

康冠科技 (001308.SZ)

深度分析

智能显示行业翘楚，多元发展引领成长

投资要点

- ◆ **深耕智能显示领域，成就行业龙头地位。**公司成立于1995年，是国内较早致力于平板显示终端产品的厂家之一，经过28年积淀，现已成为全球智能显示产品领域的龙头企业，专注于为客户提供深度定制化、差异化的平板显示产品，主要包括智能交互平板、专业类显示产品、创新类显示产品和智能电视等。公司主要通过代工模式将产品销往海外，国内则以自有品牌发展为主，2023H1外销收入占比83%。
- ◆ **智能交互显示：IFPD有望改善，专业创新类赋能增长。**得益于海外教育信息化持续投入及更新换代需求增加，全球智能交互平板有望长期实现稳健增长，公司IFPD产品主要销往欧美，下游客户市场地位领先，随着海外通胀缓解需求恢复，公司IFPD出货量将迎来显著改善；公司专业类、创新类显示产品应用场景丰富，细分品类电竞显示器、医疗显示器、移动屏等行业景气度较高，公司不断丰富产品矩阵，同时借助代工、自有品牌模式加速产品渗透，未来有望实现放量增长；除此之外，公司设立全资子公司进军新能源汽车领域，目前镜面显示产品已中标某全球智能高端汽车品牌合作开发项目，随着业务布局逐步深入，公司收入有望再上台阶。
- ◆ **智能电视：经营稳健，业绩基石。**公司采取差异化市场策略，主要发力智能电视渗透率偏低的第三世界国家，与当地的LocalKing品牌形成了良好的合作关系，销售整体维持稳健增长。此外，考虑到24年奥运会、欧洲杯等赛事举办或将加速需求释放，预计公司智能电视业务增速将进一步提升。
- ◆ **投资建议：**受益于海外教育信息化建设持续投入及更新需求增加，公司IFPD业务有望迎来改善，专业、创新类显示产品市场空间广阔、需求景气度相对较高，中长期有望延续高增态势，智能电视业务在差异化策略下有望维持稳健，预计公司未来收入业绩将实现较快增长。预计2023-2025年归母净利润分别为11.91/15.07/17.49亿元，同比增长-21.4%/26.5%/16.1%，首次覆盖，给予增持-B评级。
- ◆ **风险提示：**市场需求不及预期，新品表现不及预期，原材料价格大幅上涨，人民币汇率不利波动，海运费价格不利波动，市场竞争加剧等。

财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	11,889	11,587	11,199	15,090	17,398
YoY(%)	60.4	-2.5	-3.4	34.7	15.3
净利润(百万元)	923	1,516	1,191	1,507	1,749
YoY(%)	90.4	64.2	-21.4	26.5	16.1
毛利率(%)	15.4	21.1	20.0	21.5	22.1
EPS(摊薄/元)	1.35	2.21	1.74	2.20	2.55
ROE(%)	34.4	25.6	17.9	19.1	18.8
P/E(倍)	19.8	12.1	15.4	12.1	10.5
P/B(倍)	6.8	3.1	2.7	2.3	2.0
净利率(%)	7.8	13.1	10.6	10.0	10.1

数据来源：聚源、华金证券研究所

家电 | 黑色家电III

投资评级

增持-B(首次)

股价(2024-01-17)

26.71元

交易数据

总市值(百万元)	18,301.55
流通市值(百万元)	2,049.89
总股本(百万股)	685.19
流通股本(百万股)	76.75
12个月价格区间	42.94/22.37

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	8.56	21.15	22.52
绝对收益	5.2	9.87	0.57

分析师

吴东炬

 SAC执业证书编号：S0910523070002
 wudongju@huajinsec.cn

报告联系人

王颖

wangying5@huajinsec.cn

相关报告



内容目录

一、智能显示行业翘楚，多元发展引领成长	4
(一) 全球智能显示龙头，业务多元产品丰富	4
(二) 财务分析：业绩有望改善，盈利能力较强	6
(三) 股权结构稳定，经营信心充足	8
二、智能交互显示：IFPD有望改善，专业创新类赋能增长	10
(一) 智能交互平板：增存量需求共驱，出货将迎改善	10
(二) 专业类显示：电竞市场潜力充足，细分领域空间广阔	12
(三) 创新类显示：产品持续丰富，增长势能强劲	15
(四) 再下一城，进军汽车领域	17
三、智能电视：经营稳健，业绩基石	17
四、盈利预测与可比估值	20
(一) 盈利预测	20
(二) 可比公司估值	21
五、风险提示	21

图表目录

图 1：公司业务体系和主要产品	4
图 2：公司发展历程	5
图 3：公司各业务收入占比	5
图 4：公司主要业务增长情况（单位：亿元）	5
图 5：公司内外销收入占比	6
图 6：公司营收表现情况	6
图 7：公司归母净利润表现情况	6
图 8：公司毛利率水平与面板价格高度相关	7
图 9：公司各项业务毛利率水平	7
图 10：公司内外销业务毛利率水平	7
图 11：公司费用率有所提升	8
图 12：公司研发投入力度有所加强	8
图 13：公司期间费用率较低	8
图 14：公司净利率较为领先	8
图 15：公司股权结构（截止 2023 年三季度末）	9
图 16：公司 2022 年股权激励中公司层面业务考核标准	9
图 17：2021-2027F 教育类智能交互平板出货情况（单位：万台）	10
图 18：2021-2027F 会议类智能交互平板出货情况（单位：万台）	10
图 19：2021-2027F 智能交互平板出货情况（单位：万台）	11
图 20：2022 年全球 IWB/IFPD 竞争格局	12
图 21：2015-2025F 年全球交互显示需求	12
图 22：公司智能交互平板销量情况（单位：万台）	12
图 23：2021-2022 年印度 K12 教室智能显示设备占比情况	12
图 24：2021-2024 年中国电竞显示器市场规模（单位：万台）	13
图 25：全球电竞显示器出货规模趋势（≥120Hz）（单位：M）	13
图 26：公司相关医疗显示产品	14

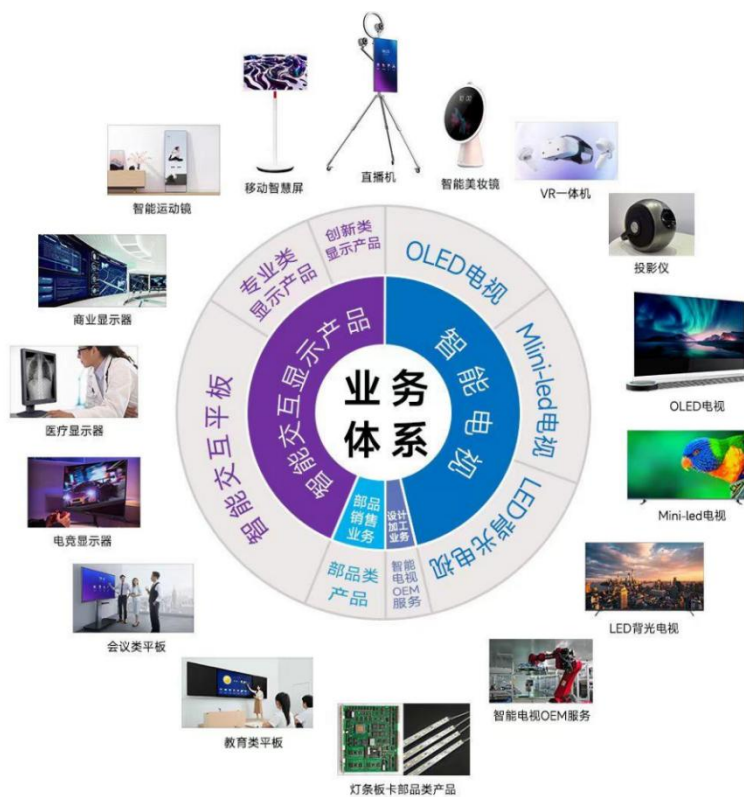
图 27: 2020-2028 年全球商用显示市场规模及变化预测 (单位: 十亿美元)	14
图 28: 23Q3 中国显示器线上市场 TOP 品牌份额	15
图 29: 公司创新类显示产品矩阵	15
图 30: 公司自有品牌矩阵及 2023 年双 11 表现	16
图 31: 2023 年中国移动智慧屏线上市场销售情况	16
图 32: 罗永浩直播间上线 KTC 随心屏 (中国移动定制版)	16
图 33: 2023 年中国移动智慧屏线上市场品牌销量份额变化	17
图 34: 截止 2022 年末, 各地区智能电视渗透率情况	18
图 35: 2016-2022 年全球 TV 出货量及同比 (单位: 百万台)	18
图 36: 2022 年分区域 TV 出货量及同比 (单位: 百万台)	18
图 37: 2022 年全球专业电视 ODM 工厂出货排名	19
图 38: 公司核心竞争力	19
表 1: 公司 2023 年股权激励中公司层面业务考核标准	10
表 2: 公司业务拆分	20
表 3: 可比公司估值	21

