

# 康冠科技 (001308.SZ)： 智能显示领先企业，未来成长可期

## ——公司深度报告

股票投资评级：买入|维持

杨维维/熊婉婷

中邮证券研究所 轻工家电团队

中邮证券

2023年11月27日

**智能显示领先企业，业务结构持续优化。**公司成立于1995年，成立以来一直专注于智能显示产品领域的研发设计和生产制造，目前主要产品为智能电视、智能交互显示产品等，2023H1公司智能电视、智能交互显示产品营收占比分别为50%、41%。据DISCIEN，2022年公司智能交互平板在生产制造型供应商中的出货量全球排名第一；据洛图科技，2023年半年度，公司智能电视在生产制造型供应商中的出货量全球排名第五，行业地位领先。受益于公司客户拓展、业务结构优化，2018-2022年公司营收、归母净利润年复合增长率分别达14%、40%，利润端表现亮眼。

**智能交互显示：市场发展景气，代工+自有品牌并举。**智能交互显示产品应用场景广泛，主要包括教育、会议、电竞、安防、商业展示、医疗等领域，据DISCIEN，2021-2027年全球智能交互平板出货量从302.9万台提升至462万台，年复合增长7.29%。公司紧抓海外市场高速增长趋势，以服务一线客户为主，产品主要销往欧洲、北美等主流市场。与此同时，公司推进自有品牌业务，分别于1998年、2007年、2014年推出KTC、FPD、皓丽等自有品牌，其中，据洛图科技，2022年，皓丽品牌在国内商用平板市场中出货量排名第二，自有品牌表现靓丽。另外，公司旗下子公司康冠医疗及康冠汽车电子分别发力医疗及汽车电子领域智能显示业务。

**智能电视：定制化柔性化生产，差异化市场布局。**公司针对智能电视制定了差异化的市场竞争战略，确立了服务智能电视国际知名品牌中小区域市场、各区域市场本地龙头品牌客户的差异化市场策略，2023H1、Q3公司智能电视出货量分别+14.41%、+24.41%，目标市场需求相对较高。公司凭借研发和制造优势定制化柔性化服务客户，在目标市场占据较高市占率。此外，智能电视核心原材料液晶面板价格自11月有所下滑，盈利水平压力有望逐步缓解。

**重视员工激励，上市一年半内推出两期股权激励。**公司上市一年半时间内分别推出2022年、2023年两期股票期权激励计划，人员除核心管理团队外还包括公司核心管理人员、核心技术（业务）人员及其他，分别涉及618、1211人，授予股票期权数量分别为964、1938万份，行权价格分别为18.96、22.14元/份。2022年股票期权业绩考核中，2022年公司净利润表现超额完成目标。2023年股票期权计划业绩考核为以2022年收入为基数，2023-2025年营收增长率目标值分别为+15%/30%/50%。

**盈利预测与估值：**我们看好公司从智能电视出口企业到AI智能显示终端的积极转变，预计公司2023-2025年归母净利润分别为12.55/15.90/18.92亿元，同比分别-17.19%/+26.67%/+19.05%，对应PE分别为14/11/9倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济环境的风险、汇率波动的风险、原材料价格波动的风险。

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	11,587	12,436	15,154	17,967
增长率(%)	-2.54%	7.33%	21.85%	18.56%
EBITDA(百万元)	1,543	1,383	1,768	2,084
归属母公司净利润(百万元)	1,516	1,255	1,590	1,892
增长率(%)	64.19%	-17.19%	26.67%	19.05%
EPS(元/股)	2.22	1.84	2.32	2.77
市盈率 (P/E)	11.73	14.17	11.19	9.40
市净率 (P/B)	3.00	2.59	2.10	1.72
EV/EBITDA	9.81	12.41	9.26	7.31

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

# 目录

- 一 康冠科技：智能显示领先企业，业务结构持续优化
- 二 智能交互显示：市场发展景气，代工+自有品牌并举
- 三 智能电视：定制化柔性化生产，差异化市场布局
- 四 盈利预测与估值
- 五 风险提示

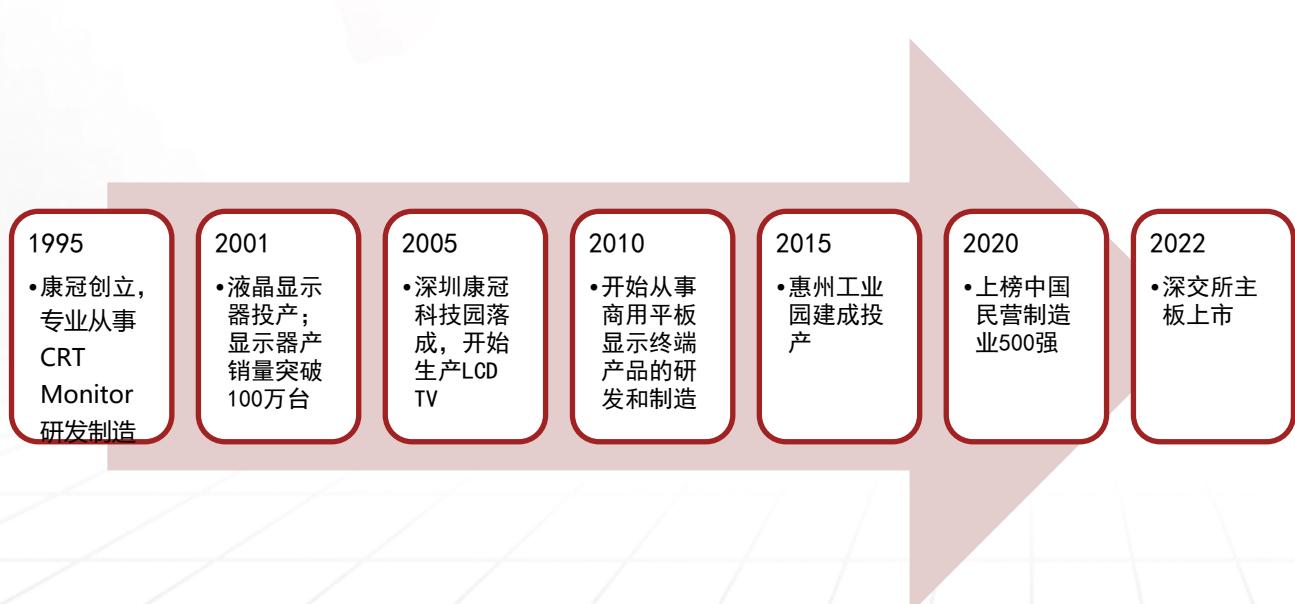
# 一

## 康冠科技：智能显示领先企业，业务结构持续优化

# 1.1 专注于智能显示领域，产品种类丰富

- 康冠科技，成立于1995年，于2022年深交所主板上市，是一家专注于智能显示产品领域的研发设计和生产制造企业。公司的主要业务为智能显示产品的研发、生产以及销售，主要产品包括智能交互平板、专业类显示产品、创新类显示产品、智能电视等。其中**智能交互平板**主要应用于教育、会议等领域；**专业类显示产品**主要应用于电竞、安防、商业展示、医疗等领域；**创新类显示产品**应用场景广泛，主要包括运动健身、美妆、家庭娱乐等领域。

图表1：公司发展历程



图表2：公司产品体系



## 1.2 股权结构稳定，管理团队优质

- 公司股权结构稳定。**公司控股股东为凌斌先生，共同实际控制人为凌斌、王曦。截至2023年06月30日，凌斌先生通过直接持有深圳市康冠科技股份有限公司27.54%的股权，通过持有深圳市至远投资50.00%的股权、深圳视界投资12.00%的股权、深圳视清投资16.41%的股权、深圳视野投资16.03%的股权、深圳视新投资16.99%的股权，间接持有本公司16.93%的股份，合计持有公司44.47%的股权。王曦通过至远投资间接持有公司13.63%的股份。**凌斌、王曦合计持有公司58.10%的股份。**
- 公司首发限售股锁定期3年，部分董事会和高级管理人员锁定期3.5年，限售股占公司总股本89%。**

图表3：公司股权结构

股东名称	持股比例
凌斌	27.54%
深圳市至远投资有限公司	27.27%
深圳视界投资管理企业(有限合伙)	7.45%
李宇彬	6.74%
凌峰	5.88%
深圳视清投资管理企业(有限合伙)	4.86%
深圳视野投资管理企业(有限合伙)	4.86%
深圳视新投资管理企业(有限合伙)	4.85%

图表4：公司股本结构

股东名称	限售原因	解除限售日期	限售股数(万股)	占总股本比例
凌斌	首发限售股、分红转增股份限售股	2025年9月18日	18,731	27%
深圳市至远投资有限公司	首发限售股、分红转增股份限售股	2025年9月18日	18,547	27%
深圳视界投资管理企业(有限合伙)	首发限售股、分红转增股份限售股	2025年3月18日	5,065	7%
李宇彬	首发限售股、分红转增股份限售股	2025年9月18日	4,586	7%
凌峰	首发限售股、分红转增股份限售股	2025年9月18日	3,998	6%
深圳视清投资管理企业(有限合伙)	首发限售股、分红转增股份限售股	2025年3月18日	3,306	5%
深圳视野投资企业(有限合伙)	首发限售股、分红转增股份限售股	2025年3月18日	3,306	5%
深圳视新投资管理企业(有限合伙)	首发限售股、分红转增股份限售股	2025年3月18日	3,300	5%
合计	--	--	60,845	89%

## 1.2 股权结构稳定，管理团队优质

- 核心团队优质稳固，资历丰富。**公司核心团队加入公司年限均有 20 年，积累了丰富的管理、研发及销售经验。
- 公司董事长凌斌先生于 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。
- 总经理李宇彬先生于 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，另外，在副总经理程陈茂华先生的带领下，公司研发设计产品荣获德国红点产品设计奖。

