

康冠科技 (001308) 深度研究

智能显示行业龙头，出口+自主品牌助力成长

2024 年 02 月 21 日

【投资要点】

- ◆ **康冠科技是我国智能显示行业的龙头之一，专注显示行业 29 年。**公司致力于平板显示研发制造，主营产品依靠智能电视和智能交互平板双轮驱动。根据迪显咨询数据统计，2023 年上半年，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。根据洛图科技数据统计，2023 年上半年，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。
- ◆ **自有品牌与代工业务双管齐下，打开成长空间。**电视生产代工是公司传统业务，根据迪显咨询数据，公司 2023 全年出货 8.0M，同比增长 15%，位列第六，纯代工业务 KTC 位居第五。智能交互平板业务采用自有品牌和服务客户双发展战略，推出会议用智能交互平板自有品牌“皓丽”，同时公司还推出 KTC 电竞显示器品牌和 FPD 福比特智能家居品牌，利用线上渠道取得了优异成果。
- ◆ **利用柔性化生产优势，差异化布局海外市场。**公司八成以上收入来自于外销，客户主要为细分领域的知名品牌或本地龙头品牌企业客户，此类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，公司的柔性化生产能力能很好满足客户需求。公司面向发展中国家等新兴市场，与亚太、拉美、中东、非洲等地区的当地龙头品牌客户建立了长期合作的关系。海外市场尤其是新兴市场对于智能电视和教育信息化需求较大，公司未来业绩有望受益于全球化布局。
- ◆ **成立汽车电子公司，欲布局新增长点。**2023 年 6 月，公司成立全资汽车电子子公司，欲布局领域为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。公司具有完善的全球渠道资源，有助于开展我国新能源汽车出海业务。同时，公司利用成熟的智能美妆镜产品切入汽车电子，目前中标某全球知名高端汽车品牌合作开发项目，当前处于验证阶段。

东方财富证券
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

买入 (上调)

目标价：32.7 元

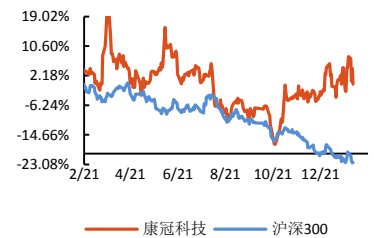
东方财富证券研究所

证券分析师：邹杰

证书编号：S1160523010001

联系人：刘琦

电话：021-23586475

相对指数表现**基本数据**

总市值 (百万元)	18914.40
流通市值 (百万元)	2115.15
52 周最高/最低 (元)	44.48/21.77
52 周最高/最低 (PE)	16.00/11.04
52 周最高/最低 (PB)	3.91/2.56
52 周涨幅 (%)	-0.88
52 周换手率 (%)	881.44

相关研究

《产品结构持续优化，2022Q3 业绩超预期》

2022.10.11

《智能显示行业龙头，2022H1 业绩高增长》

2022.08.26

【投资建议】

- ◆ 综合考虑公司的业务发展情况，我们预计 2023-2025 年营收分别为 120.86/141.60/162.06 亿元，归母净利润分别为 12.39/15.25/18.78 亿元。
- ◆ 我们采用相对估值法对公司市值进行估算，选取的可比公司是招股说明书中选择的公司及教育智能交互显示行业公司，为兆驰股份、视源股份、鸿合科技、海信视像、华勤技术、国新文化。参考可比公司 2024 年的 Choice 一致盈利预测均值及我们已覆盖公司的盈利预测，因此我们给予公司 2024 年 14.7 倍 PE，对应目标价 32.7 元，上调至“买入”评级。

盈利预测

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	11587.04	12085.94	14160.36	16206.49
增长率（%）	-2.54%	4.31%	17.16%	14.45%
EBITDA（百万元）	1543.24	1455.22	1819.85	2213.31
归属母公司净利润（百万元）	1515.60	1239.21	1524.89	1878.04
增长率（%）	64.19%	-18.24%	23.05%	23.16%
EPS（元/股）	2.96	1.81	2.23	2.74
市盈率（P/E）	10.49	14.58	11.85	9.62
市净率（P/B）	2.74	2.63	2.23	1.89
EV/EBITDA	9.81	12.38	9.69	7.63

数据来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 宏观经济和行业景气度波动风险。当前全球经济复杂多变，受到通胀对全球宏观经济的冲击和俄乌战争带来的宏观不确定性影响，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。

1、关键假设

我们的盈利预测基于如下假设：

营业收入：按照公司年报中分产品营收构成的划分，包括智能电视、智能交互显示产品、设计加工业务和部品销售业务。

智能电视：智能电视主要原材料面板价格预计在 2024 年维持较高水平，传导至终端价格后有助于提升营收水平。我们预计海外新兴市场智能电视市场将在 2024 年有较好增速，综合考虑产品单价和下游需求情况，预计智能电视业务 2023-2025 年增速为 16.52%/13.96%/11.40%。

智能交互显示产品：教育类智能交互显示产品在经历快速成长期后需要时间消化，加上战争和通胀等因素影响，短期压力大。考虑到公司的专业显示和创新现实业务发展势头良好，同时，我们认为海外智能交互显示产品将在新兴市场的带动下复苏，预计 2023-2025 年智能交互显示产品业务增速分别为 -1.77%/23.00%/19.00%。

设计加工产品：该业务体量不大且利润空间较小，我们认为公司将选择维持或收缩该部分业务，预计 2023-2025 年设计加工产品业务增速分别为 -50.00%/-5.00%/-5.00%。

部品销售业务：公司长期在供应链上布局，不仅满足自身需求也能向外销售，我们认为该部分业务增速高于电视业务，预计 2023-2025 年部品销售增速分别为 26.52%/23.96%/21.40%。

毛利率：

智能电视：2023 年面板价格经历了上升，使得业务毛利率有所下降，2024 年我们预测面板价格将维持相对高位，预测 2023-2025 年毛利率 16.59%/16.50%/16.50%。

智能交互显示产品：公司成本传导使得毛利率基本稳定，同时公司自有品牌和创新产品有机会拉高该部分毛利率水平，预测 2023-2025 年毛利率 26.24%/26.74%/27.24%。

设计加工产品：公司缩减该业务中盈利困难部分，该部分业务毛利率有希望提高，预测 2023-2025 年毛利率 11.65%/12.65%/13.65%。

部品销售业务：部品销售受益于海外渠道的扩张，预计 2023-2025 年毛利率为 14.35%/14.35%/14.35%。

2、创新之处

自主品牌战略。公司大力发展自主品牌战略，现在已经取得优秀的销售数据。过去市场将公司作为代工厂看待，但是未来可以将代工业务和自主品牌业务分部估值，公司的估值水平可以得到提高。

差异化市场。公司主要收入依然是电视和平板代工，目前市场对于国内电视和教育类平板显示的景气度不乐观，但公司主要面向海外市场，尤其是亚非拉发展中国家需求依然增长较快，所以我们对于公司未来的业绩有相对乐观的判断。

3、潜在催化

汽车电子业务取得进展。公司正与高端品牌合作研发汽车遮阳板用的美妆镜产品，待该车型正式上市将代表公司成功切入汽车电子行业。此外，公司正在尝试利用自身海外渠道帮助国内新能源车出海，待正式合作后会有会成为公司新增长点。

电视市场出货量改善。当前全球电视出货量还处于修复期，受到诸多因素压制电视市场还未出现改善拐点，未来如果电视出货量数据出现明确拐点，将有助于市场提高对公司的预期。

正文目录

1. 康冠科技：深耕智能显示行业，成就行业龙头	6
1.1. 深耕智能显示 29 年，龙头扬帆出海	6
1.2. 股权结构稳定，团队能力出色	7
1.3. 业绩短期承压，盈利能力稳健向好	8
1.4. 收入结构持续优化，高毛利产品与出海业务助盈利提升	9
2. 行业现状：海外需求渐复苏，面板价格企稳	11
2.1. 智能电视海外需求率先复苏，新技术和大尺寸激发换新需求	11
2.2. 智能交互市场下游应用多元化，机遇与挑战并存	13
2.3. 原材料面板价格企稳后或维持，公司具备价格传导能力	14
3. 公司业务：电视代工表现不俗，自有品牌成绩亮眼	17
3.1. 代工结合自有品牌战略，构建多元产品矩阵	17
3.2. 智能交互平板短期承压，新兴市场需求带动复苏	18
3.3. 智能电视出货量增长不俗，差异化布局海外市场	19
3.4. 专业显示与创新显示业务蓄力新增长点	20
4. 投资亮点：自有品牌+差异化市场，切入汽车赛道	22
4.1. 推进自有品牌战略，进展顺利	22
4.2. 柔性化制造，形成差异化市场策略和客户资源	22
4.3. 打造全球化市场网络	23
4.4. 成立汽车电子公司，欲布局新能源车业务	24
5. 关键假设与盈利预测	25
6. 投资建议	27
7. 风险提示	28

图表目录

图表 1：康冠科技公司发展历程	6
图表 2：康冠科技业务体系	7
图表 3：2023 年三季度康冠科技公司股权结构	8
图表 4：2018-2023Q3 康冠科技营业总收入	9
图表 5：2018-2023Q3 康冠科技归母净利润	9
图表 6：2018-2023Q3 康冠科技毛利率和净利率	9
图表 7：2018-2023Q3 康冠科技费用率	9
图表 8：2019-2023H1 康冠科技分产品收入	10
图表 9：2019-2023H1 康冠科技分产品毛利率	10
图表 10：2019-2023H1 康冠科技分地区收入	10
图表 11：2019-2023H1 康冠科技分地区毛利率	10
图表 12：2020-2024E 年全球 TV 市场出货量预测	11
图表 13：2022 年全球智能电视出货量与分地区渗透率	11
图表 14：2023H1 中国 TV 零售市场均价（元）	12
图表 15：Mini LED 液晶电视出货量预测	12
图表 16：2023 年中国彩电市场分尺寸零售量结构	12
图表 17：2022-2027E 全球 IFPD 市场出货量预测（单位：千台）	13
图表 18：2022-2027E 全球 IFPD 市场出货量预测	13
图表 19：2021-2027E 中国商显设备市场销量预测（单位：千台）	14
图表 20：2021 年康冠科技原材料采购金额占比	15