一、智能显示行业翘楚，多元发展引领成长

（一）全球智能显示龙头，业务多元产品丰富

深耕智能显示领域，成就行业龙头地位。公司成立于1995年，是国内较早致力于平板显示终端产品的厂家之一，经过28年的发展积淀，现已成为全球智能显示产品领域的龙头企业，专注于为客户提供深度定制化、差异化的平板显示产品，主要包括智能交互平板、专业类显示产品、创新类显示产品和智能电视等。随着未来在智能显示产业链的不断延伸，公司业务布局将持续丰富，有望形成更多增长点。

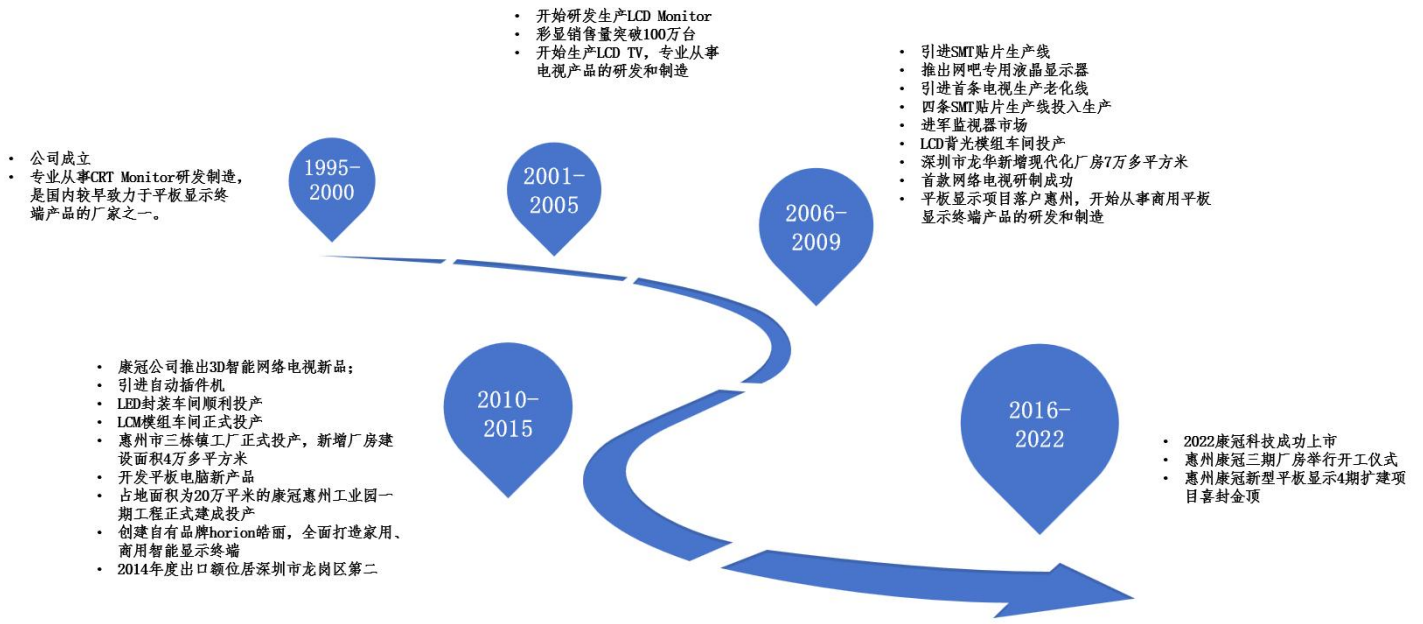
图1：公司业务体系和主要产品



资料来源：公司公告，华金证券研究所

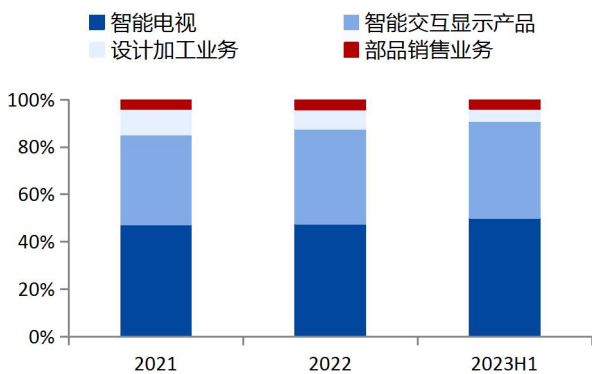
智能交互显示产品和智能电视贡献主要收入。近年来，公司智能交互显示产品和智能电视收入占比持续提升，2023H1 合计占比高达 91%。受益于各细分品类的快速发展，公司智能交互显示产品占比显著提升，2023H1 达到 40.8%，较 2019 年提升将近 10pct。从增速上来看，2019-2022 年公司智能交互显示产品/智能电视收入年复合增长率为 28.7%/17.2%，智能交互显示产品表现更优。

图 2：公司发展历程



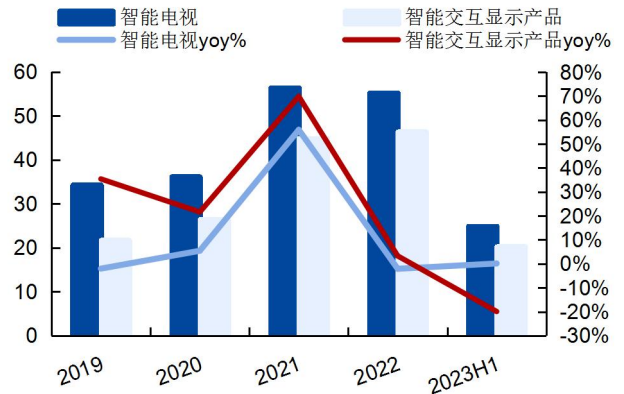
资料来源：公司官网，华金证券研究所

图 3：公司各业务收入占比



资料来源：公司公告，华金证券研究所

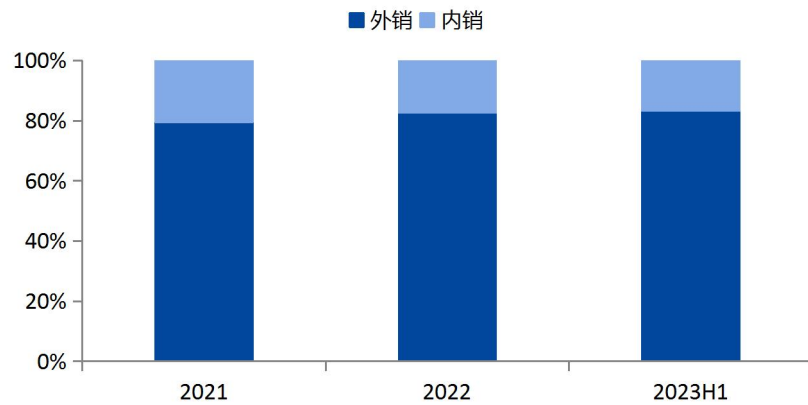
图 4：公司主要业务增长情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

代工业务为主，逐步开拓自有品牌。公司主要以代工业务模式为主，确立了服务智能交互显示产品全球头部品牌商、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。目前公司代工业务收入绝大部分以外销形式体现，根据公告，2023H1 公司外销收入占比达到 83.2%，与此同时，公司持续开拓自有品牌业务，旗下拥有“KTC”、“皓丽（Horion）”、“福比特（FPD）”三大自有品牌，主要销售电竞显示器类、智能会议平板类和智能家居类产品。

图 5：公司内外销收入占比

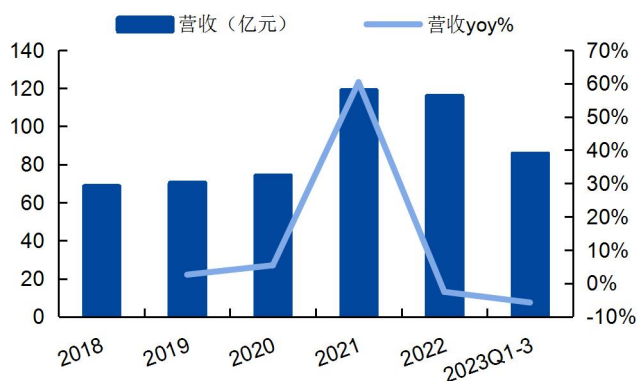


资料来源：公司公告，华金证券研究所

（二）财务分析：业绩有望改善，盈利能力较强

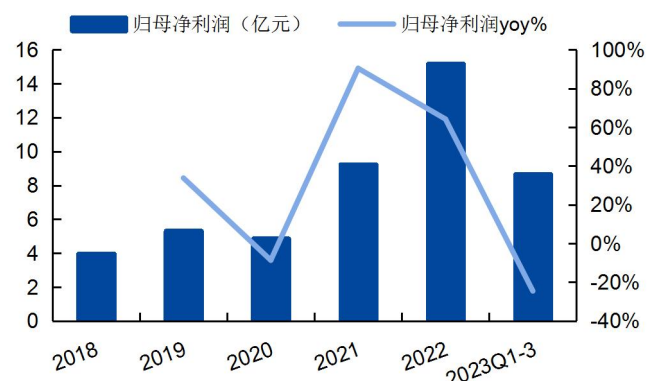
经营短期承压，业绩有望改善。2018-2021 年公司收入/归母净利润 CAGR 分别为 20.2%/32.5%，整体实现较快增长，2022 年公司收入端略有承压，尽管当年智能交互平板、智能电视销量实现较好增长，但受限于面板价格下降拉低产品单价，导致全年收入下滑 2.54%，然利润端仍同比高增 64.2%，主要得益于原材料降价、汇兑收益和政府补贴等。2023 年前三季度，受欧美通胀需求放缓及 22 年同期高基数影响，公司智能交互平板出货量明显下降，拖累整体收入表现，导致收入端同比下滑 5.73%。随着海外需求的逐步恢复及专业类、创新类显示产品的快速发展，预计公司业绩将迎来显著改善。

