

# 康冠科技 (001308)

证券研究报告

2022年09月23日

## 全球智能显示龙头，研产销协同打开向上空间

### 康冠科技：智能显示龙头，差异化精耕细作

康冠科技成立于1995年，主要业务为智能显示产品的研发、生产和销售，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。公司一直维持稳步上升的体量和行业地位，**全流程软硬件定制化研发设计、小批量多型号柔性化制造、差异化市场策略和优质客户资源，共同组成了公司有机统一的竞争优势。**

2021年公司营收118.89亿元，同比增长60.36%，主要系市场需求的增长带动销量增长，以及原材料涨价带动销售单价提升所致；**22H1公司营收57.36亿元，同比增长18.57%。**

2021年公司归母净利润9.23亿元，同比增长90.31%；**22H1归母净利润6.89亿元，同比增长175.02%。**

**分品类来看**，智能交互显示产品增长较快，智能电视销售业务较为稳定，设计加工业务稳步提升，液晶面板销售业务逐年缩减。智能交互显示产品销售规模从2018年的16.08亿元，增长至2021年的44.94亿元。

**分地区看**，海外为主要收入来源。2021年海外收入为94.09亿元，创近年新高，22H1海外收入为48.2亿元。

**毛利率与归母净利率均同比增长，盈利能力增强。**22H1毛利率为19.6%，同比增长7.9pct；归母净利率为12.0%。

### 多领域市场前景广阔，差异化战略优势突出

#### 智能交互产品市场：

(1) 全球商用领域智能交互显示产品市场需求增长较快，中国市场潜力较大；(2) 教育信息化、智能化成为全球教育发展趋势，教育市场增量和存量更换需求大；(3) 智能办公市场成为主要潜力市场，商用市场应用前景广阔：远程配套软件成熟，推动远程协同会议智能办公市场需求快速上升；(4) 医疗智能显示市场稳步渗透，未来市场需求旺盛。

#### 智能电视市场：

**消费升级智能电视普及率提升，细分行业龙头逐步凸显优势，差异化竞争策略带来更大市场空间。**发达国家及新兴发展中国家对智能电视的更新换代需求有望保持稳步增长。以康冠科技为代表的大型设计生产企业，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，通过建立产品成本控制体系，逐步成为全球知名显示品牌的战略合作伙伴。

### 研发制造优势构筑护城河，全球市场拓展赋能新增长

**重视技术研发，全流程软硬件模块化定制快速响应客户需求。**通过多年的技术研发投入，公司在科技技术上积淀深厚并投入量产。研发技术中心各部门分工合作，模块化设计缩短开发时间。多维度产品设计满足不同客户差异化需求。积累多年设计开发经验，根据不同细分市场为客户提供创意方案。

**柔性化制造解决行业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。**由于各区域市场的要求各不相同，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，需要供应商生产线能够实现不同规格产品生产的快速切换。

#### 投资评级

|       |          |
|-------|----------|
| 行业    | 电子/光学光电子 |
| 6个月评级 | 买入(首次评级) |
| 当前价格  | 36.56元   |
| 目标价格  | 41.28元   |

#### 基本数据

|             |             |
|-------------|-------------|
| A股总股本(百万股)  | 523.23      |
| 流通A股股本(百万股) | 55.20       |
| A股总市值(百万元)  | 19,129.43   |
| 流通A股市值(百万元) | 2,018.05    |
| 每股净资产(元)    | 9.70        |
| 资产负债率(%)    | 46.54       |
| 一年内最高/最低(元) | 70.33/26.84 |

#### 作者

**孙海洋** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110518070004  
sunhaiyang@tfzq.com

**孙谦** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110521050004  
sunqiana@tfzq.com

**潘暕** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517070005  
panjian@tfzq.com

#### 股价走势



资料来源：聚源数据

#### 相关报告

公司制定差异化的市场竞争战略。智能交互产品定位欧美市场，随着未来产品应用广度和深度的拓展，有望进一步提升市场份额；智能电视定位发展中国家市场中的大型知名品牌和本地龙头品牌，市场对定制化、柔性化要求高，与公司发展战略与内部运行机制相吻合，公司影响力日益扩大。

### 首次覆盖，给予“买入”评级。

我们预计 2022-2024 的收入分别为 143.83、180.64、224.25 亿，归母净利润分别为 14.39、17.99、22.38 亿，EPS 分别为 2.75、3.44、4.28 元/股，对应 2022 年 9 月 21 日股价 PE 分别为 13.3、10.6、8.6x。我们对公司 2023 年估值给予 12x PE，对应目标价格 41.28 元/股，对应市值 215.6 亿。

**风险提示：**原材料价格波动的风险，汇率波动的风险；疫情反复影响下游需求的风险；短期股价波动的风险；行业竞争的风险等。

| 财务数据和估值       | 2020     | 2021      | 2022E     | 2023E     | 2024E     |
|---------------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元)     | 7,413.59 | 11,888.75 | 14,382.67 | 18,063.86 | 22,424.82 |
| 增长率(%)        | 5.44     | 60.36     | 20.98     | 25.59     | 24.14     |
| EBITDA(百万元)   | 915.80   | 1,522.46  | 1,678.08  | 2,104.17  | 2,625.17  |
| 归属母公司净利润(百万元) | 484.84   | 923.07    | 1,439.29  | 1,798.92  | 2,238.48  |
| 增长率(%)        | (8.67)   | 90.38     | 55.92     | 24.99     | 24.43     |
| EPS(元/股)      | 0.93     | 1.76      | 2.75      | 3.44      | 4.28      |
| 市盈率(P/E)      | 39.45    | 20.72     | 13.29     | 10.63     | 8.55      |
| 市净率(P/B)      | 9.51     | 7.13      | 3.20      | 2.55      | 2.05      |
| 市销率(P/S)      | 2.58     | 1.61      | 1.33      | 1.06      | 0.85      |
| EV/EBITDA     | 0.00     | 0.00      | 9.30      | 7.63      | 5.65      |

资料来源：wind，天风证券研究所

## 内容目录

|  |    |
|--|----|
| 1. 康冠科技：智能显示龙头，差异化精耕细作 .....             | 5  |
| 1.1. 主营智能显示产品，差异化优势显著 .....              | 5  |
| 1.2. 股权结构稳定，核心管理层经验丰富 .....              | 6  |
| 1.3. 核心业务增长强劲，盈利能力稳中有升 .....             | 7  |
| 2. 多领域市场前景广阔，差异化战略优势突出 .....             | 11 |
| 2.1. 智能交互显示应用领域日趋广泛，全球市场潜力较大 .....       | 11 |
| 2.2. 智能电视逐年普及，市场基础庞大 .....               | 13 |
| 2.3. 中国大陆已成全球智能显示产业链中心，细分龙头寻求差异化道路 ..... | 14 |
| 3. 研发制造优势构筑护城河，全球市场拓展赋能新增长 .....         | 15 |
| 3.1. 重视技术研发，全流程软硬件模块化定制快速响应客户需求 .....    | 16 |
| 3.1.1. 深耕研发多年，智能显示技术积淀深厚 .....           | 16 |
| 3.1.2. 模块式研发+多维度设计，满足客户定制化需求 .....       | 17 |
| 3.2. 针对订单小批量+多型号特点，柔性制造解决行业痛点 .....      | 19 |
| 3.3. 坚持差异化市场策略，积累全球化优质客户 .....           | 20 |
| 4. 盈利预测 .....                            | 21 |
| 5. 风险提示 .....                            | 23 |

## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图 1：康冠科技发展历程 .....                                  | 6  |
| 图 2：公司股权结构（截止 2022 年 6 月 30 日） .....                | 6  |
| 图 3：2021 年营收 118.89 亿元，同比增长 60.36% .....            | 7  |
| 图 4：2022H1 归母净利润 6.89 亿元，同比增长 175.02% .....         | 7  |
| 图 5：分产品营收（亿元）：智能交互显示产品增长较快，智能电视的销售业务较为稳定。 .....     | 7  |
| 图 6：2021 年各类产品单价（元）回升 .....                         | 8  |
| 图 7：2021 年各类产品销量（万台）稳步增长 .....                      | 8  |
| 图 8：2021 年 TOP5 客户收入占比 31%，集中度有所提升 .....            | 9  |
| 图 9：2021 年海外收入 94.09 亿元，2022H1 海外收入 48.2 亿元 .....   | 9  |
| 图 10：2022H1 毛利率 19.6%，归母净利率 12% .....               | 9  |
| 图 11：22H1 智能交互显示产品、智能电视毛利率增长，设计加工业务毛利率减少 .....      | 10 |
| 图 12：2022H1 销售费用、管理费用、研发费用同增，财务费用同比大幅减少 .....       | 10 |
| 图 13：预计 2021-2025 年全球交互显示需求保持增长趋势 .....             | 11 |
| 图 14：教育市场智能交互产品出货量在国内的增长态势将趋于平稳，而海外市场将出现高速增长。 ..... | 12 |
| 图 15：近年中国医疗影像市场规模保持高速增长 .....                       | 12 |
| 图 16：全球智能电视家庭普及率逐年提升 .....                          | 13 |
| 图 17：智能显示行业产业链详情 .....                              | 14 |
| 图 18：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 .....            | 15 |

|  |    |
|--|----|
| 图 19: 2022H1 研发费用 2.51 亿, 占营收 4.38%.....   | 16 |
| 图 20: 公司研究中心情况 .....   | 16 |
| 图 21: 产品认证组负责公司产品的认证相关工作,对公司产品委托第三方进行检测认证.....   | 18 |
| 图 22: 公司的智能会议白板、电竞显示器荣获德国红点产品设计奖, 智能运动镜荣获 iF 设计奖.....                                    | 18 |
| 图 23: 惠州基地背光模组生产车间.....  | 19 |
| 图 24: 2021 年公司前五大客户销售金额分别为 12.08 亿、8.32 亿、7.04 亿、4.82 亿、4.66 亿 .....                     | 20 |
| 图 25: SMART 在公司的销售额逐年增长, 从 2019 年的 4.14 亿增长至 2021 年的 12.08 亿, 销售占比从 5.89%增长至 10.16%..... | 20 |
| <br>   |    |
| 表 1: 康冠科技产品 .....  | 5  |
| 表 2: 公司部分高管人员简介 .....  | 7  |
| 表 3: 公司技术情况 .....  | 17 |
| 表 4: 收入拆分 .....  | 21 |
| 表 5: 对比估值分析 (截止到 9 月 20 日) .....   | 22 |

## 1. 康冠科技：智能显示龙头，差异化精耕细作

### 1.1. 主营智能显示产品，差异化优势显著

康冠科技成立于 1995 年，主要业务为智能显示产品的研发、生产和销售，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。公司一直维持稳步上升的体量和行业地位，全流程软硬件定制化研发设计、小批量多型号柔性化制造、差异化市场策略和优质客户资源，共同组成了公司有机统一的竞争优势。