图表5：公司核心管理团队

姓名	职务	个人简历
凌斌	董事长,董事	1968年7月出生。1991年6月至1993年9月于美芝工业公司任业务员；1993年10月至1995年9月于深圳市康特高科技工业有限公司任总经理； <b>1995年9月设立康冠科技</b> ，至今先后担任董事长、总经理；2003年12月至今担任深圳市康冠商用科技有限公司董事长；2010年12月至今担任惠州市康冠科技有限公司董事长；2012年8月至今担任康冠科技（香港）有限公司董事；2014年6月至今担任深圳市绿野仙踪投资有限公司监事；2015年9月至今担任深圳市康冠医疗医疗设备有限公司执行董事；2015年9月至今担任深圳市至远投资有限公司监事；2015年12月至今担任深圳视界投资管理企业（有限合伙）执行事务合伙人；2020年8月至今担任深圳市皓丽软件有限公司执行董事、总经理。现任康冠科技董事长。凌斌先生于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。
李宇彬	董事,总经理	1965年6月出生。1989年6月至1991年3月于深圳市工业设计有限公司任技术部职员；1991年3月至1992年12月于深圳联华企业公司任工业部职员；1993年1月至1995年9月于深圳市京华光电器件有限公司任厂长； <b>1995年9月与凌斌共同设立康冠科技</b> ，至今先后担任董事、总经理；2010年10月至今担任惠州市康冠科技有限公司董事。现任康冠科技董事、总经理。李宇彬先生于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。
廖科华	董事,副总经理	1978年8月出生。 <b>2003年7月加入康冠科技</b> ，至今先后担任总裁助理、行政中心经理、人力资源部经理、营销处总经理、董事、副总经理；2015年9月至今担任康冠科技（香港）有限公司董事；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。
陈茂华	董事,副总经理	1977年4月出生。 <b>2002年7月加入康冠科技</b> ，至今先后担任研发处工程师、研发处经理、研发处总经理、董事、副总经理；2016年至今先后担任深圳市康冠智能科技有限公司执行董事、总经理。现任康冠科技董事、副总经理。陈茂华先生于2014年7月被认为深圳市后备级人才，2017年9月被认定为深龙英才C类人才。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：iFinD，中邮证券

## 1.2 股权结构稳定，管理团队优质

- **两期股权激励彰显公司信心，团队凝聚力有望提升。**公司分别推出两期股票期权激励计划，分别占总股本比例的2.39%/3.67%，人员除核心管理团队外还包括公司核心管理人员、核心技术（业务）人员及其他，分别涉及618、1184人，公司股权激励计划涉及员工广泛，有利于提升团队凝聚力。

图表6：2023年股票期权激励计划

行权期	考核年度	营业收入相对于2022年增长率(X)	
		目标值(Xm)	触发值(Xn)
第一个行权期	2023年	15%	12%
第二个行权期	2024年	30%	24%
第三个行权期	2025年	50%	40%

序号	姓名	职务	获授的股票期权数量(万份)	占授予股票期权总数的比例	占本计划公告日股本总额的比例
----	----	----	---------------	--------------	----------------

### 一、董事、高级管理人员

1	廖科华	董事、副总经理	6.6397	0.35%	0.01%
2	陈茂华	董事、副总经理	13.3874	0.70%	0.03%
3	张斌	副总经理	6.3158	0.33%	0.01%
4	孙建华	副总经理、董事会秘书	6.6397	0.35%	0.01%
5	吴远	财务总监	14.413	0.75%	0.03%

### 二、其他激励对象

核心管理人员、核心技术（业务）人员以及董事会认定需要激励的其他员工(1,179人)	1,875.48	97.54%	3.58%
合计	1,922.87	100.00%	3.67%

图表7：2022年股票期权激励计划

行权期	考核年度	营业收入相对于2021年增长率(X)		净利润相对于2021年增长率(Y)	
		目标值(Xm)	触发值(Xn)	目标值(Ym)	触发值(Yn)
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%

序号	姓名	职务	获授的股票期权数量(万份)	占授予股票期权总数的比例	占本计划公告日股本总额的比例
----	----	----	---------------	--------------	----------------

### 一、董事、高级管理人员

1	廖科华	董事、副总经理	7.0501	0.56%	0.01%
2	陈茂华	董事、副总经理	7.0501	0.56%	0.01%
3	张斌	副总经理	6.7437	0.54%	0.01%
4	孙建华	副总经理、董事会秘书	6.7437	0.54%	0.01%
5	吴远	财务总监	4.9045	0.39%	0.01%

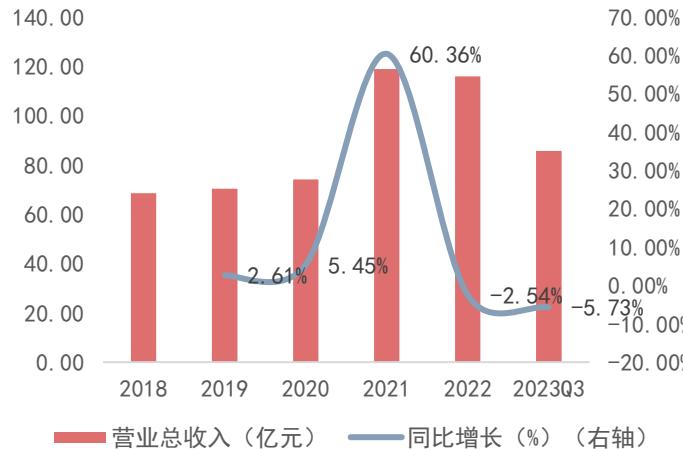
### 二、其他激励对象

核心管理人员、核心技术（业务）人员以及董事会认定需要激励的其他员工(613人)	1220.3137	97.41%	2.33%
合计	1252.8058	100%	2.39%

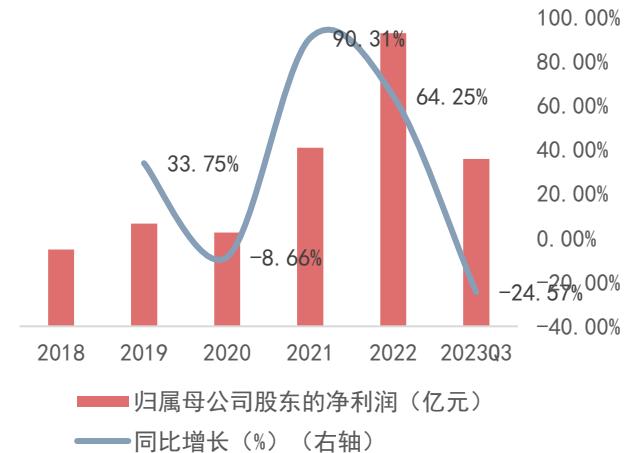
## 1.3 营收保持增长，盈利能力稳步提升

- 营收保持增长，盈利能力稳步提升。** 2018-2022年公司营业总收入从68.51提升至115.87亿元，期间复合增长14%；归母净利润从3.97提升至15.16亿元，期间复合增长40%，受益于产品结构持续优化，公司盈利能力稳步提升。2023年前三季度公司营业总收入达85.62亿元，同比下滑5.73%，归母净利润达8.65亿元，同比下滑24.57%，受去年海外智能交互平板需求高基数影响，营收小幅承压，受面板价格变动影响，业绩有所下滑。
- 2018-2022年公司销售毛利率从14.18%提升至21.13%，同比增长6.95pct；销售净利率从5.79%提升至13.10%，同比增长7.31pct，2022年公司盈利能力增长强劲主要原因在于：1) 产品结构优化，高毛利智能交互平板及大尺寸智能电视增长强劲；2) 核心原材料面板价格下降；3) 获得汇兑收益以及政府补助资金。