图 6：公司营收表现情况



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 7：公司归母净利润表现情况

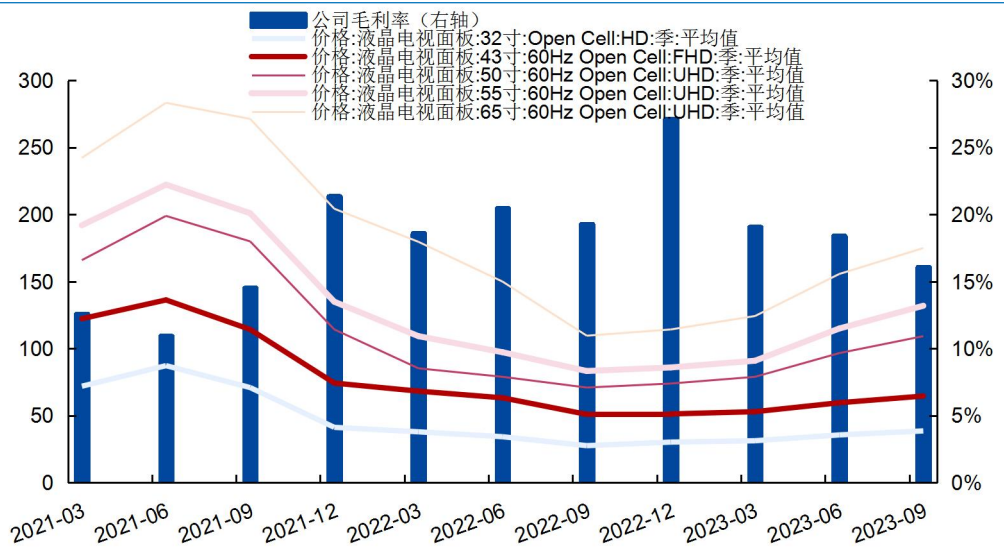


资料来源：公司公告，华金证券研究所

毛利率与面板价格高度相关，但整体表现可控。根据公司招股说明书披露，2021 年公司主营业务成本中直接材料占比高达 93.64%，其中最主要的原材料为液晶面板。若液晶面板采购价格上升，公司产品单价和单位成本也将随之上升，毛利率变化取决于单价和单位成本的变动幅度，整体来看，公司可及时将成本上涨压力传导至下游，不考虑人民币汇率贬值给毛利率带来正面影

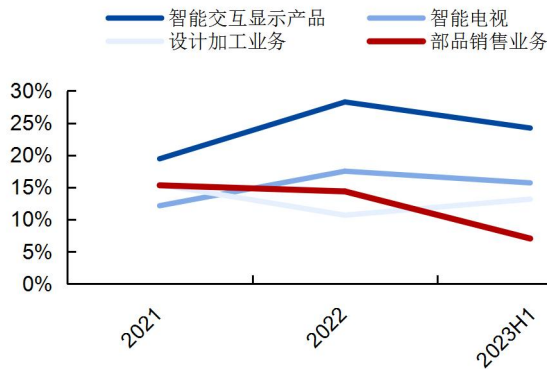
响的 2022 年，公司毛利率基本能够维持在 15%-18%之间。分产品来看，智能交互显示产品毛利率相对较高，随着后续该业务的快速发展，公司毛利率中枢有望进一步提升。

图 8：公司毛利率水平与面板价格高度相关



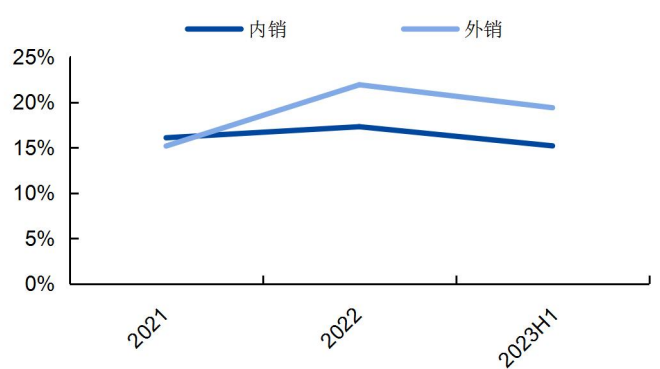
资料来源：wind，华金证券研究所

图 9：公司各项业务毛利率水平



资料来源：公司公告，华金证券研究所

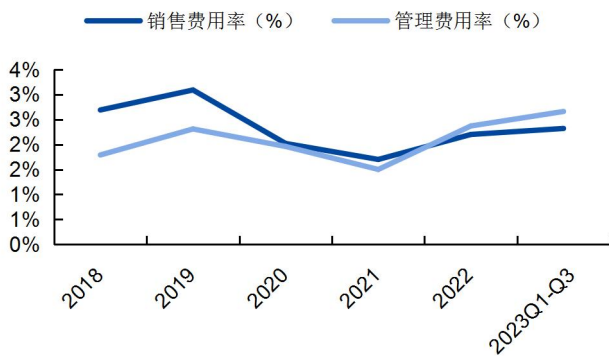
图 10：公司内外销业务毛利率水平



资料来源：公司公告，华金证券研究所

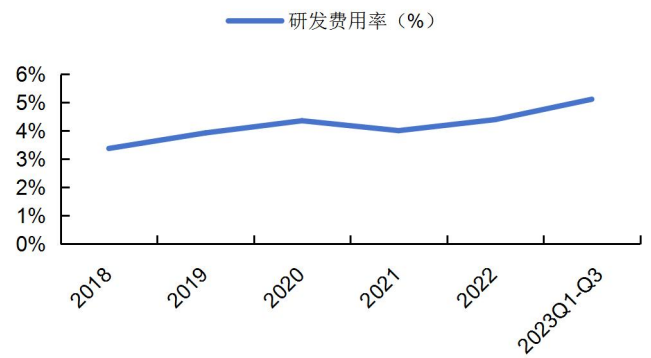
费用投放有所增强，但盈利能力较为领先。近年来公司费用投放力度有所增强，2023Q1-3 公司销售/管理/研发费用率为 2.32%/2.66%/5.11%，较 2021 年同比提升 0.62pct/1.16pct/1.11pct，但整体费用率仍处于行业较低水平，盈利能力较为领先，2023Q1-Q3 公司净利率为 10.1%，较 2021 年提升 2.3pct，随着产品结构的不断优化，公司净利率有望持续提升。