公司为智能显示行业的龙头企业之一。2021 年度，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二，2022 年上半年，公司自有品牌 KTC 出品的 Mini-LED 显示器，占全球 Mini-LED 显示器市场的 17%。公司先后荣获“中国电子信息百强”，“《福布斯》中国最具潜力 200 强”等殊荣称号。

截至 2021 年底，公司在深圳、惠州均设有智能制造产业园，旗下有 5 家国家高新技术企业、2 家国家级专精特新“小巨人”企业，拥有全球显示技术创新中心，逾千名研发工程师。公司持有有效发明、实用新型和外观专利、行业标准 800 余项。

表 1：康冠科技产品

| 主要产品业务   | 产品类型   | 应用领域/分类  | 产品名称   | 2021 年营收（亿元） | 2021 年毛利率 |
|----------|--------|--|--|--------------|-----------|
| 智能交互显示产品 | 智能交互平板 | 智慧教育领域   | <br>智能交互平板（教育） | 44.94        | 19.43%    |
|          |        | 智能办公领域   |  |              |           |
|          | 专用显示设备 | 电竞显示器<br>监视器<br>拼接显示单元<br>商业展示显示设备<br>医疗显示设备   | <br>医疗显示设备     |              |           |
| 创新显示产品   | 智能魔镜   | <br>智能魔镜   | 56.41  | 12.13%       |           |
|          | 双面显示产品 | <br>双面显示产品 |  |              |           |
| 智能电视     | 智能电视   | LED 背光液晶电视<br>MINI-LED 阵列式量子点光源液晶电视<br>OLED 电视   | <br>OLED 电视    | 56.41        | 12.13%    |
| 设计加工业务   | -      | -  | -  | 12.96        | 15.42%    |
| 液晶面板销售   | -      | -  | -  | 3.70         | 5.14%     |

资料来源：公司公告，招股说明书，天风证券研究所

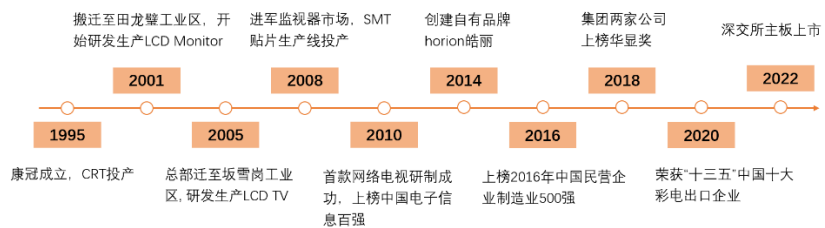
公司历经多个发展时期，业务体量和行业地位稳步提升：

**1) 初创期 (1995-2005):** 公司自成立以来, 专注于智能显示领域产品的设计生产。1995 年, 康冠公司成立, 专门从事 CRT Monitor 研发制造, 是国内最早致力于平板显示终端产品的厂家之一。2005 年, 公司总部迁至坂雪岗工业区, 新建面积 10 万多平方米的工业园, 并开始生产 LCD TV。

**2) 发展期 (2006-2013):** 2006 年, 公司通过 SGS ISO14001: 2004 环境管理体系认证, LCD 产品全面通过 TCO03 认证。在这期间, 公司引进并投产 SMT 贴片生产线、电视生产老化线、LCD 背光模组车间、LCM 模组车间和 LED 封装车间等, 不断扩大生产范围。

**3) 市场拓展期 (2014-至今):** 2014 年, 公司创建自有品牌 horion 皓丽, 全面打造家用、商用智能显示终端。2021 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二。2022 年, 公司在深交所成功上市。在这期间, 公司荣获“中国电子信息百强企业”, “LG Display 最佳供应商”等多项称号。

图 1: 康冠科技发展历程

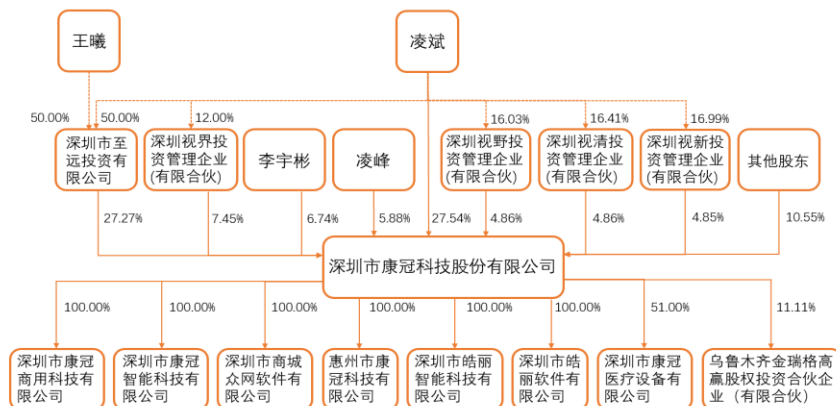


资料来源: 公司公告, 公司官网, 天风证券研究所

## 1.2. 股权结构稳定, 核心管理层经验丰富

公司控股股东为凌斌先生, 共同实际控制人为凌斌和其妻子王曦。截止至 2022 年 6 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有限公司 50.00% 的股权、深圳视界投资管理企业 12.00% 的股权、深圳视清投资管理企业 16.41% 的股权、深圳视野投资管理企业 16.03% 的股权、深圳视新投资管理企业 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。

图 2: 公司股权结构 (截止 2022 年 6 月 30 日)



资料来源: wind, 天风证券研究所

**核心管理层稳定, 行业从业经验丰富。**凌斌设立康冠科技, 至今先后担任董事长、总经理, 担任深圳康冠医疗设备有限公司执行董事、康冠科技(香港)有限公司董事, 李宇彬先后担任康冠科技董事、总经理、战略委员会委员, 凌峰曾任康冠科技器材处总经理、监事、营销处总经理, 吴远曾任财务处经理、财务处副总经理。公司管理团队稳定, 主

要管理人员均长期从事智能显示产品及组件研发、生产与销售工作，现代化经营管理经验丰富。

表 2: 公司部分高管人员简介

| 人员  | 职位     | 履历简介  |
|-----|--------|---|
| 凌斌  | 董事长    | 1995 年 9 月设立康冠科技，康冠科技（香港）有限公司董事，至今先后担任董事长、总经理。2015 年 9 月至今担任深圳康冠医疗设备有限公司执行董事，2012 年 8 月至今担任 |
| 李宇彬 | 总经理、董事 | 1995 年 9 月与凌斌共同设立康冠科技，先后担任董事、总经理、战略委员会委员；2010 年 10 月起担任惠州康冠董事。                              |
| 凌峰  | 副总经理   | 现任深圳康冠科技股份有限公司副总经理，曾任康冠科技资材处总经理、监事、营销处总经理。  |
| 吴远  | 财务总监   | 2019 年 7 月至今担任深圳康冠科技股份有限公司财务总监，曾任财务处经理、财务处副总经理。   |

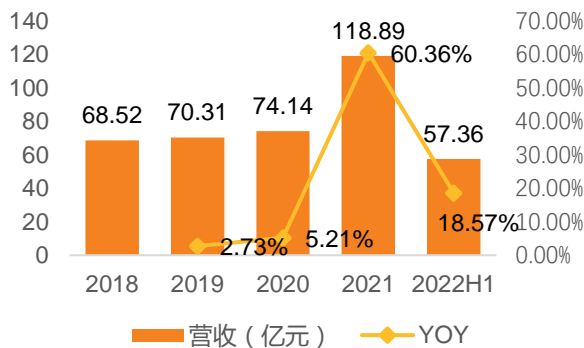
资料来源：wind，天风证券研究所

### 1.3. 核心业务增长强劲，盈利能力稳中有升

2018-2020 年公司营收从 68.52 亿元增长至 74.14 亿元；2021 年公司营收 118.89 亿元，同比增长 60.36%，主要系市场需求的增长带动销量增长，以及原材料涨价带动销售单价提升所致；22H1 公司营收 57.36 亿元，同比增长 18.57%，主要系公司业务增长所致。

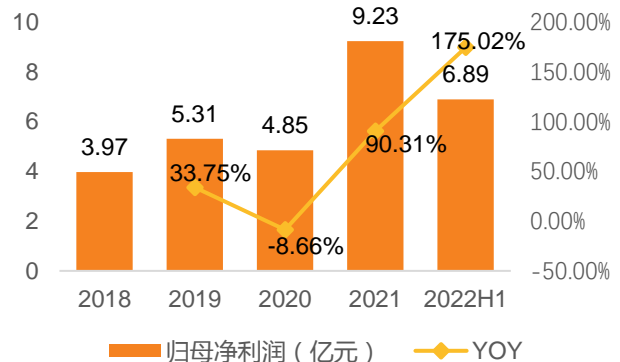
2020 年公司归母净利润因为疫情有所下滑，其余年份保持高速增长；2021 年公司归母净利润 9.23 亿元，同比增长 90.31%；22H1 归母净利润 6.89 亿元，同比增长 175.02%。

图 3: 2021 年营收 118.89 亿元，同比增长 60.36%



资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

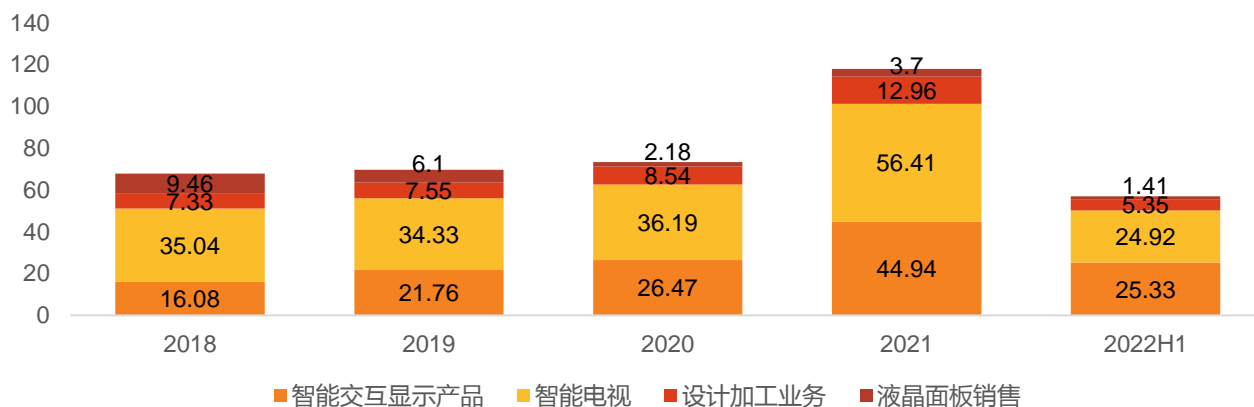
图 4: 2022H1 归母净利润 6.89 亿元，同比增长 175.02%



资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

分品类来看，智能交互显示产品增长较快，智能电视销售业务较为稳定，设计加工业务稳步提升，液晶面板销售业务逐年缩减。智能交互显示产品销售规模从 2018 年的 16.08 亿元，增长至 2021 年的 44.94 亿元，主要系①全球需求快速增长，带动销售收入的持续增长；②逐步加深与 SMART，普罗米休斯等知名品牌的合作，从而扩大销售规模；③品牌客户的示范效应，带动客户数量逐步增长。

