

康冠科技

智能显示制造龙头，探索显示场景多元化



何伟 分析员

家电

SAC 执证编号: S0080512010001

SFC CE Ref: BBH812

wei3.he@cicc.com.cn



褚君 分析员

家电

SAC 执证编号: S0080521080001

SFC CE Ref: BSO710

jun.chu@cicc.com.cn



卢璐 分析员

家电

SAC 执证编号: S0080521080005

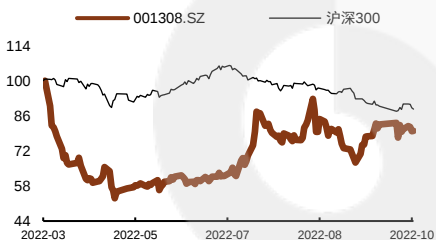
lu5.lu@cicc.com.cn

首次覆盖跑赢行业

股票代码	股票评级	目标价
001308.SZ	* 跑赢行业	人民币 46.00

股票代码	001308.SZ
最新收盘价	人民币 37.63
52 周最高价/最低价	人民币 53.05-24.51
总市值(亿)	人民币 197

纵轴: 相对股价 (%)



(人民币 百万)	2020A	2021A	2022E	2023E
营业收入	7,414	11,889	14,172	16,733
增速	5.4%	60.4%	19.2%	18.1%
归属母公司净利润	485	923	1,501	1,823
增速	-8.7%	90.4%	62.6%	21.5%
扣非后净利润	434	855	1,501	1,823
增速	-11.9%	97.2%	75.5%	21.5%
每股净利润	0.93	1.76	2.87	3.48
每股净资产	3.84	5.13	11.72	14.64
每股股利	0.06	0.14	0.57	0.87
每股经营现金流	0.69	1.30	2.62	3.14
市盈率	40.6	21.3	13.1	10.8
市净率	9.8	7.3	3.2	2.6
EV/EBITDA	30.2	17.8	9.1	6.9
股息收益率	0.1%	0.3%	1.5%	2.3%
平均总资产收益率	11.3%	18.1%	20.4%	17.6%
平均净资产收益率	25.5%	39.3%	34.0%	26.4%

资料来源: Wind, 彭博资讯, 公司公告, 中金公司研究部

首次覆盖

投资亮点

首次覆盖康冠科技(001308)给予跑赢行业评级,目标价 46.00 元,基于市盈率估值法,对应估值倍数 16.0x 2022E P/E, 公司是全球智能平板显示解决方案 ODM 供应商,以外销彩电、智能交互平板产品为主。理由如下:

- ▶ **智能显示制造龙头之一,探索多元化显示场景应用:** 1) 受益于中国制造优势、工程师红利,全球各类智能显示 OEM、ODM 集中在中国。2) 公司以显示器起步,目前主业为彩电、交互智能平板代工。公司积极布局多元化显示场景产品,2021 年推出 ODM 智能健身镜,2022 年推出福比特智能美妆镜、家用第二屏“移动随心屏”,展现出多个业务增长点,探索自主品牌战略。3) 2021 年,公司上述新显示业务收入占比 1.5%,我们预计 2022 年可接近 5%。面对显示家庭场景多元化的趋势,公司积极转型布局多个新品类,我们认为后续有望成为新增长点。
- ▶ **彩电采取差异化 ODM 策略,毛利率高于行业:** 1) 公司彩电 ODM 业务聚焦中小市场龙头品牌客户(Local King),避免品牌方大规模压价。2) 公司具备柔性化生产制造能力,可以满足这种全球不同区域小批量、多型号的订单,同时带来较高的毛利率。2021 年公司彩电 ODM 毛利率 12.1%。3) 显示产品系列多元化,使得公司彩电营收占比从 2018 年的 51%下降到 1H22 的 43%。
- ▶ **智能交互大屏成长为第二主业:** 1) 公司智能交互平板业务营收占比从 2018 年的 12%提升到 1H22 的 35%,主要是海外教育 IFPD 代工业务,国内自主品牌皓丽平板销售占比较低。2) IFPD 在中国 K12 教育市场已经普及,2020 年欧美政府开始陆续推动教育信息化,有望带动 IFPD 渗透率持续提升。公司与全球龙头 Smart、普罗米休斯合作,客户资源优质。2021 年,上述品牌海外市场市占率 21%/18%。3) 我们预计这一行业处于成长期,2024 年公司交互平板收入占比提升至 42%以上。

我们与市场的最大不同? 市场认为显示类 OEM、ODM 业务增长空间和盈利水平有限。但我们认为,公司在显示场景多元化的趋势下,凭借优秀的研发和生产能力,进入诸多新领域、进而推广自主品牌,有望打开新的成长空间。

潜在催化剂: 面板成本持续在低位;海外教育交互平板市场持续快速增长。

盈利预测与估值

我们预计公司 2022/2023 年 EPS 分别为 2.87 元/3.48 元,CAGR 为 40.5%。首次覆盖给予跑赢行业评级,目标价 46.0 元,对应 2022/2023 年 P/E 16.0 倍/13.2 倍。当前股价对应 2022/2023 年 P/E 13.1 倍/10.8 倍,上行空间 22%。

风险

液晶面板价格波动;市场竞争风险;行业需求波动风险。



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E
利润表					成长能力				
营业收入	7,414	11,889	14,172	16,733	营业收入	5.4%	60.4%	19.2%	18.1%
营业成本	6,255	10,062	11,307	13,250	营业利润	-12.9%	93.4%	70.3%	24.3%
税金及附加	27	33	40	47	EBITDA	2.3%	63.1%	63.7%	23.8%
营业费用	149	203	283	328	净利润	-8.7%	90.4%	62.6%	21.5%
管理费用	468	655	964	1,121	扣非后净利润	-11.9%	97.2%	75.5%	21.5%
财务费用	80	17	1	-2	盈利能力				
其他	90	122	116	116	毛利率	15.3%	15.1%	19.9%	20.5%
营业利润	505	976	1,663	2,067	营业利润率	6.8%	8.2%	11.7%	12.4%
营业外收支	12	2	6	6	EBITDA 利润率	8.8%	9.0%	12.3%	12.9%
利润总额	517	978	1,669	2,073	净利润率	6.5%	7.8%	10.6%	10.9%
所得税	32	54	167	249	扣非后净利润率	5.8%	7.2%	10.6%	10.9%
少数股东损益	0	0	1	1	偿债能力				
归属母公司净利润	485	923	1,501	1,823	流动比率	1.45	1.71	2.63	2.75
扣非后净利润	434	855	1,501	1,823	速动比率	0.84	1.08	2.01	2.12
EBITDA	655	1,069	1,749	2,166	现金比率	0.20	0.36	1.27	1.37
资产负债表					资产负债率	58.0%	50.0%	34.3%	32.5%
货币资金	542	951	3,958	4,949	净债务资本比率	6.0%	净现金	净现金	净现金
应收账款及票据	1,222	1,845	2,225	2,622	回报率分析				
预付款项	98	31	62	73	总资产收益率	11.3%	18.1%	20.4%	17.6%
存货	1,660	1,658	1,928	2,294	净资产收益率	25.5%	39.3%	34.0%	26.4%
其他流动资产	448	32	32	32	每股指标				
流动资产合计	3,970	4,516	8,206	9,970	每股净利润 (元)	0.93	1.76	2.87	3.48
固定资产及在建工程	660	702	980	1,243	每股净资产 (元)	3.84	5.13	11.72	14.64
无形资产及其他长期资产	164	159	156	153	每股股利 (元)	0.06	0.14	0.57	0.87
非流动资产合计	824	861	1,136	1,396	每股经营现金流 (元)	0.69	1.30	2.62	3.14
资产合计	4,795	5,377	9,341	11,365	估值分析				
短期借款	663	227	227	232	市盈率	40.6	21.3	13.1	10.8
应付账款及票据	1,581	1,910	2,275	2,667	市净率	9.8	7.3	3.2	2.6
其他流动负债	494	510	616	724	EV/EBITDA	30.2	17.8	9.1	6.9
流动负债合计	2,737	2,647	3,118	3,622	股息收益率	0.1%	0.3%	1.5%	2.3%
长期借款和应付债券	0	0	40	35					
其他非流动负债	44	42	42	42					
非流动负债合计	44	42	82	77					
负债合计	2,781	2,689	3,200	3,699					
归母所有者权益	2,011	2,684	6,135	7,658					
少数股东权益	3	5	6	8					
负债及股东权益合计	4,795	5,377	9,341	11,365					
现金流量表									
净利润	485	923	1,501	1,823					
折旧和摊销	58	75	80	95					
营运资本变动	-435	-256	-241	-311					
其他	252	-63	33	36					
经营活动现金流	360	678	1,373	1,643					
资本开支	-119	-127	-355	-355					
其他	-98	394	0	0					
投资活动现金流	-218	267	-355	-355					
股权融资	0	0	2,000	0					
银行借款	315	-436	40	0					
其他	-497	-80	-50	-297					
筹资活动现金流	-182	-516	1,990	-297					
汇率变动对现金的影响	-50	-3	0	0					
现金净增加额	-90	427	3,007	991					

资料来源：公司公告，中金公司研究部

公司简介

康冠科技成立于 1995 年，总部位于广东省深圳市，是全球智能平板显示解决方案（ODM）供应商，核心下游客户为教育交互平板品牌方 Smart、普罗米修斯；彩电头部品牌三星、LG 等以及部分发展中国家的当地彩电龙头企业。DISCIEN 数据，2021 年公司智能交互平板海外出货量在生产制造型供应商中排名全球第二；洛图科技数据，1H22 公司智能电视出货量在生产制造型供应商中排名全球前六。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

目录

投资概要	5
公司简介	5
投资亮点：全球智能显示制造龙头之一	6
股权结构及管理层团队	8
盈利预测：预计 2022、2023 年净利润分别为 15.01、18.23 亿元	8
首次覆盖给予跑赢行业评级，目标价 46.0 元	9
风险	11
智能交互大屏成长为第二主业	12
智能交互平板：海外渗透率低，政策助力有望快速增长	12
交互平板产品性价比高，具备竞争力	16
客户资源优质，彩电 ODM 差异化竞争策略谋增长	18
受益显示应用多元化，美妆镜、健身镜成亮点	20
中国小家电市场新兴品类层出不穷	20
创新产品布局新兴赛道，拓展消费新场景	20
财务分析	25
2021 年收入、利润快速提升	25
盈利能力与 ROE 杜邦分析	26
现金流与营运能力	27

图表

图表 1：康冠科技发展进程	5
图表 2：公司产品矩阵（截至 1H22）	6
图表 3：公司内销外销占比	7
图表 4：公司核心业务收入同比增速	7
图表 5：液晶面板价格走势	7
图表 6：公司分业务毛利率情况	7
图表 7：康冠科技股权结构（截至 2022 年中报）	8
图表 8：公司分业务收入、毛利率预测	9
图表 9：可比公司估值表	10
图表 10：DCF 估值	10
图表 11：DCF 估值敏感性分析	10
图表 12：面板成本敏感性分析	11
图表 13：全球智能交互平板出货量	12
图表 14：全球会议、教育 IFPD 出货量	13
图表 15：国内、海外教育 IFPD 出货量	13
图表 16：近五年国内教育信息化主要政策梳理	13
图表 17：2021 年中国大陆教育交互平板行业应用结构	14
图表 18：中国大陆教育交互平板产品结构及变化	14
图表 19：2021 年国内 IFPD 教育市场品牌份额结构	14
图表 20：2021 年中国与海外教室数量及教育 IFPD 渗透率对比	14
图表 21：海外教育信息化主要政策梳理	15

图表 22: 2021 年经合组织教育 IFPD 出货占海外比例	15
图表 23: 2021 年海外教育 IFPD 品牌市占率	15
图表 24: 国内会议 IFPD 出货量及增速	16
图表 25: 海外会议 IFPD 出货量及增速	16
图表 26: 国内会议 IFPD 销售额及增速	16
图表 27: 2021 年国内商用会议大屏市场份额	16
图表 28: 国内主要会议平板参数对比	17
图表 29: 公司营收及同比增速	17
图表 30: 公司收入拆分	17
图表 31: 2021 年全球电视 ODM 工厂出货量排名	18
图表 32: 2021 年全球电视 ODM 工厂出货量同比排名	18
图表 33: 公司主要客户及合作情况	18
图表 34: 公司前五大客户销售占比	18
图表 35: 公司产能及产能利用率	19
图表 36: 惠州市惠南康冠工业园	19
图表 37: 公司研发费用及占营收比重	19
图表 38: 公司及同行业上市公司研发费用率	19
图表 39: 中国小家电市场零售额规模及增速	20
图表 40: 2021 年我国小家电市场分品类零售额占比	20
图表 41: 中国智能健身镜市场规模及预测	21
图表 42: 1H22 中国智能健身镜市场格局	21
图表 43: 国内主要智能健身镜参数对比	22
图表 44: 国内主要智能美妆镜参数对比	23
图表 45: 中国电竞市场规模及增速	23
图表 46: 中国电竞显示器出货量及增速	23
图表 47: 国内主要电竞显示屏参数对比	24
图表 48: 公司营收及同比增速	25
图表 49: 公司境内外营收及境外营收占比	25
图表 50: 公司归母净利润及同比增速	25
图表 51: 公司毛利率、归母净利率	25
图表 52: 剔除运输费的主营成本占比	26
图表 53: 原材料采购成本构成	26
图表 54: 公司各业务毛利率	26
图表 55: 销售、管理、财务、研发费用率	26
图表 56: 2021 公司 ROE 分析	27
图表 57: 公司应收票据及账款情况	27
图表 58: 公司存货与存货周转率	27
图表 59: 公司经营性现金流情况	28
图表 60: 公司经营性现金流占归母净利润比重	28
图表 61: 历史 P/E	28
图表 62: 历史 P/B	28

