

## 智能显示代工龙头，创新显示爆发可期

## ——康冠科技首次覆盖报告

康冠科技(001308)

家用电器业/可选消费品

首次覆盖

评级

增持

目标价格

32.00

当前价格:

24.39

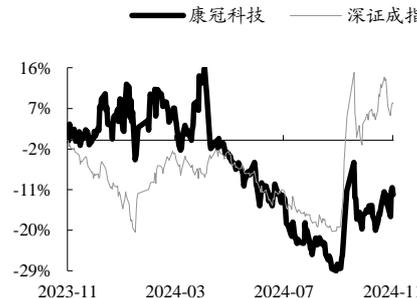
## 交易数据

52周内股价区间(元)	17.79-29.75
总市值(百万元)	16,757
总股本/流通A股(百万股)	687/77
流通B股/H股(百万股)	0/0

## 资产负债表摘要(LF)

股东权益(百万元)	7,174
每股净资产(元)	10.44
市净率(现价)	2.3
净负债率	21.30%

## 52周股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	13%	33%	-3%
相对指数	16%	-2%	-16%

蔡雯娟(分析师)	曲世强(研究助理)	李汉颖(分析师)
021-38031654	021-38031025	010-83939833
caiwenjuan024354@gtjas.com	qushiqiang028674@gtjas.com	lihanying026725@gtjas.com
登记编号 S0880521050002	S0880123070132	S0880524110001

## 本报告导读:

显示代工龙头，“AI+”显示应用落地，打造第二增长曲线。首次覆盖，给予“增持”评级。

## 投资要点:

- 首次覆盖，给予“增持”评级，目标价32元。**我们预测2024-2026年公司EPS为1.2/1.72/2.13元，增速为-36%/+43%/+24%。参考同行业可比公司，结合PE估值及DCF估值方法，考虑公司创新显示业务增速较快，公司进入AI显示落地应用的多元发展期，给予25年目标价32元，对应25年PE 18.6x。
- 与众不同的观点：**市场认为全球黑电市场已进入存量竞争，增量空间有限，且受制于上游面板成本影响，公司业绩弹性差。我们认为公司具备差异化竞争特性，且创新基因已融入显示细分领域，基于出色产研和与下游大客户资源绑定能力，有望在新业务板块突破。
- AI+显示应用落地，打造第二增长曲线。**1) 2022年至2024年，公司加大力度发展创新显示业务，并支持旗下三个自有品牌“KTC”、“皓丽(Horion)”、“FPD”发展，相继推出移动智慧屏、智能美妆镜、VR眼镜、直播机、投影仪、智显屏、OLED悬浮电视等新品；通过AI技术的赋能，围绕智慧显示，构建了多元化的产品矩阵，覆盖了“办公”、“教育”、“医疗”、“娱乐”等多个关键场景，加速构建AI端侧落地应用能力。2024Q1-Q3，创新显示业务收入占比提升至10%左右，预计将撑起公司显示业务第二增长曲线。2) 平板电视全球市场进入存量竞争，智能电视海外需求两极分化，新兴市场需求空间持续增长。公司差异性定位一带一路市场黑电代工业务，服务Local King客户，客户资源稳定。2023年以来引入北美大客户，智能电视业务增长强劲，2024年上半年公司份额在专业代工厂中排名第四，凭借柔性生产与差异化策略，公司智能电视业务有望实现进一步增长。3) 公司智能交互显示(IFPD)行业涵盖智能交互平板业务(教育+会议)、专业类显示产品业务；下游客户为头部教育集团，需求稳健。中长期来看，全球教育与会议类IFPD渗透率均有提升空间，公司稳居IFPD出货第一，未来有望跟随行业迎来进一步增长。
- 催化剂：**公司“AI+”产品应用爆发、海外教育信息化需求复苏。
- 风险提示：**原材料价格波动、行业竞争格局恶化、对美出口关税增加风险。

财务摘要(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	11,587	13,447	15,101	17,591	20,129
(+/-)%	-2.5%	16.0%	12.3%	16.5%	14.4%
净利润(归母)	1,516	1,283	823	1,179	1,462
(+/-)%	64.2%	-15.4%	-35.9%	43.3%	24.1%
每股净收益(元)	2.21	1.87	1.20	1.72	2.13
净资产收益率(%)	25.6%	18.5%	10.5%	13.0%	14.4%
市盈率(现价&最新股本摊薄)	10.78	12.73	19.85	13.86	11.17