图表 21: 2022 年 4 月-2024 年 1 月液晶面板价格 (单位: 美元)	15
图表 22: 面板价格走势与公司毛利率和净利率变化关系	16
图表 23: 2023 年全球电视代工厂出货量 (单位: 百万台)	17
图表 24: 公司智能交互类产品	18
图表 25: 2019-2023H1 公司智能交互显示产品收入与毛利率	18
图表 26: 2019-2023H1 康冠科技智能电视业务营收	19
图表 27: 2019-2023H1 部分电视代工厂商毛利率变化	20
图表 28: 康冠科技专业类显示产品矩阵	20
图表 29: 康冠科技创新类显示产品矩阵	21
图表 30: 2023 年“双十一”KTC 战报	22
图表 31: 2023 年“双十一”皓丽战报	22
图表 32: 康冠科技背光模组生产车间和整机生产车间	23
图表 33: 2023-2024E 全球 TV 出货量分地区同比预测	24
图表 34: 盈利预测	26
图表 35: 盈利预测假设	27
图表 36: 可比公司估值比较表 (按照 2024 年 02 月 19 日收盘价)	27

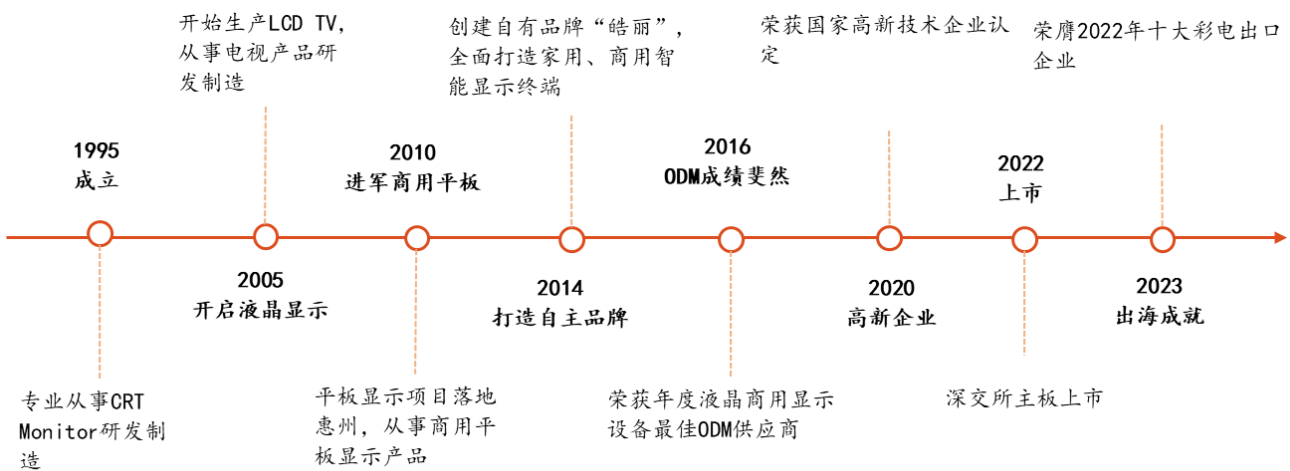
1. 康冠科技：深耕智能显示行业，成就行业龙头

1.1. 深耕智能显示 29 年，龙头扬帆出海

专注显示行业 29 年，智能交互平板与智能电视业务全球领先。深圳市康冠科技股份有限公司成立于 1995 年，注册地址在深圳市龙岗区坂田街道，2022 年 3 月 18 日公司于深交所主板上市。康冠科技是一家全球性平板显示解决方案服务商，专注于为客户提供深度定制化、差异化的平板显示产品。根据迪显咨询（DISCIEN）数据统计，2023 年上半年，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。根据迪显咨询数据，公司 2023 全年 TV 出货 8 百万台，同比增长 15%，位列第六，在纯代工业务榜单中位居第五。

深耕显示行业，拓展自主品牌与出海战略驱动发展。康冠科技成立之初从事 CRT 显示研发制造，是国内早期致力于平板显示制造的厂家之一，自 2005 年起，公司便开始从事液晶显示 TV 制造。2010 年公司进军商用平板显示，并在 2014 年创建自有品牌“皓丽”。2016-2020 年公司取得了液晶商用显示设备最佳 ODM 供应商、国家高新技术企业等荣誉，并在 2022 年成功登陆深主板。公司重视产品出海，多年获得“中国十大彩电出口企业”，向全世界输出“中国智造”解决方案。

图表 1：康冠科技公司发展历程



资料来源：康冠科技公司官网，东方财富证券研究所

智能电视与智能交互显示产品双轮驱动。公司的主要业务主要产品包括智能交互平板、智能电视、专业类显示产品、创新类显示产品等。其中智能交互平板主要应用于教育、办公等领域；智能电视主要应用于家庭、娱乐等领域；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，主要包括直播、运动健身、美妆、家庭娱乐等领域。

图表 2：康冠科技业务体系

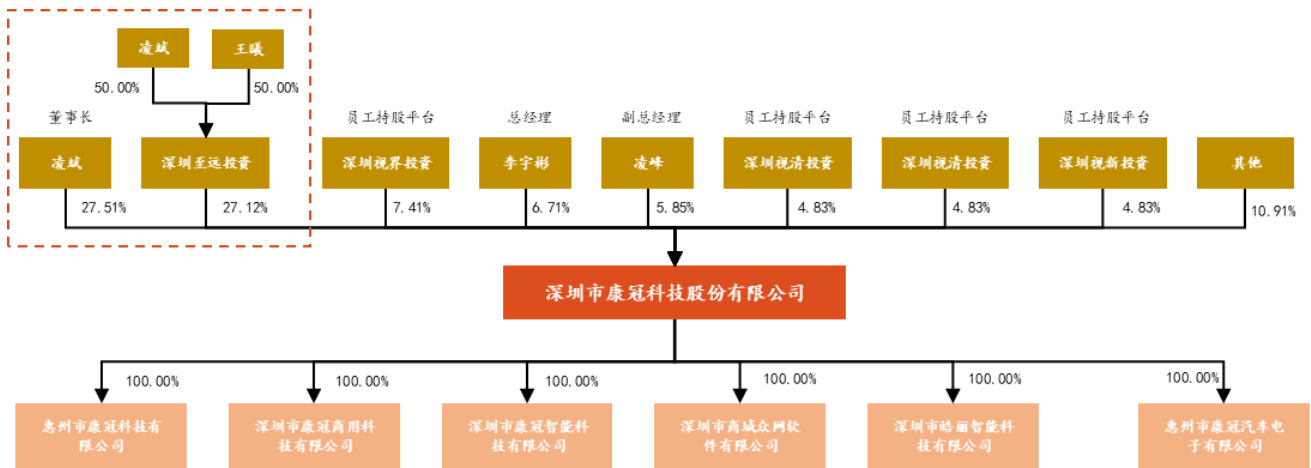


资料来源：康冠科技 2023 年半年报，东方财富证券研究所

1.2. 股权结构稳定，团队能力出色

实控人持股比例高，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 23Q3，公司控股股东凌斌先生直接持有公司 27.51% 股份，通过持有深圳市至远投资有限公司 50.00% 的股权、深圳视界投资管理企业（有限合伙）53.18% 的股权、深圳视清投资管理企业（有限合伙）16.41% 的股权、深圳视野投资管理企业（有限合伙）16.03% 的股权、深圳视新投资管理企业（有限合伙）16.99% 的股权，间接持有公司 19.89% 的股份，合计持有公司 47.40% 的股权。王曦通过至远投资间接持有公司 13.56% 的股份。凌斌、王曦合计持有公司 60.96% 的股份。

图表 3：2023 年三季度康冠科技公司股权结构



资料来源：Choice 康冠科技-十大股东明细，Choice 康冠科技-控股参股子公司，康冠科技 2023 半年报，康冠科技 2023 年三季度，东方财富证券研究所

公司核心团队稳定，经验丰富。公司董事长凌斌、总经理李宇彬、副总经理凌峰和张斌为 1995 年加入公司的创始团队成员，自 1995 年起加入公司至今，已在公司任职近 30 年，公司管理经验丰富，工作协同合作紧密。其他高级管理人员均在公司工作十年以上，对公司的管理、研发和销售经验丰富。此外，凌斌、凌峰与李宇彬配偶系兄妹关系，创始团队的家庭关系绑定增强了与公司的利益一致性，减小了企业内部斗争的风险。

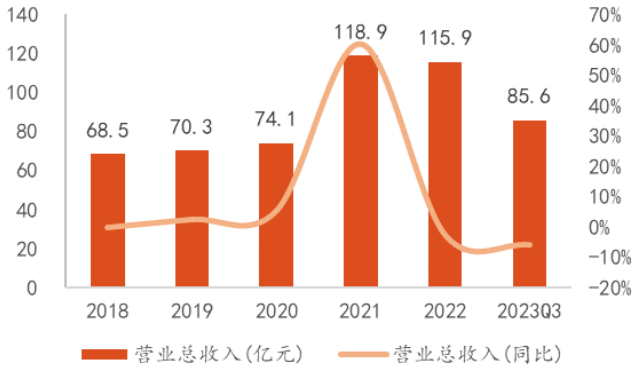
核心团队专业水平出色。董事长凌斌先生于 2017 年 9 月被认定为深龙英才 A 类人才,2019 年 5 月被认定为 2018 年第一批深圳市龙岗区“深龙文化创意产业英才”运营管理类领军人才。总经理李宇彬先生于 2019 年 5 月被认定为深圳市地方级领军人才、2018 年第一批深圳市龙岗区“深龙文化创意产业英才”运营管理类领军人才,2020 年 3 月被认定为深龙英才 B 类人才。副总经理陈茂华先生于 2014 年 7 月被认为深圳市后备级人才,2017 年 9 月被认定为深龙英才 C 类人才。陈茂华先生带领团队设计的 65H miniLED TV、55A7O LED TV 获得 2021 德国红点产品设计奖。

1.3. 业绩短期承压，盈利能力稳健向好

行业景气度冲击，短期业绩承压。2018-2023 年前三季度，公司营业总收入分别为 70.31/74.14/118.89/115.87/85.62 亿元。2018 年至 2021 年公司业绩增长较快，2022 年业绩同比小幅下降 2.54%，主要是受到原材料成本下跌及公司产品结构持续优化的影响，18-22 年营收复合增长率达到 14.04%。2023 年前三季度营收同比下降 5.73%，受限于面板价格与上年同期相比较仍属低位和海外需求暂时萎缩，导致教育类智能交互平板经营数据同期对比出现下滑。在 2023 年下半年，业绩拐点曙光初现，2023 年 7 月-9 月，公司智能电视出货量同比增长 24.41%，智能交互显示产品业务量整体增长，出货量同比增长 134.37%。

