

康冠科技 (001308.SZ)

智能显示制造领军企业，紧抓海外智能交互平板发展红利

买入

核心观点

专注于智能显示二十余年，产品涵盖智能交互平板、智能电视、创新显示等。公司成立于1995年，专注于智能显示产品研发、生产及销售，主要产品包括商用领域的智能交互平板、家用领域的智能电视，以及智能健身镜、智能化妆镜等创新显示产品。2021年公司智能交互平板出货量排行ODM厂商全球第二，2020、2021年公司智能电视出货量排行ODM厂商全球第五。2021年公司营收119亿元，其中智能交互显示产品、智能电视、设计加工业务分别占比37.8%、47.4%、10.9%，毛利率分别为19.4%、12.1%、15.4%。

海外智能交互平板需求旺盛，公司研发、制造竞争优势凸显。2021年以来，欧美国家逐步完善教育信息化建设，陆续发布超过3000亿美元的刺激政策，21年海外智能交互平板出货量同比增长81.4%至130.6万台，预计22年出货量将同比增长41%至183.8万台，预计26年出货量达到342.0万台(21-26年CAGR: 21.2%)。公司智能交互平板主要以ODM模式开拓海外市场，为SMART、普罗米修斯等海外领先品牌提供整机产品，全产业链定制化研发设计的能力以及制造端产能、技术的积累助力公司紧抓海外智能交互平板发展红利。

智能电视业务实施差异化策略，聚焦新兴市场“Local King”。全球电视市场处于存量发展阶段，但东南亚、中东、拉美、非洲等新兴市场由于智能电视家庭普及率仍相对较低，智能电视需求稳中有升。此外，智能电视成为家庭物联网控制中心趋势明确，同时持续朝大尺寸、高清化、智能化方向发展，带动电视单价增长。公司智能电视ODM业务确立了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(Local King)差异化市场策略，凭借小批量、多型号柔性化制造优势与Local King客户形成互利共赢的合作模式。

积极布局智能健身镜、智能化妆镜等创新显示产品。2020年以来，新冠疫情催生全民居家健身热潮，智能健身镜作为创新性的居家健身场景解决方案迅速兴起，根据艾瑞咨询，中国智能健身镜市场规模有望从2020年的0.3亿元增长至2025年的112亿元。2022年以来，FITURE、小度陆续推出智能健身镜新品，公司作为ODM供应商积极助力全民居家健身发展浪潮。除智能健身镜外，公司还推出了智能化妆镜、试衣镜、移动智慧屏等创新显示新品。

投资建议：目标价53.76-55.41元，维持“买入”评级。我们预计22-24年公司归母净利润为14.07/18.14/22.56亿元(YoY 52.4%/29.0%/24.3%)，综合相对估值与绝对估值，给予目标价53.76-55.41元，维持“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) | 29.4 | 15.5 | 14.7 | 11.4 | 9.2 |
| EV/EBITDA | 30.2 | 16.9 | 16.7 | 13.5 | 11.0 |
| 市净率(PB) | 7.10 | 5.32 | 3.71 | 3.13 | 2.58 |

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·深度报告

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

联系人：詹浏洋

010-88005307

zhanliuyang@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(维持) |
| 合理估值 | 53.76 - 55.41元 |
| 收盘价 | 39.65元 |
| 总市值/流通市值 | 20737/2181百万元 |
| 52周最高价/最低价 | 70.33/26.84元 |
| 近3个月日均成交额 | 186.96百万元 |

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

《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》——2022-07-12

内容目录

| | |
|--|-----------|
| 全球性的智能显示设计生产领军企业 | 6 |
| 专注于智能显示二十余年，提供定制化、差异化平板显示产品 | 6 |
| 公司智能显示产品涵盖智能交互平板、智能电视、创新显示等 | 8 |
| 2021 年、2022 上半年公司营收、归母净利润实现同比高增长 | 10 |
| 主要原材料液晶面板处于降价周期，公司盈利改善趋势明确 | 12 |
| 智能交互平板：海外市场需求旺盛，公司研发、制造竞争优势凸显 | 14 |
| 智能交互平板 (IFPD) 主要应用于教育教学、商务会议场景 | 14 |
| 欧美国家逐步完善教育信息化建设，海外 IFPD 需求空间广阔 | 15 |
| 国内教育 IFPD 增速边际放缓，会议 IFPD 需求方兴未艾 | 18 |
| 公司 IFPD 研发、制造竞争优势凸显，充分受益于海外高增长红利 | 20 |
| 智能电视：实施差异化策略，聚焦新兴市场“Local King” | 23 |
| 全球电视市场进入存量发展阶段，智能电视竞争格局稳定 | 23 |
| 电视大尺寸、高清化、智能化趋势延续，新兴市场需求稳中有升 | 24 |
| 公司智能电视出货量排行 ODM 厂商全球第五 | 27 |
| 公司智能电视实施差异化市场策略，聚焦新兴市场“Local King” | 28 |
| 创新显示：布局智能健身镜、化妆镜等产品 | 32 |
| 智能健身镜：创新性的居家健身场景解决方案 | 32 |
| 智能化妆镜：应用于家庭个护场景下精准护肤和试妆需求 | 35 |
| 盈利预测 | 36 |
| 估值及投资建议 | 37 |
| 相对估值：合理估值区间 53.76-56.45 元 | 37 |
| 绝对估值：合理估值区间 51.66-55.41 元 | 38 |
| 投资建议：目标价 53.76-55.41 元，维持“买入”评级 | 39 |
| 风险提示 | 39 |
| 附表：财务预测与估值 | 41 |
| 免责声明 | 42 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 公司专注于智能显示领域, 产品包括智能交互显示产品、智能电视等 | 6 |
| 图 2: 公司发展历程 | 6 |
| 图 3: 公司股权结构 | 7 |
| 图 4: 公司教育类智能交互平板产品 | 8 |
| 图 5: 公司会议类智能交互平板产品 | 8 |
| 图 6: 公司拼接显示单元产品 | 9 |
| 图 7: 公司医疗显示设备产品 | 9 |
| 图 8: 公司智能运动镜产品 | 9 |
| 图 9: 公司智能化妆镜产品 | 9 |
| 图 10: 公司智能电视产品 | 10 |
| 图 11: 公司营业收入及同比增速 | 10 |
| 图 12: 公司归母净利润及同比增速 | 10 |
| 图 13: 公司分产品营业收入占比 | 11 |
| 图 14: 公司分产品毛利率水平 | 11 |
| 图 15: 公司主营业务收入按地区划分 | 11 |
| 图 16: 公司主营业务收入按销售模式划分 | 11 |
| 图 17: 公司综合毛利率、归母净利率、期间费用率 | 12 |
| 图 18: 公司销售、管理、研发、财务费用率 | 12 |
| 图 19: 公司单位成本、单位材料与液晶面板平均采购价格的变动(单位: 元/台) | 13 |
| 图 20: 32/43/50/55/65 英寸面板价格(美元/片) | 13 |
| 图 21: 全球智能交互平板(IFPD)出货量(单位: 千部) | 14 |
| 图 22: 智能交互平板应用于教育教学场景 | 14 |
| 图 23: 全球教育类智能交互平板出货量(单位: 千部) | 14 |
| 图 24: 智能交互平板应用于商务会议场景 | 15 |
| 图 25: 全球会议类智能交互平板出货量(单位: 千部) | 15 |
| 图 26: 海外智能交互平板(IFPD)年度出货量(单位: 千部) | 15 |
| 图 27: 海外智能交互平板(IFPD)季度出货量(单位: 千部) | 15 |
| 图 28: 海外教育类、会议类 IFPD 出货量(单位: 千部) | 16 |
| 图 29: 2021 年海外 IFPD 市场份额(按出货量) | 16 |
| 图 30: 印度教育工作室采用智能交互大屏产品 | 17 |
| 图 31: 意大利面对面教育采用智能交互大屏产品 | 17 |
| 图 32: 中国与海外的教室数量、教育 IFPD 渗透率对比 | 18 |
| 图 33: 中国智能交互平板(IFPD)出货量(单位: 千部) | 18 |
| 图 34: 中国教育 IFPD 出货量及同比增速 | 19 |
| 图 35: 2021 年前三季度中国教育 IFPD 市场份额(按出货量) | 19 |
| 图 36: 中国会议 IFPD 出货量及同比增速 | 19 |
| 图 37: 2021 年前三季度中国会议 IFPD 市场份额(按出货量) | 19 |

| | |
|------------------------------------|----|
| 图 38: 康冠、视源、鸿合 IFPD 营收对比(亿元) | 20 |
| 图 39: 康冠、视源、鸿合 IFPD 毛利率对比 | 20 |
| 图 40: 康冠、视源、鸿合 IFPD 销量对比(万台) | 21 |
| 图 41: 康冠、视源、鸿合 IFPD 销售单价对比(元/台) | 21 |
| 图 42: 公司商用平板显示业务研发团队 | 21 |
| 图 43: 公司商用智能交互显示产品模组生产线 | 22 |
| 图 44: 公司商用智能交互显示产品整机生产线 | 22 |
| 图 45: 全球平板电视出货量 | 23 |
| 图 46: 全球智能电视市场份额(按出货量) | 23 |
| 图 47: 全球各尺寸 LCD 电视出货量占比 | 24 |
| 图 48: 8K UHD、4K UHD、2K FHD 电视分辨率对比 | 24 |
| 图 49: 全球各分辨率电视出货量占比 | 25 |
| 图 50: 全球智能家居设备出货量 | 25 |
| 图 51: 智能电视成为家庭物联网设备的控制中心 | 25 |
| 图 52: 全球智能电视出货量及渗透率 | 26 |
| 图 53: 新兴市场智能电视出货量(百万部) | 26 |
| 图 54: 全球智能电视家庭普及率(%) | 26 |
| 图 55: Redmi MAX 86 英寸电视 | 27 |
| 图 56: 2021 年全球电视 ODM 工厂出货量(百万台)排行 | 27 |
| 图 57: 公司智能电视相关业务营收(亿元) | 27 |
| 图 58: 公司智能电视相关业务毛利率(%) | 27 |
| 图 59: 康冠、冠捷、兆驰智能电视相关业务营收对比(亿元) | 28 |
| 图 60: 康冠、冠捷、兆驰智能电视相关业务毛利率对比(%) | 28 |
| 图 61: 公司形成“三模、四擎、一极”的“KDM”服务模式 | 29 |
| 图 62: 公司智能显示产品生产工艺流程 | 29 |
| 图 63: 公司智能显示产品生产线, 实现深度定制的柔性智造模式 | 30 |
| 图 64: 刘畊宏“本草纲目毽子操”带动居家健身热潮 | 32 |
| 图 65: 刘畊宏 KOL 账号跨平台去重总粉丝量 | 32 |
| 图 66: 中国线上健身市场规模 | 32 |
| 图 67: 中国、美国线上健身人群渗透率 | 32 |
| 图 68: 线上智能健身设备技术功能 | 33 |
| 图 69: 中国线上智能健身设备市场规模 | 33 |
| 图 70: 中国智能健身镜市场规模 | 33 |
| 图 71: 中国智能健身镜出货量 | 33 |
| 图 72: 智能健身镜行业参与者 | 34 |
| 图 73: FITURE 智能健身镜产品 | 34 |
| 图 74: 小度添添智能健身镜产品 | 34 |
| 图 75: 公司旗下 FPD 品牌智能屏显美妆镜产品 | 35 |

| | |
|--|----|
| 表1: 公司 2022 年股票期权激励计划公司层面业绩考核目标 | 7 |
| 表2: 公司主营业务成本构成(单位: 亿元) | 12 |
| 表3: 公司分类别原材料采购金额及占比(单位: 亿元) | 12 |
| 表4: 海外教育信息化相关政策汇总 | 17 |
| 表5: 公司平板显示领域部分技术、项目情况 | 22 |
| 表6: 公司产品涉及的认证体系、产品认证、智能系统及信号接口 | 29 |
| 表7: 公司智能电视业务主要合作客户 | 30 |
| 表8: 新兴国家关税政策 | 31 |
| 表9: 公司营业收入及毛利率预测 | 36 |
| 表10: 公司未来 3 年盈利预测表(单位: 亿元) | 37 |
| 表11: 可比公司估值比较(股价为 2022 年 8 月 19 日数据) | 38 |
| 表12: 公司盈利预测假设条件 | 38 |
| 表13: 资本成本假设 | 39 |
| 表14: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析(元) | 39 |

全球性的智能显示设计生产领军企业

专注于智能显示二十余年，提供定制化、差异化平板显示产品

康冠科技成立于1995年，是一家专注于智能显示领域的设计生产企业。公司主要业务为智能显示产品的研发、生产以及销售，主要产品包括商用领域的智能交互显示产品、家用领域的智能电视等。公司专注于为客户提供深度定制化、差异化的平板显示产品，并向全世界输出“中国智造”解决方案，根据FutureSource数据，2020年公司智能交互平板海外出货量排行ODM厂商全球第一；根据洛图科技数据，2020、2021年公司智能电视出货量排行ODM厂商全球第五。

图1：公司专注于智能显示领域，产品包括智能交互显示产品、智能电视等



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

公司是国内最早致力于液晶显示器、液晶电视、商用液晶显示终端及医用液晶显示终端产品的厂家之一。公司成立于1995年，从最初的CRT阴极显像管显示技术产品的生产及销售开始，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。2005年公司开始生产LCD TV，2015年公司TV整机出货量680万台，全球每10台电视有1.41台出自康冠。2010年公司开始从事商用平板显示终端产品的研发和制造，2014年创立智能交互平板自有品牌皓丽，2021年公司商用显示产品出货排名全球ODM前二。2022年3月公司于深交所主板上市，股票代码001308。

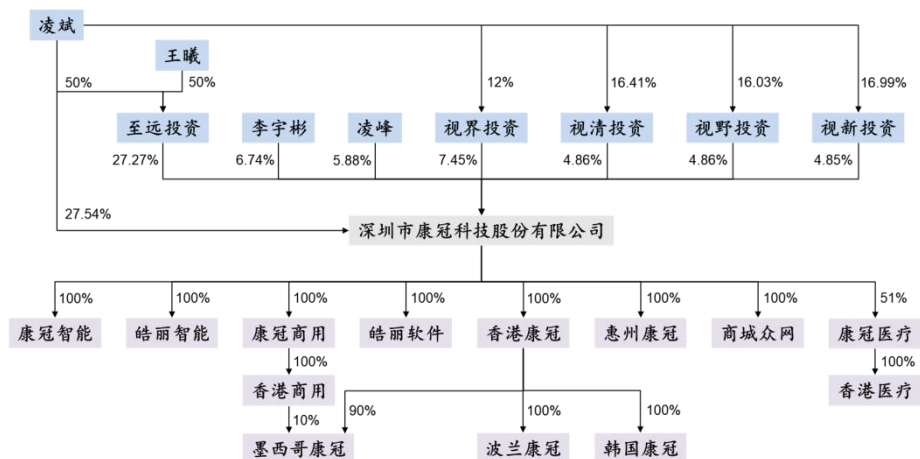
图2：公司发展历程



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

公司实际控制人为凌斌、王曦，合计控制公司 76.82% 股份，公司股权集中度较高。截至 2022 年二季度末，公司创始人、董事长凌斌先生直接持有公司 27.54% 股份，通过至远投资、视界投资、视清投资、视野投资、视新投资间接持有公司 16.93% 股份，直接及间接合计持有公司 44.47% 股份；凌斌先生的妻子王曦女士通过至远投资间接持有公司 13.63% 股份。公司实际控制人凌斌、王曦夫妻合计持有公司 58.10% 的股份，合计控制公司 76.82% 股份，公司股权集中度较高。