投资概要

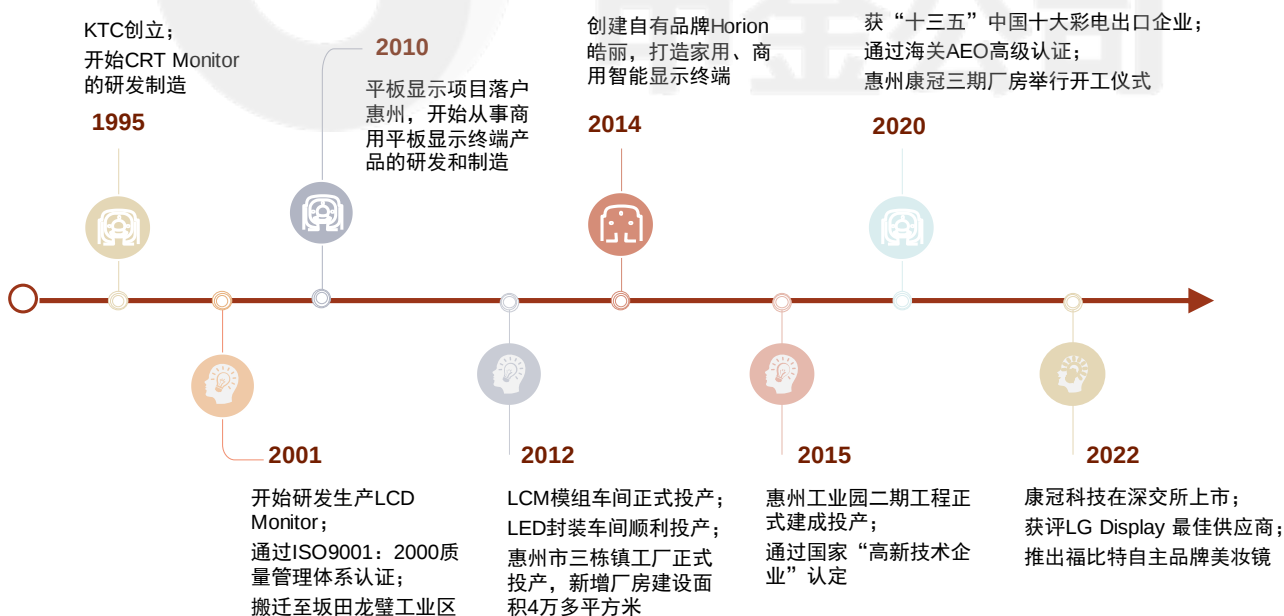
康冠科技成立于 1995 年，总部位于广东省深圳市，是全球智能平板显示解决方案（ODM）供应商，核心下游客户为教育交互平板品牌方 Smart、普罗米修斯；彩电头部品牌三星、LG 等以及部分发展中国家的当地彩电龙头企业。收入端，布局多元化显示场景，自主品牌开始起步，叠加海外交互平板市场进入快速成长期，未来 2-3 年公司收入增长的核心动力确定性高；利润端，当前处于面板成本下行周期，公司利润修复。我们首次覆盖给予跑赢行业评级，目标价 46.0 元，对应 16.0 倍、13.2 倍 2022 年、2023 年市盈率，涨幅空间 22%。

公司简介

康冠科技是全球智能平板显示解决方案 ODM 供应商，聚焦智能显示产品的研发、生产及销售，涉足商用领域的智能交互显示终端、家用领域的智能电视、电竞屏、健身镜等。DISCIEN 数据，2021 年公司智能交互平板海外出货量在生产制造型供应商中排名全球第二；洛图科技数据，1H22 公司智能电视出货量在生产制造型供应商中排名全球前六。

公司以研发及生产显示器起步，此后不断拓展产品种类，2005 年开始生产 LCD TV，2010 年进军商显领域，2014 年创建自有商显品牌皓丽，2021 年推出 KTC 电竞屏、代工热门品类健身镜，2022 年推出福比特美妆镜、家用第二屏“移动随心屏”。公司产能也同步进行扩张，截至 1H22 公司在深圳坂田及惠州生产基地 45 万平方米，拥有 17 条智能显示产品整机生产线、18 条显示模组生产线和 17 条机芯板生产线。

图表 1：康冠科技发展进程

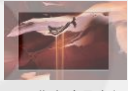


资料来源：公司官网，中金公司研究部

投资亮点：全球智能显示制造龙头之一

#1 注重拓展新显示领域。1) 公司传统业务为 ODM 代工，下游客户均为全球知名品牌方，例如全球教育智能交互平板龙头 SMART、普罗米休斯；全球彩电头部品牌三星、LG、飞利浦、夏普、东芝等；以及亚太、拉美、中东、非洲等地区的当地彩电龙头企业。2) 公司积极布局多元化显示场景产品，寻找多个新增长点。2021 年公司推出 KTC 电竞屏、ODM 智能健身镜，2022 年推出福比特智能美妆镜、家用第二屏“移动随心屏”。上述新显示领域的合计营收占比 1.5%，我们预计 2022 年可接近 5%。3) 面对显示家庭场景多元化的趋势，公司积极转型布局多个新品类，我们认为后续有望成为新增长点。

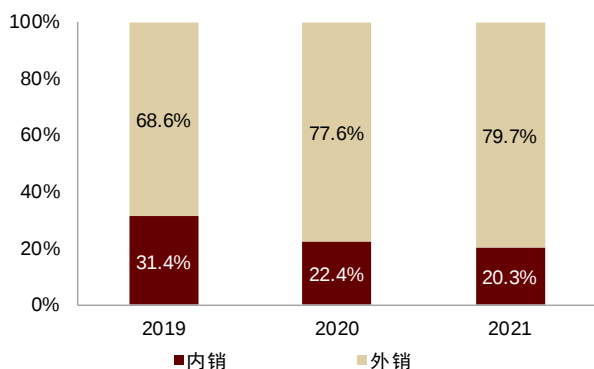
图表 2：公司产品矩阵（截至 1H22）

产品类型	分类/应用领域	主要产品					皓丽
智能交互平板	智慧教育领域 智能办公领域						会议平板 液晶拼接屏
专用显示设备	电竞显示器 监视器 拼接显示单元 商业展示显示设备 医疗显示设备						商用电视 智慧黑板
创新显示产品	智能魔镜 双面显示产品						KTC/福比特 电竞显示器 双面屏
智能电视	LED背光液晶电视 MINI-LED阵列式量子点光源液晶电视 OLED电视						移动屏 美妆镜

资料来源：公司公告，公司官网，中金公司研究部

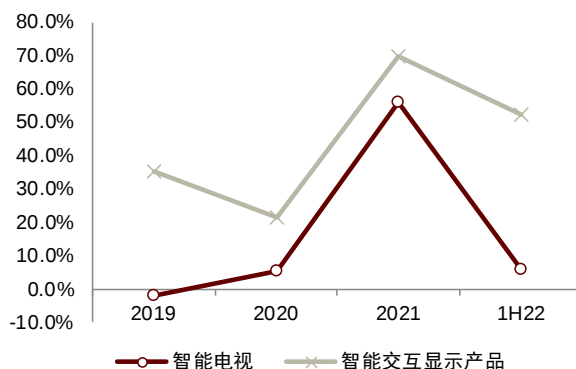
#2 差异化市场策略+优质客户组合：1) 公司以外销的彩电、智能交互平板 ODM 业务为主，2021 年海外销售占比为 79.7%。2) 在成熟的彩电品类中，公司避开竞争激烈的欧美大市场，聚焦全球龙头在细分市场的业务，以及亚太、拉美、中东、非洲等地区当地的龙头品牌客户（Local King），提升盈利能力。3) 我们认为，公司与龙头品牌合作提升规模化优势和品牌力，同时凭借柔性化生产能力，使得其与 Local King 的合作可具备更大的议价权，有助于收入利润双升。

图表 3：公司内销外销占比



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 4：公司核心业务收入同比增速

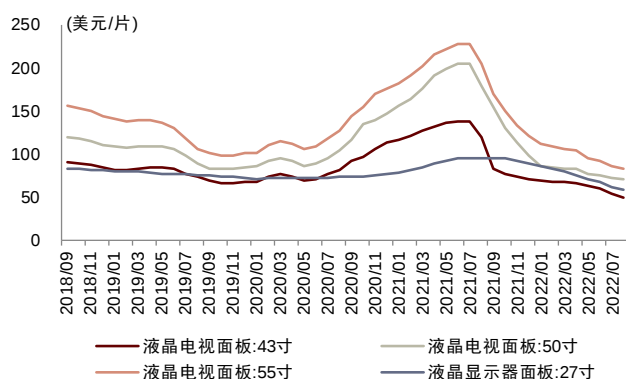


资料来源：公司公告，中金公司研究部

#3 智能交互平板业务成长为第二主业：1) 海外教育 IFPD 进入政策助力的快速提升期，2021 年出货量为 105.1 万台，同比+90.1%，DISCIEN 预计 2021-2026 年 GAGR 为 18.7%；海外是教育交互平板的主要增长动力。2) 全球教育 IFPD 龙头 Smart、普罗米修斯均为公司客户，2021/1H22 公司智能交互显示产品收入分别同比+70%/+52%，快速增长。我们预计交互平板收入占比或将不断提升。

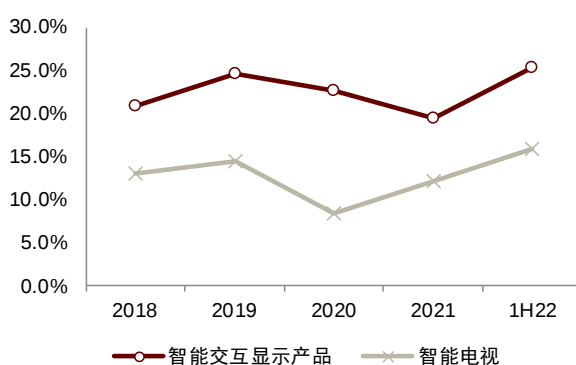
#4 液晶面板处于下降周期，公司盈利进入改善期。1) 2021 年，公司直接材料占主营业务成本达 94.7%，液晶面板占原材料达 54.2%，公司盈利能力与面板周期同步性较高。2) 2021 年 8 月，液晶面板进入下降周期，公司毛利率从 1H21 的 11.7%回升至 1H22 的 19.4%。3) 目前考虑行业需求疲弱，我们预计液晶面板价格短期内快速上行风险较小，产品结构改善下毛利率水平仍有进一步提升的空间。

图表 5：液晶面板价格走势



资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 6：公司分业务毛利率情况

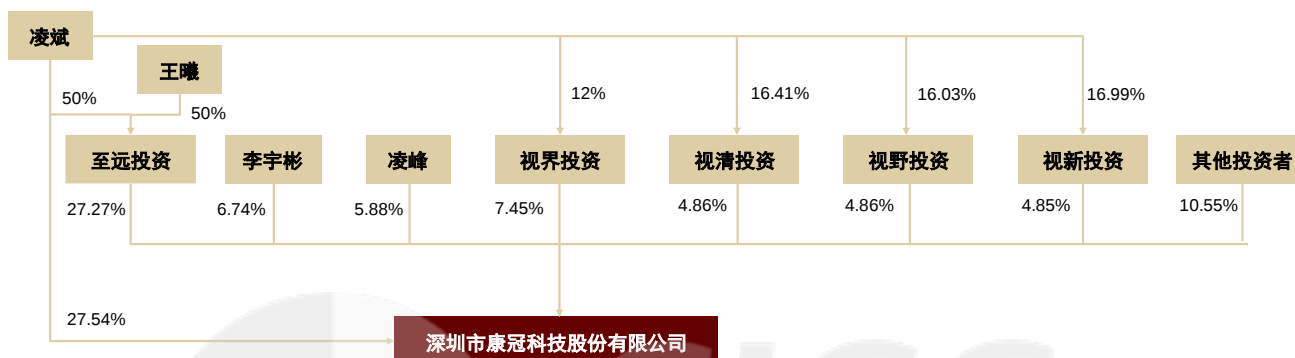


资料来源：公司公告，中金公司研究部

股权结构及管理层团队

公司是家族企业，股权较为集中。1) 创始人&董事长凌斌为控股股东，直接持有公司 27.54% 的股份，此外还通过至远投资、视界投资、视清投资、视野投资、视新投资间接持有公司 16.93% 的股份，合计持有公司 44.47% 的股份。2) 凌斌及其配偶王曦为公司共同实际控制人，合计持有 76.82% 的股份。3) 公司总经理兼核心技术人员李宇彬为凌斌妹妹凌霄配偶，持有公司 6.74% 的股份；副总经理凌峰为凌斌弟弟，持有公司 5.88% 的股份。4) 视界投资、视野投资、视新投资、视清投资均为公司员工持股平台。