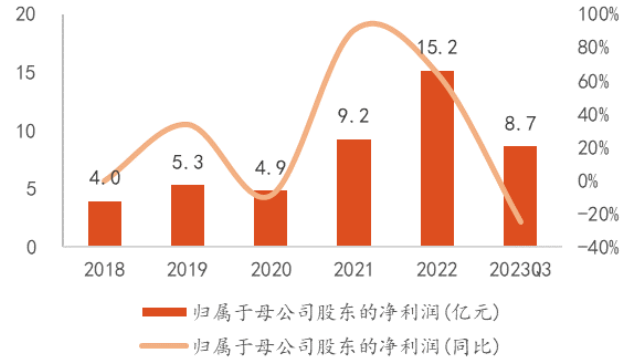
2018 年至 2023 年前三季度，公司归母净利润分别为 3.97/5.31/4.85/9.23/15.16/8.65 亿元。2018 至 2022 年公司归母净利润保持高速增长，区间复合增长率达到 39.79%。2023 年前三季度归母净利润同比下降 24.57%，主要是智能交互显示产品需求下滑所致。

图表 4：2018-2023Q3 康冠科技营业总收入



资料来源：Choice康冠科技-财务摘要，东方财富证券研究所

图表 5：2018-2023Q3 康冠科技归母净利润

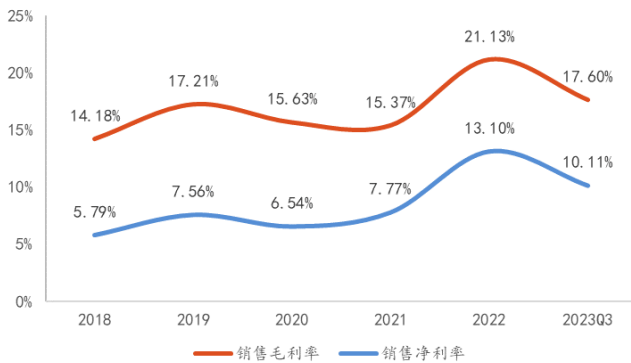


资料来源：Choice康冠科技-财务摘要，东方财富证券研究所

产品具备价格传导能力，毛利率与净利率稳中有升。2018 年至 2023 年前三季度，公司的毛利率分别为 11.49%/14.12%/13.62%/13.67%/18.93%/15.29%，呈现了波动上升的趋势。康冠科技大部分产品采用成本加成模式，终端价格可根据原材料价格及时传导，但也会有滞后。随着成本的传导完成，我们认为 24 年公司的毛利率还有上升空间。公司的净利率方面也呈现上升趋势，2018 年至 2023 年前三季度，净利率分别为 5.79%/7.56%/ 6.54%/ 7.77%/13.10%/10.11%，净利率提高反应了公司经营水平的提高。

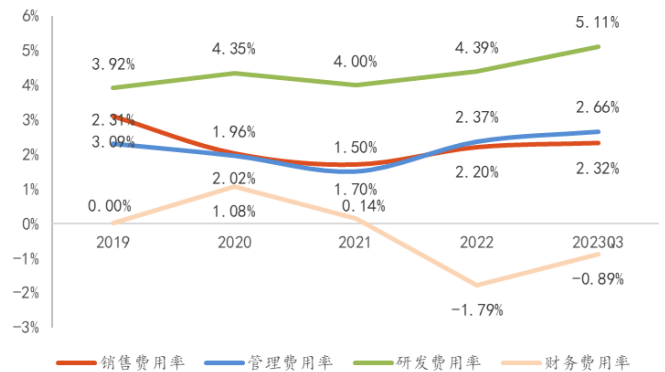
总费用率基本稳定，高研发投入筑核心竞争力。公司总体费用率较为稳定，2023 年三季度，公司销售费用率为 2.32%，相比 2022 年提升 0.12pct，管理费用率 2.66%，提升 0.29pct，研发费用率为 5.11%，提升 0.72%，财务费用率-0.89%，提升 0.90pct，财务费用率变化主要是公司的汇兑收益相比上年同期有所减少。2023 年前三季度，公司研发费用投入 4.37 亿元，同比提升 12.23%，公司保持高强度研发投入，持续加强公司科技创新能力，提升公司的核心竞争力。

图表 6：2018-2023Q3 康冠科技毛利率和净利率



资料来源：Choice康冠科技-财务摘要，东方财富证券研究所

图表 7：2018-2023Q3 康冠科技费用率



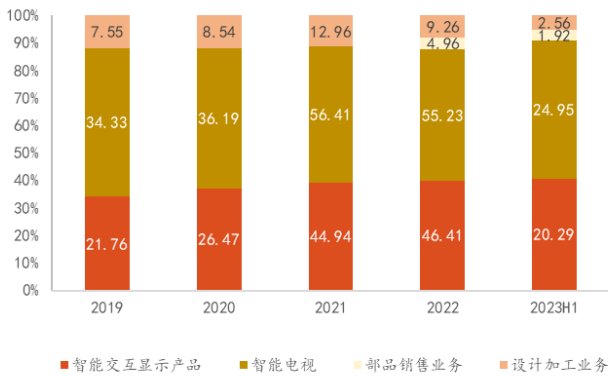
资料来源：Choice康冠科技-财务摘要，东方财富证券研究所

1.4. 收入结构持续优化，高毛利产品与出海业务助盈利提升

公司收入来自智能电视、智能交互显示、设计加工和部品销售业务四个部分。2023 年上半年，以上四个业务收入分别为 24.95/20.29/2.56/1.92 亿元，智能电视业务保持稳定，同比提升 0.13%，智能交互显示产品营收同比下降 19.89%，主要系原材料价格低于去年同期水平，且公司产品的价格传导有滞后。

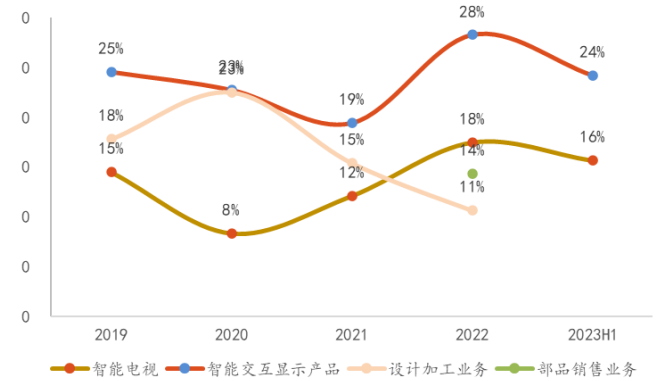
高毛利业务收入占比持续提升。2019年至2023年上半年，智能交互显示业务收入占比从34.19%提升至40.81%，收入从2019年21.76亿元，提升至2022年46.41亿元，复合增长率达到28.72%。智能交互显示产品毛利率水平为公司四项业务中最高，2022年，智能电视、智能交互显示、设计加工和部品销售业务毛利率分别为17.50%/28.27%/10.05%/14.35%。智能电视业务收入占比位置在50%左右，毛利率适中，构成公司收入和利润基座。高毛利的智能交互显示产品占比不断提升，有助于公司整体毛利率提高，帮助公司盈利能力提升。

图表 8：2019-2023H1 康冠科技分产品收入



资料来源：Choice康冠科技-财务摘要，东方财富证券研究所

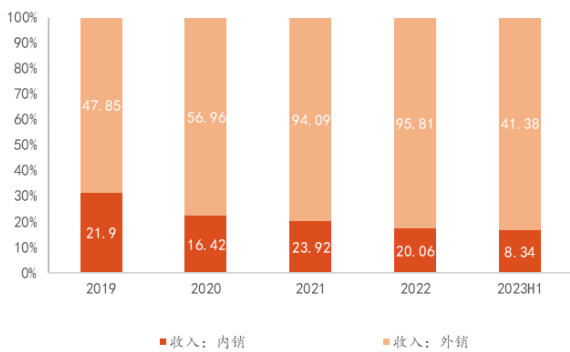
图表 9：2019-2023H1 康冠科技分产品毛利率



资料来源：Choice康冠科技-财务摘要，东方财富证券研究所

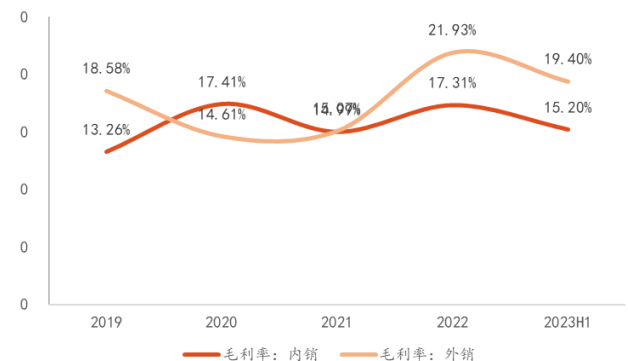
公司收入来源以外销为主，布局海外进行差异化竞争。2019年至2023H1公司外销收入占比持续提升，从68.60%提升至83.23%，2023年上半年，公司内销和外销收入分别为8.34亿元和41.38亿元。海外业务毛利率水平高，差异化竞争保障公司毛利稳定，2023年上半年，公司内销和外销毛利率分别为15.20%和19.40%，公司采用差异化市场策略，满足国际品牌需求，发挥在海外渠道优势，提升公司整体毛利率。

图表 10：2019-2023H1 康冠科技分地区收入



资料来源：Choice康冠科技-财务摘要，东方财富证券研究所

图表 11：2019-2023H1 康冠科技分地区毛利率



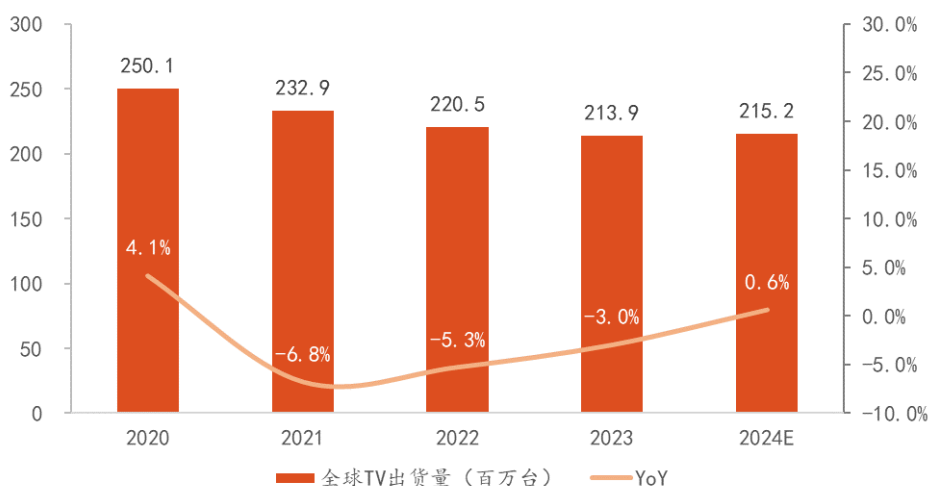
资料来源：Choice康冠科技-财务摘要，东方财富证券研究所

2. 行业现状：海外需求渐复苏，面板价格企稳

2.1. 智能电视海外需求率先复苏，新技术和大尺寸激发换新需求

电视行业处于修复期。根据群智咨询统计数据，2023 年全球电视出货规模为 2.14 亿台，同比下降 3.0%，电视终端需求持续疲软。展望 2024 年，世界经济有望温和复苏，通胀进一步缓解，消费者购买力将有所恢复；其次，受体育赛事带动，电视需求有望微增长。群智咨询预测 2024 年全球电视出货为 2.15 亿台，同比微增 0.6%，呈温和恢复趋势。