请务必阅读正文之后的免责条款部分

**财务预测表**

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,517	1,545	2,391	3,138	4,323	营业总收入	11,587	13,447	15,101	17,591	20,129
交易性金融资产	1,313	1,770	2,279	2,780	2,847	营业成本	9,139	11,049	13,034	14,685	16,737
应收账款及票据	2,141	3,741	3,059	3,903	4,714	税金及附加	49	46	52	60	69
存货	2,164	2,340	2,629	3,142	3,480	销售费用	255	311	451	528	584
其他流动资产	497	2,403	3,018	3,861	4,135	管理费用	275	327	347	405	463
<b>流动资产合计</b>	<b>8,632</b>	<b>11,799</b>	<b>13,377</b>	<b>16,824</b>	<b>19,500</b>	研发费用	509	617	644	739	852
长期投资	0	0	0	0	0	<b>EBIT</b>	<b>1,459</b>	<b>1,192</b>	<b>806</b>	<b>1,309</b>	<b>1,573</b>
固定资产	678	856	1,020	1,078	1,160	其他收益	208	150	161	173	161
在建工程	152	46	40	44	8	公允价值变动收益	23	10	29	21	20
无形资产及商誉	51	53	71	77	85	投资收益	-28	-23	50	0	9
其他非流动资产	381	1,337	1,910	1,913	1,918	财务费用	-207	-76	-2	0	-39
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,262</b>	<b>2,291</b>	<b>3,041</b>	<b>3,111</b>	<b>3,172</b>	减值损失	-109	-57	-11	-59	-42
<b>总资产</b>	<b>9,893</b>	<b>14,091</b>	<b>16,417</b>	<b>19,934</b>	<b>22,672</b>	资产处置损益	-1	0	0	0	0
短期借款	1,411	3,988	5,097	6,847	7,942	<b>营业利润</b>	<b>1,659</b>	<b>1,254</b>	<b>805</b>	<b>1,309</b>	<b>1,612</b>
应付账款及票据	1,806	2,588	2,696	3,127	3,649	营业外收支	0	17	4	0	0
一年内到期的非流动负债	0	2	2	2	2	所得税	141	-13	-11	130	150
其他流动负债	708	513	738	856	886	<b>净利润</b>	<b>1,518</b>	<b>1,284</b>	<b>820</b>	<b>1,179</b>	<b>1,462</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3,925</b>	<b>7,092</b>	<b>8,533</b>	<b>10,832</b>	<b>12,479</b>	少数股东损益	2	1	-3	0	-1
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	1,516	1,283	823	1,179	1,462
应付债券	0	0	0	0	0						
租赁债券	0	5	5	5	5	<b>主要财务比率</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
其他非流动负债	38	46	50	50	50	ROE(摊薄,%)	25.6%	18.5%	10.5%	13.0%	14.4%
<b>非流动负债合计</b>	<b>38</b>	<b>51</b>	<b>55</b>	<b>55</b>	<b>55</b>	ROA(%)	19.9%	10.7%	5.4%	6.5%	6.9%
<b>总负债</b>	<b>3,963</b>	<b>7,143</b>	<b>8,588</b>	<b>10,887</b>	<b>12,534</b>	ROIC(%)	18.2%	11.0%	6.3%	7.4%	7.9%
实收资本(或股本)	523	685	687	687	687	销售毛利率(%)	21.1%	17.8%	13.7%	16.5%	16.9%
其他归母股东权益	5,396	6,251	7,134	8,352	9,443	EBIT Margin(%)	12.6%	8.9%	5.3%	7.4%	7.8%
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>5,920</b>	<b>6,936</b>	<b>7,821</b>	<b>9,039</b>	<b>10,130</b>	销售净利率(%)	13.1%	9.5%	5.4%	6.7%	7.3%
少数股东权益	10	11	8	8	7	资产负债率(%)	40.1%	50.7%	52.3%	54.6%	55.3%
<b>股东权益合计</b>	<b>5,930</b>	<b>6,948</b>	<b>7,829</b>	<b>9,048</b>	<b>10,137</b>	存货周转率(次)	4.8	4.9	5.2	5.1	5.1
<b>总负债及总权益</b>	<b>9,893</b>	<b>14,091</b>	<b>16,417</b>	<b>19,934</b>	<b>22,672</b>	应收账款周转率(次)	6.0	4.7	4.5	5.1	4.8
						总资产周转率(次)	1.5	1.1	1.0	1.0	0.9
						净利润现金含量	0.3	0.2	1.3	0.0	0.7
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	资本支出/收入	2.1%	1.5%	2.1%	1.3%	1.2%
经营活动现金流	495	259	1,072	-54	1,078	EV/EBITDA	9.81	16.76	19.98	13.66	11.38
投资活动现金流	-1,972	-3,283	-1,241	-710	-280	P/E(现价&最新股本摊薄)	10.78	12.73	19.85	13.86	11.17
筹资活动现金流	2,965	1,997	1,021	1,511	386	P/B(现价)	2.76	2.35	2.09	1.81	1.61
汇率变动影响及其他	47	10	-5	0	0	P/S(现价)	1.41	1.21	1.08	0.93	0.81
现金净增加额	1,535	-1,017	846	747	1,185	EPS-最新股本摊薄(元)	2.21	1.87	1.20	1.72	2.13
折旧与摊销	84	99	147	158	181	DPS-最新股本摊薄(元)	0.66	0.60	0.00	0.00	0.60
营运资本变动	-1,175	-1,220	75	-1,670	-873	股息率(现价,%)	2.8%	2.5%	0.0%	0.0%	2.5%
资本性支出	-239	-206	-322	-230	-241						