图表 7：康冠科技股权结构（截至 2022 年中报）



资料来源：公司公告，中金公司研究部

公司管理层团队资历深厚，核心技术人员经验丰富。公司管理层团队及核心技术人员均任职超 15 年，资历深厚，且公司管理层架构稳定。核心技术人员相关领域技术经验丰富，均从业二十年以上，具有竞争力。

盈利预测：预计 2022、2023 年净利润分别为 15.01、18.23 亿元

按照产品收入口径划分，我们预计 2022 年：1) 智能电视收入 62.19 亿元，同比+10.3%，量价均有提升。受益 4Q22 卡塔尔世界杯，我们预计尽管全球彩电需求疲软但仍能实现增长。2) 智能交互显示产品收入 62.51 亿元，同比+39.1%；其中智能交互平板增长较快，海外教育交互屏市场在政策助力下持续增长，拉动公司业务提升；健身镜、美妆镜增量明显，我们预计 2022 年合计可实现收入 4.5 亿元。3) 设计加工业务和液晶面板销售为智能电视的辅助业务，我们预计表现平淡。

叠加原材料成本压力下降、芯片供应缓解等因素，我们预计 2022、2023 年公司营业收入 141.72 亿元、167.33 亿元，同比+19%、+18%；归母净利润 15.01 亿元、18.23 亿元，同比+63%、+21%。

图表 8：公司分业务收入、毛利率预测

(百万元)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E
营业收入	6,852	7,031	7,414	11,889	14,172	16,733
智能电视	3,504	3,433	3,619	5,641	6,219	6,726
智能交互显示产品	1,608	2,176	2,647	4,494	6,251	8,110
智能交互平板	825	1,472	1,744	3,099	4,541	6,018
—健身镜	-	-	-	150	400	640
—美妆镜	-	-	-	-	50	75
专用显示设备	782	704	902	1,394	1,710	2,093
设计加工业务	733	755	854	1,296	1,296	1,361
液晶面板销售	946	610	218	370	292	321
其他业务	62	57	75	88	115	149
收入 YoY		2.6%	5.4%	60.4%	19.2%	18.1%
智能电视	-	-2.0%	5.4%	55.9%	10.3%	8.1%
智能交互显示产品	-	35.4%	21.6%	69.8%	39.1%	29.7%
智能交互平板	-	78.4%	18.5%	77.7%	46.5%	32.5%
—健身镜	-	-	-	-	167.0%	60.0%
—美妆镜	-	-	-	-	-	50.0%
专用显示设备	-	-10.0%	28.2%	54.5%	22.6%	22.4%
设计加工业务	-	3.1%	13.1%	51.7%	0.0%	5.0%
液晶面板销售	-	-35.4%	-64.3%	69.7%	-21.2%	10.3%
其他业务	-	-8.6%	33.0%	16.8%	30.0%	30.0%
毛利率	14.2%	17.2%	15.6%	15.4%	20.2%	20.8%
智能电视	13.0%	14.5%	8.4%	12.1%	16.0%	16.0%
智能交互显示产品	20.8%	24.5%	22.7%	19.4%	26.0%	26.0%
智能交互平板	22.1%	26.3%	24.3%	22.0%	29.9%	29.9%
专用显示设备	19.4%	20.9%	19.7%	13.8%	16.0%	16.0%
设计加工业务	18.1%	17.8%	22.5%	15.4%	13.5%	13.5%
液晶面板销售	2.4%	2.0%	9.8%	5.1%	5.5%	5.5%
其他业务	45.2%	54.6%	54.3%	58.0%	55.0%	55.0%

注：毛利率=1-营业成本/营业收入；2021 年健身镜代工收入为中金公司估计值
资料来源：公司公告，中金公司研究部

首次覆盖给予跑赢行业评级，目标价 46.0 元

相对估值法：公司是全球智能平板显示解决方案 ODM 代工厂商，我们选取彩电、智能交互平板品牌方、代工厂作为可比公司。上述企业 2022 年加权平均 P/E 为 16.5，对应 PEG 0.5。我们给予康冠科技 16.0x 2022 年 P/E，对应目标价 46.0 元，较当前股价有 22% 的上行空间。

图9：可比公司估值表

股票代码	公司名称	财报货币	收盘价 10-20	市值（百万 元）	净利润 （财报货币 百万）		市盈率	
					2022E	2023E	2022E	2023E
002841.SZ	视源股份*	CNY	67.54	47,009	2,217	2,698	21.2	17.4
002955.SZ	鸿合科技	CNY	26.28	6,147	280	386	22.7	16.5
002429.SZ	兆驰股份	CNY	3.49	15,789	1,175	1,613	13.4	9.7
600060.SH	海信视像*	CNY	11.74	15,352	1,740	2,031	8.8	7.6
平均值				18,905	1,353	1,682	16.5	12.8
001308.SZ	康冠科技*	CNY	37.63	19,689	1,501	1,823	13.1	10.8

注：标*公司为中金覆盖，采用中金预测数据；其余使用市场一致预期

资料来源：Wind，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

绝对估值法：根据 DCF 模型，我们假设 WACC 为 8.5%，永续增长率 0.5%，测算公司每股价值为 48.25 元，与目标价接近。

图10：DCF 估值

人民币百万元

自由现金流预测		2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
营业收入		14,172	16,733	18,777	21,111	23,222	25,544	27,588	29,795	31,284	32,848
YoY		19.2%	18.1%	12.2%	12.4%	10.0%	10.0%	8.0%	8.0%	5.0%	5.0%
EBIT		1,669	2,071	2,200	2,439	2,560	2,742	2,686	2,637	2,558	2,651
YoY		68.0%	24.0%	6.3%	10.9%	4.9%	7.1%	-2.1%	-1.8%	-3.0%	3.7%
息税前利润率		11.8%	12.4%	11.7%	11.6%	11.0%	10.7%	9.7%	8.9%	8.2%	8.1%
EBIT*(1-t)		1,502	1,822	1,936	2,147	2,253	2,331	2,283	2,242	2,174	2,254
+	折旧及摊销	80	95	112	125	136	144	151	156	160	162
-	营运资金变化	-241	-311	-261	-353	-613	-671	-538	-429	-475	-677
-	资本支出	-355	-355	-255	-125	-105	-75	-75	-50	-20	-20
自由现金流		986	1,251	1,532	1,794	1,670	1,729	1,820	1,919	1,839	1,719
YoY			26.8%	22.4%	17.1%	-6.9%	3.5%	5.3%	5.4%	-4.2%	-6.5%
DCF 分析											
预测期自由现金流现值		11,185						税率		25.0%	
自由现金流终值		21,614						目标负债比率		20.0%	
永续自由现金流现值		10,376						贝塔系数		1.20	
企业价值		21,561						无风险收益率		2.8%	
净现金		3,685						风险溢价		5.5%	
权益价值		25,246						权益资本成本		9.4%	
每股权益价值（元）		48.25						债务资本成本		6.5%	
								税后债务资本成本		4.9%	
								WACC		8.5%	
								永续增长率		0.5%	

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图11：DCF 估值敏感性分析

每股权益价值（元）										
永续增长率		-1.5%	-1.0%	-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%
WACC	7.0%	50.48	51.89	53.49	55.31	57.42	59.88	62.78	66.26	70.53
	7.5%	48.07	49.27	50.63	52.17	53.93	55.96	58.32	61.12	64.48
	8.0%	45.91	46.95	48.11	49.42	50.90	52.59	54.55	56.83	59.52
	8.5%	43.97	44.87	45.87	46.99	48.25	49.68	51.31	53.19	55.39
	9.0%	42.21	43.00	43.87	44.83	45.91	47.13	48.50	50.08	51.89
	9.5%	40.61	41.30	42.06	42.90	43.83	44.87	46.04	47.37	48.89
	10.0%	39.16	39.77	40.43	41.16	41.97	42.87	43.87	45.00	46.28

资料来源：公司公告，中金公司研究部

风险

液晶面板价格波动的风险。公司采购液晶面板主要采用“以产定购”的模式，采购价格由各厂商根据市场供求关系并结合双方的长期合作紧密程度进行确定。2021 年，公司直接材料占主营业务成本达 94.7%，液晶面板占原材料达 54.2%，公司盈利能力与面板周期同步性较高。我们以 2022 年预测值为基准，测算假设其他成本完全不变的情况下，面板成本上行 30%/下降 30%，则毛利率变动-12.9ppt/+12.9ppt。如果未来液晶面板市场价格持续上涨，将会对公司的盈利情况、资金周转造成不利的影响。

图表 12：面板成本敏感性分析

面板价格基准	70%	80%	90%	100%	110%	120%	130%
收入（百万元）	14,172	14,172	14,172	14,172	14,172	14,172	14,172
成本（百万元）	9,475	10,086	10,696	11,307	11,917	12,528	13,139
面板成本	4,274	4,885	5,495	6,106	6,716	7,327	7,937
其他成本	5,201	5,201	5,201	5,201	5,201	5,201	5,201
毛利率	33.1%	28.8%	24.5%	20.2%	15.9%	11.6%	7.3%
毛利率变化	12.9ppt	8.6ppt	4.3ppt	0ppt	-4.3ppt	-8.6ppt	-12.9ppt

注：收入、成本在面板价格基准为 100%情形下均以 2022 年中金预测数为基准

资料来源：公司公告，中金公司研究部

市场竞争风险。智能显示行业属于技术与资金密集型行业，马太效应明显，市场份额在逐步向头部企业集中，大型制造型企业凭借规模化优势降本提效提升竞争力。若公司未来不能持续进行资金与技术投入，并有效扩大在各个细分市场的份额，将导致收入和盈利同步承压。

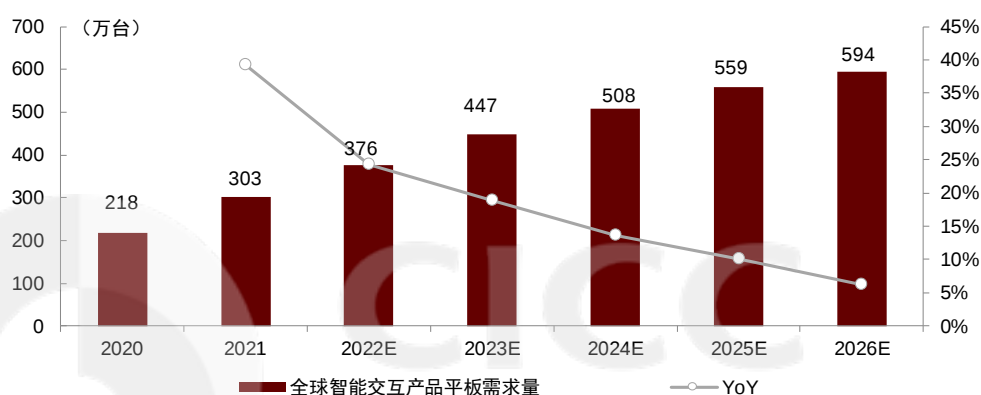
行业需求波动的风险。2020 年至今，疫情在全球范围内反复，对各个经济体均造成不同程度的负面影响。公司的主要客户均在海外，若海外疫情长时间不能被有效控制或者未来全球宏观经济波动较大，将导致公司部分下游客户海外市场需求萎缩，或影响公司订单量，对业绩产生不利影响。

智能交互大屏成长为第二主业

智能交互平板：海外渗透率低，政策助力有望快速增长

智能交互平板主要分为教育平板、商用办公平板两个核心品类。智能交互平板显示更清晰、音效更好、内置智能化系统、远程及本地交互等诸多功能日益完善，我们认为智能交互平板体验已日趋成熟，有望替代教育、办公会议场景中此前普遍使用的投影设备、电子白板。2021年，全球智能交互平板市场出货量 303 万台，同比+39%；DISCIEN 预计到 2026 年，全球出货量将达到 594 万台，2021-2026 年 GAGR 为 14.2%。