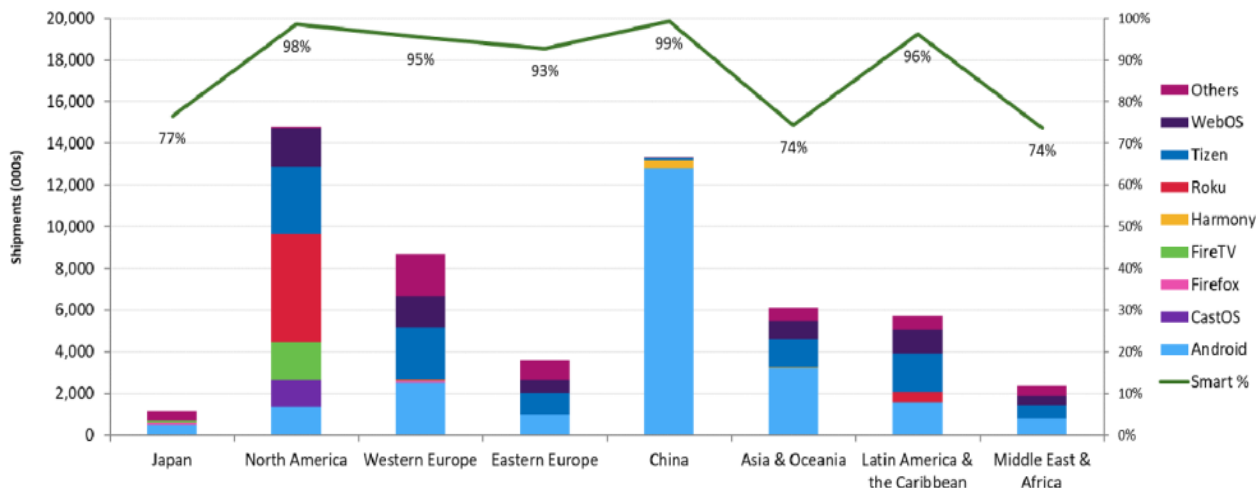
图表 12：2020-2024E 年全球 TV 市场出货量预测



资料来源：群智咨询微信公众号，东方财富证券研究所

海外市场率先复苏，部分地区仍有渗透率提升空间。海外市场经历库存去化后需求回暖，根据海关总署数据，电视机 2023 年 1 月-12 月累计出口 9963 万台，同比增长 7.5%。12 月电视机出口 810 万台，同比增长 7.3%。根据 Omdia 市场研究机构数据，截止到 2022 年末，全世界智能电视出货的渗透率已经接近 95%，但在亚太，大洋洲，以及中东非地区智能电视市场还有提升空间。

图表 13：2022 年全球智能电视出货量与分地区渗透率

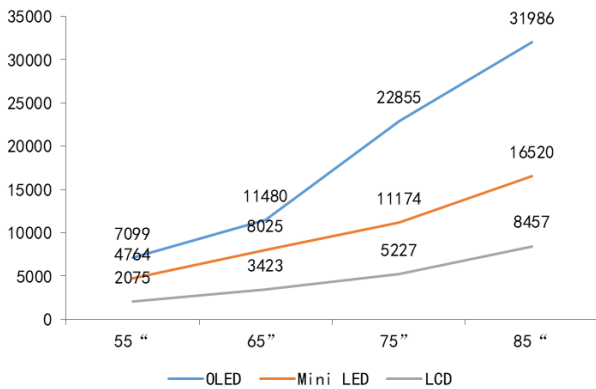


资料来源：Omdia 市场研究机构，东方财富证券研究所

电视市场展现韧性，大尺寸和新技术成为增长点。在市场需求的冰点，电视市场表现出了“韧性”，例如 65 寸电视销量超越 55 寸，成为第一大主销尺寸；Mini Led 与 OLED 为代表的新技术开启商业化渗透；游戏等多场景应用匹配用户需求。

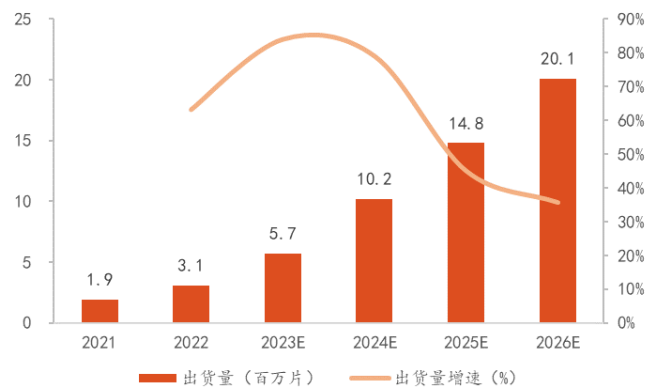
彩电技术方面，OLED、激光以及 8K 显示技术已经进入平稳发展阶段，Mini LED 显示技术进入到高速普及阶段。奥维云网数据显示，2023 年中国彩电 Mini LED 市场零售量渗透率为 2.9%，较去年增长 1.8pct，零售额渗透率为 9.8%，较去年增长 5.4pct。据 Omdia 市场研究机构数据，Mini LED 背光电视出货量将会持续成长，2024 年可望达 1020 万台，年增 78.9%，至 2026 年出货量预估 2010 万台，2021-2026 年复合增速达到 60.3%。

图表 14: 2023H1 中国 TV 零售市场均价 (元)



资料来源: AVC奥维云网微信公众号, 东方财富证券研究所

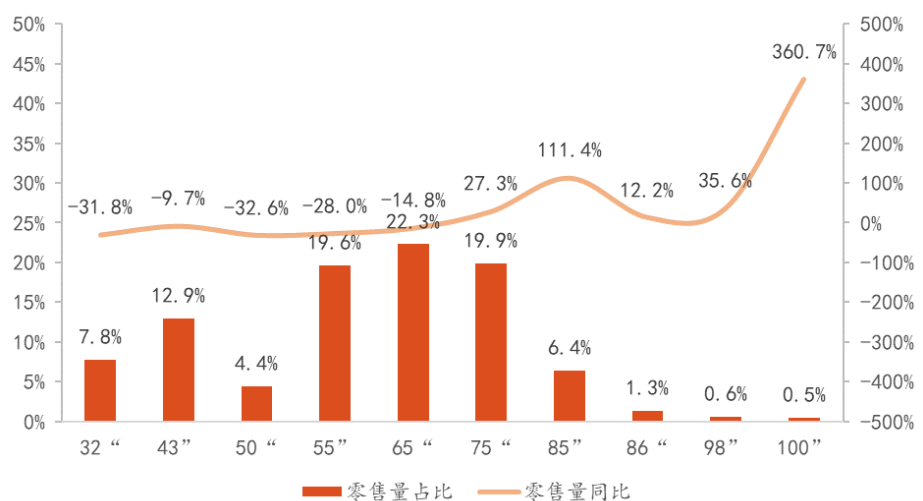
图表 15: Mini LED 液晶电视出货量预测



资料来源: Omdia市场研究机构微信公众号, 东方财富证券研究所

大尺寸电视正成为彩电行业的重要发展方向。根据 AVC 奥维云网数据, 2023 年中国彩电市场大尺寸产品 (75 英寸及以上) 零售量和零售额实现全面增长, 75 英寸产品零售量同比增加 27.3%, 渗透率达到 19.9%, 较去年增长 6.4pct, 渗透率增长最为明显。品牌围绕大尺寸布局, 利用大尺寸激活存量焕新需求, 提升自身在高端市场的竞争水平, 从而提高彩电销售单价。

图表 16: 2023 年中国彩电市场分尺寸零售量结构

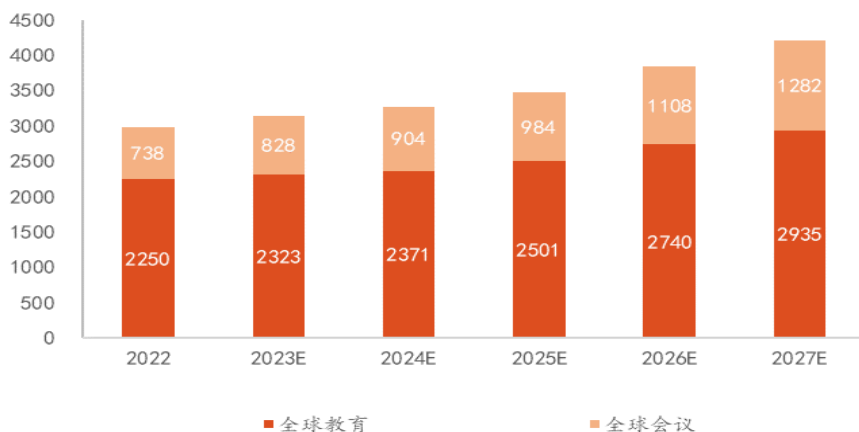


资料来源: AVC 奥维云网微信公众号, 东方财富证券研究所

2.2. 智能交互市场下游应用多元化，机遇与挑战并存

智能交互产品主要应用在教育、会议和商显领域，根据 DISCIEN 迪显咨询的研究报告显示，全球智能交互平板市场需求稳步增长，预计到 2027 年，全球出货量将达到 421.7 万台。其中教育类平板从 2022 年的 225 万台增长到 2027 年的 293.5 万台，复合增长率到达 5.46%，会议类平板出货量从 73.8 万台增长至 2027 年的 128.2 万台，复合增长率到达 11.68%。

图表 17：2022-2027E 全球 IFPD 市场出货量预测（单位：千台）



资料来源：康冠科技 2023 半年报，迪显咨询，东方财富证券研究所

国内教育信息化起步早，目前渗透率接近饱和。根据洛图科技数据，中国大陆教育机构中，大尺寸教育平板的平均渗透率已近 80%，渗透率接近饱和。2023 前三季度，中国教育交互平板市场的出货量为 70.4 万台，同比衰退 9.1%，预计全年中国大尺寸的教育交互平板市场出货量将达 85.7 万台，同比下降 13.9%。随着未来教育人口的趋势变化、教育信息化的饱和，以及政府整体财政支出的缩减，国内教育类交互平板的市场成长空间相对有限。

