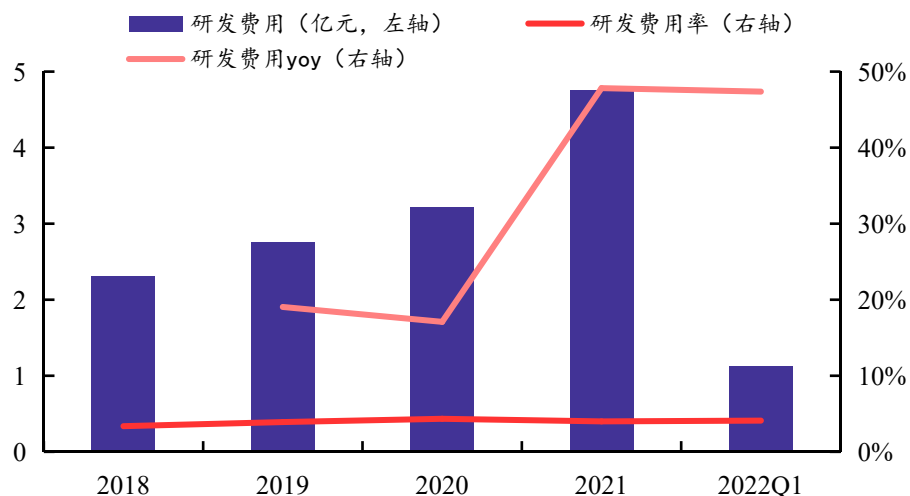


资料来源：公司公告，银河证券研究院

1.5 财务状况：研发费用持续增长，研发费用率稳步提升

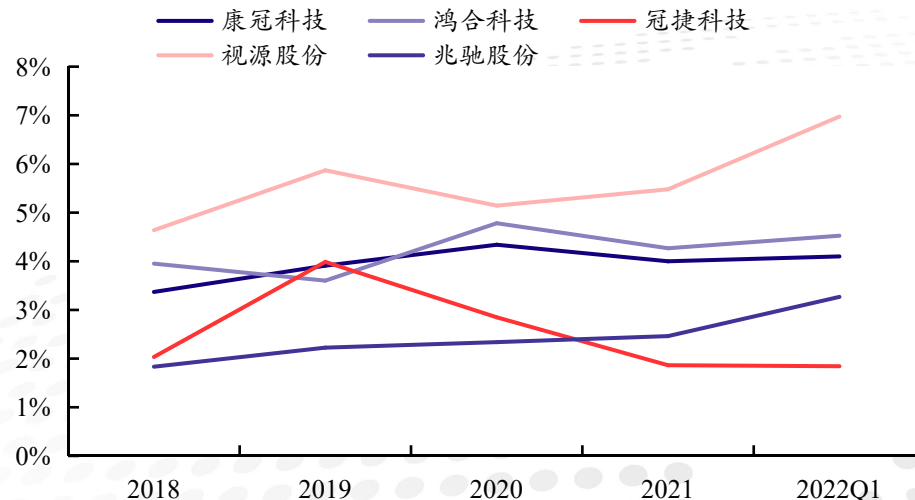
- 公司重视研发投入，研发费用逐年增加以更好的应对高景气的海外智能交互市场和存在巨大潜力的创新业务。
- 2021年：研发费用已至4.76亿元，同比增长47.83%。
- 2018-2021年研发费用率由3.37%提升至4%，在同行业上市公司中保持中游。

图9：康冠研发费用稳步提升



资料来源：公司公告，银河证券研究院

图10：康冠研发费用稳步提升



1.5 财务状况： 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11：公司应收账款逐年上涨

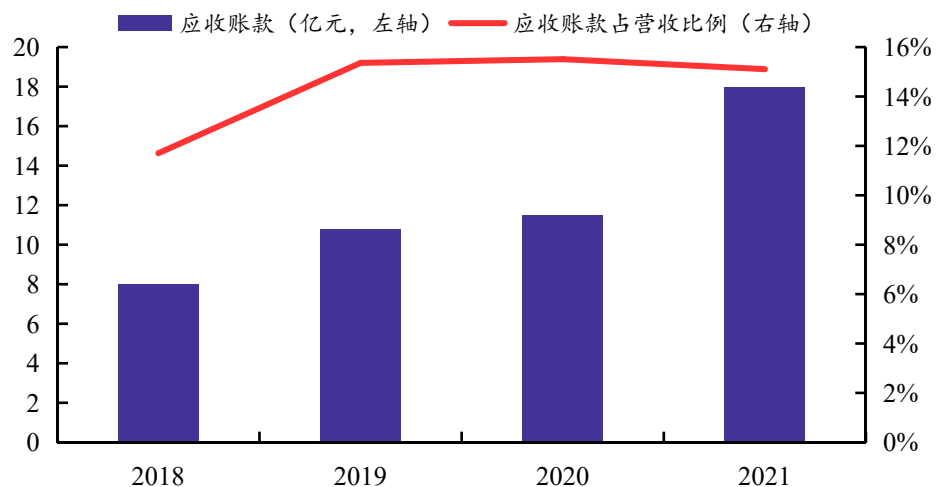
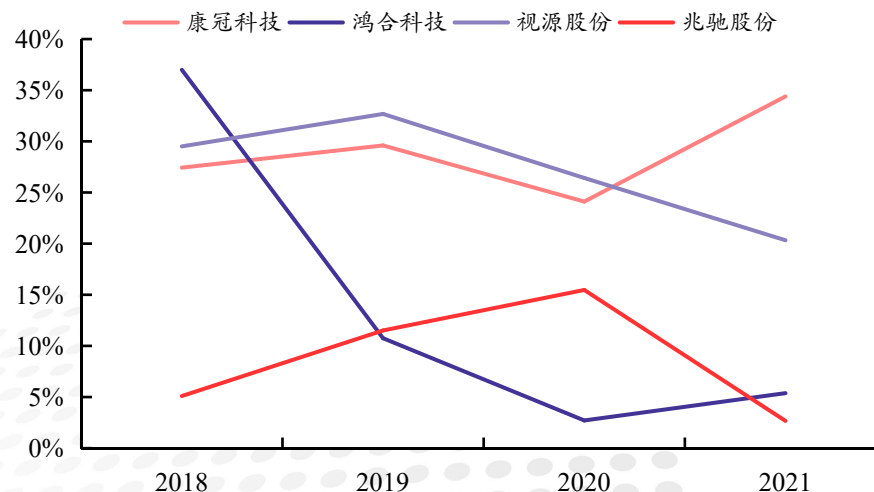


图12：公司ROE处于较高水平



资料来源：公司公告，银河证券研究院

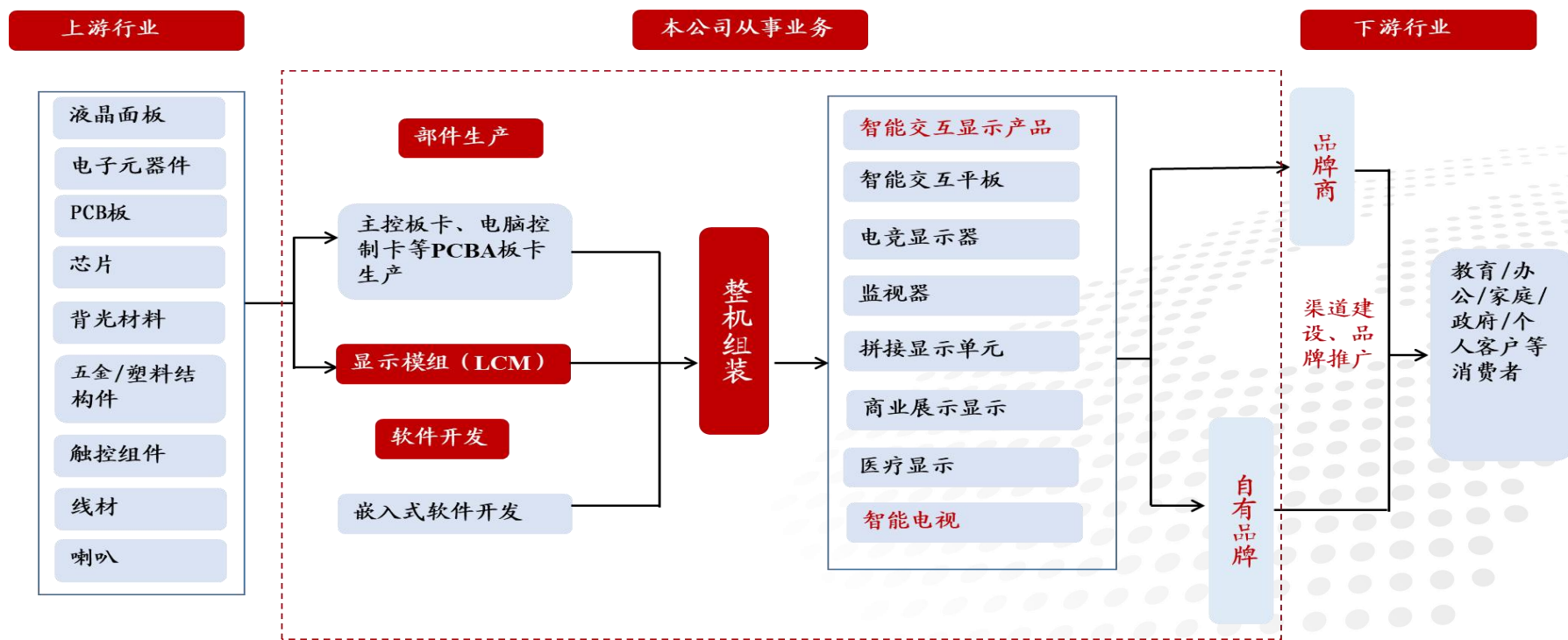
二、原有主业景气持续，创新业务有望构筑新看点



2.1 产业链位置：智能显示产业链中游

- 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。
- 中游制造商负责产品的设计、生产。公司以JDM、ODM生产为主，辅以OEM、EMS的合作模式。

图13：公司所处产业链位置



资料来源：公司招股说明书，银河证券研究院

2.2 主营构成：智能电视和智能交互显示占收入85%

- 2018-2021年公司两大主营业务均实现较高增长：

(1) 智能电视2018-2021年营收由35亿增长至56.4亿，复合增速12.6%，其中2021年同比增长56%；(2) 智能交互显示2018-2021年营收由16.1亿增长至44.9亿，复合增速29.2%，其中2021年同比增长70%；

- 差异化竞争策略，公司销售区域以海外为主

公司制定了差异化的市场竞争战略，主要通过为国际知名品牌提供定制化服务，切入全球市场。公司业务遍及全球170多个国家，累计为全球超过1亿家庭用户提供产品服务。2021年公司外销占比79.73%，其中智能电视主要销往亚洲、中东、东南亚、南美、非洲、欧洲等地区；智能交互产品重点布局北美、欧洲、亚洲等地区。

图14：2018-2021年公司主营业务收入情况

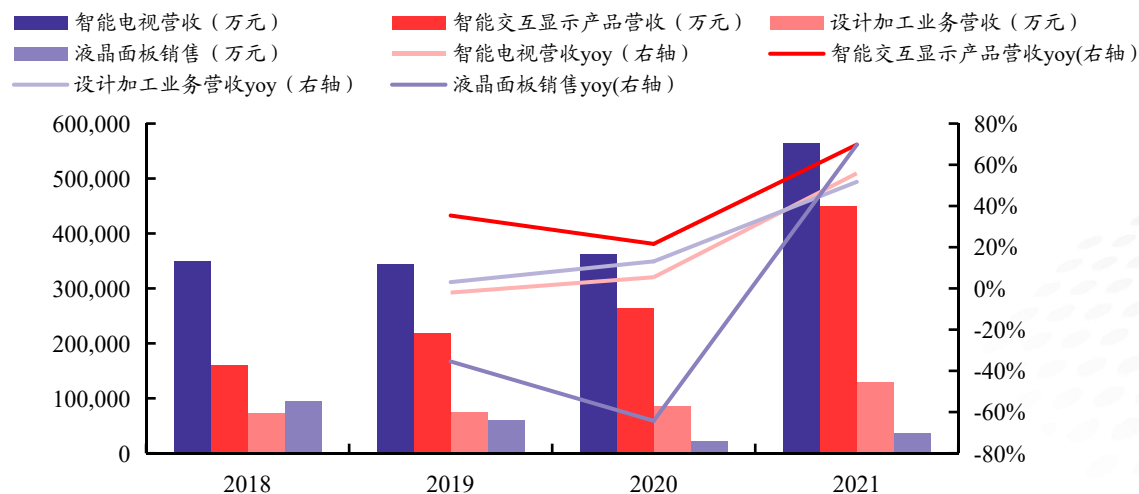
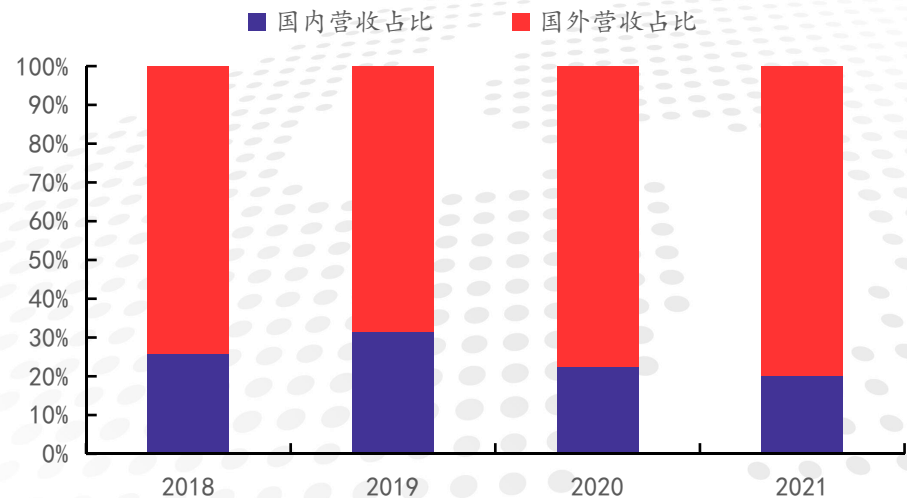