图 5: 分产品营收 (亿元): 智能交互显示产品增长较快，智能电视的销售业务较为稳定。

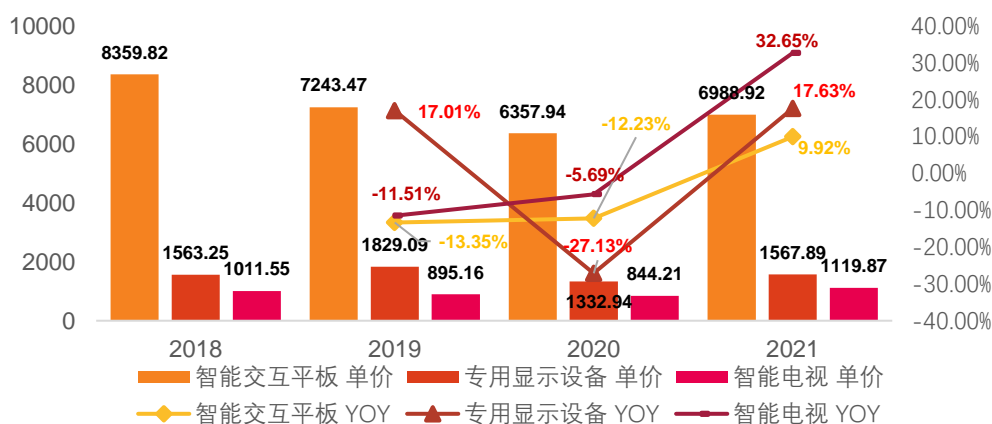


资料来源: wind, 公司公告, 天风证券研究所

从产品售价与销量来看, 智能交互面板的单价从 2018 年的 8359.82 元减少至 2020 年的 6357.94 元, 主要系①原材料液晶面板平均采购单价逐年下降, 销售单价随之下降; ②客户形成批量采购, 公司对其销售单价有所下降。2021 年度略有增长主要是由于原材料液晶面板同期价格增长, 从而推动售价增长。

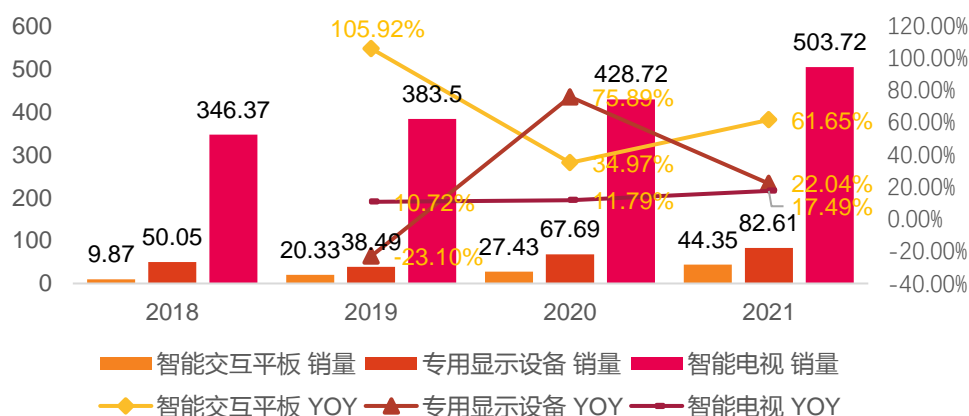
智能电视销量从 2018 年的 346.37 万台增长至 2021 年 503.72 万台, 主要原因系: ①总体的市场需求增长导致下游品牌客户对公司智能电视采购数量增长; ②公司凭借竞争优势, 与固有客户及新增客户合作不断深入, 导致市场份额逐步提升。

图 6: 2021 年各类产品单价 (元) 回升



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 7: 2021 年各类产品销量 (万台) 稳步增长

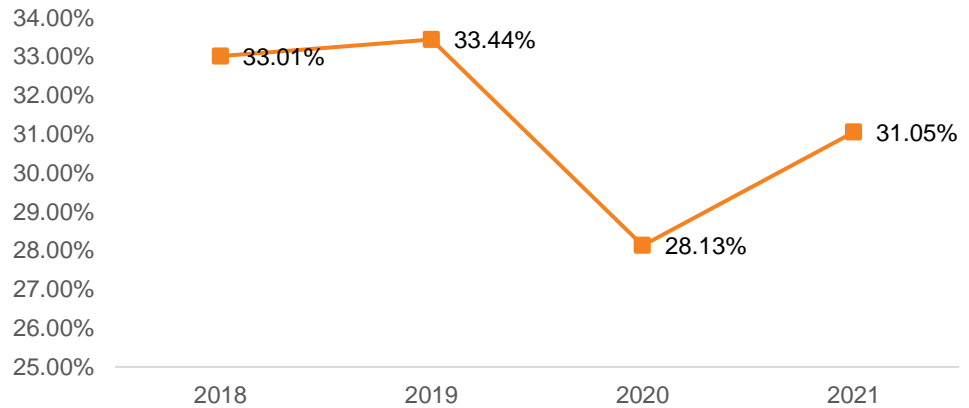




资料来源：公司公告，天风证券研究所

从公司前五大客户销售情况看，公司向单个客户的销售比例未超过 20%，不存在严重依赖个别客户的情况。客户集中度先升后降，主要系 2019 年前五大客户中 SMART、小米及普罗米休斯收入增长较大所致；2020 年客户集中度下降，主要系公司拓展优质新客户的进入，总体销售规模上升所致。

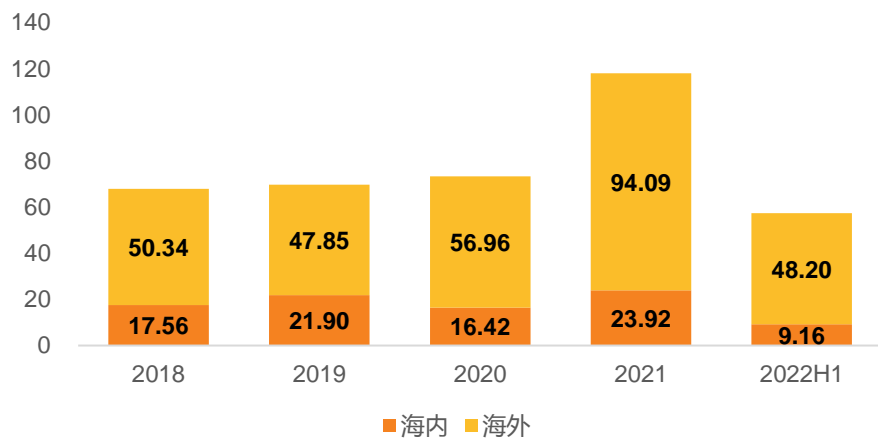
图 8：2021 年 TOP5 客户收入占比 31%，集中度有所提升



资料来源：公司公告，天风证券研究所

分地区看，海外为主要收入来源。2021 年海外收入为 94.09 亿元，创近年新高，22H1 海外收入为 48.2 亿元。公司产品主要向境外销售的原因主要由产业背景、公司自身竞争力优势及定位情况、历史沿革等方面构成。

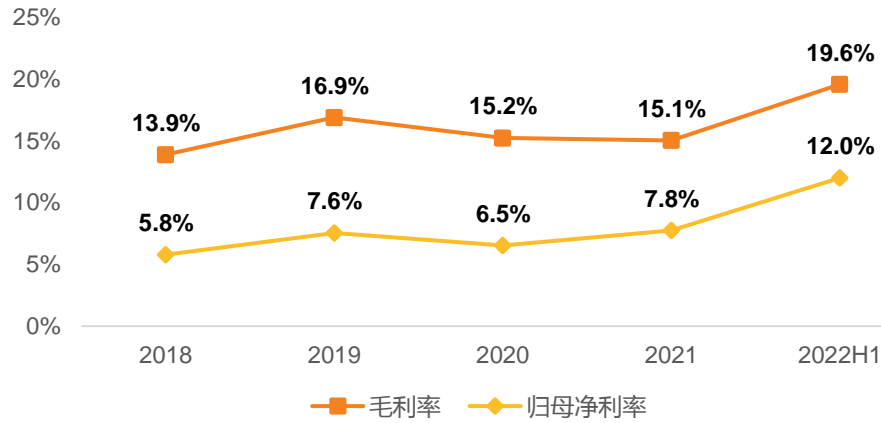
图 9：2021 年海外收入 94.09 亿元，2022H1 海外收入 48.2 亿元



资料来源：wind，天风证券研究所

毛利率与归母净利率均同比增长，盈利能力增强。22H1 毛利率为 19.6%，同比增长 7.9pct；归母净利率为 12.0%。2018-2021 毛利率先升后降，22H1 毛利率增长，主要系产品结构、产品单价变动、液晶面板价格变动等因素综合影响。

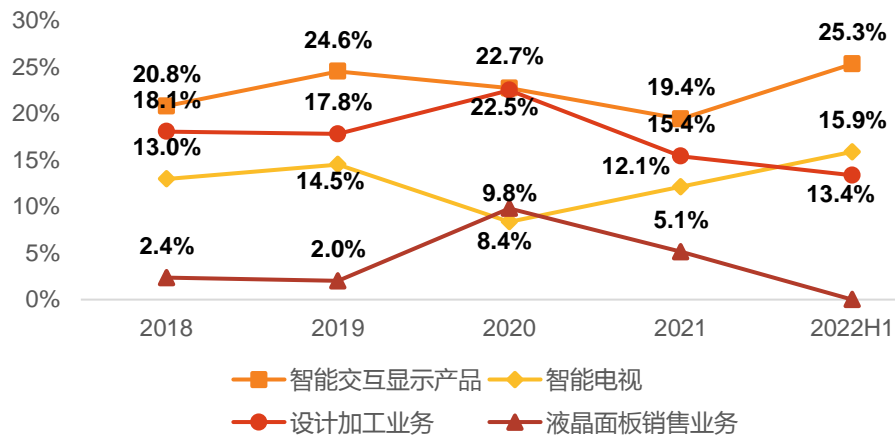
图 10：2022H1 毛利率 19.6%，归母净利率 12%



资料来源: wind, 天风证券研究所

分产品看, 22H1 智能交互平板毛利率为 25.3%, 同比增长 8.9pct; 22H1 智能电视毛利率为 15.9%, 同比增长 9.5pct; 22H1 设计加工业务毛利率为 13.4%, 同比减少 4.5%。