图 3: 公司股权结构



资料来源：公司招股说明书，公司 2022 年中报，国信证券经济研究所整理

公司发布 2022 年股票期权激励计划，激励对象共计 618 人。2022 年 4 月公司发布 2022 年股票期权激励计划，拟向激励对象授予股票期权 1252.81 万份，占公告日公司股本总额的 2.39%；激励对象共计 618 人，包括公司董事、高级管理人员、核心管理人员、核心技术（业务）人员等；股票期权行权价格为 25.52 元/股。激励计划公司层面业绩考核年度为 2022-2024 年，2022-2024 年营收目标为相对于 2021 年增长 12%-15%/24%-30%/40%-50%，2022-2024 年归母净利润目标为相对于 2021 年增长 12%-15%/24%-30%/40%-50%。

表 1: 公司 2022 年股票期权激励计划公司层面业绩考核目标

| | | 营业收入相对于 2021 年增长率 (X) | | 净利润相对于 2021 年的增长率 (Y) | |
|----------------------------------|--------------------|-----------------------|-----------------|-----------------------|----------|
| 行权期 | 考核年度 | 目标值 (Xm) | 触发值 (Xn) | 目标值 (Xm) | 触发值 (Xn) |
| 第一个行权期 | 2022 年 | 15% | 12% | 15% | 12% |
| 第二个行权期 | 2023 年 | 30% | 24% | 30% | 24% |
| 第三个行权期 | 2024 年 | 50% | 40% | 50% | 40% |
| 考核指标 | 业绩完成度 | | 公司层面行权比例 | | |
| 营业收入相对于 2021 年增长率 (X) | $X \geq X_m$ | | 100% | | |
| | $X_n \leq X < X_m$ | | $X/X_m * 100\%$ | | |
| | $X < X_n$ | | 0% | | |
| 净利润相对于 2021 年增长率 (Y) | $Y \geq Y_m$ | | 100% | | |
| | $Y_n \leq Y < Y_m$ | | $Y/Y_m * 100\%$ | | |
| | $Y < Y_n$ | | 0% | | |
| 各个行权期公司层面行权比例取 X 或 Y 的孰高值对应的行权比例 | | | | | |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司智能显示产品涵盖智能交互平板、智能电视、创新显示等

公司智能交互显示产品根据应用场景方面的差异分为智能交互平板、专用显示设备、创新显示产品，其中：

智能交互平板：2010年以来公司开始从事智能交互平板的JDM/ODM业务，主要面向教育市场及会议市场；2014年公司创立自有品牌“皓丽”，面向会议类智能交互平板市场。公司智能交互平板的主要客户包括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、NEC、明基等。

公司教育类智能交互平板的特点有：1)高性能Android系统及OPS接口，可扩展Windows系统，可扩展摄像头及麦克风，满足教学录播应用场景的需求；2)内置PIR人体侦测及环境光感应功能，自动调节屏幕亮度及防蓝光护眼；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；5)支持同屏多应用显示功能。

公司会议类智能交互平板的特点有：1)内置超高清摄像头及多路阵列麦克风，搭配先进的会议发言人脸部聚焦、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。

图4：公司教育类智能交互平板产品



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

图5：公司会议类智能交互平板产品



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

专用显示设备：包括**电竞显示器**（应用于游戏娱乐、电技竞赛等领域）；**监视器**（应用于安防监控、轨道交通、指挥中心等领域）；**拼接显示单元**（应用于商业显示领域）；**商业展示显示设备**（应用于公共事务和商业展示应用领域）；**医疗显示设备**（应用于医疗显示、临床诊断领域）等。

图6：公司拼接显示单元产品



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

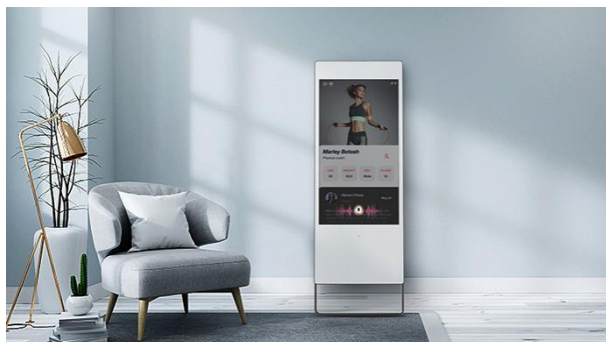
图7：公司医疗显示设备产品



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

创新显示产品：包括**智能运动镜**（搭载高精度传感器，实时检测人体骨骼关键点，捕捉用户运动轨迹，用户还可以实时体验 AR 体感游戏）；**智能化妆镜**（为用户提供 AR 试妆、AR 换发型、拍照换发色和发型、智能测肤、美妆资讯、AI 语音、实时天气、倒计时、相机、相册等功能）；**智能康复镜**（可实时检测身体健康数据，结合姿态识别和多骨骼点识别技术，搭配 AR 体感矫正动作，助力康复训练）；**试衣镜**（实时三维 AR 试装，用户可根据喜好随心所欲的尝试多款服装造型）；**移动智慧屏**（支持触控交互，滑轮支架可随意移动，支持升降、旋转及俯仰调节）等。

图8：公司智能运动镜产品



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图9：公司智能化妆镜产品



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

除智能交互显示产品外，公司还专业从事智能电视 ODM 业务。公司智能电视产品根据显示技术方面的特点分为 LED 背光液晶电视、Mini LED 背光液晶电视以及 OLED 电视。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（Local King）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 Local King 客户。

图10: 公司智能电视产品



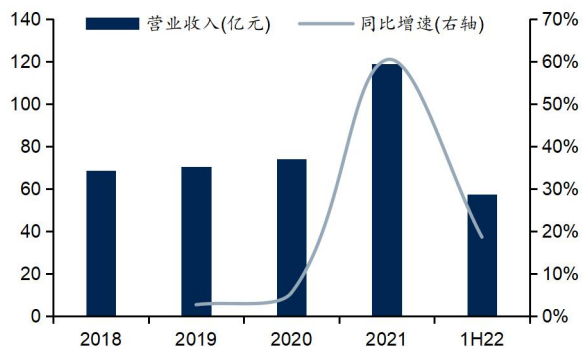
资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

2021年、2022上半年公司营收、归母净利润实现同比高增长

2018-2020年公司营收小幅增长,2021年公司营收、归母净利润同比高增长。18-20年公司营收分别为68.52/70.31/74.14亿元,其中智能交互显示产品销量受益于海外需求增长实现高增长,智能电视产品销量受益于东南亚、中东、拉美、非洲需求增长实现稳定增长;但由于18-20年主要原材料液晶面板持续跌价,公司原材料采购成本下降,相应销售单价也有所下降;因此18-20年公司营收小幅增长,归母净利润受原材料价格波动的影响在4-5亿元的水平波动。21年公司营收同比增长60.4%至118.89亿元,归母净利润同比增长90.4%至9.23亿元,高增长得益于:1)智能交互显示产品、智能电视产品销量受益于海外市场旺盛需求持续增长;2)21年液晶面板平均采购价格涨幅较大,公司产品销售单价相应增长。

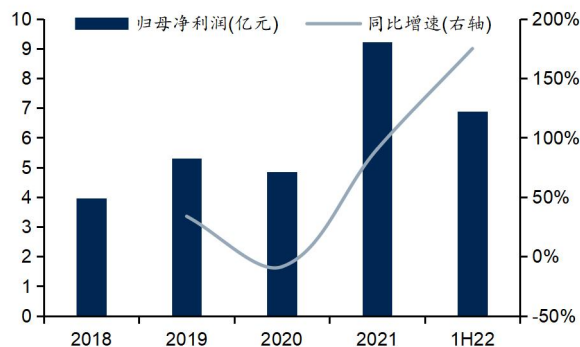
1H22公司归母净利润延续高增长。根据中报,公司1H22营收57.36亿元(YoY+18.6%),对应2Q22营收30.08亿元(QoQ+10.2%,YoY+15.5%);归母净利润6.89亿元(YoY+175.0%),对应2Q22归母净利润4.61亿元(QoQ+102.2%,YoY+250.5%)。1H22公司业绩延续高增长得益于:1)海外交互智能平板需求旺盛,公司相关产品业务量增长;2)智能电视平均尺寸增大带来出货ASP提升;3)LCD面板等核心原材料价格下降;4)汇率变动、政府补助等其他因素。

图11: 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

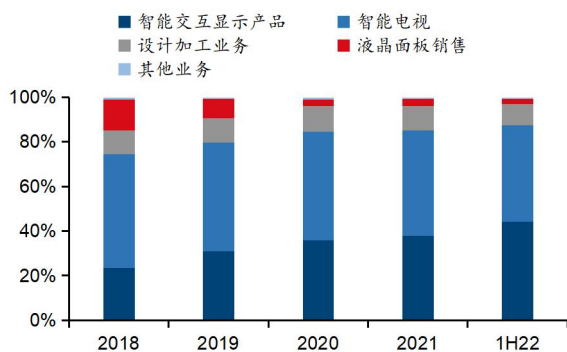
图12: 公司归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

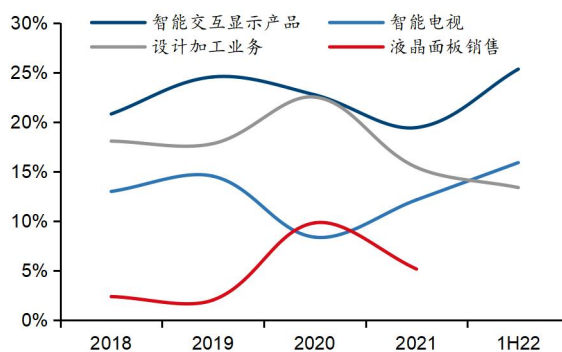
2021 年智能交互显示产品营收占比 37.8%，智能电视营收占比 47.4%。公司智能交互显示产品营收占比持续提升，从 2018 年的 23.5% 提升至 2021 年的 37.8%，1H22 进一步提升至 44.1%；智能交互显示产品毛利率相对其他业务更高，2021 年、1H22 分别为 19.4%、25.3%。2021 年智能电视业务营收占比 47.4%，1H22 下降至 43.4%；2021 年、1H22 毛利率分别为 12.1%、15.9%。设计加工业务指公司与 LG、小米、冠捷、仁宝等客户合作生产智能电视时，采用客供液晶面板等原材料，公司提供设计加工业务服务的模式；2021 年设计加工业务营收占比 10.9%，毛利率为 15.4%。

图 13: 公司分产品营业收入占比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

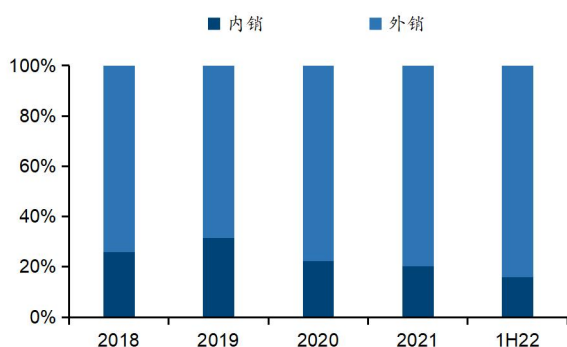
图 14: 公司分产品毛利率水平



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

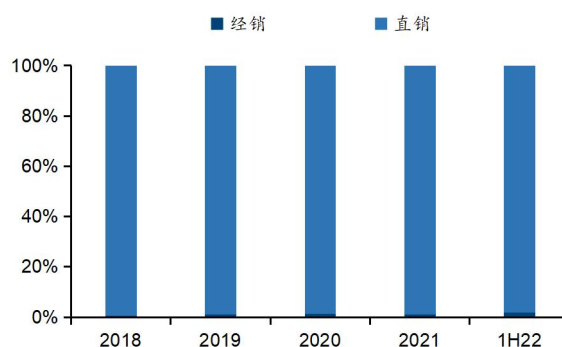
2021 年公司主营业务收入中外销占比 79.7%，直销占比 99.0%。分区域来看，公司产品以外销为主，19-21 年公司外销业务占主营业务收入的比重从 68.6% 提升至 79.7%，主要系：国外客户特别是智能交互显示产品的全球头部品牌客户及智能电视的中东、东南亚等地区龙头品牌客户的采购增长所致。分销售模式来看，除公司自有商用品牌“皓丽”有部分经销收入外，其他产品的销售均采用直销模式，21 年公司直销业务的营收占比达到 99.0%。

图 15: 公司主营业务收入按地区划分



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

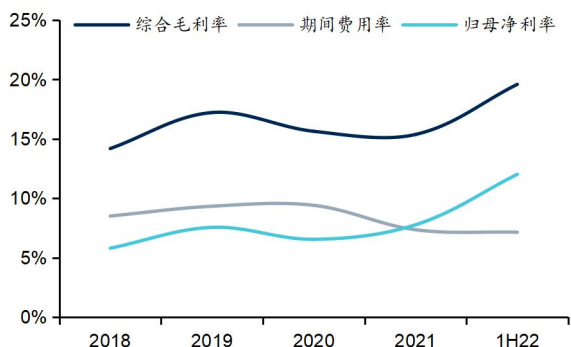
图 16: 公司主营业务收入按销售模式划分



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

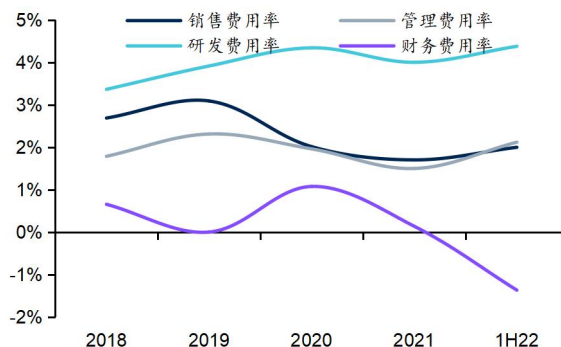
2021 年公司毛利率 15.37%，期间费用率同比有所下降。18-21 年公司毛利率分别为 14.18%/17.21%/15.63%/15.37%，1H22 提升至 19.59%，液晶面板是公司最主要的原材料，其供需结构变化及价格波动会对公司毛利率水平产生影响。21 年随着公司营收规模的快速增长，公司期间费用率同比下降 2.05pct 至 7.35%，其中销售费用率同比下降 0.31pct 至 1.70%，管理费用率同比下降 0.46pct 至 1.50%，研发费用率同比下降 0.34pct 至 4.00%，财务费用率同比下降 0.94pct 至 0.14%。

图17: 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18: 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

主要原材料液晶面板处于降价周期, 公司盈利改善趋势明确

2021 年公司主营业务成本中直接材料占比 93.64%，在公司原材料采购中液晶面板占比 54.23%。公司主要生产环节为各类部件生产、模组生产、整机组装等，产品成本主要由直接材料、直接人工及制造费用等构成，其中 18-21 年公司主营业务成本中直接材料占比分别为 94.90%/93.99%/92.51%/93.64%。公司主要采购的原材料为液晶面板，液晶面板采购金额和占比受液晶面板价格波动影响，18-21 年公司原材料采购中液晶面板占比分别为 64.44%/58.13%/55.70%/54.23%。

表2: 公司主营业务成本构成(单位: 亿元)

| 项目 | 2021 年度 | | 2020 年度 | | 2019 年度 | | 2018 年度 | |
|------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 直接材料 | 93.87 | 93.64% | 57.54 | 92.51% | 54.47 | 93.99% | 55.48 | 94.90% |
| 直接人工 | 2.89 | 2.88% | 2.17 | 3.48% | 2.05 | 3.53% | 1.66 | 2.84% |
| 制造费用 | 2.34 | 2.33% | 1.64 | 2.64% | 1.43 | 2.47% | 1.32 | 2.26% |
| 运输费 | 1.15 | 1.14% | 0.85 | 1.36% | - | - | - | - |
| 合计 | 100.25 | 100.00% | 62.20 | 100.00% | 57.95 | 100.00% | 58.46 | 100.00% |

资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

表3: 公司分类别原材料采购金额及占比(单位: 亿元)