图表8：2018-2023Q3公司营业总收入及同比增速



图表9：2018-2023Q3公司归母净利润及同比增速



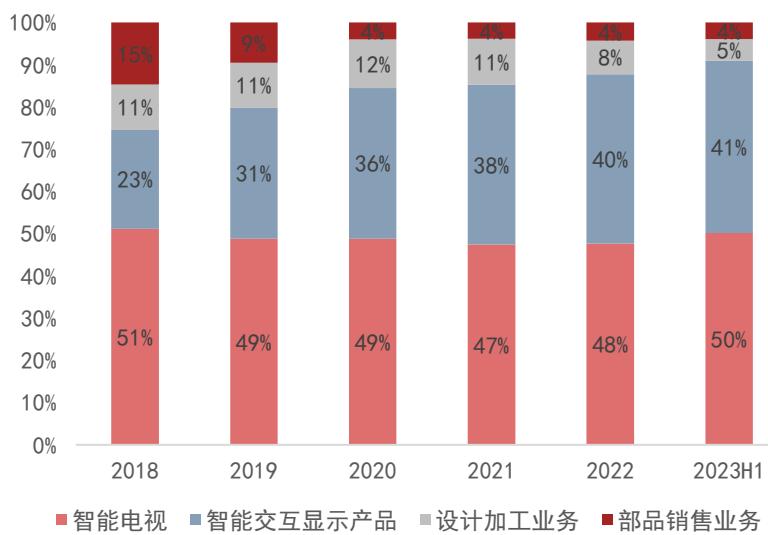
图表10：2018-2023Q3公司销售毛利率及净利率



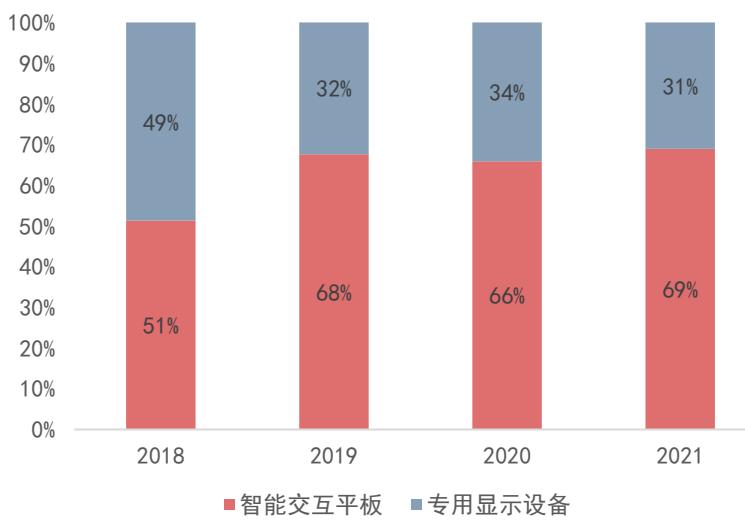
# 1.4 智能电视稳健发展，智能交互显示快速增长

- 智能电视稳健发展，智能交互显示快速增长。** 2018-2023H1公司智能电视营收占比保持50%区间；智能交互显示产品营收占比从23%提升至41%，保持快速增长态势。智能交互显示产品可分为智能交互平板和专用显示设备，2021年占智能交互显示产品大类收入比重分别为69%/31%。
- ODM业务为主，同时开拓自有品牌。** 公司业务模式以ODM业务为主，同时开拓自有品牌业务。公司智能电视及智能交互平板业务以ODM业务模式为主。公司旗下自有品牌有“KTC”主要经营电竞显示器类、智能家居类产品；“皓丽”主要经营智能会议平板类产品；“福比特”主要经营智能家居类产品。2023H1公司智能电视、智能交互显示产品毛利率分别为15.68%/24.21%。

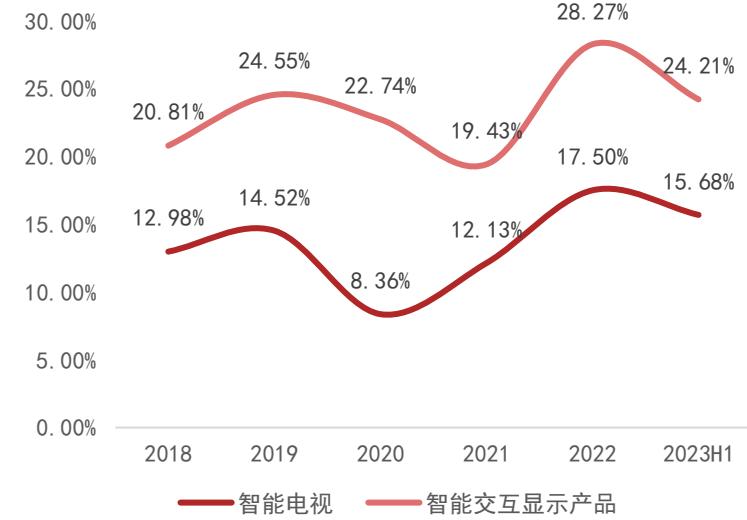
图表11：公司营收结构（按产品）



图表12：智能交互显示产品结构



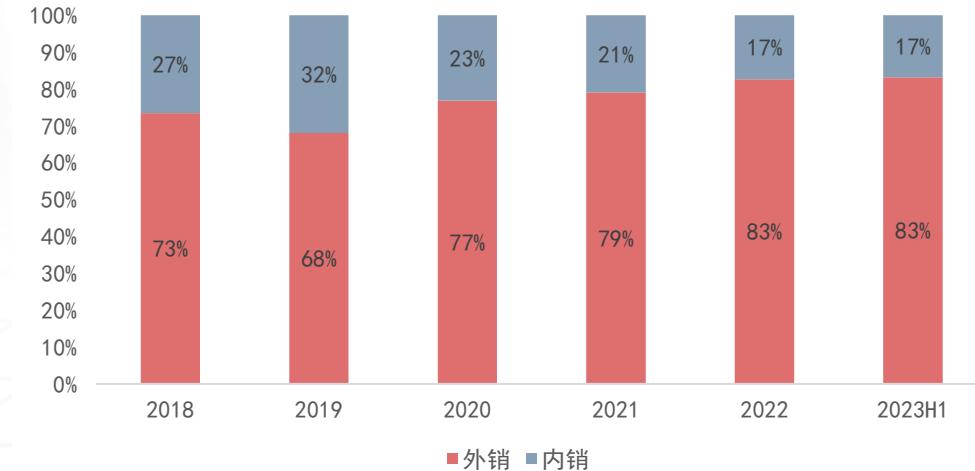
图表13：2018-2023H1公司毛利率（分产品）



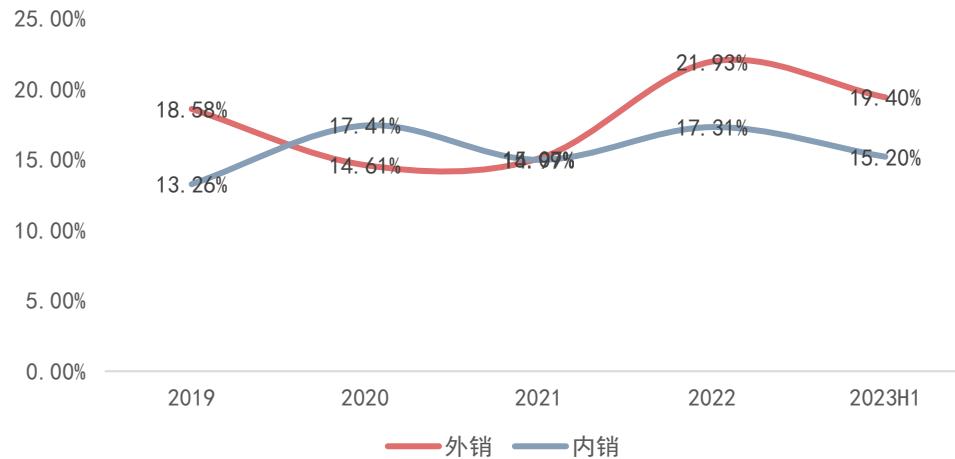
# 1.5 外销为主，外销毛利率提升

- 公司业务结构以外销为主，外销占比提升有利于公司盈利能力提升。2018-2023H1公司外销营收占比从73%提升至83%，外销占比持续提升。
- 2019-2023H1公司外销毛利率分别为18.58%、14.61%、15.07%、21.93%、19.40%，受美元升值及智能交互平板出货量大增，产品结构持续优化的影响，2022年公司外销毛利率提升明显；内销毛利率分别为13.26%、17.41%、14.99%、17.31%、15.2%，公司内销毛利率整体保持平稳。

图表14：公司产品结构（按地区）



图表15：2019-2023H1公司毛利率（分地区）

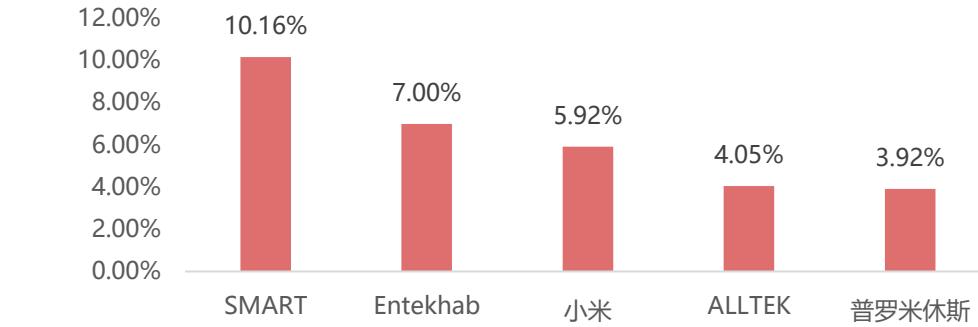


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

## 1.6 下游客户资源优质，分布较为分散

- 公司下游客户主要为全球智能交互显示、智能电视品牌商，具体为智能交互显示产品全球头部品牌商如SMART、普罗米休斯、NEC、明基等，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。
- 公司客户分布较为分散，以2021年数据为例，公司前五大客户SMART/Entekhab/小米/ALLTEK/普罗米修斯销售占比分别为10.16%/7.00%/5.92%/4.05%/3.92%，前五大客户销售占比共计31.05%。