图表 13：全球智能交互平板出货量

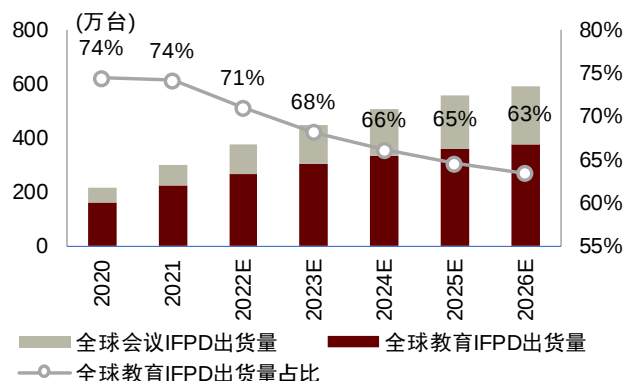


资料来源：DISCIEN，中金公司研究部

政策助力，海外教育 IFPD 进入快速增长阶段

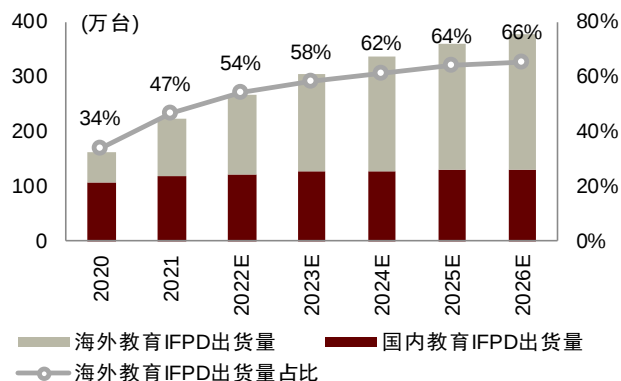
教育平板占比高，海外市场渗透率提升空间大。1) DISCIEN 数据，2021 年全球教育 IFPD 出货量为 225 万台，同比+38.7%，占整体交互平板比重达 74.2%。2) 分市场看，国内教育 IFPD 出货量为 119.6 万台，同比+12.1%，DISCIEN 预计 2021-2026 年 GAGR 为 1.6%；国内市场进入偏存量时代，边际增长缓慢。海外教育 IFPD 出货量为 105.1 万台，同比+90.1%，DISCIEN 预计 2021-2026 年 GAGR 为 18.7%；海外是教育交互平板的主要增长动力。

图表 14：全球会议、教育 IFPD 出货量



资料来源：DISCIEN，中金公司研究部

图表 15：国内、海外教育 IFPD 出货量



资料来源：DISCIEN，中金公司研究部

受益教育信息化政策的先发优势，国内教育 IFPD 渗透率已较高。我国较早开始教育信息化建设，2012 年教育部推出《教育信息化十年发展规划（2011-2020 年）》，智能交互平板在 K12 市场开始快速普及；2018 年 4 月，教育部颁布《教育信息化 2.0 行动计划》，加快了国内教育信息化完善速度，此后又推出了《中国教育现代化 2035》等文件，加快了智能化校园、互联网+教育的平台建设。DISCIEN 数据，2021 年国内教育 IFPD 渗透率已达 60%。

图表 16：近五年国内教育信息化主要政策梳理

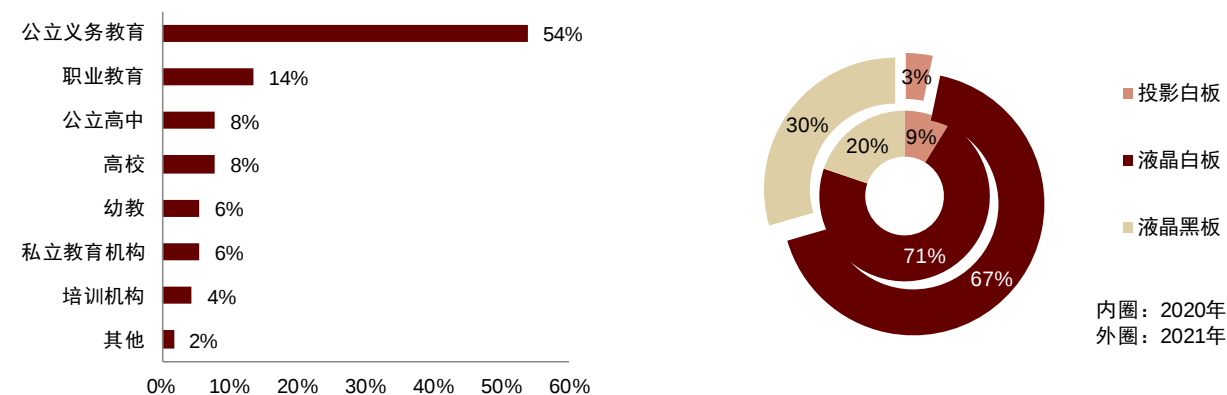
发布日期	政策文件	主要内容
2018年4月	《教育信息化2.0行动计划》	到2022年基本实现“三全两高一大”的发展目标，继续推进“三通两平台”，所有学校全部接入互联网，构建一体化的“互联网+教育”大平台，普及推广网络学习空间应用，组织师生利用网络空间开展教学和学习。
2019年2月	《加快推进教育现代化实施方案（2018-2022年）》	大力推进教育信息化。设立“智慧教育示范区”，开展国家虚拟仿真实验教学项目等建设，实施人工智能助推教师队伍建设行动。构建“互联网+教育”支撑服务平台。
2019年2月	《中国教育现代化2035》	任务之一是要加快信息时代教育变革，建设智能化校园，统筹建设一体化智能教学、管理与服务平台。
2021年3月	《教育部关于加强新时代教育管理信息化工作的通知》	到2025年，新时代教育管理信息化制度体系基本形成；现代化的教育管理与监测体系基本形成；教育决策科学化、管理精准化、服务个性水平全面提升。
2021年7月	《关于推进教育新型基础设施建设构建高质量教育支撑体系的指导意见》	推动各级各类教育平台融合发展，构建互联互通、应用齐备、协同服务的“互联网+教育”大平台；支持有条件的学校利用信息技术升级教学设施、科研设施和公共设施，促进学校物理空间与网络空间一体化建设。
2021年12月	《“十四五”国家信息化规划》	提升教育信息化基础设施建设水平，构建高质量教育支撑体系；推进信息技术、智能技术与教育教学融合的教育教学变革；发挥在线教育、虚拟仿真实训等优势，深化教育领域大数据分析应用，不断拓展优化各级各类教育和终身学习服务”。

注：截至 1H22

资料来源：教育部官网，中央网络安全和信息化委员会，中国政府网，中金公司研究部

国内教育 IFPD 呈现结构性变化，职业教育和液晶黑板有望成为新增长点。1) K12 市场 IFPD 渗透率已经较高，近年职业教育市场需求提升。洛图科技数据，2021 年公立义务教育 IFPD 出货量为 73 万台，市场占有率同比-11ppt 至 54%。职业教育市场政策有所推动，例如国务院于 2020 年颁布的《关于实施职业技能提升行动“互联网+职业技能培训计划”的通知》，加速了职业教育信息化趋势；2021 年职业教育交互平板市占率提升至 13.5%。2) 国内教育 IFPD 向液晶黑板转型升级。由于液晶黑板技术的成熟与成本的下降，液晶黑板规模迅速增长，2021 年液晶黑板出货规模突破 40 万台，同比+60.5%，占比提升至 30%。

图表 17：2021 年中国大陆教育交互平板行业应用结构 图表 18：中国大陆教育交互平板产品结构及变化

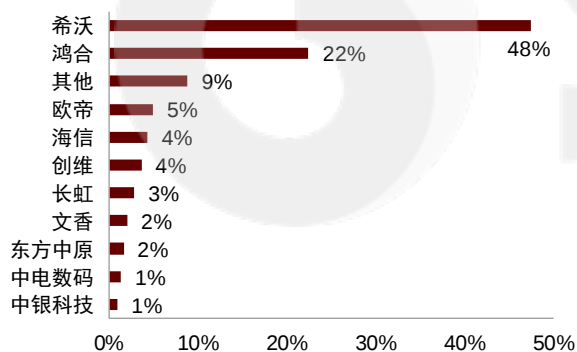


资料来源：洛图科技，中金公司研究部

资料来源：洛图科技，中金公司研究部

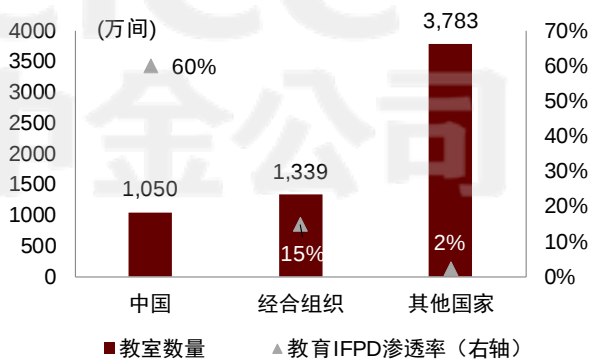
市场格局来看，国内教育 IFPD 市场集中度较高，希沃排名第一。国内教育 IFPD 市场呈现龙头竞争格局，DISCIEN 数据，2021 年希沃市占率为 47.5%，其次为鸿合 22.4%。

图表 19：2021 年国内 IFPD 教育市场品牌份额结构



资料来源：DISCIEN，中金公司研究部

图表 20：2021 年中国与海外教室数量及教育 IFPD 渗透率对比



资料来源：洛图科技，中金公司研究部

海外教育信息化加速，渗透率低空间大。1) DISCIEN 数据，截至 2020 年底，以发达国家为主的经合组织共计 1339 万间教室，渗透率~15%，而除中国及经合组织外其他国家的总体教室数量约 3783 万间，渗透率仅 2.3%，海外 IFPD 渗透率明显低于国内（60%）。2) 美国从 2020 年 3 月发起教育稳定基金（ESF），总额 307.5 亿美元，当年 12 月追加 819 亿美元，2021 年 3 月再度追加 1700 亿美元，合计超 2800 亿美元；除美国外，印度、意大利、德国、土耳其及韩国也颁布了相应教育信息化政策，我们认为有望促进海外教育 IFPD 的高速发展。

图表 21：海外教育信息化主要政策梳理

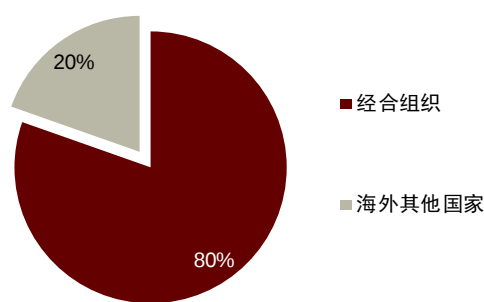
国家	时间	政策主要内容
美国	2020年	2020年3月美国发起教育稳定基金 (ESF)，总额307.5亿美元，当年12月追加819亿美元，到2021年3月再度追加1700亿美元，使得整项救助法案金额超过了2800亿美元，主要用于学生疫情防护、学校防护、增加教师、在教师不足的情况下保障学生学习等措施。
印度	2021年	2021年7月印度教育部发布《印度数字教育报告—全国各地的远程学习倡议》，其中的阿鲁纳恰尔邦与古吉拉特邦案例均有提到，在疫情影响下通过在洲一级建立工作室进行直播课，学生可以通过YouTube live访问现场课程，而在已建设的工作室中具备教育交互大屏、录播设备及摄像头等产品的集成。
意大利	2021年	2021年欧盟、意大利政府、意大利教育部联合发布了《意大利的未来学校计划》，该计划总投资175亿欧元，将用于新建校、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，该计划总体执行期间为2022年-2026年，截止2022年2月，该项目总资金使用量仅为1%。2021年Q4意大利发布了约150K的教育交互大屏标案。
德国	2019年	2019年德国提出了《DigitalPakt》计划，旨在2019-2024年拨款超65亿欧元提升德国教育信息化水平。
土耳其	2021年	2021年Q3土耳其发布78.5K的教育IFPD标案，全部为65寸红外触控产品，该项目最终由arcelik与aidata两家土耳其本土品牌中标。
韩国	2019年	2019年-2022年韩国分别颁布《2019年教育信息化实施计划》、《2020年教育信息化实施计划》、《2021年教育信息化实施计划》以及《2022年教育信息化实施计划》。《2022年教育信息化实施计划》的重点是将最新的智能技术融入教育信息化计划教育信息化由“互联网+”转化为“AI+”，利用AI技术实现以人为中心的智能化教育。