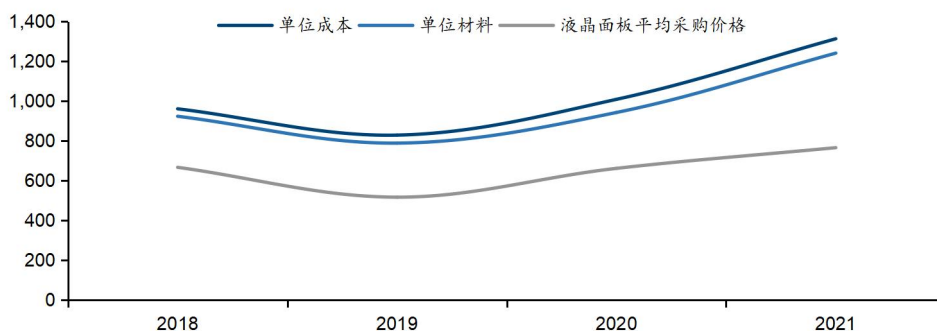
| 项目 | 2021 年度 | | 2020 年度 | | 2019 年度 | | 2018 年度 | |
|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 采购金额 | 占比 | 采购金额 | 占比 | 采购金额 | 占比 | 采购金额 | 占比 |
| 液晶面板 | 52.07 | 54.23% | 36.47 | 55.70% | 32.28 | 58.13% | 36.40 | 64.44% |
| 非液晶面板 | 43.95 | 45.77% | 29.01 | 44.30% | 23.25 | 41.87% | 20.09 | 35.56% |
| 电子元器件 | 19.53 | 20.34% | 12.54 | 19.16% | 8.88 | 15.99% | 8.24 | 14.58% |
| 结构件 | 16.73 | 17.42% | 11.17 | 17.06% | 9.76 | 17.57% | 7.94 | 14.05% |
| 光学件 | 6.68 | 6.96% | 4.59 | 7.01% | 4.15 | 7.47% | 3.51 | 6.21% |
| 其他 | 1.01 | 1.05% | 0.71 | 1.08% | 0.47 | 0.84% | 0.41 | 0.72% |
| 合计 | 96.02 | 100.00% | 65.48 | 100.00% | 55.53 | 100.00% | 56.49 | 100.00% |

资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

公司毛利率的变动因液晶面板价格变化而波动。液晶面板采购价格的上升推动公司产品的单位价格和单位成本随之上升, 当单价和单位成本同时上升一定程度时, 单价上升对毛利率的影响小于单位成本上升对毛利率的影响, 导致产品毛利率下降; 反之, 产品毛利率上升。

同时，由于公司承接订单至原材料采购有一定的时间间隔，在原材料价格上升的趋势下，销售价格的上升调整会滞后于原材料采购价格的上升，导致毛利率下降；反之，毛利率上升。

图19: 公司单位成本、单位材料与液晶面板平均采购价格的变动(单位: 元/台)

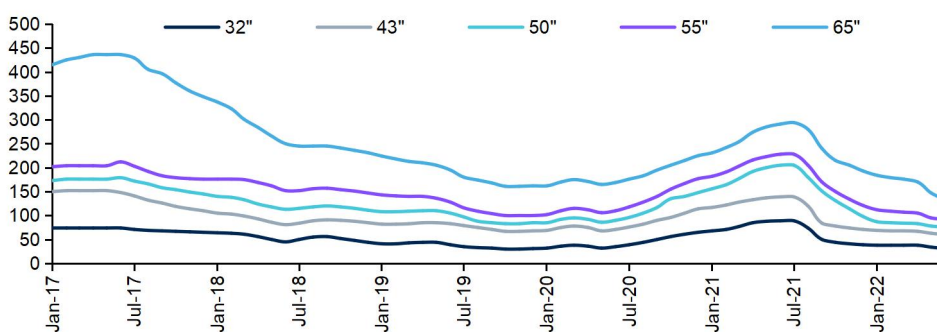


资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理 注: 剔除不涉及面板使用的设计加工业务

历史上液晶面板行业具有较强的周期性。2020年6月至2021年7月，在行业供需格局改善的带动下，面板行业进入长达13个月的景气周期，根据Omdia数据，期间32/43/50/55/65英寸面板价格分别上涨178%/104%/138%/115%/78%；2021年8月以来，面板供不应求的态势逐步放缓，随着供给端新产能的集中释放，面板价格高位回落，根据Omdia数据，2021年8月至2022年6月32/43/50/55/65英寸面板价格分别下跌67%/59%/63%/60%/57%。

液晶面板处于降价周期，公司盈利改善的趋势明确。2021年7月以来，随着液晶面板价格高位回落，公司毛利率也从1H21的11.71%回升至2H21的17.88%，1Q22公司毛利率进一步提升至18.60%。目前液晶面板仍处于降价周期中，公司盈利改善的趋势明确，毛利率水平仍有进一步改善的空间。

图20: 32/43/50/55/65英寸面板价格(美元/片)



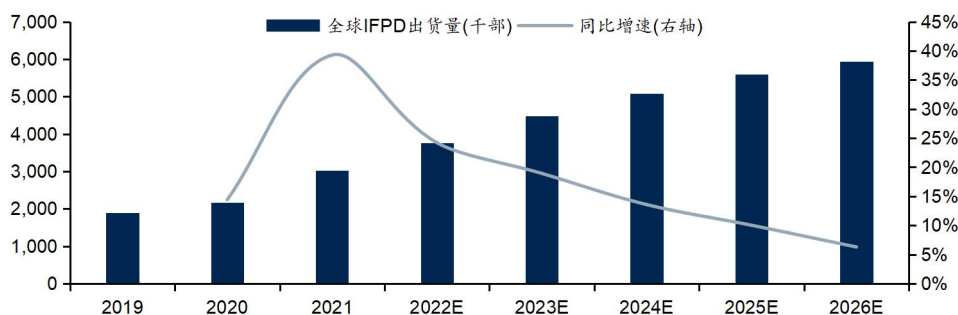
资料来源: Omdia, 国信证券经济研究所整理

智能交互平板：海外市场需求旺盛，公司研发、制造竞争优势凸显

智能交互平板 (IFPD) 主要应用于教育教学、商务会议场景

智能交互平板 (Interactive Flat-Panel Display, IFPD) 以高清液晶屏为显示和操作平台，具备书写、批注、绘画、多媒体娱乐、网络会议等功能，融入了人机交互、平板显示、多媒体信息处理和网络传输等多项技术。智能交互平板主要应用于教育教学、商务会议等场景，根据 DISCIEN 数据，2021 年全球智能交互平板出货量 302.9 万台 (YoY 39.3%)；DISCIEN 预计 2022 年全球智能交互平板出货量同比增长 24.2% 至 376.2 万台，预计 2026 年全球智能交互平板出货量将达到 594.1 万台，对应 21-26 年 CAGR 为 14.4%。

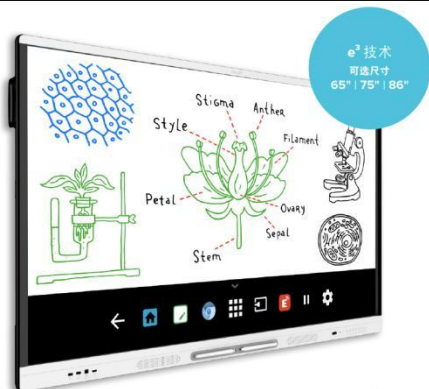
图 21：全球智能交互平板 (IFPD) 出货量 (单位：千部)



资料来源：DISCIEN，国信证券经济研究所整理

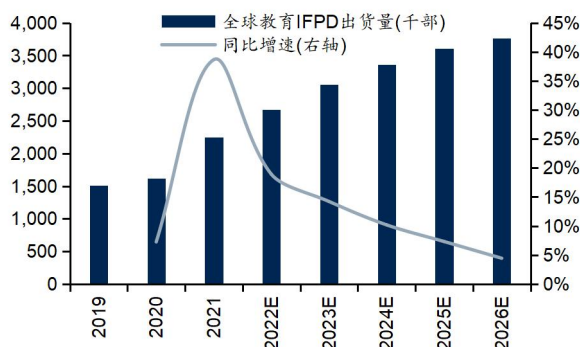
教育类智能交互平板：采用红外触控技术，将白板、投影、电脑、摄像头、音响等产品功能集成，满足教学书写、远程交流的功能，适用于普通教室教学、多媒体教室教学、教学课件的讨论研究、教师会议室、阶梯教室、远程互动教学、文体娱乐等大环境教学。根据 DISCIEN 数据，2021 年全球教育类智能交互平板出货量 224.7 万台 (YoY 38.7%)，占全球智能交互平板出货量的 74%；DISCIEN 预计 2022 年全球教育类智能交互平板出货量同比增长 18.9% 至 267.2 万台，预计 2026 年出货量将达到 376.9 万台，对应 21-26 年 CAGR 为 10.9%。

图 22：智能交互平板应用于教育教学场景



资料来源：SMART 官网，国信证券经济研究所整理

图 23：全球教育类智能交互平板出货量 (单位：千部)



资料来源：DISCIEN，国信证券经济研究所整理

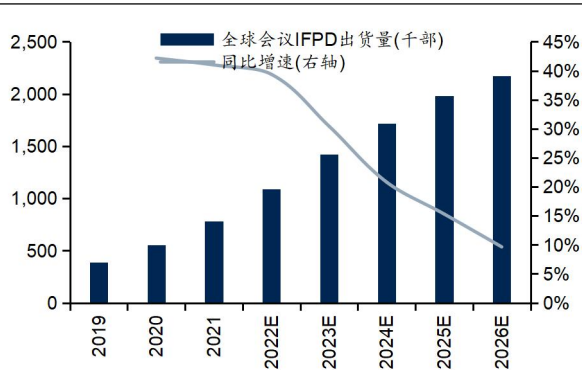
会议类智能交互平板：采用红外触控、电容触控、电磁触控等触控技术，将白板、投影、电脑、摄像头、音响等产品功能集成，应用于远程会议、互动营销、网络课堂、在线培训等场景。根据 DISCIEN 数据，2021 年全球会议类智能交互平板出货量 78.2 万台 (YoY 41.0%)，占全球智能交互平板出货量的 26%；DISCIEN 预计 2022 年全球会议类智能交互平板出货量同比增长 39.4%至 109.0 万台，预计 2026 年出货量将达到 217.2 万台，对应 21-26 年 CAGR 为 22.7%。

图24：智能交互平板应用于商务会议场景



资料来源：皓丽官网，国信证券经济研究所整理

图25：全球会议类智能交互平板出货量(单位：千部)

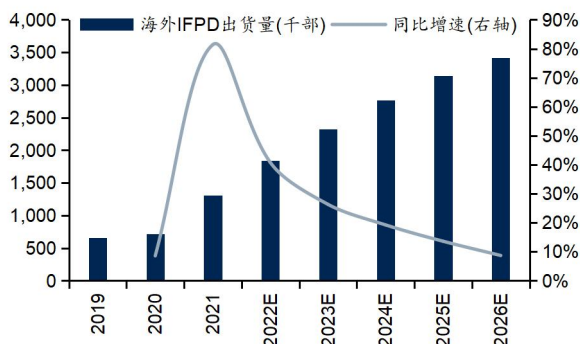


资料来源：DISCIEN，国信证券经济研究所整理

欧美国家逐步完善教育信息化建设，海外 IFPD 需求空间广阔

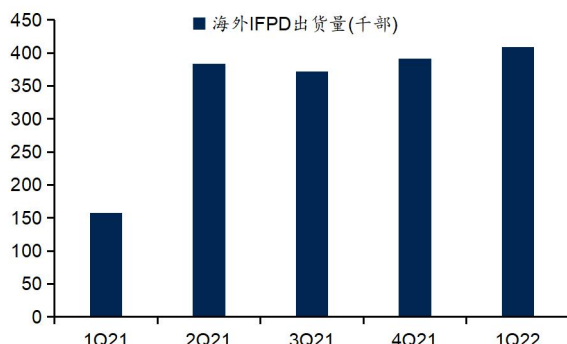
2021 年海外 IFPD 出货量同比增长 81.4%至 130.6 万台，占全球 IFPD 出货量的 43%。根据 DISCIEN 数据，2020 年海外 IFPD 出货量 72.0 万台，同比增长 8.6%，占全球 IFPD 出货量的 33%；2021 年在海外 3000+亿美元教育相关政策的刺激下海外 IFPD 尤其是教育类 IFPD 需求旺盛，海外 IFPD 出货量同比增长 81.4%至 130.6 万台，占全球 IFPD 出货量的 43%。DISCIEN 预计 2022 年海外 IFPD 出货量将同比增长 41%至 183.8 万台，预计 2026 年海外 IFPD 出货量将达到 342.0 万台，对应 21-26 年 CAGR 为 21.2%。分季度来看，根据 DISCIEN 数据，1Q22 海外 IFPD 出货量 40.9 万台，同比增长 159%，环比增长 4.4%。

图26：海外智能交互平板 (IFPD) 年度出货量(单位：千部)



资料来源：DISCIEN，国信证券经济研究所整理

图27：海外智能交互平板 (IFPD) 季度出货量(单位：千部)

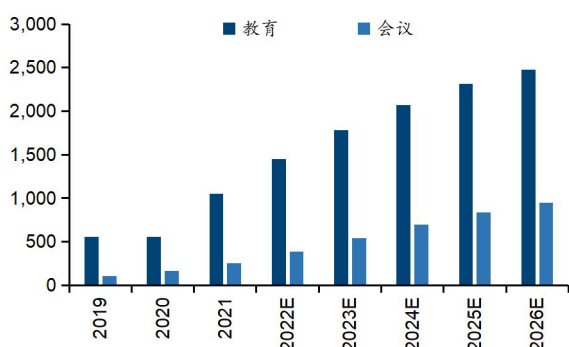


资料来源：DISCIEN，国信证券经济研究所整理

2021 年海外 IFPD 出货量中教育类占比 80%，会议类占比 20%。根据 DISCIEN 数据，21 年海外教育类 IFPD 出货量 105.1 万台 (YoY +89.9%)，占海外 IFPD 出货量的 80%；DISCIEN 预计 26 年海外教育类 IFPD 出货量将达到 247.5 万台，对应 21-26 年 CAGR 为 18.7%。根据 DISCIEN 数据，21 年海外会议类 IFPD 出货量 25.5 万台 (YoY +53.1%)，占海外 IFPD 出货量的 20%；DISCIEN 预计 26 年海外会议类 IFPD 出货量将达到 94.5 万台，对应 21-26 年 CAGR 为 30.0%。

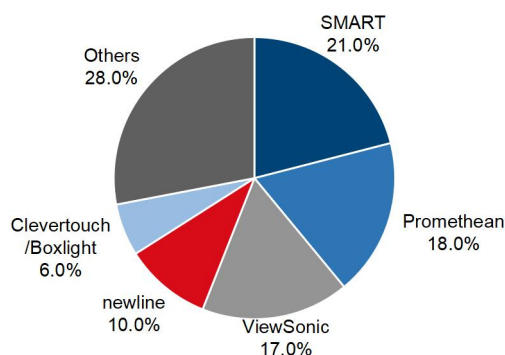
2021 年 SMART、Promethean、Viewsonic、newline、Clevertouch/Boxlight 位列海外教育类 IFPD 前五名。根据 DISCIEN 数据，2021 年 SMART 以 21% 的市场份额 (按出货量) 位居海外教育类 IFPD 市场第一位；Promethean、Viewsonic、newline、Clevertouch/Boxlight 分别以 18%、17%、10%、6% 的市场份额 (按出货量) 位居海外教育类 IFPD 市场第二至五位。

图 28: 海外教育类、会议类 IFPD 出货量 (单位: 千部)



资料来源: DISCIEN, 国信证券经济研究所整理

图 29: 2021 年海外 IFPD 市场份额 (按出货量)