图15：2018-2021年公司营收构成（分区域）



资料来源：公司招股说明书，银河证券研究院

2.3 海外营收高增长：外销占比近8成，海外营收增速高于国内

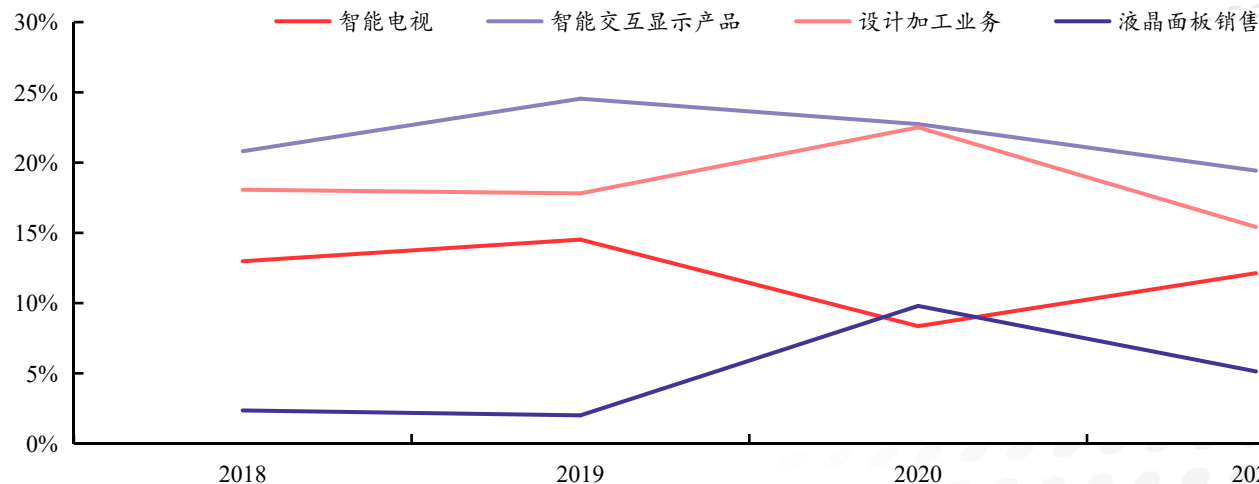
• 毛利率有望逐步改善：

(1) 主要原材料面板价格下降：公司产品主要成本项为液晶面板，产成品销售价格随原材料价格波动。但整体而言，产品销售单价下降对毛利率的影响小于成本下降对毛利率的影响。因此当面板处于下行周期时，公司毛利率将处于上升周期。

(2) 集运价格下降：销售主要集中在海外市场，2020年因海运、港口仓储等费用上涨，对毛利率形成压力。目前集运价格已开始逐步企稳。

(3) 产品结构改善：高毛利率的智能交互显示、创新产品未来增速有望超过智能电视，驱动毛利率结构性改善。

图16：2018-2021年各产品毛利率



资料来源：公司招股说明书，银河证券研究院

2.4 智能电视：差异化布局细分市场，受益更新需求

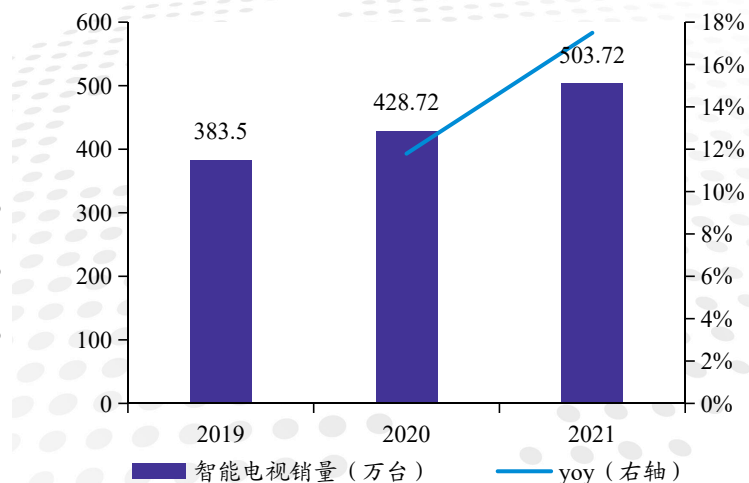
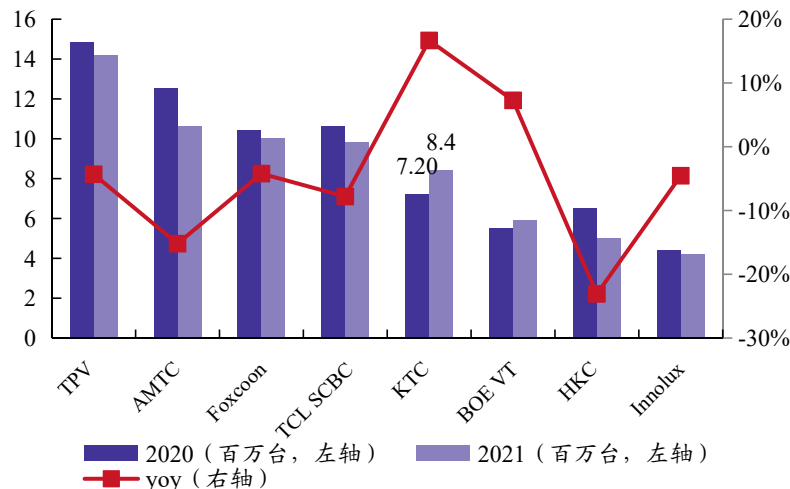
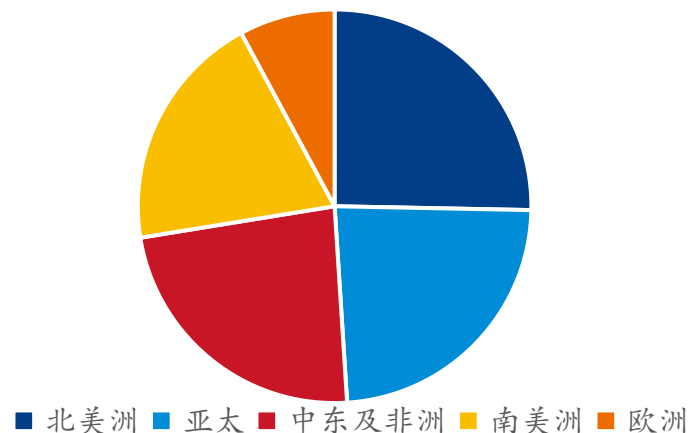
2020-2021年公司智能电视出货量全球排名第五：

- 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。
- 市场策略：服务国际知名品牌在东南亚、中东、拉美、非洲等新兴市场国家业务，以及为相关区域本地龙头品牌提供定制化服务。目前主要客户包括三星、LG、飞利浦等国际大牌，国内主要客户为小米，其他还包括亚太、拉美、中东、非洲等新兴市场国家本地头部品牌。

图17：2021年公司电视产品外销出货各区域占比

图18：2020和2021年公司智能电视ODM出货量

图19：2019-2021年公司智能电视销量



资料来源：公司公告，银河证券研究院

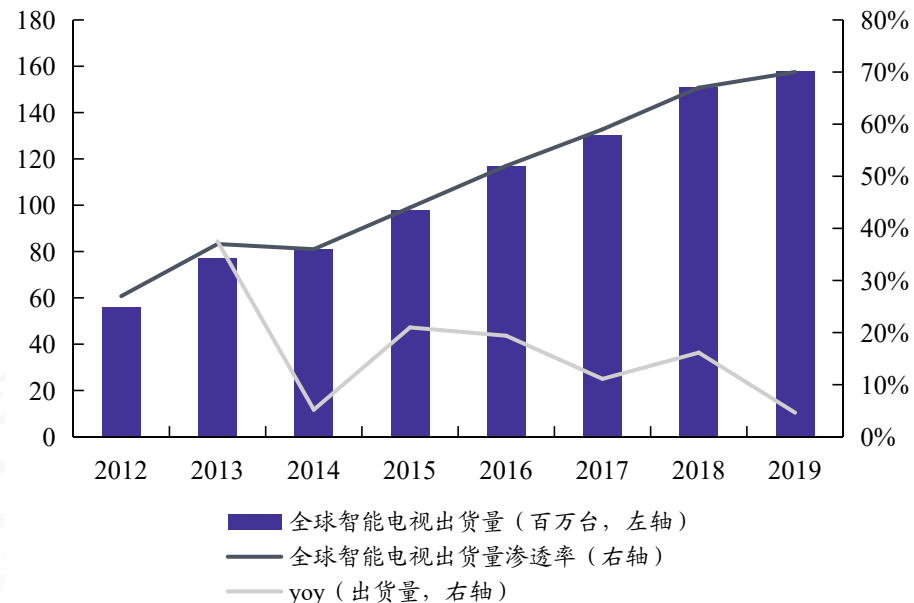
2.4 智能电视：差异化布局细分市场，受益更新需求

- 全球智能电视渗透率已处于较高水平，但新兴市场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%。
- 康冠差异化定位于新兴市场国家，业务量受益于相关国家消费升级趋势。

图20：第三世界国家智能电视销量增速

	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

图21：2012-2019年全球智能电视出货量





资料来源：公司公告，银河证券研究院

2.5 智能交互业务：供需双重驱动，景气持续

- 公司智能交互平板分为教育类和会议类产品，2020-2021年公司智能交互平板销量分为27.43/44.35万台，同比+34.92%/+61.68%。
- 主要客户包括：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和生产企业 NEC、明基、仁宝等；
- 自有品牌皓丽在国内会议市场市占率为13%，排名第二，但目前在营收中占比较低。

表3：智能交互平板应用

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 人体探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。 	
	智能办公领域	<ol style="list-style-type: none"> 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； 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：公司招股书，银河证券研究院

2.5 智能交互业务：供需双重驱动，景气持续

重点布局欧美市场，海外全球出货量全球第一

- 根据Future Source数据统计，2020年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。
- 订单结构：90%教育类、10%会议类。
- 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/PROWISE等知名品牌的合作

图22：2021年公司商业显视产品
外销出货各区域占比

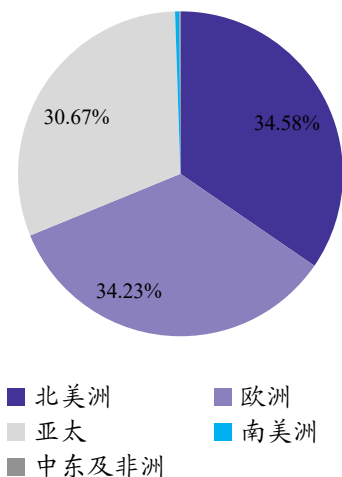


图23：2019-2021年公司智能交互平板产
品销量及增速

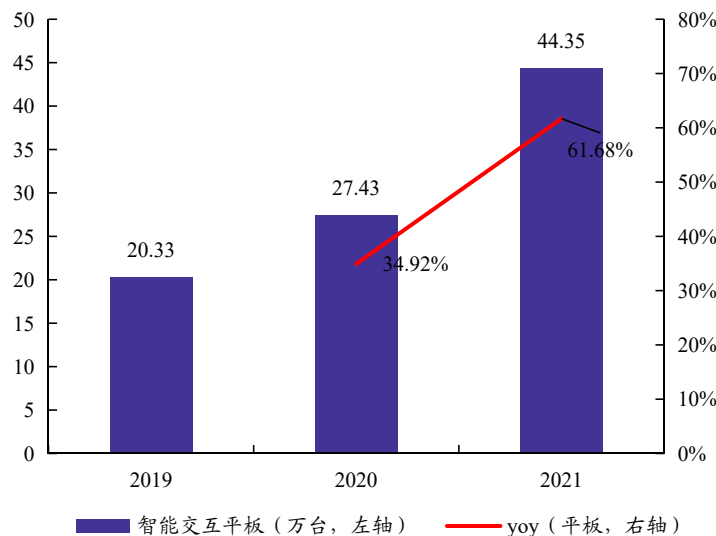
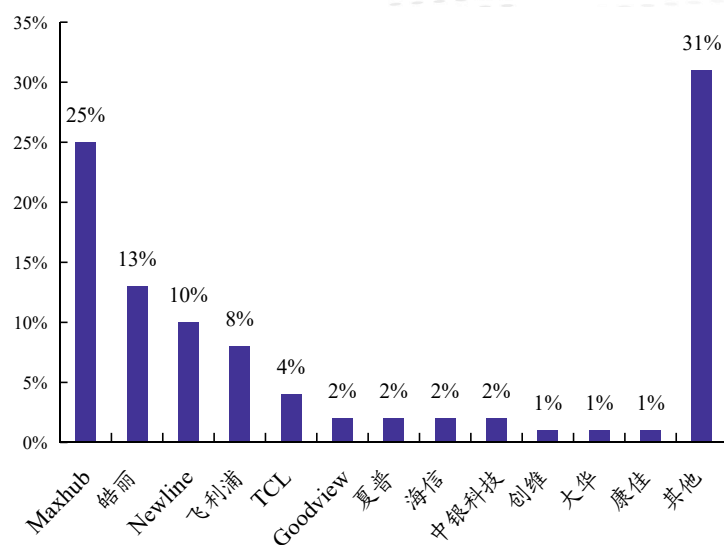