图表16：2021年公司前五大客户销售占比情况

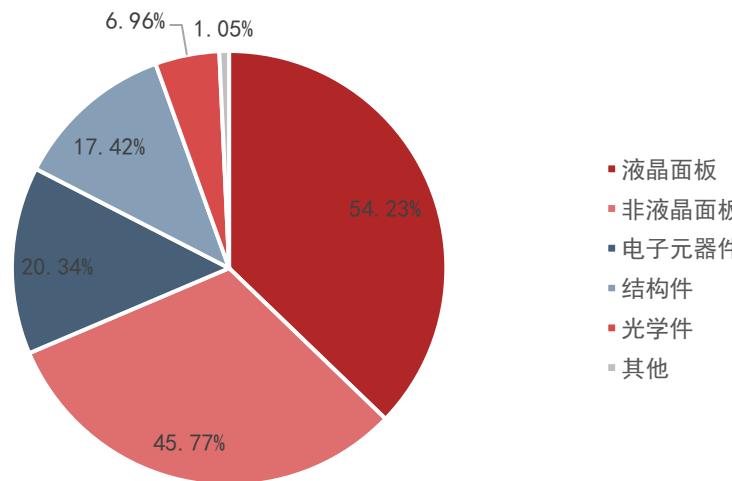


资料来源：康冠科技招股说明书，中邮证券研究所

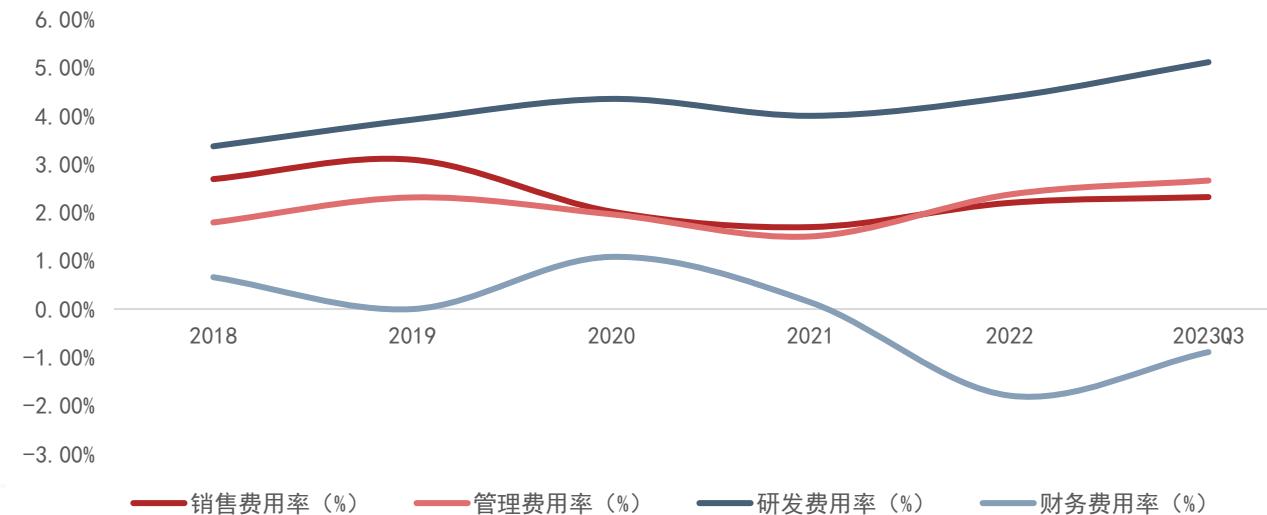
# 1.7 液晶面板是主要原材料，期间费用率管控良好

- 公司核心原材料为面板，价格变动影响企业盈利能力。2021年液晶面板、非液晶面板分别占据公司原材料采购比例54.23%、45.77%，面板价格变动对公司业绩影响较大。
- 期间费用率方面，2023年前三季度公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为2.32%/2.66%/5.11%/-0.89%。

图表17：2021年公司原材料采购比例



图表18：2018-2020年公司期间费用率结构



资料来源：康冠科技招股说明书，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

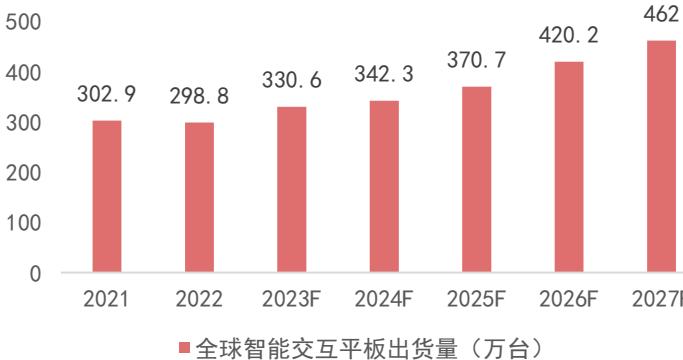
二

智能交互显示：市场发展景气，代工+自有  
品牌并举

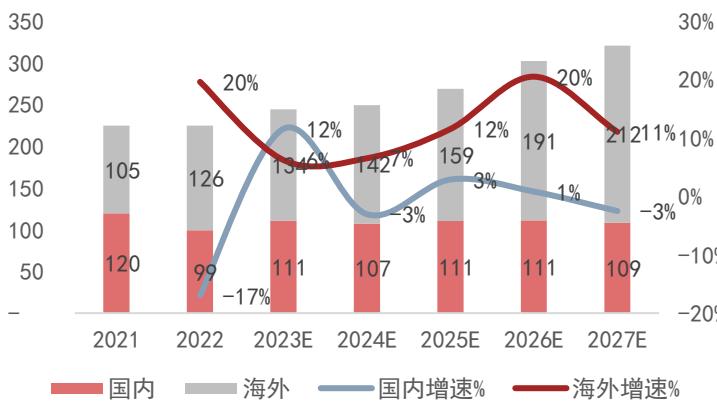
## 2.1 全球智能交互平板需求稳步增长，公司差异化销售模式布局

- **全球智能交互平板市场需求稳步增长。**智能交互显示产品应用场景广泛，主要包括教育、会议、电竞、安防、商业展示、医疗等领域。据DISCIEN数据显示，2021-2027年全球智能交互平板出货量从302.9万台提升至462万台，期间复合增长7.29%。教育市场及商用会议市场为智能交互显示产品两大重要应用领域。
- **教育市场：**在国内外教育信息化建设投入逐年提升和教育市场新增及更新换代需求强劲的背景下，智能交互平板在教育市场的容量可观且潜在空间庞大。据DISCIEN数据显示，2022年国内/海外教育市场智能交互平板出货量分别为99/126万台，同比分别-17%/+20%，海外需求增长良好。
- **会议市场：**会议市场是智能交互平板的主要潜力市场，目前全球共有约3,200万间会议室，智能交互平板的渗透率不足10%，随着企业对智能交互平板的认可度提升，商用办公市场拓展潜力巨大。据DISCIEN数据显示，2022年国内/海外会议市场智能交互平板出货量分别为45/28万台，同比分别-14%/+11%。

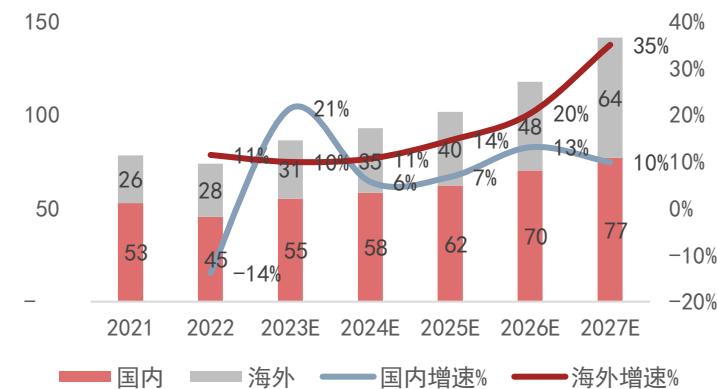
图表19：2021-2027年全球智能交互平板出货量及预测



图表20：2021-2027年全球教育市场智能交互平板出货量及预测（单位：万台）



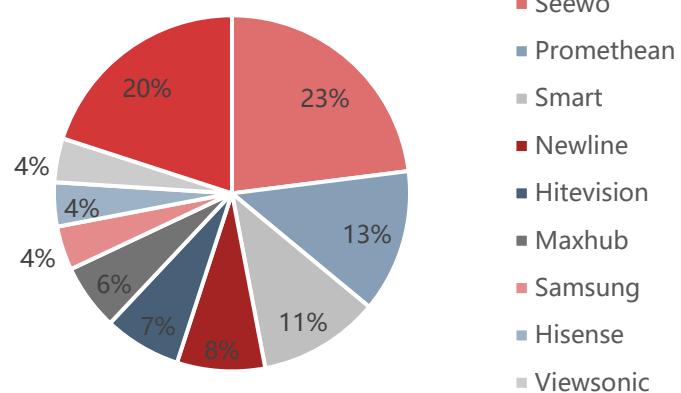
图表21：2021-2027年全球会议市场智能交互平板出货量及预测（单位：万台）



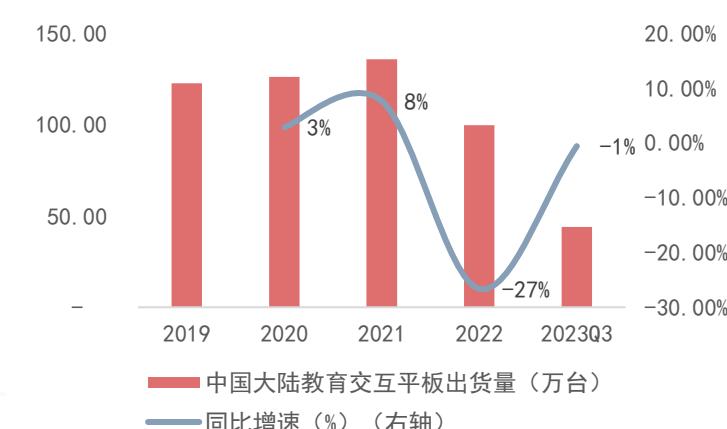
## 2.1 全球智能交互平板需求稳步增长，公司差异化销售模式布局

- **智能交互平板代工客户市场份额领先。**公司智能交互显示产品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、全球头部显示器品牌和生产企业NEC、明基、仁宝等。据群智咨询数据显示，2022年全球交互智能平板市场中希沃、普罗米修斯、Smart、Newline、Hitevision分别占据23%/13%/11%/8%/7%，公司智能交互显示产品客户市场份额占据领先地位。
- **中国教育、商用交互平板市场有望回暖，自有品牌“皓丽”商用市场排名第二。**受宏观环境变动影响，2022年中国大陆教育、商用交互平板市场大幅下滑，2023Q3数据显示交互平板市场降幅收窄，教育、商用平板出货量分别为43.91、9.44万台，同比分别-1%/-13%。据洛图数据显示，2022年教育市场中希沃、鸿合、海信CR3市占率高达71%；商用市场市场中，公司旗下品牌皓丽排名第二，仅次于MAXHUB。