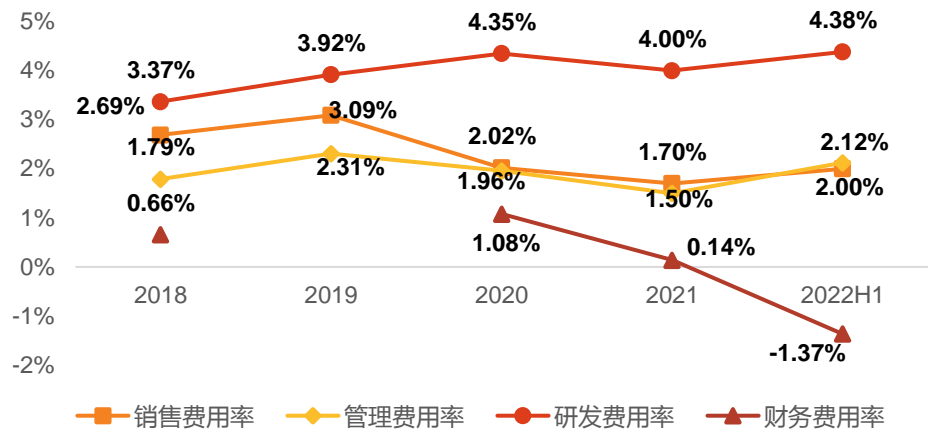
图 11: 22H1 智能交互显示产品、智能电视毛利率增长, 设计加工业务毛利率减少



资料来源: wind, 天风证券研究所

控费能力较强。22H1 公司销售费用率为 2%, 同比增长 0.31pct; 管理费用率为 2.12%, 同比增长 0.6pct; 研发费用率为 4.38%, 同比增长 0.84pct; 财务费用率为-1.37%, 同比减少 1.32pct, 主要系公司持有美元资产持续大于美元负债、美元 22H1 升值从而产生汇兑收益所致。

图 12: 2022H1 销售费用、管理费用、研发费用同增, 财务费用同比大幅减少



资料来源: wind, 天风证券研究所

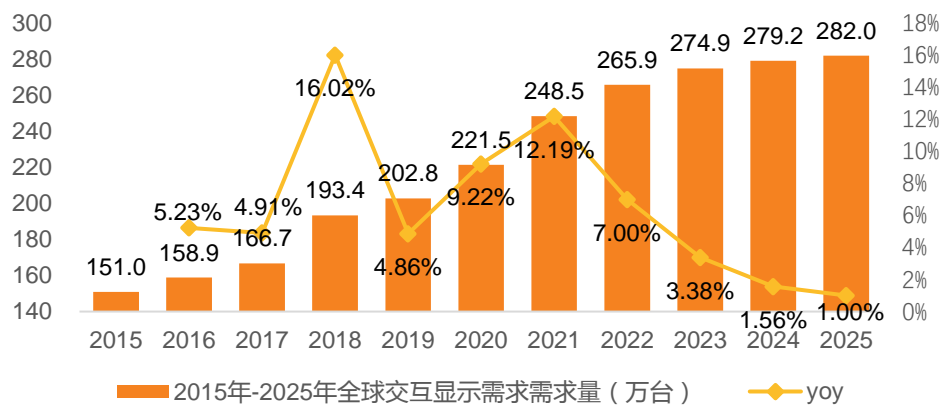
## 2. 多领域市场前景广阔，差异化战略优势突出

### 2.1. 智能交互显示应用领域日趋广泛，全球市场潜力较大

#### (1) 全球商用领域智能交互显示产品市场需求增长较快，中国市场潜力较大。

全球商用显示市场应用广度扩展，深度延伸，需求愈发旺盛。根据 Futuresource，2015年-2020年，全球交互显示产品市场需求稳步增长，2021-2025年预计保持增长趋势。根据 IDC，2021年商用大屏显示市场出货量将达 782 万台，同比增长 17%。其中，LCD 拼接屏引领市场增速，同比增长 20%；交互式电子白板和商用电视增速分别可达 19%和 17%，广告机预计增长 10%。预计到 2023 年，28%以上的广告机将支持更多互动交互功能，同时 10%以上的广告机将支持 5G 连接。

图 13: 预计 2021-2025 年全球交互显示需求保持增长趋势



资料来源: Futuresource, 公司公告, 天风证券研究所

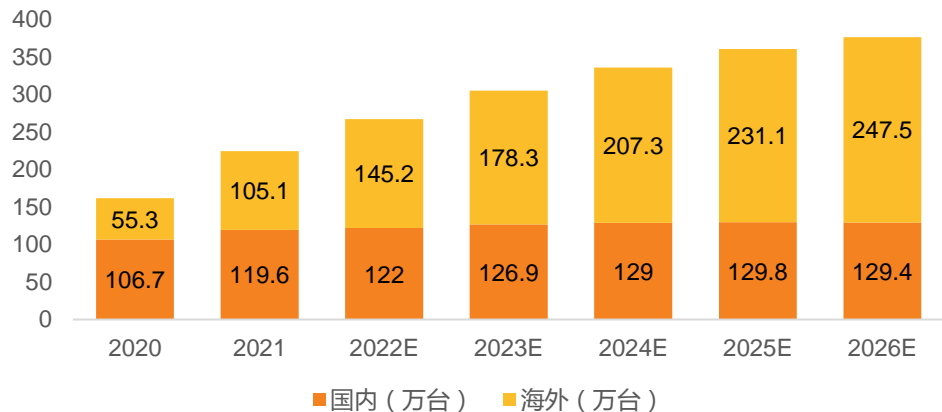
#### (2) 教育信息化、智能化成为全球教育发展趋势，教育市场增量和存量更换需求大。

国内教育市场对智能交互显示产品增量和存量更换需求大。增量求主要为产品的新进入和渗透，未来增量需求较大的原因主要包括四点:国内教育信息导向将推动教育信息化装备在全国实现全覆盖；三胎政策的全面开放以及人口政策的逐渐转向将增加未来的学生人数；各地区特别是经济发达地区小班制的逐渐推广将增加未来的教室数量；对幼教的逐步重视将促进幼教市场的增长。同时，由于产品一般还将定期更新换代，未来的存量需求亦较高。市场未来需求的稳定增长为行业盈利持续增长提供了保证。

同时，海外市场需求持续释放，根据 DISCIEN 的研究报告显示，全球教育市场智能交互平板的出

销量稳步增长，公司预计到 2026 年，全球出货量将达到 376.9 万台。其中国内的增长态势将趋于平稳，而海外市场将出现高速增长。

图 14：教育市场智能交互产品出货量在国内的增长态势将趋于平稳，而海外市场将出现高速增长。



资料来源：中国科学院，公司公告，天风证券研究所

以美国为代表，国际市场新增及更替需求旺盛。根据 Futuresource，2021 年美国 K12 市场对智能交互平板的需求将增长 39%；同时，得益于智能交互平板的性能优势，其对投影机市场在教育领域的替代逐步加快。2020 年，智能交互平板在教室中的占有率为 17%，随着智能交互平板占有率的提升，预计到 2022 年，市场占有率将超投影机；到 2025 年，在教育市场的占有率将达 70%以上。

### (3) 智能办公市场成为主要潜力市场，商用市场应用前景广阔

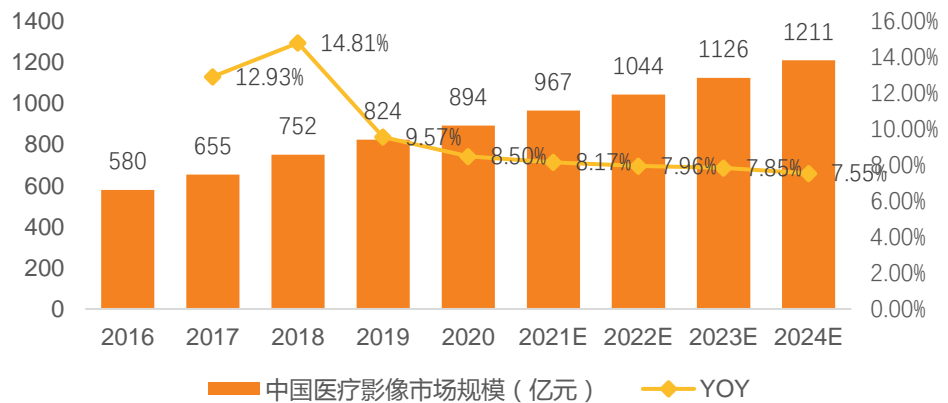
远程配套软件成熟，推动远程协同会议智能办公市场需求快速上升。以国内市场为例，阿里、腾讯、小米、华为等各类互联网及移动互联网等软硬件巨头均推出了自身的商用会议交互系统，发力持续增长的商用市场。目前全球共有约 3,200 万间会议室，智能交互平板的渗透率不足 10%，随着企业对智能交互平板的认可度提升，商用办公市场拓展潜力较大。

视频会议和远程办公需求增长，在线办公市场规模快速扩大，商用平板脱颖而出。据洛图科技(RUNTO)，2020 年上半年度商用平板在企业会议场景中的应用同比增长 30%，其中，大型企业需求增速最快，占比 44.5%，同比上升 12.2%。全球远程办公产业目前均处于起步阶段，相较于欧美国家约 20%的渗透率，我国远程办公普及率仅为 1%，市场空间较大。

### (4) 医疗智能显示市场稳步渗透，未来市场需求旺盛

医疗影像市场发展空间较大。据中商情报网，我国医疗影像设备市场处于快速增长阶段，市场规模于 2019 年达到 824 亿元。伴随着我国经济高速发展、人口老龄化问题加重，医疗服务需求也在持续增加，临床影像检查的需求相应快速增长。同时，由于我国临床影像设备存在设施老旧等问题，设备的更新换代需求也成为我国影像设备市场增长的重要驱动力。在市场需求及政策红利的双轮驱动下，中国医疗影像设备市场将持续增长。中商情报网预计到 2024 年，中国医疗影像设备市场规模将增长至 1211 亿元。

图 15：近年中国医疗影像市场规模保持高速增长



资料来源：中商情报网，天风证券研究所

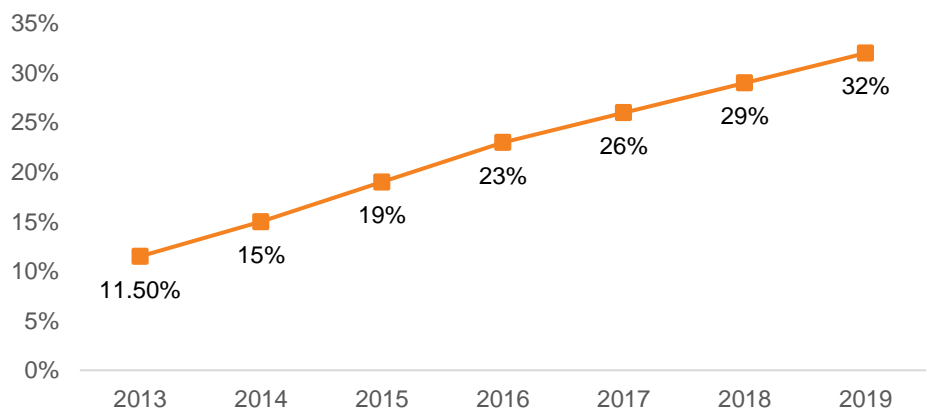
### (5) 疫情影响居民生活方式，促进智能交互行业发展

全球新冠疫情爆发客观影响人民生活工作方式。新冠疫情短期影响智能交互显示产品在疫情阶段的总体需求，长期来看，随着居民远程办公、在线教育、互联网医疗等生活习惯的养成，与其配套的智能交互显示终端将形成新的行业增长点。同时，各互联网企业纷纷推出企业级办公应用，提供网络电话、在线视频会议、多人协作平台等远程办公工具，同时调度运算资源，提升并发处理能力，保障各单位业务正常运转，智能交互显示产品迎来发展契机。