注：截至 1H22

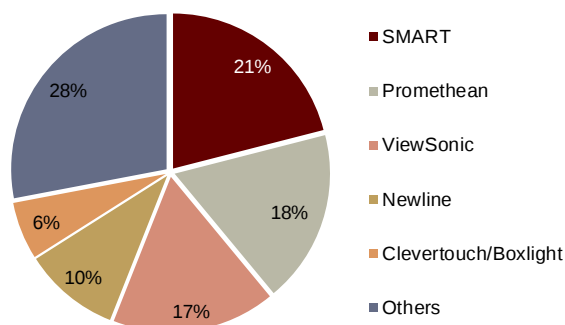
资料来源：各国教育部官网，DISICEN，中金公司研究部

市场竞争格局来看，海外教育 IFPD 集中度高。2021 年 SMART、Promethean、ViewSonic、Newline、Clevertouch/Boxlight 位列海外教育 IFPD top5；其中，SMART 市占率为 21%，位列第一。

图表 22：2021 年经合组织教育 IFPD 出货占海外比例 图表 23：2021 年海外教育 IFPD 品牌市占率



资料来源：DISCIEN，中金公司研究部

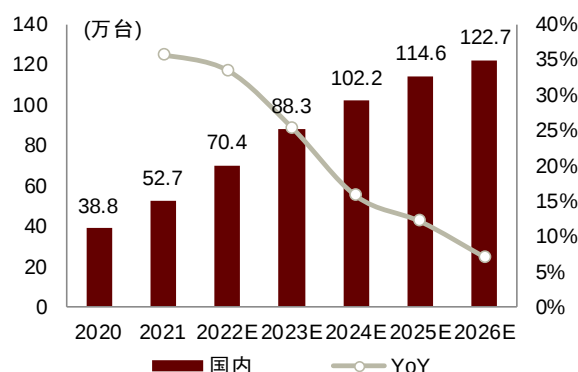


资料来源：DISCIEN，中金公司研究部

商用会议 IFPD 尚处渗透初期，市场空间仍存

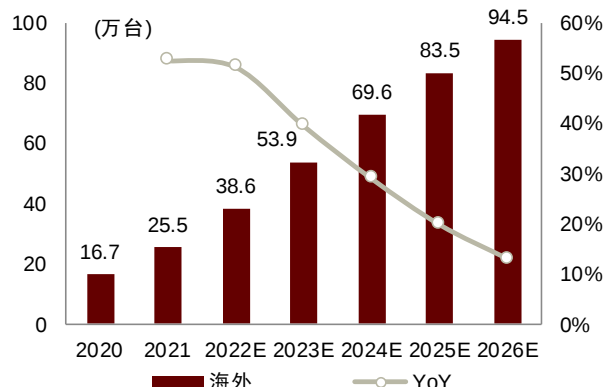
智能交互平板在会议市场的应用处于起步阶段。洛图科技数据，2021 年全球共约 3,200 万间会议室，IFPD 渗透率不足 10%。DISCIEN 数据，2021 年国内和海外会议 IFPD 出货量分别为 52.7 万台和 25.5 万台，同比+35.8%/+52.7%；2021-2026 年 GAGR 分别为 18.4%/30.0%。

图表 24：国内会议 IFPD 出货量及增速



资料来源：DISCIEN，中金公司研究部

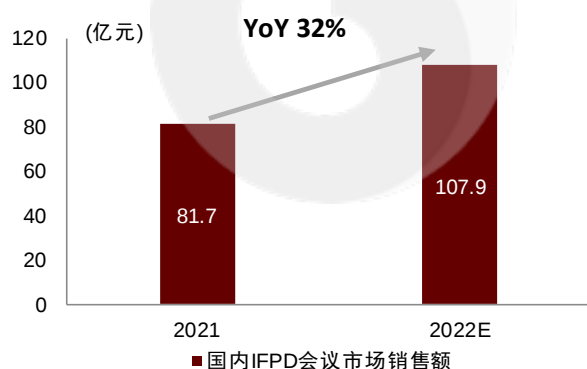
图表 25：海外会议 IFPD 出货量及增速



资料来源：DISCIEN，中金公司研究部

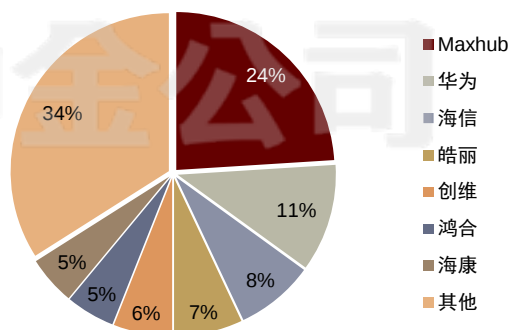
会议 IFPD 市场迅速发展，国内会议 IFPD 市场呈现龙头集中格局。1) 2020 年开始的新冠疫情增加了国内外远程办公需求。2) 国内会议 IFPD 市场相对集中，视源的 MAXHUB 长期占据国内份额第一的位置，2021 年市占率回升至 24%，份额同比+4ppt。近年来，华为系列表现明显提升，2021 年市场份额 11%。皓丽排名第四，市占率 7%。

图表 26：国内会议 IFPD 销售额及增速



资料来源：DISCIEN，中金公司研究部

图表 27：2021 年国内商用会议大屏市场份额



资料来源：洛图科技，中金公司研究部

交互平板产品性价比高，具备竞争力

公司智能交互平板性价比优势凸显：1) 迪显数据，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，ODM 产品主要覆盖教育领域，核心客户为 Smart、普罗米修斯等。公司依靠规模化优势，可为客户提供定制化产品，具有一定的议价权。1H22 智慧交互是产品毛利率 25%，明显高于彩电 ODM 业务。2) 自有品牌“皓丽”会议平板崭露头角，主要产品为智能会议平板、智慧黑板及麦克风、摄像头等配件。洛图数据，2021 年皓丽在国内会议平板市场市占率第四名，仅次于 MAXHUB、华为和海信。3) 从参数对比看，皓丽会议平板在触控技术、贴合技术、摄像头、麦克风等参数上处于中等产品定位，性价比优势明显。

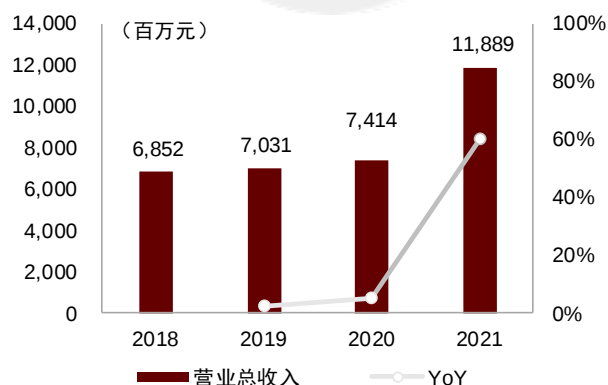
图表 28：国内主要会议平板参数对比

品牌	皓丽增强版	Maxhub V6经典版	Maxhub V6音频版专业版	Maxhub V6科技版	海信MR5B天机版	鸿合newline
外观						
发布时间	2022年4月	2022年4月25日	2022年4月25日	2022年4月25日	2021年6月18日	2021年
旗舰店售价	11719元-39999元	19498元-214898元	31498元-82798元	46996元-86996元	10999元-29999元	9999元-19999元
尺寸	65/75/86	65/75/86/98	65/86	65/86	65/75/86	65/75/86
触控技术	红外	红外	红外	电容	红外	红外
贴合技术	全贴合	零贴合	零贴合	全贴合	全贴合	框贴
画面比例	0.672916667	0.672916667	0.672916667	0.672916667	0.672916667	0.672916667
分辨率	4k	4k	4k	4k	4k	4k
刷新频率	60hz	60hz	60hz	60hz	60hz	60hz
色域	72% NTSC	90% NTSC	90% NTSC	90% NTSC	大于等于66%NTSC	90% NTSC
摄像头	1300万像素	4800万超广角摄像头	双摄4800万超广角光学变焦摄像头+800万机械云台摄像机声源定位	双摄4800万超广角+800万翻转机械云台摄像机	1300万像素	500像素
麦克风	8阵列	8阵列	8阵列	8阵列	麦克风开口数量：6个	8阵列
拾音距离	8米	8米	12米	8米	6米	8米
触控点数	20点	20点	20点	20点	20点	20点
触控精度	1mm	1mm	1mm	1mm	3mm	3mm

注：数据截至 2022 年 9 月 30 日
资料来源：京东商城，中金公司研究部

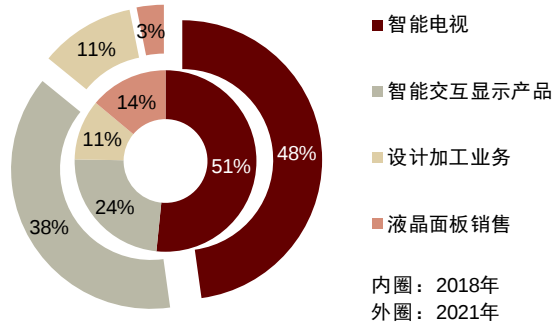
从收入拆分来看，2021 年公司营收 118.9 亿元，同比+60.4%，彩电占比已低于一半。公司核心业务为智能电视及智能交互平板，2021 年收入 56.41 亿元、30.99 亿元，同比+56%、+78%，分别占总营收的 48%、26%，智能交互平板的占比在逐年上升。

图表 29：公司营收及同比增速



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 30：公司收入拆分

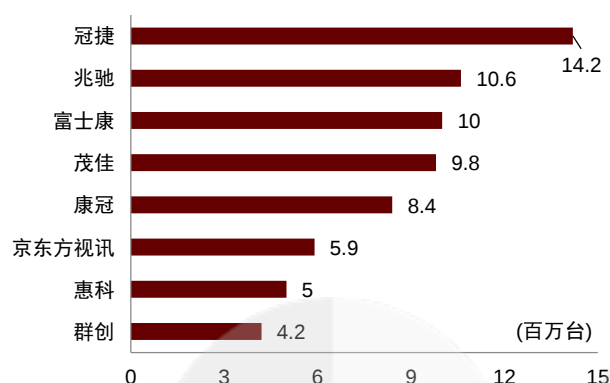


资料来源：公司公告，中金公司研究部

客户资源优质，彩电 ODM 差异化竞争策略谋增长

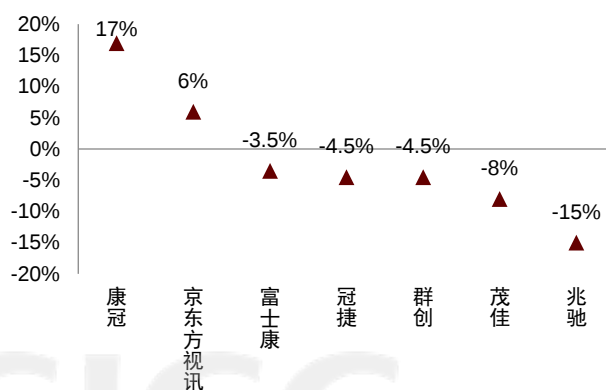
公司智能电视系列共 12 种尺寸，覆盖 22 寸至 86 寸区间，SKU 较为丰富。洛图科技数据，2021 年公司在全球电视 ODM 工厂出货量排名中位居第五位，具备优质的生产能力。尽管受新冠疫情反复影响，但公司智能电视坚持差异化市场策略，布局中小区域市场以及多数发展中国家的本地龙头品牌，公司完善的产能也匹配其定制化需求高、单笔订单量小的特点，充分发挥竞争优势。

图表 31：2021 年全球电视 ODM 工厂出货量排名



资料来源：洛图科技，中金公司研究部

图表 32：2021 年全球电视 ODM 工厂出货量同比排名



资料来源：洛图科技，中金公司研究部

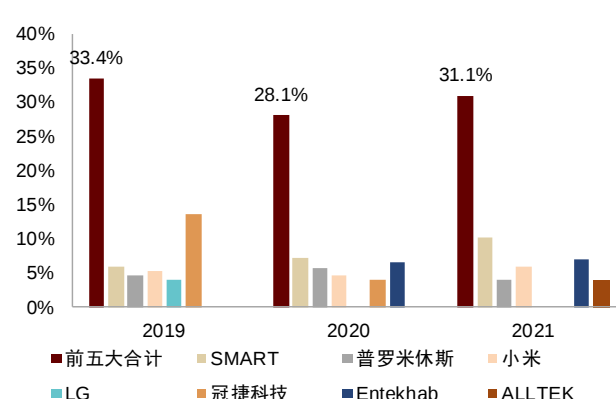
智能电视定位新兴市场当地龙头。1) 公司彩电主要客户为三星、LG、飞利浦、夏普、东芝、沃尔玛等。为了避开欧美发达市场激烈的竞争，公司在彩电 ODM 业务中更多定位以上龙头品牌的细分市场机会，以及亚太、拉美、中东、非洲等地区当地的龙头品牌客户。2) 公司多年积累建立了规模化的生产能力和品牌效应，与新兴市场 Local King 合作可通过定制化产品提升盈利能力，并且避开竞争激烈的欧美大市场。3) 公司与客户的合作关系持续且稳定。2021 年，前五大客户销售占比超过 30%。

图表 33：公司主要客户及合作情况

主要业务类别	客户名称	合作关系是否稳定、持续
智能交互显示产品	SMART	稳定、持续
	普罗米休斯	稳定、持续
	仁宝	稳定、持续
	LG	稳定、持续
	Entekhab	稳定、持续
智能电视	PHILCO	稳定、持续
	冠捷科技	公司主要为其旗下“飞利浦”品牌东南亚、中东和非洲市场提供智能电视产品，随着冠捷科技全球生产基地产能的提升，公司与冠捷科技的业务量逐年减少
	东芝	东芝集团自身产品的市场竞争加剧，市场需求下降
	ALLTEK TECHNOLOGY CORP.	稳定、持续
设计加工业务	仁宝	稳定、持续
	冠捷科技	稳定、持续
	LG	稳定、持续
	小米	稳定、持续

资料来源：公司公告，中金公司研究部

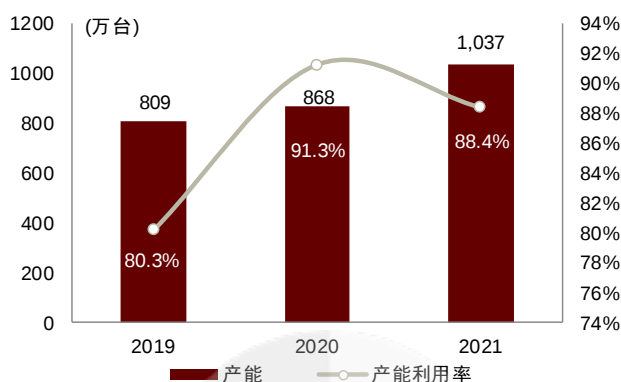
图表 34：公司前五大客户销售占比



资料来源：公司公告，中金公司研究部

小批量多 SKU 的柔性化生产，降本提质：1) 上述差异化的市场战略使得公司订单呈现小批量、多型号、消费人群分散的特点。公司拥有完整的生产线，具备柔性化生产和定制能力。2) 截至 2021 年，公司在深圳坂田及惠州共有生产经营场地约 45 万平方米，52 条各类主要生产线，包括 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，超过 3,900 名生产员工。2021 年公司合计产能为 1037 万台，同比+19.4%；产能利用率维持高位，2019-2021 年均超 80%。

图表 35：公司产能及产能利用率



资料来源：公司公告，中金公司研究部

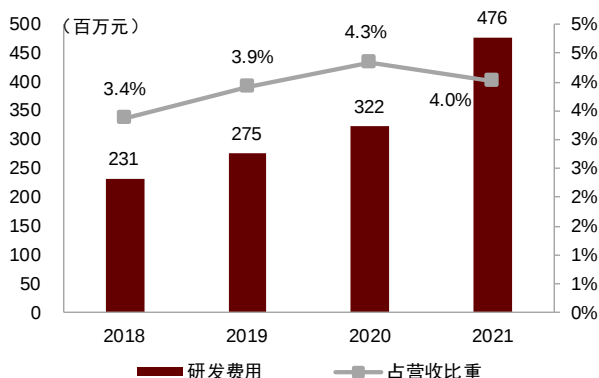
图表 36：惠州市惠南康冠工业园



资料来源：康冠商用官网，中金公司研究部

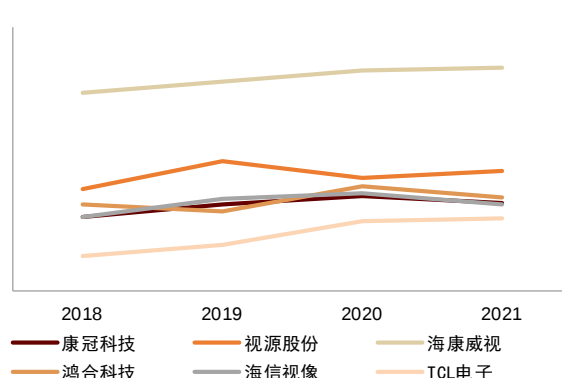
重视研发投入，智能显示领域拥有较多技术储备。1) 2021 年，公司研发投入 4.76 亿元，占总营收 4%，同比+48%。公司虽然为 ODM 供应商，但研发投入方面并未落后，研发费用率在交互平板、彩电等企业处于行业中部。2) 截至 2021 年末，公司研发人员 1310 人，占总员工数 21.5%，主要为内部成长起来的业务骨干和技术专家。3) 公司在智能显示领域积累了较多技术，例如触控、无线传屏、动作感应、语音、书写、拼接、散热、色彩还原、声学、光学显示及数据传输等，且均已量产。截至 1H22，公司及其下属公司共拥有已授权专利共 469 项，其中 27 项发明专利、313 项实用新型专利、129 项外观设计专利。

图表 37：公司研发费用及占营收比重



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 38：公司及同行业上市公司研发费用率



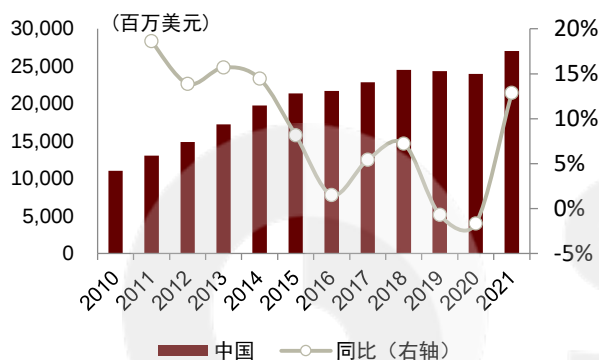
资料来源：公司公告，中金公司研究部

受益显示应用多元化，美妆镜、健身镜成亮点

中国小家电市场新兴品类层出不穷

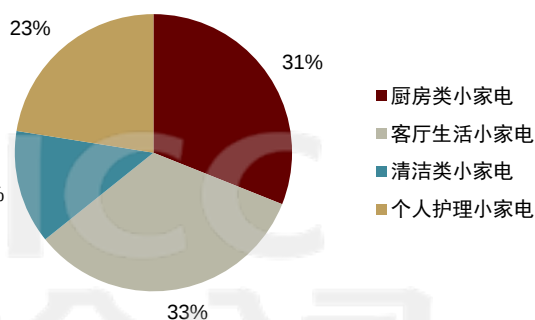
我国小家电品类逐步丰富，市场不断扩容。随着人们收入的不断提升与对生活品质要求的不断提高，家电市场的消费属性也逐渐由必需品转换到可选消费品。当前中国市场上销售的小家电品类约 200 种，并且还在持续增长，清洁小家电、美容个护小家电、宠物小家电等新品类新产品层出不穷。据 Euromonitor 数据，2021 年我国小家电市场零售额达 271 亿美元，同比 +12.9%。分品类来看，我国小家电市场中客厅生活类零售额占比最高，达 33%；厨房类、个人护理类、清洁类小家电占比分别为 31%、23%、13%。

图表 39：中国小家电市场零售额规模及增速



资料来源：Euromonitor，中金公司研究部

图表 40：2021 年我国小家电市场分品类零售额占比



资料来源：Euromonitor，中金公司研究部

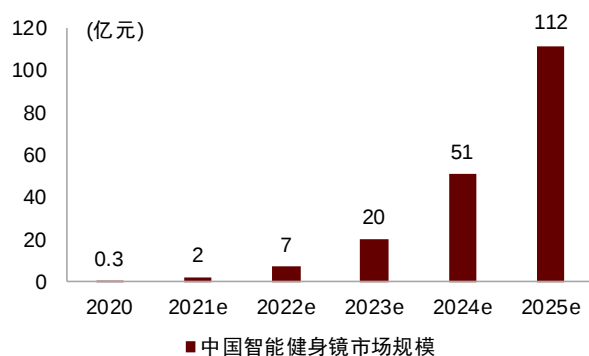
创新产品布局新兴赛道，拓展消费新场景

在显示新品类中，美妆镜、健身镜、家用第二屏、电竞屏等细分赛道空间广阔。2021 年以来，公司积极拓展新赛道，在多元化智能显示场景中凭借研发、制造的优势进行新品突破。

智能健身镜

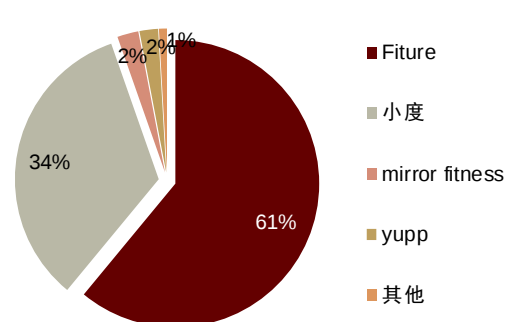
居家健身浪潮催生智能健身镜迅速发展，市场集中度较高。1) 智能健身镜采用镜屏一体的设计，关机时为镜面，开机时为交互健身显示屏，可提供健身课程，部分产品兼有运动点位 AI 识别及动作矫正的功能。该产品最早由美国家庭健身创业品牌 Mirror 于 2018 年推出，以硬件+会员订阅的商业模式，将健身镜产品与相关健身课程搭配销售。2) 近年居家健身浪潮与物联网、5G 技术在智能显示产品上的不断运用，智能健身镜迎来发展机遇。艾瑞咨询数据，2020 年中国智能健身镜市场规模 0.3 亿元，预计到 2025 年可超过 100 亿元。3) 目前国内运动镜市场仍较小，但行业增速较快，1H22 天猫渠道整体零售额约 5000 万元，较去年同期显著增长，同时也涌现出了更多的智能健身镜品牌，一类是以 Fiture/Yupp 为代表的新锐创业品牌，一类是以亿健/万达康为代表的运动器材及健身内容品牌。Fiture 先发优势明显，1H22 在天猫渠道零售额占比 61%。

图表 41：中国智能健身镜市场规模及预测



资料来源：艾瑞咨询，中金公司研究部

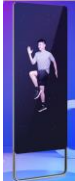
图表 42：1H22 中国智能健身镜市场格局



资料来源：久谦咨询，中金公司研究部

公司率先与头部品牌合作。1) 智能健身镜当前参与者包括传统健身器械企业、互联网健身平台、新兴企业、及科技公司，但市场仍处于起步阶段。2) 公司与头部品牌 FUTURE、小度已达成 ODM 合作，1H22 二者线上市占率排名前二，合计市占率 95%。2021 年，公司凭借出色的硬件研发能力以及渠道优势快速获得市场头部品牌方的合作订单，我们预计 2022 年公司健身镜代工收入有望超过 4 亿元，同比+150%以上。

图表 43：国内主要智能健身镜参数对比

品牌	Future	小度	亿健	万达康
型号	魔镜旗舰版	添添智能健身镜旗舰版	AI智能健身镜MR3	智能魔镜Mini版
产品图				
发布时间	2021.6	2021.12	2021.5	2021.4
价格（2022.8）	3899元	3999元	4799元	3999元
屏幕大小	40英寸	43英寸	32英寸	43英寸
整体尺寸	1732*580*40	1790*650*40	1640*579*35	1700*603*35
单屏重量（KG）	33.8	38.8	25.5	36
AI动作识别	支持（L4级交互）	支持	支持	需配合手环
智能语音交互	支持	支持	支持	不支持
私教直播	支持	不支持	支持	不支持
体感游戏	支持	支持	支持	不支持
视频通话	不支持	支持	不支持	不支持
大屏K歌	不支持	支持	不支持	不支持
投屏功能	支持	会员支持	不支持	不支持
首次会员免费期限	12个月	12个月	12个月	12个月
后续会员价格	1076元/年	1298元/年	298元/年	828元/年
会员课程内容	力量/拉伸/少儿/瑜伽等16类课程	舞蹈/太极/孕产/拉伸等17类课程	力量/瑜伽/Hip-Hop等10类课程	训练计划+400课程
非会员内容	基础课程	非课程功能	非课程功能	基础课程录播
内容是否自制	是	联合爱动健身	是	是
特色	课程内容丰富，兼有运动健身和休闲	偏休闲运动，有针对老人和孩子的功能设计	会员费较低	偏运动健身，课程内容及教练资源丰富

资料来源：京东商城，中金公司研究部

智能美妆镜

美妆镜从基础走向智能。颜值经济下，个护美妆产品市场快速增长，而美妆镜作为女性护肤和化妆场景的必备产品，需求随之增长。但美妆产品使用效果受灯光环境影响较大，美妆镜在初期需要解决的用户痛点在于不同光环境下妆容效果的真实呈现，因此其主要功能是光线补充+调节。美妆智能化时代，新兴品牌试图在美妆镜中融入科技元素，产品向带有语音控制、镜屏一体、AI试妆、肤质测试、美妆视频教学等功能的进阶款过渡，消费者可以边看视频边化妆、语音控制光线调节，部分产品可提供护肤建议等，显著改善了用户的化妆护肤体验。

福比特智能美妆镜拥有AR虚拟试妆技术。1) 智能美妆镜一般利用AI与人机交互技术，以试妆需求为核心，辅助提供肤质测试、打光不光、互动游戏等相关功能。智能美妆镜尚处于起步阶段，规模尚小，渗透率较低现阶段主要以小红书、抖音等进行软性营销。2) 福比特智能美妆镜除了普通美妆镜具有的亮度调节、还原日光、打光补光等功能，还融合了人机交互技术于AI技术，具有AR虚拟试妆、肤质检测、智能货架、互动游戏等功能服务。3) 公司自有品牌福比特借助公司的硬件研发设计优势打造了AR智能美妆镜并于今年在国内上市，不仅在多个参数上领先竞品，还拥有市面美妆镜尚未具有的AR虚拟试妆技术，实用性及体验感更强。

图表 44：国内主要智能美妆镜参数对比

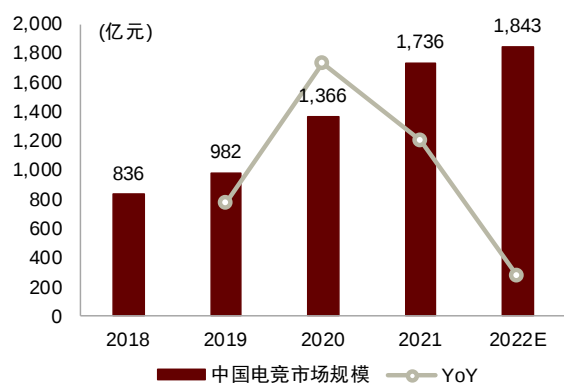
品牌	FPD	EASEHOLD	天猫精灵	天猫精灵	Amiro
型号	智屏美妆镜	贝壳镜	QUEEN智能语音美妆镜	QUEEN PRO概念机	O2系列 化妆镜
产品图					
上市时间	2022.5	2019	2019.4	2020.4	2021.8
价格（2022.8）	1599元	259元	269元	-	639元
镜面尺寸	10英寸	12英寸	8英寸	-	-
光模式	自然光/冷光/暖光	自然光/冷光/暖光	自然光/冷光/暖光	自然光/冷光/暖光	自然光/冷光/暖光
显色指数	95	95	97	-	97
亮度调节	无级调节	无级调节	无级调节	无级调节	6档
色温调节	无级调节	-	-	-	-
分场景灯效	不支持	不支持	9种	不支持	不支持
投屏功能	支持	不支持	不支持	支持	不支持
智能语音	支持	不支持	支持	支持	不支持
迎面自动亮光	不支持	开盖即亮	不支持	不支持	支持
AI模拟妆容	支持	不支持	不支持	支持	不支持
美容护肤视频图文内容	支持	不支持	不支持	不支持	不支持
肤质分析	支持	不支持	不支持	支持	不支持
音箱功能	听歌/计时/生活信息等	不支持	家电声控/语音点播/声纹购物/生活信息等	家电声控/语音点播/声纹购物/生活信息等	不支持
特色	模拟试妆	倍镜&镜面旋转	智能互联	屏幕显示&智能互联	设计高级质感
重量	1800g	1600g	950g	-	1300g

资料来源：京东商城，中金公司研究部

电竞显示器

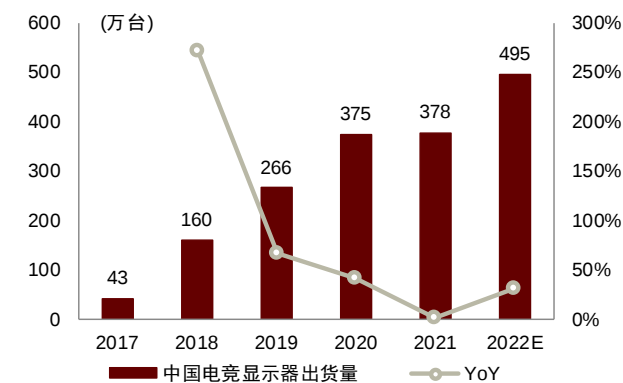
受益游戏产业发展，电竞屏需求在提升。2021 年，中国电竞市场规模达 1736 亿元，同比+27.1%。电竞市场的高速发展带动电竞显示器的需求提升，AVC Revo 预计 2022 年中国电竞显示器出货量达到 495 万台，同比+31%。

图表 45：中国电竞市场规模及增速



资料来源：艾媒咨询，中金公司研究部

图表 46：中国电竞显示器出货量及增速



资料来源：AVC Revo，中金公司研究部

相比普通显示屏，用户在电竞显示屏上对刷新率、画质和对比度普遍有更高的诉求。目前市场主流电竞显示屏在 1000-1500 元价位核心参数基本集中在 165Hz、2K 分辨率和 1000:1 的对比度上，基本能满足消费者对电竞显示屏的核心诉求，各品牌争夺消费者的主要策略为提供差异化的产品细节。

KTC 电竞显示器在同价位显示器中图像和画质处理更出色，具备较高的性价比：1) 在垂直同步技术上兼容 FreeSync 和 G-SYNC 技术，减少了图像撕裂和卡顿；2) 画质出色，KTC 在较高的色域、亮度、对比度基础上支持 Local Dimming 多分区调光功能；3) 区分中高端机型价位，差异化匹配用户需求。KTC 主攻 1000-1500 元价位电竞显示屏，同步推出多款高端显示器，刷新率最高可达 240Hz，画质最高可达 HDR1000 水平，提供曲面屏外观。

图表 47：国内主要电竞显示屏参数对比

品牌型号	KTC 电竞显示屏	AOC 小钢炮电竞显示屏	小米 Redmi电竞显示屏	华硕 电竞显示器	泰坦军团 电竞显示器
产品图					
上市时间	2021.11	2022.6	2022.2	2021	2022.3
价格 (2022.10)	1249元	1499元	1299元	1279元	1149元
分辨率	2560*1440 2K分辨率	2560*1440 2K分辨率	1920*1080	1920*1080	2560*1440 2K分辨率
刷新率	165Hz	165Hz	240Hz及以上	165Hz	144Hz
屏幕尺寸	27英寸	23.8英寸	23.8英寸	24英寸	27英寸
面板	IPS(Fast)	IPS(Fast)	IPS(Fast)	TN	IPS
亮度	300cd/m²	350cd/m²	350cd/m²	350cd/m²	300cd/m²
色域	99%sRGB	99%sRGB	100%sRGB	-	128%sRGB
响应时间	1ms	1ms	1ms	0.5ms	1ms
对比度	1000:1	1000:1	1000:1	1000:1	1000:1
接口	DP; 音频/耳机; HDMI	DP; 音频/耳机; HDMI	DP; 音频/耳机; HDMI	DP; 音频/耳机; HDMI; DVI	DP; 音频/耳机; HDMI
内置音箱	无	无	无	有	无
壁挂	支持	支持	支持	支持	支持
旋转升降	支持	支持	支持	支持	支持
FreeSync	支持	支持	支持	支持	不支持
G-SYNC	支持	不支持	不支持	不支持	不支持
A-SYNC	不支持	不支持	不支持	不支持	支持
HDR	HDR10	-	-	-	-
特色	Tuv护眼、防撕裂快速响应	快速液晶1ms、硬件低蓝光	IPS快速液晶、240Hz高刷	0.5ms响应、适合FPS游戏	IPS液晶屏
重量	5.5kg	4.72kg	4.53kg	5.2kg	6.1kg

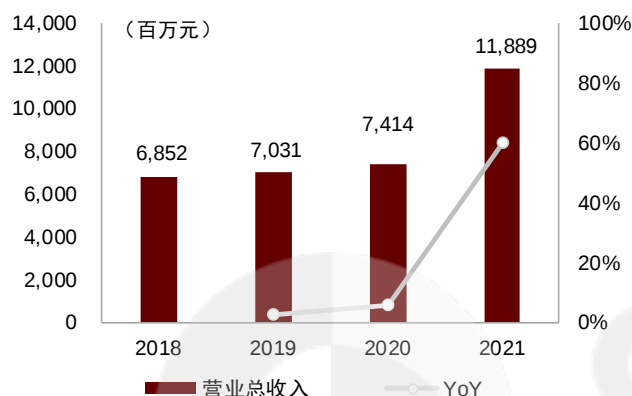
资料来源：京东商城，中金公司研究部

财务分析

2021 年收入、利润快速提升

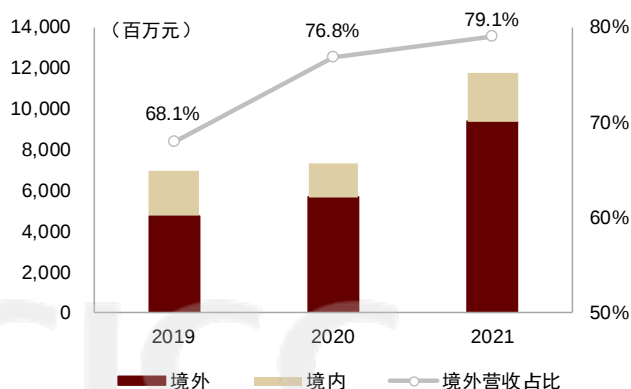
2018-2021 年公司营收 CAGR 为 20.2%，在海外市场拉动下 2021 年收入增速明显提升。1) 2021 年康冠营收 118.89 亿元，同比+60.4%。2) 海外营收占比高，近两年增速均高于国内市场。2021 年公司境外收入 94.09 亿元，同比+65.2%，占总营收 79%。

图表 48：公司营收及同比增速



资料来源：公司公告，中金公司研究部

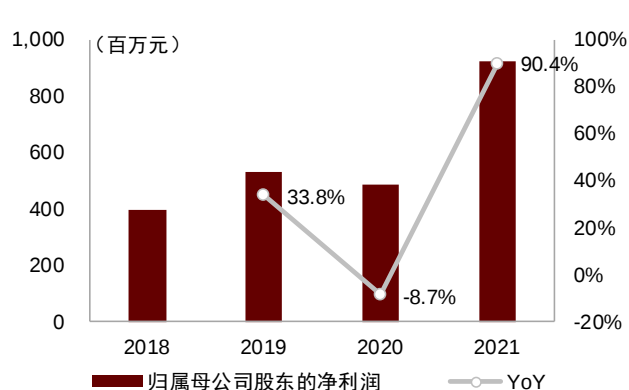
图表 49：公司境内外营收及境外营收占比



资料来源：公司公告，中金公司研究部

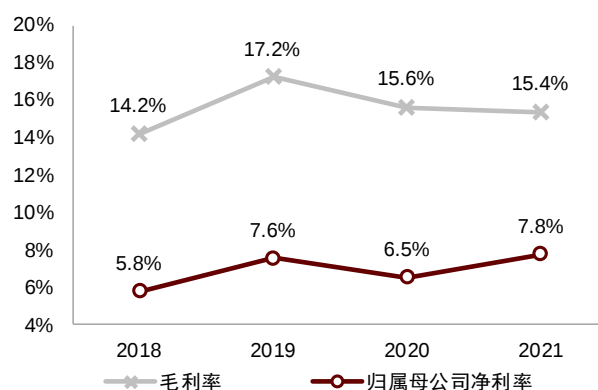
2018-2021 年公司归母净利润 CAGR 为 32.5%。1) 2021 年/1H22，公司归母净利润同比+90.4%/+175%。2) 2021 年公司盈利明显改善，主要由于 2020 年疫情影响公司彩电代工业务毛利率明显承压，同比基数低。1H22 面板价格大幅下降，公司盈利能力继续恢复。

图表 50：公司归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 51：公司毛利率、归母净利率



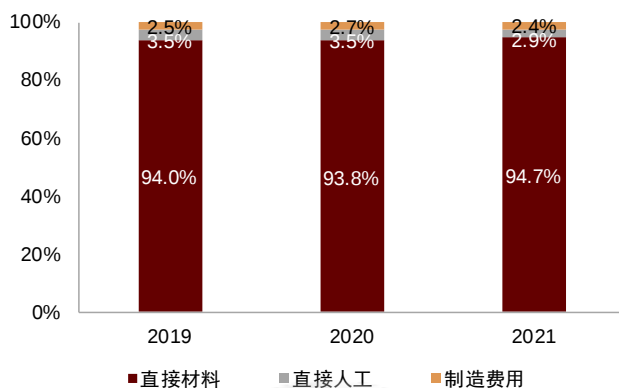
注：毛利率=1-营业成本/营业收入

资料来源：公司公告，中金公司研究部

盈利能力与 ROE 杜邦分析

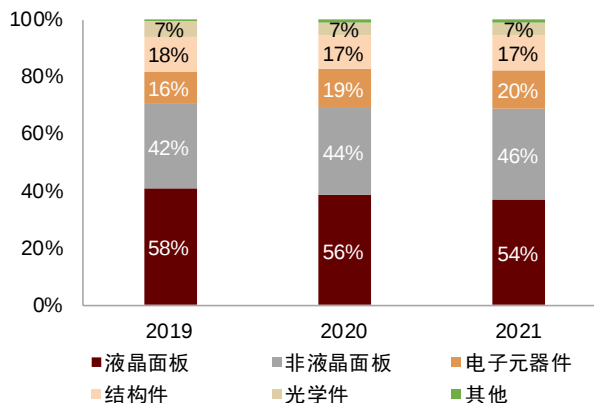
成本拆分看，面板占比高达一半以上。2021 年，公司直接材料占主营业务成本达 94.7%，液晶面板占原材料比重 54.2%（按采购金额）；虽然面板成本大幅提升，但公司毛利率仍基本持平，主要由于疫情影响下同比基数偏低、以及当年销售价格调整及产品结构变化的影响。

图表 52：剔除运输费的主营成本占比



资料来源：公司公告，中金公司研究部

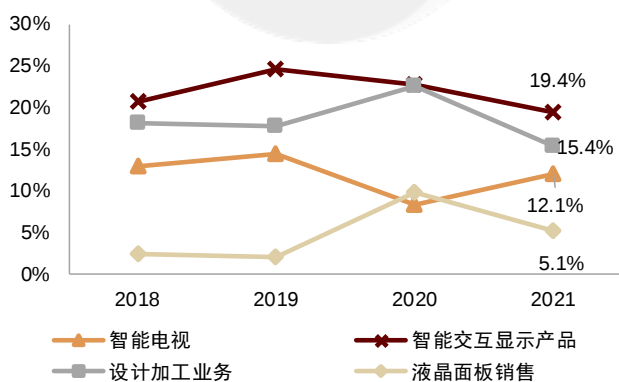
图表 53：原材料采购成本构成



资料来源：公司公告，中金公司研究部

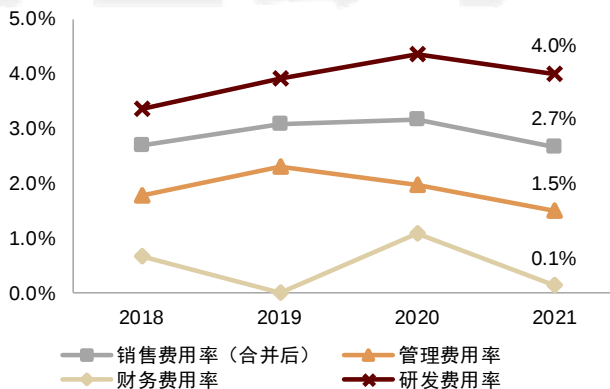
费用率管控能力强，2021 年公司研发费用率、销售费用率（合并后）、管理费用率、财务费用率同比-0.35ppt、-0.49ppt、-0.46ppt、-0.94ppt 至 4.0%、2.7%、1.5%、0.1%。随着公司规模进一步扩大，我们认为各项费用率有望基于规模效应表现持续稳定。

图表 54：公司各业务毛利率



资料来源：公司公告，Wind，中金公司研究部

图表 55：销售、管理、财务、研发费用率



注：这里销售费用率为还原运输成本后的可比口径
资料来源：公司公告，Wind，中金公司研究部

ROE 高于行业平均水平。1) 公司虽然多数业务为 ODM 代工，但毛利率仍位于行业中上游且销售费用控制能力较强，在保证足够的研发投入情况下，盈利能力较强。2) 公司客户结构健康，回款能力较强；并且多数彩电出口业务采用和当地品牌合作的轻资产模式，资产周转率维持在较高的水平。3) 公司权益乘数位于行业中游，资产负债率较为稳定，偿债能力健康。

图表 56：2021 公司 ROE 分析

	ROE	=	销售净利率	×	总资产周转率	×	权益乘数
康冠科技	39.3%		7.8%		2.43		2.17
视源股份	21.9%		8.0%		1.51		1.80
兆驰股份	2.8%		1.8%		0.86		1.97
鸿合科技	5.5%		2.9%		1.31		1.44
海信视像	7.2%		2.4%		1.45		2.04
工业富联	18.0%		4.6%		1.79		2.23

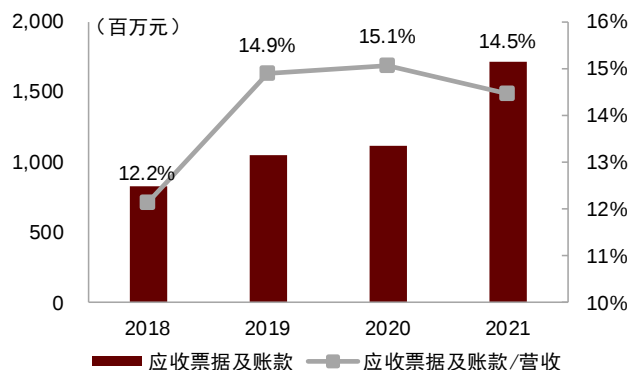
	毛利率	研发费用率	管理费用率	销售费用率	应收账款周转率	应付账款周转率
康冠科技	15.4%	4.0%	1.5%	1.7%	8.07	7.89
视源股份	25.4%	5.5%	4.6%	6.5%	144.03	6.52
兆驰股份	15.8%	2.5%	3.5%	1.5%	4.18	4.67
鸿合科技	20.9%	4.3%	7.5%	8.2%	8.49	5.65
海信视像	15.8%	4.0%	5.4%	7.6%	12.34	7.35
工业富联	8.3%	2.5%	3.4%	0.2%	5.06	6.02

注：毛利率=1-营业成本/营业收入；这里销售费用率是考虑会计口径变动后数值，与图表 56 中合并后口径不同
资料来源：公司公告，中金公司研究部

现金流与营运能力

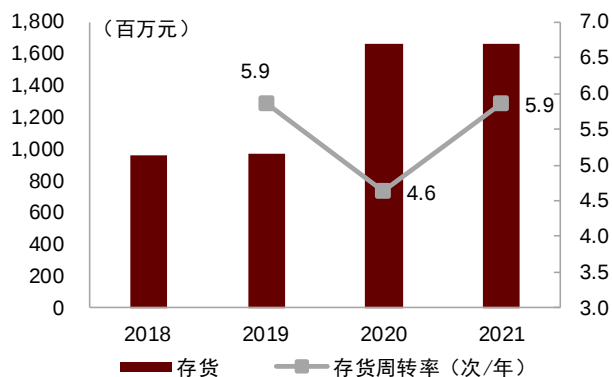
公司多数业务为 ToB 类型，2021 年应收账款占营收比重 14.5%。公司由于业务性质，应收账款水平相对较高，2019-2021 年占营收比重在 14%-15%。公司 99%以上的应收账款账龄都在一年以内，应收账款质量较高。存货周转来看，公司采用“以销定产”为主的生产模式，“以产定购”为主的采购模式，2021 年存货周转率为 5.86 次/年。

图表 57：公司应收票据及账款情况



资料来源：公司公告，中金公司研究部

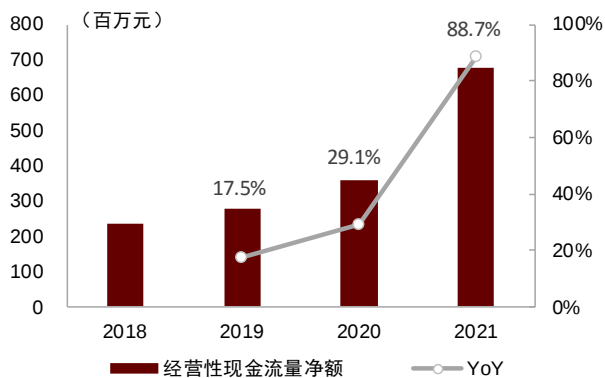
图表 58：公司存货与存货周转率



资料来源：公司公告，中金公司研究部

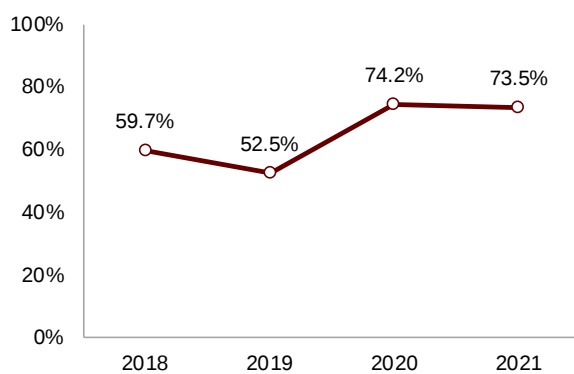
公司经营性现金流健康。2021 年，公司经营性现金流量净额为 6.78 亿元，同比+88.7%，主要系应收账款回款较多；经营性现金流量占归母净利润比重为 73.5%。

图表 59：公司经营性现金流情况



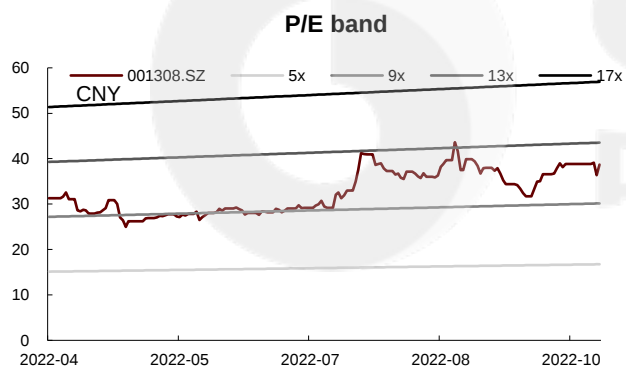
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 60：公司经营性现金流占归母净利润比重



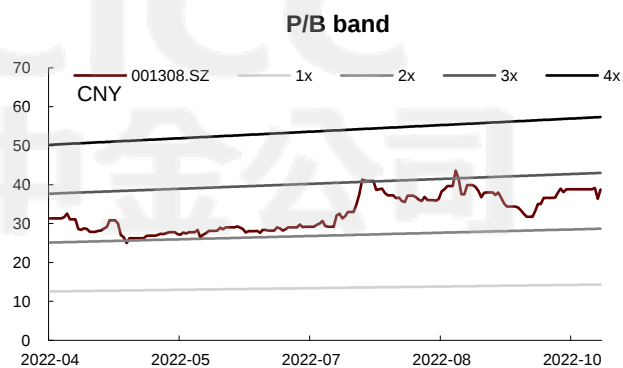
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 61：历史 P/E



资料来源：Wind，彭博资讯，中金公司研究部

图表 62：历史 P/B



资料来源：Wind，彭博资讯，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）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、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

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，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司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。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、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。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券及期货事务监察委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的合格投资者及/或机构投资者提供。本报告无意也不应直接或间接地分发或传递给新加坡的任何其他人。提供本报告于合格投资者及/或机构投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 45 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡持牌代表。

本报告由受金融行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告由中国国际金融日本株式会社（“中金日本”）于日本提供，中金日本是在日本关东财务局（日本关东财务局长（金商）第 3235 号）注册并受日本法律监管的金融机构。本报告有关的投资和服务仅向符合日本《金融商品交易法》第 2 条 31 项所规定的专业投资者提供。本报告并未打算提供给日本非专业投资者使用。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624
编辑：樊荣



北京

中国国际金融股份有限公司
中国北京建国门外大街 1 号
国贸写字楼 2 座 28 层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505 1166
传真: (86-10) 6505 1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区益田路 5033 号
平安金融中心 72 层
邮编: 518048
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

东京

中国国际金融日本株式会社
〒100-0005 東京都千代田区丸の内 3 丁目 2 番 3 号
丸の内二重橋ビル 2 1 階
Tel: (+813) 3201 6388
Fax: (+813) 3201 6389

纽约

CICC US Securities, Inc
32nd Floor, 280 Park Avenue
New York, NY 10017, USA
Tel: (+1-646) 7948 800
Fax: (+1-646) 7948 801

伦敦

China International Capital Corporation (UK)
Limited
25th Floor, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (+44-20) 7367 5718
Fax: (+44-20) 7367 5719

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

香港

中国国际金融（香港）有限公司
香港中环港景街 1 号
国际金融中心第一期 29 楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

旧金山

CICC US Securities, Inc. San Francisco Branch
Office
One Embarcadero Center, Suite 2350,
San Francisco, CA 94111, USA
Tel: (+1) 415 493 4120
Fax: (+1) 628 203 8514

新加坡

China International Capital Corporation
(Singapore) Pte. Limited
6 Battery Road, #33-01
Singapore 049909
Tel: (+65) 6572 1999
Fax: (+65) 6327 1278

法兰克福

China International Capital Corporation (Europe)
GmbH
Neue Mainzer Straße 52-58, 60311
Frankfurt a.M, Germany
Tel: (+49-69) 24437 3560