资料来源: DISCIEN, 国信证券经济研究所整理

海外教育 IFPD 的快速增长背后是 3000 亿美元政策的集中体现。2021 年以来海外教育 IFPD 市场的快速增长主要来自于海外教育政策的密集发布，其中：

美国：2020 年 3 月美国发起教育稳定基金 (ESF)，总额 307.5 亿美元，2020 年 12 月追加 819 亿美元，2021 年 3 月再度追加 1700 亿美元，使得整项救助法案金额超过 2800 亿美元，该资金主要用于学生疫情防护、学校防护、增加教师、在教师不足的情况下保障学生学习等措施。教育 IFPD 作为教育信息化设备也被美国部分州加以应用，如作为教室学习与居家学习的锚点、较少人数的多教室共同学习以及解决教育人员短缺等问题。根据美国教育部 2021 年 8 月 31 日数据，2800 亿美元教育援助金只使用了 20%，因此教育 IFPD 在美国市场仍具备较大成长性。

印度：印度教育部 2021 年 7 月发布的《印度数字教育报告—全国各地的远程学习倡议》的相关案例中提到，在疫情影响下通过在洲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，而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。

意大利：4Q21 发布约 150K 的教育交互大屏标案，2021 年欧盟、意大利政府、意大利教育部联合发布了《意大利的未来学校计划》，该计划总投资 175 亿欧元，将用于新建学校、改善 10 万间以上教室、增强教室培训、远程教育等方面，该计划执行期间为 2022-2026 年，截至 2022 年 2 月该项目总资金使用量仅为 1%。

土耳其：3Q21 发布 78.5K 的教育 IFPD 标案，全部为 65 寸红外触控产品，该项目由 arcelik 与 aidata 两家土耳其本土品牌中标。

德国：2019 年提出《DigitalPakt》计划，旨在 2019-2024 年拨款超 65 亿欧元提升德国教育信息化水平。

表4：海外教育信息化相关政策汇总

| 时间 | 国家 | 政策 |
|---|-----|---|
| 2020 年 3 月 2020 年 12 月 2021 年 3 月 | 美国 | 美国 2020 年 3 月发起教育稳定基金 (ESF)，总额 307.5 亿美元，2020 年 12 月追加 819 亿美元，2021 年 3 月再度追加 1700 亿美元，使得整项救助法案金额超过了 2800 亿美元，资金主要用于学生疫情防护、学校防护、增加教师、在教师不足的情况下保障学生学习等措施，教育 IFPD 作为教育信息化设备也被美国部分州应用。截至 21 年 8 月 31 日，2800 亿美元教育援助金仅使用 20%。 |
| 2021 年 7 月 | 印度 | 印度教育部 21 年 7 月发布《印度数字教育报告—全国各地的远程学习倡议》，提到在疫情影响下通过在洲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，而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。 |
| 2021 年 | 意大利 | 2021 年欧盟、意大利政府、意大利教育部联合发布《意大利的未来学校计划》，该计划总投资 175 亿欧元，将用于新建学校、改善 10 万间以上教室、增强教室培训、远程教育等方面，执行期间为 2022-2026 年，截至 2022 年 2 月该项目总资金使用量仅为 1%。4Q21 意大利发布约 150K 的教育交互大屏标案。 |
| 2021 年 Q3 | 土耳其 | 3Q21 土耳其发布 78.5K 的教育 IFPD 标案，全部为 65 寸红外触控产品，该项目由 arcelik 与 aidata 两家土耳其本土品牌中标。 |
| 2019 年 | 德国 | 2019 年德国提出《DigitalPakt》计划，旨在 2019-2024 年拨款超 65 亿欧元提升德国教育信息化水平。 |

资料来源：DISCIEN，国信证券经济研究所整理

图30：印度教育工作室采用智能交互大屏产品



资料来源：印度教育部，国信证券经济研究所整理

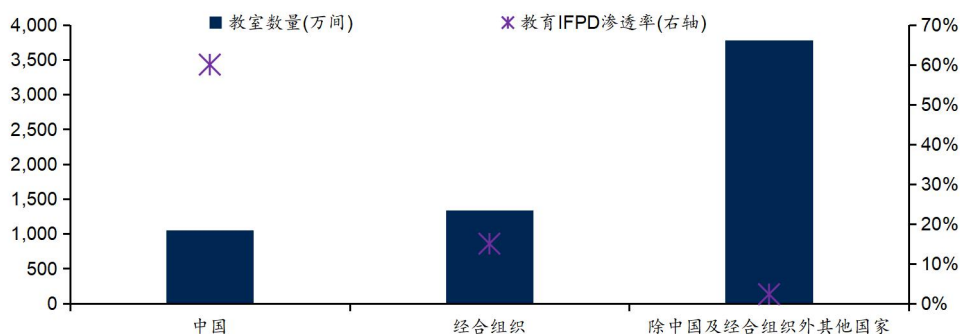
图31：意大利面对面教育采用智能交互大屏产品



资料来源：意大利教育部，国信证券经济研究所整理

与中国教育 IFPD 约 60% 的渗透率相比，海外教育 IFPD 市场仍有较大增长空间。根据 DISCIEN 数据，2021 年中国教室数量约 1050 万间，中国教育 IFPD 的渗透率约 60%；相比之下，海外教育 IFPD 的渗透率水平仍较低，根据 DISCIEN 数据，以发达国家为主的经合组织共计 1339 万间教室，截至 2020 年底 IFPD 渗透率为 15%，而除中国及经合组织外其他国家的教室数量合计约 3783 万间，整体渗透率仅为 2.3%。因此，海外教育 IFPD 市场潜力仍较大，2021 年以来的高速增长有望延续。

图32: 中国与海外的教室数量、教育 IFPD 渗透率对比

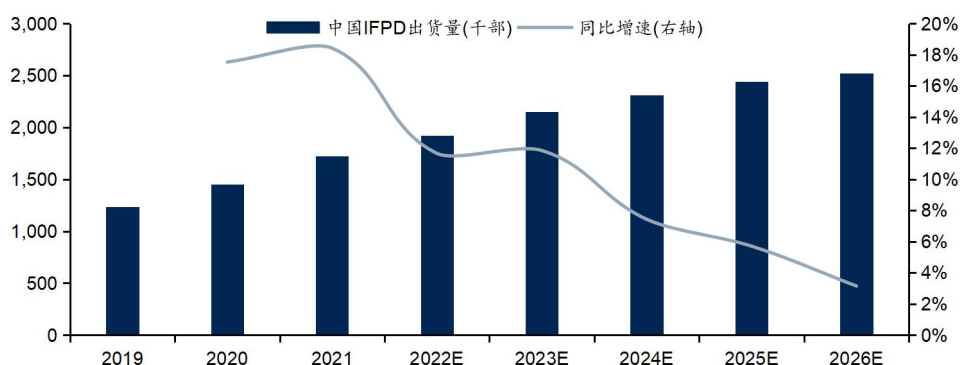


资料来源: DISCIEN, 国信证券经济研究所整理

国内教育 IFPD 增速边际放缓，会议 IFPD 需求方兴未艾

2021 年中国 IFPD 出货量同比增长 18.4% 至 172.3 万台，占全球 IFPD 出货量的 57%。根据 DISCIEN 数据，2021 年中国 IFPD 出货量 172.3 万台 (YoY 18.4%)；DISCIEN 预计 2022 年中国 IFPD 出货量将同比增长 11.7% 至 192.4 万台，预计 2026 年中国 IFPD 出货量将提升至 252.1 万台，对应 21-26 年 CAGR 为 7.9%。

图33: 中国智能交互平板 (IFPD) 出货量 (单位: 千部)



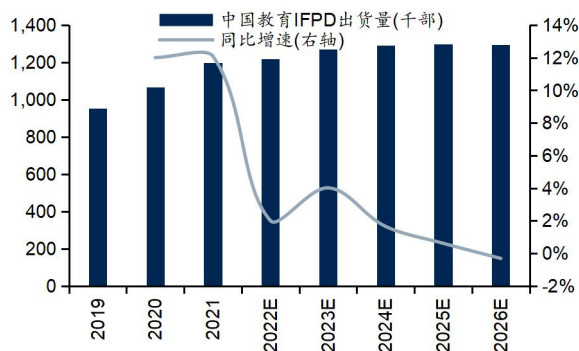
资料来源: DISCIEN, 国信证券经济研究所整理

2010 年以来国内教育信息化 1.0、2.0 带动国内教育 IFPD 出货量快速增长，但目前增速已边际放缓。2010 年 7 月国务院颁布《国家中长期教育改革和发展规划纲要 (2010-2020 年)》，即利用先进的信息化手段和工具，实现从环境、资源到活动的全部数字化。2018 年 4 月，教育部印发《教育信息化 2.0 行动计划》，提出到 2022 年基本实现“三全两高一”的发展目标，即教学应用覆盖全体教师、学习应用覆盖全体适龄学生、数字校园建设覆盖全体学校。

在国内教育信息化 1.0、2.0 政策的带动下，根据 DISCIEN 数据，国内教育 IFPD 出货量从 2010 年起步增长至 2021 年的 119.6 万台 (YoY 12.1%)，但随着国内教育 IFPD 的渗透率已达到约 60%，国内教育 IFPD 出货量增速边际放缓，DISCIEN 预计 26 年国内教育 IFPD 出货量为 129.4 万台，对应 21-26 年 CAGR 为 1.6%。

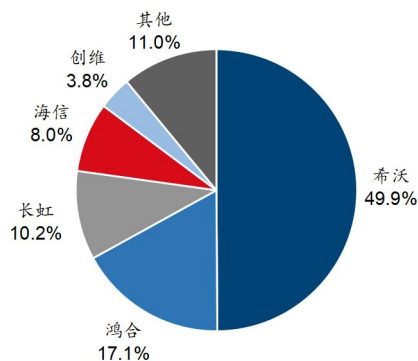
希沃占据国内教育 IFPD 市场绝对领先地位。根据 AVC 数据，2021 年前三季度视源股份旗下的希沃以 49.9% 的市场份额占据国内教育 IFPD 市场的绝对领先地位；鸿合以 17.1% 的市场份额位居第二；长虹、海信、创维分别以 10.2%、8.0%、3.8% 的市场份额位居第三至五位。

图 34：中国教育 IFPD 出货量及同比增速



资料来源：DISCIEN，国信证券经济研究所整理

图 35：2021 年前三季度中国教育 IFPD 市场份额 (按出货量)

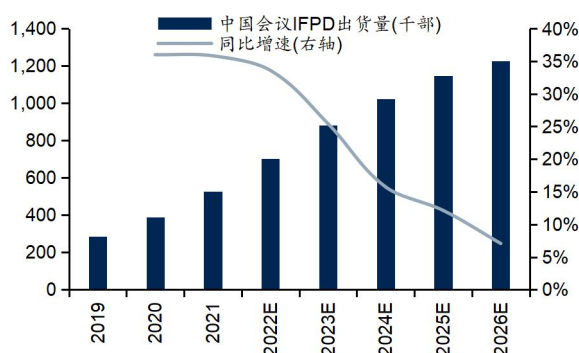


资料来源：AVC，国信证券经济研究所整理

2020 年以来疫情助推下国内会议 IFPD 市场进入发展快车道。2020 年以来新冠疫情全球蔓延，企业远程办公需求维持在高位，根据 DISCIEN 数据，2020 年国内会议 IFPD 出货量同比增长 36.0% 至 38.8 万台，2021 年出货量同比增长 35.8% 至 52.7 万台。DISCIEN 预计 2022 年国内会议 IFPD 出货量将同比增长 33.6% 至 70.4 万台，2026 年出货量将达到 122.7 万台，对应 21-26 年 CAGR 为 18.4%。

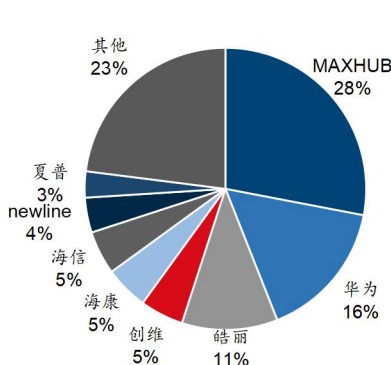
MAXHUB、华为、皓丽处于国内会议 IFPD 行业领先位置。根据 AVC 数据，2021 年前三季度视源股份旗下的 MAXHUB 以 28% 的市场份额占据国内会议 IFPD 市场的第一位；华为以 16% 的市场份额位居第二；康冠科技旗下的自有品牌皓丽以 11% 的市场份额位居第三；创维、海康、海信、鸿合科技旗下 newline 分别位居 4-7 位。

图 36：中国会议 IFPD 出货量及同比增速



资料来源：DISCIEN，国信证券经济研究所整理

图 37：2021 年前三季度中国会议 IFPD 市场份额 (按出货量)



资料来源：AVC，国信证券经济研究所整理

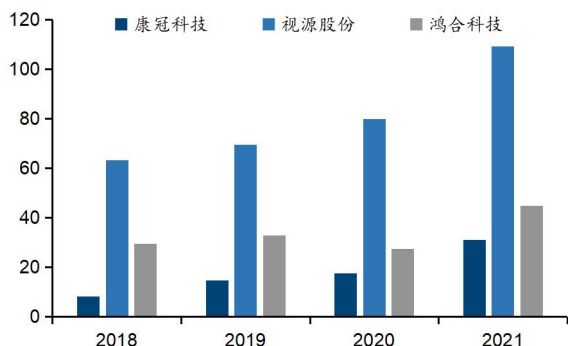
公司 IFPD 研发、制造竞争优势凸显，充分受益于海外高增长红利

公司智能交互平板业务主要以 ODM 的模式开拓海外市场，充分受益于海外智能交互平板市场高增长的红利。公司 2010 年开始从事智能交互平板的研发和制造，对于海外市场，公司以 ODM (Original Design Manufacturer, 原始设计制造商) 的模式为海外 SMART、普罗米修斯、NEC、明基等领先的教育或会议类智能交互平板品牌提供整机产品；视源股份、鸿合科技等其他智能交互平板的制造商目前业务主要集中在国内，对于海外市场同样以 ODM 的模式作为开拓的主要手段，但旗下自有品牌（视源股份 MAXHUB、鸿合科技 newline）同时在布局海外会议市场。

对于国内市场，公司自有品牌“皓丽”布局国内会议 IFPD 市场，同时以 ODM 的模式为科大讯飞、海康威视等提供教育或会议类 IFPD 整机产品；视源股份、鸿合科技等其他 IFPD 制造商主要以自有品牌的形式布局国内市场，包括视源股份旗下自有品牌希沃、MAXHUB，以及鸿合科技旗下自有品牌鸿合、newline 等。

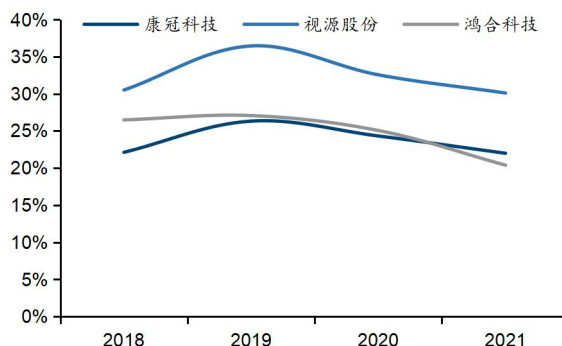
2021 年公司智能交互平板营收 30.99 亿元，对应毛利率 21.98%。2021 年公司智能交互平板营收 30.99 亿元，低于视源股份、鸿合科技的 109.31、44.83 亿元，主要系公司 IFPD 业务主要面向海外市场，国内业务体量较小；18-21 年公司智能交互平板营收 CAGR 为 55.44%，高于视源股份、鸿合科技的 20.01%、14.89%，主要得益于近几年海外 IFPD 市场的快速增长。18-21 年公司智能交互平板毛利率变动趋势与视源股份、鸿合科技基本一致，21 年公司智能交互平板毛利率 21.98%，与鸿合科技的 20.38% 基本一致，低于视源股份的 30.10%，主要系公司智能交互平板业务以 ODM 模式为主，而视源股份以自有品牌模式为主。