## 2.2. 智能电视逐年普及，市场基础庞大

经济发展消费升级，智能电视的普及率逐年提升。据艾媒咨询，全球智能电视家庭普及率由2013年不足12%提升至2019年的30%以上。随着智能电视的家庭普及率的逐步提升，发达国家及新兴发展中国家对智能电视的更新换代需求有望保持稳步增长。

图 16：全球智能电视家庭普及率逐年提升



资料来源：艾媒咨询，康冠科技招股说明书，天风证券研究所

成熟市场大尺寸电视出货量逐年提升。根据奥维云网，2019年，65寸及以上大屏市场增长迅速，零售量同比增长25.7%，市场份额达20.1%，显示屏幕大屏化成为贯穿全年的主流热点。自2008年以来，显示屏的平均尺寸逐年增长，2019年平均尺寸突破50寸，达50.6寸，消费需求及市场结构逐步趋于大屏化。

智能电视可能成为家庭智慧生活主流量入口，促进家庭购买智能电视需求提升。依靠内容运营升级，智能电视用户日活数量及平均使用时长不断提升。同时，大尺寸显示使其

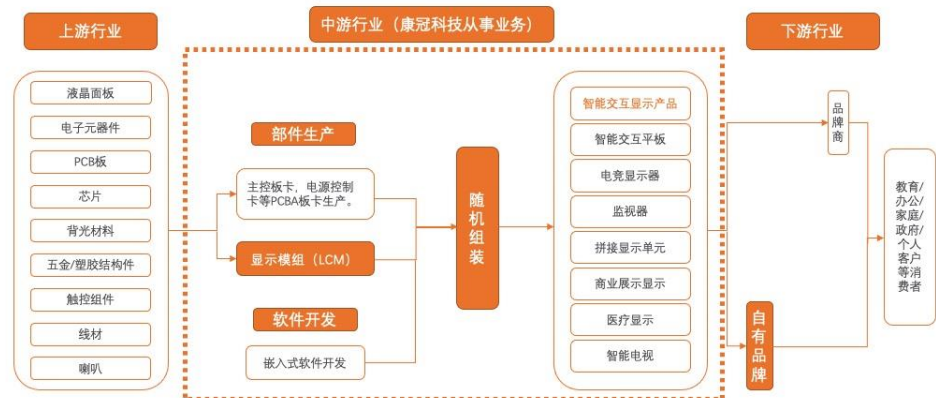
天然具有成为各类电器应用场景控制中心的较大优势，行业发展将突破客厅局限。企业可通过挖掘用户需求，推出不同生活场景下的创新产品，满足甚至创造用户需求，各类内容+场景的兴起将激发用户活跃度。同时，家庭大屏用户对大屏广告普遍比较接受，吸引优势广告资源聚焦智能电视。此外，可通过提供电商、游戏、教育、音乐等重要增值业务服务，以用户权益为核心开拓多种组合，寻找更多的付费机会点和市场空间。

### 2.3. 中国大陆已成全球智能显示产业链中心，细分龙头寻求差异化道路

中国大陆已成为全球智能显示产业链的中心，全球产能逐步向中国大陆转移。上游液晶面板行业属于资本及技术密集型领域，主要的厂家有京东方、华星光电、惠科股份、LG、群创光电、友达光电等，已形成一定的寡头垄断格局。随着智能显示产业的快速发展及高世代线的投产，公司预计到 2022 年，中国大陆在液晶面板的产能将达全球 70%，在智能显示产业链的中心地位也将更加突出。

智能显示行业的设计生产基地也主要分布于中国大陆，处于产业链中游，行业内的大型厂商有：视源股份、鸿合科技、兆驰股份、冠捷科技、工业富联及康冠科技等。

图 17：智能显示行业产业链详情



资料来源：公司公告，天风证券研究所  
注：虚线框内为康冠科技从事的业务

下游国产品牌全球市场份额正在逐步扩大。下游主要由品牌商构成，从事渠道建设及品牌运营，向消费者提供智能显示产品的销售及售后服务。商用显示产品的主要品牌商有：SMART、普罗米休斯、MAXHUB、希沃、鸿合、NEC、明基、皓丽（康冠科技自有品牌）、长虹、华为、联想等，智能电视的主要品牌商有：三星、LG、飞利浦、夏普、东芝、小米、TCL、创维、长虹、海信、康佳等。

科技发展且新技术快速应用，智能显示产品不断迭代创新。近年来，随着互联网及移动互联网的兴起、发展，大数据、云计算和人工智能等关键先进技术的快速进步，智能显示产品的功能和应用得到了进一步的拓展。随着科技进步，显示技术不断推出，各产业对智能显示的需求不断提高。新一代智能显示产品朝着厚度薄、重量轻、能耗低、无辐射、无闪烁、高分辨率等方向发展，其产业化程度不断提高，行业应用的广度和深度不断拓展，全球智能显示行业发展迅速，市场空间较大。

制造领域竞争激烈，大型制造企业逐步展示竞争优势。随着行业的发展，国内小型制造商逐步被淘汰出局，国内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。

细分行业龙头逐步凸显优势，差异化竞争策略带来更大市场空间。大型制造商出于成本控制的考量，往往不愿涉足定制化需求大的亚太、拉美、中东、非洲等区域市场。同时，各地对智能显示产品的制式要求多样，驱动了细分领域市场及本地品牌的产生。以康冠科技为代表的大型设计生产企业，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，通过建立产品成本控制体系，逐步成为全球知名显示品牌的战略合作伙伴，也已成为各区域地方知名品牌企业的主要供应商。

### 3. 研发制造优势构筑护城河，全球市场拓展赋能新增长

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。公司从事智能显示行业 27 年，自 2001 年起连续 21 年销售收入超过 10 亿元，自 2014 年起连续 8 年保持 50 亿元以上的销售规模并逐年稳定增长。

图 18：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



资料来源：公司公告，天风证券研究所

#### （一）智能交互显示产品

**智能交互平板**广泛运用于智慧教育和智能办公领域。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 Promethean、全球头部显示器品牌和生产企业 NEC、明基、仁宝等。根据迪显咨询数据统计，2021 年度，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二。据 FutureSource 数据统计，2020 年度公司智能交互平板在生产制造型供应商中的海外出货量全球排名第一；在会议平板市场，根据 DISCIEN 数据统计，2020 年公司智能交互显示平板自有品牌“皓丽（Horion）”在国内会议平板市场出货量中排名第二。

**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，产品包括电竞显示器，拼接屏和单屏显示器。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，占全球 Mini-Led 显示器市场的 17%。

**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。

#### （二）智能电视

**智能电视**主要运用于家庭、娱乐等领域。主要客户包括全球智能电视头部品牌企业三星、LG、飞利浦等，全球最大的物联网平台小米、全球最大的连锁品牌企业沃尔玛，以及亚太、拉美、中东、非洲等地区的当地龙头品牌客户。根据洛图科技数据统计，2022 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前六，2020 年及 2021 年公司出货量全球排名第五。

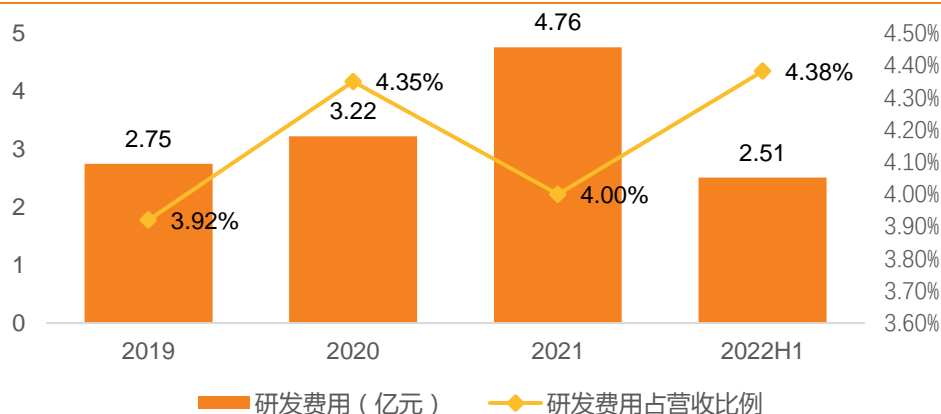
公司一直维持稳步上升的体量和行业地位，体现了公司在行业内持续增强的竞争力：即全流程软硬件定制化研发设计、小批量多型号柔性化制造、差异化市场策略和优质客户资源，三者之间互为条件、相辅相成，共同组成了公司有机统一的竞争优势。

### 3.1. 重视技术研发，全流程软硬件模块化定制快速响应客户需求

#### 3.1.1. 深耕研发多年，智能显示技术积淀深厚

通过多年的技术研发投入，公司在科技技术上积淀深厚并投入量产。公司研发费用逐年增长，研发费用占营收比例维持在 4%左右；2022H1 研发费用为 2.51 亿元，占营收 4.38%。公司秉承自主研发的理念，在产品的设计、驱动系统、交互系统、智能主控板卡等软硬件上坚持自主研发，拥有完全自主知识产权；公司生产的智能交互显示产品及智能电视产品在触控技术、无线传屏、动作感应等核心技术上拥有大量实验数据和丰富经验。同时公司积累的众多技术均已经实现量产，可根据不同领域客户的需求定制化开发相应的功能模块及软硬件，满足智慧教育、智能办公、电竞等领域等众多应用领域的各种特殊功能需求。

图 19：2022H1 研发费用 2.51 亿，占营收 4.38%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 20：公司研究中心情况



