

投资评级 优于大市 首次覆盖

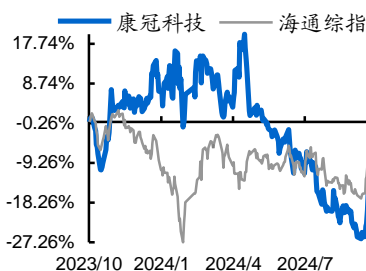
收入稳健增长，业绩受屏价影响承压

股票数据

09 月 30 日收盘价(元)	22.22
52 周股价波动(元)	17.56-29.93
总股本/流通 A 股(百万股)	687/77
总市值/流通市值(百万元)	15257/1707

相关研究

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	13.3	12.8	-1.2
相对涨幅 (%)	-7.7	-6.5	-17.3

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 陈子仪

Tel: (021) 23219244

Email: chenzy@haitong.com

证书: S0850511010026

分析师: 李阳

Tel: (021) 23185618

Email: ly11194@haitong.com

证书: S0850518080005

联系人: 吕浦源

Tel: (021) 23183822

Email: lpy15307@haitong.com

投资要点:

- 公司为全球智能显示行业龙头企业。**公司创建于 1995 年，主要业务包括智能显示相关产品的研发、设计、生产以及销售；主要产品包括智能交互平板、创新类显示产品、专业类显示产品及智能电视等。经过多年在智能终端显示行业的深耕与发展，公司形成了独特的“KDM”发展模式。公司深耕智能显示行业 29 年，通过不断的技术沉淀和经验积累，持续优化产品结构，增强自身竞争力，确保了维持公司稳步上升的体量和行业地位。
- 康冠科技发布 2024H1 中报。**公司 24H1 营业收入 66 亿元，同比+32.76%；实现归母净利润 4.09 亿元，同比-24.89%；扣非归母净利润 3.13 亿元，同比-41.18%。其中 24Q2 实现营收 37.66 亿元，同比+34.27%；实现归母净利润 2.23 亿元，同比-23.32%；扣非归母净利润 1.78 亿元，同比-42.89%。
- 盈利能力方面，**由于各类产品销售量同比增速较快且智能电视单位成本上涨，公司 24H1 整体毛利率同比-4.78pct 至 13.92%，销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.55pct/-0.55pct/-1.13pct/+1.08pct 至 3%/2.42%/4.42%/-0.49%，24H1 归母净利润率同比-4.76pct 至 6.19%。其中 24Q2 毛利率同比-3.5pct 至 14.91%，销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.26pct /-0.7pct /-1.73pct/+3.25pct 至 2.91%/2.21%/4.08%/0.21%，24Q2 归母净利润率同比-4.46pct 至 5.93%。
- 深化差异性战略优势，各项业务持续拓展。**分产品看，智能交互显示产品 24H1 实现收入 18.17 亿元，同比+7.08%，毛利率为 23.11%，同比-2.75pct，出货量同比上升 21.22%；创新类显示产品营业收入稳定增长，实现收入 6.45 亿元，同比+94.13%，毛利率为 15.54%，同比-0.28pct，出货量同比增长 198.92%；智能电视实现收入 38.09 亿元，同比+52.66%，毛利率为 9.75%，同比-5.93pct，出货量同比增长 52.17%。
- 分地区看，**24H1 公司国内/国外收入分别为 10.7/55.31 亿元，分别同比+28.29/+33.66%，毛利率分别-2.73/-5.2pct 至 12.48%/14.2%。整体来看智能显示行业海外需求逐步恢复，预计新兴市场将持续体现需求。
- 盈利预测与投资建议。**公司稳居智能显示行业龙头，凭借柔性化制造和差异化定制等核心竞争力，在智能显示行业取得领先地位，在物联网、5G、人机交互技术在智能显示产品上的深度运用下，有望逐步打造新增长曲线。我们预计公司 24-26 年归母净利润为 10.7/ 12.6/ 15.8 亿元，同比-17%/ 18%/ 25%，给予公司 24 年 13-16x PE 估值，对应合理价值区间为 20.15-24.80 元，给予“优于大市”评级。**风险提示：**原材料价格波动，行业竞争加剧等。

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万)	11587	13447	15375	17116	18960
(+/-)YoY(%)	-2.5%	16.0%	14.3%	11.3%	10.8%
净利润(百万元)	1516	1283	1065	1260	1575
(+/-)YoY(%)	64.2%	-15.4%	-17.0%	18.3%	25.0%
全面摊薄 EPS(元)	2.21	1.87	1.55	1.84	2.29
毛利率(%)	21.1%	17.8%	15.8%	16.3%	17.3%
净资产收益率(%)	25.6%	18.5%	14.0%	15.2%	17.1%