图 11：公司费用率有所提升



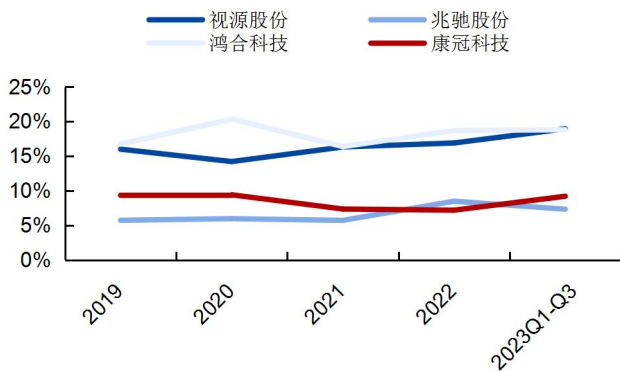
资料来源：wind，华金证券研究所

图 12：公司研发投入力度有所加强



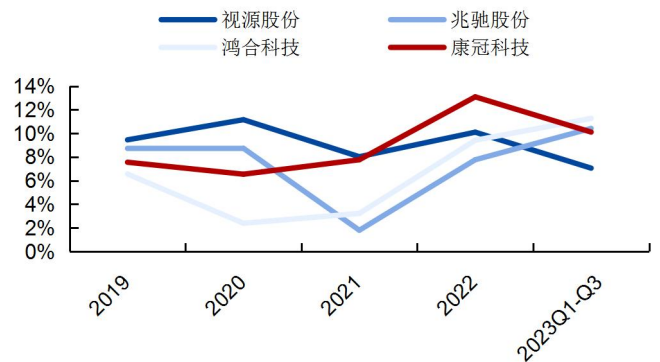
资料来源：wind，华金证券研究所

图 13：公司期间费用率较低



资料来源：wind，华金证券研究所

图 14：公司净利率较为领先

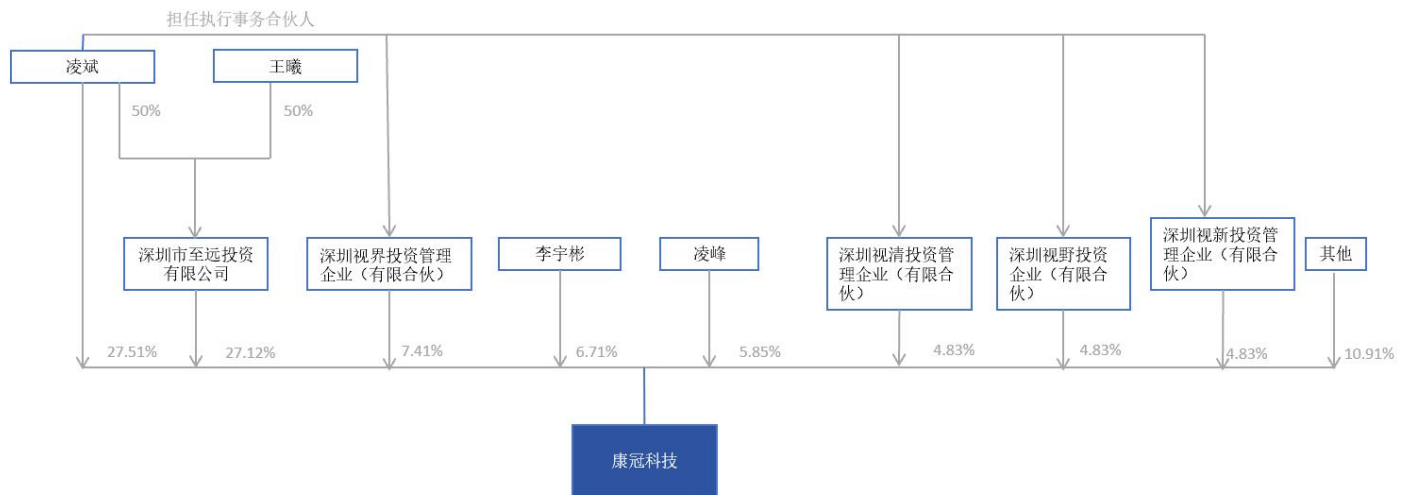


资料来源：wind，华金证券研究所

（三）股权结构稳定，经营信心充足

股权结构集中稳定。截止 2023 年三季度末，公司共同实际控制人为凌斌、王曦夫妇，其中凌斌先生直接持有公司 27.51% 的股权，并通过持有深圳市至远投资有限公司、深圳视界投资管理企业（有限公司）、深圳视清投资管理企业（有限合伙）、深圳视野投资管理企业（有限合伙）、深圳视新投资管理企业（有限合伙）间接持有公司股份。截止 2023 年 9 月 7 日，凌斌直接及间接合计持有公司 44.37% 的股份，与其妻子王曦合计控制公司 76.57% 的股份。公司于 2022 年上市，其首发限售股锁定期 3 年，部分董事和高级管理人员锁定期 3.5 年，股权结构较为稳定。

图 15: 公司股权结构 (截止 2023 年三季度末)



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

股权激励深度捆绑双方利益, 有望调动员工活力。公司接连推出 2022、2023 年两期股票期权激励计划, 行权价分别为 18.96 元/份、22.14 元/份, 激励对象主要为董事、高级管理人员、核心管理人员、核心技术(业务)人员及其他众多员工, 有望快速调动团队活力。根据 2023 年股权激励目标, 2024-2025 年公司层面营收目标值分别为 150.6 亿元、173.8 亿元, 彰显充分的发展信心。

图 16: 公司 2022 年股权激励中公司层面业务考核标准

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 (X _m)	触发值 (X _n)	目标值 (Y _m)	触发值 (Y _n)
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 ≥ X _m		100%	
		X _n ≤ X < X _m		X/X _m *100%	
		X < X _n		0%	
净利润相对于 2021 年增长率 (Y)		Y ≥ Y _m		100%	
		Y _n ≤ 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, 华金证券研究所

表 1：公司 2023 年股权激励中公司层面业务考核标准

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%
考核指标		业绩完成度	公司层面行权比例
营业收入相对于 2022 年增长率 (X)		$X \geq X_m$	100%
		$X_n \leq X < X_m$	$X/X_m * 100\%$
		$X < X_n$	0%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

二、智能交互显示：IFPD 有望改善，专业创新类赋能增长

（一）智能交互平板：增存量需求共驱，出货将迎改善

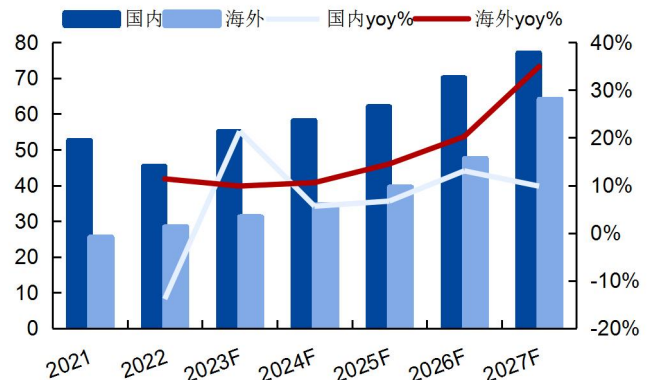
全球智能交互平板需求稳步增长。教育和会议市场为智能交互平板（IFPD）的主要应用市场，根据 DISCIEN（迪显），2022 年教育市场出货量为 225 万台，会议市场为 73.8 万台。教育方面，得益于近年来海外各地政府教育信息化补贴政策，教育类 IFPD 需求快速增长，但目前海外教育信息化普及程度相较国内仍处于较低水平，教育类 IFPD 作为新兴教学设备，未来仍有较大的渗透空间；会议方面，根据 Frost&Sullivan 调查分析，2021 年全球共有超 9000 万间会议室，按照过去 5 年累计销售的会议平板计算，预计会议类 IFPD 全球渗透率为 3%，未来空间较为广阔。除此之外，IFPD 智能化升级及更新换代需求亦有望保障行业实现稳健增长。根据 DISCIEN 预测，2022-2027 年国内教育类 IFPD 出货量 CAGR 为 1.8%，国外为 11.0%，全球合计为 5.5%，2022-2027 年国内会议类 IFPD 出货量 CAGR 为 11.2%，国外为 17.7%，全球合计为 11.7%。

图 17：2021-2027F 教育类智能交互平板出货情况（单位：万台）



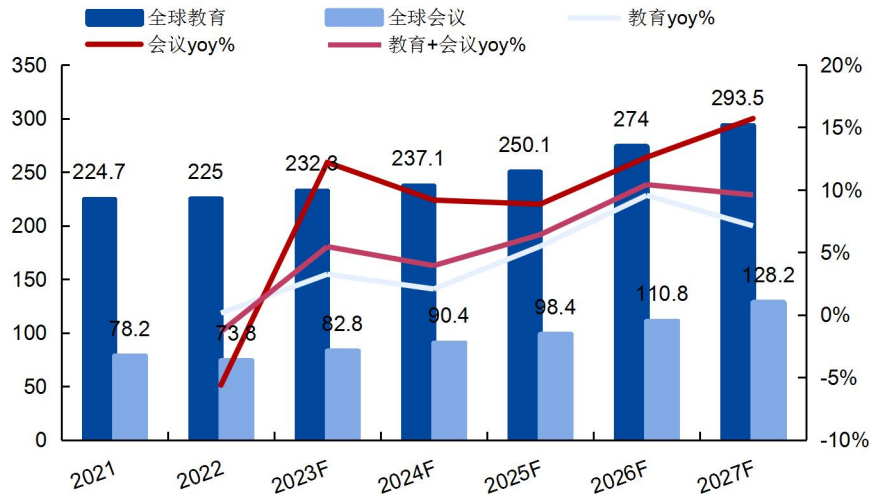
资料来源：迪显，华金证券研究所

图 18：2021-2027F 会议类智能交互平板出货情况（单位：万台）



资料来源：迪显，华金证券研究所

图 19：2021-2027F 智能交互平板出货情况（单位：万台）

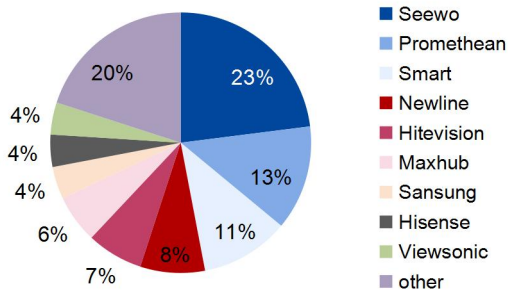


资料来源：迪显，华金证券研究所

客户市场地位领先，带动 IFPD 出货量全球第一。公司智能交互平板业务主要为代工模式，产品销往欧美等地区，下游客户多在全球终端市场拥有领先地位。根据招股说明书披露，公司智能交互平板下游客户主要为 SMART、普罗米休斯、明基、PROWISE、科大讯飞及优派等知名品牌，根据群智咨询，2022 年公司客户 Promethean/SMART 在智能交互平板全球市场中的份额为 13%/11%，位列全球第二/三名。目前，公司已与海外前十大品牌商中的大部分都建立了合作关系，优质的客户资源有效支撑了公司 IFPD 的出货体量，根据迪显统计数据，2023 年上半年公司智能交互平板在生产制造供应商中的出货量位居全球第一。