资料来源：公司官网，天风证券研究所



目前公司已经在智能显示、多模态人机交互、超高清影音控制等前沿技术领域积累大量研发成果和开发经验。公司研发工程师超过一千名，可满足公司客户定制化的研发需求。

表 3：公司技术情况

| 技术名称        | 技术介绍  |
|-------------|---|
| 红外触控技术      | 往超高触控精度、超低延时、抗强光干扰、palm-rejection、面积及形状等智能识别技术方向进行深入研究设计，实现触控及交互体验大幅度提升，相关参数均处于行业先进水平。                    |
| 电容触控技术      | 针对大尺寸智慧黑板及智能交互会议一体机的电容触控技术，进行深入研究设计，不断优化触控算法，结合超窄边、光学全贴合技术深度定制的 TP 膜，相关参数均处于行业先进水平。                       |
| 干贴合技术       | 针对智能交互一体机的显示技术，开展深入研究，业界首创干贴合技术，以超低的成本实现了全贴合的显示效果，且生产效率非常高，技术稳定可靠，处于业内先进水平。                               |
| 书写软件        | 针对书写软件相关技术进行深入研究设计，结合自研红外触控技术，实现书写功能的持续增加及体验感的提升、升级迭代，处于行业先进水平。   |
| 无线投屏技术      | 自主研发高性能的投屏算法，实现实时投屏，为方便会议及教学环境，不同平台之间连接。  |
| Type-C 应用技术 | Type-C 接口的协议进行应用开发，全面用于智慧交互一体机，行业内处于先进水平。   |
| 拼接显示技术      | 自研拼接显示算法，实现高性能的大屏拼接显示。  |
| 远场语音处理技术    | 针对远场拾音进行深入研究设计，实现智能交互一体机的远场录音、视频会议等应用场景的需求。   |
| 集控软件技术      | 实现多显示终端的集中内容分发、识别控制。  |
| 视觉 AI 识别技术  | 研究人脸识别、动作捕捉、智能交互感应相关算法的研发，实现身份识别、人脸追踪、人脸聚焦、动作感应，应用于智能交互一体机，提升交互的便捷性。                                      |
| 区域控光技术      | 针对不同的背光，开展不同分区 LOCAL DIMMING 驱动研究，实现数十分区到数千分区控光，达到高对比度动态效果，支持 HDR 功能，处于业内先进水平。                            |
| 开关电源技术      | 研发了多路反激式交叉负载开关电源技术、双反激式开关电源技术、有源功率因数校正电路技术、半桥谐振变换器技术、恒流升压电路等并获得多项专利技术，不仅实现了极高的功率传输效果，并在提高效率、节约能源方面不断创新改进。 |
| 交互显示控制平台技术  | 深入研究智能交互显示控制平台技术，应用于智能交互一体机。  |
| 全球智能电视机芯技术  | 掌握全球各国家地区的电视信号接收及解码技术，应用于智能电视。  |
| 显示模组背光技术    | 针对显示产品，深入研究模组背光技术，在业界处于先进水平。  |
| 红外压感书写技术    | 在自研高精度红外触控技术基础上，深入研究书写时，书写笔的压力感应技术，在实现零书写高度的同时，真实还原书写笔迹，给用户带来极致的书写体验，相关参数均处于行业内领先水平。                      |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3.1.2. 模块式研发+多维度设计，满足客户定制化需求




**研发技术中心各部门分工合作，模块化设计缩短开发时间。**公司技术研发中心的各部门均在各自负责的领域通过模块式的专业化分工进行研发工作，研发模块包含触控技术模块、人脸控制模块、语音识别模块等多个专业化领域，模块式的专业化分工可在应对客户对于定制化开发响应效率的方面具有不可比拟的优势，由于分工细致，定制化开发部分只需将需变动的部分进行开发，大幅提高了研发阶段的智能化程度、缩短了开发时间。

**多维度产品设计满足不同客户差异化需求。**公司能根据不同客户的需求对产品进行多维度的定制化设计开发，结合不同国家的气候、电压、空气质量、使用习惯等因素对触控技术、屏幕形状进行设计整合；在此基础上还可针对显示性能进行背光模块和驱动软硬件的定制化开发，对于产品电磁安规和稳定性则可通过材料选择和结构设计等方式对散热、防电磁干扰、防腐蚀、防水、抗暴等特性加以定制，从而展现强大的定制化开发能力。通过全流程软硬件的自主研发，使得智能交互显示产品和智能电视产品中的软硬件





具备更好的兼容性、运行流畅度更高、系统数据更新更加灵活，数据传递更加精准及整体系统更新周期更短。

下设产品认证组快速响应满足国际客户认证需求。公司客户群体遍布亚太、拉美、中东和非洲等地区的 100 多个国家，各客户对自身的產品有不同的体系认证、产品认证及接口的要求。研发中心下设产品认证组负责公司产品的认证相关工作,对公司产品委托第三方进行检测认证,确保公司产品通过并获得各个国家和地区的认证认可,同时针对客户认证需求快速响应,以最优质的服务,最短的时间为客户提供市场所需的认证报告及证书。

图 21：产品认证组负责公司产品的认证相关工作,对公司产品委托第三方进行检测认证

| 专利名称<br>Patent Name     | 专利公司<br>Patent Company | 专利标志<br>Patent Mark   | 标志警示语<br>Mark Warning  |
|-------------------------|------------------------|---|--|
| HDMI                    | HDMI                   |  | "HDMI、HDMI标志和高分辨率多媒体接口是HDMI许可联盟在公司的注册商标。"  |
| HDCP                    | HDCP                   |  | "DCP标志和流媒体内容保护非版权HDCP许可者负责在公司的商标或注册商標。"  |
| DVB-T                   | SISVEL                 |  | DVB is a registered trademark of the DVB Project   |
| Dolby DD&DD+ (AC3&EAC3) | Dolby                  |  | 杜比和DOLBY AUDIO是杜比实验室的商標。   |
| MHL                     | MHL                    |  | MHL, Mobile High-Definition Link and the MHL Logo are trademarks or registered trademarks of the MHL, LLC. |

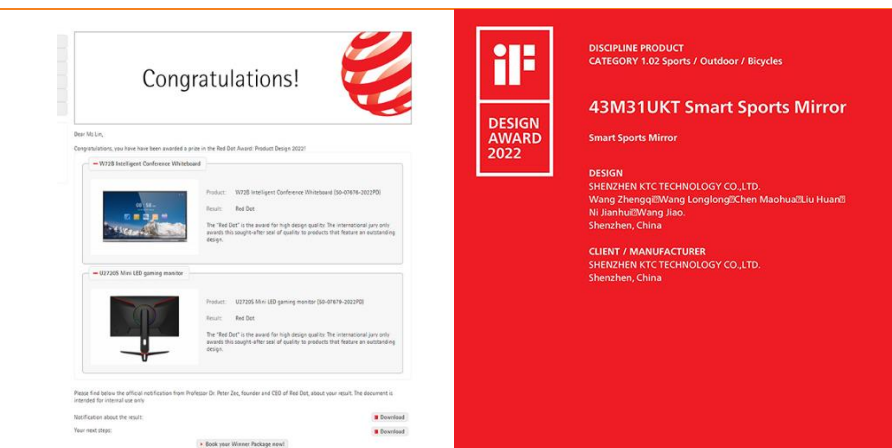
  

| 专利名称<br>Patent Name | 专利公司<br>Patent Company | 专利标志<br>Patent Mark   | 标志警示语<br>Mark Warning  |
|---------------------|------------------------|---|--|
| WMV                 | Microsoft              |  | /  |
| WMA                 | Microsoft              |  | /  |
| CI+                 | CI+ LLC                |  | The "CI Plus" Logo is a trademark of CI Plus LLP.                                |
| DTS-HD              | DTS                    |  | For DTS patents, see <a href="http://patents.dts.com">http://patents.dts.com</a> |
| PlayReady           | Microsoft              |  | /  |

资料来源：公司官网，天风证券研究所

积累多年设计开发经验，根据不同细分市场为客户提供创意方案。公司坚持“科技美学”的产品设计开发理念，将科学与美学、技术与艺术、开发与设计融合贯通，通过前卫的设计理念实现行业先进技术与设计方案的融合。由于公司市场客户群体涵盖国际知名品牌企业、各区域龙头企业等，各公司均有不同的方案偏好、各区域的客户群体的对设计理念也有不同的要求。通过多年的设计开发经验的积累，公司已经根据不同细分领域市场的特征，构建了不同的设计素材库，能更好地向客户提供创意设计方，满足其定制化的开发设计需求。截至 2022 年 6 月 30 日，公司及下属子公司持有境内外商标 346 项，发明专利、实用新型专利和外观设计专利共 536 项，软件著作权 382 项，共计 1264 项。2022 年公司自主研发设计的 W72B 智能会议白板、U2720S Mini LED 电竞显示器荣获德国红点产品设计奖，智能运动镜荣获 iF 设计奖。

图 22：公司的智能会议白板、电竞显示器荣获德国红点产品设计奖，智能运动镜荣获 iF 设计奖



资料来源：公司官网，天风证券研究所

### 3.2. 针对订单小批量+多型号特点，柔性制造解决行业痛点

**柔性化制造解决行业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。**由于各区域市场的要求各不相同，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，需要供应商生产线能够实现不同规格产品生产的快速切换。行业内大部分企业出于成本因素和产能利用率因素，对此类订单的接受度较低。公司由于全流程软硬件的研发设计把控能力较强，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，解决行业痛点。随着公司在技术和行业经验的不断积累，公司继续巩固客户合作黏性，增强溢价空间，赢得众多细分市场的占有率。

**通过完善的精细化生产管理体系帮助公司降本提效。**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，拖累生产效率。公司通过：

- 1) **物料管控及追踪管理方面：**引入了融合自身特色的 MES 系统，对所有重要元器件、组件均导入自身的 MES 系统，实现全部重要组件全流程实时监控；为流水线上的作业环节引入了“MES 扫码”方式，产线员工通过扫码，即可读取相应工序的作业要求，大幅提高加工效率，减少人为错误率。
- 2) **生产流程管控方面：**对生产流程进行严格管控和精细化规范操控，把制造过程把控到每一个细节；建立完善的生产管理制度，建立标准化作业规范，减少出错概率和新员工的学习时间。
- 3) **产品生产设备自动化方面：**通过引进先进的自动化生产设备，实现了较高的自动化智能制造水平。公司在多个工序的多个环节上具有非常高的自动化生产水平，减少了人工干预，大幅提升了柔性化生产效率。
- 4) **厂区自动化物流方面：**公司自行设计、安装导入的三层楼立体式组装、自动包装生产线，此生产线的投产使成品组装、包装与入库实现了无缝衔接，提高生产效率。
- 5) **信息管理系统方面：**在 ERP 系统中强化了 OMS 系统、WMS 系统及 MES 系统等多个信息化子系统，对订单、计划、物料、仓储、成本费用等各个方面进行精细化管理。构建以数据驱动和算法控制为中心的智能制造中枢系统，与主要客户、供应商、合作伙伴实现了互联共通和数据即时共享。

**规模化生产和品质管控为供应链的优奠定强大的支撑。**截至 2022 年 6 月 30 日，公司目前在深圳坂田及惠州共有生产经营场地约 45 万平方米，拥有 17 条智能显示产品整机生产线、18 条显示模组生产线、17 条机芯板生产线，拥有超 3,900 名生产员工，已成为全球大型的智能显示制造企业之一。同时公司十分重视产品的品质检测，除常规检查外，公司对生产的产品及组件进行跌落测试、振动测试、视听测试等众多方面进行全方位检测，确保公司产品的高品质，树立高品质的良好口碑，建立强大的市场竞争力。

