



中信证券研究部



姜娅
消费产业首席
分析师
S1010510120056



纪敏
制造产业联席首席
分析师
S1010520030002



冯重光
教育行业分析师
S1010519040006

核心观点

公司发布 2023 年中报，期间公司实现营收/归母净利润 49.70/5.44 亿元，同比 -13.3%/-21.0%，业绩主要受智能交互平板出货量以及产品销售价格下降所拖累。短期来看，预计面板价格回暖下公司产品单价将有所回升，驱动公司下半年营收水平改善。从长期维度看，一方面全球教育/会议智能交互平板市场发展空间依然广阔，而公司布局的专业类以及创新类显示产品有望为公司注入新成长动能；另一方面公司智能电视业务的差异化竞争策略将助力公司在 TV 红海中脱颖而出。我们下调公司 2023-2025 年 EPS 预测至 1.80/2.19/2.46 元（原预测为 3.02/3.74/4.36 元），参考行业可比公司估值，我们给予公司 2024 年 14xPE，对应目标价 31 元，维持“买入”评级。

■ **1H23 回顾：智能交互平板出货量以及销售价格下降拖累业绩表现。** 1) 收入：1H23 公司实现营业收入 49.70 亿元/-13.3%，主要系上半年公司产品均价低于去年同期、以及智能交互平板出货量下降所拖累；Q2 单季度公司实现营收 28.05 亿元/-6.76%，降幅较一季度大幅收窄，我们判断主要原因为面板价格回暖下公司上调产品售价。分业务来看，1H23 公司智能交互显示产品/智能电视/设计加工业务/部品销售业务收入占比分别为 40.81%/50.18%/5.15%/3.87%。2) 利润及费用：1H23 公司销售毛利率为 18.7%/-0.9pct，保持相对稳定，实现归母净利润为 5.44 亿元/-21.0%，扣非归母净利润为 5.31 亿元/-11.6%。费用方面，1H23 公司销售/管理/研发费用率分别 2.45%/2.97%/5.55%，分别同比+0.45/+0.85/+1.17pcts，费用率上升主系收入下滑、经营杠杆上升所致。

■ **智能交互显示产品：智能交互平板长期有望回暖，专业类、创新类显示产品销量大幅增长。** 1H23 公司智能交互显示产品营收 20.29 亿元/-19.9%，毛利率 24.2%/-1.1pcts，细分来看：1) **智能交互平板产品**：1H23 出货量同比下降 32.3%，主要系宏观因素影响&去年高基数，但公司龙头地位稳定且行业长期空间依然广阔，面板价格回暖下公司营收有望改善；2) **专业类显示产品**：1H23 出货量同比+117.4%，电竞、医疗、商显显示器表现都比较突出；3) **创新类显示产品**：公司重视 AI、AR、VR 等技术，积极布局新科技，创新类显示产品布局不断完善，反响良好，1H23 出货量同比+127.1%。

■ **智能电视：营收保持稳定，发力新兴市场。** 1H23 公司智能电视实现营业收入 24.95 亿元/+0.1%，毛利率为 15.7%/-0.2pct，出货量同比+14.4%，出货量增长主要系公司北美地区新订单以及在拉美、中东等新兴市场客户开拓取得较好成效，1H23 公司出货量市占率为 6.4%/全球第五，保持领先地位，我们判断新兴市场智能电视需求相对旺盛下，公司有望持续受益。

■ **设计加工&部品销售业务：结构优化，发展趋稳。** 1H23 公司设计加工业务/部品销售业务营收分别 2.56/1.92 亿元，同比分别-52.2%/+8.6%。1) 设计加工业务收缩主要系公司业务结构优化，客户逐步从设计加工业务向智能显示业务转变。2) 部品销售业务近年来发展较为稳定，未来公司将重点发展 MTO 技术服务合作模式，借助自身先进的生产制造优势给当地 LocalKing 客户提供本地化采购。

■ **风险因素：**全球经济恢复不及预期风险；国际贸易摩擦风险；主要原材料价格波动风险；下游客户所处行业市场波动风险；外币汇率波动风险。

■ **盈利预测、估值与评级：**1H23 公司营收/归母净利润为 49.70/5.44 亿元，同比 -13.3%/-21.0%，业绩主要受产品销售价格下降所拖累。短期来看，预计面板价格回暖下公司产品单价将有所回升，驱动公司下半年营收水平改善。从长期维度看，一方面全球教育/会议智能交互平板市场发展空间依然广阔，而公司布局的专业类以及创新类显示产品有望为公司注入新成长动能；另一方面公司智能电视业务的差异化竞争策略将助力公司在 TV 红海中脱颖而出。考虑到公司上半

康冠科技	001308.SZ
评级	买入(维持)
当前价	25.05 元
目标价	31.00 元
总股本	680 百万股
流通股本	72 百万股
总市值	170 亿元
近三月日均成交额	75 百万元
52 周最高最低价	44.19/25.02 元
近 1 月绝对涨幅	-9.44%
近 6 月绝对涨幅	-9.78%
近 12 月绝对涨幅	-7.48%

年营收及利润短期承压，以及资本公积金转增股本因素（每 10 股转增 3 股），我们下调公司 2023-2025 年 EPS 预测至 1.80/2.19/2.46 元（原预测为 3.02/3.74/4.36 元），参考行业可比公司 2024 年估值水平（视源股份 15xPE，国新文化 18xPE，鸿合科技 10xPE，均为中信证券研究部预测），考虑到公司专业类、显示类业务高速发展的趋势，我们给予公司 2024 年 14xPE，对应目标价 31 元，维持“买入”评级。

项目/年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	11,889	11,587	12,812	15,036	16,935
营业收入增长率 YoY	60.4%	-2.5%	10.6%	17.4%	12.6%
净利润(百万元)	923	1,516	1,224	1,487	1,673
净利润增长率 YoY	90.4%	64.2%	-19.3%	21.5%	12.5%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.36	2.23	1.80	2.19	2.46
毛利率	15.4%	21.1%	19.1%	19.4%	19.7%
净资产收益率 ROE	34.4%	25.6%	18.3%	18.7%	18.2%
每股净资产 (元)	3.95	8.70	9.83	11.67	13.55
PE	18.4	11.2	13.9	11.4	10.2
PB	6.3	2.9	2.5	2.1	1.8
PS	1.4	1.5	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	17.3	12.0	13.6	11.2	9.8

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2023 年 8 月 9 日收盘价

目录

1H23 回顾：智能交互平板出货量以及产品价格下降拖累业绩表现.....	5
智能交互显示产品：智能交互平板长期有望回暖，专业类、创新类显示产品销量大幅增长.....	6
智能电视业务：营收保持稳定，发力新兴市场.....	9
设计加工&部品销售业务：结构优化，发展趋稳.....	11
风险因素.....	12
投资建议.....	12

17717372016

17717372016

17717372016

17717372016

17717372016

插图目录

图 1: 2018-1H23 公司营业总收入 (亿元) 及增速 (%)	5
图 2: 2018-1H23 公司归母净利润 (亿元) 及增速 (%)	5
图 3: 2018-1H23 公司销售毛利率 (%) 及净利率 (%)	5
图 4: 2018-1H23 公司各项费用率 (%)	5
图 5: 公司智能交互显示产品营业收入 (亿元) 及增速 (%)	6
图 6: 公司智能交互显示产品毛利率 (%)	6
图 7: 国内教育市场智能交互平板出货量 (万台) 及增速 (%)	7
图 8: 海外教育市场智能交互平板出货量 (万台) 及增速 (%)	7
图 9: 国内会议市场智能交互平板出货量 (万台) 及增速 (%)	7
图 10: 海外会议市场智能交互平板出货量 (万台) 及增速 (%)	7
图 11: 65 寸/60Hz 液晶电视面板价格 (美元/片) 及增速 (%)	7
图 12: 康冠商用携最新产品登陆西班牙巴塞罗那欧洲 ISE 视听集成装备展	8
图 13: 中国商显设备销售量 (万台) 及增速 (%)	8
图 14: 公司智能电视业务营业收入 (亿元) 及增速 (%)	10
图 15: 公司智能电视业务毛利率 (%)	10
图 16: 1H23 全球专业电视 ODM 工厂出货量 (万台)	10
图 17: 1Q21-2Q23 全球 TV 出货量 (百万台) 及增速 (%)	11
图 18: 1H23 各地区 TV 出货量 (百万台) 及增速 (%)	11
图 17: 2018-1H23 公司设计加工业务营收 (亿元) 及增速 (%)	11
图 18: 2018-1H23 公司部品销售业务营收 (亿元) 及增速 (%)	11

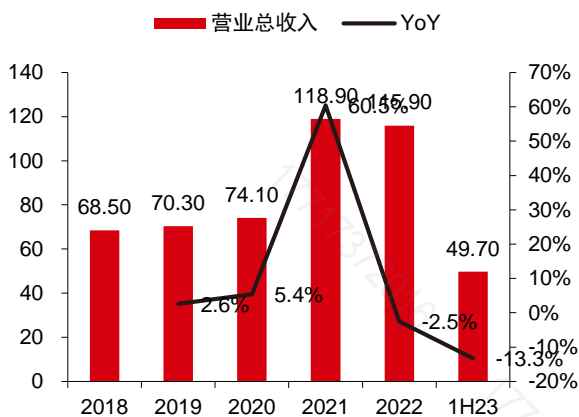
表格目录

表 1: 公司创新类显示产品介绍	9
------------------	---

1H23 回顾：智能交互平板出货量以及产品价格下降拖累业绩表现

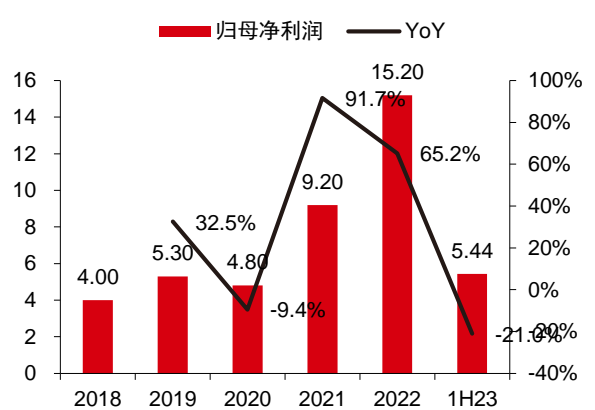
1H23 回顾：智能交互平板出货量以及销售价格下降拖累业绩表现。 1) **收入**：1H23 公司实现营业收入 49.70 亿元/-13.3%，主要系上半年公司产品均价低于去年同期、以及智能交互平板出货量下降所拖累；Q2 单季度实现营收 28.05 亿元/-6.76%，降幅较一季度大幅收窄，我们判断主要原因为面板价格回暖下公司上调产品售价。分业务来看，1H23 公司智能交互显示产品/智能电视/设计加工业务/部品销售业务收入占比分别为 40.81%/50.18%/5.15%/3.87%。2) **利润及费用**：1H23 公司销售毛利率为 18.7%/-0.9pct，保持相对稳定，实现归母净利润为 5.44 亿元/-21.0%，扣非归母净利润为 5.31 亿元/-11.6%。费用方面，1H23 公司销售/管理/研发费用率分别 2.45%/2.97%/5.55%，分别同比+0.45/+0.85/+1.17pcts，其中销售费用率增长主系广告宣传费用增长，管理/研发费用率上升主要系员工薪酬以及计提的股份支付增长。

图 1：2018-1H23 公司营业总收入（亿元）及增速（%）



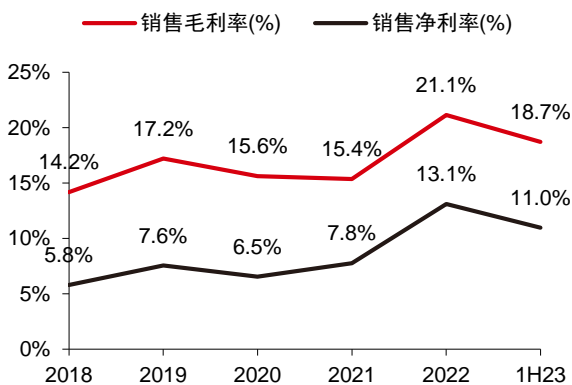
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 2：2018-1H23 公司归母净利润（亿元）及增速（%）



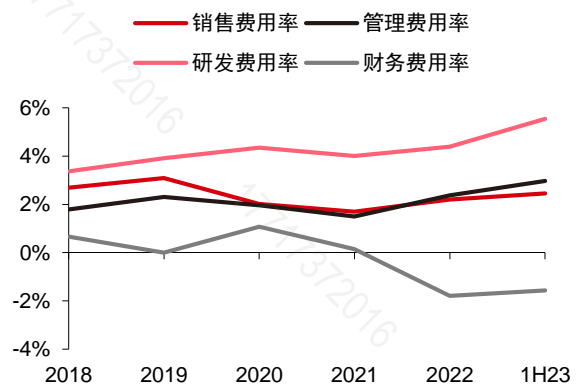
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 3：2018-1H23 公司销售毛利率（%）及净利率（%）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 4：2018-1H23 公司各项费用率（%）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

智能交互显示产品：智能交互平板长期有望回暖，专业类、创新类显示产品销量大幅增长

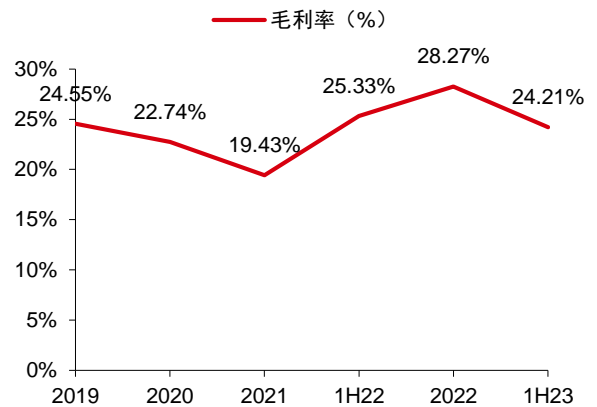
业绩回顾：1H23 公司智能交互显示产品实现营收 20.29 亿/-19.9%，毛利率 24.2%/-1.1pcts。1H23 公司智能交互显示产品业务营收下滑-19.9%至 20.29 亿元，主系：1) 智能交互平板出货量下滑 32.3%；2) 2023 上半年原材料价格对比去年仍处低位，且公司价格传导略有滞后，公司产品单价同比下降所致。1H23 公司智能交互显示产品毛利率 24.2%，同比下降 1.1pcts，保持相对稳定。

图 5：公司智能交互显示产品营业收入（亿元）及增速（%）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 6：公司智能交互显示产品毛利率（%）

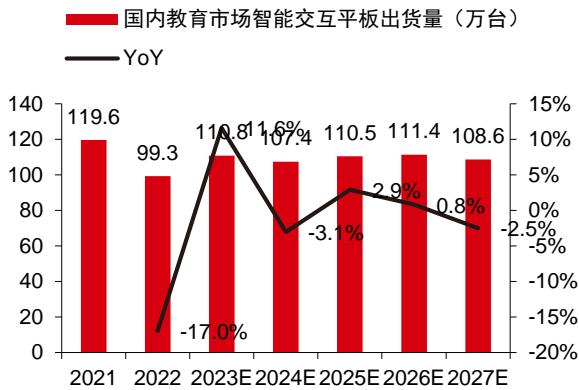


资料来源：公司公告，中信证券研究部

智能交互平板：上半年短期承压，长期空间依然广阔。

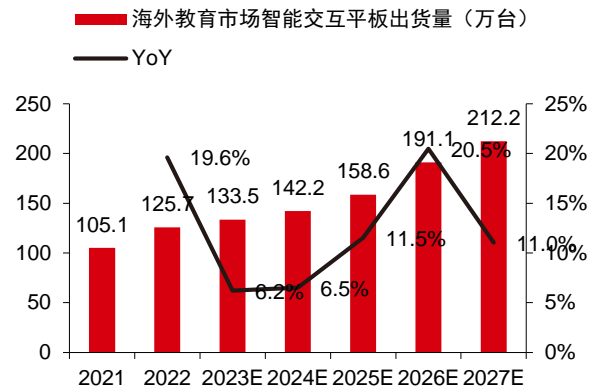
- 短期看，1H23 公司智能交互平板产品出货量同比-32.33%，主要系：**1) 自 2022 年下半年以来，俄乌冲突、欧美通胀等宏观因素影响，教育类智能交互平板需求下滑。2) 2022 上半年原材料价格以及客户需求处于高位，导致 1H22 营收基数相对较高。但公司市场龙头地位仍然稳定：根据迪显咨询，1H23 公司智能交互平板在生产制造型供应商中出货量全球排名第一；自有品牌皓丽表现较为优异，自 2017 年以来在京东 618 智能会议平板品类销量始终保持榜首。
- 长期来看，我们认为公司智能交互平板业务有望恢复，主要原因：**1) 公司智能交互平板业务主要服务于海外客户，而海外教育信息化市场建设渗透率远低于国内，根据迪显咨询预测，至 2027 年海外教育市场中智能交互平板出货量有望达 212.2 万台，而会议市场国内/海外渗透率仍较低，发展空间依旧广阔。2) 自 2023 年以来，面板价格呈现逐步回暖趋势，以 60Hz/65 寸液晶电视面板为例：自 2023 年 5 月起该尺寸面板价格已同比回正，2023 年 7 月价格为 172 美元/片，同比增长+50%，我们认为在公司成本定价模式下，面板价格回暖将带动公司产品销售价格回升。

图 7: 国内教育市场智能交互平板出货量 (万台) 及增速 (%)



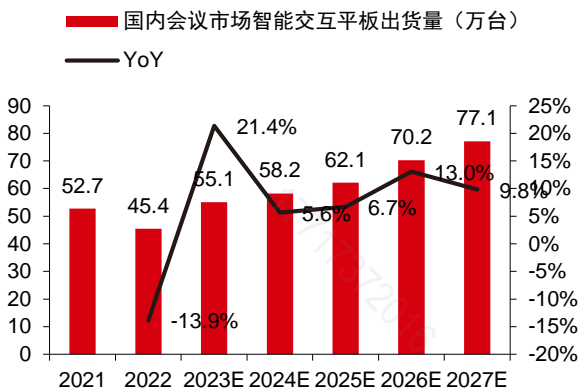
资料来源: 迪显咨询 (含预测, 转引自公司公告), 中信证券研究部

图 8: 海外教育市场智能交互平板出货量 (万台) 及增速 (%)



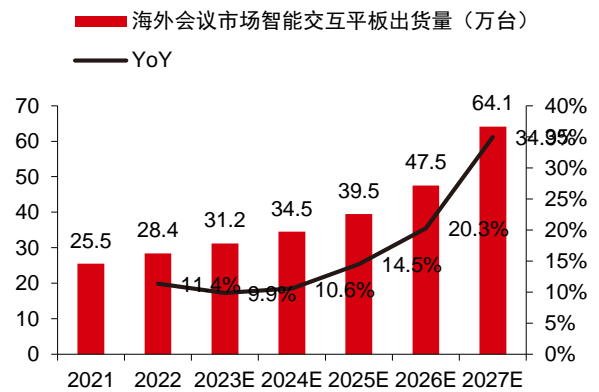
资料来源: 迪显咨询 (含预测, 转引自公司公告), 中信证券研究部

图 9: 国内会议市场智能交互平板出货量 (万台) 及增速 (%)



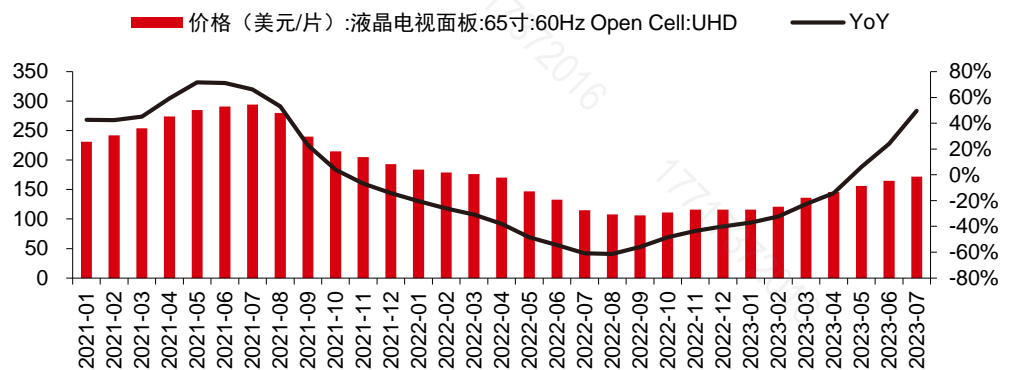
资料来源: 迪显咨询 (含预测, 转引自公司公告), 中信证券研究部

图 10: 海外会议市场智能交互平板出货量 (万台) 及增速 (%)



资料来源: 迪显咨询 (含预测, 转引自公司公告), 中信证券研究部

图 11: 65 寸/60Hz 液晶电视面板价格 (美元/片) 及增速 (%)

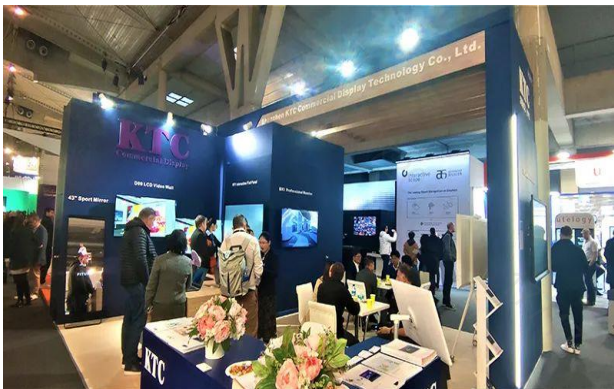


资料来源: Wind, 中信证券研究部

1H23 专业类显示产品出货量同比+117.37%，表现亮眼。1H23 公司专业类显示产品销量大幅增长，主要系公司产品技术升级以及功能增强。从各细分赛道来看，公司产品表现都比较突出：

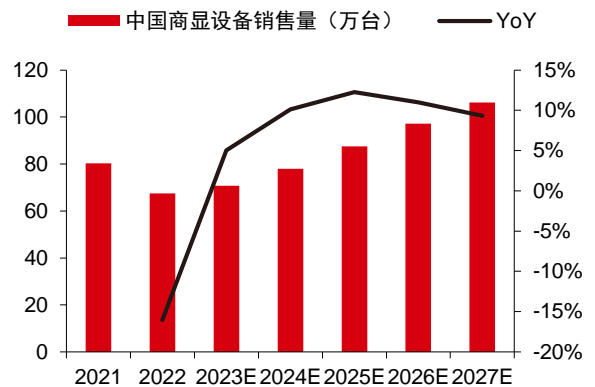
- **电竞显示器：**根据奥维睿沃数据显示，公司自有品牌“KTC”在国内线上零售市场电竞类显示器销量位居 Top5，其中 618 期间“KTC”品牌京东成交额约 5500 万元，同比增长超 50%。
- **医疗显示器：**公司抓住机遇，加速布局县域医疗显示市场。目前子公司康冠医疗产品解决方案已在超过 27 个省 185 家的市级医院、县级医院以及乡镇卫生院展开实际应用。
- **商用显示器：**公司商用显示产品包含拼接屏、单屏显示器等产品，应用领域包括交通指挥中心、金融场所、政府单位等，2023 上半年公司商用显示产品在多个海内外知名展会中亮相，我们判断行业需求进一步提升下，公司商显产品业务有望快速增长。

图 12: 康冠商用携最新产品登陆西班牙巴塞罗那欧洲 ISE 视听集成装备展



资料来源：康冠科技投资者关系微信公众号

图 13: 中国商显设备销售量（万台）及增速（%）



资料来源：奥维云网（含预测，转引自公司公告），中信证券研究部

创新类显示产品：积极把握新科技，销量大幅增长。公司重视 AI、AR、VR 等技术，在语音识别、人体识别、图像识别等领域不断布局，使智能镜显产品成为各类应用场景的虚拟现实终端载体设备；同时公司创新类显示产品具有人性化的设计和便捷的操作方式，例如触摸屏、可调节角度和高度、多种接口等，为用户提供更舒适和便利的使用体验。目前公司推出 FPD 灵境 VR 一体机、FPD 智能美妆镜、AI 试衣镜、智能运动镜等创新类显示产品，产品矩阵持续完善，反响良好：**根据公司 2023 年半年报，1H23 公司创新类显示产品出货量同比增长 127.1%。**

表 1：公司创新类显示产品介绍

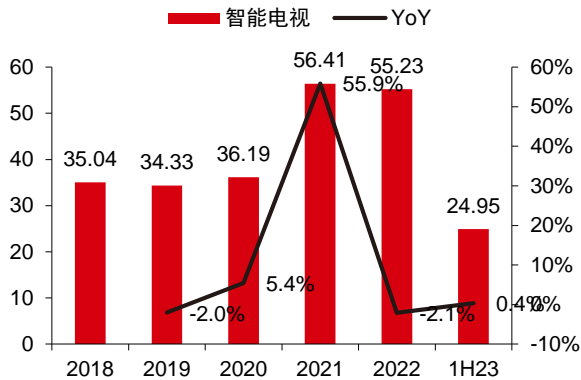
产品	介绍	图片
FPD 灵境 VR 一体机	FPD 灵境 VR 一体机采用的是完全的虚拟现实 VR 技术,涉及空间计算相关技术,包括支持 6DoF 交互体验和支持双击穿越虚拟现实等方面,综合各项技术为用户提供沉浸式的虚拟现实体验;同时在 VR 健身方面,灵境 VR 一体机能够科学记录燃脂数据并测量心率,让用户更好地掌握自身健身情况	
FPD 智能美妆镜	FPD 智能美妆镜应用了人工智能领域的 AI 语音相关技术,同时还采用 AR 技术和图像识别技术,可用于智能美妆镜中的虚拟化妆、试妆、美颜等功能,通过镜头捕捉用户的面部信息,然后在屏幕上显示出虚拟化妆效果,让用户可以在屏幕上看到自己的真实面部和虚拟化妆效果的结合。	
AI 试衣镜	AI 试衣镜可以三维虚拟试穿,采用图像识别技术,实现在用户身上叠加虚拟的衣服,使用户可以看到虚拟内容和现实世界的结合,让用户可以在现实世界中试穿衣服。	
智能运动镜	智能运动镜具有 AI 智能黑科技,可以通过图像识别技术,对用户的运动进行评估和纠正,对用户的运动数据进行实时分析,提供个性化的锻炼建议和指导,让用户的锻炼更加科学和有效。	
智能卫浴镜	智能卫浴镜利用语音识别功能通过语音 AI 控制,同时通过与体脂秤、智能手环等智能健康家居产品联动,采集与监控用户健康数据,通过 AI 进行数据库处理,为用户定制个性化健康服务方案。	
智能康复镜	智能康复镜可以与血糖仪、睡眠带等多种外接设备无限延展,可实时检测身体健康数据,通过 AI 进行数据库处理,给出姿势矫正服务,助力康复训练。	
智显平板	智显平板采用语音识别技术,可以准确捕捉用户的语音指令,并通过语音识别技术将其转化为 AI 命令进行控制,彻底解放双手。	

资料来源：康冠科技投资者关系微信公众号，中信证券研究部

■ 智能电视业务：营收保持稳定，发力新兴市场

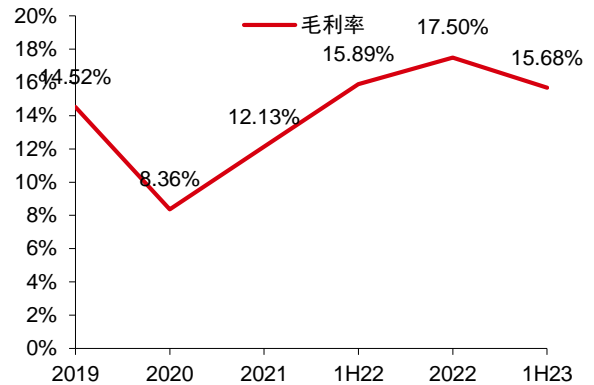
板块业绩回顾：1H23 公司智能电视实现营业收入 24.95 亿元/+0.1%，毛利率为 15.7% /-0.2pct。根据公司公告，1H23 公司智能电视业务营收基本与去年同期基本持平，出货量同比增长 14.41%，主要系：1）公司导入北美地区新客户；2）拉美、中东等新兴市场客户开拓取得较好成效，出货量保持双位数增长。公司智能电视业务毛利率同比降低 0.2pct 至 15.7%，保持相对稳定。

图 14: 公司智能电视业务收入 (亿元) 及增速 (%)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

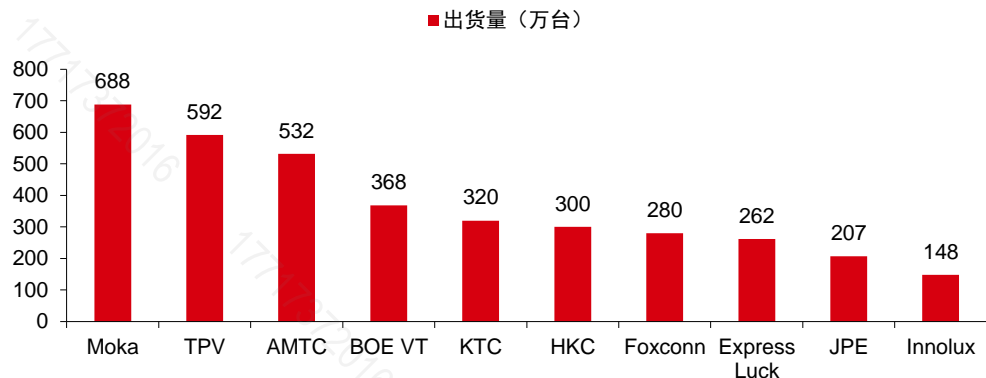
图 15: 公司智能电视业务毛利率 (%)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

竞争地位: 1H23 公司智能电视出货量约为 320 万台, 排名全球第五。根据洛图科技, 1H23 公司智能电视出货量达 320 万台, 从市占率角度看, 1H23 全球电视代工厂出货量达 5028 万台, 公司出货量市占率为 6.4%/全球第五, 保持领先地位。

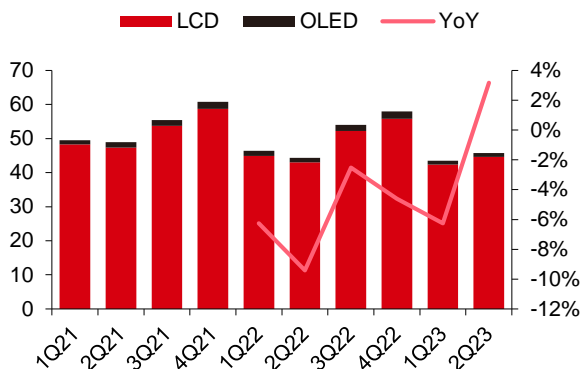
图 16: 1H23 全球专业电视 ODM 工厂出货量 (万台)



资料来源: 洛图科技, 中信证券研究部, 注: 此处出货量口径与公司口径略有差异, 不包括长虹、康佳、创维、海信四家自有工厂

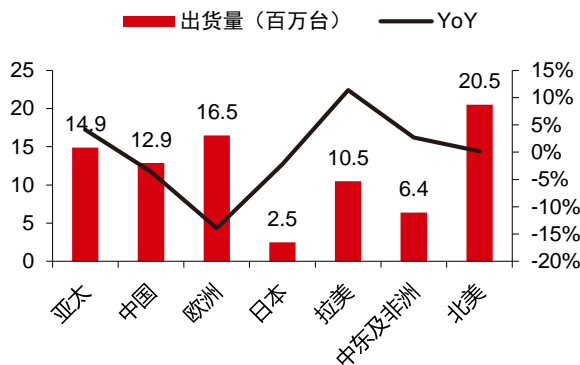
展望: 我们认为, 新兴市场智能电视需求相对旺盛, 公司有望持续受益。1H23 全球 LCD 以及 OLED 电视合计出货 8920 万台, 同比下降 1.7%, 而亚太/拉美/中东及非洲市场基于经济恢复, TV 出货量达 1490/1050/640 万台, 同比+4.1%/+11.4%/+2.7%, 表现显著优于欧美、内地市场。考虑到: 1) 公司主要聚焦布局头部品牌的小众市场, 以及与亚非拉市场中的 LOCALKING 品牌展开合作; 2) 新兴市场电视渗透率相比欧美地区仍较低, 我们认为公司未来将持续受益于其差异化的竞争策略。

图 17: 1Q21-2Q23 全球 TV 出货量 (百万台) 及增速 (%)



资料来源: AVC REVO, 中信证券研究部

图 18: 1H23 各地区 TV 出货量 (百万台) 及增速 (%)

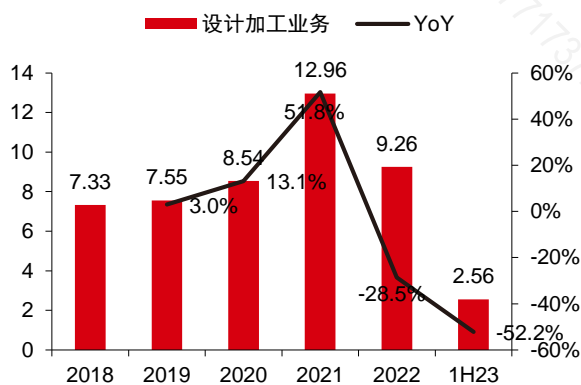


资料来源: AVC REVO, 中信证券研究部

设计加工&部品销售业务: 结构优化, 发展趋稳

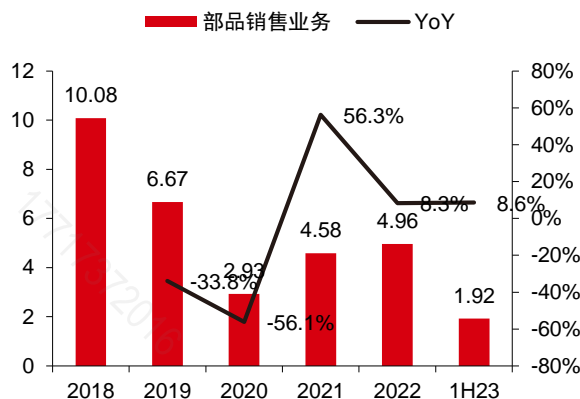
1H23 公司设计加工业务/部品销售业务营收分别为 2.56/1.92 亿元, 同比分别-52.2%/+8.6%。1) 设计加工业务: 公司近年来设计加工业务持续收缩, 主要进一步拓宽液晶面板供应渠道, 使得客户逐步将设计加工业务向智能显示业务转变, 进一步推动公司业务结构优化; 2) 部品销售业务: 近年来发展较为稳定, 1H23 部品销售业务 1.92 亿元/+8.6%, 公司未来将重点发展 MTO 技术服务合作模式, 借助自身先进的生产制造优势给当地 LocalKing 客户提供本地化采购, 为其提供主板板卡、膜片、灯条、智能笔、投屏器、智会合、适配器、扩展坞、触摸框等其他显示相关部品。

图 19: 2018-1H23 公司设计加工业务营收 (亿元) 及增速 (%)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 20: 2018-1H23 公司部品销售业务营收 (亿元) 及增速 (%)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部, 注: 2022 年公司口径有所更改, 2018-2021 年部品销售业务收入=原液晶面板业务收入+原其他业务收入

■ 风险因素

全球经济恢复不及预期。公司主要客户在海外，若海外经济修复缓慢或不及预期，将导致部分下游客户海外市场需求萎缩，从而导致公司获得的订单量下降，对业绩产生不利影响；

国际贸易摩擦风险。2020 年以来，国际贸易摩擦影响国内企业的芯片采购。公司产品所使用的芯片包括主控芯片和外围芯片，若国际贸易摩擦持续发酵，相关国际环境继续恶化，可能发生国内芯片市场持续供应不足的情况，将对公司生产经营造成不利影响；

主要原材料价格波动风险。液晶面板是公司智能显示产品最主要原材料。如果未来液晶面板市场价格大幅上涨，将会对公司的盈利水平造成不利的影响；

下游客户所处行业市场波动风险。目前，中国大陆已成为全球智能显示行业的中心，产业链配套成熟，订单数量稳步增长，但若未来公司下游客户市场需求萎缩或下游客户所在国家/地区的经济萎缩，将压制下游客户对公司产品的采购需求，对公司的产品销售产生不利影响；

外币汇率波动的风险。公司产品以外销为主，外币汇率波动将会对公司业绩产生影响。

■ 投资建议

1H23 公司营收/归母净利润 49.70/5.44 亿元，同比-13.3%/-21.0%，业绩主要受产品销售价格下降所拖累。短期来看，预计面板价格回暖下公司产品单价将有所回升，驱动公司下半年营收水平改善。从长期维度看，一方面全球教育/会议智能交互平板市场发展空间依然广阔，而公司布局的专业类以及创新类显示产品有望为公司注入新成长动能；另一方面公司智能电视业务的差异化竞争策略将助力公司在 TV 红海中持续脱颖而出。考虑到公司上半年营收及利润短期承压，以及资本公积金转增股本因素（每 10 股转增 3 股），我们下调公司 2023-2025 年 EPS 预测至 1.80/2.19/2.46 元（原预测为 3.02/3.74/4.36 元），参考行业可比公司 2024 年平均 14 倍的估值水平（视源股份 15xPE，国新文化 18xPE，鸿合科技 10xPE，均为中信证券研究部预测），考虑到公司专业类、创新类显示业务高速发展的趋势，我们给予公司 2024 年 14xPE，对应目标价 31 元，维持“买入”评级。

■ 相关研究

康冠科技 (001308.SZ) 2022 年年报点评—产品结构持续优化，长期成长性明确
(2023-03-30)

康冠科技 (001308.SZ) 2022 年业绩预告点评—利润增长超预期，稳步布局创新显示领域
(2023-01-03)

康冠科技 (001308.SZ) 2022 年三季报点评—打造多元化智能显示场景，收入增长可期
(2022-10-24)

康冠科技 (001308.SZ) 2022 年中报点评—智能交互显示业务增长亮眼，开拓创新显示产
品增长曲线
(2022-08-23)

17717372016

17717372016

17717372016

17717372016

17717372016

利润表 (百万元)

指标名称	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	11,889	11,587	12,812	15,036	16,935
营业成本	10,062	9,139	10,364	12,114	13,591
毛利率	15.4%	21.1%	19.1%	19.4%	19.7%
税金及附加	33	49	46	53	64
销售费用	203	255	304	359	423
销售费用率	1.7%	2.2%	2.4%	2.4%	2.5%
管理费用	178	275	317	363	415
管理费用率	1.5%	2.4%	2.5%	2.4%	2.4%
财务费用	17	(207)	2	(9)	(12)
财务费用率	0.1%	-1.8%	0.0%	-0.1%	-0.1%
研发费用	476	509	613	721	826
研发费用率	4.0%	4.4%	4.8%	4.8%	4.9%
投资收益	8	(28)	0	0	0
EBITDA	1,069	1,534	1,361	1,652	1,877
营业利润率	8.21%	14.32%	10.21%	10.62%	10.66%
营业利润	976	1,659	1,309	1,597	1,806
营业外收入	11	11	13	12	12
营业外支出	9	11	9	10	10
利润总额	978	1,659	1,313	1,600	1,808
所得税	54	141	89	111	134
所得税率	5.5%	8.5%	6.8%	6.9%	7.4%
少数股东损益	0	2	1	1	2
归属于母公司股东的净利润	923	1,516	1,224	1,487	1,673
净利率	7.8%	13.1%	9.6%	9.9%	9.9%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	951	2,517	2,285	2,910	3,657
存货	1,658	2,164	2,304	2,519	3,022
应收账款	1,699	2,137	2,028	2,434	2,848
其他流动资产	208	1,814	1,961	1,933	1,945
流动资产	4,516	8,632	8,577	9,796	11,471
固定资产	676	678	931	1,218	1,536
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	52	51	51	51	51
其他长期资产	133	533	633	733	833
非流动资产	861	1,262	1,615	2,002	2,420
资产总计	5,377	9,893	10,192	11,798	13,891
短期借款	227	1,411	983	1,091	1,530
应付账款	1,419	1,424	1,651	1,842	2,116
其他流动负债	1,001	1,091	820	880	977
流动负债	2,647	3,925	3,454	3,812	4,623
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	42	38	38	38	38
非流动性负债	42	38	38	38	38
负债合计	2,689	3,963	3,492	3,850	4,661
股本	360	523	680	680	680
资本公积	526	2,385	2,228	2,228	2,228
归属于母公司所有者权益合计	2,684	5,920	6,689	7,935	9,216
少数股东权益	5	10	11	13	14
股东权益合计	2,688	5,930	6,701	7,948	9,231
负债股东权益总计	5,377	9,893	10,192	11,798	13,891

现金流量表 (百万元)

指标名称	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税后利润	924	1,518	1,225	1,489	1,674
折旧和摊销	75	84	46	63	82
营运资金的变化	-381	-1,197	-222	-342	-558
其他经营现金流	61	90	-10	-24	-28
经营现金流合计	678	495	1,039	1,186	1,171
资本支出	-127	-239	-400	-450	-500
投资收益	8	-28	0	0	0
其他投资现金流	386	-1,704	12	14	16
投资现金流合计	267	-1,972	-388	-436	-484
权益变化	1	2,029	0	0	0
负债变化	41	-29	-428	107	439
股利支出	0	-270	-454	-242	-391
其他融资现金流	-558	1,236	-2	9	12
融资现金流合计	-516	2,965	-884	-125	60
现金及现金等价物净增加额	430	1,488	-232	625	747

主要财务指标

指标名称	2021	2022	2023E	2024E	2025E
增长率 (%)					
营业收入	60.4%	-2.5%	10.6%	17.4%	12.6%
营业利润	93.4%	70.0%	-21.1%	22.1%	13.1%
净利润	90.4%	64.2%	-19.3%	21.5%	12.5%
利润率 (%)					
毛利率	15.4%	21.1%	19.1%	19.4%	19.7%
EBITDA Margin	9.0%	13.2%	10.6%	11.0%	11.1%
净利率	7.8%	13.1%	9.6%	9.9%	9.9%
回报率 (%)					
净资产收益率	34.4%	25.6%	18.3%	18.7%	18.2%
总资产收益率	17.2%	15.3%	12.0%	12.6%	12.0%
其他 (%)					
资产负债率	50.0%	40.1%	34.3%	32.6%	33.6%
所得税率	5.5%	8.5%	6.8%	6.9%	7.4%
股利支付率	29.3%	30.0%	19.7%	26.3%	25.3%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%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

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑到中信证券可能存在与本研究报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

中国香港：本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所持任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd. 地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624, 电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI（P）085/11/2021。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所持任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）制作并发布。就英国的金融行业准则，该资料被制作并意图作为实质性研究资料。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ00001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH00001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM00010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India “关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@cls.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2023 版权所有。保留一切权利。