换机潮来袭+新兴市场渗透，增长空间持续扩大。参考平板电脑，预计智能交互平板更新周期为 5 年，则 2024 年起有望迎来 2019 年左右销出产品的换新需求。根据 Futuresource，2019 年全球交互显示需求为 202.8 万台，2020 年同比增长 9.22%，考虑到同时期海外信息化教育投入相对较高，预计全球 IFPD 亦实现了较快增长。单公司自身 2019 年智能交互平板销量就达到 20.33 万台，2019-2021 年 CAGR 为 47.7%。换机潮的到来为公司 IFPD 业务增长提供了有力支撑，与此同时，迪显数据显示 23Q3 印度 IFPD 出货近 8.6 万台，同比高增近 200%，呈现较好的发展势头，我们认为当前部分新兴市场国家如印度等处于 IFPD 渗透率较低且教育信息化需求快速增加的发展阶段，未来有望贡献较大增量。

图 20: 2022 年全球 IWB/IFPD 竞争格局



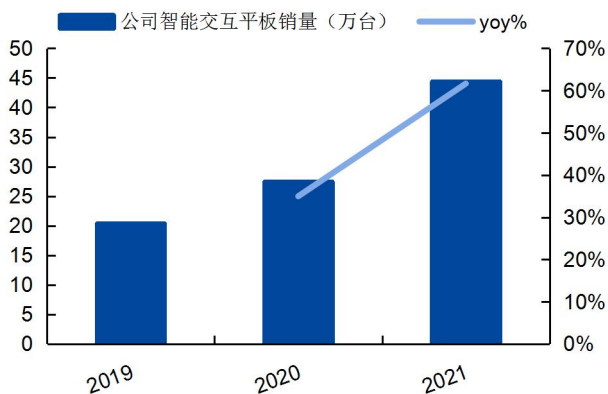
资料来源: 群智咨询, 华金证券研究所

图 21: 2015-2025F 年全球交互显示需求



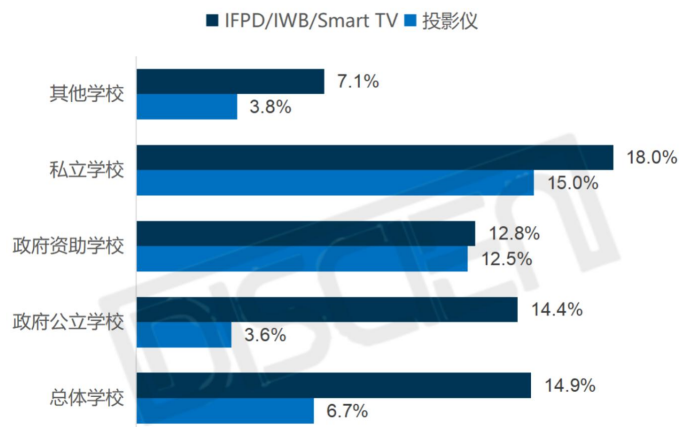
资料来源: Futuresource, 华金证券研究所

图 22: 公司智能交互平板销量情况 (单位: 万台)



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 23: 2021-2022 年印度 K12 教室智能显示设备占比情况



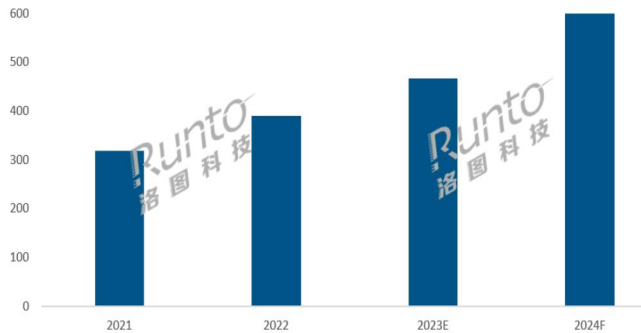
资料来源: 迪显, 印度教育部, 华金证券研究所

(二) 专业类显示: 电竞市场潜力充足, 细分领域空间广阔

公司旗下专业类显示产品主要包括电竞显示器、医疗显示器和商业显示器等。

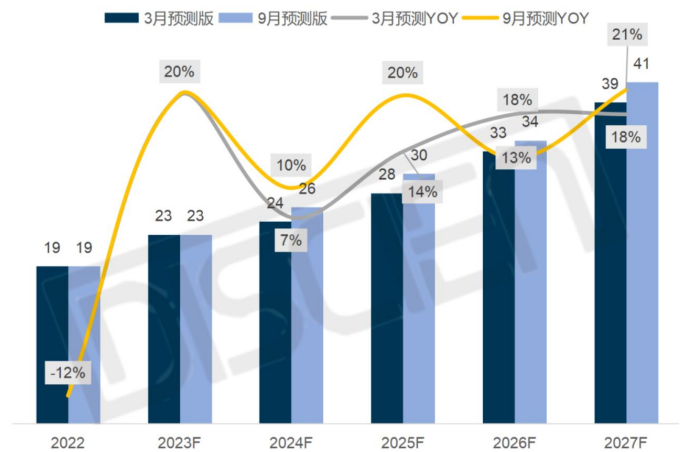
电竞显示器高景气, 成长潜力巨大。电子竞技已逐步发展成为一种与科技深度融合的新型体育竞技形态, 深受年轻群体喜爱, 其中电竞显示器作为电子竞技行业重要硬件设备, 具备较高的景气度, 根据洛图科技, 2022 年中国显示器出货 2487 万台, 同比下降 20% 以上, 其中电竞显示器占比 15.6%, 出货 389 万台, 同比逆势增长 22.3%, 预计 2023 年电竞显示器销量涨幅将继续超越 20% 达到 466 万台以上的规模。此外, 国际奥委会于 2023 年 9 月宣布成立电子竞技委员会, 有望推动全球电竞显示器出货规模实现较快增长, 根据迪显 2023 年 9 月预测数据, 2022-2027 年全球电竞显示器出货规模 ($\geq 120\text{Hz}$) 年复合增长率将达到 16.6%。

图 24：2021-2024 年中国电竞显示器市场规模（单位：万台）



资料来源：洛图科技，华金证券研究所

图 25：全球电竞显示器出货规模趋势（>=120Hz）（单位：M）



资料来源：迪显，华金证券研究所

产品种类丰富，代工、自主品牌并举，市场份额领先。公司电竞显示器主要应用于游戏电竞领域，旗下产品涵盖 OLED、Mini-LED 和 LCD 三种显示规格，并兼有常规屏、带鱼屏和曲面屏多种型号，产品分辨率横跨 2K 到 4K，尺寸从 26.5 英寸到 47.5 英寸，可充分满足不同消费者的需求。公司通过代工服务和自主品牌结合的经营方式快速扩大产品规模，根据 TRENDFORCE 统计，2022 年上半年公司自有品牌 KTC 出品的 Mini-Led 显示器全球出货量排名第二，根据奥维睿沃统计，2023 年上半年公司自有品牌 KTC 在国内线上零售市场电竞类显示器销量位居 Top5 行列。

医疗显示器：覆盖多家三甲医院，有望迎来放量增长。公司于 2015 年开始布局医疗显示行业，相关业务主要由公司子公司深圳市康冠医疗设备有限公司经营，产品包含手术室专用显示、VMU 显示设备、影像中心会诊大屏、超声显示器等，整体涵盖了从临床多功能到专业诊断、数字化手术及远程会诊等全线医疗影像产品，以及病床监护、一体机等创新显示产品，同时在医疗影像信息化方面拥有完整成熟的解决方案。自 22 年下半年开始，公司医疗行业的多个重要客户已完成产品认证工作并逐步开始批量出货，目前公司医疗显示产品已入驻曲靖第二人民医院（集团）、空军军医大学第一附属医院（西京医院）、深圳市盐田区人民医院（集团）、深圳市龙岗中心医院等多家三甲医院，未来有望持续渗透，迎来放量增长。