海外教育资金支持教育信息化，长期空间仍巨大。2020 年海外的教育平板渗透率处于低位，据迪显咨询测算发达国家的教育 IFPD 渗透率仅 15%，疫情期间海外国家宽松财政货币政策刺激经济，资金充裕成为过去两年海外教育 IFPD 出货量快速提高的重要因素。2023 年以来，海外货币紧缩政策以及前两年的大量出货需要时间消化，海外 IFPD 出货量暂时收缩，但未来对智能交互平板的需求空间仍然巨大。

图表 18：2022-2027E 全球 IFPD 市场出货量预测

国家	时间	资金	用途
美国	2021 年	-	为美国各地的学校、图书馆提供资金，以购买笔记本电脑、平板电脑、Wi-Fi 热点和宽带连接，帮助学生和教师在疫情期间的在线学习。
印度	2021 年 7 月	-	建立工作室进行直播课，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	2021 年 4 季度	150 亿欧元	发布了《意大利的未来学校计划》，约有 150K 的教育交互大屏需求，用于新建、改善 10 万间以上教室、增强教室培训、远程教育等方面的改善
土耳其	2021 年 3 季度	-	78.5K 的教育 IFPD 需求，全部为 65 寸红外触控产品
德国	2019 年	65 亿欧元	发布《DigitalPakt》计划，提升德国教育信息化水平

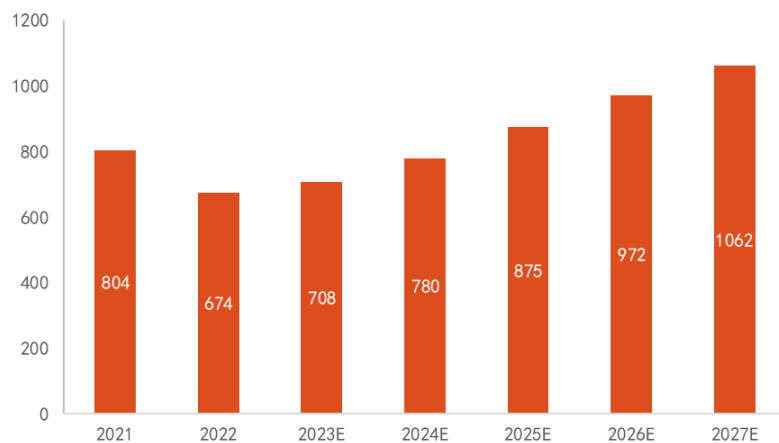
资料来源：迪显咨询公众号，东方财富证券研究所

会议平板潜力巨大，但仍面临挑战。智能交互平板在会议市场的应用还处于起步阶段，根据 Frost & Sullivan 咨询机构的调查分析，2021 年全球共有超 9,000 万间会议室，按照过去 5 年累计销售的会议平板计算，当前全球渗透率为 3%，仍有长期提升空间。根据迪显咨询数据，全球宏观经济衰退，去库存及终端预算不足等因素导致市场下滑，2023 年全球会议 IFPD 市场预计出货 676K，同比下滑 8.3%。中国市场 23 年预计出货 381K，同比下降 16%。

IFPD 高端产品提升产品附加值。IFPD 接口转变，提供丰富灵活的接口同时满足 5K/8K 市场需求。21:9 尺寸产品的应用场景具有潜力，除了可以展示 PPT 文档之外可以同时展示参会者信息、头像和会议室聊天信息。

商业显示市场在不断演进，商用电视是重要形态。商用显示设备是数字基础设施建设智能硬件显示终端，按产品形态主要分为商用电视、平板拼接、DLP 拼接、激光投影、数字标牌（单屏显示器、广告机）、小间距 LED 等。根据奥维云网（AVC）的研究报告显示，中国商显设备市场需求稳步增长，2023 年销售量预测为 70.8 万台，预计到 2027 年，出货量将达到 106.23 万台，区间复合增长率为 10.68%。

图表 19：2021-2027E 中国商显设备市场销量预测（单位：千台）

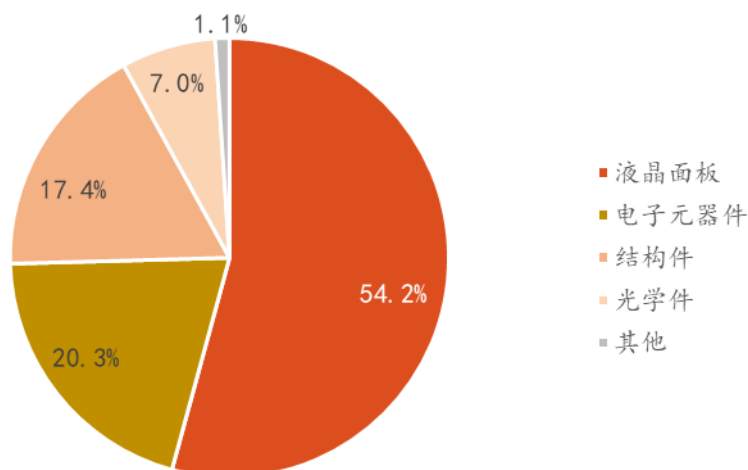


资料来源：康冠科技 2023 半年报，AVC 奥维云网，东方财富证券研究所

2.3. 原材料面板价格企稳后或维持，公司具备价格传导能力

液晶面板是公司原材料的最重要组成部分。根据公司招股书，2021 年公司原材料采购金额中 54.2% 来自液晶面板，另外电子元器件、结构件、光学件和其他分别占比 20.3%/17.4%/7.0%/1.1%。因此液晶价格的波动变化会影响公司的营业收入、毛利率和净利率。

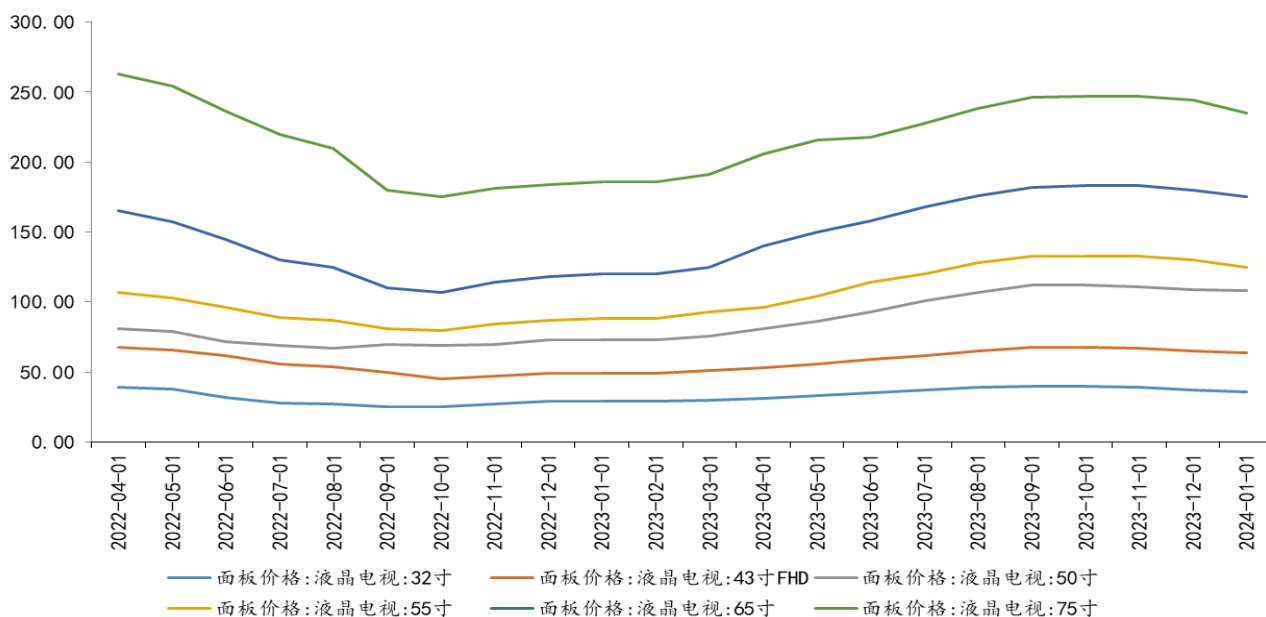
图表 20：2021 年康冠科技原材料采购金额占比



资料来源：康冠科技招股说明书，东方财富证券研究所

面板厂商主动下调稼动率，液晶面板价格预计维持高位。面板价格在 2023 年经历了一波上涨后达到高位，面板厂并不愿意见到面板价格立刻进入降价通道，于是加大控产力度。根据 CINNO Research 统计面板厂数据，2023 年 12 月，全球 G10.5/G11 产线稼动率平均为 75.0%，G8.6 产线稼动率平均为 75.3%，整个四季度也基本保持这一水平，而 G8.5 产线平均稼动率从 10 月的 70.8% 一路调降至 12 月 64.0%，成为控产主要方向。

图表 21：2022 年 4 月-2024 年 1 月液晶面板价格（单位：美元）

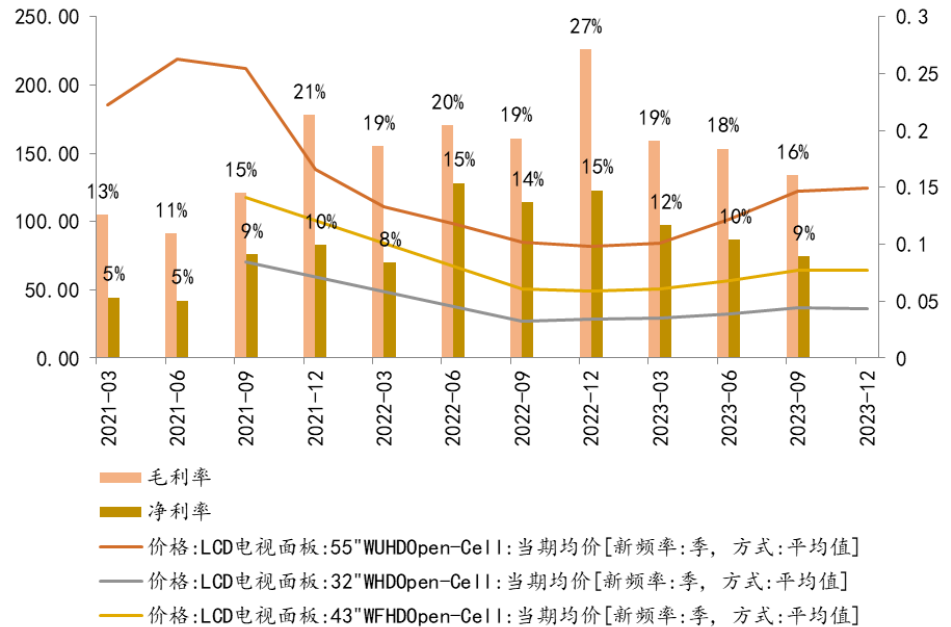


资料来源：Choice 行业经济数据，东方财富证券研究所

面板价格与公司毛利率和净利率呈反向波动，与收入呈同向波动。由于面板是产品主要成本构成，同时公司主要采用成本加成模式，终端价格可以根据

成本进行传导。当面板价格下降时，公司传导价格后终端产品价格相应下降，同时维持此前相当毛利润水平，因而提高了毛利率水平，进而提高净利率水平。即使未来面板价格可能维持相对高位，公司的终端售价会根据市场销售策略、市场环境而定，收入会与原材料价格同向波动。