图 38: 康冠、视源、鸿合 IFPD 营收对比(亿元)



资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

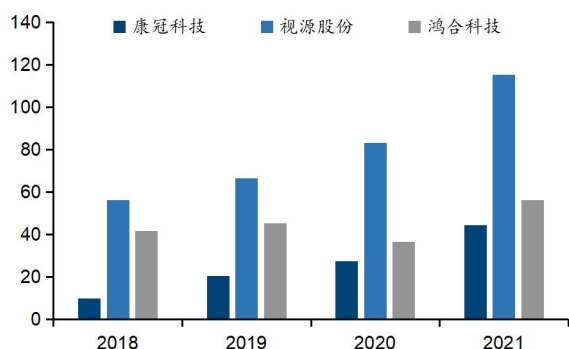
图 39: 康冠、视源、鸿合 IFPD 毛利率对比



资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

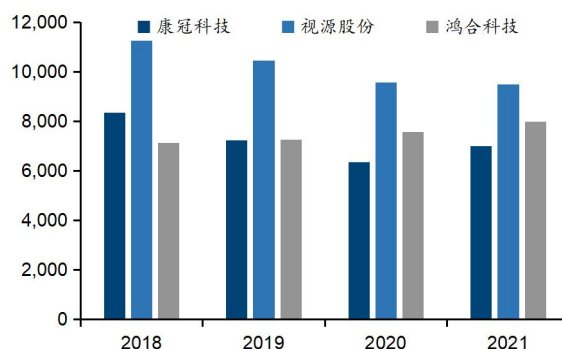
2021 年公司智能交互平板销量 44.35 万台，销售单价 6988 元/台。与营收的情况类似，2021 年公司智能交互平板销量 44.35 万台，低于视源股份、鸿合科技的 115.22、56.22 万台，主要系公司 IFPD 主要面向海外市场，国内销售体量较小。18-21 年公司智能交互平板销售单价的变动趋势与视源股份、鸿合科技基本一致，2021 年公司智能交互平板销售单价 6988 元/台，低于视源股份、鸿合科技的 9487、7974 元/台，主要系公司智能交互平板产品以 ODM 模式销售为主，而视源股份、鸿合科技以自有品牌模式销售为主。

图40: 康冠、视源、鸿合 IFPD 销量对比(万台)



资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

图41: 康冠、视源、鸿合 IFPD 销售单价对比(元/台)

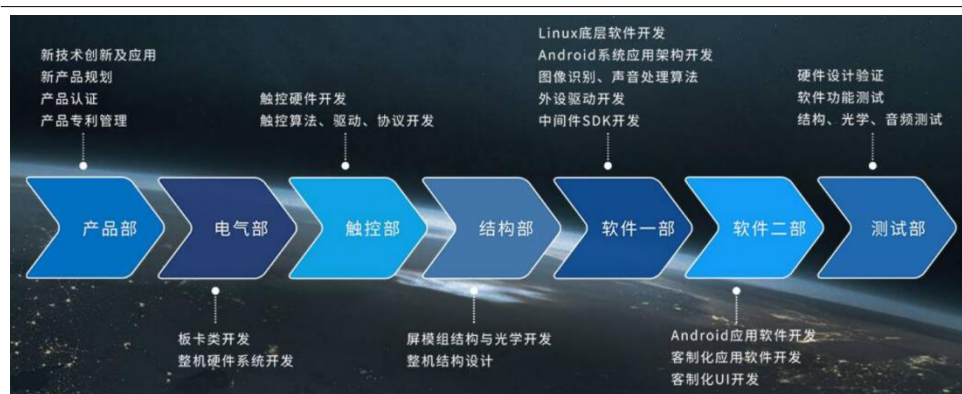


资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

凭借配套产业群的区位及成本优势, 中国已成为全球智能显示产品的主要制造基地, 海外制造商的竞争力逐步下降。根据 DISCIEN 数据, 2021 年全球 93% 的 IFPD 产品在中国生产; 同时, 随着行业的发展, 国内小型制造商逐步被淘汰出局, 康冠科技、视源股份、鸿合科技等大型智能显示产品制造企业依托较强的研发技术实力、供应链整合能力及资金优势, 不断在全球范围扩充其产能, 将逐步强化其竞争力, 加强在国际知名品牌商的供应链体系中的竞争地位, 展示其竞争优势。

自主研发的理念以及平板显示领域全产业链定制化研发设计的能力助力公司紧抓海外智能交互平板黄金发展机遇。公司始终秉持自主研发的理念, 在产品驱动系统、交互系统、智能主控板卡、电源板卡、背光显示模组、智能触控模组等软硬件上坚持自主研发, 拥有完全自主知识产权; 并在触控技术、无线传屏、动作感应、语音技术、书写技术、拼接技术、散热技术、色彩还原、声学技术、光学显示及数据传输等核心技术上处于拥有大量实验数据和丰富经验。同时, 公司拥有超千名研发设计工程师, 可及时响应不同国家的客户、不同认证体系、操作系统或信号接口的定制化产品需求。

图42: 公司商用平板显示业务研发团队



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

表5：公司平板显示领域部分技术、项目情况

| 技术、项目 | 进展 |
|-----------------|------|
| 红外触控技术 | 已量产 |
| 电容触控技术 | 已量产 |
| 干贴合技术 | 已量产 |
| 书写软件 | 已量产 |
| 无线投屏技术 | 已量产 |
| Type-C 应用技术 | 已量产 |
| 远场语音处理技术 | 已量产 |
| 视觉 AI 识别技术 | 已量产 |
| 交互显示控制平台技术 | 已量产 |
| 显示模组背光技术 | 已量产 |
| 红外压感书写技术 | 已量产 |
| 大尺寸智慧黑板项目 | 试产阶段 |
| 无源自识别 ID 红外触控系统 | 试产阶段 |
| 智能语音翻页笔 | 试产阶段 |
| 协同书写交互白板软件 | 研发阶段 |
| 无线投屏器 | 研发阶段 |
| 带压感的红外书写笔 | 研发阶段 |
| 极窄边框红外触摸框项目 | 研发阶段 |

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

公司 IFPD 制造端优势凸显，商用模组车间拥有 7 条 LCM 模组生产线，商用整机生产线建有 5 条大尺寸产品组装线及 2 条小尺寸产品组装线。根据官网，公司商用模组车间拥有 7 条 LCM 模组生产线，产品覆盖 22 至 110 英寸各个尺寸，LCM 模组车间的投入使用增强了公司 open cell 组装屏的市场竞争力。公司商用整机生产线拥有 5 条大尺寸产品组装线及 2 条小尺寸产品组装线，涵盖智能交互平板、单屏显示器、数字标牌等多种智能交互显示产品；公司干净明亮的无尘车间、规范化的操作、严格的质量管控及检验过程，赢得了海内外客户的一致好评。

图43：公司商用智能交互显示产品模组生产线


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图44：公司商用智能交互显示产品整机生产线

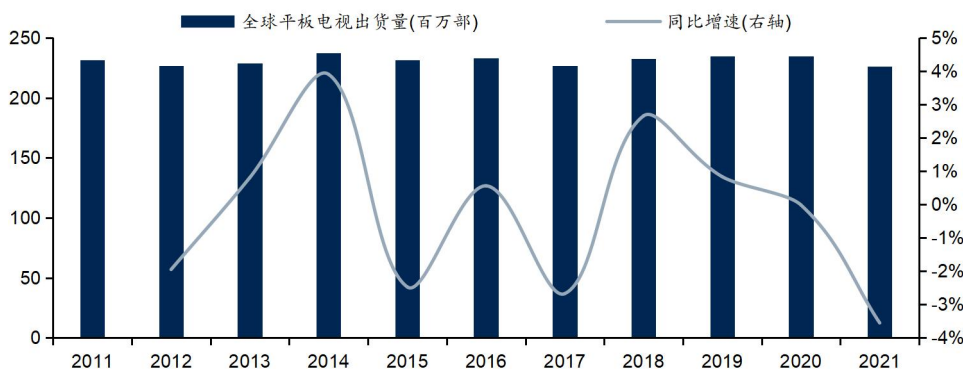

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

智能电视：实施差异化策略，聚焦新兴市场 “Local King”

全球电视市场进入存量发展阶段，智能电视竞争格局稳定

随着 LCD 电视逐步完成对于 CRT 电视的替代，2011 年以来全球平板电视市场进入存量发展阶段，根据 Strategy Analytics 数据，2011-2021 年全球平板电视出货量维持在 2.3 亿部左右；2021 年全球平板电视出货量 2.26 亿部，同比下降 3.6%；其中智能电视出货量 1.87 亿部，同比增长 0.6%，占全球平板电视出货量的 82.8%。

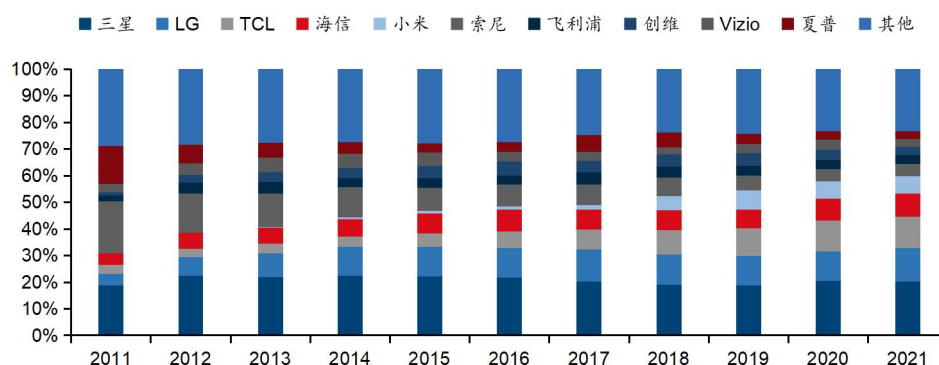
图 45: 全球平板电视出货量



资料来源: Strategy Analytics, 国信证券经济研究所整理

全球智能电视市场格局稳定，三星、LG、TCL、海信、小米等知名品牌占据领先地位。根据 Strategy Analytics 数据，在 2021 年全球智能电视出货量中，三星、LG、TCL、海信、小米分别以 20.4%、12.4%、11.9%、8.7%、6.5% 的市场份额位居前五位；索尼、飞利浦、创维、Vizio、夏普分别以 4.7%、3.4%、3.0%、2.9%、2.9% 的市场份额位居六至十位。根据 Strategy Analytics 数据，2021 年全球智能电视市场 CR5 为 59.8%，CR10 为 76.7%，市场集中度较高。

图 46: 全球智能电视市场份额 (按出货量)

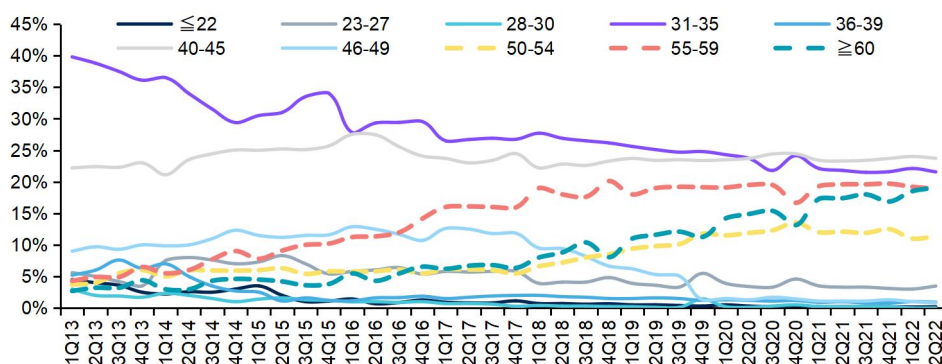


资料来源: Strategy Analytics, 国信证券经济研究所整理

电视大尺寸、高清化、智能化趋势延续，新兴市场需求稳中有升 全球电视需求朝着大尺寸、高清化的趋势发展

全球大尺寸电视出货占比逐步提升。大尺寸电视具有显示内容多、沉浸感明显等优点，能为用户带来更丰富的视听享受，因此智能电视需求朝着大尺寸化的趋势不断发展。根据 WitsView 数据，全球 50 英寸以上 LCD 电视出货占比从 1Q13 的 10.70% 提升至 2Q22 的 49.30%；全球 LCD 电视面板平均尺寸也从 2015 年 1 月的 40.94 英寸提升至 2022 年 6 月的 47.43 英寸。

图 47: 全球各尺寸 LCD 电视出货量占比



资料来源: WitsView, 国信证券经济研究所整理

FHD、4K 分辨率为目前电视行业主流，8K 分辨率有望成为未来趋势。FHD 分辨率的像素点为 1920x1080，4K 分辨率的像素点为 3840x2160，典型 8K 分辨率的像素点为 7680x4320；8K 水平和垂直像素点分别是 4K 的 2 倍，像素点总数量可以达到 4K 的 4 倍。分辨率更高的屏幕可以展示出更清晰细腻、富有生动细节的画面；同时随着电视尺寸增大，分辨率也需要相应提高才可以实现最佳的视觉效果。

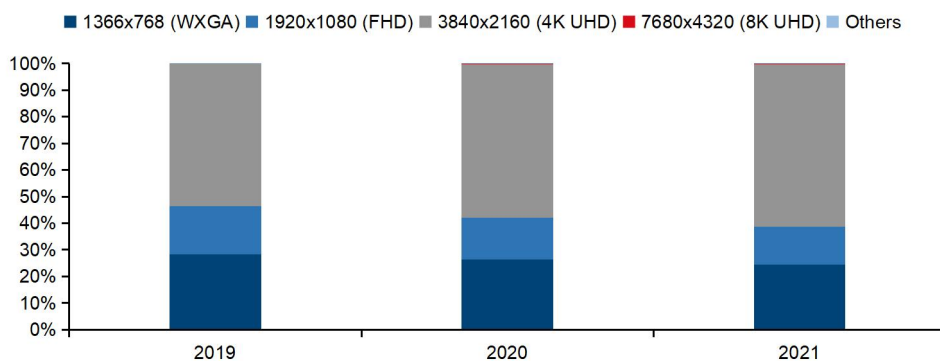
根据 Omdia 数据，1366x768、1920x1080 (FHD) 分辨率电视出货量占全球电视出货量的比例分别从 2019 年的 28.4%、18.1% 下降至 2021 年的 24.4%、14.1%；3840x2160 (4K UHD)、7680x4320 (8K UHD) 分辨率电视出货量占全球电视出货量的比例分别从 2019 年的 53.4%、0.1% 提升至 2021 年的 61.2%、0.2%。

图 48: 8K UHD、4K UHD、2K FHD 电视分辨率对比



资料来源: 快科技, 国信证券经济研究所整理

图49：全球各分辨率电视出货量占比



资料来源：Omdia，国信证券经济研究所整理

AIoT 时代电视成为智能家居控制中心，功能电视逐步向智能电视升级

智能电视成为家庭物联网控制中心趋势明确，奠定了智能电视庞大的市场基础。全球智能家居设备出货量持续增长，根据 IDC 数据，全球智能家居设备出货量从 2016 年的 3.81 亿部增长至 2021 年的 8.95 亿部，对应 CAGR 为 18.6%；在 2021 年全球智能家居设备出货量中，视频娱乐占比 35%，家庭监控/安全占比 21%，照明占比 10%，其他占比 35%，以智能电视为代表的视频娱乐设备出货量占比最大。