图 26: 公司相关医疗显示产品

放射诊断显示器

应用领域: 放射科拍片室/阅片室/放射影像工作站/影像设备配套

MiniLED显示模组

康冠医疗自研Mini LED显示模组, 为客户
提供定制化服务, 满足医学影像高精度画质
需求, 图像细节更加突出。

超声显示器

应用领域: 超声诊断系统/定制化医疗影像显示

影像中心会诊大屏

应用领域: 综合会诊/远程会诊/手术示教/医疗教学

内窥监视器

应用领域: 手术室/内窥影像设备配套/内窥
影像工作站

放射综合显示器

应用领域: CR/DR/CT/MRI/X-
RAY/DSA/DSI/阅片室/影像工作站/门诊办
公室

手术室一体化显示器

应用领域: 数字化手术室/复合杂交手术室/
护士工作站

资料来源: 公司官网, 华金证券研究所

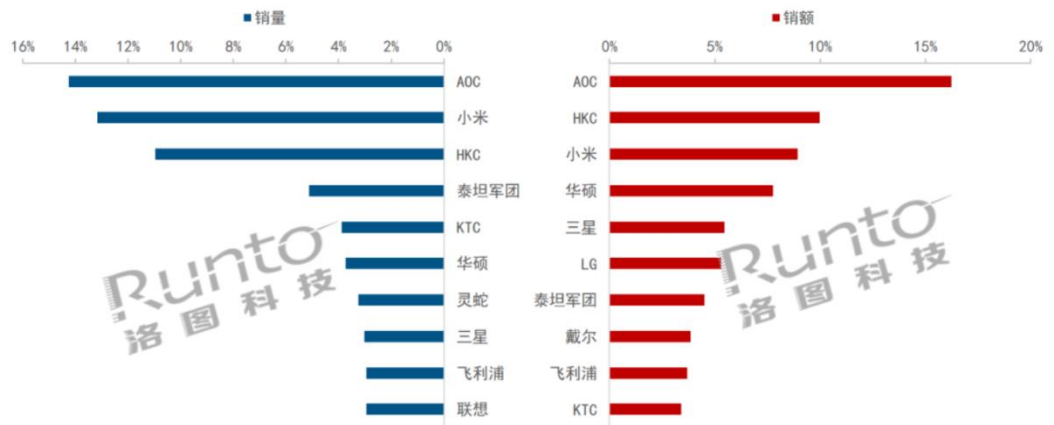
商业显示器: 应用场景丰富, 需求稳健增长。商用显示设备是数字基础设施建设智能硬件显示终端, 按产品形态分为商用电视、平板拼接、DLP 拼接、数字标牌等, 随着数字化建设的快速发展, 商显设备的需求逐步增加, 根据奥维云网预测, 我国商显设备市场需求稳步增长, 2022-2027 年市场销售额 CAGR 为 9.5%, 根据商显世界, 预计 2023 年全球商用显示典型产品市场规模将达到 327 亿美元, 2028 年达到 542 亿美元, 年复合增长率为 10.6%。目前公司生产的商显设备可用于交通指挥中心、金融场所、地铁、火车站、机场、展览会所、商业写字楼等, 应用场景十分广阔, 且从中国显示器市场上来看, 公司 KTC 品牌显示器份额处于领先地位, 23Q3 销量/销额分别排名第 5/10 名, 预计未来公司商显产品将随市场发展保持稳健增长。

图 27: 2020-2028 年全球商用显示市场规模及变化预测 (单位: 十亿美元)



资料来源: 商显世界公众号, 华金证券研究所

图 28: 23Q3 中国显示器线上市场 TOP 品牌份额



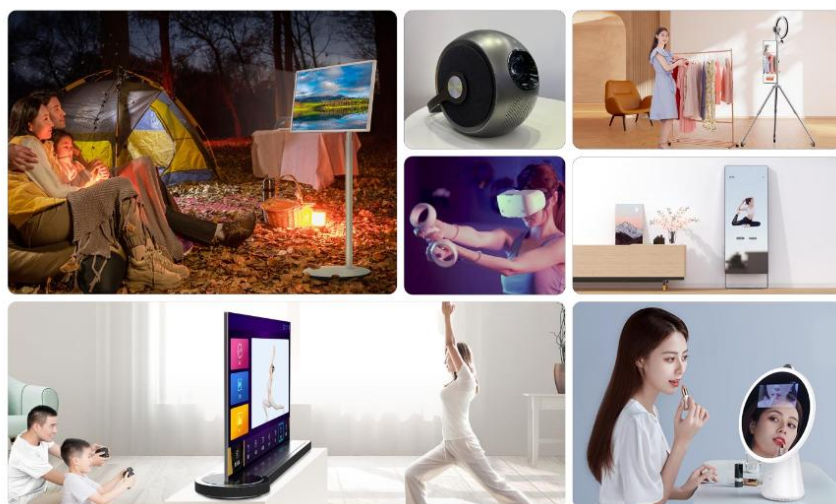
资料来源: 洛图科技, 华金证券研究所

(三) 创新类显示: 产品持续丰富, 增长势能强劲

科技发展带动产品创新, 有望激发潜在市场需求。在物联网、5G 和 AI 等技术的赋能下, 各种创新类显示产品应运而生, 涉及直播、运动健身、美妆和家庭娱乐等领域, 目前行业内创新类显示产品虽处于起步阶段, 但已有产品如移动屏、运动镜等呈现出良好的发展势头, 考虑到创新类产品应用场景丰富, 有望解决消费者需求痛点, 未来或将拥有较大的发展空间。

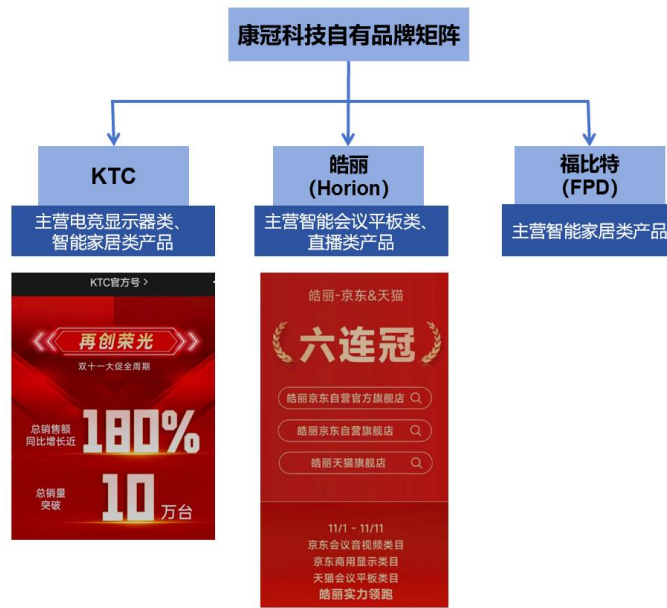
公司产品持续丰富, 代工、自有品牌并举加速渗透。2021 年公司推出热门创新品类运动镜, 截止 2023H1 旗下已涵盖移动智慧屏、智能运动镜、直播机、智能美妆镜、VR 眼镜、投影仪等产品, 其中多款产品内置 AI 黑科技, 如运动镜可实时提供运动指导、美妆镜可提供个性化美妆建议及 AI 语音控制等。创新类产品为公司目前研发投入的重点之一, 未来有望持续丰富产品矩阵、扩大收入体量。从业务模式来看, 公司创新类显示的主要产品中除智能运动镜仅服务客户外, 其余皆以自有品牌和服务客户两种模式共同推动发展, 有望快速实现推广渗透、贡献业绩增量。

图 29: 公司创新类显示产品矩阵



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

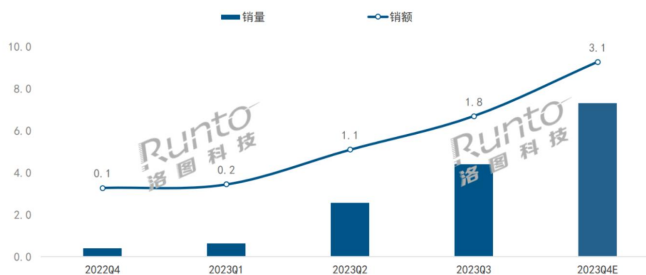
图 30: 公司自有品牌矩阵及 2023 年双 11 表现



资料来源: KTC 官方号、皓丽微信公众号, 华金证券研究所

移动屏快速起量, 有望形成新的增长曲线。移动屏是一款可自由移动的集学习机、健身镜、平板电脑、电子书阅读器和智能音箱等多种功能于一体的产品, 根据洛图科技, 移动智慧屏自 23 年下半年起量, 23Q3 中国移动屏线上市场销量为 4.4 万台, 预计 23Q4 线上市场总体销量将突破 7 万台, 2024 年全渠道销量有望达到 50 万台, 同比增长 200% 以上。移动屏主要以线上销售为主, 2023 年 1-10 月线上市场销量占比高达 91%。公司联合知名运营商推出中国移动定制版随心屏, 并入驻头部主播罗永浩直播间吸引更多流量, 随心屏热度持续攀升, 未来有望持续实现较快增长。

图 31: 2023 年中国移动智慧屏线上市场销售情况



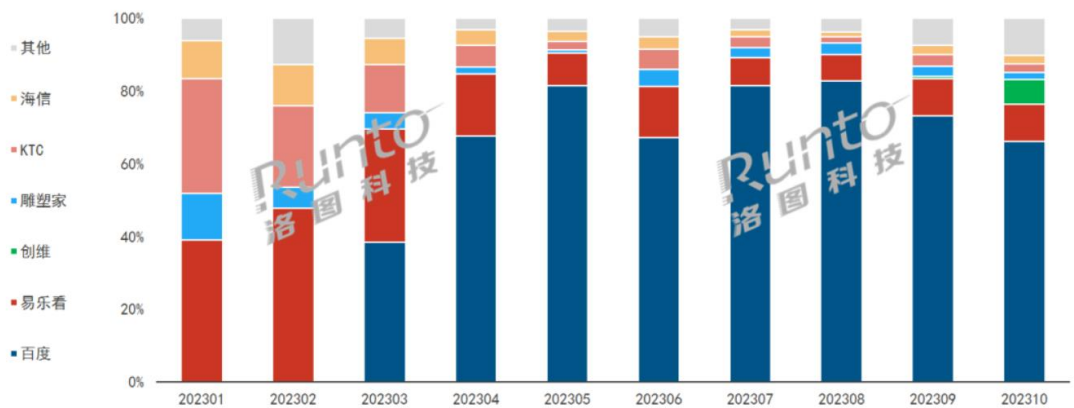
资料来源: 洛图科技, 华金证券研究所 (单位: 万台, 亿元)