图24：2022Q1国内会议市场平
板不同主要品牌出货量份额



资料来源：公司公告/洛图科技，银河证券研究院

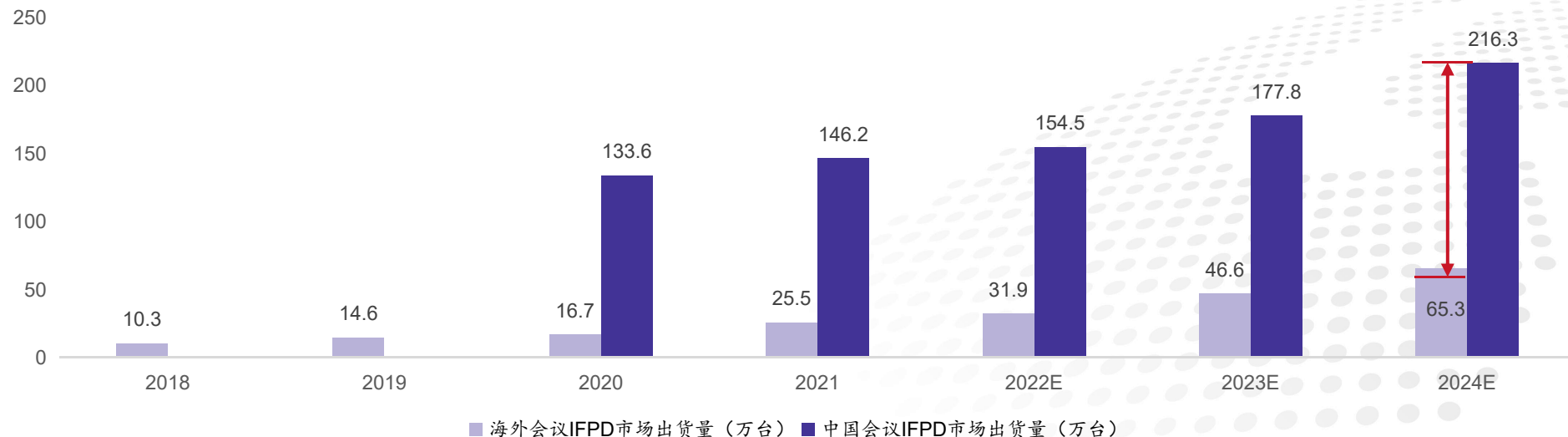
2.5 智能交互业务：供需双重驱动，景气持续

需求端：海外商用、教育类平板渗透率均存提升空间

- 商用交互平板市场：疫情带来的场景需求扩张是主要驱动因素

依据迪显咨询的报告显示，2021年海外会议市场交互智能平板的出货量为25.5万台，增速为53%；2021-2024年，海外会议IFPD市场出货量CAGR有望达到40%；到2024年，中国会议IFPD市场出货量为216.3万台，而海外会议IFPD市场出货量为65.3万台，存在近5倍的增量空间。

图25：海外VS国内会议IFPD市场出货量增长情况



资料来源：DISCIEN，银河证券研究院

2.5 智能交互业务：供需双重驱动，景气持续

需求端：海外商用、教育类平板渗透率均存提升空间

- 商用交互平板市场：疫情带来的场景需求扩张是主要驱动因素

1) 疫情带动远程办公及视频会议需求，推动行业发展：

国内：疫情带动居家办公热潮，推动视频会议应用的急速增长，同时疫情常态化也影响了企业主的办公理念，终端用户对会议平板产品的认知度和使用习惯正不断提升。在2020年疫情爆发后，“远程办公”及“视频会议”百度指数骤增。

海外：受COVID-19的影响，各类海外公司活动取消，包括国际研讨会、贸易展览、产品发布会、投资者介绍等，因此，企业组织专注于实施Zoom、Teams等的视频通信解决方案来举办此类活动，全球视频会议需求旺盛。根据《连线英国》报道，2020年Zoom每个月增加了222万活跃用户。思科、微软、谷歌、MediaPlatorm等企业专注于为消费者提供高质量的视频会议技术。

图26：“远程办公”及“视频会议”百度指数趋势图



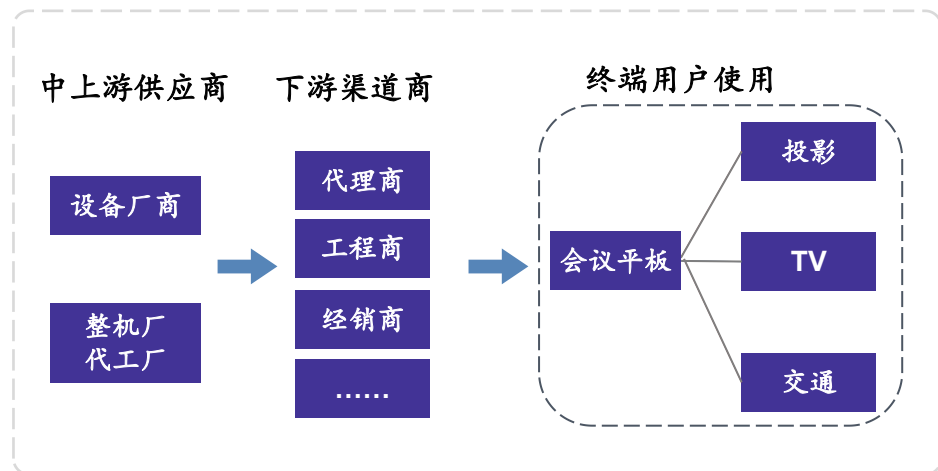
资料来源：百度，银河证券研究院

2.5 智能交互业务：供需双重驱动，景气持续

需求端：海外商用、教育类平板渗透率均存提升空间

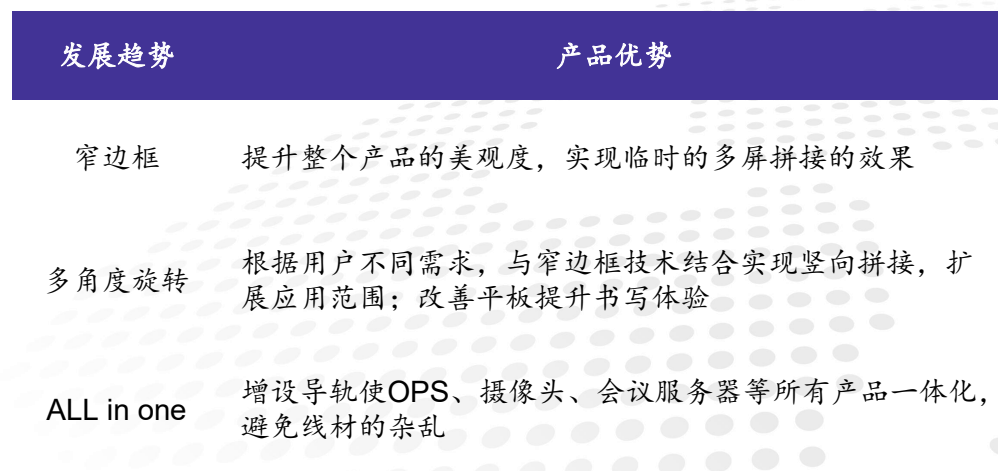
- 商用交互平板市场：疫情带来的场景需求扩张是主要驱动因素
- 2) 上下游产业链共同推进会议平板，替代传统会议显示终端
- 3) 会议平板产品更新迭代速度快，解决用户痛点

图27：会议平板产业链



资料来源：银河证券研究院

图28：会议平板产品更新迭代



2.5 智能交互业务：供需双重驱动，景气持续

需求端：海外商用、教育类平板渗透率均存提升空间

- 海外教育类智能交互平板渗透率较低。根据Futuresource报告，我国由于较早实施教育信息化改造，2020年底教育IFPD渗透率已达到60%，但全球渗透率仅为35%，海外市场渗透率仍有提升空间。
- 海外教育信息化提速：德国、土耳其、意大利、印度等国2021年后对教育信息化的投入加大。考虑到教育的刚需属性，海外经济即使进入衰退周期，对政府在教育方面的财政支出可能影响也较小。
- 据DISCIEN，2021年海外教育IFPD市场出货量为105万台/同比+90%，其预计2022年海外教育市场出货量为145万台/同比+38%。

表4：海外教育信息化政策梳理

国家	时间	政策
意大利	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%；
德国	2021年	联邦及各州政府推动“学校数字化公约（DigitalPaktSchule）”，计划加速数字教育推广
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	2019-2022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+”转化为“AI+”，利用AI技术实现以人为中心的智能化教育。

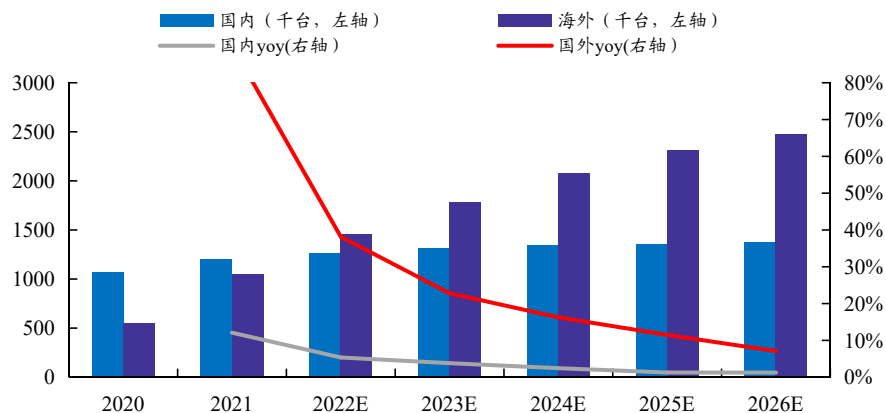
资料来源：多知网、商显世界，银河证券研究院

2.5 智能交互业务：供需双重驱动，景气持续

需求端：国内市场主要看商用交互，教育类产品需等待前期产品进入更新周期

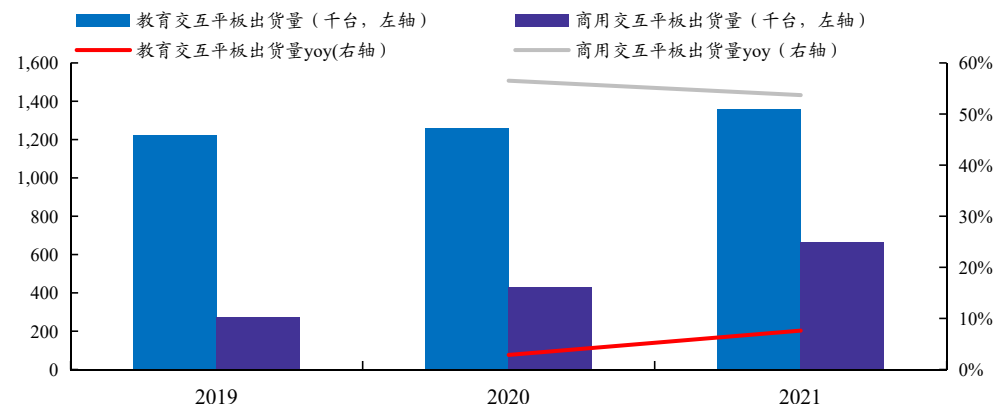
- 国内教育类智能交互平板市场：教育类交互平板正在进入5-7年设备更换周期，但受地方财政限制，部分地区的更新进展较慢。但整体看未来国内教育产品形态由教育平板向智慧黑板升级，采购尺寸也将向86+英寸升级，有望带来一定增量空间。
- 国内商用交互平板市场：渗透率仍然较低。国内市场需求端驱动因素主要来自远程办公、视频会议需求的增长。据洛图科技数据，2020-2021年商用交互平板出货量增速均高于50%，渗透率仅10%，洛图预计未来3-5年商用交互平板复合增长率保持在25%以上的发展速度。