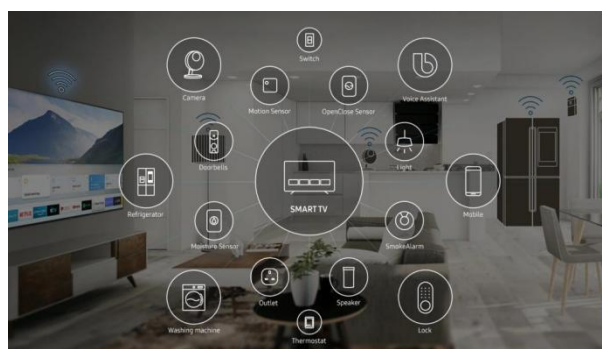
随着物联网技术的发展和普及，从进门灯具自主开感应、智能窗帘自动移动、氛围灯光智能适应到冰箱、空调的自动调试等物联网的智能控制场景越发成熟，智能电视凭借其大屏幕显示的特点，能够同时对更多的智能设备进行管控，有望成为家庭物联网场景的控制中心，可能成为家庭智慧生活的流量入口。

图50：全球智能家居设备出货量



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

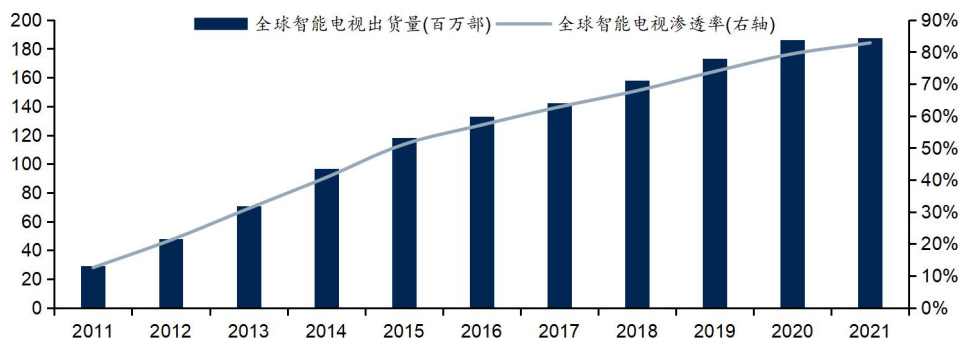
图51：智能电视成为家庭物联网设备的控制中心



资料来源：三星官网，国信证券经济研究所整理

功能电视向智能电视升级，全球智能电视渗透率提升。在智能电视逐步成为家庭物联网控制中心，成为家庭智慧生活流量入口的带动下，全球智能电视出货量及渗透率快速提升。根据 Strategy Analytics 数据，全球智能电视出货量从 2011 年的 0.29 亿部增长至 2021 年的 1.87 亿部；全球智能电视渗透率（智能电视出货量占平板电视出货量的比例）从 2011 年的 12.6% 提升至 2021 年的 82.8%。

图52: 全球智能电视出货量及渗透率



资料来源: Strategy Analytics, 国信证券经济研究所整理

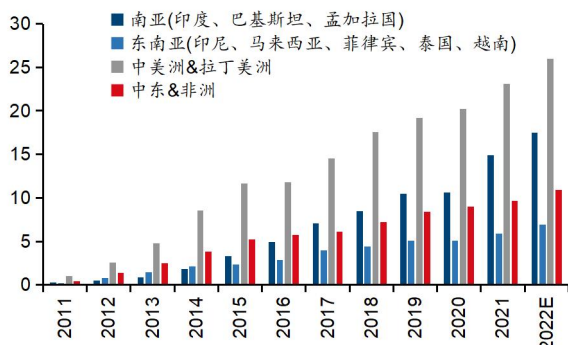
东南亚、中东、拉美、非洲等智能电视新兴市场需求稳中有升

新兴市场智能电视出货量稳中有增。虽然全球电视市场进入存量发展阶段，但对于亚非拉等发展中国家市场来说，电视市场还处于从小尺寸向大尺寸、从功能电视向智能电视替换的进程当中，东南亚、中东、拉美、非洲等市场的智能电视出货量仍处于稳中有增的发展趋势中。

根据 Strategy Analytics 数据，南亚(印度、巴基斯坦、孟加拉国)智能电视出货量从 2011 年 26 万部增长至 2021 年 1492 万部(CAGR: 49.8%)，预计 2022 年将同比增长 17.3%至 1751 万部；东南亚(印尼、马来西亚、菲律宾、泰国、越南)智能电视出货量从 2011 年 23 万部增长至 2021 年 591 万部(CAGR: 38.5%)，预计 2022 年将同比增长 17.3%至 693 万部；中美洲及拉丁美洲智能电视出货量从 2011 年 98 万部增长至 2021 年 2311 万部(CAGR: 37.2%)，预计 2022 年将同比增长 12.3%至 2596 万部；中东及非洲智能电视出货量从 2011 年 45 万部增长至 2021 年 966 万部(CAGR: 35.9%)，预计 2022 年将同比增长 13.4%至 1095 万部。

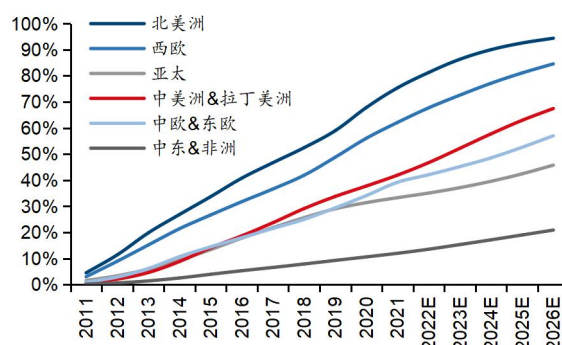
新兴市场智能电视家庭普及率仍较低。根据 Strategy Analytics 数据，2021 年亚太、中美洲及拉丁美洲、中欧及东欧、中东及非洲智能电视家庭普及率分别为 33%、42%、39%、12%，远低于北美洲、西欧的 75%、62%。东南亚、中东、拉美、非洲等新兴市场智能电视家庭普及率普遍低于欧美等成熟市场，有望复制欧美等成熟市场的电视智能化、大屏化增长路径，对智能电视的需求具有更广阔的空间。

图53: 新兴市场智能电视出货量(百万部)



资料来源: Strategy Analytics, 国信证券经济研究所整理

图54: 全球智能电视家庭普及率(%)



资料来源: Strategy Analytics, 国信证券经济研究所整理

公司智能电视出货量排行 ODM 厂商全球第五

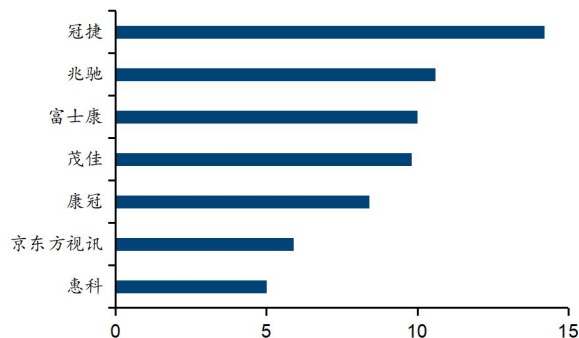
公司确立了智能电视 ODM 业务服务国际知名品牌中小区域市场、新兴市场本地龙头品牌客户 (Local King) 的差异化市场策略。其中 Local King 客户前期集中在波兰、墨西哥、韩国，未来将重点推进东南亚、南美、非洲等其他新兴市场；国际知名品牌客户包括三星、LG、飞利浦、夏普、东芝、小米、沃尔玛等。根据洛图科技数据，2020、2021 年公司智能电视出货量排行 ODM 厂商全球第五。

图55: Redmi MAX 86 英寸电视



资料来源：小米官网，国信证券经济研究所整理

图56: 2021 年全球电视 ODM 工厂出货量(百万台)排行

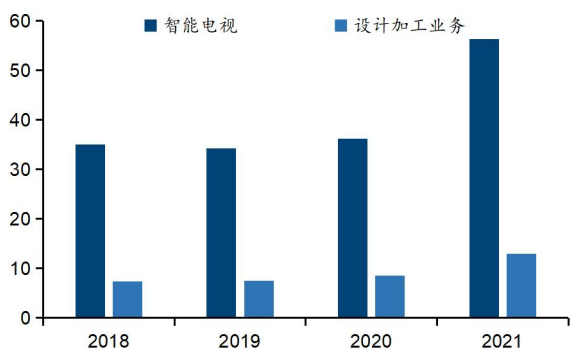


资料来源：洛图科技，国信证券经济研究所整理

2021 年公司智能电视相关业务营收 69.37 亿元，占总营收比例为 58.35%。2021 年公司智能电视相关业务营收 69.37 亿元 (YoY +55.07%)，毛利率 12.74% (YoY +1.68pct)，其中智能电视 (智能电视 ODM 业务) 营收 56.41 亿元 (YoY +55.86%)，毛利率 12.13% (YoY +3.77pct)；设计加工业务 (与 LG、小米、冠捷科技、仁宝等客户合作的的部分业务采用客供液晶面板等原材料，公司提供设计加工业务服务的模式) 营收 12.96 亿元 (YoY +51.71%)，毛利率 15.42% (YoY -7.09pct)。

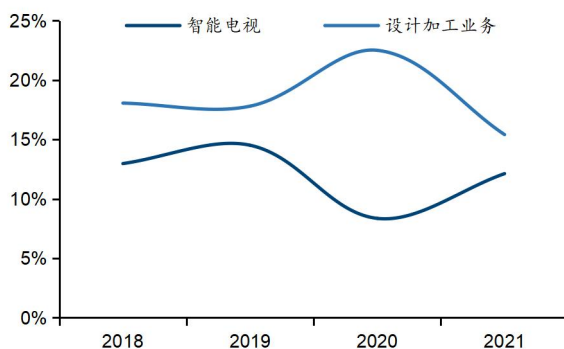
2021 年公司智能电视销量 784.59 万台，同比增长 13.51%。2021 年公司智能电视合计销量 784.59 万台 (YoY +13.51%)，平均销售单价 884 元/台 (YoY +36.61%)；其中 2021 年智能电视业务销量 503.72 万台 (YoY +17.49%)，平均销售单价 1120 元/台 (YoY +32.65%)；2021 年设计加工业务销量 280.87 万台 (YoY +7.01%)，平均销售单价 461 元/台 (YoY +41.78%)。

图57: 公司智能电视相关业务营收(亿元)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

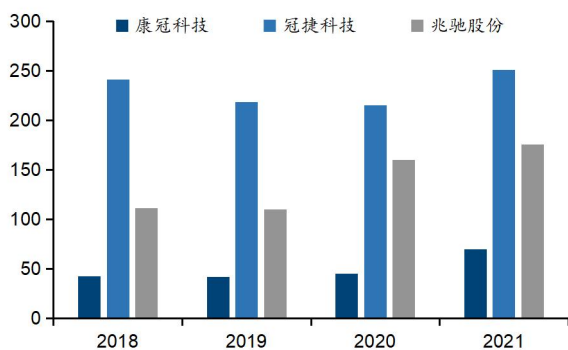
图58: 公司智能电视相关业务毛利率 (%)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

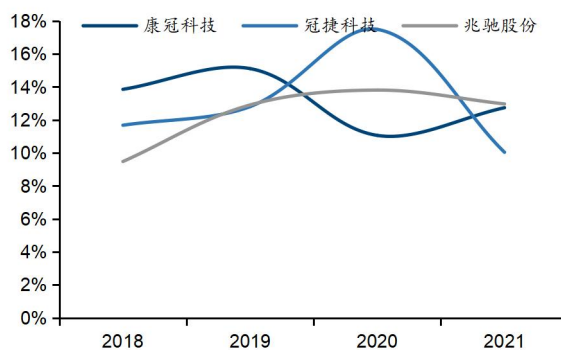
与智能电视 ODM 行业龙头冠捷、兆驰相比，公司智能电视相关业务营收体量仍较小，毛利率水平相当。2021 年公司智能电视相关业务营收 69.37 亿元，低于冠捷科技、兆驰股份的 250.57、175.66 亿元。2021 年公司智能电视相关业务毛利率 12.74%，与冠捷科技、兆驰股份的 10.04%、12.97% 水平相当。

图 59: 康冠、冠捷、兆驰智能电视相关业务营收对比(亿元)



资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

图 60: 康冠、冠捷、兆驰智能电视相关业务毛利率对比(%)



资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

公司智能电视实施差异化市场策略，聚焦新兴市场“Local King”

公司立足于差异化的战略方向，以全组件定制化研发为基础，以小批量、定制化的柔性服务为突破口，通过自身的产品成本控制体系，成为各区域地方知名品牌企业的主要供应商。随着行业发展，以冠捷、兆驰为代表的大型 ODM 厂商依靠产能及资金优势，主要服务对象为北美、欧洲、中国等主要市场的全球知名品牌客户。对于东南亚、拉美、中东、非洲等区域，各个国家或地区对制式要求不同，面临不同的运营商，单个国家的市场需求量较小，同时对定制化产品的需求大，冠捷、兆驰等大型 ODM 厂商由于成本控制的原因，往往不愿涉足此类市场。

基于研发设计和生产制造端的领先能力，公司面向东南亚、拉美、中东、非洲等新兴市场形成了“三模、四擎、一极”的“KDM”服务模式。

“三模”指 CBU/SKD/CKD 三种出货形态，其中 CBU (Completely Built Unit, 整机出货) 指整机直接出口到客户所在国家，无需任何加工或组装；SKD (Semi Knocked Down, 半散件出货) 指以半成品的形式出货，由客户在所在国家的工厂自行组装，适合部分 SKD 比 CBU 进口关税低的国家；CKD (Completely Knocked Down, 全散件出货) 以全散件的形式出货，由客户在所在国家的工厂自行贴片、组装。

“四擎”指 JDM/ODM/OEM/EMS 四种合作模式，其中 JDM (Joint Design Manufacture) 即联合设计制造，指客户和康冠之间共同设计开发，充分利用各自优势定义产品，并提供完整的解决方案；ODM (Original Design Manufacture) 即设计制造，指客户直接选用康冠设计出来的产品，包括客供屏或 OC、主板等，并要求配上客户的品牌商标来进行生产；OEM (Original Equipment Manufacture) 即委托制造，指品牌商不直接生产产品，而是利用自己掌握的核心技术来设计和开发新产品，并控制销售渠道；EMS (Electronics Manufacturing Services) 即设计制造服务，指康冠负责提供产品设计、策划、制造、测试以及物流管理等全套系列服务，品牌商一般只控制核心技术研发和产品销售，并客供所有物料给 KTC 进行生产。

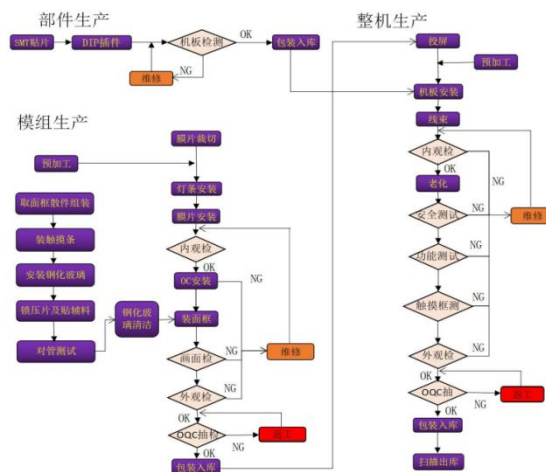
“一级”指康冠通过超级工厂 MTO 的模式与海外客户合作。康冠帮助新兴市场的 Local King 客户在当地建设超级工厂，康冠完成电视产品的定义、设计，以 SKD 半散件、CKD 全散件的形态出货给 Local King 客户的超级工厂，并在超级工厂中完成生产、组装，最后以 Local King 客户的品牌、渠道进行销售。

图 61: 公司形成“三模、四擎、一极”的“KDM”服务模式



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图 62: 公司智能显示产品生产工艺流程



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

聚焦新兴市场，公司具备差异化市场策略及优质客户资源优势

公司智能电视产品的差异化市场策略定位于国际知名品牌的东南亚、中东、拉美、非洲等区域地区的市场、全球发展中国家的本国龙头品牌市场（Local King）。而以冠捷科技、兆驰股份为代表的大型电视 ODM 厂商具有产能和资金优势，在服务对象的选择上，倾向于北美、欧洲等成熟市场的全球知名品牌客户，如兆驰股份主要客户来源于北美市场，包括沃尔玛等零售商的自有电视品牌等。

由于各区域市场对认证体系、产品认证、信号制式、接口的要求各不相同，大部分客户的单个订单具有数量较小、差异性功能较多、定制化要求较大等特点。若要满足此类客户定制化订单的生产需求，需要生产线能够实现不同规格产品生产的快速切换。行业内其他 ODM 厂商产线自动化、标准化程度较高，出于成本因素和产能利用率因素，无法完成小批量、定制化的订单需求。

表 6: 公司产品涉及的认证体系、产品认证、智能系统及信号接口

| 项目 | 认证或制式内容 |
|--------|---|
| 体系认证 | SGS ISO9001: 2015 质量管理体系、SGS ISO14001: 2015 环境管理体系、OHSAS18001 职业健康安全管理体系、ISO13485 医疗器械质量管理体系、SGS ANS1/ESD S20. 20-2014 静电放电标准、EICC 电子行业行为准则、信息化和工业化融合管理体系；QC080000 电子电器产品有害物质过程管理体系、AEO 高级海关认证体系； |
| 产品认证 | CCC、CB、CE、FCC、UL、RoHS、Energy star、TUV、TC003、BSMI、VCCI 等国内外认证认可； |
| 智能系统 | Android 系统、Netflix 系统、ROKU 系统、WebOS 系统、Windows 系统； |
| 广播信号制式 | DTMB 制式、DVB 制式、ATSC 制式、ISDB 制式等数字电视制式，以及 PAL 制式、SECAM 制式、NTSC 制式等模拟电视制式； |
| 信号接口类型 | RF、USB、HDMI、光纤数字音频接口、同轴数字音频接口、RS-232C 等； |
| 电源接口 | 国标、美式、欧式、英式等标准，以及 C 型、D 型、E 型、F 型、G 型、J 型、K 型、M 型等型号。 |

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

公司在中小区域市场建立了优质客户关系，包括智能电视国际知名品牌如三星、LG、飞利浦、夏普、东芝等中小区域市场、各区域市场中东、巴西、阿尔及利亚、厄瓜多尔等本地龙头品牌客户等。公司凭借柔性化制造能力，满足了客户小订单量、定制化需求，在差异化市场拥有较高的占有率，影响力日益扩大。

表 7: 公司智能电视业务主要合作客户

| 客户名称 | 订单获取方式 | 公司是否为其唯一供应商 | 合作关系是否稳定、持续 |
|-------------------------|--------|-------------|---|
| Entekhab | 行业展会 | 否 | 稳定、持续 |
| PHILCO | 行业展会 | 否 | 稳定、持续 |
| 冠捷科技 | 行业资源介绍 | 否 | 公司主要为冠捷科技旗下“飞利浦”品牌（冠捷科技于 2016 年收购了飞利浦显示器业务）的东南亚、中东和非洲市场提供智能电视产品，随着冠捷科技全球生产基地产能的提升，公司与冠捷科技的业务量逐年减少 |
| 东芝 | 行业资源介绍 | 否 | 东芝集团自身产品的市场竞争加剧，市场需求下降 |
| ALLTEK TECHNOLOGY CORP. | 行业资源介绍 | 否 | 稳定、持续 |

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

公司具备小批量、多型号柔性化制造的优势

小批量、多型号柔性化制造对精细化生产管理水平有较高要求。在产品生产过程中，企业需要频繁切换生产线、工单和原材料运送，因此容易面临工序时间不合理、工人工时错配、物料管控困难、产品良率下降等情形，从而整体降低了生产效率。公司在物料管控及追踪管理、生产流程管控、产品生产设备自动化、厂区自动化物流、信息管理系统等多个维度上对整体生产管理体系进行优化。

公司柔性化生产能力解决了小批量多型号定制化产品难以规模化生产的痛点，满足不同细分区域订单需求。全流程软硬件的研发设计自主可控，能够在保障品质、控制成本的基础上完成多功能、多款式、多智能平台的柔性生产，解决了行业普遍存在的对于小批量多型号定制化产品难以实现规模化生产的痛点。考虑到新兴市场整体竞争环境较宽松，以公司为代表的具备小批量、定制化服务能力的设计制造企业契合 Local King 的产品设计与生产需求，具有独特的竞争优势。

图 63: 公司智能显示产品生产线，实现深度定制的柔性智造模式



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

公司与 Local King 客户合作共赢，强化新兴市场竞争优势

当地建厂改变出口方式，减弱关税影响。部分国家对于整机进口和散件进口采取不同的关税税率，如阿尔及利亚，整机进口关税为 30.0% CIF，而散件进口关税为 5.0% CIF；根据关税政策，调整产品出口形态有助于减弱关税对进出口企业的影响。在服务 Local King 客户的过程中，公司主要以 CKD、SKD 的形态出货，由 Local King 在当地完成产品组装，有效降低关税带来的成本，提升产品的性价比。

表8：新兴国家关税政策

| 国家 | 整机出货 | 散件出货 |
|-------|-----------|-----------|
| 巴西 | 20.0% CIF | 12.0% CIF |
| 阿尔及利亚 | 30.0% CIF | 5.0% CIF |
| 厄瓜多尔 | 20.0% CIF | 20.0% CIF |
| 沙特阿拉伯 | 5.0% CIF | 0.0% CIF |

资料来源：商务部公共商务信息，国信证券经济研究所整理

Local King 受益于公司领先技术能力和供应链议价空间。Local King 客户研发能力相对较弱，难以独立完成智能电视产品的研发，而公司在智能显示领域领先的技术成果和大规模制造能力，能够为 Local King 客户提供具备性价比的设计加工服务。此外，Local King 客户往往只面向当地市场，市场体量较小，单笔订单数量较小，因此在供应链采购上话语权弱，独立采购和生产成本较高；公司是全球大型的 ODM 厂商之一，已经建立规模化的生产能力和品牌效应，具备对上游供应链更大的议价空间，通过整合众多 Local King 客户需求，将有效拉低采购成本。

公司可借助 Local King 当地影响力提升市场占有率，扩大收入规模。与新兴市场 Local King 深入合作，在多方面为公司长期发展奠定基础：1) 作为全球大型智能显示制造企业，公司对 Local King 具备更大的议价空间，提升盈利能力；2) Local King 对公司依赖性较强，保证公司长期发展稳定性；3) Local King 在当地具有较强的品牌效应，影响力甚至超过国际知名大型品牌，Local King 产品需求的提升为公司带来更大的订单增长，扩大收入规模；4) 各个国家对当地品牌发展提供更多支持，Local King 企业在公司生产技术输出的支持下，合作更为紧密。

创新显示：布局智能健身镜、化妆镜等产品

智能健身镜：创新性的居家健身场景解决方案

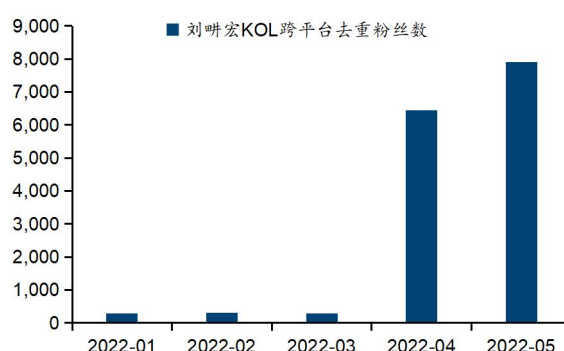
2020年以来，在新冠疫情的催化下，居家健身成为新的体育健身场景。根据人民爱健身发布的《2022国民健身趋势报告》，在同等便利的体育健身环境条件下，74.3%的受访者首选在户外健身，46.2%的受访者首选居家健身，30.8%的受访者首选在室内健身场馆健身。2022年4月多地实行居家政策，刘畊宏夫妇凭借“本草纲目毽子操”火速出圈，通过气氛性更强的直播互动带动观众健身热情，打造了全民运动、居家健身的热潮。根据QuestMobile数据，刘畊宏KOL账号跨平台去重总粉丝量在4月环比增长超过20倍后，5月更是达到7907万的新高。

图64：刘畊宏“本草纲目毽子操”带动居家健身热潮



资料来源：光明网，国信证券经济研究所整理

图65：刘畊宏KOL账号跨平台去重总粉丝量



资料来源：QuestMobile，国信证券经济研究所整理

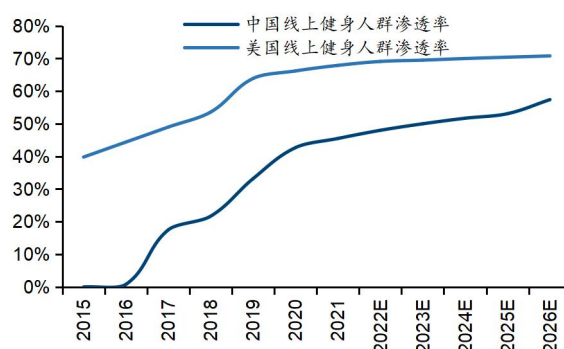
2026年中国线上健身市场规模有望达到8958亿元。根据灼识咨询数据，中国健身市场规模从2015年的3530亿元增长至2021年的7866亿元（15-21年CAGR：14.3%），预计2026年将增长至1.48万亿元（21-26年CAGR：13.5%）；其中中国线上健身市场规模从2015年的935亿元增长至2021年的3701亿元（15-21年CAGR：25.8%），预计2026年将增长至8958亿元（21-26年CAGR：19.3%）。根据灼识咨询数据，2021年中国线上健身渗透率（年均线上健身月活跃用户占月健身人群数量的比例）为45.5%，低于美国的67.9%。

图66：中国线上健身市场规模



资料来源：灼识咨询，国信证券经济研究所整理

图67：中国、美国线上健身人群渗透率



资料来源：灼识咨询，国信证券经济研究所整理

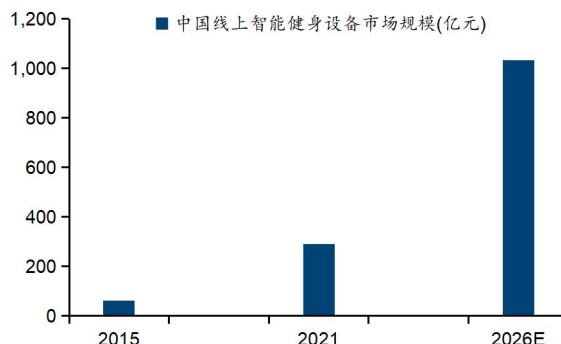
2026 年中国线上智能健身设备市场规模有望达到 1034 亿元。智能健身设备将内容服务软件与健身硬件相结合，实时监测用户的运动数据，提供更丰富的多元化功能与沉浸式交互体验，主要类别包括智能健身镜、智能单车、健身手环、智能体重秤、智能跑步机等。根据灼识咨询数据，中国线上智能健身设备规模从 2015 年的 62 亿元增长至 2021 年的 290 亿元 (15-21 年 CAGR: 29.3%)，预计 2026 年将增长至 1034 亿元 (21-26 年 CAGR: 28.9%)。

图 68: 线上智能健身设备技术功能



资料来源: 头豹研究院, 国信证券经济研究所整理

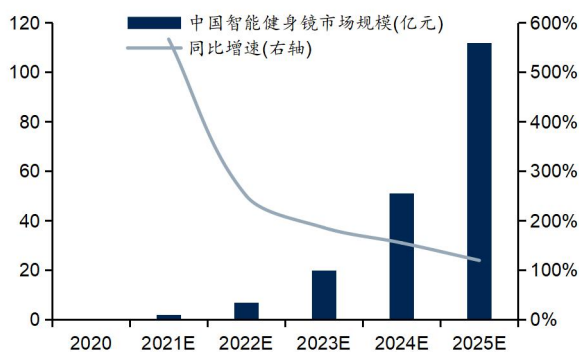
图 69: 中国线上智能健身设备市场规模



资料来源: 灼识咨询, 国信证券经济研究所整理

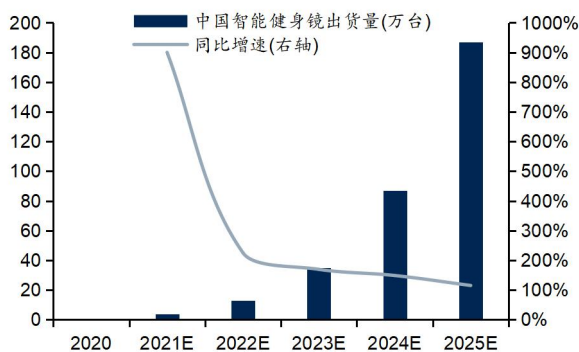
智能健身镜作为创新性的居家健身场景解决方案，解决了居家健身的诸多痛点，但国内市场仍处于起步阶段。与其他健身硬件不同，智能健身镜因其课程内容的丰富性与智能交互的特点，在居家健身场景下可满足包括老人、儿童等不同年龄段用户的健身需求，有望成为中国家庭的广泛选择。根据艾瑞咨询数据和预测，2020 年中国智能健身镜市场规模约 0.3 亿元，出货量约 0.4 万台；2025 年中国智能健身镜市场规模有望达到约 112 亿元，出货量达到约 187 万台。

图 70: 中国智能健身镜市场规模



资料来源: 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

图 71: 中国智能健身镜出货量



资料来源: 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

中国智能健身镜行业参与者包括新兴企业、互联网健身平台、传统健身器械企业及科技巨头。其中：新兴企业通常采用软硬件结合的商业模式，以硬件为入口，内容服务为后期盈利点，例如以 FUTURE 为代表的新兴企业已完成多轮融资；互联网健身平台以咕咚、乐刻等为代表；传统健身器材企业以亿健、视源股份、康冠科技为代表，具有渠道能力强，硬件研发经验丰富等优势，但在线上运营方面可能存在短板；科技巨头的入局可能会对现有市场格局形成冲击，但其智能产品可聚集大批已有用户，快速提升健身镜的市场认知度。

图 72: 智能健身镜行业参与者



资料来源：艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理

FUTURE、百度陆续推出智能健身镜新品，让居家健身成为常态。继 FUTURE 魔镜旗舰版和 FUTURE 小魔镜后，2022 年 FUTURE 推出魔镜 3 和魔镜 3Plus 两款新品，在镜面设计、AI 技术、影音体验等方面进行了全面迭代升级。此外，2021 年末小度添添发布旗下首款智能健身镜，2022 年 5 月继续发布全新智能健身镜产品 M30，为健身爱好者提供了全新运动选择，起售价仅 2699 元。

康冠智能健身镜产品广泛应用于家庭健身领域，具有的特点如下：1) 内嵌高清摄像头及阵列麦克风，支持高清视频及语音互动，方便教练与学员实时交流；2) 具有语音识别、肢体动作识别等功能，可语音 AI 控制，可结合健身软件，可对健身肢体动作进行评分；3) 全高清镜面屏，支持镜面多点触控操作，可在镜子和显示屏之间无缝切换，显示屏状态下可本地或在线播放健身视频；4) 内置高性能安卓系统，高速 WiFi，联网云端数据共享，可联网获取健身教练远程培训、指导，也可在线获取丰富的健身应用。

图 73: FUTURE 智能健身镜产品



资料来源：FUTURE 官网，国信证券经济研究所整理

图 74: 小度添添智能健身镜产品



资料来源：小度官网，国信证券经济研究所整理

智能化妆镜：应用于家庭个护场景下精准护肤和试妆需求

随着颜值经济的发展，家用美容、化妆需求旺盛。尤其是 2020 年以来，在疫情影响下，消费者前往美容院受限，居家美容成为主流选择，国内外品牌争先涌入智能化妆镜市场，产品走进消费者视野。与手机相比，智能化妆镜的使用场景和美妆营销更切合，用户学习护肤、化妆技巧同时更易接收妆品、内容等软性营销。

康冠旗下自有品牌 FPD 推出智能屏显美妆镜产品，广泛应用于家庭个护场景下精准护肤和试妆需求，具有的特点如下：1) 采用 360 度唤醒点光源均匀分布，高保真显色度灯光，三档色温随心调节，满足女神不同场景的美；2) 满足多角度照镜需求，轻松化美妆，稳定吸附，不易倾倒；3) 全高清镜面屏，支持镜面多点触控操作，可在镜子和显示屏之间无缝切换，显示屏状态下可实现智能交互场景；4) 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。

图 75：公司旗下 FPD 品牌智能屏显美妆镜产品



投屏看视频

用手机投屏，抖音直播、各大主流视频APP一键投屏美妆镜上观看。



听歌

化妆时来首音乐、放个有声书，化妆好心情拿捏了。



资料来源：FPD 官网，国信证券经济研究所整理

盈利预测

我们的盈利预测基于以下假设条件：

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 2021 年的 105.1 万台增长至 2026 年的 247.5 万台 (CAGR: 18.7%)，海外会议类交互智能平板出货量将从 2021 年的 25.5 万台增长至 2026 年的 94.5 万台 (CAGR: 30.0%)。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、非洲等智能电视新兴市场的增长潜力，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9：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10: 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

估值及投资建议

公司是一家专注于智能显示领域的设计生产企业,考虑公司的业务特点,我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理估值区间。

相对估值: 合理估值区间 53.76-56.45 元

我们选择同样从事智能交互平板业务的视源股份、鸿合科技、海康威视、科大讯飞,以及同样从事智能电视 ODM 业务的兆驰股份,以及同样专注于非洲、东南亚、拉美等发展中国家智能终端市场的传音控股作为公司的可比公司。其中:

- **视源股份:** 公司产品主要有液晶显示主控板卡、交互智能平板两大类,其中交互智能平板主要应用于教育信息化、企业数字化转型等领域;
- **鸿合科技:** 公司主营业务全面聚焦教育行业发展,为教育行业用户提供教育信息化产品、智慧教育解决方案和智慧教育服务等智慧教育业务,同时,公司继续孵化“newline”中国商用业务;
- **海康威视:** 公司专注于物联感知、人工智能和大数据领域的技术创新,提供软硬融合、云边融合、物信融合、数智融合的智能物联系列化软硬件产品。2021年前三季度海康威视以5%的市场份额位居中国会议IFPD市场第五位;
- **科大讯飞:** 公司持续聚焦智能语音、自然语言理解、机器学习推理及自主学习等核心技术研究并始终保持国际前沿技术水平,积极推动人工智能产品研发和行业应用落地;
- **兆驰股份:** 公司已逐步发展成为拥有智慧显示、智慧家庭组网以及LED全产业链三大业务板块的综合型制造企业,2021年公司液晶电视ODM出货量保持1000万台以上,出货量排名全球第二(洛图科技数据);
- **传音控股:** 公司主要从事以手机为核心的智能终端的设计、研发、生产、销售和品牌运营,面向非洲、南亚、东南亚、中东和南美等新兴市场国家。

我们预计2022-2024年公司归母净利润为14.07/18.14/22.56亿元,参考可比公司Wind一致预期下2022年PE均值(20.66倍),给予公司2022年20-21倍预期PE,对应公司的合理估值区间为281-295亿元,对应53.76-56.45元/股。

表11: 可比公司估值比较 (股价为 2022 年 8 月 19 日数据)

| 代码 | 简称 | 股价 (元) | EPS (元) | | | | CAGR (21-24E) | PE (倍) | | | | PEG (2022E) | 总市值 (亿元) |
|--------------|------|--------|---------|-------|-------|-------|---------------|--------|-------|-------|-------|-------------|----------|
| | | | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | | |
| 001308 | 康冠科技 | 39.65 | 2.56 | 2.69 | 3.47 | 4.31 | 18.9% | 15.46 | 14.75 | 11.43 | 9.20 | 0.78 | 207 |
| 可比公司: | | | | | | | | | | | | | |
| 002841 | 视源股份 | 69.95 | 2.61 | 3.29 | 4.02 | 4.85 | 23.0% | 26.80 | 21.27 | 17.40 | 14.42 | 0.93 | 487 |
| 002955 | 鸿合科技 | 22.52 | 0.72 | 1.28 | 1.63 | 1.91 | 38.4% | 31.28 | 17.54 | 13.79 | 11.79 | 0.46 | 53 |
| 002415 | 海康威视 | 30.97 | 1.81 | 1.94 | 2.31 | 2.73 | 14.7% | 17.11 | 16.00 | 13.38 | 11.34 | 1.09 | 2921 |
| 002230 | 科大讯飞 | 38.94 | 0.70 | 0.89 | 1.21 | 1.60 | 31.7% | 55.63 | 43.67 | 32.12 | 24.37 | 1.38 | 905 |
| 002429 | 兆驰股份 | 4.12 | 0.07 | 0.34 | 0.41 | 0.43 | 83.6% | 58.86 | 12.25 | 9.99 | 9.52 | 0.15 | 187 |
| 688036 | 传音控股 | 77.41 | 4.88 | 5.86 | 7.34 | 8.76 | 21.5% | 15.86 | 13.20 | 10.54 | 8.84 | 0.61 | 622 |
| 均值 | | | 1.80 | 2.27 | 2.82 | 3.38 | 35.5% | 34.26 | 20.66 | 16.20 | 13.38 | 0.77 | |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测 注: 可比公司盈利预测均基于 Wind 一致预期

绝对估值: 合理估值区间 51.66-55.41 元

我们将公司的成长分为增长期 (22-24 年)、过渡期 (25-31 年) 和永续期 (32 年起) 三个阶段, 采用 FCFF 估值法以反映公司的长期成长价值。

对于 22-24 年增长期, 参考前文盈利预测, 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, 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 年公司 EBIT 为 13.80/17.70/22.35 亿元。

对于 25-31 年过渡期, 根据 DISCIEN 预测, 海外教育 IFPD 出货量将从 2021 年的 105.1 万台增长至 2026 年的 247.5 万台, 对应 21-26 年 CAGR 为 18.7%; 海外会议 IFPD 出货量将从 2021 年的 25.5 万台增长至 2026 年的 94.5 万台, 对应 21-26 年 CAGR 为 30.0%。我们基于审慎原则假设公司 25-31 年过渡期营业收入 CAGR 为 13.6%, 同时假设公司 25-31 年过渡期营业收入年增长率逐步收窄。

对于 32 年起的永续增长期, 市场常用永续增长率区间为 1%-5%, 而发达国家 GDP 长期增长率不超过 3%, 因此我们基于审慎原则假设永续增长率为 2.0%。

表12: 公司盈利预测假设条件

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E | 2031E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入增长率 | 2.62% | 5.44% | 60.36% | 23.14% | 27.64% | 25.48% | 22.54% | 19.61% | 16.67% | 13.74% | 10.80% | 7.87% | 4.93% |
| 毛利率 | 17.21% | 15.63% | 15.37% | 17.05% | 17.16% | 17.28% | 17.28% | 17.28% | 17.28% | 17.28% | 17.28% | 17.28% | 17.28% |
| 管理费用/营业收入 | 2.28% | 1.93% | 1.48% | 1.52% | 1.53% | 1.55% | 1.55% | 1.55% | 1.55% | 1.55% | 1.55% | 1.55% | 1.55% |
| 研发费用/营业收入 | 3.92% | 4.35% | 4.00% | 4.04% | 4.09% | 4.13% | 4.13% | 4.13% | 4.13% | 4.13% | 4.13% | 4.13% | 4.13% |
| 销售费用/销售收入 | 3.09% | 2.02% | 1.70% | 1.72% | 1.74% | 1.76% | 1.76% | 1.76% | 1.76% | 1.76% | 1.76% | 1.76% | 1.76% |
| 营业税及附加/营业收入 | 0.32% | 0.37% | 0.28% | 0.32% | 0.32% | 0.31% | 0.31% | 0.31% | 0.31% | 0.31% | 0.31% | 0.31% | 0.31% |
| 所得税税率 | 9.64% | 6.19% | 5.54% | 5.54% | 5.54% | 5.54% | 5.54% | 5.54% | 5.54% | 5.54% | 5.54% | 5.54% | 5.54% |
| 股利分配比率 | 38.02% | 56.20% | 29.42% | 41.21% | 42.28% | 37.64% | 37.64% | 37.64% | 37.64% | 37.64% | 37.64% | 37.64% | 37.64% |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

考虑到公司的业务及产品属于电子行业, beta 系数采用申万一级行业“电子”板块过去 20 年的 beta 算数平均值 (1.0921x); 股票风险溢价率采用万得全 A 指数过去 20 年的年化收益率 (11.5349%) 与无风险利率 2.59% 的差值, 由此计算出 WACC 为 12.38%。根据以上主要假设条件, 采用 FCFF 估值方法, 得到公司的合理估值区间为 270-290 亿元, 对应 51.66-55.41 元/股。

表 13: 资本成本假设

| | | | |
|---------------|--------|---------------|--------|
| 无杠杆 Beta | 1.0921 | T | 5.54% |
| 无风险利率 | 2.59% | Ka | 12.36% |
| 股票风险溢价 | 8.94% | 有杠杆 Beta | 1.10 |
| 公司股价 (元) | 39.65 | Ke | 12.47% |
| 发行在外股数 (百万) | 523 | E/(D+E) | 98.84% |
| 股票市值 (E, 百万元) | 20746 | D/(D+E) | 1.16% |
| 债务总额 (D, 百万元) | 244 | WACC | 12.38% |
| Kd | 5.30% | 永续增长率 (10 年后) | 2.00% |

资料来源: 国信证券经济研究所假设 注: 数据截至 2022 年 8 月 19 日

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感, 下表是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析。

表 14: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

| | | WACC 变化 | | | | |
|-----------------------------|-------------|---------|-------|---------------|-------|-------|
| | | 12.0% | 12.2% | 12.38% | 12.6% | 12.8% |
| 永续 增 长 率 变 化 | 2.6% | 58.24 | 56.76 | 55.34 | 53.98 | 52.68 |
| | 2.4% | 57.51 | 56.07 | 54.69 | 53.37 | 52.10 |
| | 2.2% | 56.81 | 55.41 | 54.07 | 52.78 | 51.54 |
| | 2.0% | 56.14 | 54.77 | 53.46 | 52.21 | 51.00 |
| | 1.8% | 55.49 | 54.16 | 52.89 | 51.66 | 50.48 |
| | 1.6% | 54.87 | 53.58 | 52.33 | 51.13 | 49.98 |
| | 1.4% | 54.28 | 53.01 | 51.79 | 50.62 | 49.50 |

资料来源: 国信证券经济研究所分析

投资建议: 目标价 53.76–55.41 元, 维持“买入”评级

我们看好: 1) 欧美国家逐步完善教育信息化建设带动海外智能交互平板需求旺盛, 公司以 ODM 模式开拓海外市场紧抓海外智能交互平板市场高增长红利; 2) 公司智能电视 ODM 业务实施差异化战略, 聚焦新兴市场 Local King 客户, 受益于电视大尺寸、高清化、智能化的趋势且新兴市场需求稳中有升; 3) 公司布局智能健身镜、智能化妆镜等创新交互显示产品, 把握新冠疫情背景下居家健身、居家美妆的行业机遇。综合相对估值与绝对估值, 我们认为公司估值合理区间为 281–290 亿元, 对应 53.76–55.41 元/股, 维持“买入”评级。

风险提示

估值风险

我们采取绝对估值和相对估值方法得出公司的合理估值在 53.76–55.41 元之间, 但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的, 特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本 (WACC) 的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定, 都加入了很多主观的判断:

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观, 导致未来 10 年自由现金流计算值偏高, 从而导致估值偏乐观的风险;
- 2、加权资本成本 (WACC) 对公司估值影响非常大, 我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.59%、风险溢价 8.94%, 可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低, 从而导致公司估值高估的风险;

3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

4、相对估值法中我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，通过 PE 估值的方式得到相对估值法下公司估值的合理区间，如果市场整体风险偏好发生变化、估值中枢向下调整，公司有可能面临估值下调的风险。

盈利预测风险

在盈利预测中，我们看好：1) 欧美国家逐步完善教育信息化建设带动海外智能交互平板需求旺盛，公司以 ODM 模式开拓海外市场紧抓海外智能交互平板市场高增长红利；2) 公司智能电视 ODM 业务实施差异化战略，聚焦新兴市场 Local King 客户，受益于电视大尺寸、高清化、智能化的趋势且新兴市场需求稳中有升；3) 公司布局智能健身镜、智能化妆镜等创新交互显示产品，把握新冠疫情背景下居家健身、居家美妆的行业机遇。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润同比增长 52.4%/29.0%/24.3%至 14.07/18.14/22.56 亿元。如果这些盈利预测的假设条件不成立，我们的盈利预测存在出现偏差的风险。

经营风险

1、液晶面板价格波动的风险。19-21 年公司主营业务成本中直接材料的占比分别为 93.99%、92.51%、93.64%，其中最主要的原材料为液晶面板。公司采购液晶面板主要采用“以产定购”的模式，采购价格由各厂商根据市场供求关系并结合双方的长期合作紧密程度进行确定。2020 年 6 月至 2021 年 7 月，全球液晶面板出现暂时性供求关系紧张及市场价格上涨的情况，导致公司原材料成本上升。如果未来液晶面板市场价格持续上涨，将会对公司盈利情况、资金周转造成不利影响。

2、芯片供应受到国际贸易摩擦影响的风险。2020 年以来，国际贸易摩擦影响国内企业的芯片采购，公司产品所使用的芯片包括主控芯片和外围芯片。若国际贸易摩擦持续发酵，相关国际环境继续恶化，可能发生国内芯片市场持续供应不足的情况，将对公司生产经营造成不利影响。

市场风险

1、全球新冠肺炎疫情带来的订单量下降风险。2020 年 1 月以来，新冠疫情在全球爆发，公司的主要客户在海外，若海外疫情长时间不能被有效控制，将导致公司部分下游客户海外市场需求萎缩，从而导致公司获得的订单量下降。

2、下游客户所处行业市场波动风险。公司下游客户所处的主要行业有：智慧教育、智能办公、电竞、安防、商业展示、医疗、智能电视等领域，若未来公司下游客户市场需求萎缩或下游客户所在国家的经济萎缩，将制约下游客户对公司产品的采购需求，对公司的产品销售产生不利影响。

3、市场份额逐步向大型企业集中的风险。智能显示行业属于技术与资金密集型行业，在现有的行业竞争格局中，市场竞争逐步分化，马太效应日益显著。市场份额逐步向大型企业集中，大型企业凭借强大的研发实力作为基础，匹配先进的技术装备，能够生产高品质的产品，同时也拥有液晶面板等原材料较大的采购渠道资源，市场竞争力逐步增强。公司属于行业内大型制造企业，若未来不能持续进行资金与技术投入，并有效扩大在市场的产品占用率，将因市场竞争的加剧限制自身的盈利、发展和壮大，为未来的发展前景带来不确定性风险。

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 | 23% | 34% | 37% | 39% | 41% | 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 | 1.9% | 1.9% | 4.1% | 5.4% | 5.9% | 货币资金的期初余额 | 480 | 390 | 817 | 3307 | 3572 |
| P/E | 29.4 | 15.5 | 14.7 | 11.4 | 9.2 | 货币资金的期末余额 | 390 | 817 | 3307 | 3572 | 3822 |
| P/B | 7.1 | 5.3 | 3.7 | 3.1 | 2.6 | 企业自由现金流 | 0 | 724 | 867 | 861 | 925 |
| EV/EBITDA | 30.2 | 16.9 | 16.7 | 13.5 | 11.0 | 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：518046 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