图 32: 罗永浩直播间上线 KTC 随心屏 (中国移动定制版)



资料来源: KTC 官方号微信公众号, 华金证券研究所

图 33：2023 年中国移动智慧屏线上市场品牌销量份额变化



资料来源：洛图科技，华金证券研究所

（四）再下一城，进军汽车领域

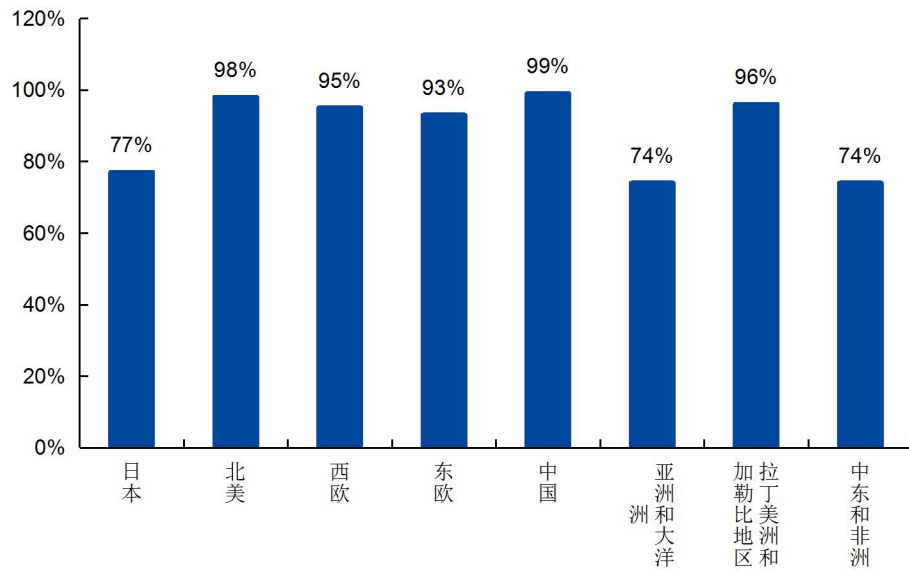
镜面显示产品中标全球知名高端汽车品牌合作开发项目。2023 年 12 月 18 日，公司在回答投资者问题中表示，公司已于 2023 年 6 月成立全资子公司惠州市康冠汽车电子有限公司，将布局新能源汽车整车进出口、智慧座舱、汽车配件的制造、销售及创新应用等领域，截止目前，公司的镜面显示产品已成功中标某全球智能高端汽车品牌合作开发项目，当前处于验证阶段，具体量产时间待定。我们认为，新能源汽车赛道景气度较高，市场空间广阔，随着公司业务布局的逐步深入，未来有望实现放量增长。

三、智能电视：经营稳健，业绩基石

新兴市场智能电视渗透率相对较低。智能电视在发达地区的发展已颇为成熟，整体进入存量市场，根据 Omdia 调查数据显示，截止 2022 年末，除日本外的主要发达国家渗透率将近 100%，然而亚洲和大洋洲、中东和非洲等地区的智能电视渗透率尚不足 75%，随着当地经济的发展，预计未来将有较大的提升空间。

近两年全球 TV 出货低迷，亚太、中东非表现相对较好。根据 Omdia，全球平面电视出货整体较为平稳，基本维持在 2.0-2.5 亿台的区间，销售金额约 1000 亿美元，但受疫情影响 2022 及 2023 年市场需求处于偏底部位置。根据奥维睿沃，2022 年全球 TV 出货 2.025 亿台，同比下滑 5.6%，出货平均尺寸 48.9”，同比增长 0.6”，大尺寸趋势明确，分区域来看，受制于高通胀及高库存压力，2022 年北美、欧洲 TV 出货量同比下滑，新兴市场智能电视普及率较低且受益于世界杯观赛需求拉动实现逆势增长，2022 年亚太、中东非出货同比+1.1%、+3.1%，呈现出较好的需求韧性。

图 34: 截止 2022 年末, 各地区智能电视渗透率情况



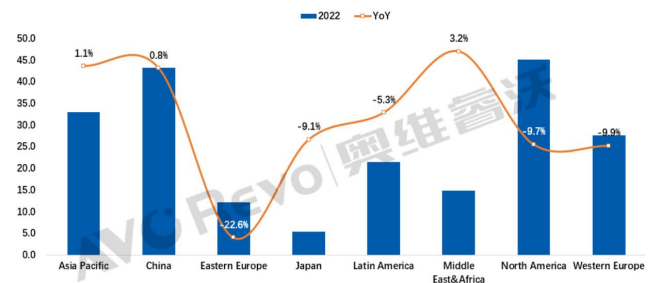
资料来源: Omida, 华金证券研究所

图 35: 2016-2022 年全球 TV 出货量及同比 (单位: 百万台)



资料来源: 奥维睿沃, 华金证券研究所

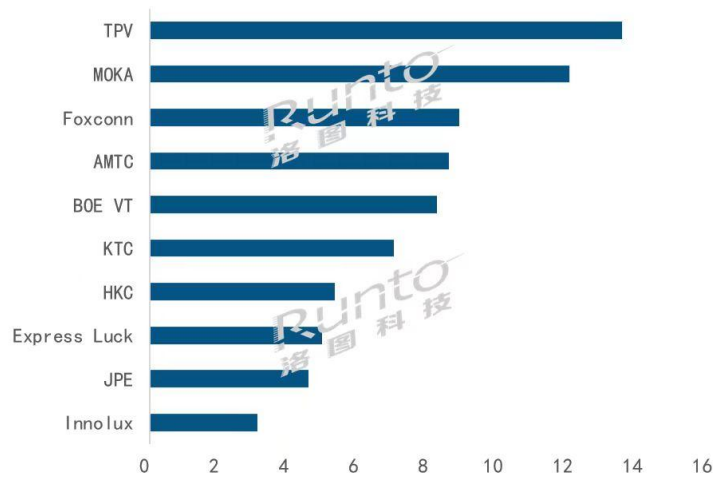
图 36: 2022 年分区域 TV 出货量及同比 (单位: 百万台)



资料来源: 奥维睿沃, 华金证券研究所

柔性生产赋能, 差异化策略卓有成效, 公司电视出货份额全球领先。结合自身柔性化生产制造优势, 公司采取差异化的发展策略, 主要发力亚太、中东非等第三世界国家, 与当地的 LocalKing 品牌形成了良好的合作关系, 积累了丰富的客户和渠道资源, 市场销售规模不断扩大。根据洛图科技, 2022 年公司旗下品牌 KTC 电视出货量约 700 万台, 在全球专业代工厂中排名第六, 其拉美和中东非区域的客户同比增长较多, 带动公司份额实现领先。

图 37：2022 年全球专业电视 ODM 工厂出货排名



资料来源：洛图科技，华金证券研究所（注：电视 ODM 排名不包含长虹、创维、康佳、海信四家自有工厂）

图 38：公司核心竞争力

柔性化制造

- 在深圳、惠州共拥有约52万平方米自有产权的智能制造中心、62条各类主要生产线；
- 拥有大量优质的产业工人、完整的产业链条、高效的供应链、自动化的生产线；
- ✓在保障品质、控制成本的基础上具备小批量、多型号产品的快速生产切换能力，可满足来自全球不同区域的小批量、多型号订单需求

全流程软硬件定制化研发设计

- 核心软硬件坚持自主研发，拥有完全自主知识产权和丰富的技术经验；
- 拥有超千名研发设计工程师
- ✓通过专业团队支持可满足来自不同国家的客户、不同认证体系、操作系统或信号接口的定制化产品需求。

差异化市场策略和优质客户资源

- 采取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。
- 公司面向发展中国家等新兴市场形成了“三模、四擎、一极”的“KDM”服务模式；
- ✓与亚太、拉美、中东、非洲等地区的当地龙头品牌客户（LocalKing 品牌）建立了长期合作的关系。

资料来源：公司公告，华金证券研究所

公司智能电视有望维持较快增长。2019-2022 年公司智能电视销量 CAGR 为 11.6%，2023H1、Q3 出货量增速分别为 14.41%、24.41%，基于第三世界国家智能电视仍处于渗透阶段，且 24 年奥运会、欧洲杯等赛事举办或将加速需求释放，预计公司智能电视将持续实现较好增长。