图29：2020-2026全球教育IFPD出货量（千台）



资料来源：DISCIEN，银河证券研究院

图30：2019-2021年中国商用和教育交互平板出货量及增速



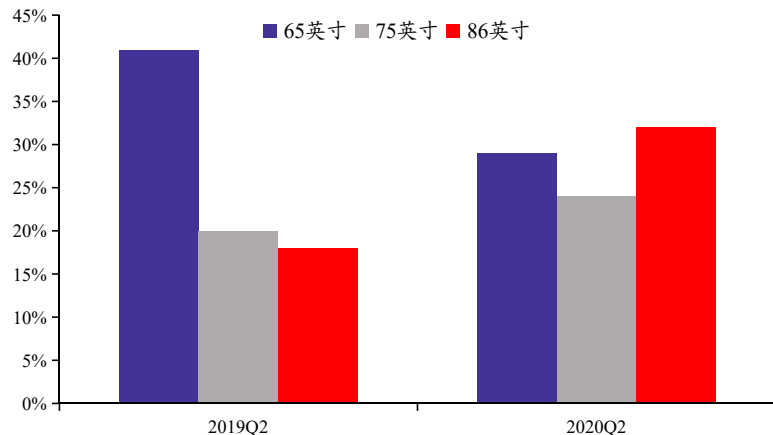
资料来源：洛图科技，银河证券研究院

2.5 智能交互业务：供需双重驱动，景气持续

需求端：商用会议类智能交互平板呈现大尺寸化趋势，附加值有望持续提升

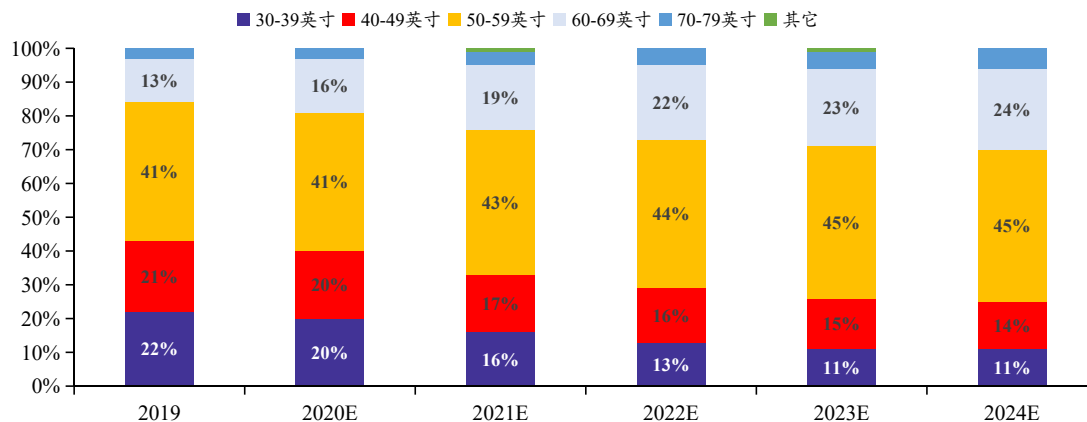
- 智能平板产品不断精进，大尺寸显示给用户带来的观感更加，疫情下远程会议和现代智能会议使得企业对大尺寸会议平板需求更大。据头豹研究院数据显示，会议类智能交互平板从2019年以65英寸为主开始过渡至86英寸为主
- 据洛图科技预测，全球50-69英寸电视占比将由2019年54%上涨至2024年69%，大尺寸屏幕通常也意味着更高的毛利率。

图31：中国商用会议类智能交互平板各尺寸产品销量份额变化



资料来源：头豹研究院，银河证券研究院

图32：2019-2024年电视大屏化趋势预测



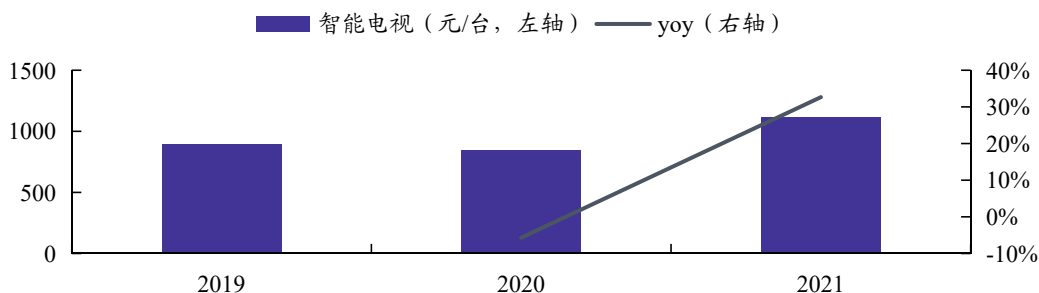
资料来源：洛图科技，银河证券研究院

2.5 智能交互业务：供需双重驱动，景气持续

- 供给端：终端产品售价主要受液晶面板价格变化影响

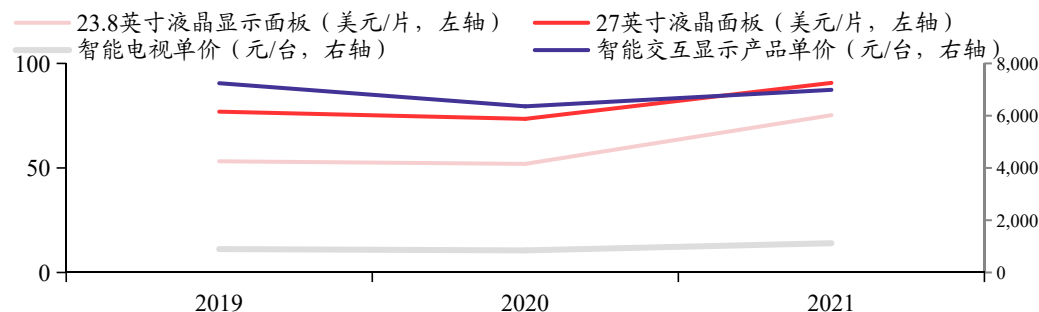
智能交互产品成本端主要受面板价格影响，伴随2022年面板价格进入下行周期，智能交互终端产品售价下降有利于进一步推动大尺寸消费产品的普及，特别是对于海外市场渗透率的提升构成支撑。

图33：2019-2021年公司智能电视单价及变化



资料来源：公司招股说明书，银河证券研究院

图35：2019-2021年公司产品随液晶面板价格波动而波动



资料来源：WIND，银河证券研究院

图34：2019-2021年公司智能交互显示产品单价及增速

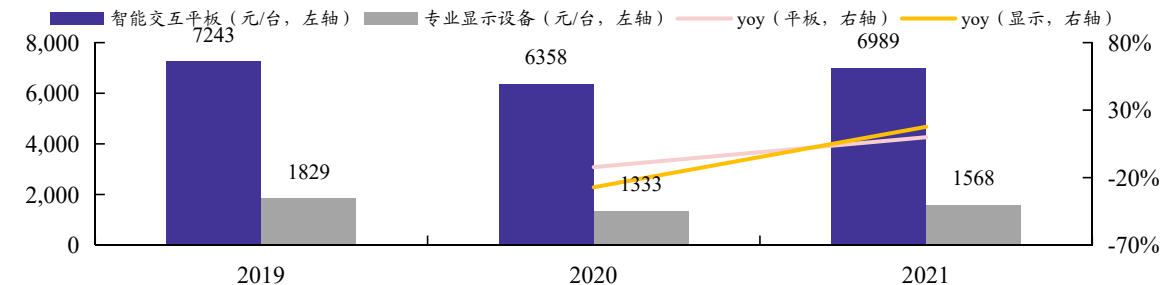
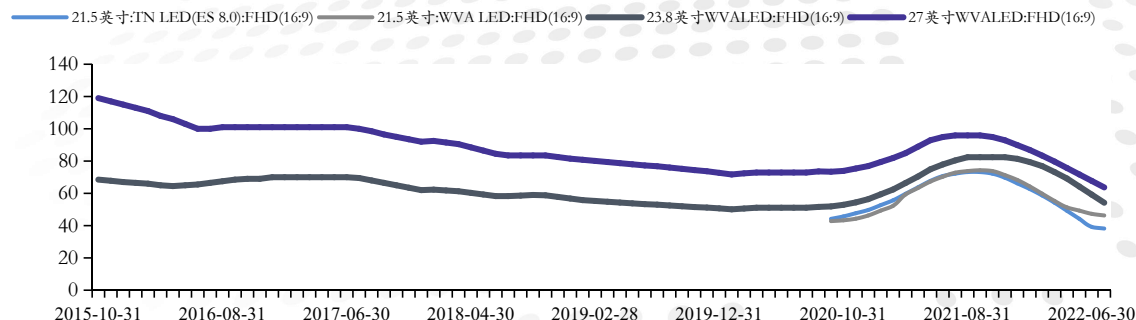


图36：2015年至今液晶显示器面板价格波动情况



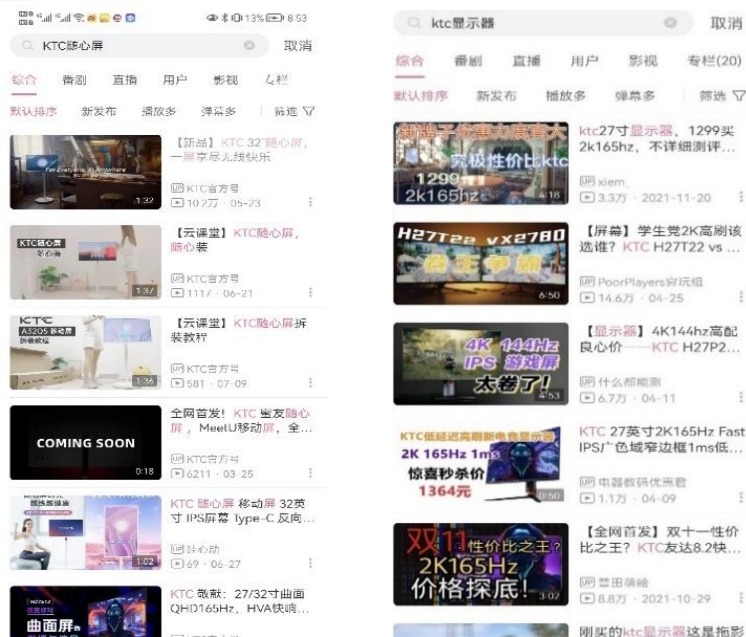
2.6 创新业务：布局新兴消费赛道，AR健身镜业务有快速放量

• 创新业务：

公司此前针对电竞、医疗等专业应用领域推出了系列自有或者代工产品。2021年实现营收约13亿元，同比增长44%。其中，公司自有KTC品牌的Mini LED电竞显示器产品全球市占率为17%。

1H21-1H22，公司新发布三款创新产品，包括AR智能健身魔镜、福比特AR美妆镜、KTC随心屏、。

图37：KTC电竞显示器公司通过B站等进行种草营销



资料来源：B站，银河证券研究院

图38：公司KTC电竞显示器



- 1、具有·OD·等画面处理技术，满足电竞游戏显示的需求；←
- 2、支持·Local Dimming·多分区调光功能，满足 HDR·标准；←
- 3、曲面及平面多种外观；←
- 4、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，银河证券研究院

2.6.1 智能健身镜业务已经开始放量

目前市占率前两名的健身品牌FITURE和小度（32寸）产品均由康冠科技代工，康冠主要负责硬件和主要软件的设计、研发、生产、制造。

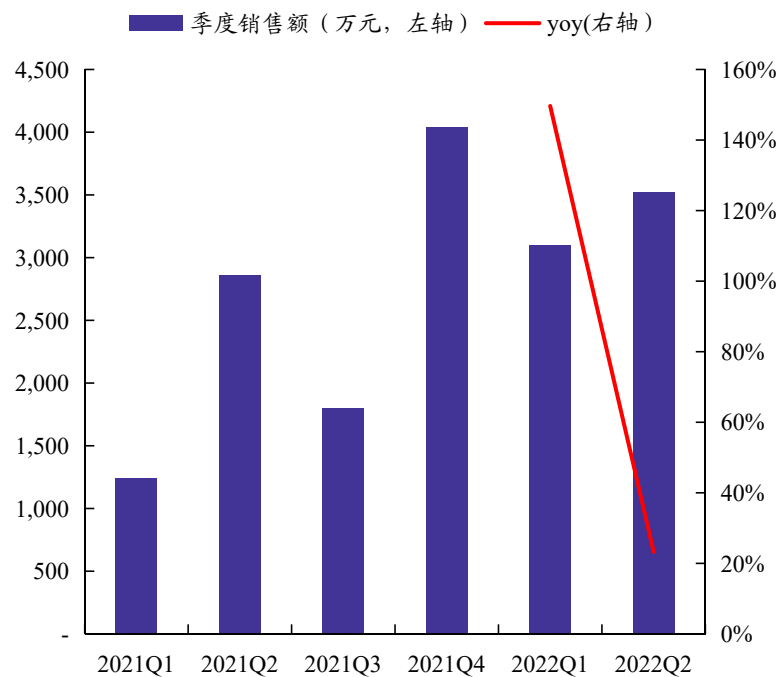
2022年，受益于两大客户业务爆发，我们预计该业务有望带来营收4-5亿元。

图39：AR智能健身镜实物演示



资料来源：公司官网，银河证券研究院

图40：AR智能健身镜天猫全平台销售金额



2.6.1 智能健身镜业务已经开始放量

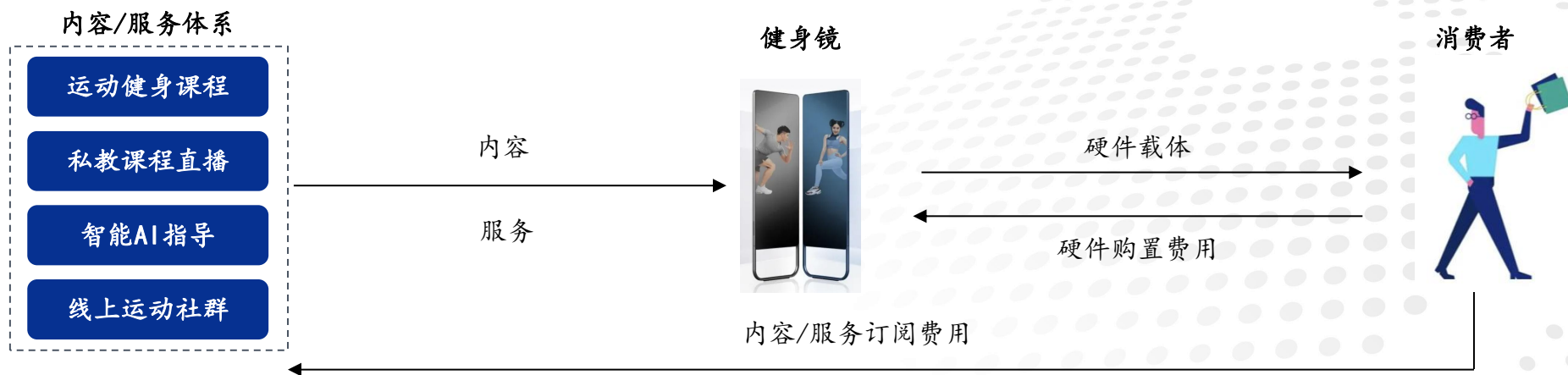
- 智能健身镜特点：

- 1) **不受时空限制**：随时随地可健身，不受健身房营业时间和教练预约时间限制，用户可根据个人习惯调整节奏
- 2) **AI交互、智能纠错**：AI交互、智能纠错
- 3) **社交赋能**：社群交流、教练直播等实时互动增加了趣味性、娱乐性
- 4) **高质量课程体系**：相较传统健身，智能健身镜的课程种类更为丰富，为不同圈层与年龄层人群提供针对性课程

- 商业模式：形成闭环

从商业模式上来看，智能健身镜的硬件端更像是企业触达消费者的方式，而硬件承载的一系列运动健身服务是价值提升的关键。

图41：智能健身镜商业模式



2.6.1 智能健身镜业务已经开始放量

- 智能健身镜VS传统线下健身房或私教课：

智能健身镜主要服务的居家健身场景，与传统健身房（包括各类工作室）、新零售健身房的业态差异显著。对于用户而言，运动健身目标不同，受个人时间安排等诸多因素的影响程度不同，最终对运动场景的选择也会不同。

表5：智能健身镜与传统线下健身房或私教课对比

特点	智能健身镜	传统线下健身房或私教课
便携性	不受通勤距离和营业时间约束，可随时居家健身	需考虑健身房的通勤距离和教练的上课时间
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
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
私密性	能够满足部分用户运动中对隐私感的需求	传统健身房规模不一，人群较复杂、私密性差

资料来源：艾瑞咨询，银河证券研究院

2.6.1 智能健身镜业务已经开始放量

- 添添智能健身镜：百度旗下产品，受益于百度打造自身全屋智能生态体系

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。

表6：小度健身镜产品基本情况

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			
添添智能健身镜旗舰版	4199元	12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）
添添智能健身镜会员版	4799元	36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M30-先锋版	2699元	3个月	2022年5月			3. 送长辈：太极拳、养生功等课程，丰富的广场舞课程，全语音操控，看新闻、听戏曲
添添智能健身镜M30-旗舰版	2999元	12个月	2022年5月	32英寸	17大类	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-会员版	3799元	36个月	2022年5月			

资料来源：小度商城，银河证券研究院

2.6.1 智能健身镜业务已经开始放量

- FITURE：腾讯入股，打造中国版Mirror

2021年6月上线，“双十一”销量已破万，2022年“618”销量增长200%。截至2022年6月，FITURE魔镜已进入超过300个城市1600多个区县的数十万个家庭，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FITURE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FITURE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。

表7：FITURE发布产品情况

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	12.8kg	32G	双分频立体声音响， 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		

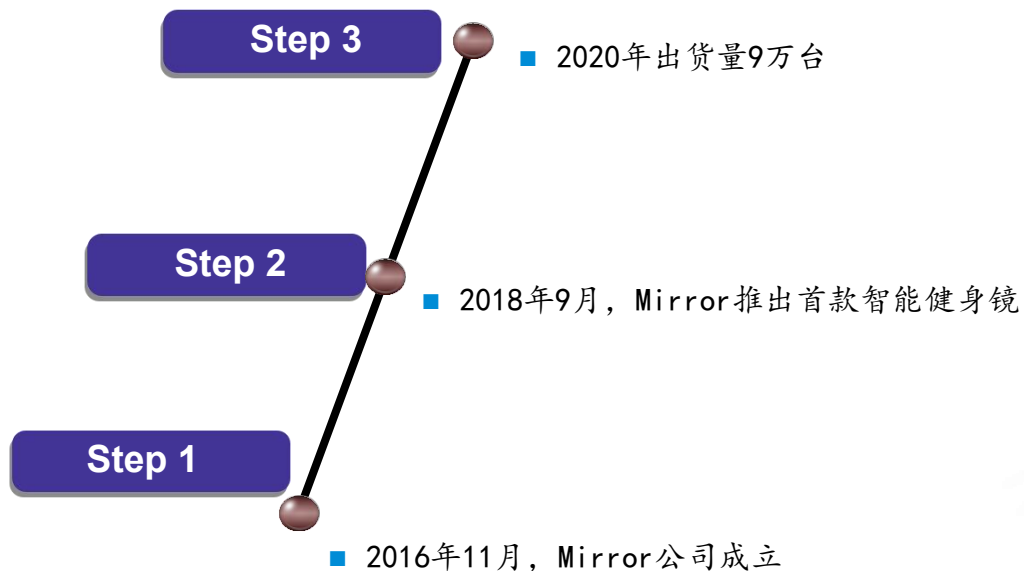
资料来源：天猫旗舰店，FITURE官网，银河证券研究院

2.6.1 海外智能健身镜品牌发展状况

海外智能健身镜厂商发展情况

美国健身镜品牌Mirror于2016年创建，是世界第一块健身镜的创造者，目前已被Lululemon收购。

图42: Mirror发展历程



资料来源：银河证券研究院

图43: 2021年1季度Mirror流量及转化率

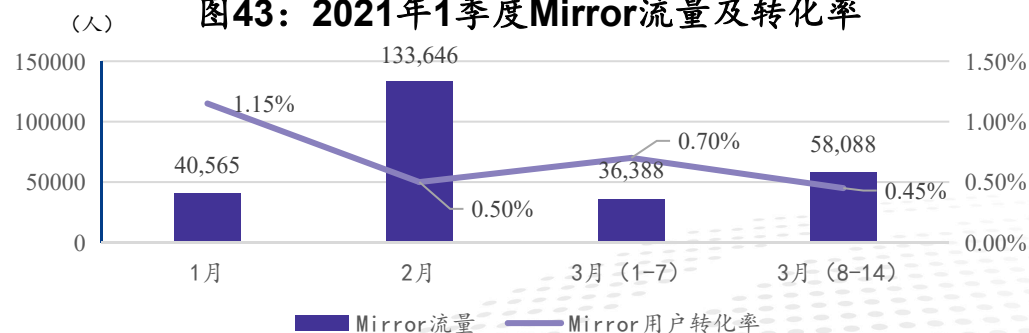
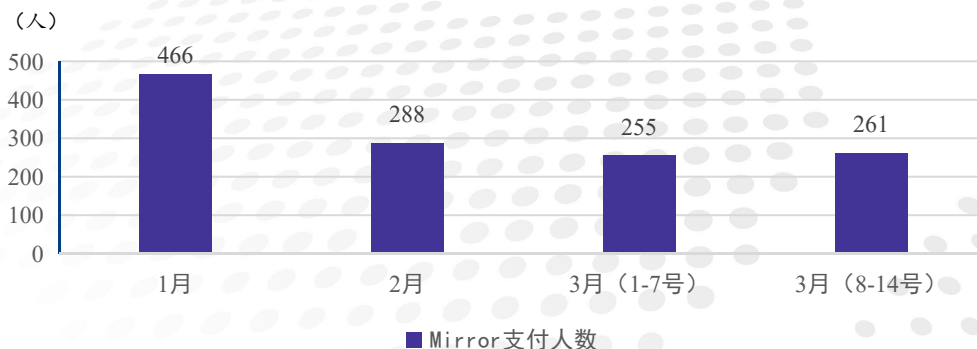


图44: 2021年1季度Mirror支付人数



资料来源：观研天下，银河证券研究院

2.6.1 海外智能健身镜品牌发展状况

- 海外智能健身镜厂商历轮融资情况

图45: Mirror历轮融资情况

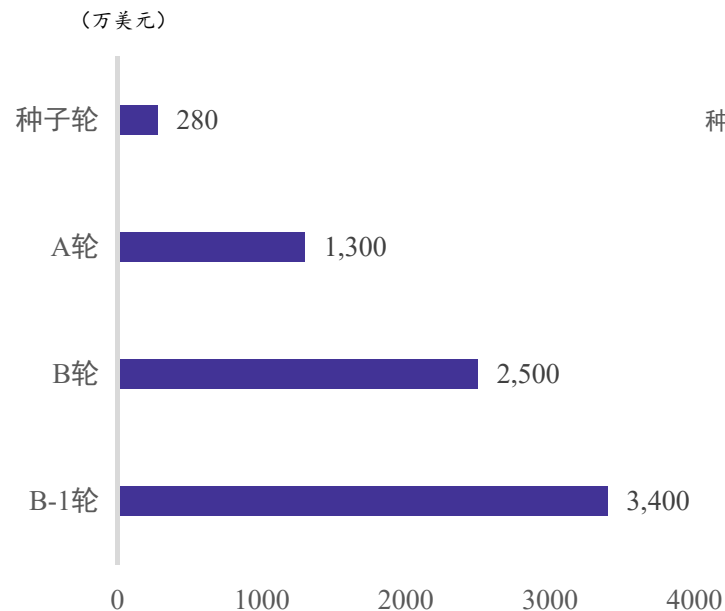


图46: Tempo历轮融资情况

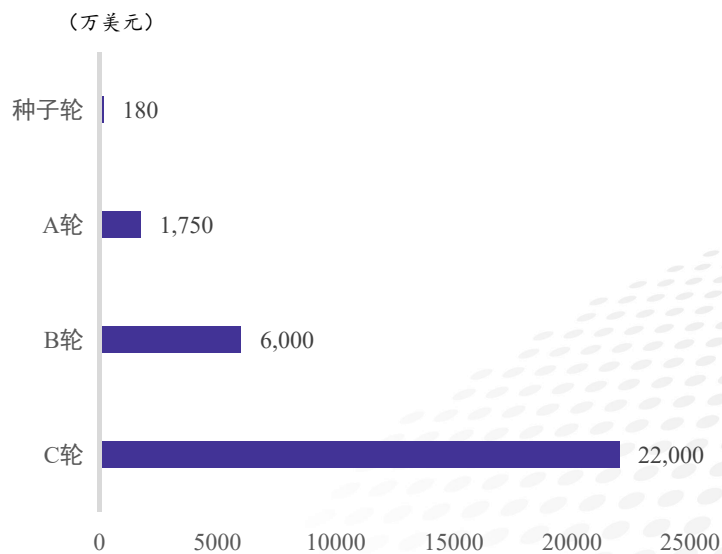
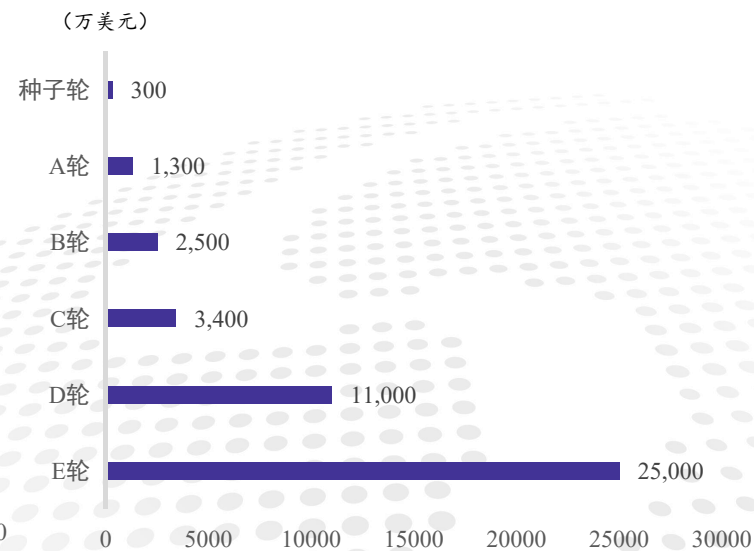