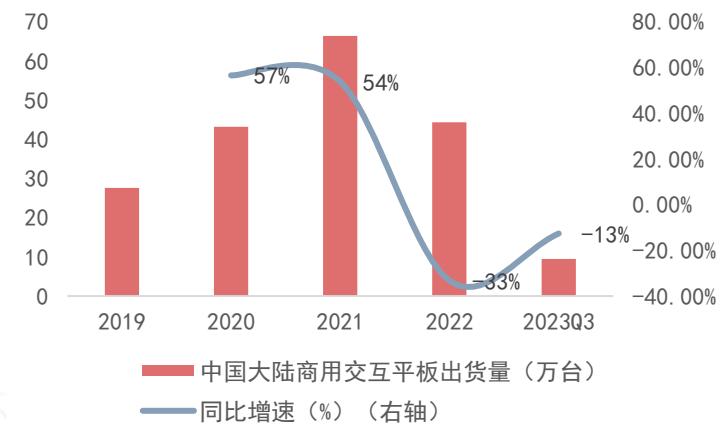
图表22：2022年全球交互智能平板竞争格局



图表23：2019-2023Q3中国大陆教育交互平板出货量及同比增速



图表24：2019-2023Q3中国大陆商用交互平板出货量及同比增速



资料来源：群智咨询，中邮证券研究所

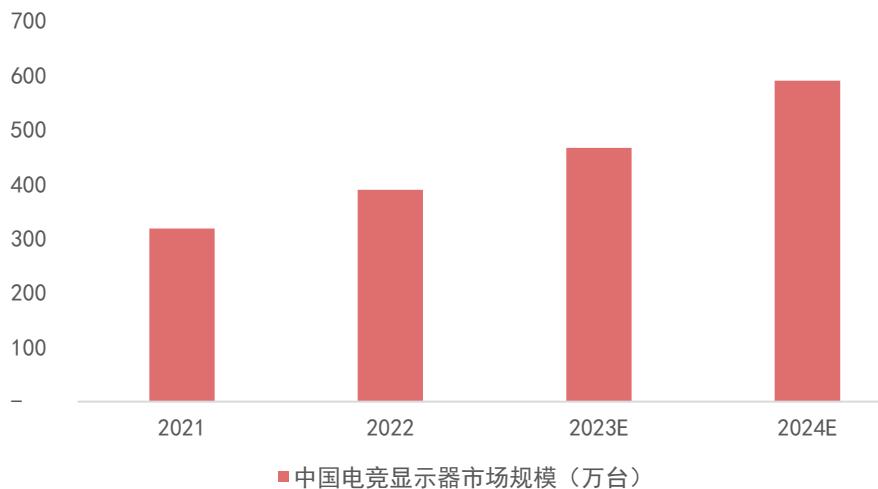
资料来源：洛图科技，中邮证券研究所

资料来源：洛图科技，中邮证券研究所

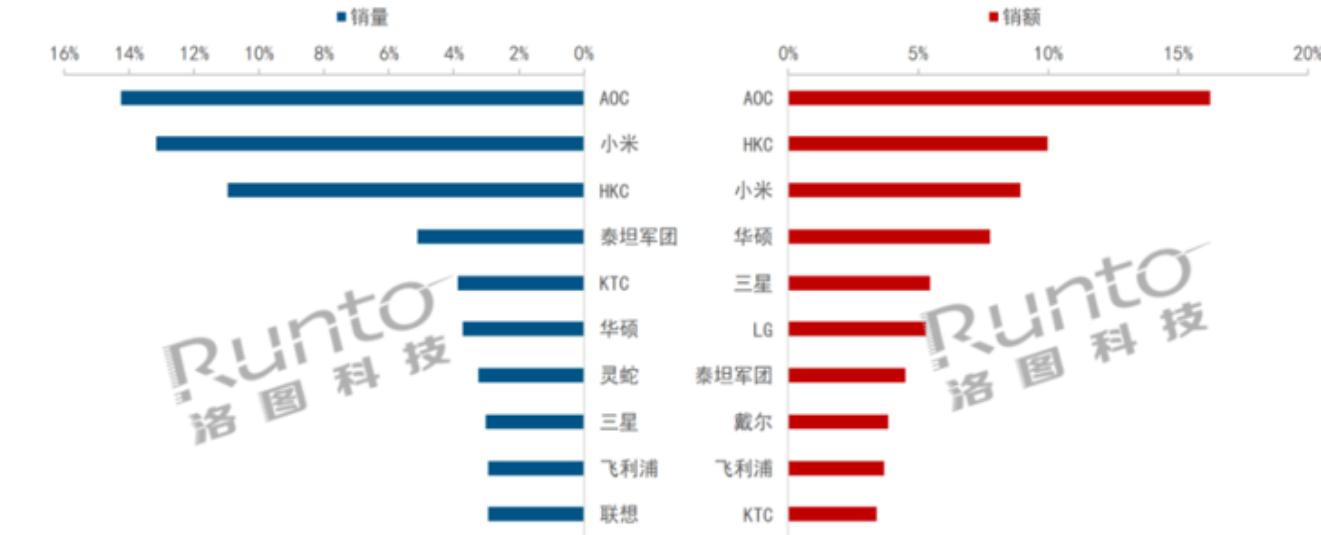
## 2.2 电竞显示器细分品类逆势增长，KTC市场份额靠前

- **电竞显示器需求火爆，KTC电竞显示屏市场份额靠前。**近几年，随着我国游戏市场的蓬勃发展，电竞行业不断被广大用户所熟知，与此相关的配件（如：显示器、主机、电竞椅等）需求火爆，电竞显示器作为最重要的游戏硬件,是所有趋势品类的焦点。据洛图科技数据显示，2022年中国显示器出货2487万台，下滑20%以上，其中电竞显示器出货量达389万台，同比增速达22%，实现逆势增长。
- 据洛图科技数据可知，2023Q3中国显示线上市场中，KTC品牌销量排名第五；销额排名第十，市场份额靠前，有望充分受益于显示器行业细分品类电竞显示器的高速增长。

图表25：2021-2024年中国电竞显示器市场规模及预测



图表26：2023Q3中国显示器线上市场TOP品牌份额



## 2.3 打造“自有品牌先行，全球ODM并举”增长策略

- 公司智能交互显示产品可分为智能交互平板、专业类显示产品以及创新类显示产品。
- **智能交互平板：**公司教育类智能交互平板以ODM模式为主，主要销往欧美市场；会议类智能交互平板，公司在ODM模式的基础上，同时推进自有品牌业务，创立会议类智能交互平板自有品牌“皓丽（Horion）”。
- **专业类显示产品：**公司专业显示产品包括电竞显示器、拼接屏、单屏显示器、医疗显示器等，采取ODM+自有品牌“KTC”相结合的经营模式。医疗显示器主要有旗下子公司康冠医疗经营，产品类型涵盖了从临床多功能到专业诊断、数字化手术以及远程会诊等全线医疗影像产品，并有病床监护、一体机等创新显示产品，同时对医疗影像信息化有完整成熟的解决方案，实现软硬件全方位覆盖。
- **创新类显示产品：**包括智能运动镜、移动随心屏、智能美妆镜等。其中智能运动镜以ODM模式为主；移动随心屏实现自有品牌“KTC”先行，全球ODM并举的经营模式；智能美妆镜以自有品牌“福比特”模式运营。

图表27：公司智能交互显示产品及自有品牌

主营业务大类	细分品类	主要产品	自有品牌/子公司
智能交互显示产品	智能交互平板	会议平板	皓丽
	专业类显示产品	电竞显示器、医疗显示器、商业显示器（拼接屏、单屏显示器）等	KTC、康冠医疗、康冠汽车电子
	创新类显示产品	灵境VR一体机、移动随心屏、智能美妆镜、智能运动镜、直播一体机、移动智慧屏、投影仪等	福比特（FPD）、KTC

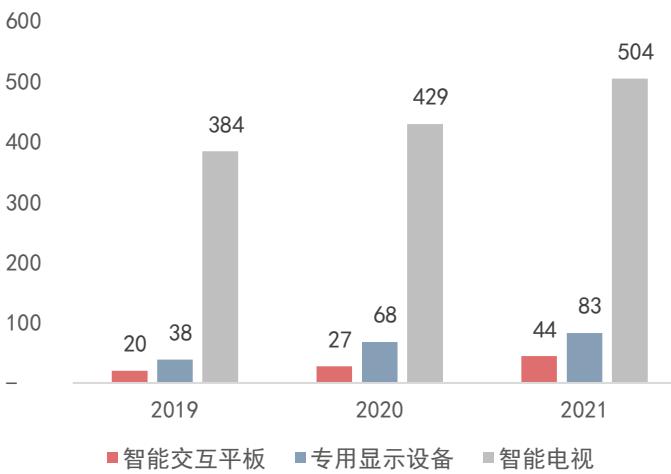


资料来源：康冠科技2023年半年报，中邮证券研究所

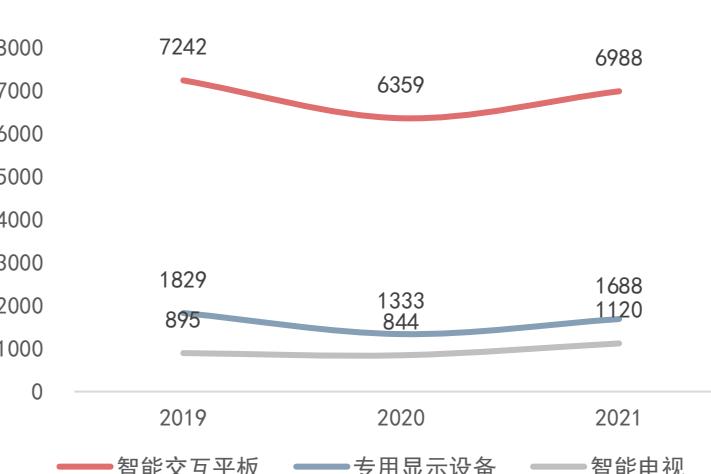
## 2.3 打造“自有品牌先行，全球ODM并举”增长策略

- **智能交互显示产品高速增长，产品结构持续优化。** 智能交互平板及专用显示设备业务具备高技术含量、高价值量及高毛利等特点，产品高于智能电视，2021年公司智能交互平板、专用显示设备、智能电视销售单价分别为6988/1688/1120元。
- 公司持续发力智能交互平板及专用显示设备（创新类、专业类显示产品）业务，2019-2021年公司智能交互平板业务销售量从20提升至44万台，销售收入从14.72提升至30.99亿元，期间复合增长达45.09%；专用显示设备业务销售量从38提升至83万台，销售收入从7.04提升至13.94亿元，期间复合增长达40.73%，保持高速增长态势，公司产品结构持续优化。