图表 22：面板价格走势与公司毛利率和净利率变化关系



资料来源：Choice 行业经济数据，Choice-康冠科技财务摘要，东方财富证券研究所

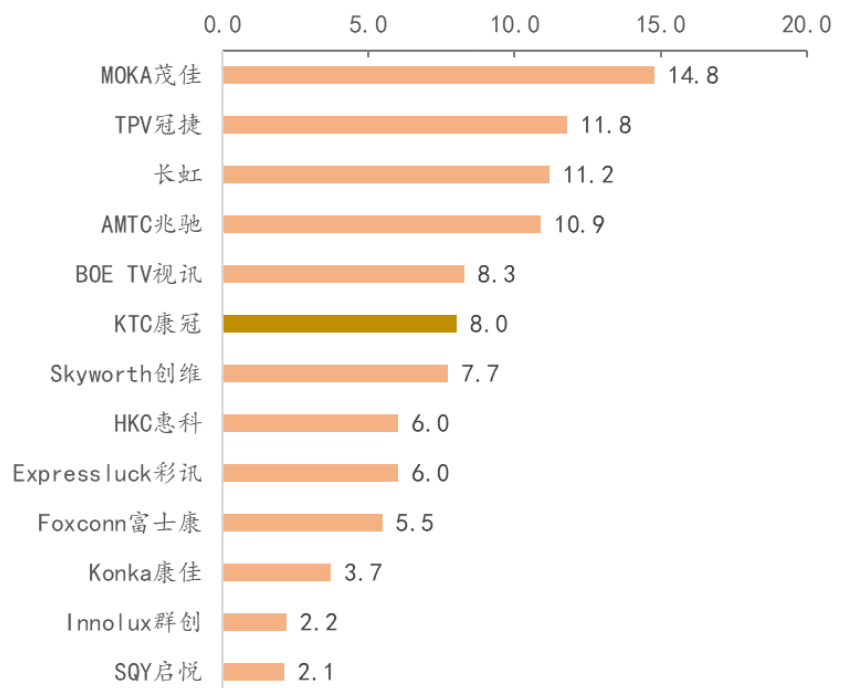
3. 公司业务：电视代工表现不俗，自有品牌成绩亮眼

3.1. 代工结合自有品牌战略，构建多元产品矩阵

公司智能电视代工业务位居行业前列。公司智能电视业务的合作模式主要由 KTC 提供生产，包括 JDM（联合设计并由 KTC 生产）、ODM（负责设计和生产）、OEM（KTC 仅负责生产）和 EMS（客供物料给 KTC 生产）四种模式。根据 DISCIEN 迪显咨询《全球 TV 代工出货月度数据报告》，康冠科技全年出货 8.0M，同比增长 15%，位列第六，其中 12 月出货创纪录达到 121 万台夺得当月头名。而纯代工业务 KTC 则位居第五，较前年上升两名。

康冠科技出货增长主要由亚非拉等新兴市场带动，通过聚焦新兴市场 Local King 品牌，持续开拓当地客户并和当地工厂、渠道商建立合作，从而实现差异化竞争，最终收获成效。北美区域也受到了渠道商客户终端需求增加的利好，进一步推动力全年出货的增长。

图表 23：2023 年全球电视代工厂出货量（单位：百万台）



资料来源：DISCIEN 迪显咨询《全球 TV 代工出货月度数据报告》，东方财富证券研究所

服务客户和构建自有品牌双发展战略。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（Horion）”主要经营智能会议平板类、直播类产品；“福比特（FPD）”主要经营智能家居类产品。公司陆续推出自主品牌 KTC 的 MINILED 及 OLED 电竞显示器、移动随心屏、皓丽直播一体机、FPD 灵境 VR 一体机、FPD 双面屏、FPD 智能美妆镜等新型显示产品，加大自有品牌发展。

3.2. 智能交互平板短期承压，新兴市场需求带动复苏

公司生产的智能交互平板分为教育类和会议类，主要应用于教育、办公领域。公司教育类智能交互平板产品为智慧黑板和双系统教育机，主要以服务海外一线品牌商客户为主，销往欧洲、北美等主流市场，公司紧抓海外教育数字化信息化发展趋势，与海外前十大教育平板品牌商大部分都建立了合作关系，是公司智能交互平板业务的主要构成部分。

图表 24：公司智能交互类产品

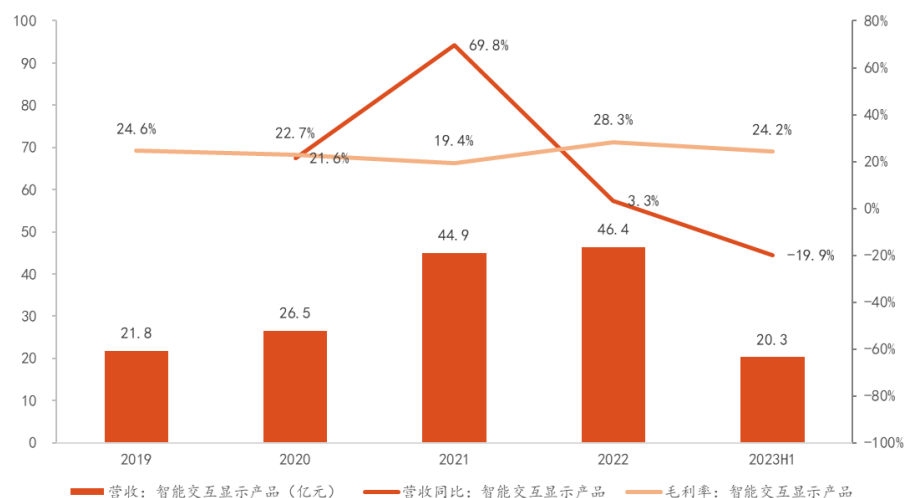


资料来源：康冠科技 2023 半年报，东方财富证券研究所

智能交互业务全球第一，价格传导滞后导致短期承压。根据迪显咨询数据统计，2023 年上半年，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。2023 年上半年，公司智能交互显示产品营收同比下降 19.89%，其中智能交互平板出货量同比下降 32.33%，智能交互业务平板出货量下降因素主要是：（1）海外教育类平板经过高增长后受到俄乌战争和通胀影响，需求有所下滑；（2）上一年教育类平板业务处于原材料和客户需求双高阶段，所以 2022H1 教育类智能教育平板经营数据基数高。

毛利率角度来看智能交互显示业务毛利率整体较高。2022 年下半年，原材料面板价格较低，公司进行价格传导后拉高了 2022 年毛利率。2023 年上半年，毛利率随着面板价格上升有所回落但仍维持较高水平。

图表 25：2019-2023H1 公司智能交互显示产品收入与毛利率



资料来源：Choice 康冠科技主营构成-按产品分类，东方财富证券研究所

海外需求复苏，新兴市场需求明显。经过 2023 年业绩下降，智能交互平板业务随着海外需求和原材料价格好转将逐步恢复增长趋势。另外，除了欧美市场需求较高，新兴国家也出现明显的需求，公司将紧抓行业机遇。我们认为，2024 年公司教育类智能交互平板的需求有机会恢复至 2021-2022 年水平。随着自主品牌战略的推进，可以节省终端渠道成本，智能交互业务产品毛利率有望继续提升。

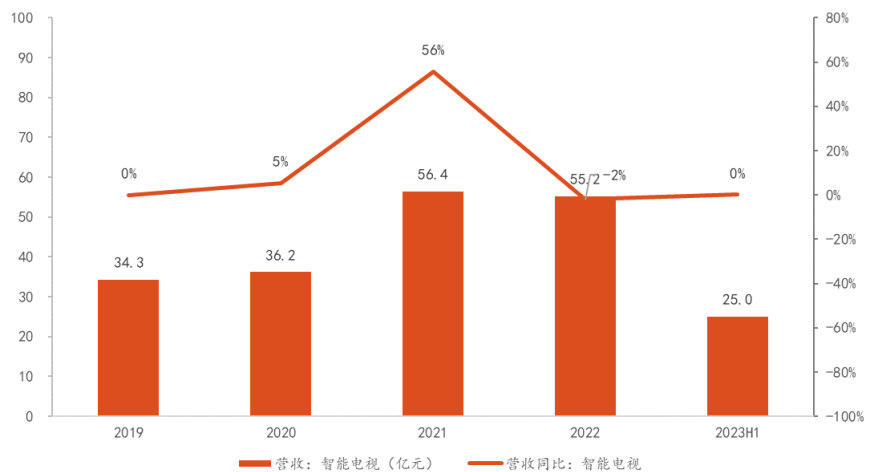
推进智能交互平板自有品牌，公司创立了会议类智能交互平板自有品牌“皓丽（Horion）”。旗下会议类智能交互平板以会议平板和会议电视为主，其中会议平板分为 M 和 E 系列，包含产品尺寸从 55 英寸到 98 英寸，满足客户多样化需求。

3.3. 智能电视出货量增长不俗，差异化布局海外市场

智能电视业务代工为主，服务海外差异化市场客户。公司生产的智能电视产品按背光技术可分为 OLED 电视、Mini-Led 电视、LED 背光电视，经营模式主要以服务客户为主。市场策略方面，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。

2023 年上半年，公司智能电视业务营收 24.95 亿元，同比增长 0.13%。出货量来看智能电视业务发展亮眼。2023 上半年，公司智能电视出货量同比增长 14.41%，2023 年 7 月-9 月，公司智能电视出货量同比增长 24.41%，12 月出货创纪录达到 121 万台夺得当月第一，全年出货量同比增长 15%。