资料来源: 公司年报(2022-2023)、海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

- 核心假设：分产品看，受欧美通胀及疫情影响，23 年智能交互平板出货量经历短暂下滑。随着海外需求的逐步恢复，以及 AI 渗透率进一步提升，我们预测公司收入将持续获得增长。专业类显示产品方面，电竞体育化的持续发展衍生出了电竞主题酒店和电竞直播等市场，电竞市场的需求起量将可能会促进公司电竞显示产品渗透率的提升。目前，全球发达地区的智能电视行业已相对成熟，而“一带一路”国家、新兴市场国家智能电视渗透率相对发达地区仍有较大增长空间，公司作为智能显示行业龙头，有望进一步开拓海外市场。从业务端看，随着后续自有品牌的快速发展以及产品结构升级，针对不同市场定位的产品线将持续扩张，公司毛利率有望进一步提升。

表 1 公司分产品收入数据预测 (亿元)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
分产品总收入	115.87	134.47	153.75	171.16	189.60
yoy	-2.5%	16.0%	14.3%	11.3%	10.8%
智能电视	55.23	72.90	85.52	96.89	109.87
yoy	-2.1%	32.0%	17.3%	13.3%	13.4%
智能交互显示业务	46.41	38.41	42.18	46.04	49.46
yoy	3.3%	-17.2%	9.8%	9.1%	7.4%
创新类显示产品	-	9.62	12.02	13.82	15.62
yoy	-	128.9%	25.0%	15.0%	13.0%
部品销售业务	4.96	9.27	9.64	9.93	10.13
yoy	8.3%	86.8%	4.0%	3.0%	2.0%
其他业务	9.26	4.26	4.39	4.48	4.52
yoy	-28.5%	-54.0%	3.0%	2.0%	1.0%

资料来源：公司财报 (2022-2023)，海通证券研究所

表 2 公司单季度数据对比 (%)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
营业总收入 (亿元)	27.29	30.08	33.46	25.05	21.67	28.05	35.90	48.85	28.35	37.66
yoy	22.12	15.52	-6.82	-27.60	-20.57	-6.76	7.29	95.04	30.80	34.27
qoq	-21.13	10.23	11.24	-25.15	-13.47	29.41	28.00	36.08	-41.97	32.84
综合毛利率	18.60	20.48	19.30	27.12	19.07	18.41	16.09	18.23	12.61	14.91
销售费用率	1.85	2.14	2.10	2.80	2.20	2.65	2.13	2.29	3.12	2.91
毛利率-销售费用率	16.75	18.34	17.19	24.32	16.87	15.76	13.96	15.93	9.49	12.00
管理费用率	1.84	2.37	2.09	3.32	3.05	2.91	2.22	2.03	2.69	2.21
财务费用率	-0.00	-2.60	-4.32	0.63	0.33	-3.04	0.05	0.01	-1.41	0.21
营业利润率	9.76	16.08	14.98	16.29	11.76	8.68	9.21	8.71	6.40	6.06
税前利润率	9.90	16.03	15.05	16.11	11.79	8.77	9.14	9.03	6.55	6.01
所得税率	15.54	4.06	9.10	8.45	0.87	-18.70	2.31	5.35	0.71	1.34
净利润率	8.36	15.34	13.66	14.74	11.67	10.39	8.93	8.55	6.54	5.93
净利润 (亿元)	2.28	4.61	4.57	3.69	2.53	2.91	3.20	4.18	1.85	2.23
yoy	91.55	250.55	39.58	7.02	10.88	-36.82	-29.91	13.20	-26.69	-23.32

资料来源：公司财报 (2022-2023)，公司 2024 年半年报，海通证券研究所

表 3 报告期数据分析 (%)

% of sales	2022	2023	同比变化	利润率贡献	23H1	24H1	同比变化	利润率贡献
综合毛利	21.13	17.83	-3.30	-3.30	18.70	13.92	-4.78	-4.78
营业税金及附加	0.42	0.34	-0.08	0.08	0.46	0.40	-0.06	0.06
销售费用	2.20	2.31	0.11	-0.11	2.45	3.00	0.55	-0.55
研发费用	4.39	4.59	0.19	-0.19	5.55	4.42	-1.13	1.13
管理费用	2.37	2.43	0.06	-0.06	2.97	2.42	-0.55	0.55
财务费用	-1.79	-0.56	1.22	-1.22	-1.57	-0.49	1.08	-1.08
资产减值损失	-0.61	0.37	0.98	0.98	0.53	-0.52	-1.04	-1.04
投资净收益	-0.25	-0.17	0.07	0.07	-0.36	0.45	0.81	0.81
营业利润	14.32	9.33	-4.99	-4.99	10.02	6.20	-3.82	-3.82
营业外收入	0.10	0.22	0.13	0.13	0.17	0.19	0.03	0.03
营业外支出	0.09	0.10	0.00	-0.00	0.10	0.15	0.05	-0.05
利润总额	14.32	9.45	-4.87	-4.87	10.09	6.24	-3.85	-3.85
所得税	1.22	-0.09	-1.31	1.31	-0.88	0.07	0.95	-0.95
税后利润	13.10	9.55	-3.55	-3.55	10.97	6.17	-4.79	-4.79
归属于母公司所有者的净利润	13.08	9.54	-3.54	-3.54	10.95	6.19	-4.75	-4.75