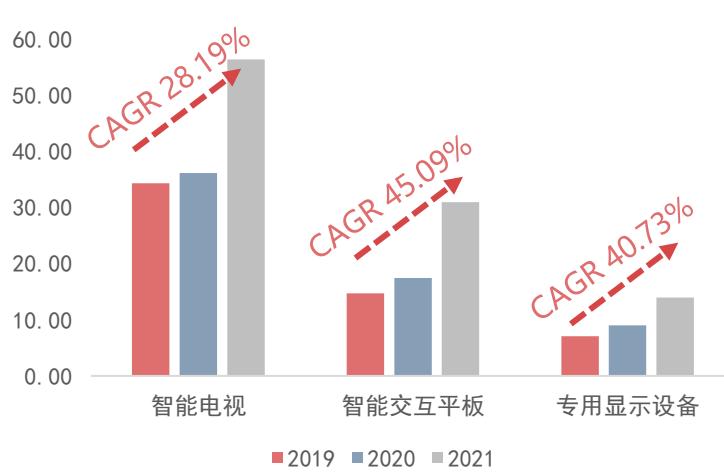
图表28：2019-2021年公司主营业务产品销量（单位：万台）



图表29：2019-2021年公司主营业务产品均价（单位：元/台）



图表30：2019-2021年公司主营业务收入（单位：亿元）

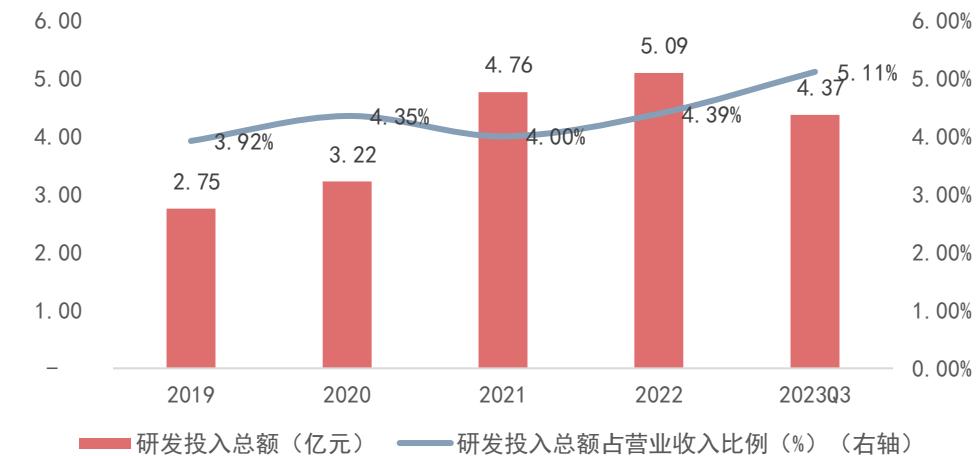


资料来源：康冠科技招股说明书，中邮证券研究所

## 2.3 打造“自有品牌先行，全球ODM并举”增长策略

- **发力创新类、专业类显示产品，打造“自有品牌先行，全球ODM并举”增长策略。**公司智能交互显示产品可分为智能交互平板、专业类显示产品以及创新类显示产品。专业类、创新类显示产品是公司研发投入的重点，2019-2023Q3公司研发费用率从3.92%提升至5.11%，研发投入持续加大。
- 公司创新类新品频出，2022年公司分别推出“KTC 随心屏”、“PFD 美妆镜”以及“PFD双面液晶电视”等产品，市场反响良好，2023年公司推出“FPD VR一体机”抓住苹果推出首款MR设备“Vision Pro”的市场热点，以及“皓丽 直播一体机”响应直播行业需求，公司新品发布及时响应市场需求，产品储备能力强劲。

图表31：2019-2023Q3公司研发投入及占营收比例



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表32：公司创新类显示新品持续推出

2022

- 10月 推出KTC 32英寸智慧随心屏
- 11月 推出FPD智能屏美妆镜
- 11月 推出FPD双面屏液晶电视

2023

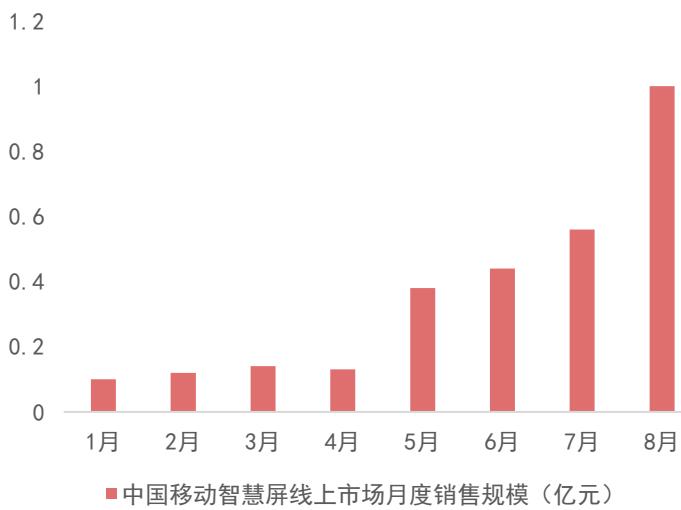
- 6月 推出FPD灵境VR一体机
- 6月 推出皓丽27英寸智能直播机

资料来源：康冠科技微信公众号，中邮证券研究所

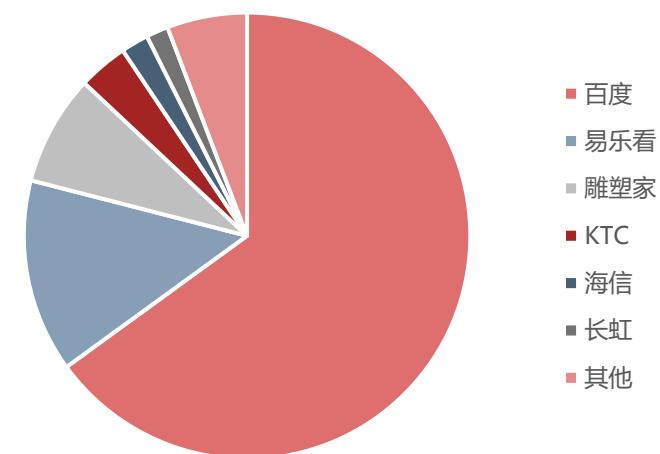
## 2.3 打造“自有品牌先行，全球ODM并举” 增长策略

■ “自有品牌先行，全球ODM并举” 增长策略成功案例——KTC随心屏。顺应当下去客厅化生活方式改变，追求颜值、个性化、体验感的消费者需求，移动智慧屏被认为是下一个可能的智能硬件蓝海市场。2022年公司旗下品牌“KTC”首次推出移动随心屏，2023年3月公司随心屏客户百度推出小度添添闺蜜机，市场热度持续攀升，据洛图数据显示，2023年1-8月，中国移动智慧屏线上市场月度销售规模从0.1提升至1.0亿元，发展势头强劲，百度累计市场份额达65%，排名第一，KTC排名第四。

图表33：2023年中国移动智慧屏线上市场月度销售规模



图表34：2023年1-8月中国移动智慧屏线上市场份额



图表35：KTC移动随心屏及小度添添闺蜜机



## 2.3 打造“自有品牌先行，全球ODM并举” 增长策略

- 公司旗下自有品牌于双十一获得良好成绩。其中，“KTC” 品牌总销售额同比增长近180%，获京东自营店铺GMV排名TOP6以及拼多多店铺畅销榜TOP1；“皓丽” 品牌获京东电视影音全周期（10.23-11.11）第一，获京东商用显示成交品牌TOP1。
- 据奥维睿沃数据，“KTC” 显示器双十一期间（10.23-11.12）销量同比增长242%，产品结构超7成均为电竞产品，凭借线上电竞需求拉动，品牌持续发力。

图表36：公司旗下品牌双十一战报



三

## 智能电视：定制化柔性化生产，差异化市场布局

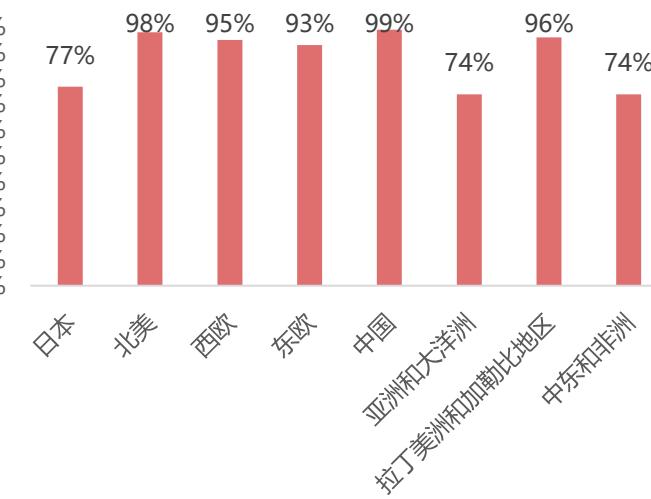
### 3.1 智能电视行业增长平稳，全球普及率仍有增长空间

- **智能电视行业增长平稳。**数据显示，2017-2021年智能电视出货量从1.3提升至1.86亿台，期间复合增长率达9.37%，保持平稳增长态势。
- **第三世界国家智能电视普及率仍有增长空间。**数据显示，北美、西欧、东欧、中国、拉丁美洲和加勒比地区智能电视普及率较高，均在90%以上，而日本、亚洲和大洋洲、中东和非洲智能电视普及率分别为77%/74%/74%，仍有较大增长空间。
- **公司为全球领先的电视ODM工厂。**数据显示，2023H1全球专业电视ODM工厂出货排名中，康冠排名第五，仅次于茂佳、冠捷、兆驰、视讯，居于行业领先地位。