图 23：惠州基地背光模组生产车间



资料来源：公司官网，天风证券研究所

### 3.3. 坚持差异化市场策略，积累全球化优质客户

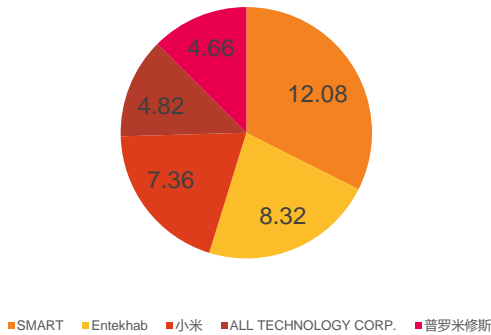
公司制定差异化的市场竞争战略。智能交互产品定位欧美市场，随着未来产品应用广度和深度的拓展，有望进一步提升市场份额；智能电视定位发展中国家市场中的大型知名品牌和本地龙头品牌，市场对定制化、柔性化要求高，与公司发展战略与内部运行机制相吻合，公司影响力日益扩大。

知名优质客户的合作有利于市场拓展及竞争力的提升。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 Promethean、全球头部显示器品牌和生产企业 NEC、明基、仁宝等；智能电视的主要客户包括：全球智能电视头部品牌企业三星、LG、飞利浦、夏普、东芝等，全球最大的物联网平台小米、全球最大的连锁品牌企业沃尔玛，以及亚太、拉美、中东、非洲等地区的当地龙头品牌客户

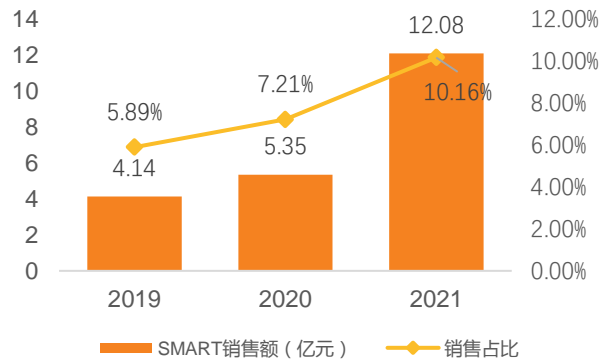
2021 年公司前五大客户分别为 SMART、Entekhab、小米、ALLTEK TECHNOLOGY CORP. 和普罗米修斯，销售金额分别为 12.08 亿、8.32 亿、7.04 亿、4.82 亿、4.66 亿，销售占比 10.16%、7.00%、5.92%、4.05%、3.92%。其中智能交互显示全球首创企业 SMART 在公司的销售额逐年增长，从 2019 年的 4.14 亿增长至 2021 年的 12.08 亿，销售占比从 5.89% 增长至 10.16%。

图 24：2021 年公司前五大客户销售金额分别为 12.08 亿、8.32 亿、7.04 亿、4.82 亿、4.66 亿

图 25：SMART 在公司的销售额逐年增长，从 2019 年的 4.14 亿增长至 2021 年的 12.08 亿，销售占比从 5.89% 增长至 10.16%



资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

通过大客户绑定，一方面，与头部企业的合作需要符合严格的选择标准和通过长时间的考察程序，侧面证明了公司在产品质量、服务方面的竞争力，为后续开拓其他客户奠定基础。另一方面，与知名品牌合作帮助公司吸收先进的管理经验，改善生产管理体系，优化供应链资源并提升产品制造水准。

知名品牌细分领域市场占有率逐步提升，供应链分享下游品牌规模增长红利。细分领域的知名品牌或本地龙头品牌企业客户收入规模大、品牌号召力强、抗风险能力强，随着市场的发展，市场集中度逐步向此类企业集中，公司营业收入有望随着下游客户市场规模增大同步增长。

公司与亚太、拉美、中东、非洲等地区的当地龙头品牌客户深入合作，为公司的长期发展奠定基础，主要体现在：1) 公司凭借与国际大型知名品牌合作，建立了规模化的生产能力和品牌效应，与本地龙头品牌合作，公司将具备更大的议价空间，提升盈利能力；2) 本地龙头品牌对公司的依赖性更强，为公司长期的发展奠定了稳固的基础；3) 本地龙头品牌在本地具有非常强大的品牌效应，影响力甚至超过国际大型知名品牌，本地龙头的品牌产品的需求提升将为公司带来更大的订单增长；4) 各个国家支持本地品牌的发展状态，各地本地龙头品牌企业在公司的生产技术输出的支持下，合作更为紧密。

#### 4. 盈利预测

**收入假设：**公司智能交互显示产品和智能电视双轮驱动业务增长，全流程软硬件模块化定制快速响应客户需求，针对订单小批量+多型号特点，柔性制造解决行业痛点，坚持差异化市场策略，积累全球化优质客户。我们预计智能交互显示产品销量带动增长，单价随液晶面板价格下降而下降。全球智能交互显示产品需求强劲，办公、教育、医疗领域渗透率有望进一步提升，我们预计智能交互产品延续较快增速增长，2022年-2024年收入增速分别为44.8%、47.4%、38.2%；智能电视产品需求来自于发展中国家，我们预计地区渗透率进一步提升带动销量提升，同时2022年液晶面板价格下降售价下降，2023年-2024年售价有望回升，2022年-2024年营收增速为11.6%、10.3%、10.3%；我们预计公司大力发展主业，设计加工业务和液晶面板销售业务占比逐渐降低，其中设计加工业务2022年-2024年收入增速分别为-13.6%、-3.1%、0.0%；液晶面板销售2022年-2024年收入增速分别为0.0%、-5%、-5%。

表 4：收入拆分

|  | 2019 | 2020 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|--|------|------|-------|-------|-------|-------|
|--|------|------|-------|-------|-------|-------|

| 智能交互显示产品  |         |         |         |         |          |          |
|-----------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|
| 营收 (万元)   | 217628  | 264650  | 449358  | 650492  | 958943   | 1325171  |
| YOY       |         | 21.6%   | 69.8%   | 44.8%   | 47.4%    | 38.2%    |
| 1) 智能交互平板 |         |         |         |         |          |          |
| 营收 (万元)   | 147260  | 174398  | 309959  | 456259  | 670701   | 924226   |
| YOY       |         | 18.4%   | 77.7%   | 47.2%   | 47.0%    | 37.8%    |
| 销量 (万台)   | 20.3    | 27.4    | 44.4    | 71.0    | 99.3     | 129.1    |
| YOY       |         | 35.0%   | 61.7%   | 60.0%   | 40.0%    | 30.0%    |
| 单价 (元/台)  | 7243.5  | 6357.9  | 6988.9  | 6429.8  | 6751.3   | 7156.4   |
| YOY       |         | -12.2%  | 9.9%    | -8.0%   | 5.0%     | 6.0%     |
| 2) 专用显示设备 |         |         |         |         |          |          |
| 营收 (万元)   | 70402   | 90227   | 129523  | 194233  | 288242   | 400945   |
| YOY       |         | 28.2%   | 43.6%   | 50.0%   | 48.4%    | 39.1%    |
| 销量 (万台)   | 38.5    | 67.7    | 82.6    | 134.7   | 188.5    | 245.1    |
| YOY       |         | 75.9%   | 22.0%   | 63.0%   | 40.0%    | 30.0%    |
| 单价 (元/台)  | 1829.1  | 1332.9  | 1567.9  | 1442.5  | 1529.0   | 1636.0   |
| YOY       |         | -27.1%  | 17.6%   | -8.0%   | 6.0%     | 7.0%     |
| 智能电视      |         |         |         |         |          |          |
| 营收 (万元)   | 343290  | 361930  | 564094  | 629537  | 694064   | 765206   |
| YOY       |         | 5.4%    | 55.9%   | 11.6%   | 10.3%    | 10.3%    |
| 销量 (万台)   | 383.5   | 428.7   | 503.7   | 624.6   | 655.8    | 688.6    |
| YOY       |         | 11.8%   | 17.5%   | 24.0%   | 5.0%     | 5.0%     |
| 单价 (元/台)  | 895.2   | 844.2   | 1119.9  | 1007.9  | 1058.3   | 1111.2   |
| YOY       |         | -5.7%   | 32.7%   | -10.0%  | 5.0%     | 5.0%     |
| 设计加工业务    |         |         |         |         |          |          |
| 营收 (万元)   | 75516   | 85425   | 129597  | 111971  | 108500   | 108500   |
| YOY       |         | 13.1%   | 51.7%   | -13.6%  | -3.1%    | 0.0%     |
| 液晶面板销售    |         |         |         |         |          |          |
| 营收 (万元)   | 61033.7 | 21813.6 | 37017.5 | 37017.5 | 35166.6  | 33408.3  |
| YOY       |         | -64.26% | 69.70%  | 0.00%   | -5.00%   | -5.00%   |
| 其他业务      |         |         |         |         |          |          |
| 营收 (万元)   | 5670.6  | 7540.9  | 8808.6  | 9249.03 | 9711.482 | 10197.06 |
| YOY       |         | 32.98%  | 16.81%  | 5.00%   | 5.00%    | 5.00%    |
| 合计营收 (万元) | 703137  | 741359  | 1188875 | 1438267 | 1806386  | 2242482  |
| YOY       |         | 5.4%    | 60.4%   | 21.0%   | 25.6%    | 24.1%    |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

**首次覆盖，给予“买入”评级。**我们预计 2022-2024 的收入分别为 143.83、180.64、224.25 亿，归母净利分别为 14.39、17.99、22.38 亿，EPS 分别为 2.75、3.44、4.28 元/股，对应 2022 年 9 月 21 日股价 PE 分别为 13.3、10.6、8.6x。

表 5：对比估值分析（截止到 9 月 20 日）

|       | 2022E | 2023E |
|-------|-------|-------|
| 视源股份  | 18.2  | 14.8  |
| 鸿合科技  | 15    | 11.4  |
| 兆驰股份  | 12.2  | 9.3   |
| 创维数字  | 22.8  | 18.1  |
| 平均 PE |       | 13.4  |

资料来源：wind，天风证券研究所

PE 均为 wind 一致预期

我们选取智能显示制造业务相关的视源股份、鸿合科技、兆驰股份、创维数字作为可比公司，在 2023 年平均 PE13.4X 的基础上，我们对公司 2023 年估值给予 12x PE，对应目标价格 41.28 元/股，对应市值 215.6 亿。

