

中信证券研究部

核心观点



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
 纺织服装行业首席
 分析师
 S1010519040006

公司公布 1H24 业绩公告，营收/归母净利润同比分别+32.8%/-24.9%，其中创新类显示产品&智能电视出货量高增，利润下滑主系 1H24 原材料价格（面板）快速上升背景下，公司价格传导相对滞后。展望下半年，面板价格或相对平稳，我们预计在公司产品销量高增、规模效应逐步体现背景下，盈利能力将实现改善。维持“增持”评级。

1H24 业绩回顾：营收高增，盈利仍承压。公司公布 1H24 业绩公告，营收/归母净利润同比分别+32.8%/-24.9%，其中 2Q24 单季度同比分别+34.3%/-23.3%，毛利率 13.9%/同比-4.8pcts，其中 Q2 单季度毛利率 14.9%，同比/环比分别-3.5/+2.3pcts；上半年整体毛利下滑主要系①原材料较去年处于高位，公司成本加成模式下价格传导相对滞后；②毛利率较低的智能电视&创新类显示产品占比提升。费用方面，1H24 公司销售、管理、研发以及财务费用率分别 3.0%/2.4%/4.4%/-0.5%，同比分别+0.6/-0.6/-1.1/+1.0 pcts，其中销售费用率增长主要系广宣费用增加。营业利润率/归母净利率分别 6.2%/6.2%，同比分别-3.8/-4.8pcts。

1H24 业务回顾：创新类显示产品&智能电视高增。1) **智能交互显示产品：**营收 18.2 亿元/同比+7.1%（出货量同比+21.2%），毛利率 23.1%/同比-2.8pcts。其中智能交互业务平板中：公司智能交互平板在生产制造型供应商中的出货量全球排名第一；自有品牌皓丽在国内商用交互平板市场的出货量排名第二。2) **创新类显示产品：**营收 6.5 亿元/同比+94.1%（出货量同比+198.9%），延续高增趋势；毛利率 15.5%/同比-0.3pct。3) **智能电视：**营收 38.1 亿元/同比+52.7%（出货量同比+52.1%），毛利率 9.8%/同比-5.9pcts。4) **设计加工业务：**营收 0.8 亿元/同比-68.3%。5) **部件销售业务：**营收 2.5 亿元/同比+29.5%。

未来展望：面板价格趋稳，期待盈利改善。根据 Wind 数据，过去几个月以来，面板价格逐步趋稳，8 月 65 寸/55 寸液晶显示面板分别 175/129 美元/片，环比分别-3.3%/-4.4%。我们判断公司盈利能力有望在原材料价格逐步趋于稳定、销量高增带动规模效应逐步体现背景下，实现改善。

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：公司公布 1H24 业绩公告，营收/归母净利润同比分别+32.8%/-24.9%。考虑到公司 1H24 利润下滑因素，同时考虑行业竞争加剧，公司未来销售费用投放以及产品单价或有所波动，下调公司 2024~2026 年 EPS 至 1.53/1.76/1.98 元（原预测为 2.11/2.44/2.75 元）。参考行业可比公司现价对应 2025 年估值水平（视源股份 13xPE，鸿合科技 8x PE，均为 wind 一致预期），考虑到公司行业龙头地位，给予公司 2025 年 13x PE，对应目标价 23 元，维持“增持”评级。

康冠科技	001308.SZ
评级	增持 (维持)
当前价	19.45 元
目标价	23.00 元
总股本	687 百万股
流通股本	77 百万股
总市值	134 亿元
近三月日均成交额	40 百万元
52 周最高/最低价	29.75/18.68 元
近 1 月绝对涨幅	-1.77%
近 6 月绝对涨幅	-29.44%
近 12 月绝对涨幅	-19.60%

项目/年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11,587	13,447	16,112	18,170	20,396
营业收入增长率 YoY	-2.5%	16.0%	19.8%	12.8%	12.3%
净利润(百万元)	1,516	1,283	1,053	1,208	1,357
净利润增长率 YoY	64.2%	-15.4%	-17.9%	14.7%	12.4%
每股收益 EPS(基本)(元)	2.96	1.88	1.53	1.76	1.98
毛利率	21.1%	17.8%	15.2%	15.7%	15.8%
净资产收益率 ROE	25.6%	18.5%	13.9%	14.3%	14.4%
每股净资产 (元)	11.31	10.12	11.04	12.33	13.76
PE	6.6	10.3	12.7	11.1	9.8

PB	1.7	1.9	1.8	1.6	1.4
PS	1.2	1.0	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	11.2	13.4	16.1	13.5	11.9

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

注: 股价为 2024 年 8 月 29 日收盘价

1ad559ce868b6a9869fe728fb94a295a

利润表 (百万元)

指标名称	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	11,587	13,447	16,112	18,170	20,396
营业成本	9,139	11,049	13,661	15,309	17,168
毛利率	21.1%	17.8%	15.2%	15.7%	15.8%
税金及附加	49	46	56	67	72
销售费用	255	311	483	545	612
销售费用率	2.2%	2.3%	3.0%	3.0%	3.0%
管理费用	275	327	371	418	469
管理费用率	2.4%	2.4%	2.3%	2.3%	2.3%
财务费用	(207)	(76)	(39)	(6)	(6)
财务费用率	-1.8%	-0.6%	-0.2%	0.0%	0.0%
研发费用	509	617	709	799	897
研发费用率	4.4%	4.6%	4.4%	4.4%	4.4%
投资收益	(28)	(23)	40	40	0
EBITDA	1,543	1,290	1,079	1,286	1,455
营业利润率	14.32%	9.33%	6.57%	6.68%	6.68%
营业利润	1,659	1,254	1,058	1,214	1,362
营业外收入	11	30	17	19	22
营业外支出	11	13	11	12	12
利润总额	1,659	1,271	1,064	1,221	1,372
所得税	141	(13)	11	12	14
所得税率	8.5%	-1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
少数股东损益	2	1	1	1	1
归属于母公司股东的净利润	1,516	1,283	1,053	1,208	1,357
净利率	13.1%	9.5%	6.5%	6.6%	6.7%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,517	1,545	2,213	2,844	2,779
存货	2,164	2,340	2,788	3,333	3,626
应收账款	2,137	3,636	3,210	3,961	4,675
其他流动资产	1,814	4,278	4,176	4,216	4,322
流动资产	8,632	11,799	12,388	14,355	15,403
固定资产	678	856	1,101	1,379	1,689
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	51	53	53	53	53
其他长期资产	533	1,383	1,483	1,583	1,683
非流动资产	1,262	2,291	2,636	3,015	3,424
资产总计	9,893	14,091	15,024	17,369	18,827
短期借款	1,411	3,988	4,444	5,498	5,576
应付账款	1,424	2,003	2,177	2,533	2,896
其他流动负债	1,091	1,101	762	808	839
流动负债	3,925	7,092	7,383	8,840	9,311
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	38	51	51	51	51
非流动性负债	38	51	51	51	51
负债合计	3,963	7,143	7,434	8,890	9,362
股本	523	685	685	685	685
资本公积	2,385	2,411	2,411	2,411	2,411
归属于母公司所有者权益合计	5,920	6,936	7,578	8,466	9,451
少数股东权益	10	11	12	13	15
股东权益合计	5,930	6,948	7,590	8,479	9,465
负债股东权益总计	9,893	14,091	15,024	17,369	18,827

现金流量表 (百万元)

指标名称	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税后利润	1,518	1,284	1,054	1,209	1,359
折旧和摊销	84	97	55	72	91
营运资金的变化	-1,197	-1,310	-107	-983	-713
其他经营现金流	90	189	-72	-12	-25
经营现金流合计	495	259	930	285	711
资本支出	-239	-206	-400	-450	-500
投资收益	-28	-23	40	40	0
其他投资现金流	-1,704	-3,054	14	15	13
投资现金流合计	-1,972	-3,283	-346	-395	-487
权益变化	2,029	0	0	0	0
负债变化	-29	311	456	1,054	78
股利支出	0	-454	-411	-320	-372
其他融资现金流	966	2,140	39	6	6
融资现金流合计	2,965	1,997	85	740	-288
现金及现金等价物净增加额	1,488	-1,027	668	630	-64

主要财务指标

指标名称	2022	2023	2024E	2025E	2026E
增长率 (%)					
营业收入	-2.5%	16.0%	19.8%	12.8%	12.3%
营业利润	70.0%	-24.4%	-15.6%	14.7%	12.2%
净利润	64.2%	-15.4%	-17.9%	14.7%	12.4%
利润率 (%)					
毛利率	21.1%	17.8%	15.2%	15.7%	15.8%
EBITDA Margin	13.3%	9.6%	6.7%	7.1%	7.1%
净利率	13.1%	9.5%	6.5%	6.6%	6.7%
回报率 (%)					
净资产收益率	25.6%	18.5%	13.9%	14.3%	14.4%
总资产收益率	15.3%	9.1%	7.0%	7.0%	7.2%
其他 (%)					
资产负债率	40.1%	50.7%	49.5%	51.2%	49.7%
所得税率	8.5%	-1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
股利支付率	30.0%	32.1%	30.4%	30.8%	31.1%

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；中国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；韩国市场以韩国 KOSDAQ 指数或 KOSPI 指数为基准；日本市场以日经 225 指数为基准；中国台湾市场以台湾加权指数为基准；法国市场以法国 CAC 40 指数为基准；意大利市场以意大利富时 MIB 指数为基准；德国市场以德国 DAX 指数为基准；瑞士市场以瑞士 SMI 指数为基准；英国市场以英国富时 100 指数为基准；新加坡市场以新加坡海峡时报指数为基准；泰国市场以泰国 SET 指数为基准；印度尼西亚市场以印度尼西亚 JCI 指数为基准；马来西亚市场以富时大马吉隆坡综合指数为基准；巴西市场以巴西 IBOVESPA 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.citics.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述任何观点的背书。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）042/11/2022。

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载任何观点的背书。

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：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。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@clsa.com。

马来西亚：本研究报告由中信证券制作。对身在马来西亚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载任何观点的背书。

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 2024 版权所有。保留一切权利。