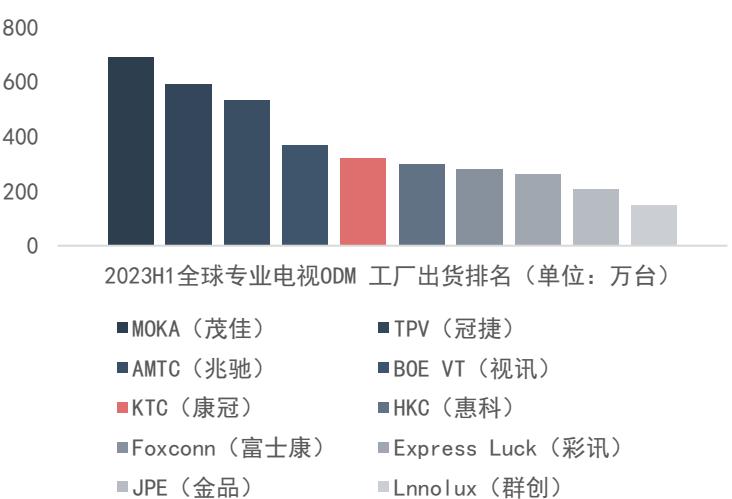
图表37：2017-2021年智能电视出货量及同比增速



图表38：智能电视普及率



图表39：2023H1全球专业电视ODM工厂出货排名



资料来源：Strategy Analytics, 中商产业研究院, 中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

资料来源：Omida, 中邮证券研究所

资料来源：洛图科技, 中邮证券研究所

## 3.2 差异化市场策略布局，柔性化生产制造

- 差异化战略布局。**公司智能电视业务采取差异化的市场策略，服务国际**知名品牌中小区域市场、各区域市场本地龙头品牌客户**，该类型客户具有产品需求多样，定制化需求高，单笔订单量相对较小的特点，公司在上述差异化市场拥有较高的占有率。
- 公司全球运营网络逐步完善，目前已于中国台湾、墨西哥、巴西、波兰、泰国、印度设立境外合作工厂，需求响应速度和技术服务能力进一步提升。
- 柔性化生产制造模式。**公司在深圳和惠州拥有约52万平米自有产权的智能制造中心，62条各类主要生产线，满足21.5吋到120吋的显示终端产品生产要求，可实现深度定制的柔性智造模式。

图表40：公司于多地开设子公司

旗下部分子/孙公司	注册地
KTC TECHNOLOGY DMCC	迪拜
KTC科技日报株式会社	东京
韩国KTC科技有限公司	首尔
康冠科技(香港)有限公司	中国香港
美国KTC科技股份有限公司	加州Irvine
墨西哥KTC科技有限公司	提华纳
欧洲KTC科技有限公司	波兰
台湾康冠科技有限公司	中国台湾新北市

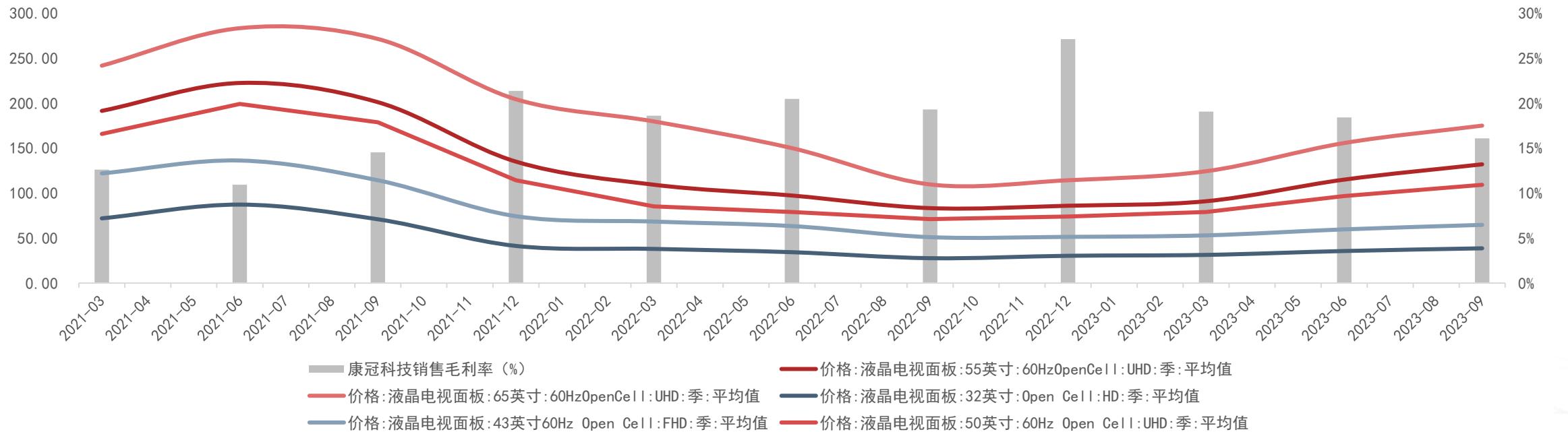
图表41：公司生产线分布



### 3.3 核心原材料面板价格分析

- **公司上游主要为面板供应商。**公司产品的直接材料中最主要的原材料为液晶面板等。长期来看，液晶面板行业的价格主要受到供需关系的直接影响，呈现较强的波动性。公司产品终端价格受原材料价格扰动。据2021-2023年9月液晶电视面板价格走势及公司销售毛利率变动对比来看，液晶电视面板价格下滑有利于公司销售毛利率提升。

图表42：液晶电视面板价格走势及公司销售毛利率变动（单位：美元/片）

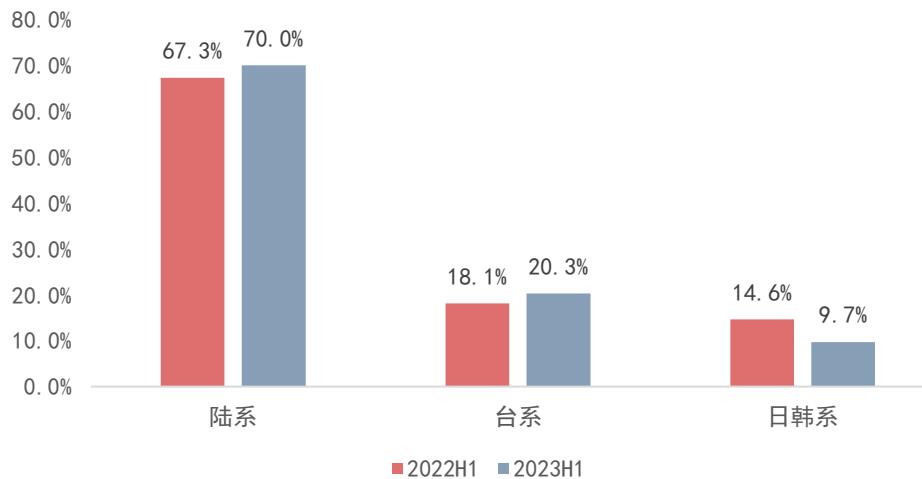


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

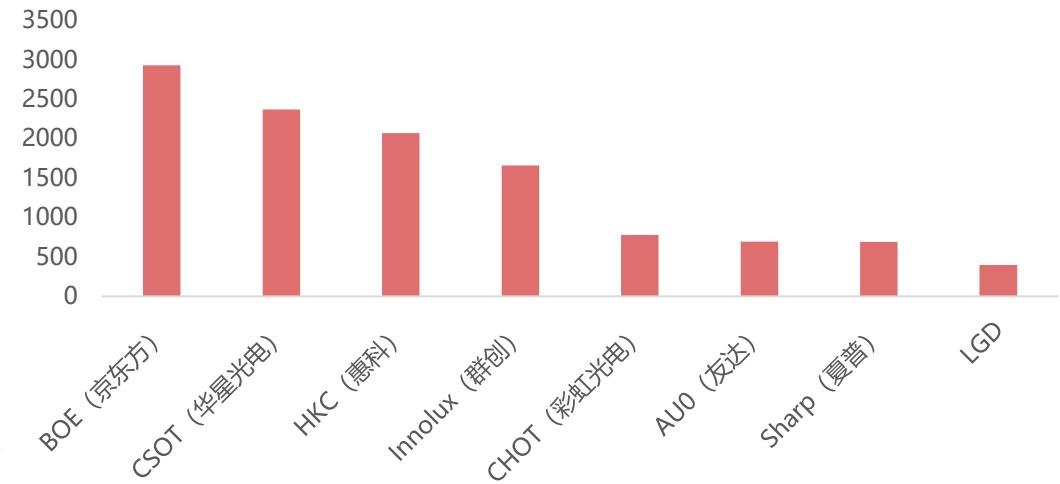
### 3.3 核心原材料面板价格分析

■ **液晶电视面板价格有望保持相对稳定态势。**据洛图科技数据显示，2023H1陆系面板厂商市占率达70%，刷新历史高值，受益于去年开始的韩系面板厂逐步退出，全球液晶电视面板行业的话语权已经彻底地转移到中国大陆厂商。前三大面板厂均为陆系厂商，京东方、华星光电、惠科出货量分别占据25.2%/20.4%/17.7%的市场份额。据预测，预计进入2023年第四季度，稼动率将下调至75%左右，面板价格有望保持相对稳定态势。

图表43：2023H1全球液晶电视面板市场区域结构及变化



图表44：2023H1全球液晶电视面板厂出货量排名  
(单位：万片)