## 5. 风险提示

### 1) 原材料价格波动的风险

公司产品的主要原材料为液晶面板，原材料价格波动会对公司盈利情况产生一定影响。

### 2) 汇率波动的风险

公司外销收入占比较高，境外销售主要以美元结算，同时原材料采购也用美元结算，若未来人民币兑美元汇率较大波动会对公司业绩产生一定影响

### 3) 疫情反复影响下游需求的风险

疫情反复影响下游需求导致订单量下降，对公司业绩产生一定影响。

### 4) 短期股价波动的风险

该股为次新股，流通股本较少，存在短期内股价大幅波动的风险。

### 5) 行业竞争加剧的风险

行业竞争日益激烈导致收入不及预期的风险。

## 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)       | 2020            | 2021            | 2022E           | 2023E            | 2024E            |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|
| 货币资金             | 541.82          | 950.83          | 3,602.16        | 3,184.13         | 4,412.18         |
| 应收票据及应收账款        | 1,117.22        | 1,720.93        | 1,305.38        | 2,152.96         | 1,389.58         |
| 预付账款             | 98.23           | 30.51           | 134.90          | 94.16            | 164.41           |
| 存货               | 1,659.83        | 1,657.51        | 2,522.85        | 2,868.45         | 3,700.49         |
| 其他               | 553.24          | 156.34          | 269.60          | 317.95           | 309.55           |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>3,970.33</b> | <b>4,516.12</b> | <b>7,834.90</b> | <b>8,617.66</b>  | <b>9,976.22</b>  |
| 长期股权投资           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00             | 0.00             |
| 固定资产             | 604.29          | 676.27          | 1,075.80        | 1,720.48         | 2,602.26         |
| 在建工程             | 55.88           | 25.86           | 735.52          | 1,161.31         | 1,596.79         |
| 无形资产             | 54.11           | 52.03           | 50.00           | 47.96            | 45.92            |
| 其他               | 109.93          | 106.90          | 83.77           | 83.58            | 77.23            |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>824.21</b>   | <b>861.06</b>   | <b>1,945.08</b> | <b>3,013.33</b>  | <b>4,322.19</b>  |
| <b>资产总计</b>      | <b>4,794.54</b> | <b>5,377.18</b> | <b>9,779.98</b> | <b>11,630.98</b> | <b>14,298.41</b> |
| 短期借款             | 662.53          | 226.98          | 181.59          | 204.28           | 192.93           |
| 应付票据及应付账款        | 1,571.70        | 1,898.94        | 2,897.99        | 3,004.59         | 4,028.98         |
| 其他               | 227.60          | 279.14          | 682.49          | 865.05           | 714.33           |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>2,461.83</b> | <b>2,405.06</b> | <b>3,762.06</b> | <b>4,073.92</b>  | <b>4,936.24</b>  |
| 长期借款             | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00             | 0.00             |
| 应付债券             | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00             | 0.00             |
| 其他               | 43.97           | 41.97           | 41.54           | 42.50            | 42.00            |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>43.97</b>    | <b>41.97</b>    | <b>41.54</b>    | <b>42.50</b>     | <b>42.00</b>     |
| <b>负债合计</b>      | <b>2,780.71</b> | <b>2,688.81</b> | <b>3,803.60</b> | <b>4,116.41</b>  | <b>4,978.25</b>  |
| 少数股东权益           | 3.10            | 4.58            | 5.26            | 5.99             | 6.90             |
| 股本               | 360.00          | 360.00          | 523.23          | 523.23           | 523.23           |
| 资本公积             | 526.30          | 526.30          | 2,368.00        | 2,368.00         | 2,368.00         |
| 留存收益             | 1,124.83        | 1,797.90        | 3,080.29        | 4,617.75         | 6,422.43         |
| 其他               | (0.40)          | (0.40)          | (0.40)          | (0.40)           | (0.40)           |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>2,013.83</b> | <b>2,688.37</b> | <b>5,976.38</b> | <b>7,514.57</b>  | <b>9,320.16</b>  |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>4,794.54</b> | <b>5,377.18</b> | <b>9,779.98</b> | <b>11,630.98</b> | <b>14,298.41</b> |

| 现金流量表(百万元)     | 2020            | 2021            | 2022E             | 2023E             | 2024E             |
|----------------|-----------------|-----------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 净利润            | 485.03          | 923.54          | 1,439.29          | 1,798.92          | 2,238.48          |
| 折旧摊销           | 58.26           | 74.82           | 92.85             | 131.56            | 184.79            |
| 财务费用           | 10.69           | 11.69           | 1.27              | (1.03)            | (1.61)            |
| 投资损失           | (6.99)          | (8.38)          | (9.47)            | (6.31)            | (7.79)            |
| 营运资金变动         | (229.79)        | (227.30)        | 525.91            | (902.98)          | 740.67            |
| 其它             | 42.38           | (95.98)         | 10.82             | 8.35              | (7.22)            |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>359.58</b>   | <b>678.39</b>   | <b>2,060.67</b>   | <b>1,028.51</b>   | <b>3,147.32</b>   |
| 资本支出           | 102.84          | 106.73          | 1,200.43          | 1,199.05          | 1,500.49          |
| 长期投资           | 0.00            | 0.00            | 0.00              | 0.00              | 0.00              |
| 其他             | (320.34)        | 160.30          | (2,411.06)        | (2,407.74)        | (2,976.00)        |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(217.50)</b> | <b>267.03</b>   | <b>(1,210.63)</b> | <b>(1,208.69)</b> | <b>(1,475.51)</b> |
| 债权融资           | 234.76          | (452.09)        | (46.67)           | 23.73             | (9.73)            |
| 股权融资           | 2.27            | (301.87)        | 1,847.96          | (261.59)          | (434.02)          |
| 其他             | (419.07)        | 238.11          | 0.00              | 0.00              | 0.00              |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>(182.04)</b> | <b>(515.84)</b> | <b>1,801.29</b>   | <b>(237.85)</b>   | <b>(443.75)</b>   |
| 汇率变动影响         | 0.00            | 0.00            | 0.00              | 0.00              | 0.00              |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>(39.96)</b>  | <b>429.58</b>   | <b>2,651.33</b>   | <b>(418.03)</b>   | <b>1,228.05</b>   |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元)         | 2020            | 2021             | 2022E            | 2023E            | 2024E            |
|------------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>7,413.59</b> | <b>11,888.75</b> | <b>14,382.67</b> | <b>18,063.86</b> | <b>22,424.82</b> |
| 营业成本             | 6,254.55        | 10,061.56        | 11,603.94        | 14,566.69        | 18,134.95        |
| 营业税金及附加          | 27.37           | 33.48            | 47.46            | 58.52            | 73.15            |
| 销售费用             | 149.47          | 202.56           | 341.70           | 414.95           | 470.52           |
| 管理费用             | 145.50          | 178.47           | 272.07           | 346.37           | 407.73           |
| 研发费用             | 322.19          | 476.09           | 562.20           | 730.55           | 914.01           |
| 财务费用             | 79.91           | 16.54            | 1.27             | (1.03)           | (1.61)           |
| 资产/信用减值损失        | (19.62)         | (65.84)          | (24.29)          | (29.37)          | (34.78)          |
| 公允价值变动收益         | 6.60            | 7.95             | 10.05            | 7.50             | (8.35)           |
| 投资净收益            | 6.99            | 8.38             | 9.47             | 6.31             | 7.79             |
| 其他               | (63.99)         | (6.40)           | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| <b>营业利润</b>      | <b>504.65</b>   | <b>975.96</b>    | <b>1,549.26</b>  | <b>1,932.24</b>  | <b>2,390.73</b>  |
| 营业外收入            | 18.07           | 10.99            | 14.37            | 15.02            | 14.61            |
| 营业外支出            | 5.67            | 9.22             | 7.95             | 7.80             | 7.66             |
| <b>利润总额</b>      | <b>517.05</b>   | <b>977.73</b>    | <b>1,555.68</b>  | <b>1,939.47</b>  | <b>2,397.68</b>  |
| 所得税              | 32.02           | 54.19            | 115.62           | 139.70           | 158.07           |
| <b>净利润</b>       | <b>485.03</b>   | <b>923.54</b>    | <b>1,440.05</b>  | <b>1,799.78</b>  | <b>2,239.61</b>  |
| 少数股东损益           | 0.18            | 0.47             | 0.77             | 0.85             | 1.13             |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>484.84</b>   | <b>923.07</b>    | <b>1,439.29</b>  | <b>1,798.92</b>  | <b>2,238.48</b>  |
| 每股收益(元)          | 0.93            | 1.76             | 2.75             | 3.44             | 4.28             |

| 主要财务比率         | 2020    | 2021    | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>成长能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 营业收入           | 5.44%   | 60.36%  | 20.98%  | 25.59%  | 24.14%  |
| 营业利润           | -12.93% | 93.39%  | 58.74%  | 24.72%  | 23.73%  |
| 归属于母公司净利润      | -8.67%  | 90.38%  | 55.92%  | 24.99%  | 24.43%  |
| <b>获利能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 毛利率            | 15.63%  | 15.37%  | 19.32%  | 19.36%  | 19.13%  |
| 净利率            | 6.54%   | 7.76%   | 10.01%  | 9.96%   | 9.98%   |
| ROE            | 24.11%  | 34.39%  | 24.10%  | 23.96%  | 24.04%  |
| ROIC           | 45.41%  | 55.39%  | 77.68%  | 73.09%  | 50.45%  |
| <b>偿债能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 资产负债率          | 58.00%  | 50.00%  | 38.89%  | 35.39%  | 34.82%  |
| 净负债率           | 5.99%   | -26.93% | -57.23% | -39.65% | -45.27% |
| 流动比率           | 1.45    | 1.71    | 2.08    | 2.12    | 2.02    |
| 速动比率           | 0.84    | 1.08    | 1.41    | 1.41    | 1.27    |
| <b>营运能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 应收账款周转率        | 6.85    | 8.38    | 9.51    | 10.45   | 12.66   |
| 存货周转率          | 5.64    | 7.17    | 6.88    | 6.70    | 6.83    |
| 总资产周转率         | 1.72    | 2.34    | 1.90    | 1.69    | 1.73    |
| <b>每股指标(元)</b> |         |         |         |         |         |
| 每股收益           | 0.93    | 1.76    | 2.75    | 3.44    | 4.28    |
| 每股经营现金流        | 0.69    | 1.30    | 3.94    | 1.97    | 6.02    |
| 每股净资产          | 3.84    | 5.13    | 11.41   | 14.35   | 17.80   |
| <b>估值比率</b>    |         |         |         |         |         |
| 市盈率            | 39.45   | 20.72   | 13.29   | 10.63   | 8.55    |
| 市净率            | 9.51    | 7.13    | 3.20    | 2.55    | 2.05    |
| EV/EBITDA      | 0.00    | 0.00    | 9.30    | 7.63    | 5.65    |
| EV/EBIT        | 0.00    | 0.00    | 9.85    | 8.13    | 6.07    |



### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

| 类别     | 说明                             | 评级   | 体系                |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                                | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                                | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                                | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                                | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                                | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

### 天风证券研究

| 北京   | 海口  | 上海  | 深圳   |
|--|---|---|--|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号<br>邮编：100031<br>邮箱：research@tfzq.com | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房<br>邮编：570102<br>电话：(0898)-65365390<br>邮箱：research@tfzq.com | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层<br>邮编：200086<br>电话：(8621)-65055515<br>传真：(8621)-61069806<br>邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼<br>邮编：518000<br>电话：(86755)-23915663<br>传真：(86755)-82571995<br>邮箱：research@tfzq.com |