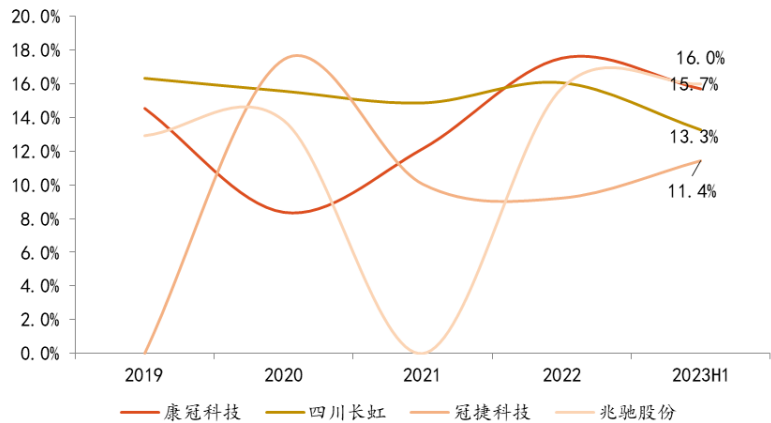
图表 26：2019-2023H1 康冠科技智能电视业务营收



资料来源：Choice 康冠科技主营构成-按产品分类，东方财富证券研究所

公司电视业务毛利率在波动中有所提高。2019 年到 2023 年上半年，康冠科技智能电视业务毛利率分别为 14.5%/8.4%/12.1%/17.5%/15.7%。从毛利率来看康冠科技的智能电视代工业务相比其他 A 股上市具有优势。2023 年上半年来看，康冠科技、四川长虹、冠捷科技和兆驰股份的电视业务毛利率分别为 15.7%/13.3%/11.4%/16.0%，得益于公司在海外差异化市场的布局，公司的电视业务毛利率在竞争者中具有一定优势。

图表 27：2019-2023H1 部分电视代工厂商毛利率变化



资料来源：Choice 康冠科技主营构成-按产品分类，Choice 四川长虹主营构成-按产品分类，Choice 冠捷科技主营构成-按产品分类，Choice 兆驰股份主营构成-按产品分类，东方财富证券研究所

3.4. 专业显示与创新显示业务蓄力新增长点

公司生产的专业类显示产品包括电竞显示器、医疗显示器、商业显示器等产品。2023 年上半年，公司生产的专业类显示出货量同比增长 117.37%，主要原因系公司专业类显示产品的技术升级和功能增强。

公司生产的电竞显示器主要应用于游戏电竞领域，公司以服务客户和自有品牌“KTC”相结合的经营模式推广，KTC 旗下电竞显示器包含 OLED、Mini-LED 和 LCD 三种显示规格，兼有常规屏、带鱼屏和曲面屏多种型号。医疗显示器产品主要由公司下属子公司深圳市康冠医疗设备有限公司经营，产品主要有放射诊断显示器、内窥监视器、放射综合显示器、影像中心会诊大屏、超声显示器和手术室一体化显示器。商业显示器具体包含拼接屏、单屏显示器产品，适用于多种商业场景，包括交通指挥中心、金融场所、政府单位等。

图表 28：康冠科技专业类显示产品矩阵



资料来源：康冠科技 2023 半年报，东方财富证券研究所

公司生产的创新类显示产品包括移动智慧屏、智能运动镜、直播机、智能美妆镜等，以自有品牌与服务客户两种模式共同发展。其中自有品牌产品包括，移动智慧屏“KTC 随心屏”，皓丽直播一体机，FPD 智能美妆镜，FPD 灵境 VR 一体机和 H80 投影仪。

公司创新类显示产品出货量同比增长 127.12%，主要原因系创新类显示产品满足了客户多样化的应用需求。公司通过应用 AI、VR、AR 等前沿技术于产品设计中，为用户提供更舒适和便利的使用体验。创新类显示产品既能够满足用户需求痛点，又结合了公司差异化的市场营销战略，所以销量实现了大幅增长。

图表 29：康冠科技创新类显示产品矩阵



资料来源：康冠科技 2023 半年报，东方财富证券研究所

4. 投资亮点：自有品牌+差异化市场，切入汽车赛道

4.1. 推进自有品牌战略，进展顺利

公司重视自有品牌，近年加大力度推出自有新产品。1998年，公司创立自有品牌“KTC”，2021年推出KTC电竞显示器、热门品类运动镜。2007年创立自有品牌“福比特（FPD）”主营智能家居类产品，2022年推出福比特（FPD）美妆镜、家用第二屏“KTC移动随心屏”。2014年创立智能交互平板自有品牌“皓丽（Horion）”主营会议类智能交互平板。

研发能力强，发展自有品牌具备先天优势。公司近三十年的产品设计经验和研发投入可以转移到自有品牌开发中去。公司在产品设计、驱动系统、交互系统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、语音技术等核心技术上拥有大量实验数据和丰富经验。2019至2023H1，公司研发费用占销售比重分别为3.92%/4.35%/4.00%/4.39%/5.11%，呈现上升趋势。

自有品牌取得阶段性优异成绩。根据TrendForce市场研究机构统计，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。根据洛图科技数据统计，2022年度，公司智能交互平板自有品牌“皓丽”在国内商用平板市场中的出货量排名第二。

图表 30：2023 年“双十一”KTC 战报



资料来源：KTC 公众号，东方财富证券研究所

图表 31：2023 年“双十一”皓丽战报



资料来源：皓丽公众号，东方财富证券研究所

4.2. 柔性化制造，形成差异化市场策略和客户资源

公司具有小批量多型号的柔性化生产能力。公司在深圳和惠州拥有约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。公司的制造中心具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。公司柔性化制造能力得益于公司全流程软硬件的自主研发设计，满足了来自全球不同区域的小批量、多型号订单需求。

柔性化生产助力公司推进差异化市场策略。公司差异化市场竞争策略是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。此类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，同时细分领域的知名品牌或本地龙头品牌企业客户也具有收入规模大、品牌号召力强、抗风险能力强的优势。公司凭借相匹配的研发和制造优势在上述差异化市场拥有较高的占有率。

公司积累了新兴市场当地龙头品牌客户资源。公司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。基于研发设计和生产制造端的领先能力，公司面向发展中国家等新兴市场，与亚太、拉美、中东、非洲等地区的当地龙头品牌客户（Local King 品牌）建立了长期合作的关系。

图表 32：康冠科技背光模组生产车间和整机生产车间



资料来源：康冠科技 2023 半年报，东方财富证券研究所

4.3. 打造全球化市场网络

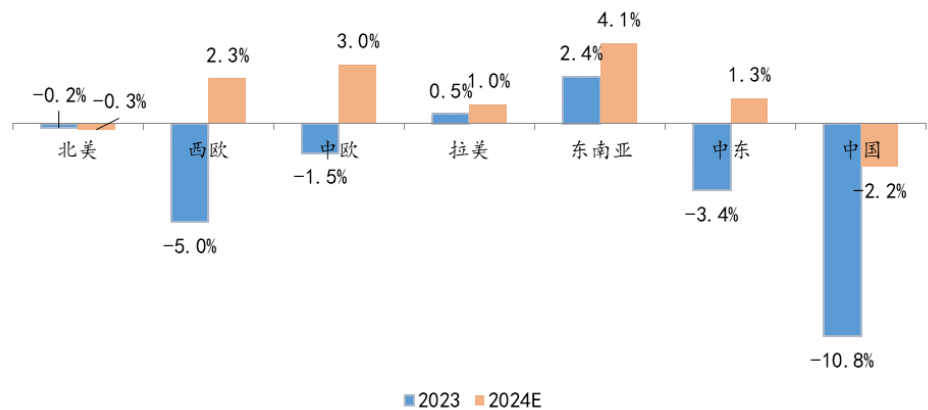
公司的主要客户在海外。自 2014 年来，海外市场份额逐年提升，到 2023 年上半年，公司外销收入占比已高达 83.2%。公司未来计划在全球范围内新建多个技术支持及服务中心，目前已经在中国香港、中国台湾、韩国首尔、日本东京、美国加州、墨西哥提华纳、阿联酋迪拜、波兰华沙设立全资子公司。

公司采用 MTO 战略，提高资源使用效率。公司可以将原材料以半散件或者散件的方式出口到对应地区当地进行组装，提高了公司整体周转速度的同时减少仓储和物流的成本。同时，公司可以将更多的资源投入研发等核心环节，将持续提高公司核心竞争力。

2024 年海外 TV 市场预计复苏，利好公司业绩。根据群智咨询数据，2023 年东南亚和拉美市场小幅增长，北美市场表现稳定，其他区域均有不同程度的同比下滑。2024 年，预计北美出货维持稳定，欧洲市场迎来弱复苏，新兴市场东南亚、拉美预计增长，而中国大陆需求持续低迷。

公司积累全球化销售渠道，有利于公司将来开展新能源汽车整车进出口业务。

图表 33：2023-2024E 全球 TV 出货量分地区同比预测



资料来源：群智咨询微信公众号，东方财富证券研究所

4.4. 成立汽车电子公司，欲布局新能源车业务

2023年6月，公司成立全资子公司惠州市康冠汽车电子有限公司，欲布局领域为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。

目前创新类显示产品智能美妆镜应用到汽车上已有进展，公司近期取得一项名为“一种汽车遮阳板”的专利，整体上将镜面功能与触摸显示的功能结合在一起，可运用于公司镜面显示产品，使该类产品的功能更丰富，体验感更佳，能够满足大众多样化的功能需求。该产品已成功中标某全球知名高端汽车品牌合作开发项目，当前处于验证阶段。

5. 关键假设与盈利预测

我们的盈利预测基于如下假设：

营业收入：按照公司年报中分产品营收构成的划分，包括智能电视、智能交互显示产品、设计加工业务和部品销售业务。

智能电视：智能电视主要原材料面板价格预计在 2024 年维持较高水平，传导至终端价格后有助于提升营收水平。我们预计海外新兴市场智能电视市场将在 2024 年有较好增速，综合考虑产品单价和下游需求情况，预计智能电视业务 2023-2025 年增速为 16.52%/13.96%/11.40%。

智能交互显示产品：教育类智能交互显示产品在经历快速成长期后需要时间消化，加上战争和通胀等因素影响，短期压力大。考虑到公司的专业显示和创新现实业务发展势头良好，同时，我们认为海外智能交互显示产品将在新兴市场的带动下复苏，预计 2023-2025 年智能交互显示产品业务增速分别为 -1.77%/23.00%/19.00%。

设计加工产品：该业务体量不大且利润空间较小，我们认为公司将选择维持或收缩该部分业务，预计 2023-2025 年设计加工产品业务增速分别为 -50.00%/-5.00%/-5.00%。