资料来源：洛图科技，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

资料来源：洛图科技，中邮证券研究所

## 四

## 盈利预测与估值

## 4.1 盈利预测

- **盈利预测核心假设如下：**
- **智能交互显示产品：**公司随心屏、电竞显示器、美妆镜等创新产品销量增长强劲，专用设备产品受益于电竞行业景气，预计整体保持快速增长，且随着自有品牌的发力，智能交互业务毛利率逐渐向上。
- **智能电视：**受益于老客户的持续下单以及新客户开拓，公司整体市占率稳步提升，预计智能电视收入整体保持稳定增长，此外，随着小尺寸往大尺寸升级、面板价格的下行以及行业竞争缓解，毛利率水平逐步提升。
- **其他业务：**其他业务主要包括设计加工业务及液晶面板业务，预计该业务随公司业务规模扩大保持平稳增长，毛利率相对保持平稳。
- 预计公司2023-2025年营业总收入分别为124.36/151.54/179.67亿元，同比分别+7%/+22%/+19%，整体毛利率逐步提升。

图表45：分项目盈利预测

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>智能电视</b>				
销售收入 (亿元)	55.23	60.75	67.44	73.17
同比增速 (%)	-2%	10%	11%	9%
收入占比 (%)	48%	49%	45%	41%
毛利率 (%)	18%	16%	16%	17%
<b>智能交互显示产品</b>				
销售收入 (亿元)	46.41	53.65	74.15	96.54
同比增速 (%)	3%	16%	38%	30%
收入占比 (%)	40%	43%	49%	54%
毛利率 (%)	28%	24%	25%	25%
<b>其他业务</b>				
销售收入 (亿元)	14.23	9.96	9.96	9.96
同比增速 (%)	-19%	-30%	0%	0%
收入占比 (%)	12%	8%	7%	6%
毛利率 (%)	12%	15%	15%	15%
<b>营业总收入</b>				
销售收入 (亿元)	115.87	124.36	151.54	179.67
同比增速 (%)	-3%	7%	22%	19%
毛利率 (%)	21%	19%	20%	21%

## 4.2 投资建议

- 同行业公司对比可知，公司每股收益远高于行业平均水平，估值略低于行业平均水平，估值性价比凸显。
- 我们看好公司从智能电视出口企业到AI智能显示终端的积极转变，预计公司2023-2025年归母净利润分别为12.55/15.90/18.92亿元，同比分别-17.19%/+26.67%/+19.05%，对应PE分别为14/11/9倍，维持“买入”评级。

图表46：康冠科技及同行业公司估值对比

股票代码	股票简称	归母净利润（亿元）			摊薄每股收益（元）			PE		
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
002841.SZ	视源股份	16.97	21.66	26.44	2.33	3.01	3.77	19	15	12
002429.SZ	兆驰股份	17.18	22.29	27.52	0.38	0.49	0.61	15	12	10
002955.SZ	鸿合科技	3.85	5.43	6.78	1.64	2.31	2.89	17	12	9
均值					1.45	1.94	2.42	17	13	10
001308.SZ	康冠科技	12.55	15.90	18.92	1.84	2.32	2.77	14	11	9

资料来源：iFinD，中邮证券研究所，数据截至2023/11/25，除康冠科技外，其余采用iFinD一致预期

图表47：康冠科技盈利预测

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	11,587	12,436	15,154	17,967
增长率(%)	-2.54%	7.33%	21.85%	18.56%
EBITDA(百万元)	1,543	1,383	1,768	2,084
归属母公司净利润(百万元)	1,516	1,255	1,590	1,892
增长率(%)	64.19%	-17.19%	26.67%	19.05%
EPS(元/股)	2.22	1.84	2.32	2.77
市盈率(P/E)	11.73	14.17	11.19	9.40
市净率(P/B)	3.00	2.59	2.10	1.72
EV/EBITDA	9.81	12.41	9.26	7.31

资料来源：公司公告，中邮证券研究所，数据截至2023/11/25

五

## 风险提示

## 风险提示

- **宏观经济环境的风险：**国内外经济形势复杂多变，会给企业的生产经营及发展预期带来一定的不确定性。
- **汇率波动的风险：**公司外销收入占主营业务收入的比例较高，境外销售主要以美元结算为主，同时公司采购的主要原材料也使用美元结算，因此会自然降低外汇敞口。若未来人民币兑美元汇率发生较大的波动，则会对公司的业绩产生影响。
- **原材料价格波动的风险：**公司产品的直接材料中最主要的原材料为液晶面板等。长期来看，液晶面板行业 的价格主要受到供需关系的直接影响，呈现较强的波动性。公司终端价格受原材料价格扰动，可及时传导，但也会有滞后，具体终端售价会根据市场销售策略、市场环境而定。

# 附：财务预测摘要

财务报表和主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
财务报表(百万元)					成长能力				
利润表					营业收入	-2.54%	7.33%	21.85%	18.56%
营业收入	<b>11,587.04</b>	<b>12,436.49</b>	<b>15,154.26</b>	<b>17,966.67</b>	营业利润	69.97%	-18.45%	26.94%	19.22%
营业成本	9,138.56	10,012.81	12,052.99	14,168.58	归属于母公司净利润	64.19%	-17.19%	26.67%	19.05%
税金及附加	48.84	45.54	56.15	67.84	盈利能力				
销售费用	255.33	298.48	371.28	503.07	毛利率	21.13%	19.49%	20.46%	21.14%
管理费用	274.88	287.28	332.78	431.20	净利率	13.08%	10.09%	10.49%	10.53%
研发费用	509.06	539.74	674.36	826.47	ROE	25.60%	18.25%	18.78%	18.27%
财务费用	-206.99	-50.34	-50.52	-77.78	ROIC	18.18%	13.75%	14.09%	13.50%
资产减值损失	-71.16	0.00	0.00	0.00	偿债能力				
营业利润	<b>1,658.87</b>	<b>1,352.74</b>	<b>1,717.22</b>	<b>2,047.31</b>	资产负债率	40.06%	40.69%	40.53%	40.35%
营业外收入	11.16	0.00	0.00	0.00	流动比率	2.20	1.84	1.90	1.97
营业外支出	10.99	0.00	0.00	0.00	营运能力				
利润总额	1,659.04	1,352.74	1,717.22	2,047.31	应收账款周转率	6.04	5.95	6.61	6.44
所得税	141.43	96.61	125.98	152.92	存货周转率	6.06	5.73	6.35	6.30
净利润	<b>1,517.61</b>	<b>1,256.12</b>	<b>1,591.24</b>	<b>1,894.39</b>	总资产周转率	1.52	1.16	1.17	1.14
归母净利润	1,515.60	1,255.00	1,589.68	1,892.48	每股指标(元)				
每股收益(元)	2.22	1.84	2.32	2.77	每股收益	2.22	1.84	2.32	2.77
资产负债表					每股净资产	8.66	10.05	12.38	15.15
货币资金	2,517.08	2,526.21	3,889.19	5,670.73	估值比率				
交易性金融资产	1,312.63	1,312.63	1,312.63	1,312.63	PE	11.73	14.17	11.19	9.40
应收票据及应收账款	2,140.92	2,061.37	2,554.86	3,060.45	PB	3.00	2.59	2.10	1.72
预付款项	23.42	49.16	45.97	56.26					
存货	2,163.86	2,178.12	2,593.21	3,110.72	现金流量表				
流动资产合计	8,631.66	8,654.03	10,930.08	13,760.00	净利润	1,517.61	1,256.12	1,591.24	1,894.39
固定资产	677.55	985.63	1,278.52	1,502.17	折旧和摊销	84.36	80.30	101.38	114.71
在建工程	151.92	195.37	254.11	318.97	营运资本变动	-1,174.67	255.07	-431.71	-460.26
无形资产	50.75	67.46	84.05	97.71	其他	68.12	-84.40	0.00	0.00
非流动资产合计	1,261.50	2,958.21	3,326.43	3,628.60	经营活动现金流净额	495.42	1,507.10	1,260.91	1,548.84
资产总计	9,893.16	11,612.25	14,256.51	17,388.60	资本开支	-239.20	-398.79	-469.60	-416.88
短期借款	1,410.94	1,910.17	2,481.85	3,131.43	其他	-1,732.96	-1,296.80	0.00	0.00
应付票据及应付账款	1,806.21	2,038.77	2,400.30	2,839.19	投资活动现金流净额	-1,972.16	-1,695.59	-469.60	-416.88
其他流动负债	707.94	743.70	863.52	1,012.76	股权融资	2,028.89	138.85	0.00	0.00
流动负债合计	3,925.09	4,692.64	5,745.67	6,983.37	债务融资	-29.31	499.24	571.68	649.58
其他	37.96	32.67	32.67	32.67	其他	965.66	-456.49	0.00	0.00
非流动负债合计	37.96	32.67	32.67	32.67	筹资活动现金流净额	2,965.24	181.60	571.68	649.58
负债合计	3,963.05	4,725.31	5,778.34	7,016.04	现金及现金等价物净增加额	1,535.10	9.13	1,362.98	1,781.54
股本	523.23	683.88	683.88	683.88					
资本公积	2,385.26	2,363.46	2,363.46	2,363.46					
未分配利润	2,824.17	3,452.77	4,804.01	6,412.61					
少数股东权益	10.39	11.51	13.07	14.98					
其他	187.06	375.31	613.76	897.63					
所有者权益合计	5,930.11	6,886.94	8,478.18	10,372.56					
负债和所有者权益总计	9,893.16	11,612.25	14,256.51	17,388.60					

# 感谢您的信任与支持!

THANK YOU

杨维维 (首席分析师)

SAC编号: S1340522090007

邮箱: yangweiwei@cnpsec.com

熊婉婷 (研究助理)

SAC编号: S1340122120008

邮箱: xiongwanting@cnpsec.com

# 免责声明

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相關服務。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

# 免责声明

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金管理；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
可转债评级	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编: 100050

### 上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路1080号大厦3楼

邮编: 200000

### 深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编: 518048