四、盈利预测与可比估值

（一）盈利预测

1) 智能交互显示产品：主要包含智能交互平板、专业类显示和创新类显示产品。受前期高基数及海外通胀压力下市场需求放缓影响，2023年公司智能交互平板业务预计有所下滑，但随着海外教育信息化的持续投入及存量更新需求增加，智能交互平板有望迎来改善；专业类和创新类显示整体景气度较高，随着产品的持续渗透和丰富，未来有望延续较高增长，整体来看，预计2023-2025年公司智能交互显示产品收入增速分别为-5.40%、60%、18%，毛利率分别为26.79%、27.50%、28.00%。

2) 智能电视：公司采取差异化策略，主要发力低渗透率的第三世界国家，具备较大的市场空间，未来有望实现稳健增长，预计2023-2025年公司智能电视业务增速为5.55%、16.0%、12.0%，毛利率分别为16.15%、17.0%、17.5%。

3) 设计加工业务：该部分指公司采用客供液晶面板等原材料，主要负责提供设计加工服务。低基数背景下，随着终端需求迎来改善，该部分业务有望实现较快增长。预计2023-2025年公司设计加工业务增速为-51.26%、25.0%、15.0%，毛利率为11.78%、12.0%、12.5%。

4) 部品销售业务：考虑到公司将重点发展MTO技术服务合作模式，借助于自身先进的生产制造优势为当地的LocalKing客户提供本地化采购，预计2023-2025年公司部品销售业务增速为6.28%、40.0%、20.0%，毛利率为12.09%、13.0%、14.0%。

表 2：公司业务拆分

	2021	2022	2023(E)	2024(E)	2025(E)
智能交互显示产品					
收入（百万元）	4,493.58	4,641.08	4,390.25	7,024.39	8,288.79
YOY%	69.79%	3.28%	-5.40%	60.00%	18.00%
营业成本（百万元）	3,620.45	3,329.04	3,214.23	5,092.69	5,967.93
毛利率%	19.43%	28.27%	26.79%	27.50%	28%
智能电视					
收入（百万元）	5,640.94	5,523.15	5,829.49	6,762.21	7,573.67
YOY%	55.86%	-2.09%	5.55%	16.00%	12.00%
营业成本（百万元）	4,956.79	4,556.63	4,888.00	5,612.63	6,248.28
毛利率%	12.13%	17.50%	16.15%	17.00%	17.50%
设计加工业务					
收入（百万元）	1,295.97	926.47	451.55	564.44	649.11
YOY%	51.71%	-28.51%	-51.26%	25.00%	15.00%
营业成本（百万元）	1,096.18	827.78	398.34	496.71	567.97
毛利率%	15.42%	10.65%	11.78%	12.00%	12.50%
部品销售业务					
收入（百万元）	458.26	496.34	527.52	738.52	886.23
YOY%		8.31%	6.28%	40.00%	20.00%
营业成本（百万元）	388.14	425.11	463.74	642.52	762.16

	2021	2022	2023(E)	2024(E)	2025(E)
毛利率%	15.30%	14.35%	12.09%	13.00%	14.00%
营业收入					
收入(百万元)	11,888.75	11,587.04	11,198.81	15,089.57	17,397.80
YOY%	60.36%	-2.54%	-3.35%	34.74%	15.30%
营业成本(百万元)	10,061.56	9,138.56	8,964.30	11,844.54	13,546.33
毛利率%	15.37%	21.13%	19.95%	21.51%	22.14%

资料来源: wind, 华金证券研究所

基于以上假设,我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 111.99、150.90、173.98 亿元,同比增长-3.35%、34.74%、15.30%,归母净利润分别为 11.91、15.07、17.49 亿元,同比增长-21.4%、26.5%、16.1%。

(二) 可比公司估值

公司专注于智能显示产品领域的研发设计和生产制造,我们选取业务内容相似/商业模式相近的 A 股上市公司视源股份(业务包含液晶显示主控板卡和交互智能平板等产品的设计、研发与销售)、兆驰股份(主营业务板块为智慧显示、智慧家庭组网及 LED 全产业链)、鸿合科技(主要提供教育信息化产品、智慧教育解决方案及教育服务方案,涵盖智能交互平板等产品)作为可比公司,进行估值对比。受益于海外教育信息化建设持续投入及更新需求增加,公司智能交互平板业务有望迎来改善,专业类和创新类显示产品市场空间广阔、需求景气度相对较高,中长期有望延续高增态势,智能电视业务在差异化策略下有望维持稳健,预计公司未来整体收入将实现较快增长,业绩空间较大。

表 3: 可比公司估值

公司代码	公司简称	总市值(亿元)	归母净利润(亿元)				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	TTM	2023E	2024E	2025E
002841	视源股份	273.13	20.72	16.74	21.02	26.11	17.72	16.32	13.00	10.46
002429	兆驰股份	239.02	11.46	17.12	22.04	27.11	15.55	13.96	10.84	8.82
002955	鸿合科技	66.33	3.96	3.93	5.58	7.12	21.24	16.87	11.90	9.32
平均		-	12.05	12.60	16.21	20.11	18.17	15.72	11.91	9.53
001308	康冠科技	182.98	15.16	11.91	15.07	17.49	14.83	15.36	12.14	10.46

资料来源: wind, 华金证券研究所(可比公司数据来自 wind 一致预期,截止日期 2024 年 1 月 17 日)

五、风险提示

- 1.市场需求不及预期:** 若市场需求低迷,公司销售收入可能会有所下滑。
- 2.新品表现不及预期:** 若公司新品销售不佳,则可能面临业务拓展失败、盈利下滑的风险。
- 3.原材料价格大幅上涨:** 若公司主要原材料液晶面板等价格大幅上涨,则会给公司带来较大的成本压力。

4.人民币汇率不利波动：公司以外币为主要结算货币，若人民币持续升值，则可能会对公司盈利能力产生不利影响。

5.海运费价格不利波动：公司大部分产品出口海外，若海运费高涨，则公司成本端可能会面临较大压力。

6.市场竞争加剧：行业竞争加剧可能会导致公司售价下滑，进而导致公司净利率下滑。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	4516	8632	9408	11938	12537	营业收入	11889	11587	11199	15090	17398
现金	951	2517	4332	3254	5940	营业成本	10062	9139	8964	11845	13546
应收票据及应收账款	1721	2141	1592	3438	2361	营业税金及附加	33	49	39	54	61
预付账款	31	23	29	42	39	营业费用	203	255	258	377	452
存货	1658	2164	1585	3368	2296	管理费用	178	275	280	377	452
其他流动资产	156	1786	1871	1837	1900	研发费用	476	509	560	785	922
非流动资产	861	1262	1181	1404	1481	财务费用	17	-207	-107	96	126
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-66	-109	-52	-84	-110
固定资产	676	678	624	846	940	公允价值变动收益	8	23	23	23	23
无形资产	52	51	58	57	56	投资净收益	8	-28	-3	-4	-7
其他非流动资产	133	533	499	500	486	营业利润	976	1659	1282	1615	1881
资产总计	5377	9893	10589	13342	14018	营业外收入	11	11	14	14	12
流动负债	2647	3925	3878	5400	4673	营业外支出	9	11	9	9	9
短期借款	227	1411	1411	1541	1411	利润总额	978	1659	1288	1620	1884
应付票据及应付账款	1899	1806	1828	2974	2518	所得税	54	141	96	112	134
其他流动负债	521	708	639	886	744	税后利润	924	1518	1192	1508	1750
非流动负债	42	38	38	38	38	少数股东损益	0	2	1	1	1
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	923	1516	1191	1507	1749
其他非流动负债	42	38	38	38	38	EBITDA	1038	1753	1335	1672	1932
负债合计	2689	3963	3916	5438	4711	主要财务比率					
少数股东权益	5	10	11	12	14	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
股本	360	523	685	685	685	成长能力					
资本公积	526	2385	2228	2228	2228	营业收入(%)	60.4	-2.5	-3.4	34.7	15.3
留存收益	1798	3012	4027	5256	6601	营业利润(%)	93.4	70.0	-22.7	25.9	16.5
归属母公司股东权益	2684	5920	6661	7891	9293	归属于母公司净利润(%)	90.4	64.2	-21.4	26.5	16.1
负债和股东权益	5377	9893	10589	13342	14018	获利能力					
						毛利率(%)	15.4	21.1	20.0	21.5	22.1
						净利率(%)	7.8	13.1	10.6	10.0	10.1
						ROE(%)	34.4	25.6	17.9	19.1	18.8
						ROIC(%)	31.2	20.8	14.6	15.7	15.9
						偿债能力					
						资产负债率(%)	50.0	40.1	37.0	40.8	33.6
						流动比率	1.7	2.2	2.4	2.2	2.7
						速动比率	1.1	1.5	1.9	1.5	2.1
						营运能力					
						总资产周转率	2.3	1.5	1.1	1.3	1.3
						应收账款周转率	8.4	6.0	6.0	6.0	6.0
						应付账款周转率	5.8	4.9	4.9	4.9	4.9
						估值比率					
						P/E	19.8	12.1	15.4	12.1	10.5
						P/B	6.8	3.1	2.7	2.3	2.0
						EV/EBITDA	16.9	9.1	10.6	9.1	6.5

资料来源: 聚源, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

吴东炬声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn