

# 三个问题看清 IFPD & TV 代工龙头的拐点与空间

## 核心观点

康冠科技是全球 IFPD & TV 代工龙头，同时采取“自有品牌先行，全球 ODM 并举”战略发展专业类和创新类显示产品。受全球 IFPD 高基数+高库存影响，公司交互平板业务自 2022H2 以来持续下滑；与此同时，在 TV 代工市场的出货量增长+集中度提升，以及新兴品类快速放量的背景下，公司彰显核心竞争优势，业绩展现韧劲。本文通过回答三个问题，探讨公司各个业务的拐点和空间。

## 摘要

**交互平板的拐点在哪里？** 教育 IFPD 短期关注欧美政策落地及新兴市场爆发，长期将迎来换机周期及结构升级，会议 IFPD 恢复性回暖，康冠保持海外 IFPD 代工龙头地位，并且核心客户正积极推进国家级专案，未来三年交互平板业务有望保持平稳。

**智能电视的增速有多少？** 新兴市场电视需求持续增长，同时消费降级间接推动委托加工比例的提升以及代工市场的增长，并且代工订单向头部汇聚，康冠面向新兴市场形成 KDM 服务模式，聚焦 Local King 品牌具有差异化竞争优势，电视业务有望增长。

**创新显示的空间有多大？** 康冠采取“自有品牌先行，全球 ODM 并举”策略，其中电竞显示器享受行业发展红利，国内外维持高增；随心屏 ODM+自有品牌份额较高，市场规模有望实现倍数增长；学习平板市场快速发展，康冠争夺 ODM 订单有望贡献增量。

**投资建议：** 交互平板及电视代工拓展新市场新客户，自主品牌及创新品类收入规模快速扩张。我们预测 2023-2025 年公司实现归母净利润 12.03/13.96/16.10 亿元，对应 EPS 为 1.76/2.04/2.35 元，当前股价对应 PE 为 15.39/13.26/11.50 倍，调整为“买入”评级。

**风险提示：** 市场需求下降、面板价格反弹、人民币汇率波动。

## 重要财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	11,888.75	11,587.04	12,357.78	15,039.24	17,536.97
YoY(%)	60.36	-2.54	6.65	21.70	16.61
净利润(百万元)	923.07	1,515.60	1,203.00	1,396.23	1,609.76
YoY(%)	90.38	64.19	-20.63	16.06	15.29
毛利率(%)	15.37	21.13	18.14	18.69	19.12
净利率(%)	7.76	13.08	9.73	9.28	9.18
ROE(%)	34.39	25.60	17.79	18.04	18.15
EPS(摊薄/元)	1.35	2.21	1.76	2.04	2.35
P/E(倍)	20.05	12.21	15.39	13.26	11.50
P/B(倍)	6.90	3.13	2.74	2.39	2.09

资料来源: iFinD, 中信建投

## 康冠科技 (001308.SZ)

上调

买入

马王杰

mawangjie@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521070002

发布日期: 2024年02月28日

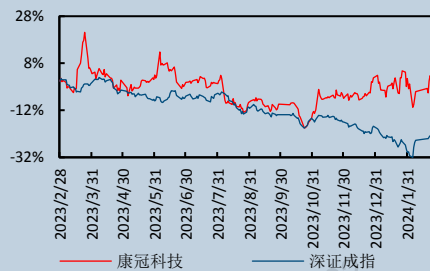
当前股价: 27.02元

## 主要数据

### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1个月	3个月	12个月
	-6.25/-7.88	4.61/7.04	-26.09/-16.88
12月最高/最低价(元)			44.19/22.12
总股本(万股)			68,505.63
流通A股(万股)			7,660.80
总市值(亿元)			185.10
流通市值(亿元)			20.70
近3月日均成交量(万)			357.00
主要股东			
凌斌			27.51%

## 股价表现



## 相关研究报告

- 2023-10-31 【中信建投黑色家电】康冠科技(001308):Q3需求回暖,静待业绩拐点
- 2023-08-08 【中信建投家用电器】康冠科技(001308):交互平板需求短期承压,Q3有望迎来拐点
- 2023-03-28 【中信建投黑色家电】康冠科技(001308):产品结构加速升级,盈利水平持续提升
- 2022-10-24 【中信建投黑色家电】康冠科技(001308):产品结构及成本优化,Q3盈利持续改善

## 目录

引言 .....	1
一、交互平板的拐点在哪里？ .....	1
1.1 为什么 2021-2023 年呈现周期性？ .....	1
1.2 怎么看海外 IFPD 的拐点及空间？ .....	3
1.3 如何判断竞争格局变化及康冠前景？ .....	7
二、智能电视的增速有多少？ .....	9
2.1 怎么看未来全球电视需求空间？ .....	9
2.2 电视代工行业在发生什么变化？ .....	10
2.3 康冠电视代工有什么竞争优势？ .....	11
三、创新显示的空间有多大？ .....	13
3.1 电竞显示器的前景有多广？ .....	13
3.2 随心屏是下一个“投影仪”吗？ .....	18
3.3 学习机能贡献多少增量？ .....	20
四、盈利预测 .....	22
五、风险提示 .....	23
报表预测 .....	24

## 图表目录

图表 1：2022H1 政策红利及出货前移拉动海外 IFPD 市场出货高增 .....	1
图表 2：2021-2023 前三季度美国教育 IFPD 出货情况 .....	2
图表 3：2020-2023 年全球会议 IFPD 出货情况 .....	2
图表 4：2023H1 公司智能交互显示产品区域销售占比 .....	2
图表 5：SMART、普米收入（亿元）占比超过 10% .....	2
图表 6：2021 年海外教育 IFPD 头部品牌市占率 .....	3
图表 7：2023H1 网龙教育业务（含 Promethean）收入下滑 .....	3
图表 8：全球 IFPD 出货量及预测（万台） .....	3
图表 9：全球 IFPD 出货量结构 .....	3
图表 10：美国教育支出占比有所下滑 .....	4
图表 11：美国教育补贴即将进入尾声（截至 2023.8.31） .....	4
图表 12：欧洲和中亚国家教育支出占比整体提升 .....	4
图表 13：欧盟恢复计划（RRF）津贴分配情况 .....	4
图表 14：海外国家教育信息化加速普及历程分析 .....	5
图表 15：印度 K12 互联网设施可用的学校占比仅 34% .....	5
图表 16：印度 K12 教育 IFPD 渗透率仅 15% .....	5
图表 17：印度教育支出占比快速提升 .....	5
图表 18：印度 IFPD 市场出货量维持翻倍增长 .....	5

图表 19: 中国教育 IFPD 市场智慧黑板替代教育平板.....	6
图表 20: 中国教育 IFPD 市场大尺寸占比提升.....	6
图表 21: 印度 IFPD 出货量及预测 (万台).....	6
图表 22: 全球教育 IFPD 出货量及预测 (万台).....	6
图表 23: 国内会议 IFPD 和 FPD 出货量预测 (万台).....	7
图表 24: 全球会议 IFPD 出货量及预测 (万台).....	7
图表 25: 2023H1 全球 IFPD 主要部件产业链由中国生产.....	7
图表 26: 印度 IFPD 生产地区分布.....	7
图表 27: 2022 年全球 IFPD 代工出货量排名 (OEM+ODM).....	8
图表 28: 新晋代工厂获取新、老品牌订单.....	8
图表 29: 2023Q3 中国大陆商用平板市场品牌格局.....	8
图表 30: 2022 年全球交互平板出货量排名.....	8
图表 31: 全球电视市场进入存量阶段, 稳定在 2 亿台左右.....	9
图表 32: 全球电视市场分地区出货占比预测.....	9
图表 33: 全球电视市场各尺寸出货量占比.....	9
图表 34: 全球电视市场平均出货尺寸逐年增长.....	9
图表 35: 美国联邦基金利率有下降预期, 有望推动地产销售.....	10
图表 36: 欧洲杯热度走高, 有望刺激电视销售.....	10
图表 37: 2022 年以来全球电视 ODM 工厂出货连续增长.....	10
图表 38: 2021-2023 年全球电视 ODM 工厂出货 (百万台).....	10
图表 39: 全球电视 ODM 工厂出货分化.....	11
图表 40: 全球专业电视 ODM 工厂出货量 (万台).....	11
图表 41: 形成三模、四擎、一极的“KDM”服务模式.....	11
图表 42: 2023H1 公司智能电视区域销售占比.....	11
图表 43: 三模、四擎、一极的具体定义.....	12
图表 44: 公司设立境外子公司及办事处, 并且布局境外合作工厂.....	12
图表 45: 康冠自有品牌及创新类显示产品 (标红品类为创新类显示产品).....	13
图表 46: 2020-2023 年全球电竞显示器出货量 CAGR 为 10%.....	13
图表 47: 2017-2023 年中国电竞显示器出货量 CAGR 为 49%.....	13
图表 48: 2021 年中国电竞显示器渠道分布.....	14
图表 49: 2019-2023 年中国电竞显示器线上零售销量.....	14
图表 50: 中国新增网咖、网吧数量.....	14
图表 51: 2023 年中国电竞显示器 ToB 渠道终端增长量.....	14
图表 52: 中国电竞显示器线上零售刷新率结构变化.....	15
图表 53: 中国电竞显示器线上零售分辨率结构变化.....	15
图表 54: 2023H1 中国电竞显示器线上零售面板销量占比.....	15
图表 55: 全球 Mini LED 显示器渗透率持续提升.....	15
图表 56: 中国显示器线上零售分价格段销量占比.....	16
图表 57: KTC 电竞显示器产品矩阵丰富.....	16
图表 58: KTC 电竞显示器中国线上市场销量及变化.....	16
图表 59: KTC 电竞显示器中国线上市场销量市占率提升.....	16

图表 60: 2022-2027 年 KTC 电竞显示器中国线上零售销量测算 .....	17
图表 61: 全球电竞观众规模 (亿人) 仍会扩大 .....	17
图表 62: 全球电子竞技收入 (亿美元) 持续增长 .....	17
图表 63: 2023 年全球玩家分布 .....	18
图表 64: 2023 年全球游戏市场分布 .....	18
图表 65: 2022 年欧美 ARPU 领先 .....	18
图表 66: 中国移动智慧屏零售量快速增长 .....	18
图表 67: 中国移动智慧屏线上市场均价达到 4000 元+ .....	18
图表 68: 2023 年中国移动智慧屏线上市场品牌销量份额 .....	19
图表 69: 部分主流品牌移动智慧屏规格 .....	19
图表 70: 移动智慧屏、智能投影的销量渗透率变化趋势 .....	19
图表 71: 中国移动智慧屏零售量规模有望突破百万台 .....	20
图表 72: 中国移动智慧屏市场规模有望达到 40 亿元+ .....	20
图表 73: 中国学习平板市场出货量整体增长 .....	20
图表 74: 中国学习平板线上零售规模及均价提升 .....	20
图表 75: 中国学习平板大屏化发展趋势明显 .....	21
图表 76: 中国学习平板中高端产品份额提升 .....	21
图表 77: 2023Q2 中国学习平板电脑 TOP5 厂商出货份额 .....	21
图表 78: 中国教育学习终端市场规模 (亿美元) 增长 .....	21
图表 79: 康冠科技收入拆分 .....	22

## 引言

康冠科技作为智能交互平板、智能电视领域的头部代工厂商，其营收和利润受行业需求的周期性影响较大。在 2021-2022H1 期间，IFPD 和 TV 海外需求旺盛，公司订单和业绩快速增长；随着 2022H2-2023 需求整体下滑，公司业绩逐渐承压。

与此同时，我们关注到行业及公司发生诸多变化：1) 智能交互平板领域，新兴市场的标案正在增多，同时欧美需求有望回归稳态水平；2) 智能电视领域，新兴市场需求及增速稳健，同时公司不断拓展新客户；3) 创新显示领域，公司持续开拓新品类及新客户。

因此，在本篇报告中，我们主要回答三个问题：1) 智能交互平板的拐点在哪里；2) 智能电视的增速有多少；3) 创新显示的空间有多大。

## 一、交互平板的拐点在哪里？

### 1.1 为什么 2021-2023 年呈现周期性？

2022H1 海外 IFPD 出货高增，主要受政策及需求催化、出货前移等因素影响。根据 DISCIEN 数据，2022Q1 海外 IFPD 市场出货 40.94 万台，同比增长 159%，2022H1 出货 84.6 万台，同比增长 56%。海外 IFPD 市场高速增长的原因主要系海外政策红利、出货节奏前移等。

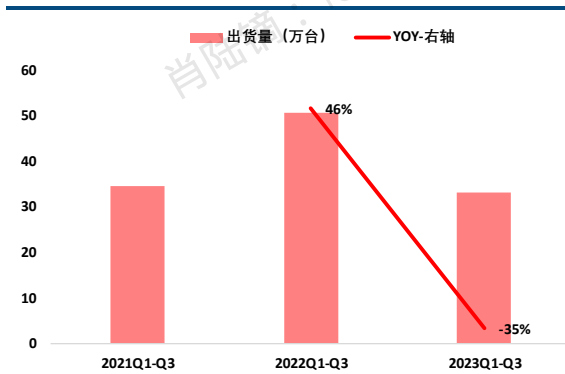
图表 1：2022H1 政策红利及出货前移拉动海外 IFPD 市场出货高增

原因	解析
海外政策红利	海外教育政策密集发布，加速教育科技的应用以满足疫情期间学生的学习需求，美国于 2021 年 3 月发布了第三期教育稳定基金 (ESF)，共计 1700+ 亿美金；土耳其在 2021 年下半年正式发布 7.85 万台 IFPD 标案；意大利在 2021Q4 开始实施《意大利教育的明天》政策；印度教育信息化起量节点是在 2021 年年底。海外政策作用于市场的节点基本是在 2021Q3 开始，因此拉动 2021Q3-Q4 以及 2022Q1-Q2 出货高增。
出货节奏前移	疫情前中国 IFPD 出口旺季主要在 Q2-Q3，因为大部分海外国家暑假放假时间在 6-9 月，以美西航运为例，从订舱到最终清关卸货共计 2 个月左右时间；疫情后航运各个环节时间延长，整体增加 2 个月左右周期，因此出货高峰部分前移至 Q1。

资料来源：各国教育部官网，DISCIEN，中信建投

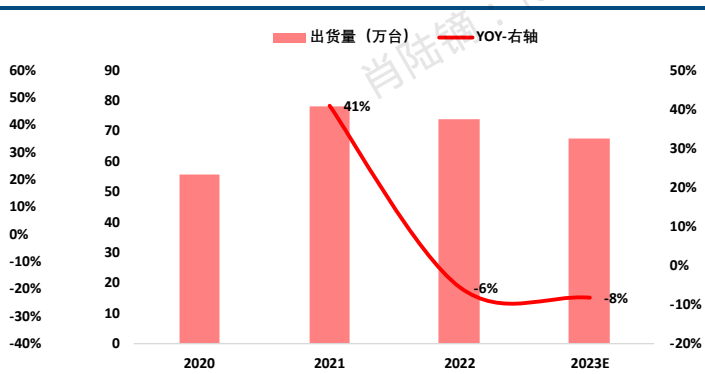
高基数+高库存导致增速难以为继，2022H2 至今国内外 IFPD 出货下滑。根据 DISCIEN 数据，2023H1 全球 IFPD 出货 117 万台，同比减少 14.5%，主要是因为：1) 中国市场受新增需求复苏缓慢、更新换代需求后置、库存压力等因素制约；2) 海外市场受面板及海运价格下滑导致品牌商采购趋于谨慎、航运恢复通畅导致库存增加、美联储加息导致实际终端购买力下降、补贴周期接近尾声等因素影响。

图表 2：2021-2023 前三季度美国教育 IFPD 出货情况



资料来源：DISCIEN，中信建投

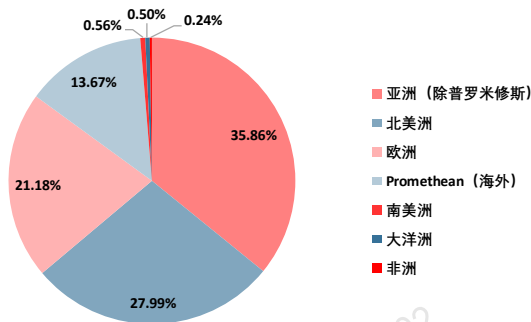
图表 3：2020-2023 年全球会议 IFPD 出货情况



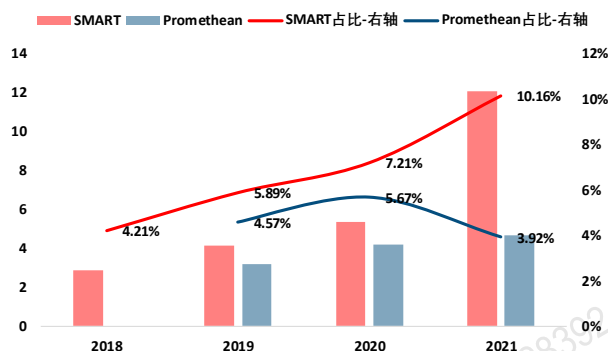
资料来源：DISCIEN，中信建投

康冠智能交互平板主销欧美地区，主要客户为 SMART 和普米，受行业周期  $\beta$  及客户影响较大。2023H1 公司智能交互显示产品销往北美洲和欧洲的占比为 49.17%，加上普米的占比超过 60%，剔除专业类和创新类显示产品，2023H1 智能交互平板基本上 100% 在欧美市场销售。康冠智能交互平板业务服务全球头部品牌商，主要客户是 SMART 和普米，二者营收占公司收入 10%+，并且由于 SMART、普米位列海外教育 IFPD 的 TOP2，2021 年海外市占率合计接近 40%，根据网龙公告，2022 年普米出货量超过 25.3 万台，同比增长 37.5%，2023H1 在美国、德国、英国、意大利和阿联酋五个核心市场的市场份额均位居第一，因此康冠智能交互平板业务收入受行业周期  $\beta$  及头部客户影响较大。

图表 4：2023H1 公司智能交互显示产品区域销售占比



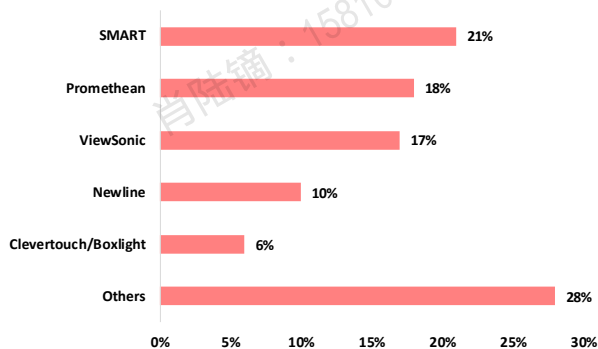
图表 5：SMART、普米收入 (亿元) 占比超过 10%



注：2019-2021 年 Promethean 收入占智能交互显示产品比重约 13.67%。资料来源：公司招股说明书，公司公告，中信建投

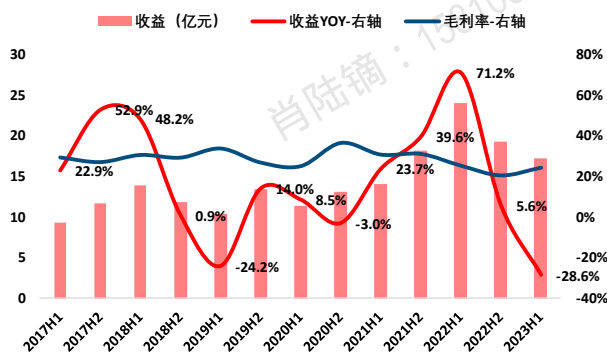
资料来源：康冠科技投资者关系微信公众号，中信建投

图表 6：2021 年海外教育 IFPD 头部品牌市占率



资料来源: DISCIEN, 中信建投

图表 7：2023H1 网龙教育业务（含 Promethean）收入下滑

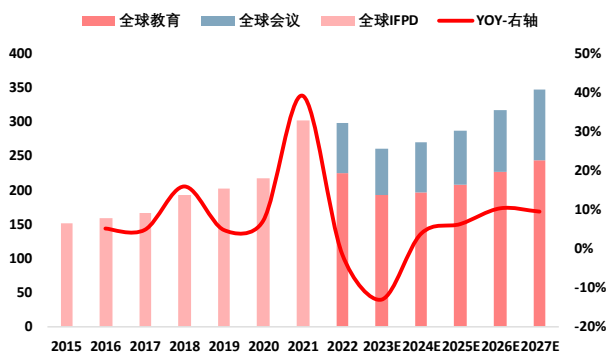


资料来源: 网龙公告, 中信建投

## 1.2 怎么看海外 IFPD 的拐点及空间？

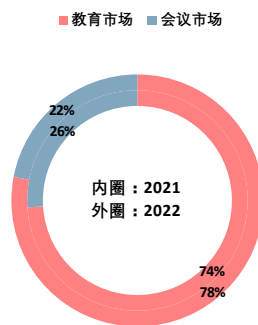
IFPD 主要聚焦教育、会议市场，分别约占 75%、25%。目前，智能交互平板主要聚焦教育教学、企业会议两大市场，其中教育 IFPD 开始于 2013 年中国教育信息化改革，占比较高，会议 IFPD 应用从 2016 年开始，整体渗透率还比较低。根据 DISCIEN、群智咨询数据，当前教育 IFPD 出货量占比约为 75%，会议 IFPD 占比约为 22%。

图表 8：全球 IFPD 出货量及预测（万台）



资料来源: Futuresource, DISCIEN, 中信建投

图表 9：全球 IFPD 出货量结构

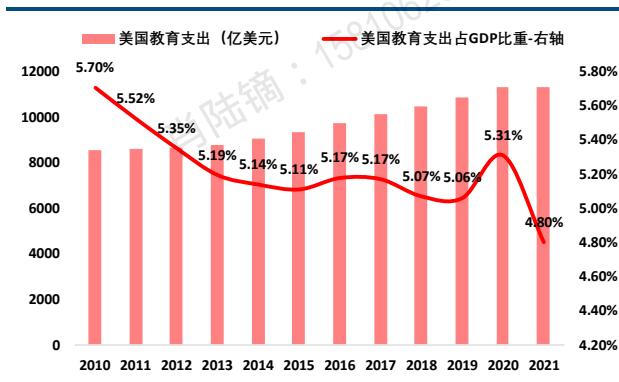


资料来源: 群智咨询, 中信建投

### 1) 教育 IFPD：短期关注欧美政策落地及新兴市场爆发，长期将迎来换机周期及结构升级

美国近年来大力投入资金支持，补贴周期接近尾声，短期存在变量。2020 年以来，美国先后出台一系列法案和政策，完善教育信息化和基础设施建设，支持学生远程教育，补充学生因疫情失去的教育时间等，美国教育稳定基金(ESF)的加持助推美国教育 IFPD 市场政策性集中爆发。截至 2023 年 8 月 31 日，ESF 使用率为 72%，补助将于 2025 年到期，在下一轮更新换代周期来临之前，短期需要关注美联储降息、美国总统选举等变量。

图表 10：美国教育支出占比有所下滑



资料来源：美国人口普查局，美国经济分析局，中信建投

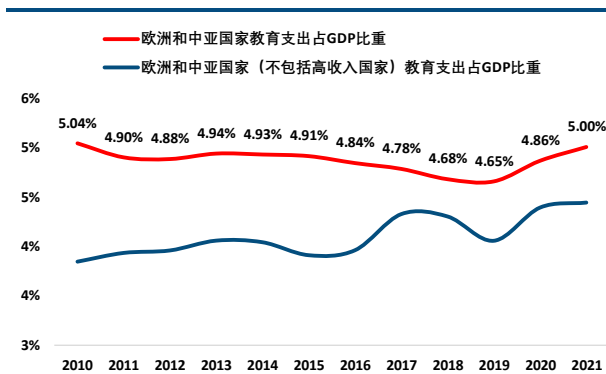
图表 11：美国教育补贴即将进入尾声（截至 2023.8.31）

补贴类型	K12 ESSER	高等教育 基金 HEER	州长补助 基金 GEER	非公立学校补助 基金 EANS	教育稳定 基金 ESF
拨款金额 (亿美元)	1895	752	43.6	55.5	2704
已使用金额 (亿美元)	1178	737	38.9	27.8	1956
使用率	62%	98%	89%	50%	72%

资料来源：美国教育部，DISCIEN，中信建投

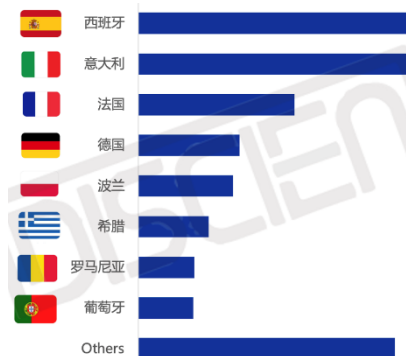
欧洲教育信息化设备普及率仍低，短期市场潜力较大。欧盟大部分国家为发达国家，但整体教育 IFPD 渗透率相对较低，DISCIEN 表示法国、意大利、波兰等国家渗透率均低于欧盟平均水平。疫情爆发后为恢复经济，欧盟委员会发布下一代欧盟计划（NGEU），金额为 8069 亿欧元，其中以欧盟恢复计划（RRF）为主要扶持项目，分配金额达到 7238 亿欧元，实施时间为 2021 年 2 月至 2026 年 12 月，扶持内容包含绿色转型、数字化转型、下一代儿童教育等内容，其中明确提出数字化转型支出占比不低于 20%。以西班牙为例，西班牙在 NGEU 中分得 1400 亿欧元，73 亿欧元用于教育，与教育数字化转型相关金额为 14 亿欧元，其中 8.5 亿欧元明确用于采购 IFPD，DISCIEN 预测西班牙在 2022-2025 年的 IFPD 需求量将超过 20 万台。

图表 12：欧洲和中亚国家教育支出占比整体提升



资料来源：世界银行，中信建投

图表 13：欧盟恢复计划（RRF）津贴分配情况

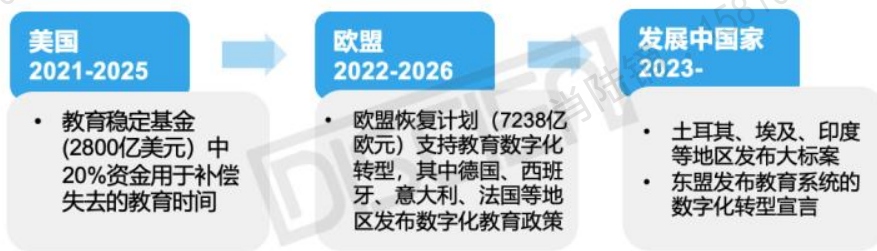


资料来源：EU，DISCIEN，中信建投

发展中国家开启教育信息化，新兴市场爆发填补欧美市场的政策退热。欧美国家近些年逐步普及教育信息化设备，海外 IFPD 市场的目光向发展中国家转移，如土耳其、埃及、印度等国家的大单频出，以及东盟的数字化转型计划等，表明新兴市场的教育信息化开始加速普及。当前新兴市场的教育 IFPD 渗透率较低，根据 DISCIEN 数据，截至 2022 年全球教育 IFPD 渗透率为 21%，其中中国渗透率达到 68%，经合组织渗透率为 33%，印度 K12 渗透率不到 15%，除中国及经合组织外其他国家的 2020 年底渗透率仅为 2.3%，预计发展中国家的教育信息化政策推动渗透率持续提升。发展中国家是当下和未来极具潜力的市场，其 IFPD 市场的爆发一定程度上能够填补欧美市场的补贴到期。



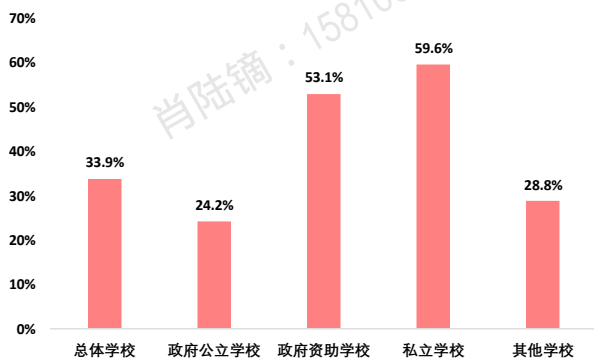
图表 14：海外国家教育信息化加速普及历程分析



资料来源: DISCIEN, 中信建投

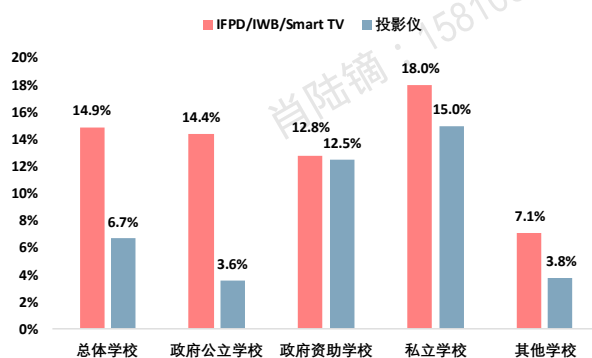
印度教育信息化落后，教育支出增长推动 IFPD 放量。目前印度的教育基础设施建设尚未完善，信息化设备渗透率非常低，根据 DISCIEN 数据，截至 2022 年印度 K12 IFPD 渗透率不到 15%。2020 年印度发布国家教育政策 (NEP)，政策提到投资数字基础设施，开发在线数字教学和学习平台和工具，加强远程教育，到 2030 年保证每所 K12 学校具有两间智慧教室，增加数字化教学工具投资。印度市场具有巨大的人口潜力、低渗透率，叠加教育信息化政策催化，IFPD 市场空间潜力巨大，DISCIEN 数据显示 2022-2023 年印度 IFPD 出货翻倍增长。

图表 15：印度 K12 互联网设施可用的学校占比仅 34%



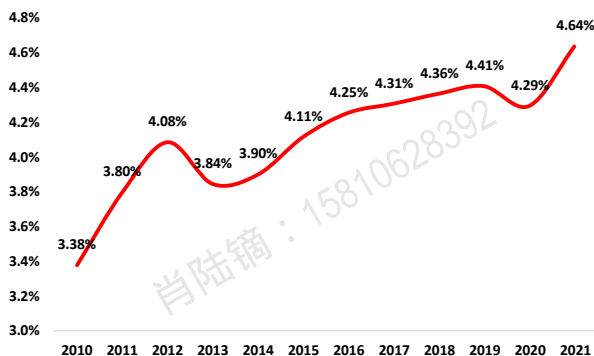
资料来源: 印度教育部, DISCIEN, 中信建投

图表 16：印度 K12 教育 IFPD 渗透率仅 15%



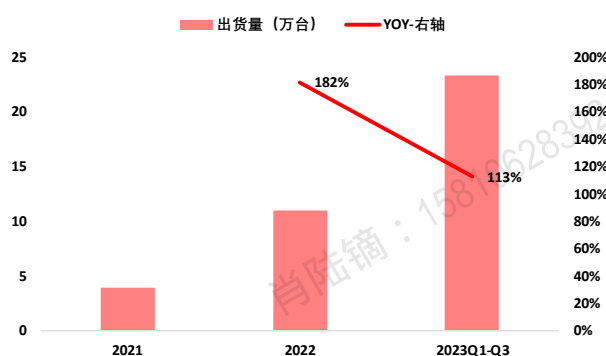
资料来源: 印度教育部, DISCIEN, 中信建投

图表 17：印度教育支出占比快速提升



资料来源: 世界银行, 中信建投

图表 18：印度 IFPD 市场出货量维持翻倍增长

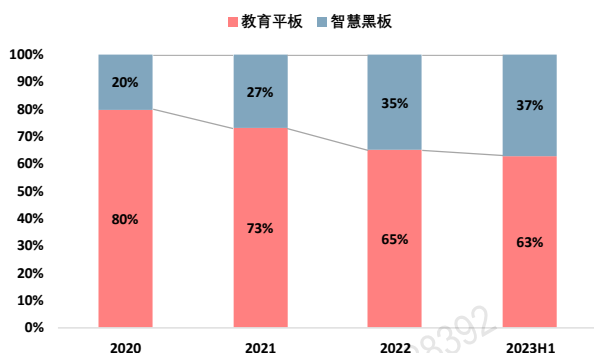


资料来源: DISCIEN, 中信建投

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

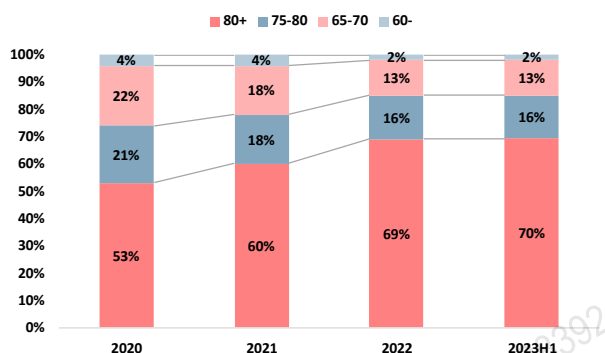
显示和人机交互技术发展推动结构升级，大尺寸占比持续提升。中国教育 IFPD 走在世界前列，技术和结构引领行业发展，根据洛图科技数据，2023Q3 中国投影白板（P-IWB，Projection Interactive White Board）的市场份额跌至 0.5%，液晶白板（L-IWB，LCD Interactive White Board）占比 59.1%，但同比减少 5.5pct，液晶黑板（L-IBB，LCD Interactive Black Board）占比同比提升 6.2pct 至 40.4%；同时，大尺寸产品出货份额提升，2023Q3 中国 85 吋以上产品出货占比 62.0%，同比提升 11.6pct。随着海外教育 IFPD 渗透率和普及度提升，产品结构也会向中国靠拢，Futuresource 资料显示，全球教室仍有超过 500 万台互动白板在使用中，这些采用传统技术的互动白板正在和将会被迅速淘汰。

图表 19：中国教育 IFPD 市场智慧黑板替代教育平板



资料来源：DISCIEN，中信建投

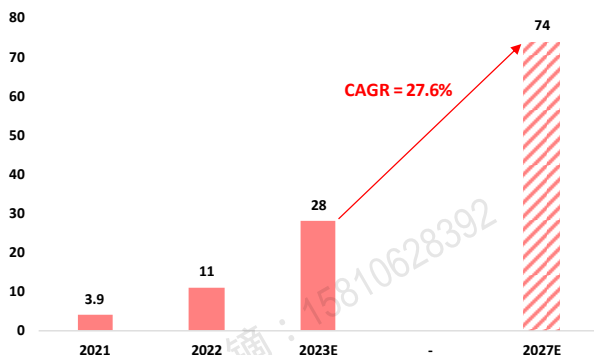
图表 20：中国教育 IFPD 市场大尺寸占比提升



资料来源：DISCIEN，中信建投

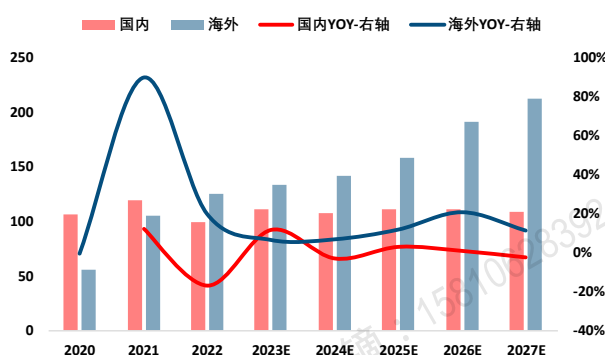
当下海外教育 IFPD 市场总结：成熟市场教育信息化政策将进入后半程，美国关注短期变量，欧洲出货趋于平稳但个别国家仍有增量，新兴市场正在崛起。剔除 2021-2022 年外部因素的影响，全球教育 IFPD 市场在 2020-2023 年之间呈现个位数的年复合增长，我们认为随着成熟市场的更新换代周期到来，以及新兴市场的渗透率提升，2023-2027 年 CAGR 将提升至 6% 左右，其中海外市场 CAGR 将达到 10%+。

图表 21：印度 IFPD 出货量及预测（万台）



资料来源：DISCIEN，中信建投

图表 22：全球教育 IFPD 出货量及预测（万台）

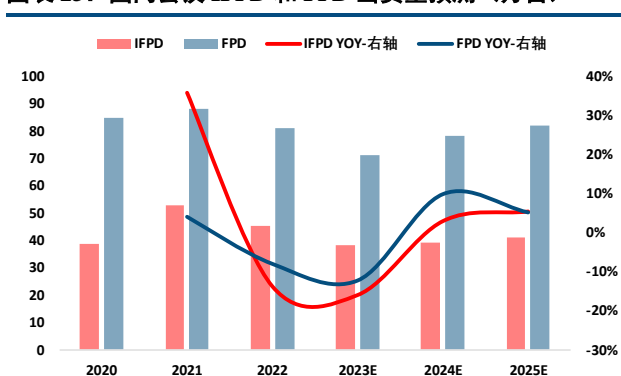


资料来源：DISCIEN，中信建投

2) 会议 IFPD: 经济回暖叠加混合办公需求增加, 国内外市场恢复性回暖

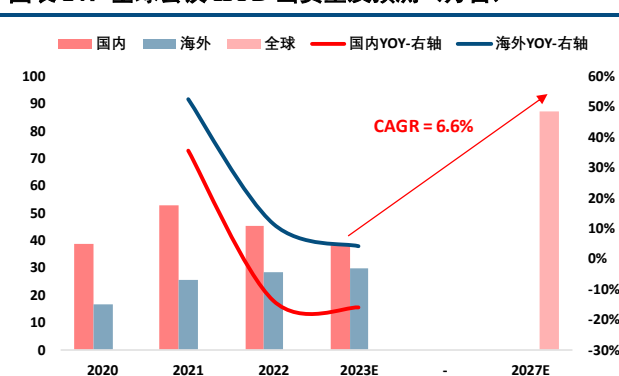
国内外会议 IFPD 市场持续增长, 未来 4 年全球 CAGR 达到 6.6%。2023 年由于全球经济衰退、企业办公需求下降, 国内外会议 IFPD 出货量同步下滑。随着经济逐步回暖、远程协作普及、创新技术驱动, 预计国内外会议 IFPD 市场持续增长。DISCIEN 预计 2027 年全球会议 IFPD 出货量将达到 87.3 万台, 2023-2027 年 CAGR 为 6.6%, 其中 2025 年国内会议 IFPD 出货量将达到 41.3 万台, 2023-2025 年 CAGR 为 2.7%。

图表 23: 国内会议 IFPD 和 FPD 出货量预测 (万台)



资料来源: DISCIEN, 中信建投

图表 24: 全球会议 IFPD 出货量及预测 (万台)

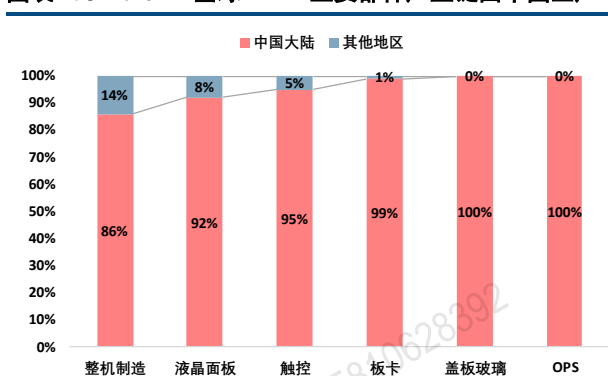


资料来源: DISCIEN, 中信建投

1.3 如何判断竞争格局变化及康冠前景?

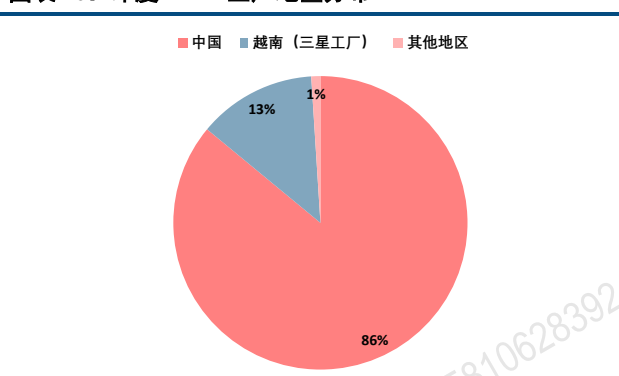
中国具有 IFPD 供应链竞争优势, 受益新兴市场增长。全球 IFPD 主要部件生产制造大部分汇集在中国, 根据 DISCIEN 数据, 全球 IFPD 整机有 86% 在中国生产, 且上游部件的中国制造占比均超过 90%, 中国极具供应链竞争优势。同时, 印度等新市场的崛起也有利于中国代工厂商放量, 印度 IFPD 有 86% 来自中国, 13% 在越南 (三星工厂), 其他地区占比仅为 1%, 印度头部代工制造商均为中国厂商, 比如康佳、视源、鸿合、康冠等。

图表 25: 2023H1 全球 IFPD 主要部件产业链由中国生产



资料来源: DISCIEN, 中信建投

图表 26: 印度 IFPD 生产地区分布



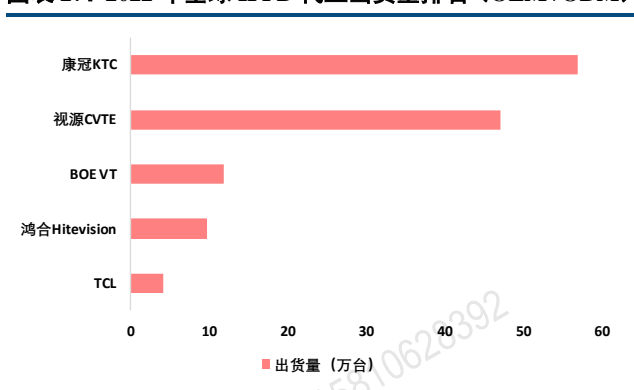
资料来源: DISCIEN, 中信建投

康冠保持海外 IFPD 代工龙头地位, 两条路径实现稳定增长。中国 IFPD 代工集中度高, 根据 DISCIEN 数据, TOP3 代工厂市占率合计 78%, 其中康冠保持海外代工龙头地位, 但 TCL、京东方、惠科、富士康等厂商

也逐步加入代工阵营，抢夺一部分订单。新兴市场方面，中国品牌多以代工业务进入印度市场，TOP10 厂商占据印度 90% 以上 IFPD 供应市场；2023 年 8 月印度发布 IFPD 整机进口限制条令，目前涉及厂商基本均在中国及越南进行生产制造，我们判断有当地工厂或可承接 SKD 出货的厂商受影响较小，康冠属于后者。

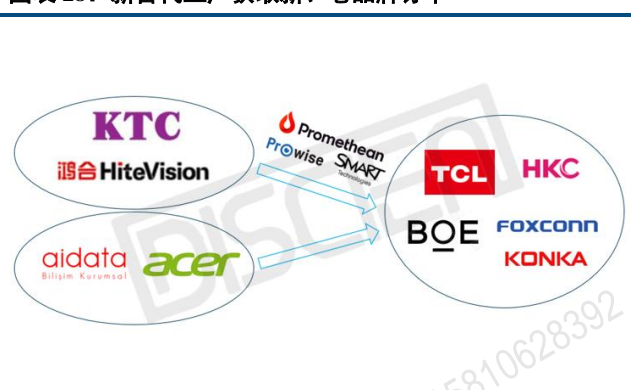
**康冠主要通过两条路径实现未来稳定增长：**1) 核心客户的 ODM 份额保持稳定或增长，比如普米（网龙海外教育业务）已完成分拆上市，市场份额诉求提升，通过 MYND 进军新加坡市场并加速其他地区国家级专案探索，目前已有多个新兴市场国家的专案在进行中，2022Q1 与埃及教育部签署确定性合同，提供 9.4 万台交互平板；2) 拓展新兴市场客户，由于智能电视代工业务主要服务中小区域市场当地龙头品牌客户，在新兴市场具有渠道和客户资源优势，因此康冠推进印度等第三世界国家客户的拓展，有望获得新订单，2023 年以来已取得较好进展。

图表 27：2022 年全球 IFPD 代工出货量排名 (OEM+ODM)



资料来源：DISCIEN，中信建投

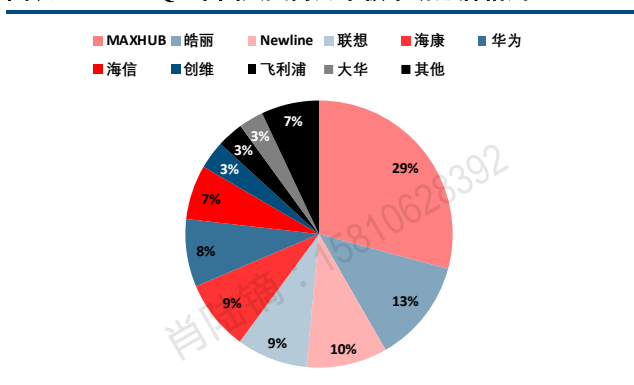
图表 28：新晋代工厂获取新、老品牌订单



资料来源：DISCIEN，中信建投

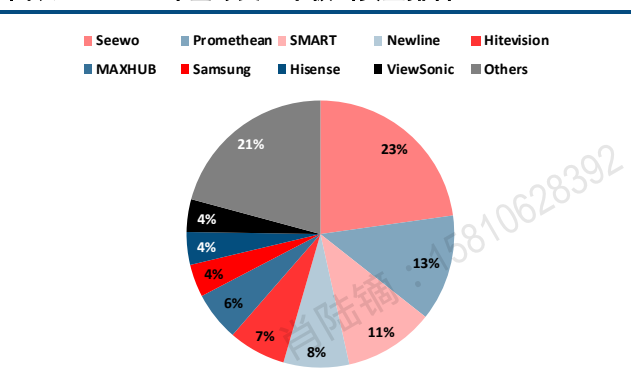
**皓丽跻身国内会议 IFPD 第二名，开拓国内外渠道有望实现快速增长。**康冠通过自有品牌“皓丽”+ODM（客户包括海康、大华、科大讯飞、锐捷、联想等）布局会议 IFPD 市场，皓丽的产品和渠道策略十分灵活，2019 年在库渠道商已超过 300 家，同时其在市场价格及产品等决策方面灵活性较高，实现销量快速增长和品牌认知度提升，2020 年以来稳居国内市场第二名，并且开始拓展海外渠道和市场。1) 中国市场：商用平板品牌格局稳定，根据洛图科技、DISCIEN 数据，2020 年至今皓丽在中国商用交互平板市场出货量份额超过 10%，排名第二，仅次于 MAXHUB。2) 海外市场：根据群智咨询数据，2022 年全球交互平板出货量 TOP5 品牌均专注于教育 IFPD 市场，MAXHUB 占据会议 IFPD 市场龙头地位；皓丽自 2019 年开始启动海外市场战略，产品远销全球 30 多个国家和地区，已经开拓 Michelin、Fonterra、deliveroo 等国际客户，海外市场有望实现快速增长。

图表 29：2023Q3 中国大陆商用平板市场品牌格局



资料来源：洛图科技，中信建投

图表 30：2022 年全球交互平板出货量排名



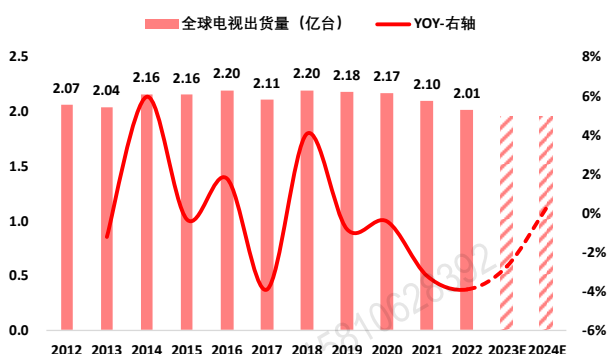
资料来源：群智咨询，中信建投

## 二、智能电视的增速有多少？

### 2.1 怎么看未来全球电视需求空间？

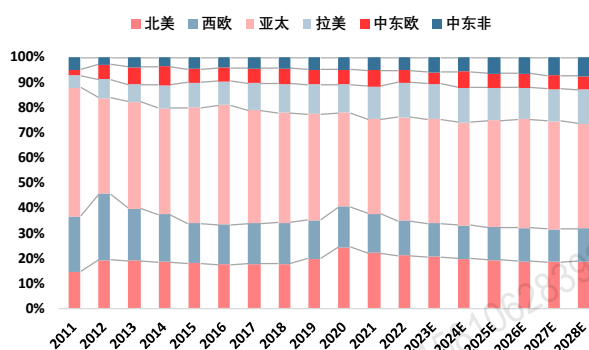
全球电视出货量稳定在 2 亿台左右，新兴市场占比持续提升。近年来，随着全球通货膨胀、地缘政治冲突、经济衰退以及能源危机导致的生活成本紧缩，消费者对电视的需求逐渐减少，电视出货量整体下滑，但总体仍维持 2 亿台左右。与此同时，新兴市场的电视渗透率较低，需求相对刚性，增长潜力较大，出货占比持续提升。

图表 31：全球电视市场进入存量阶段，稳定在 2 亿台左右



资料来源: TrendForce, 中信建投

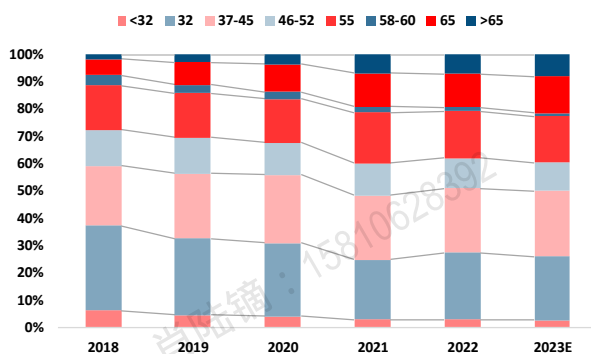
图表 32：全球电视市场分地区出货占比预测



资料来源: TechInsights, 中信建投

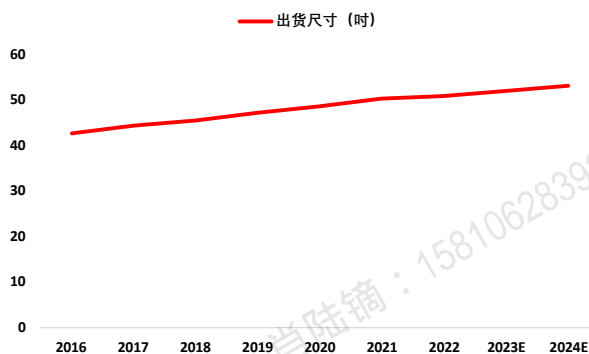
大尺寸化进程持续，新兴市场的更新需求较强。1) 在需求端，电视内容的高清化、住房面积的增长等因素促使用户更换大尺寸彩电；2) 在供给端，超大尺寸的面板价格下跌使得电视成本进一步缩减，从而推动终端售价的下行。并且，随着居民收入增长，新兴市场的小屏换大屏需求更加值得期待。根据群智咨询数据，2018 年全球 65 吋及以上的电视出货量占比不到 10%，预计 2023 年超过 20%；AVC Revo 数据显示，全球电视平均出货尺寸将从 2016 年的 42.7 吋增长至 2024 年的 53 吋，电视市场大屏化趋势延续，大尺寸电视增速领先。

图表 33：全球电视市场各尺寸出货量占比



资料来源: 群智咨询, 中信建投

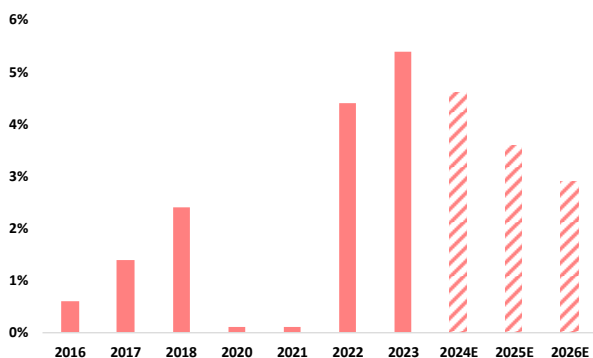
图表 34：全球电视市场平均出货尺寸逐年增长



资料来源: AVC Revo, 中信建投

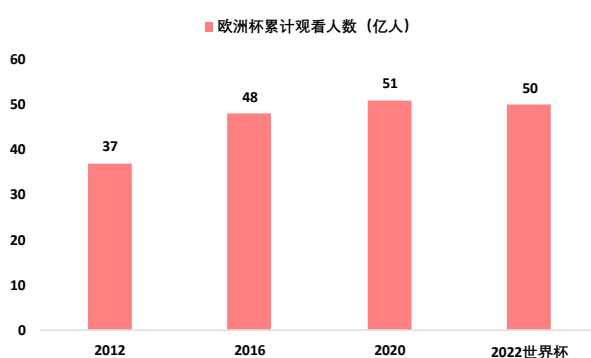
预计 2024 年全球电视市场出货量个位数增长，消费降级及结构升级趋势持续。2024 年世界经济仍将处于复苏通道，叠加赛事拉动下，电视需求预计增长，AVC Revo 预测 2024 年全球电视出货量同比增长 1.5%。其中，美国市场有降息预期，地产销售预计有所好转，预计有望维持小幅增长；欧洲通货膨胀逐步缓解，以及奥运会、欧洲杯等赛事拉动下，预计同比实现正增长；中国地产销售维持低迷态势，叠加消费谨慎和竞品分流，电视出货规模将进一步下探；新兴市场拥有庞大的人口基数、强劲的内需，美元暂停加息有利于提振消费，电视出货规模有望增长。此外，在消费降级和结构升级趋势下，更具性价比的 Local 品牌、渠道品牌、中国品牌将抢占更多市场，其终端需求增加也会推动代工市场的增长。

图表 35：美国联邦基金利率有下降预期，有望推动地产销售



资料来源：美联储，中信建投

图表 36：欧洲杯热度走高，有望刺激电视销售



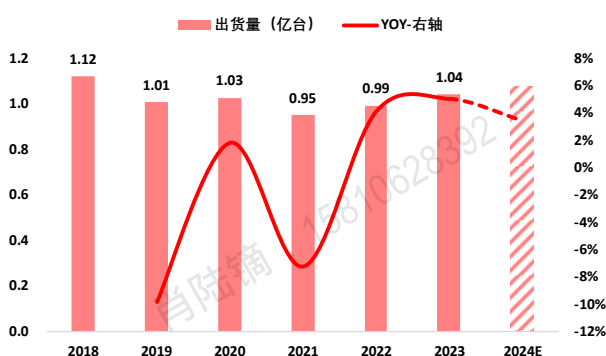
注：该图统计赛事期间观看比赛时间持续一分钟的累计人数。

资料来源：European Commission, DISCIEN, 中信建投

## 2.2 电视代工行业在发生什么变化？

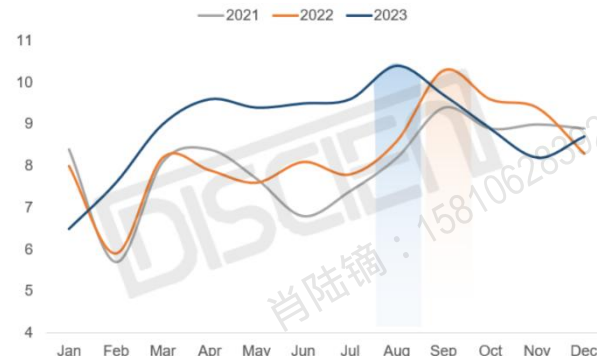
委托加工比例提升，电视代工出货量持续增长。受渠道商补货订单释放、性价比品牌抢占市场、头部品牌利润空间被挤压从而加大代工外发物量等因素影响，2023 年全球电视代工市场出货量同比增长 5.5%。委托加工比例提升主要系：1) 面板价格波动影响品牌商的代工策略和订单节奏，头部品牌增加外放订单以转嫁成本风险；2) 北美渠道品牌在消费降级趋势下规模增长迅速，以代工为主的中小品牌需求复苏。根据洛图科技数据，2023 年全球电视的委托加工比例为 52.6%，同比提升 3.5pct；DISCIEN 预计 2024 年头部品牌加强外发代工以控制成本仍是主要趋势，进一步推动电视代工占比提升，同时中小品牌需求仍然较为坚挺，叠加代工厂自身的代工能力逐渐提高，为代工厂的订单拓展提供了空间，AVC Revo 预计 2024 年代工出货同比增长 3.4%。

图表 37：2022 年以来全球电视 ODM 工厂出货连续增长



资料来源：AVC Revo, 中信建投

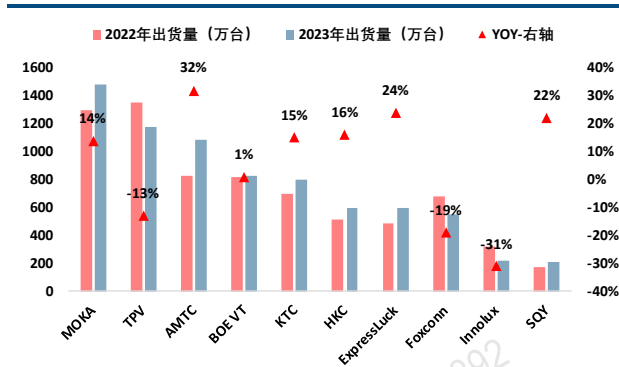
图表 38：2021-2023 年全球电视 ODM 工厂出货 (百万台)



资料来源：DISCIEN, 中信建投

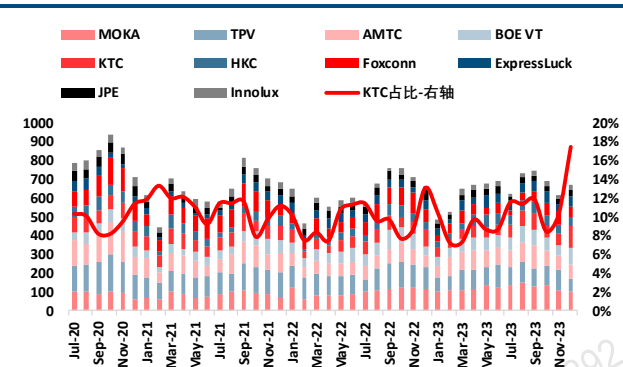
电视代工订单向头部汇聚，面板资源及全球化布局成为核心竞争要素。电视代工市场整体订单呈现增长趋势，但代工厂之间的竞争反而加剧，订单进一步向头部汇聚，头部代工厂增速要快于整体水平，代工厂提升竞争力的核心要素主要系：1) 面板供应的稳定性，在面板厂以销定产的策略下，面板价格的波动加大成本压力，因此客户更加希望代工厂能够提早锁定面板资源，MOKA、BOE VT 和 HKC 在面板资源的响应速度上具备一定优势，三者在今年取得了较高增速；与此同时，KTC、AMTC 等代工厂也通过和面板厂建立并保持长期稳定的合作关系来强化自身面板供应的稳定性。2) 工厂的全球化布局，在全球消费降级和价格竞争趋势下，性价比产品的需求大幅增长，海外工厂带来的成本优势成为抢夺订单的关键因素，MOKA、BOE VT、HKC、AMTC 等代工厂均在越南布局了海外工厂，而如 KTC 等以国内生产为主的代工厂与 Local 工厂的合作也在进一步加深。

图表 39：全球电视 ODM 工厂出货分化



资料来源：DISCIEN，中信建投

图表 40：全球专业电视 ODM 工厂出货量 (万台)



资料来源：洛图科技，中信建投

## 2.3 康冠电视代工有什么竞争优势？

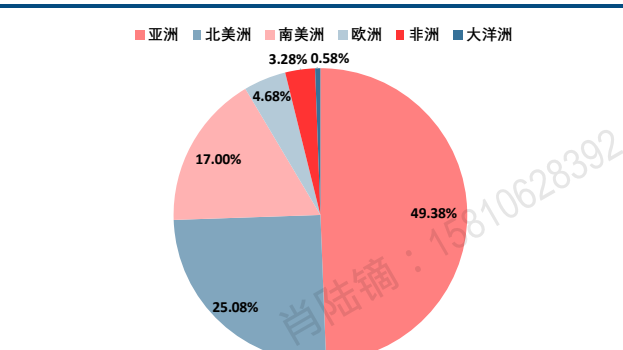
面向新兴市场形成 KDM 服务模式，聚焦 Local King 品牌进行差异化竞争。公司面向发展中国家等新兴市场形成“三模、四擎、一极”的“KDM”服务模式，与智能交互显示产品服务全球头部品牌商不同，智能电视代工业务主要服务中小区域市场当地龙头品牌客户，客户具有产品需求多样、定制化需求高、单笔订单量相对较小的特点，康冠在差异化市场拥有较高的占有率。根据 DISCIEN 数据，2023 年 KTC 出货 800 万台，同比增长 15%，纯代工业务排名全球第五，主要由亚非拉等新兴市场带动，KTC 持续开拓当地客户，并和当地工厂、渠道商建立合作，差异化竞争收获成效，同时导入北美渠道商客户订单也带来增量，推动全年出货增长，AVC Revo 数据显示 2023 年 ONN 出货 590 万台，TrendForce 表示康冠拿下 15% 代工量，即有 90 万台左右的增量。

图表 41：形成三模、四擎、一极的“KDM”服务模式



资料来源：康冠科技投资者关系微信公众号，中信建投

图表 42：2023H1 公司智能电视区域销售占比



资料来源：康冠科技投资者关系微信公众号，中信建投

图表 43：三模、四擎、一极的具体定义

业务合作模式		具体定义
三模	CBU	Completely Built Unit, 整机出货。整机直接出口到客户所在国家, 无需任何加工或组装。
	SKD	Semi Knocked Down, 半散件出货。以半成品的形式出货, 由客户在所在国家的工厂自行组装。此种方式适合部分 SKD 比 CBU 进口关税低的国家。
	CKD	Completely Knocked Down, 散件出货。以全散件的形式出货, 由客户在所在国家的工厂自行贴片、组装。此种方式适合部分 CKD 比 SKD、CBU 进口关税低且制造能力较强的国家。
四擎	JDM	Joint Design Manufacture, 联合设计制造模式, 联合设计并由 KTC 生产。客户和工厂之间共同设计开发, 充分利用各自优势定义产品, 并提供完整解决方案。也就是说 KTC 参与到客户研发、设计产品的过程, 双方把产品设计出来后, KTC 进行小批量试产与验证, 客户再根据测试结果完善产品, 然后由工厂制造, 客户销售。
	ODM	Original Design Manufacture, 原始设计制造模式, KTC 负责设计和生产。KTC 具备独立的设计和研发能力, 并为客户提供定制化的产品, 客户将产品进行品牌包装和销售。
	OEM	Original Equipment Manufacture, 原始设备制造模式, KTC 仅负责生产。KTC 根据客户的需求生产和供应零部件或成品, 客户将产品进行品牌包装和销售。
	EMS	Electronics Manufacturing Services, 电子产品制造服务, 客供物料给 KTC 生产。客户自行研发好电子类成品或半成品, 并提供所有 BOM 物料, 工厂只收取加工费用。KTC 建立专门的客供料仓库, 并根据客户的产品特点和相应的工艺要求, 组织人员安排生产和测试, 并承担相应的制造过程责任。
一极	MTO 合作 (海外客户)	Make To Order, 按订单生产模式。KTC 可以将原材料以半散件或者散件的方式出口到对应地区当地进行组装, 提高整体周转速度的同时减少仓储和物流的成本, 提高资源的使用效率, 将更多的资源投入研发等核心环节, 将持续提高核心竞争力。

资料来源: 公司官网, 公司公告, 中信建投

**小批量多型号柔性化制造, 全球化布局体现优势。**公司在深圳和惠州拥有约 52 万平方米自有产权的智能制造中心、62 条各类主要生产, 并且已在中国香港、中国台湾、韩国首尔、日本东京、美国加州、墨西哥提华纳、阿联酋迪拜、波兰华沙设立全资子公司。公司拟在全球范围内新建多个技术支持及服务中心, 并且拟在中国台湾、泰国、印度、墨西哥、巴西、波兰等地区设立合作工厂, 辐射全球主要智能显示终端市场, 有利于完善服务网络体系、提高技术服务能力, 有利于提高订单响应、交付能力, 有利于防范和抵御国际政治和关税风险。

图表 44：公司设立境外子公司及办事处, 并且布局境外合作工厂



资料来源: 康冠科技投资者关系微信公众号, 中信建投



### 三、创新显示的空间有多大？

目前康冠旗下有 3 个自有品牌，“皓丽 Horion”主要经营智能会议平板类产品，“KTC”主要经营电竞显示器、移动智慧屏等产品，“福比特 FPD”主要经营智能美妆镜、智显屏、平板电脑、VR 眼镜等智能家居类产品；创新类显示产品包括移动智慧屏、智能运动镜、直播机、智能美妆镜、VR 眼镜、投影仪等（电竞显示器目前仍属于专业类显示产品，本文将其归类为创新类显示产品一同分析）。公司在自有品牌方面的战略模式为“自有品牌先行，全球 ODM 并举”，本文主要分析电竞显示器、随心屏、学习机 3 个品类。

图表 45：康冠自有品牌及创新类显示产品（标红品类为创新类显示产品）

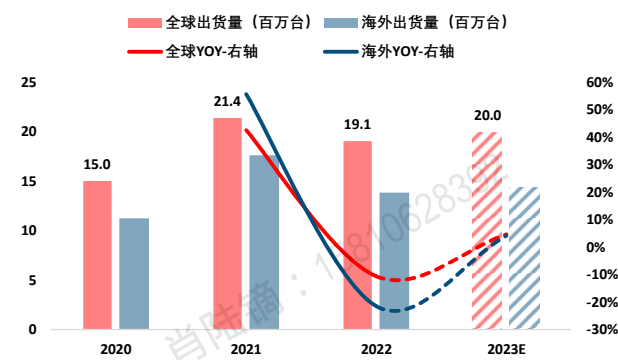


资料来源：公司官网，中信建投

#### 3.1 电竞显示器的前景有多广？

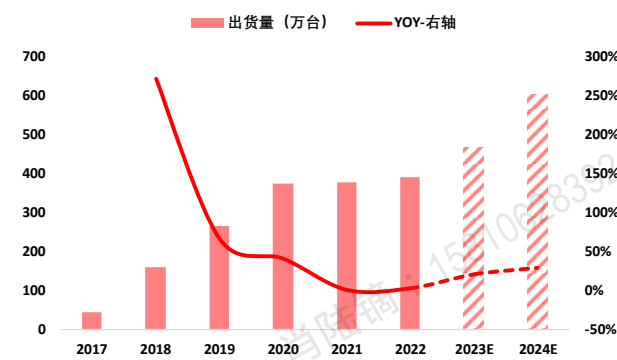
体育营销推动电子竞技认知普及，电竞显示器市场恢复增长。随着 2023 年各项经济活动恢复，赛事举办推动电竞氛围达到高潮，疫情期间所培育的电竞认知加速在市场端普及，同时 Z 世代消费群体对高刷新率、高分辨率和低输入延迟的显示器需求不断增加，因此电竞显示器销量恢复增长。根据 AVC Revo 数据，2023 年全球电竞显示器出货量预计达到 2000 万台，同比增长 5%，2020-2023 年 CAGR 为 10%；根据 AVC Revo、洛图科技数据，2023 年中国电竞显示器销量预计达到 466 万台以上，同比增长超过 20%，2017-2023 年 CAGR 为 49%。

图表 46：2020-2023 年全球电竞显示器出货量 CAGR 为 10%



资料来源：AVC Revo，中信建投

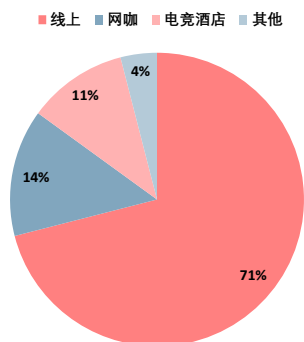
图表 47：2017-2023 年中国电竞显示器出货量 CAGR 为 49%



资料来源：AVC Revo，洛图科技，中信建投

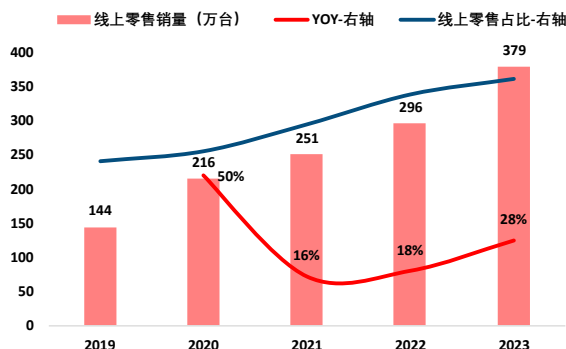
**电竞显示器渠道多元，ToC 玩家需求持续增长。**中国电竞显示器出货渠道多元化，2021 年线上零售占比 71%，网咖、电竞酒店 B 端市场及其他渠道占比 29%，预计线上零售占比逐年提升。随着相关电竞赛事推广以及政策支持，电竞成为亚运会正式比赛项目，玩家对电竞显示器的关注和需求日益增加。根据 AVC Revo 数据，中国电竞显示器线上零售销量达 379 万台，同比增长 28%，电竞渗透率达 50%，同比提升 9pct。

图表 48：2021 年中国电竞显示器渠道分布



资料来源：AVC Revo，中信建投

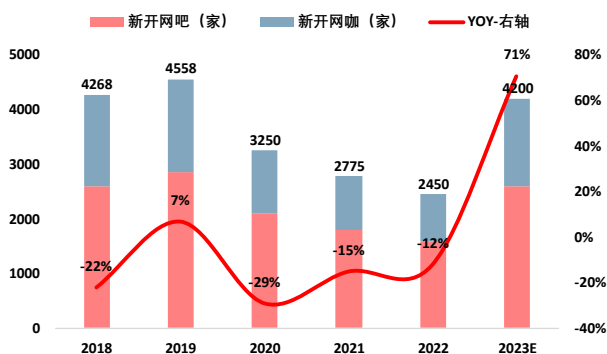
图表 49：2019-2023 年中国电竞显示器线上零售销量



资料来源：AVC Revo，中信建投

**2023 年 B 端市场恢复迅速，助推电竞显示器规模增长。**2023 年 B 端市场回温，网咖、电竞酒店需求积极释放，助推了电竞显示器的规模增长。根据 AVC Revo 数据，截至 2023 年 8 月国内新增网吧/网咖数量超 2400 家，全年预计新增网吧/网咖 4200 家、新增电竞酒店 5500 家，终端数量增加合计超 60 万台。

图表 50：中国新增网咖、网吧数量



资料来源：AVC Revo，中信建投

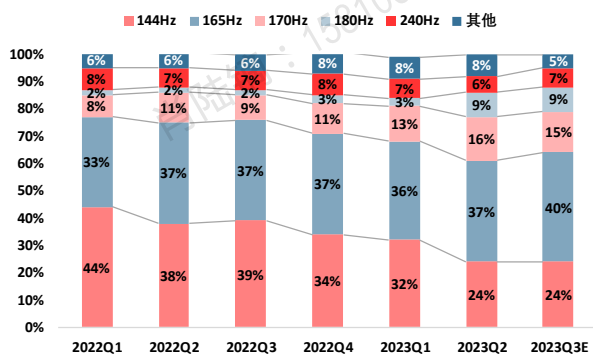
图表 51：2023 年中国电竞显示器 ToB 渠道终端增长量

类型	2023 年预计增量(家)	平均终端数(台)	新增终端数(万台)
网吧	2600	85	22.10
网咖	1600	85	13.60
电竞酒店	5500	45	24.75
合计	9700	62	60.45

资料来源：AVC Revo，中信建投

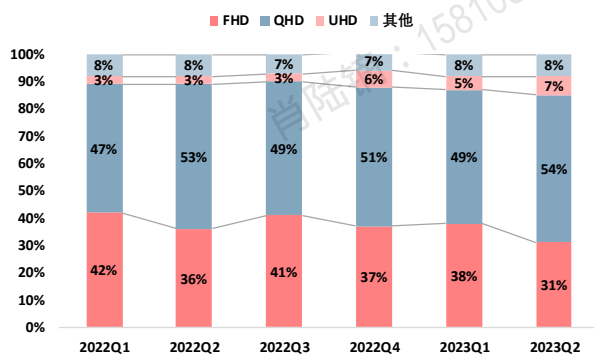
**受益电竞产品结构升级，高刷新率、高分辨率增长显著。**2023 年电竞显示器市场中 165Hz 刷新率和 QHD 分辨率的份额增长最为显著，根据 AVC Revo 数据，2023Q2 国内线上市场电竞显示器 165Hz 及以上产品销量占比达到 68%，其中 165Hz 成为消费电竞显示器市场主流刷新率；2023Q2 电竞显示器 QHD 及 UHD 产品占比达到 61%，其中 QHD 成为当前主流规格。随着优质内容不断涌出和品牌厂商持续产品创新，电竞显示器规格将不断升级以满足更多玩家的需求。

图表 52：中国电竞显示器线上零售刷新率结构变化



资料来源：AVC Revo，中信建投

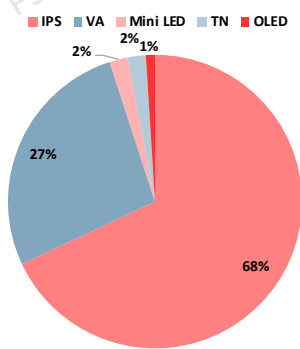
图表 53：中国电竞显示器线上零售分辨率结构变化



资料来源：AVC Revo，中信建投

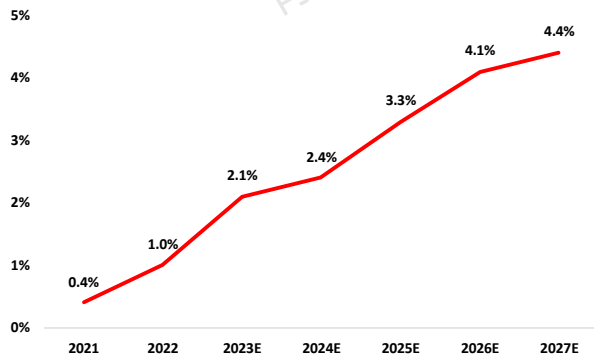
随着消费者对显示画质要求的不断提高，Mini LED 显示器正式步入快速发展阶段。当前 IPS 仍为主流类型，但 Mini LED 热度持续上升，根据 AVC Revo 数据，IPS（包括但不限于如 Nano IPS、Fast IPS 等）为当前电竞显示器主流类型，2023H1 在线上市场销量占比高达 68%；Mini LED 更多应用在高端系列产品上，2023H1 线上渗透率为 2%，渗透率提升推动销量快速增长，洛图科技数据显示 2023 年 Mini LED 显示器国内线上销量同比增长超 90%。DSCC 预计 Mini LED 显示器渗透率持续增长，2024 年渗透率达到 2.4%，预计 2027 年将达到 4.4%。

图表 54：2023H1 中国电竞显示器线上零售面板销量占比



资料来源：AVC Revo，中信建投

图表 55：全球 Mini LED 显示器渗透率持续提升



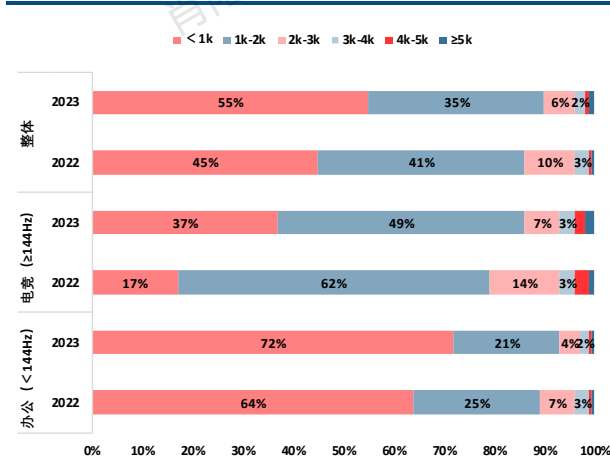
资料来源：AVC Revo，中信建投

电竞显示器市场呈“K”型发布，均价整体走低。电竞显示器市场低价位段及高价位段同比增长明显，中间价位段产品销量收缩，呈现明显“K”型分布，表明品牌商通过价格竞争抢占市场份额是主要竞争手段，同时高端市场需求仍在。根据 AVC Revo 数据，2023Q2 线上显示器均价为 1257 元，同比下滑 13%，线上主流尺寸段均价都有所下滑。低价位市场依靠小米/HKC/泰坦军团/KTC 等国内本土品牌带动销量增长，高价位市场依靠 LG/三星/玩家国度在高端市场拉动。

KTC 电竞显示屏产品布局完善，满足不同价位段用户需求。公司生产的显示器主要应用于游戏电竞领域，国内市场以自有品牌“KTC”的经营模式为主。康冠电竞显示器目前有 29S（平面）、25R（曲面）等 12 个系列共 67 款产品，OLED、Mini LED 和 LCD 各种显示技术产品均有布局，尺寸从 26.5 吋到 47.5 吋，价格从 649

元到 7299 元，充分满足不同价位段的消费者需求。

图表 56：中国显示器线上零售分价格段销量占比



资料来源：AVC Revo，中信建投

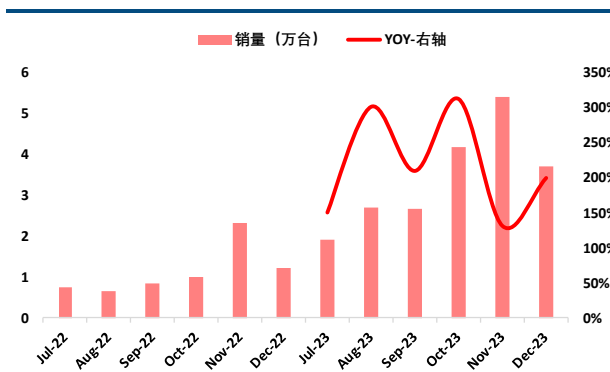
图表 57：KTC 电竞显示器产品矩阵丰富

类型	主要型号	尺寸 (吋)	刷新率 (Hz)	价格 (元)
OLED	G42P5	41.5	138	7299
	G48P5	47.5	120	6299
	G27P6	26.5	240	4999
Mini LED	M32P10	31.5	144	5499
	M27P20 PRO	27	160	4699
	M27P20	27	144	4199
LCD	U32P36	31.5	144	3999
	H27P22P	27	160	2999
	H32S12	31.5	170	1499
	H27T22S	27	170	899

资料来源：公司官网，中信建投

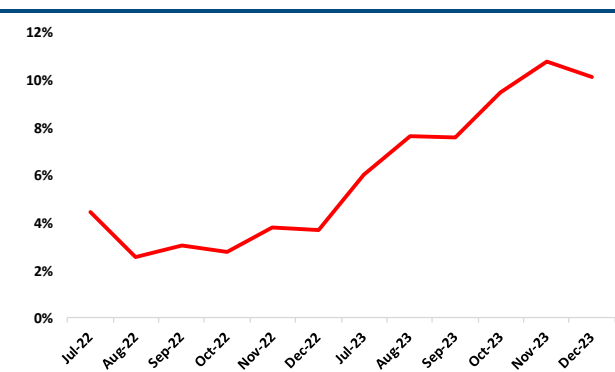
产品力及性价比突出，KTC 持续拓展市场份额。国内电竞显示器市场竞争格局稳定，根据洛图科技数据，AOC、HKC、泰坦军团、KTC 位列中国电竞显示器线上市场销量 TOP4，合计份额达到 46.9%，同比提升 7.1pct。KTC 凭借产品线的扩充、机型的多点爆发，以及价格优势不断拓展市场份额，2023 年连续数月线上销量同比增长幅度都在 100% 以上，线上市占率从 2022H2 的 3% 左右提升至 2023H2 接近 10%。

图表 58：KTC 电竞显示器中国线上市场销量及变化



资料来源：洛图科技，中信建投

图表 59：KTC 电竞显示器中国线上市场销量市占率提升



注：市占率=KTC 电竞显示器线上销量÷中国显示器线上销量。

资料来源：洛图科技，中信建投

预计 KTC 市占率持续提升，2023-2027 年国内销量 CAGR 达 36%。根据 AVC Revo、洛图科技数据测算，2022 年 KTC 国内线上销量约 15 万台，市占率为 2% 左右（占中国显示器线上销量）；2023 年 KTC 国内线上销量约 38 万台，市占率提升至 4% 左右。假设中国显示器销量及线上零售占比持续增长，同时 KTC 市占率稳定提升，测算 2027 年 KTC 国内线上销量达到 130 万台，2023-2027 年 CAGR 为 36%。

图表 60：2022-2027 年 KTC 电竞显示器中国线上零售销量测算

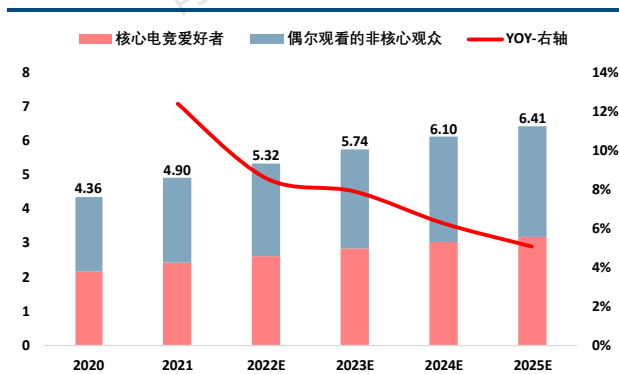
	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
中国电竞显示器出货量（万台）	389	467	600	690	794	913
中国电竞显示器出货量 YOY	3%	20%	28%	15%	15%	15%
中国电竞显示器线上零售销量（万台）	296	379	498	587	690	812
中国电竞显示器线上零售销量 YOY	18%	28%	31%	18%	18%	18%
中国线上零售销量占比	76%	81%	83%	85%	87%	89%
KTC 电竞显示器中国线上零售销量（万台）	15	38	65	82	104	130
KTC 电竞显示器中国线上零售销量 YOY		151%	72%	27%	26%	25%
KTC 电竞显示器中国线上零售销量市占率	5%	10%	12%	13%	14%	15%

注：市占率=KTC 电竞显示器线上销量÷中国电竞显示器线上销量。

资料来源：AVC Revo，洛图科技，中信建投

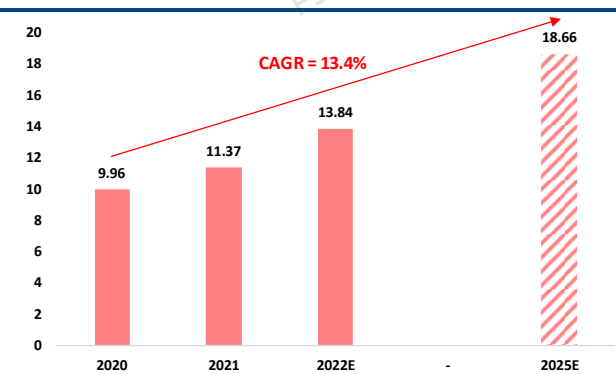
**全球电竞爱好者规模持续扩张，海外市场将推动电竞收入增长。**全球电竞爱好者数量及电竞收入在近些年及以后将持续增长，根据 Newzoo 《2022 全球电竞与游戏直播市场报告》，2022 年全球电竞观众数量达到 5.32 亿人，同比增长 8.7%，预计 2025 年将超过 6.4 亿人；2022 年全球电子竞技收入接近 13.8 亿美元，同比增长 16.4%，中国市场贡献近三分之一，而东南亚、中南亚和拉美是增长最快的地区，2020-2025 年 CAGR 分别为 27.6%、23.4% 和 19.0%，绝对贡献快速提升，2025 年全球电竞收入将超过 18.6 亿美元。

图表 61：全球电竞观众规模（亿人）仍会扩大



资料来源：Newzoo，中信建投

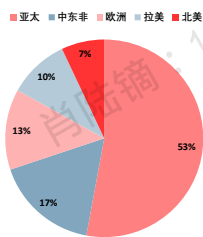
图表 62：全球电子竞技收入（亿美元）持续增长



资料来源：Newzoo，中信建投

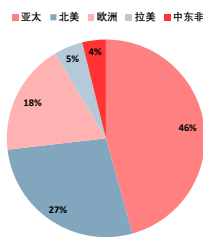
**海外电竞市场空间广阔，ARPU 领先于国内市场。**海外玩家数量及游戏收入占比更多，根据 Newzoo 《2023 全球游戏市场报告》，2023 年全球玩家数量 33.81 亿人，亚太以外地区占比 47%，其中欧美地区占比 20%，中东非、拉美地区增速领先；游戏收入 1840 亿美元，亚太以外地区占比 54%，其中欧美地区占比 45%，中东非、拉美地区增速领先。同时，欧美核心电竞爱好者 ARPU 远高于亚太和新兴市场，均高于 10 美元/人，因此电竞显示器出海有望显著扩展目标人群，扩大消费圈层。

图表 63：2023 年全球玩家分布



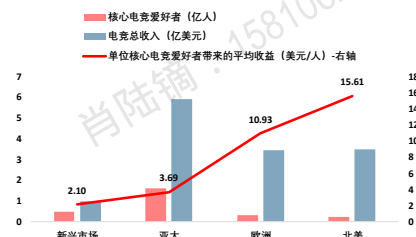
资料来源：Newzoo，中信建投

图表 64：2023 年全球游戏市场分布



资料来源：Newzoo，中信建投

图表 65：2022 年欧美 ARPU 领先



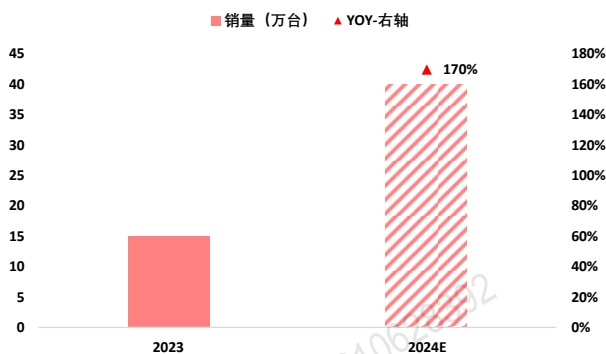
资料来源：Newzoo，中信建投

**KTC 与华为云合作，海外有望保持高速增长。**康冠此前在海外市场以 ODM 服务客户的经营模式为主，2023 年自有品牌“KTC”与华为云达成合作，康冠依托华为云跨境电商平台，拓展 B2C 业务渠道，搭建品牌独立站整合海外数字营销，提升 KTC 品牌曝光与用户沉淀，根据南方日报、华为云数据，KTC 电竞显示器海外业务订单量增长 50%，GMV 提升 300%。随着一站式品牌和营销战略推进，康冠“产品出海”与“品牌出海”有望保持高速增长。共同发展，电竞显示器自 2023 年起在海外进行销售，销售情况良好，2024 年有望保持高速发展。

### 3.2 随心屏是下一个“投影仪”吗？

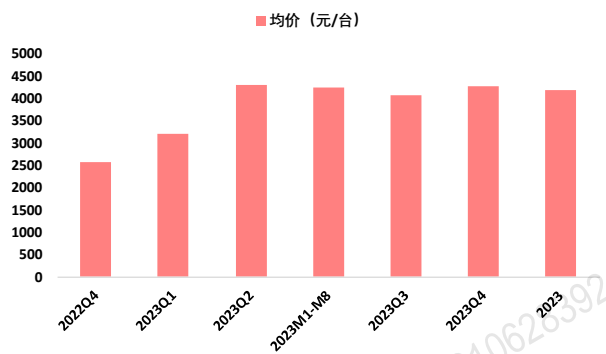
**移动智慧屏品类及场景创新直击用户内心，2023 年成为市场发展元年。**随心屏整合电视、平板、投影仪等产品特点，填补了缝隙的应用场景，满足了消费者的特定需求，成为 2023 年差异化场景下电视的新物种，根据洛图科技数据，2023 年中国移动智慧屏零售量达到 14.8 万台，2024 年预计将达到 40 万台。随心屏价格远高于同尺寸的液晶电视，但仍然收获了不错的销售成绩，主要系消费者愿意为品质生活需求支付更高的溢价，洛图科技数据显示随心屏线上均价超过 4000 元。

图表 66：中国移动智慧屏零售量快速增长



资料来源：洛图科技，中信建投

图表 67：中国移动智慧屏线上市场均价达到 4000 元+

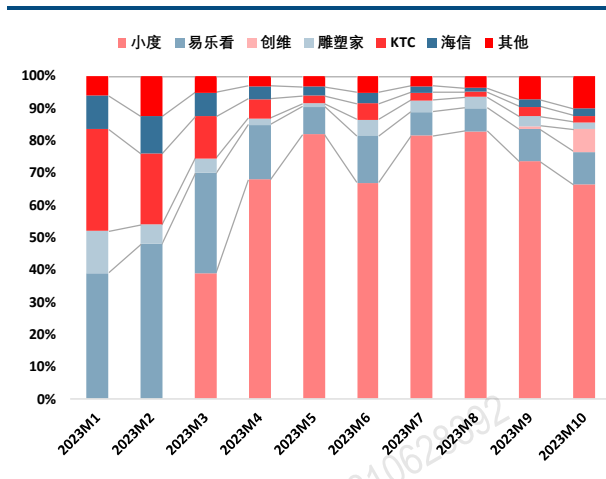


资料来源：洛图科技，中信建投

**新晋玩家持续增多，康冠 ODM+自有品牌 KTC 份额较高。**随心屏被认为是下一个可能的智能硬件蓝海市场，吸引电视厂商（LG/海信/长虹/康佳）、显示器厂商（KTC/雕塑家）、广告机厂商（易乐看）和 IT 厂商（小

度)等入局,根据洛图科技数据,2023Q3 中国市场的在售品牌达到 18 个,较 Q2 增长了 8 家。随着品类热度的增长,随心屏的市场玩家仍在继续增多,创维、当贝以及其他白牌进入有望进一步提升消费者的品类认知度,推高随心屏市场规模。当前品牌阵营多样化,小度(由 KTC 代工)抢得先机,根据洛图科技数据,2023M1-M10 小度线上市场销量市占率超过 70%,双十一大促期间的线上全渠道销量突破 1 万台,同时康冠自有品牌 KTC 凭借性价比优势也拥有一定份额。随着更多品牌进入,康冠有望承接更多 ODM 订单。

图 68: 2023 年中国移动智慧屏线上市场品牌销量份额



资料来源:洛图科技,中信建投

图 69: 部分主流品牌移动智慧屏规格

品牌	型号	屏幕尺寸	分辨率	价格(元)	屏幕类型
LG	StanbyME	27"	1080P	7316	触控面板
易乐看	闺蜜机随心屏	24"/32"	1080P	2699/3699	Incell 类纸
KTC	随心屏	32"	4K	2899/3999	Incell 类纸
长虹	自在屏 HiQ ME	27"	1080P	3797	IPS
康佳	随心屏 A32M1	32"	1080P	3999	IPS
小度	闺蜜机	27"	1080P	4699/4999	Incell 类纸
会参谋	Leaderhub 随心屏	22"/32"	1080P	1799/2999	IPS 类纸
雕塑家	闺蜜机随心屏	27"/32"	2K/4K	2899/4299	IPS-Incell
海信	移动智慧屏 X6H, X7H	27"	1080P	3499/4599	Incell 类纸
当贝	闺蜜机 PadGo	27"	4K	6599	IPS 全贴合

资料来源:DISCIEN,京东,中信建投

部分产品属性与投影仪类似,随心屏有望成为下一个“投影仪”。随心屏与投影仪类似,顺应去客厅化等生活方式的改变,满足可移动、可续航的场景应用需求,符合消费者追求颜值、个性化、体验感的需求升级趋势,并且二者的便携可移动属性也同时踩中租房党的搬家痛点,因此随心屏品类的发展前景可以参考投影仪的渗透率提升趋势。根据洛图科技数据,2023 年中国移动智慧屏的销量渗透率为 0.4%,预计 2024 年达到 1%,而投影仪的渗透率已超过 15%+,随心屏渗透率有望逐年提升,逐渐释放市场潜力。

图 70: 移动智慧屏、智能投影的销量渗透率变化趋势

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E
电视出货量(万台)	5174	5045	4440	3898	3990	3656	3839
电视出货量 YOY		-2.5%	-12.0%	-12.2%	2.4%	-8.4%	5.0%
智能投影销量(万台)	231.9	324.6	372.0	480.3	617.8	586.4	620.0
智能投影销量 YOY		85.5%	40.0%	14.6%	29.1%	28.6%	-5.1%
智能投影渗透率	4.5%	6.4%	8.4%	12.3%	15.5%	16.0%	16.2%
移动智慧屏销量(万台)						14.8	40.0
移动智慧屏销量 YOY							170.3%
移动智慧屏渗透率						0.4%	1.0%

资料来源:洛图科技,中信建投

随心屏产业快速发展+消费群体边界扩大，市场规模有望实现倍数增长。品牌影响力和用户资源强的 IT、家电企业持续加入，推动市场快速发展，在大范围地推广、应用、改善和口碑传播之后，随心屏未来有望成为品质生活的必备用品。目前，随心屏主要客户群体是大城市租房党、独居青年等，现阶段中国租房人口达 2.4 亿，独居人口达 1.25 亿，目标群体规模庞大，参考电视价格中枢下移，随心屏的消费群体边界也将逐渐扩大。假设中国市场电视出货量稳定在 4000 万台左右，随心屏渗透率短期达到 3% 左右，均价下行至 3500 元左右，短期随心屏的销量、销额有 7-8 倍的增长空间。

图表 71：中国移动智慧屏零售量规模有望突破百万台

移动智慧屏销量(万台)	电视出货量(万台)				
	3600	3800	4000	4200	4400
1	36	38	40	42	44
2	72	76	80	84	88
3	108	114	120	126	132
4	144	152	160	168	176
5	180	190	200	210	220

资料来源：洛图科技，中信建投

图表 72：中国移动智慧屏市场规模有望达到 40 亿元+

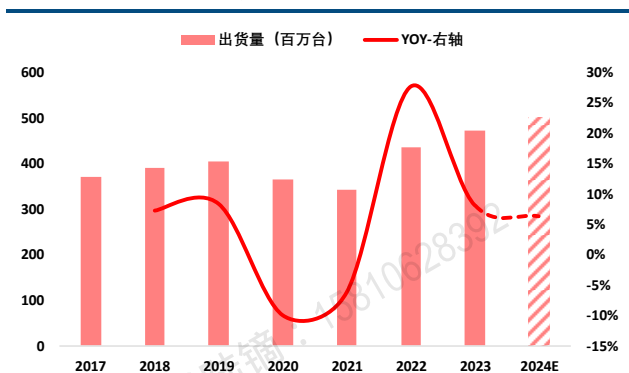
移动智慧屏销量(万台)	移动智慧屏均价(元/台)				
	2500	3000	3500	4000	4500
1	10	12	14	16	18
2	20	24	28	32	36
3	30	36	42	48	54
4	40	48	56	64	72
5	50	60	70	80	90

资料来源：洛图科技，中信建投

### 3.3 学习机能贡献多少增量？

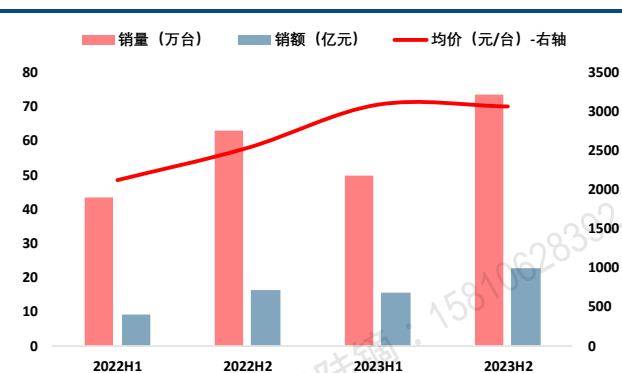
“双减”政策及家庭教育深化，学习平板市场快速发展。1) 从产业环境和需求端来看，“双减”政策并未减少家长对优质教育的需求，以学习平板等智能硬件为主的产品服务模式逐渐强化，家长对家庭教育的重视是学习平板保持增长的根本原因；2) 从行业内部和供给端来看，AI 大模型、类纸屏等新技术出现，学习平板的产品力和美誉度正在不断增强，推动学习平板迅速破圈并持续增长。根据 IDC、洛图科技数据，2023 年中国学习平板市场全渠道销量达到 472.1 万台，同比增长 8.1%，预计 2024 年将达到 502 万台，同比增长 6.4%，2021-2024 年 CAGR 将达 13.6%，并且线上均价由 2022H1 的 2000 元左右提升至 2023H2 的 3000 元以上。

图表 73：中国学习平板市场出货量整体增长



资料来源：IDC，洛图科技，中信建投

图表 74：中国学习平板线上零售规模及均价提升

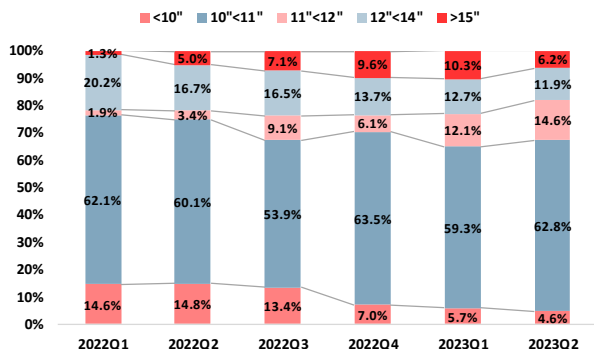


资料来源：洛图科技，中信建投



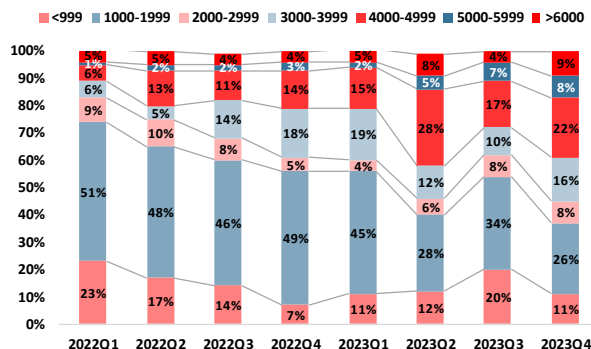
产品结构升级显著，大屏化和中高端趋势明显。2022 年至今，学习平板的产品结构升级明显，一方面体现在大屏化趋势，家长越来越关注高清、护眼功能，适当的大尺寸屏幕可以提高观看舒适度、减缓视觉疲劳感，叠加分屏功能操作更便利，与智能手写笔配合使用体验更佳，因此各大厂商不断开发大屏学习平板，IDC 数据显示 15 吋以上产品的市场份额已超过 15%；另一方面体现在价格带提升，家长为学生教育付费的意愿和预算较高，并且新进入的科技品牌大多从中高端产品切入市场，学习平板成为电子产品中相对罕见的价格不低且还在上涨的优质品类，洛图科技数据显示 3000 元以上的中高端产品份额从 2022Q1 的 17.2% 上升至 2023Q4 的 54.7%。

图表 75：中国学习平板大屏化发展趋势明显



资料来源：IDC，中信建投

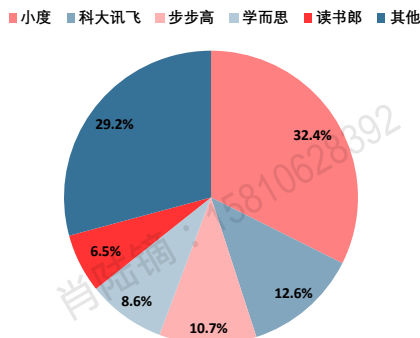
图表 76：中国学习平板中高端产品份额提升



资料来源：洛图科技，中信建投

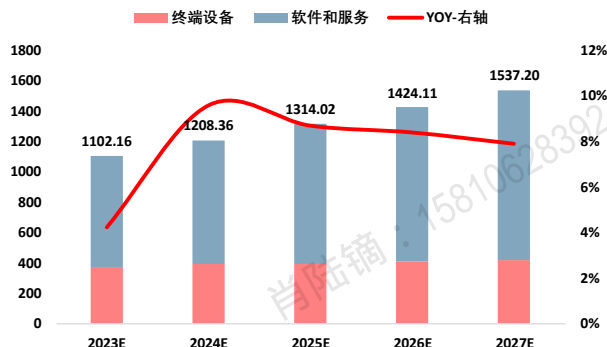
品牌入局百家争鸣，学习平板将迎来更广阔空间。学习平板市场呈现蓬勃发展前景，不断有新厂商争先入局，IT、教培、跨界品牌踊跃进场，在注入更多内容资源和前沿科技的同时，进一步推高市场规模，以 KTC 为代表的 ODM 厂商也有望分一杯羹。根据洛图科技数据，2023H1 中国学习平板线上市场在售品牌数量为 191 个，较上年同期增加了 14 个；并且市场份额开始向一线品牌聚集，TOP10 品牌合计销量份额为 83%，较上年同期提升 11.5pct，以步步高、小霸王、优学派等为代表的传统教育硬件企业市场份额渐渐被以小度、科大讯飞、小猿为代表的新兴科技企业抢占，未来可能形成“多头长尾”的市场品牌结构。2023 年以来，AI 大模型应用成为产品体验的创新方向，小度、科大讯飞、学而思、希沃、作业帮、未来精灵等主流品牌争相推出与大模型结合的学习平板产品，教育终端走向功能个性化和场景增值化，学习平板的教育价值越来越高，有望成为学生的普及式私人辅导老师，学习平板有望在未来一段时间持续增长。根据 IDC 数据，2023 年教育学习终端产品出货量达到 9930 万台，预计 2024 年将超过 1 亿台，预计 2027 年超过 90% 的教育学习终端将搭载 AI 相关功能；2023 年教育学习场景市场规模达到 1102 亿美元，同比增长 4.2%，预计 2024 年同比增长 9.6%，2027 年市场规模将超过 1500 亿美元，2023-2027 年 CAGR 将达 8.7%。

图表 77：2023Q2 中国学习平板电脑 TOP5 厂商出货份额



资料来源：IDC，中信建投

图表 78：中国教育学习终端市场规模（亿美元）增长



资料来源：IDC，中信建投

## 四、盈利预测

交互平板拓展新市场新客户，电视代工受益新兴市场需求增长，自主品牌及创新品类收入规模快速扩张，未来成长前景和盈利空间广阔。我们预测 2023-2025 年公司实现归母净利润 12.03/13.96/16.10 亿元，对应 EPS 为 1.76/2.04/2.35 元，当前股价对应 PE 为 15.85/13.65/11.84 倍，调整为“买入”评级。

图表 79：康冠科技收入拆分

单位：亿元，%	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>智能交互显示</b>	<b>26.47</b>	<b>44.94</b>	<b>46.41</b>	<b>46.12</b>	<b>60.95</b>	<b>73.41</b>
YOY	21.6%	69.8%	3.3%	-0.6%	32.1%	20.5%
毛利率	22.7%	19.4%	28.3%	23.0%	23.6%	24.3%
<b>智能交互平板</b>	<b>17.44</b>	<b>30.99</b>	<b>34.81</b>	<b>23.11</b>	<b>24.96</b>	<b>27.27</b>
YOY	18.5%	77.7%	12.3%	-33.6%	8.0%	9.2%
毛利率	24.3%	22.0%	29.4%	24.0%	24.5%	25.0%
<b>专业类显示</b>	<b>9.02</b>	<b>12.95</b>	<b>8.60</b>	<b>16.81</b>	<b>25.37</b>	<b>31.69</b>
YOY	28.2%	43.5%	-33.6%	95.4%	50.9%	24.9%
毛利率	19.7%	10.4%	25.0%	19.0%	20.0%	21.0%
<b>创新类显示</b>		<b>0.99</b>	<b>3.00</b>	<b>6.20</b>	<b>10.61</b>	<b>14.45</b>
YOY			203.1%	106.7%	71.2%	36.1%
毛利率		25.0%	25.0%	30.0%	30.0%	30.0%
<b>智能电视</b>	<b>44.74</b>	<b>69.37</b>	<b>64.50</b>	<b>72.01</b>	<b>83.39</b>	<b>95.22</b>
YOY	6.8%	55.1%	-7.0%	11.7%	15.8%	14.2%
毛利率	11.1%	12.7%	16.5%	15.9%	15.9%	15.9%
<b>智能电视 ODM</b>	<b>36.19</b>	<b>56.41</b>	<b>55.23</b>	<b>67.90</b>	<b>80.42</b>	<b>92.78</b>
YOY	5.4%	55.9%	-2.1%	22.9%	18.5%	15.4%
毛利率	8.4%	12.1%	17.5%	16.0%	16.0%	16.0%
<b>设计加工 OEM</b>	<b>8.54</b>	<b>12.96</b>	<b>9.26</b>	<b>4.11</b>	<b>2.97</b>	<b>2.44</b>
YOY	13.1%	51.7%	-28.5%	-55.6%	-27.9%	-17.6%
毛利率	22.5%	15.4%	10.7%	14.0%	14.0%	14.0%
<b>部品销售及其他</b>	<b>2.94</b>	<b>4.58</b>	<b>4.96</b>	<b>5.44</b>	<b>6.05</b>	<b>6.74</b>
YOY	17.0%	56.1%	8.3%	9.7%	11.2%	11.2%
毛利率	21.2%	15.3%	14.4%	7.0%	7.5%	8.0%
<b>营业收入合计</b>	<b>74.14</b>	<b>118.89</b>	<b>115.87</b>	<b>123.58</b>	<b>150.39</b>	<b>175.37</b>
YOY	5.4%	60.4%	-2.5%	6.7%	21.7%	16.6%
毛利率	15.6%	15.4%	21.1%	18.1%	18.7%	19.1%
<b>净利润</b>	<b>4.85</b>	<b>9.23</b>	<b>15.16</b>	<b>12.01</b>	<b>13.96</b>	<b>16.07</b>
YOY	-8.7%	90.4%	64.2%	-20.7%	16.2%	15.1%
净利率	6.5%	7.8%	13.1%	9.7%	9.3%	9.2%

资料来源：公司招股说明书，公司公告，中信建投

## 五、风险提示

**1) 市场需求下降:** 智能电视方面，全球电视市场进入存量竞争阶段，欧美及日本等发达国家和地区的市场需求透支效应逐渐显现，同时高通胀导致居民实际购买力下降，电视出货需求将持续低迷。根据 TrendForce 集邦咨询数据，2023 年全球电视出货量约 1.95 亿台 (YOY-2.7%)，创近十年历史新低。智能交互平板方面，DISCIEN 数据显示 2023 年全球教育及会议 IFPD 出货整体下滑，并且行业竞争逐渐加剧。假设 2024 年智能交互平板销量比原有减少 10%，公司整体收入、净利润将减少 1%+，净利率下滑 0.05pct。

**2) 面板价格反弹:** 头部面板厂商库存持续下降，叠加减产幅度扩大，对市场供需形成支撑力。根据 AVC Revo 数据，各尺寸电视面板价格自 2022 年 10 月开始止跌，随后经历小幅度涨价，与 2022 年 9 月相比，75/65/55/50/43/32 吋电视面板均价至 2024 年 1 月共涨价 62/63/45/36/14/9 美元。

**3) 人民币汇率波动:** 汇率长期波动会影响外贸企业的经营战略，美元汇率短期波动较大，根据中国外汇交易中心数据，当前美元兑人民币即期汇率为 7.1 以上，跟去年同期相比处于较高水平。

## 报表预测

### 资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>4,516.12</b>	<b>8,631.66</b>	<b>8,537.03</b>	<b>10,247.40</b>	<b>12,058.54</b>
现金	950.83	2,517.08	2,581.98	3,303.35	4,195.96
应收票据及应收账款	1,725.48	2,153.27	1,991.66	2,423.82	2,826.37
其他应收款	119.53	30.32	102.87	125.20	145.99
预付账款	30.51	23.42	73.48	89.42	104.27
存货	1,657.51	2,163.86	2,248.70	2,718.30	3,153.02
其他流动资产	32.25	1,743.71	1,538.34	1,587.32	1,632.94
<b>非流动资产</b>	<b>861.06</b>	<b>1,261.50</b>	<b>1,134.70</b>	<b>1,003.92</b>	<b>877.42</b>
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	676.27	677.55	592.76	503.99	411.26
无形资产	52.03	50.75	42.29	33.84	25.38
其他非流动资产	132.76	533.20	499.65	466.10	440.78
<b>资产总计</b>	<b>5,377.18</b>	<b>9,893.16</b>	<b>9,671.73</b>	<b>11,251.33</b>	<b>12,935.96</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,646.84</b>	<b>3,925.09</b>	<b>2,860.26</b>	<b>3,461.00</b>	<b>4,017.06</b>
短期借款	226.98	1,410.94	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	1,898.94	1,806.21	2,150.14	2,599.16	3,014.82
其他流动负债	520.92	707.94	710.13	861.85	1,002.24
<b>非流动负债</b>	<b>41.97</b>	<b>37.96</b>	<b>37.96</b>	<b>37.96</b>	<b>37.96</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	41.97	37.96	37.96	37.96	37.96
<b>负债合计</b>	<b>2,688.81</b>	<b>3,963.05</b>	<b>2,898.22</b>	<b>3,498.96</b>	<b>4,055.02</b>
少数股东权益	4.58	10.39	11.28	12.31	13.50
股本	360.00	523.23	523.23	523.23	523.23
资本公积	526.30	2,385.26	2,385.26	2,385.26	2,385.26
留存收益	1,797.50	3,011.23	3,853.73	4,831.56	5,958.94
归属母公司股东权益	2,688.80	5,919.72	6,762.23	7,740.06	8,867.44
<b>负债和股东权益</b>	<b>5,377.18</b>	<b>9,893.16</b>	<b>9,671.73</b>	<b>11,251.33</b>	<b>12,935.96</b>

### 现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>678.39</b>	<b>495.42</b>	<b>1,852.41</b>	<b>1,123.78</b>	<b>1,352.81</b>
净利润	923.54	1,517.61	1,203.89	1,397.26	1,610.95
折旧摊销	74.82	84.36	126.81	130.77	126.51
财务费用	16.54	-206.99	21.76	-10.30	-13.12
投资损失	-8.38	28.44	-8.00	-8.00	-8.00
营运资金变动	-380.66	-1,196.90	505.64	-388.27	-362.47
其他经营现金流	52.53	268.89	2.32	2.32	-1.06
<b>投资活动现金流</b>	<b>267.03</b>	<b>-1,972.16</b>	<b>5.68</b>	<b>5.68</b>	<b>9.06</b>
资本支出	129.34	243.26	0.00	0.00	0.00
长期投资	391.34	-1,725.54	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-253.65	-489.87	5.68	5.68	9.06
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-515.84</b>	<b>2,965.24</b>	<b>-1,793.19</b>	<b>-408.10</b>	<b>-469.26</b>
短期借款	-435.55	1,183.95	-1,410.94	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-80.29	1,781.28	-382.26	-408.10	-469.26
<b>现金净增加额</b>	<b>426.96</b>	<b>1,535.10</b>	<b>64.90</b>	<b>721.37</b>	<b>892.61</b>

资料来源：公司公告，iFinD，中信建投

### 利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>11,888.75</b>	<b>11,587.04</b>	<b>12,357.78</b>	<b>15,039.24</b>	<b>17,536.97</b>
营业成本	10,061.56	9,138.56	10,115.61	12,228.09	14,183.64
营业税金及附加	33.48	48.84	44.17	53.76	62.68
销售费用	202.56	255.33	278.05	383.50	455.96
管理费用	178.47	274.88	308.94	406.06	455.96
研发费用	476.09	509.06	556.10	721.88	841.77
财务费用	16.54	-206.99	21.76	-10.30	-13.12
资产减值损失	-28.62	-71.16	-43.49	-52.93	-61.72
信用减值损失	-37.22	-37.98	-29.02	-35.32	-41.18
其他收益	105.38	207.65	300.00	300.00	250.00
公允价值变动收益	7.95	22.63	20.00	20.00	20.00
投资净收益	8.38	-28.44	8.00	8.00	8.00
资产处置收益	0.04	-1.19	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>975.96</b>	<b>1,658.87</b>	<b>1,288.63</b>	<b>1,496.01</b>	<b>1,725.18</b>
营业外收入	10.99	11.16	11.07	11.07	11.07
营业外支出	9.22	10.99	8.62	8.62	8.62
利润总额	977.73	1,659.04	1,291.08	1,498.45	1,727.63
所得税	54.19	141.43	87.19	101.20	116.67
<b>净利润</b>	<b>923.54</b>	<b>1,517.61</b>	<b>1,203.89</b>	<b>1,397.26</b>	<b>1,610.95</b>
少数股东损益	0.47	2.01	0.89	1.03	1.19
<b>归属母公司净利润</b>	<b>923.07</b>	<b>1,515.60</b>	<b>1,203.00</b>	<b>1,396.23</b>	<b>1,609.76</b>
EBITDA	1,069.09	1,536.41	1,439.65	1,618.93	1,841.01
EPS (元)	1.35	2.21	1.76	2.04	2.35

### 主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	60.36	-2.54	6.65	21.70	16.61
营业利润(%)	93.39	69.97	-22.32	16.09	15.32
归属于母公司净利润	90.38	64.19	-20.63	16.06	15.29
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	15.37	21.13	18.14	18.69	19.12
净利率(%)	7.76	13.08	9.73	9.28	9.18
ROE(%)	34.39	25.60	17.79	18.04	18.15
ROIC(%)	39.67	45.04	25.77	33.22	34.00
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	50.00	40.06	29.97	31.10	31.35
净负债比率(%)	-26.93	-18.65	-38.12	-42.61	-47.25
流动比率	1.71	2.20	2.98	2.96	3.00
速动比率	1.06	1.53	2.09	2.07	2.11
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	2.21	1.17	1.28	1.34	1.36
应收账款周转率	6.98	5.39	6.28	6.28	6.28
应付账款周转率	7.09	6.42	6.28	6.28	6.28
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.35	2.21	1.76	2.04	2.35
每股经营现金流(最新)	0.99	0.72	2.70	1.64	1.97
每股净资产(最新摊薄)	3.92	8.64	9.87	11.30	12.94
<b>估值比率</b>					
P/E	20.05	12.21	15.39	13.26	11.50
P/B	6.90	3.13	2.74	2.39	2.09
EV/EBITDA	17.52	9.76	11.02	9.52	8.02

## 分析师介绍

马王杰

上海交通大学硕士，曾就职于申万宏源、天风证券和国盛证券。深度覆盖白电、厨电以及各类小家电公司。所在团队曾获得 2016 年新财富家电行业第五名、水晶球第二名；2017 年新财富入围；2018 年金牛奖家电行业最佳团队。

## 研究助理

吕育儒

lvyruru@csc.com.cn

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（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。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

## 中信建投证券研究发展部

北京  
东城区朝内大街2号凯恒中心B  
座12层  
电话：(8610) 8513-0588  
联系人：李祉瑶  
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
上海浦东新区浦东南路528号南  
塔2103室  
电话：(8621) 6882-1600  
联系人：翁起帆  
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
福田区福中三路与鹏程一路交  
汇处广电金融中心35楼  
电话：(86755) 8252-1369  
联系人：曹莹  
邮箱：caoying@csc.com.cn

## 中信建投（国际）

香港  
中环交易广场2期18楼  
电话：(852) 3465-5600  
联系人：刘泓麟  
邮箱：charleneliu@csci.hk