图47: Tonal历轮融资情况

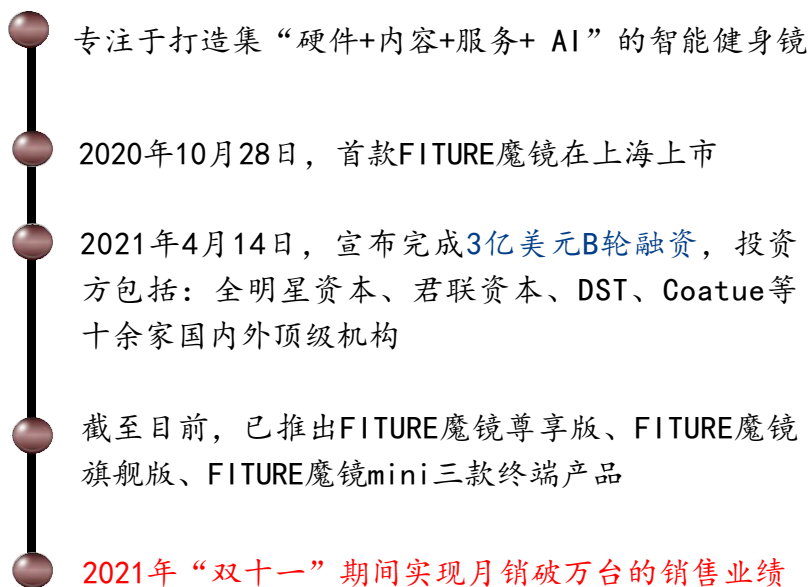


资料来源: 观研天下, 36氪, 银河证券研究院

2.6.1 国内智能健身镜品牌发展状况

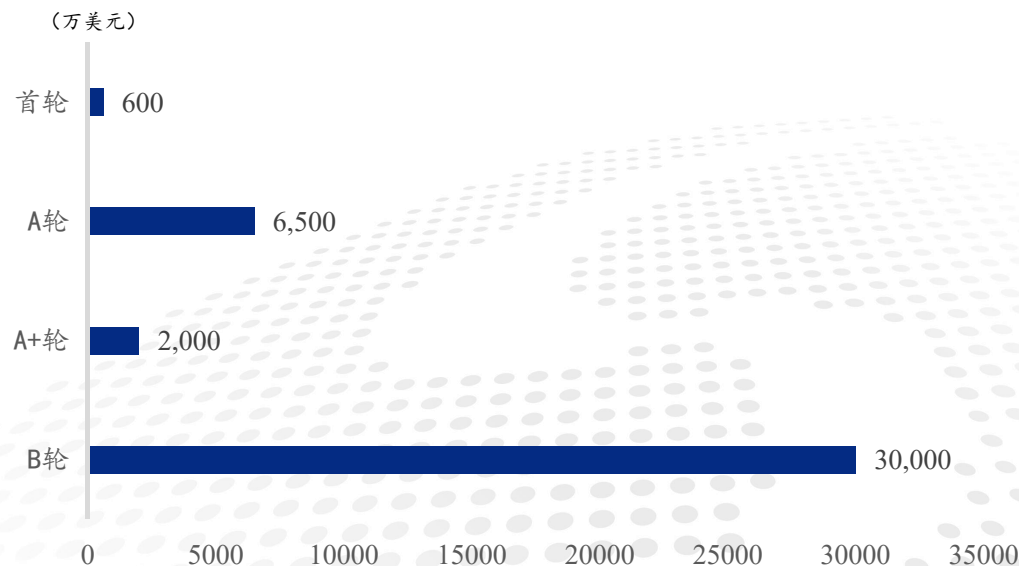
- 头部品牌Fiture打造“中国版Mirror”

图48: Fiture发展情况



资料来源：银河证券研究院

图49: Fiture历轮融资情况

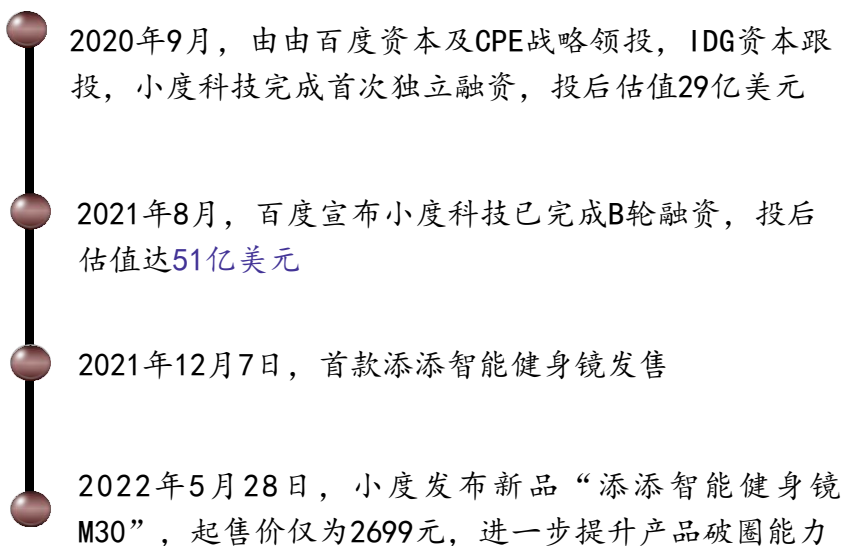


资料来源：观研天下，36氪，银河证券研究院

2.6.1 国内智能健身镜品牌发展状况

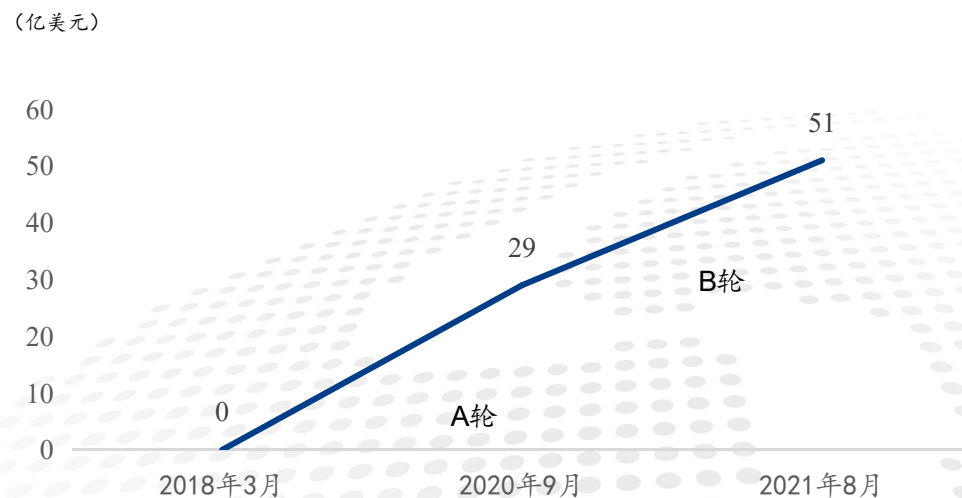
- 互联网巨头下场造镜，通过价格补贴打开市场空间

图50：百度下场造镜



资料来源：银河证券研究院

图51：小度科技历轮融资后估值变化趋势



资料来源：观研天下，银河证券研究院

2.6.1 中国智能健身镜市场规模

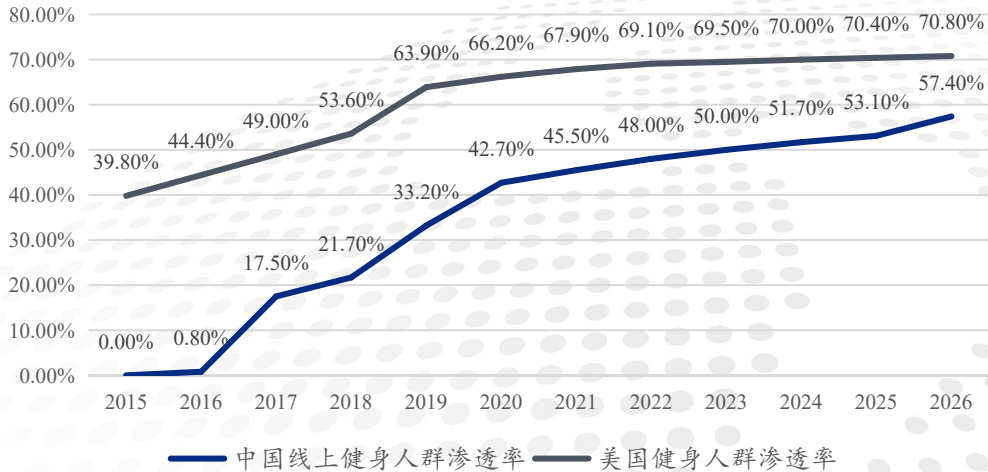
- 中国线上健身市场前景广阔：在人工智能技术与互联网的助推下，人们通过线上健身可以足不出户就达到健身的目的。加之疫情的影响，对于那些无法出门进行线下健身的人们，线上健身成为了最佳选择。
- 风口之下，中国线上健身人群增长迅速，据统计，2021年中国线上健身市场规模达到3701亿元，而在5年之内，这一数值预计将增加至8958亿元。
- 从线上健身渗透率来看，中国线上渗透率快速提升，提升幅度快于美国。2021年中国的线上健身人群渗透率达到45.5%，低于美国的67.9%，预计到2026年中国线上健身人群的渗透率将达到57.4%。

图52：中国线上、下健身市场发展趋势



资料来源：KEEP招股书，艾瑞咨询，银河证券研究院

图53：中美线上健身渗透率对比



2.6.1 中国智能健身镜市场规模

- 中国智能健身镜市场规模有望实现快速增长：2020年中国智能健身镜市场规模约为人民币0.3亿元，随着人工智能技术更迭及后疫情时代居民生活模式的改变，智能运动健身行业得到了极大的发展，市场规模有望在2025年达到约人民币112亿元。
- 目前中国健身镜市场空间仍有待发掘。就出货量而言，2020年我国健身镜出货量约为0.4万台左右，由于智能健身镜具有课程内丰富与智能交互的特点，在居家健身场景下可满足全年龄段的健身需求，提供健身渠道，因此智能健身镜有望获得中国家庭用户或者个人用户的广泛选择，预计到2025年可达187万台。

图54：2020-2025年中国智能健身镜市场规模

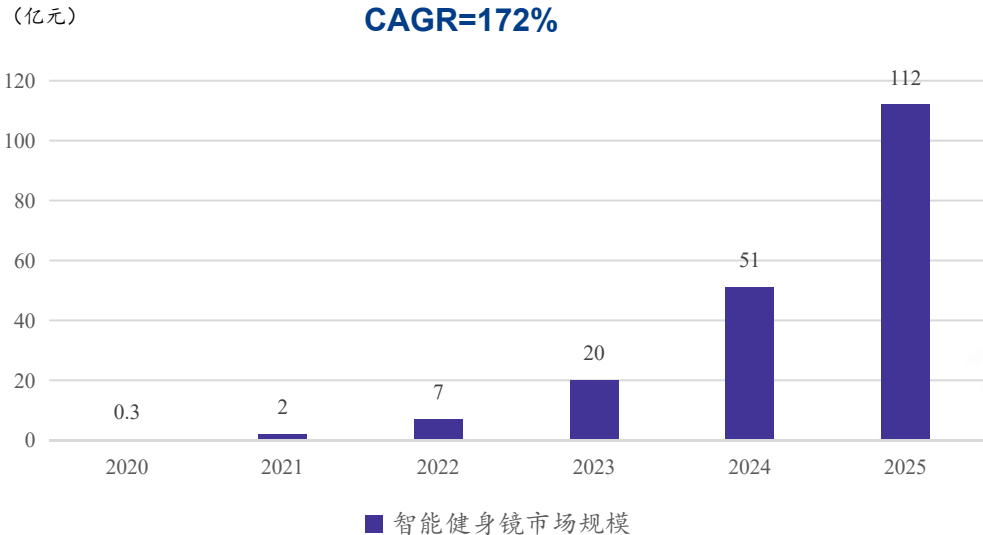
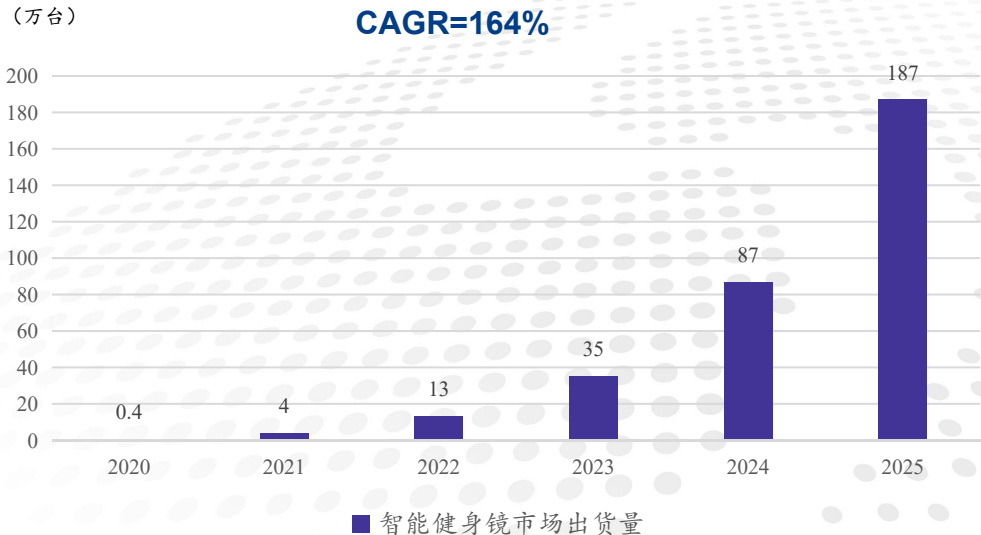


图55：2020-2025年中国智能健身镜出货量



资料来源：KEEP招股书，艾瑞咨询，银河证券研究院

2.6.1 他山之石：智能健身镜VS智能投影

- 我们认为，智能健身镜在替代逻辑、产品解决痛点、技术迭代和应用场景等多个维度具有可比性：
 - 1) 替代逻辑：智能投影作为性价比更高的大屏显示设备，能够在特定场景下取代传统电视；而智能健身镜则替代了线下健身房与私教课程，将健身场景从线下转为线上。
 - 2) 技术难点：智能投影未来将继续解决其在亮度、色彩、对比度、音效和产品体积等性能；智能健镜将着力运动姿态识别算法、推荐算法、面板制造等技术难点。
 - 3) 发展阶段：智能投影行业已进入快速成长期；智能健身镜目前渗透率较低，处于发展初期。

图56：智能健身镜与智能投影对比

智能投影	特点	智能健身镜
在特定场景下（如露营、出租屋），取代了传统电视	主要替代品	线下健身房/私教课程
以更低的价格获得超大屏的视觉体验	解决的痛点	居家健身的同时，获得类私教课的专业指导
亮度、色彩、对比度、音效、产品体积	技术难点	运动姿态识别算法、推荐算法、面板制造等
办公、会议、教育、影音娱乐等，应用场景较为丰富	应用场景	应用于居家健身场景，应用场景较为单一
行业处于快速成长期	发展阶段	目前渗透率较低，行业还处于发展初期