部品销售业务：公司长期在供应链上布局，不仅满足自身需求也能向外销售，我们认为该部分业务增速高于电视业务，预计 2023-2025 年部品销售增速分别为 26.52%/23.96%/21.40%。

毛利率：

智能电视：2023 年面板价格经历了上升，使得业务毛利率有所下降，2024 年我们预测面板价格将维持相对高位，预测 2023-2025 年毛利率 16.59%/16.50%/16.50%。

智能交互显示产品：公司成本传导使得毛利率基本稳定，同时公司自有品牌和创新产品有机会拉高该部分毛利率水平，预测 2023-2025 年毛利率 26.24%/26.74%/27.24%。

设计加工产品：公司缩减该业务中盈利困难部分，该部分业务毛利率有希望提高，预测 2023-2025 年毛利率 11.65%/12.65%/13.65%。

部品销售业务：部品销售受益于海外渠道的扩张，预计 2023-2025 年毛利率为 14.35%/14.35%/14.35%。

图表 34：盈利预测

康冠科技营收&毛利预测	2021	2022	2023E	2024E	2025E
智能电视	5,640.94	5,523.15	6,435.79	7,334.35	8,170.46
YoY	55.86%	-2.09%	16.52%	13.96%	11.40%
毛利率	12.13%	17.50%	16.59%	16.50%	16.50%
毛利润（百万元）	684.25	966.55	1,067.70	1,210.17	1,348.13
智能交互显示产品（百万元）	4,493.58	4,641.08	4,558.92	5,607.47	6,672.89
YoY	69.79%	3.28%	-1.77%	23.00%	19.00%
毛利率	19.43%	28.27%	26.24%	26.74%	27.24%
毛利润（百万元）	873.10	1,312.03	1,196.26	1,499.44	1,817.70
设计加工业务（百万元）	1,295.97	926.47	463.23	440.07	418.07
YoY	51.71%	-28.51%	-50.00%	-5.00%	-5.00%
毛利率	15.42%	10.65%	11.65%	12.65%	13.65%
毛利润（百万元）	199.84	98.67	53.97	55.67	57.07
部品销售业务（百万元）	-	496.34	627.99	778.47	945.07
YoY	-	-	26.52%	23.96%	21.40%
毛利率	-	14.35%	14.35%	14.35%	14.35%
毛利润（百万元）	-	71.23	90.12	111.71	135.62
合计（百万元）	11,430.48	11,587.04	12,085.94	14,160.36	16,206.49
YoY	-	1.37%	4.31%	17.16%	14.45%
整体毛利率	15.37%	21.13%	19.92%	20.32%	20.72%
整体毛利润（百万元）	1,757.19	2,448.48	2,408.04	2,876.99	3,358.51

数据来源：东方财富证券研究所

6. 投资建议

康冠科技是国内智能显示行业的龙头之一，公司产品研发能力强，公司进行差异化市场策略，在海外新兴市场需求带动下，我们认为公司主营业务将迎来增长。其次，公司发力自主品牌战略，旗下自主品牌产品已经取得了一定成绩，将成为公司未来的新增长点。同时公司成立汽车电子公司，已通过优势产品切入。综合考虑公司的业务发展情况，我们调整盈利预测，预计 2023-2025 年营收分别为 120.86/141.60/162.06 亿元，归母净利润分别为 12.39/15.25/18.78 亿元。

我们采用相对估值法对公司市值进行估算，选取的可比公司是招股说明书中选择的公司及教育智能交互显示行业公司，为兆驰股份、视源股份、鸿合科技、海信视像、华勤技术、国新文化。参考可比公司 2024 年的 Choice 一致盈利预测均值及我们已覆盖公司的盈利预测，我们给予公司 2024 年 14.7 倍 PE，对应未来 12 个月目标价 32.7 元，上调至“买入”评级。

图表 35：盈利预测假设

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	11587.04	12085.94	14160.36	16206.49
增长率（%）	-2.54%	4.31%	17.16%	14.45%
EBITDA（百万元）	1543.24	1455.22	1819.85	2213.31
归属母公司净利润（百万元）	1515.60	1239.21	1524.89	1878.04
增长率（%）	64.19%	-18.24%	23.05%	23.16%
EPS（元/股）	2.96	1.81	2.23	2.74
市盈率（P/E）	10.49	14.58	11.85	9.62
市净率（P/B）	2.74	2.63	2.23	1.89
EV/EBITDA	9.81	12.38	9.69	7.63

数据来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 36：可比公司估值比较表（按照 2024 年 02 月 19 日收盘价）

代码	公司简称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE（倍）			评级
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
002429.SZ	兆驰股份	234.50	0.25	0.38	0.49	13.45	13.77	10.51	未评级
002841.SZ	视源股份	255.88	3.05	3.86	4.63	19.50	20.08	16.74	增持
002955.SZ	鸿合科技	59.47	1.69	1.57	2.27	10.77	16.08	11.16	未评级
600060.SH	海信视像	318.65	1.28	1.69	1.98	11.99	14.48	12.32	未评级
603296.SH	华勤技术	440.20	3.93	3.66	4.08	-	16.57	14.87	未评级
600636.SH	国新文化	41.67	0.30	0.35	0.42	44.88	27.14	22.62	未评级
平均						20.12	18.02	14.70	
001308.SZ	康冠科技	183.32	2.96	1.81	2.23	10.49	14.58	11.85	买入

资料来源：Choice，东方财富证券研究所（股价截至 2024 年 02 月 19 日，未评级数据来自 Choice 一致预期）

7. 风险提示

- ◆ **宏观经济和行业景气度波动风险。**当前全球经济复杂多变，受到通胀对全球宏观经济的冲击和俄乌战争带来的宏观不确定性影响，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。

资产负债表 (百万元)

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	8631.66	8821.32	10817.63	13078.85
货币资金	2517.08	1760.90	2448.67	3484.77
应收及预付	2164.33	2193.00	2461.58	2657.13
存货	2163.86	2379.47	2740.84	3092.00
其他流动资产	1786.39	2487.94	3166.54	3844.95
非流动资产	1261.50	2660.50	2708.57	2734.66
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	677.55	775.46	844.83	887.37
在建工程	151.92	121.54	97.23	77.78
无形资产	50.75	48.75	46.75	44.75
其他长期资产	381.27	1714.75	1719.75	1724.75
资产总计	9893.16	11481.82	13526.20	15813.51
流动负债	3925.09	4577.89	5395.85	6203.24
短期借款	1410.94	1710.94	2010.94	2310.94
应付及预收	1806.21	2069.99	2413.39	2748.04
其他流动负债	707.94	796.96	971.53	1144.27
非流动负债	37.96	32.67	32.67	32.67
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	37.96	32.67	32.67	32.67
负债合计	3963.05	4610.56	5428.52	6235.91
实收资本	523.23	683.88	683.88	683.88
资本公积	2385.26	2363.46	2363.46	2363.46
留存收益	3011.63	3812.69	5037.58	6515.62
归属母公司股东权益	5919.72	6859.63	8084.52	9562.56
少数股东权益	10.39	11.63	13.16	15.04
负债和股东权益	9893.16	11481.82	13526.20	15813.51

利润表 (百万元)

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	11587.04	12085.94	14160.36	16206.49
营业成本	9138.56	9677.89	11283.38	12847.98
税金及附加	48.84	48.34	49.56	48.62
销售费用	255.33	265.89	297.37	324.13
管理费用	274.88	290.06	311.53	324.13
研发费用	509.06	531.78	623.06	713.09
财务费用	-206.99	-13.08	21.61	12.98
资产减值损失	-71.16	-40.00	-40.00	-40.00
公允价值变动收益	22.63	15.00	15.00	15.00
投资净收益	-28.44	-12.09	-14.16	-16.21
资产处置收益	-1.19	0.00	0.00	0.00
其他收益	207.65	120.86	141.60	162.06
营业利润	1658.87	1333.81	1641.31	2021.42
营业外收入	11.16	0.00	0.00	0.00
营业外支出	10.99	0.00	0.00	0.00
利润总额	1659.04	1333.81	1641.31	2021.42
所得税	141.43	93.37	114.89	141.50
净利润	1517.61	1240.45	1526.41	1879.92
少数股东损益	2.01	1.24	1.53	1.88
归属母公司净利润	1515.60	1239.21	1524.89	1878.04
EBITDA	1543.24	1455.22	1819.85	2213.31

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

现金流量表 (百万元)

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	495.42	1321.76	1481.36	1943.75
净利润	1517.61	1240.45	1526.41	1879.92
折旧摊销	84.36	134.48	156.94	178.91
营运资金变动	-1174.67	-153.04	-350.59	-277.73
其它	68.12	99.87	148.60	162.64
投资活动现金流	-1972.16	-2013.89	-719.16	-721.21
资本支出	-239.20	-200.00	-200.00	-200.00
投资变动	-1725.54	-500.00	-500.00	-500.00
其他	-7.42	-1313.89	-19.16	-21.21
筹资活动现金流	2965.24	-80.08	-74.44	-186.44
银行借款	270.99	300.00	300.00	300.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	2028.89	138.85	0.00	0.00
其他	665.35	-518.93	-374.44	-486.44
现金净增加额	1535.10	-756.18	687.77	1036.10
期初现金余额	816.60	2351.70	1595.52	2283.28
期末现金余额	2351.70	1595.52	2283.28	3319.39

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长	-2.54%	4.31%	17.16%	14.45%
营业利润增长	69.97%	-19.59%	23.05%	23.16%
归属母公司净利润增长	64.19%	-18.24%	23.05%	23.16%
获利能力 (%)				
毛利率	21.13%	19.92%	20.32%	20.72%
净利率	13.10%	10.26%	10.78%	11.60%
ROE	25.60%	18.07%	18.86%	19.64%
ROIC	18.18%	14.31%	15.30%	15.91%
偿债能力				
资产负债率 (%)	40.06%	40.16%	40.13%	39.43%
净负债比率	-	-	-	-
流动比率	2.20	1.93	2.00	2.11
速动比率	1.53	1.27	1.36	1.46
营运能力				
总资产周转率	1.52	1.13	1.13	1.10
应收账款周转率	6.04	5.64	6.22	6.48
存货周转率	4.78	4.26	4.41	4.41
每股指标 (元)				
每股收益	2.96	1.81	2.23	2.74
每股经营现金流	0.95	1.93	2.16	2.84
每股净资产	11.31	10.01	11.80	13.96
估值比率				
P/E	10.49	14.58	11.85	9.62
P/B	2.74	2.63	2.23	1.89
EV/EBITDA	9.81	12.38	9.69	7.63

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。