资料来源: 公司财报 (2022-2023), 公司 2024 年半年报, 海通证券研究所

表 4 可比公司估值情况

代码	公司	收盘价 (元)	市值 (亿元)		EPS (元/股)			PE (倍)		
			2024/9/30	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	
002955.sz	鸿合科技	25.09	59.27	1.37	1.70	2.06	18.38	14.79	12.15	
002429.sz	兆驰股份	5.38	243.55	0.35	0.48	0.58	15.33	11.28	9.26	
002841.sz	视源股份	36.86	256.55	1.97	1.99	2.37	18.73	18.51	15.56	

 注: 表中的 EPS, PE 均来自于万得一致预期;
 资料来源: wind, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标 (元)					营业总收入	13447	15375	17116	18960
每股收益	1.87	1.55	1.84	2.29	营业成本	11049	12947	14323	15682
每股净资产	10.12	11.08	12.11	13.41	毛利率%	17.8%	15.8%	16.3%	17.3%
每股经营现金流	0.38	2.01	1.17	1.84	营业税金及附加	46	55	62	68
每股股利	0.60	0.60	0.71	0.89	营业税金率%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
价值评估 (倍)					营业费用	311	384	419	463
P/E	9.97	12.01	10.15	8.12	营业费用率%	2.3%	2.5%	2.5%	2.4%
P/B	1.84	1.68	1.54	1.39	管理费用	327	347	399	440
P/S	0.95	0.83	0.75	0.67	管理费用率%	2.4%	2.3%	2.3%	2.3%
EV/EBITDA	16.76	11.14	9.47	7.56	EBIT	1192	1207	1417	1748
股息率%	3.2%	3.2%	3.8%	4.8%	财务费用	-76	105	120	135
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.6%	0.7%	0.7%	0.7%
毛利率	17.8%	15.8%	16.3%	17.3%	资产减值损失	50	60	65	70
净利润率	9.5%	6.9%	7.4%	8.3%	投资收益	-23	-24	-30	-32
净资产收益率	18.5%	14.0%	15.2%	17.1%	营业利润	1254	1092	1288	1604
资产回报率	9.1%	7.0%	7.7%	9.0%	营业外收支	17	10	9	9
投资回报率	11.0%	10.1%	11.2%	12.9%	利润总额	1271	1102	1297	1613
盈利增长 (%)					EBITDA	1290	1324	1555	1905
营业收入增长率	16.0%	14.3%	11.3%	10.8%	所得税	-13	36	35	37
EBIT 增长率	-18.3%	1.3%	17.4%	23.4%	有效所得税率%	-1.0%	3.3%	2.7%	2.3%
净利润增长率	-15.4%	-17.0%	18.3%	25.0%	少数股东损益	1	1	1	1
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1283	1065	1260	1575
资产负债率	50.7%	49.7%	48.8%	47.4%					
流动比率	1.66	1.66	1.70	1.76	资产负债表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
速动比率	1.01	0.99	1.01	1.07	货币资金	1545	2040	2062	2393
现金比率	0.22	0.27	0.26	0.29	应收账款及应收票据	3741	3457	4038	4537
经营效率指标					存货	2340	2749	3097	3359
应收账款周转天数	77.27	82.25	77.25	79.69	其它流动资产	4173	4129	4161	4198
存货周转天数	73.38	70.75	73.46	74.10	流动资产合计	11799	12374	13358	14486
总资产周转率	1.12	1.05	1.09	1.12	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	17.54	15.96	15.09	15.01	固定资产	856	1071	1198	1328
					在建工程	46	31	26	26
					无形资产	53	62	67	74
					非流动资产合计	2291	2774	2906	3047
现金流量表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E	资产总计	14091	15148	16264	17533
净利润	1283	1065	1260	1575	短期借款	3988	3988	3988	3988
少数股东损益	1	1	1	1	应付票据及应付账款	2588	2777	3126	3445
非现金支出	155	57	73	86	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	40	-44	22	24	其它流动负债	516	708	765	819
营运资金变动	-1220	301	-555	-425	流动负债合计	7092	7473	7879	8252
经营活动现金流	259	1379	801	1262	长期借款	0	0	0	0
资产	-206	-320	-261	-289	其它长期负债	51	57	57	57
投资	-3100	0	0	0	非流动负债合计	51	57	57	57
其他	22	-235	-30	-32	负债总计	7143	7530	7936	8309
投资活动现金流	-3283	-555	-292	-321	实收资本	685	687	687	687
债权募资	311	0	0	0	归属于母公司所有者权益	6936	7606	8314	9210
股权募资	0	59	0	0	少数股东权益	11	12	13	15
其他	1686	-406	-487	-609	负债和所有者权益合计	14091	15148	16264	17533
融资活动现金流	1997	-347	-487	-609					
现金净流量	-1017	495	22	331					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 09 月 30 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2023), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

陈子仪 家电行业
李阳 家电行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 格力电器,萤石网络,美的集团,海信家电,长虹华意,欧普照明,极米科技,苏泊尔,TCL 电子,石头科技,小熊电器,三花智控,新宝股份,德昌股份,倍益康,海尔智家,万朗磁塑,比依股份,VESYNC,老板电器,TCL 智家,科沃斯,鸿智科技,九阳股份,飞科电器,海信视像,赛特新材,涛涛车业

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通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。