资料来源：银河证券研究院

资料来源：公司公告，银河证券研究院

2.6.1 他山之石：智能健身镜VS智能投影

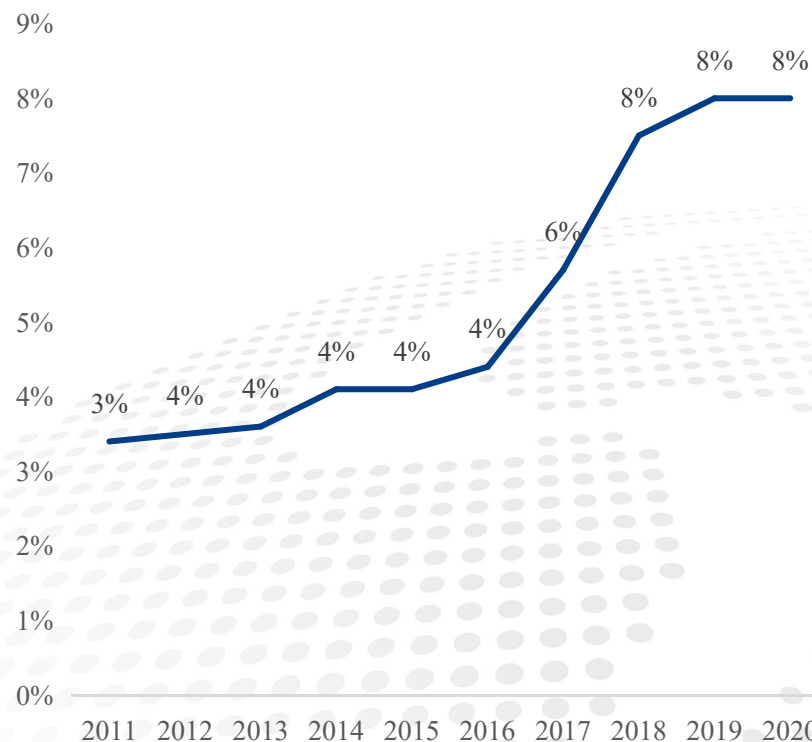
- 智能投影行业技术的不断发展，推动投影仪产品向消费级场景不断渗透。

图57：智能投影发展历程

萌芽期 (1989-1998年)	探索期 (1999-2013年)	发展期 (2014年至今)
<ul style="list-style-type: none">运用LCD、3LCD、DLP技术的投影仪开始陆续登陆中国市场该阶段的投影仪没有智能操作系统，需要手动对焦该阶段的投影仪由于体积大、成本高，主要面向商用市场	<ul style="list-style-type: none">该阶段开始出现可联网的投影设备中国在微型投影领域的技术已实现产业化欧司朗激光硬件的迭代，使激光投影仪的体积更小随着投影仪体积逐渐变小，中国家用投影仪市场开始起步	<ul style="list-style-type: none">该阶段的投影仪开始搭载智能操作系统智能投影仪可实现自动对焦、智能语音遥控等功能，产品使用更加便捷中国智能投影仪的行业发展迅猛，行业内企业持续增多中国市场对智能投影仪行业的关注度提高

资料来源：银河证券研究院

图58：国内投影仪对彩电的渗透率



资料来源：公司公告，银河证券研究院

2.6.1 他山之石：智能健身镜VS扫地机器人

- 我们认为，智能健身镜和扫地机器人同样具有一定的可比性，一方面，二者都引领了全新的生活方式，另一方面，技术水平成为二者发展的核心推动力。

引领全新的生活方式

-智能健身镜-

- 摆脱线下健身房场所的限制，使健身场景更加丰富与方便。
- 随着用户群体的不断扩大、硬件和AI技术的不断进步，健身爱好者可在居家环境中获得“类私教课”体验
- 二者都属于“供给创造需求”的典型，共同之处在于都在解决了既有产品无法满足的消费者的痛点、并引领了一种全新的生活方式

-扫地机器人-

- 帮助用户解放双手、节省室内清洁时间。
- 随着中国人口结构老龄化、中产阶层的扩大，加之在消费升级趋势、懒人经济潮，扫地机器人正在成为智能家居产品的标配，增长迅猛

技术水平是核心推动力

-智能健身镜-

- 在软件服务和硬件产品方面都有进一步提升的空间，不少用户反馈智能健身镜在使用中出现过产品过热、自动关机、动作识别不准确、动作纠正提醒延迟等问题
- 二者共同点在于技术水平对用户使用体验的提升至关重要，随着技术的进一步提升，预计智能健身镜需求会被进一步引爆

-扫地机器人-

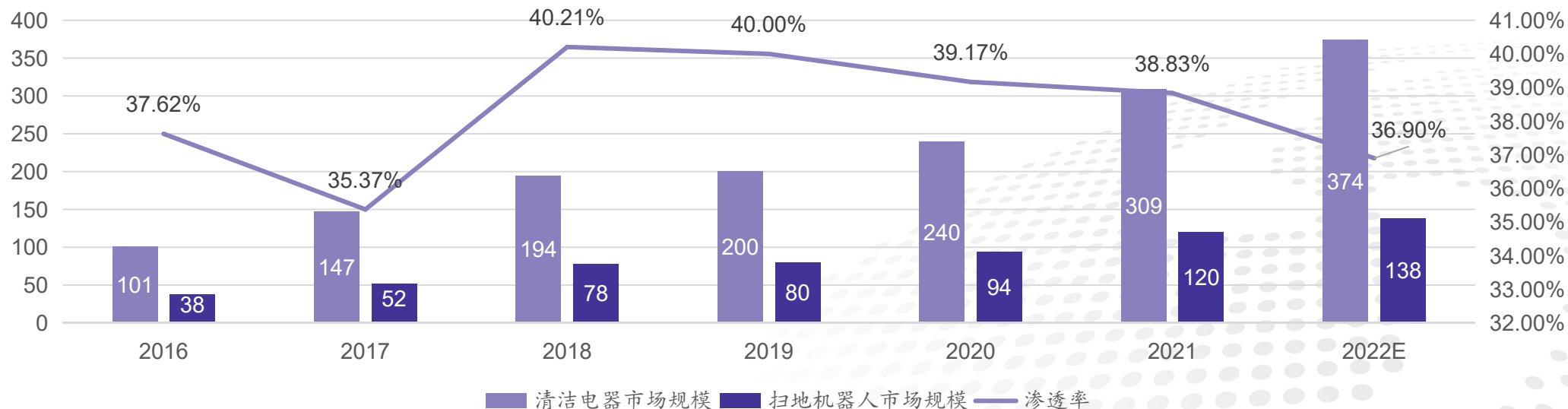
- 扫地机器人市场的几个重要转折点，都是因为技术的成熟：2010年激光导航的落地、2015年全局规划技术的成熟、2020年地图构建与路径规划能力的提升

2.6.1 他山之石：智能健身镜VS扫地机器人

- 扫地机器人渗透率提升：

近年来清洁电器市场保持高速增长，预计2022年销售规模将达到374亿，其中扫地机器人占据着最大的市场份额，到2022年，扫地机器人销售规模预计占中国清洁电器产品的36.9%。

图59：扫地机器人市场规模及渗透率变化



资料来源：艾瑞咨询，银河证券研究院

2.6.1 创新产品一：网红智能健身魔镜

表8：小度和FITURE产品对比

	小度	FITURE
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：各品牌官网，银河证券研究院

2.6.2 创新产品二：自有品牌KTC随心屏

• KTC随心屏

公司于2022年6月推出的新产品，产品外形为一款可随处移动、触屏、自由旋转的屏幕，能满足更多观看体验。目前市场竞品仅有LG推出StandbyME。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。目前小红书已有多篇笔记，反响良好。

表9：KTC和StandbyME对比

	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



2.6.2 智能随心屏的竞争优势

解决用户痛点：

- 传统的电视一般只能固定在墙壁，使用场景受限
- 家居环境下，手机屏幕小、需手持的缺点得到放大，对老年人友好

可进行实现智能交互，功能强大：

- 可适配安卓、IOS系统，在大屏上实现同等手机、ipad的功能
- 未来可连接智能家居系统，随时随地掌控室内全局

现有技术成熟：

- 智能随心屏主要由3部分组成：屏幕、电池和可移动支架
- 3种组件目前均有良好的技术基础
- 在现有技术基础上，厂商可通过组合的方式迅速创造多种成品型号，能及时响应市场需求

图60：小红书已累计多篇笔记



资料来源：小红书，银河证券研究院

2.6.3 创新产品三：自有品牌福比特AR美妆镜

• 福比特AR智能美妆镜

为公司今年7月新推产品，融合现有美妆镜和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。

渠道推广：目前已在线上全渠道进行种草和营销。

表10：主流化妆镜品牌情况

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

图61：福比特AR美妆镜



三、公司竞争优势



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

(1) 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

- 公司在智能显示、多模态人机交互、超高清影音控制双面显示等前沿技术领域积累了研发成果和开发经验
- 全流程软硬件的自主研发使得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

(2) 研发体系的模块式专业化分工能够缩短研究开发时间

- 研发模块包含众多专业化领域，由于分工细致，定制化开发部分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，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11：公司主要研发或采购技术、产品（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、AndroidTV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

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

(3) 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，公司拥有生产经营场地约45万平方米，拥有52条各类生产线，拥有超3,900名生产员工
- 自2014年起连续8年保持50亿元以上的经营规模，可以优先保证供应数量和供应及时性
- 公司重视产品的品质检测，多种常规检查确保公司产品的高品质，树立了良好口碑，建立强大的市场竞争力

表12：公司国内工厂分布

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：公司官网，银河证券研究院

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

表13：公司产线分布情况

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，银河证券研究院

3.2 绑定优质大客户资源，且稳定性较强

- 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
- 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，客户粘性较强

表14：公司产品主要客户情况

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修斯、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
	美、中东、非洲等地区的当地龙头品牌客户

资料来源：公司招股说明书，银河证券研究院

3.2 绑定优质大客户资源，且稳定性较强

表 15：公司前5大客户情况

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：公司招股说明书，银河证券研究院

四、盈利预测与投资建议



4.1 主营业务拆分与预测

- 智能电视：

公司智能电视业务主要面向发展中国家和地区，未来第三世界国家智能电视渗透率有望继续提升。预计2022-2024年增速为2.00%、-7.86%、-0.25%，对应营收为57亿元、52亿元、52亿元。

表16：盈利预测

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
1、智能电视							
销量（万台）	346.37	383.5	428.72	503.72	604.46	586.33	615.65
yoy		10.72%	11.79%	17.49%	20%	-3%	5%
单价（元/台）	1011.53	895.15	844.21	1119.86	951.88	904.28	859.07
yoy		-11.51%	-5.69%	32.65%	-15%	-5%	-5%
收入（万元）	350364.52	343289.47	361929.88	564094.14	575376.02	530209.01	528883.48
yoy		-2.02%	5.43%	55.86%	2.00%	-7.85%	-0.25%
毛利率	12.98%	14.52%	8.36%	12.13%	10.00%	10.00%	10.00%

资料来源：公司公告，银河证券研究院

4.1 主营业务拆分与预测

- 智能交互显示产品

智能交互显示受益于国内外教育、会议类市场需求放量。预计2022-2024年增速为42.5%、42.66%、34.99%，对应营收为62亿元、89亿元、120亿元。

表17：盈利预测

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
2、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	66.53	93.14	121.08
<i>yoy</i>		105.98%	34.92%	61.68%	50%	40%	30%
单价 (元/台)	8359.82	7243.47	6357.94	6988.92	6639.47	6838.66	7180.59
<i>yoy</i>		-13.35%	-12.23%	9.92%	-5%	3%	5%
收入 (万元)	82511.42	147229.97	174417.44	309933.96	441691.01	636918.43	869393.66
<i>yoy</i>		78.44%	18.47%	77.70%	42.51%	44.20%	36.50%
毛利率	22.11%				22.00%	22.00%	22.00%
专用显示设备 销量 (万台)	50.05	38.49	67.69	82.61	123.92	167.29	209.11
<i>yoy</i>		-23.10%	75.86%	22.04%	50%	35%	25%
单价 (元/台)	1563.28	1829.09	1332.94	1567.89	1489.50	1534.18	1610.89
<i>yoy</i>		17.00%	-27.13%	17.63%	-5%	3%	5%
收入 (万元)	78242.31	70397.76	90232.97	129525.66	184570.83	256645.75	336847.54
<i>yoy</i>		-10.03%	28.18%	43.55%	42.50%	39.05%	31.25%
毛利率	19.43%				20.00%	20.00%	20.00%
合计							
收入 (万元)	160753.73	217627.73	264650.41	439459.62	626261.84	893564.18	1206241.20
<i>yoy</i>		35.38%	21.61%	66.05%	42.51%	42.68%	34.99%

4.1 主营业务拆分与预测

- 设计加工服务与液晶面板

设计加工服务：预计2022-2024年增速为4.5%、11.18%、13.40%，对应营收为13亿元、15亿元、17亿元。

液晶面板：预计2022-2024年增速为4.00%、4.50%、1.85%，对应营收为3亿元、4亿元、4亿元。

表18：盈利预测

		2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
3、设计加工业务	销量（万台）	236.6	207.45	262.48	280.87	308.96	336.76	363.70
	yoy		-12.32%	26.53%	7.01%	10%	9%	8%
	单价（元/台）	309.71	364.02	325.45	461.41	438.34	447.11	469.46
	yoy		17.53%	-10.60%	41.78%	-5%	2%	5%
	收入（万元）	73278.06	75515.85	85424.49	129596.55	135428.39	150569.29	170745.57
	yoy		3.05%	13.12%	51.71%	4.50%	11.18%	13.40%
	毛利率	18.07%	17.81%	22.51%	15.42%	18.00%	18.00%	18.00%
4、液晶面板	销量（万台）		181.9	27.12	46.19	60.05	66.05	69.35
	yoy			-85.09%	70.32%	30%	10%	5%
	单价（元/台）		335.54	804.35	801.43	641.14	609.09	590.81
	yoy			139.72%	-0.36%	-20%	-5%	-3%
	收入（万元）	94551.93	61034.00	21814.00	37018	38498.72	40231.16	40975.44
	yoy			-64.26%	69.70%	4.00%	4.50%	1.85%
	毛利率	2.36%	2.01%	9.80%	5.14%	5.00%	5.00%	5.00%

资料来源：公司公告，银河证券研究院

4.1 主营业务拆分与预测

- 我们预计公司 2022-2024年收入达148亿元、173亿元、208亿元，同比增长+25%、+17%、+20%；归母净利润为13.8亿元、17.3亿元、22.0亿元，同比增长+49%、+25%、+26%；预计公司2022-2024年毛利率为16.11%、16.62%、17.01%，净利率为 9.3%、10.0%、10.5%。

表19：盈利预测

(百万元, %)	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	7,031	7,414	11,889	14,857	17,377	20,895
营业总收入增长率	2.6%	5.4%	60.4%	25.0%	17.0%	20.2%
营业成本	5,821	6,255	10,062	12,464	14,488	17,340
归母净利润	531	485	923	1,383	1,734	2,201
归母净利润增长率	33.78%	-8.7%	90.4%	49.8%	25.4%	26.9%
毛利率	17.21%	15.63%	15.37%	16.11%	16.62%	17.01%
净利率	7.5%	6.5%	7.8%	9.3%	10.0%	10.5%

资料来源：公司公告，银河证券研究院

4.2 可比公司估值与投资建议

- 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，A股可比公司包括鸿合科技、视源股份、兆驰股份和冠捷科技，目前公司估值低于同行业平均水平。
- 暂不考虑新业务放量，预计公司2022-24年归母净利13.8亿元、17.3亿元、22.0亿元，对应PE15X/12X/9X，目前时点公司具备较好安全边际且存在智能健身镜等创新业务看涨期权，性价比显著，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表20：可比公司估值

公司	代码	股价	EPS				PE			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
鸿合科技	002955.SZ	22.52	0.72	1.30	1.65	1.91	30.35	17.37	13.67	11.77
视源股份	002841.SZ	69.95	2.55	3.29	4.02	4.85	31.94	21.27	17.40	14.42
兆驰股份	002304.SZ	4.12	0.07	0.34	0.41	0.43	66.07	12.25	9.98	9.52
冠捷科技	000727.SZ	2.40	0.12	-	-	-	25.62	-	-	-
	平均值						38.50	16.96	13.68	11.90
康冠科技	001308.SZ	39.65	2.56	2.64	3.31	4.20	20.1	13.61	10.85	8.55

资料来源：WIND，银河证券研究院

注：股价截至2022年8月19日；除康冠科技外均使用WIND一致预期

五、风险提示

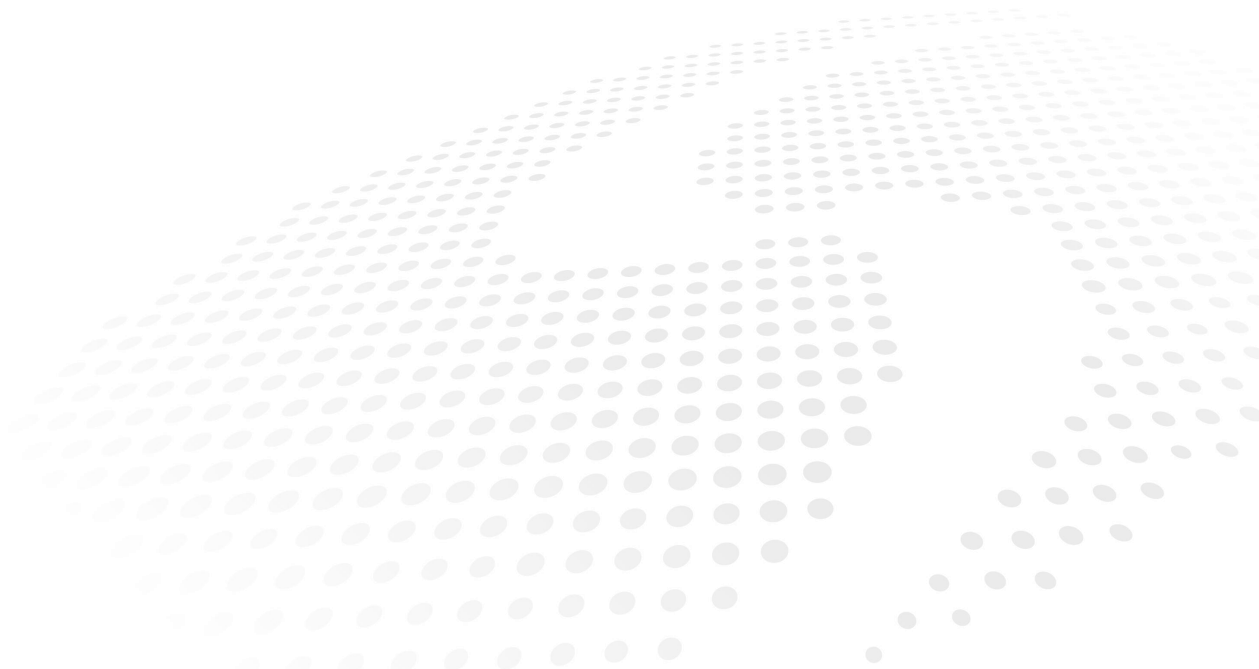


五、风险提示

(1) 海外宏观经济放缓导致智能交互显示、电视等需求回落。公司主要销售区域位于海外市场，订单需求受全球经济周期变化扰动。

(2) 创新产品失败风险。公司AR智能健身镜、AR美妆镜、KTC随心屏属于创新科技消费产品，目前仍处于产品推广初期，渗透率较低，未来能否成功进入大众市场需要进一步验证。

(3) 原材料涨价、汇率风险。



附录:

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	4516.12	8813.09	9582.92	12624.88
现金	950.83	3480.60	4273.63	5725.04
应收账款	1699.45	2162.36	2356.71	2900.80
其它应收款	119.53	126.57	217.94	158.98
预付账款	30.51	97.58	128.30	113.96
存货	1657.51	2832.62	2529.52	3597.68
其他	58.28	113.36	76.82	128.42
非流动资产	861.06	1199.95	1614.02	2185.26
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	676.27	989.20	1406.43	1962.74
无形资产	52.03	69.38	92.50	123.34
其他	132.76	141.38	115.09	99.19
资产总计	5377.18	10013.04	11196.94	14810.15
流动负债	2646.84	4201.03	3649.54	5060.58
短期借款	226.98	166.54	106.10	-79.38
应付账款	1419.22	2393.99	1950.35	3016.66
其他	1000.63	1640.50	1593.09	2123.31
非流动负债	41.97	41.97	41.97	41.97
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	41.97	41.97	41.97	41.97
负债合计	2688.81	4243.00	3691.51	5102.56
少数股东权益	4.58	5.28	6.17	7.30
归属母公司股东权益	2683.80	5764.76	7499.26	9700.29
负债和股东权益	5377.18	10013.04	11196.94	14810.15

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	678.39	1271.16	1321.09	2279.53
净利润	923.54	1383.57	1735.39	2202.16
折旧摊销	74.82	40.16	53.55	71.40
财务费用	11.69	0.00	0.00	0.00
投资损失	-8.38	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-380.66	-152.57	-467.85	5.97
其它	57.38	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	267.03	-379.05	-467.62	-642.64
资本支出	-126.13	-379.05	-467.62	-642.64
长期投资	391.34	0.00	0.00	0.00
其他	1.83	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-515.84	1637.66	-60.44	-185.48
短期借款	-435.55	-60.44	-60.44	-185.48
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-80.29	1698.10	0.00	0.00
现金净增加额	426.96	2529.77	793.03	1451.40

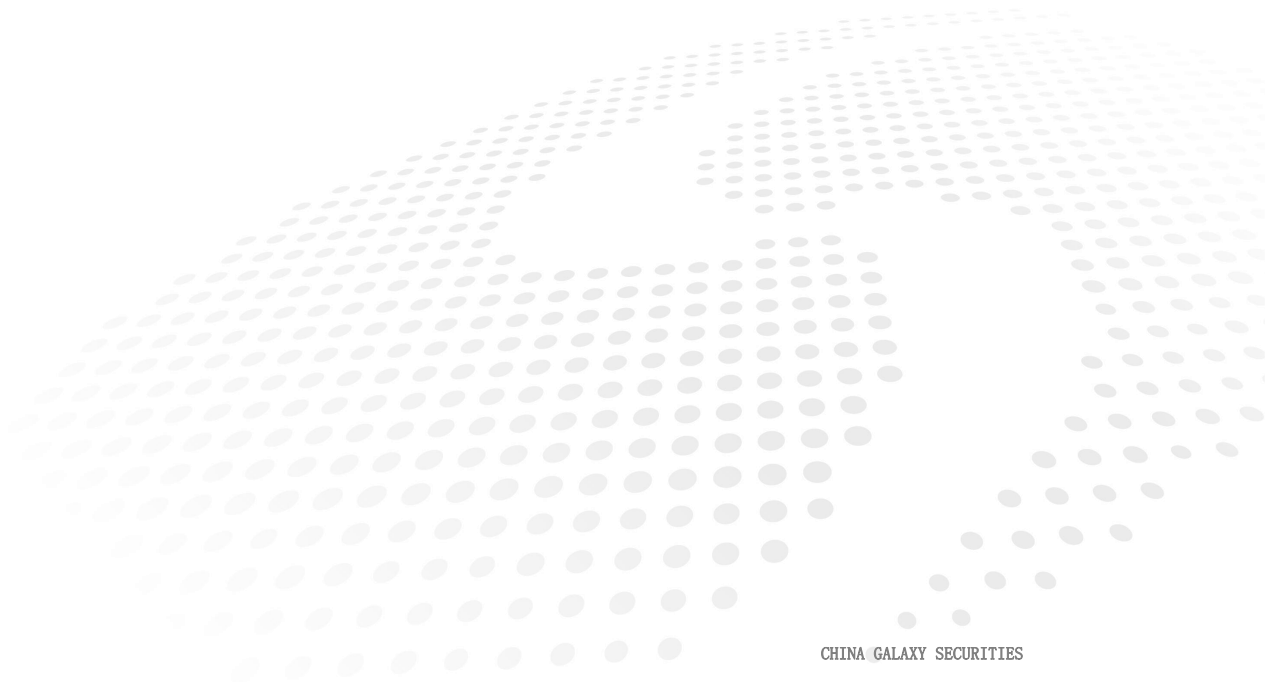
附录:

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	11888.75	14856.78	17376.62	20894.61
营业成本	10061.56	12463.78	14487.87	17340.00
营业税金及附加	33.48	44.57	52.13	62.68
营业费用	202.56	222.85	243.27	271.63
管理费用	178.47	207.99	225.90	250.74
财务费用	16.54	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-28.62	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	7.95	0.00	0.00	0.00
投资净收益	8.38	0.00	0.00	0.00
营业利润	975.96	1471.88	1846.16	2342.72
营业外收入	10.99	0.00	0.00	0.00
营业外支出	9.22	0.00	0.00	0.00
利润总额	977.73	1471.88	1846.16	2342.72
所得税	54.19	88.31	110.77	140.56
净利润	923.54	1383.57	1735.39	2202.16
少数股东损益	0.47	0.71	0.89	1.13
归属母公司净利润	923.07	1382.86	1734.50	2201.03
EBITDA	1050.94	1512.04	1899.71	2414.12
EPS (元)	1.76	2.64	3.31	4.21

主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	60.36%	24.97%	16.96%	20.25%
营业利润	93.39%	50.81%	25.43%	26.90%
归属母公司净利润	90.38%	49.81%	25.43%	26.90%
毛利率	15.37%	16.11%	16.62%	17.01%
净利率	7.76%	9.31%	9.98%	10.53%
ROE	34.39%	23.99%	23.13%	22.69%
ROIC	31.63%	23.31%	22.80%	22.87%
资产负债率	50.00%	42.37%	32.97%	34.45%
净负债比率	100.02%	73.53%	49.18%	52.56%
流动比率	1.71	2.10	2.63	2.49
速动比率	1.06	1.40	1.89	1.76
总资产周转率	2.21	1.48	1.55	1.41
应收帐款周转率	7.00	6.87	7.37	7.20
应付帐款周转率	8.38	6.21	8.91	6.93
每股收益	1.76	2.64	3.31	4.21
每股经营现金	1.30	2.43	2.52	4.36
每股净资产	5.13	11.02	14.33	18.54
P/E	22.48	15.00	11.96	9.43
P/B	7.73	3.60	2.77	2.14
EV/EBITDA	—	11.53	8.73	6.19
PS	1.20	1.40	1.19	0.99

银河社服团队介绍

顾熹闽, 社会服务业首席分析师, 同济大学金融学硕士。长期从事社服及相关出行产业链研究, 曾任职于海通证券、民生证券、国联证券, 2022年7月加入中国银河证券。



评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。