数据来源: Wind, 公司公告, 国泰君安证券研究

## 目录

1. 业绩预测与估值 .....	4
1.1. 业绩预测 .....	4
1.2. 估值分析 .....	5
2. 公司介绍：立足智能显示，向“AI+”领域多元拓展 .....	6
2.1. 发展历程：差异化定位智能显示，向“AI+”领域多元拓展 .....	6
2.2. 股权结构稳定，核心高管经验丰富 .....	8
3. 创新显示业务：AI+显示落地应用，打造第二增长曲线 .....	9
3.1. 公司自主孵化创新显示业务 .....	9
3.2. 端侧 AI+眼镜应用将发布，从 CHAT 走向 ACT .....	10
4. 智能电视业务：差异化定位一带一路国家， .....	13
4.1. 平板电视全球市场进入存量竞争，新兴市场需求空间持续增长 ..	13
4.2. 发掘柔性制造能力，公司差异化布局新兴市场 .....	14
4.3. 公司 ODM 电视出货行业领先，2023 年拓展北美大客户 .....	16
4.4. 核心面板价格波动收束，盈利周期性改善前景乐观 .....	17
5. 智能交互显示业务结构持续优化，需求高景气推动业绩增长 .....	19
5.1. 智能交互显示产品矩阵丰富，代工和自有品牌并举 .....	19
5.2. 海外教育信息化、商显设备普及，推动全球智能交互平板需求持续 增长；KTC 下游优质客户需求稳健 .....	21
6. 风险提示 .....	23
7. 财务附录 .....	24
7.1. 营收大幅增长，三费战略性上升 .....	24

## 1. 业绩预测与估值

### 1.1. 业绩预测

业绩预测核心假设:

#### 1) 智能电视

公司差异性定位一带一路市场电视代工业务, 服务 Local King 客户, 客户资源稳定; 2023 年以来引入北美大客户, 智能电视业务增长强劲, 2024 年上半年公司份额在专业代工厂中排名第四, 凭借柔性生产与差异化策略, 公司智能电视业务有望实现进一步增长。预计 2025-2026 年公司主动提升一带一路市场代工业务占比, 毛利率压力有所减小。预计 2024-2026 年公司智能电视业务营收分别为 87.1、102.2、115.9 亿元, 毛利率分别为 9.8%、12.5%、12.5%

#### 2) 智能交互显示产品

公司智能交互显示 (IFPD) 行业涵盖智能交互平板业务 (教育+会议)、专业类显示产品业务 (电竞显示+医疗显示+商显); 公司下游为全球头部教育集团优质客户, 需求稳健。中长期来看, 全球教育与会议类 IFPD 渗透率均有提升空间, 公司稳居 IFPD 出货第一, 未来有望跟随行业迎来进一步增长。预计 2024-2026 年公司智能交互显示产品营收分别为 41.1、46.5、52.7 亿元, 毛利率分别为 25.9%、26.9%、27.8%。

#### 3) 创新类显示

2021 年公司推出创新类显示产品类别, 2022 年至 2024 年, 公司加大力度开拓创新品类, 并支持旗下三个自有品牌 “KTC”、“皓丽(Horion)”、“FPD” 的发展, 相继推出移动智慧屏、智能美妆镜、VR 眼镜、直播机、投影仪、智显屏、OLED 悬浮电视等新品。公司通过 AI 技术的赋能, 围绕智慧显示, 构建了多元化的产品矩阵, 覆盖了 “办公”、“教育”、“医疗”、“娱乐” 等多个关键场景。预计公司创新显示业务持续发力, 预计 2024-2026 年公司创新类显示产品营收分别为 14.4、17.5、21.6 亿元, 毛利率分别为 15.0%、16.0%、17.0%。

表1: 分业务板块给予盈利预测, 预计公司 25-26 年盈利能力逐步提升 (百万元)

百万元	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>智能电视 (代工)</b>						
收入	5641	5523	7290	8711	10228	11588
yoy	55.86%	-2.09%	32.00%	19.48%	17.42%	13.30%
毛利率	12.13%	17.50%	15.41%	9.80%	12.50%	12.50%
<b>智能交互显示</b>						
收入	4494	4221	3841	4111	4645	5267
yoy	69.79%	-6.07%	-9.00%	7.02%	12.98%	13.39%
毛利率	19.43%	29.15%	25.92%	25.89%	26.93%	27.81%
<b>创新类显示产品</b>						
收入	99	420	962	1442	1752	2164
yoy	-	324.37%	128.92%	50.00%	21.50%	23.50%
毛利率	-	19.41%	14.42%	15.00%	16.00%	17.00%
<b>设计加工业务</b>						
收入	1296	926	426	188	155	136

yoy	51.71%	-28.51%	-53.97%	-56.00%	-17.50%	-12.00%
毛利率	15.42%	10.65%	12.67%	10.00%	10.00%	10.00%
部品销售 (液晶面板及元部件销售)						
收入	370	496	927	649	811	973
yoy	69.70%	34.08%	86.76%	-30.00%	25.00%	20.00%
总收入	11900	11587	13447	15101	17591	20129
yoy	60.36%	-2.54%	16.05%	12.30%	16.49%	14.43%
归母净利润	923	1516	1283	823	1179	1462
yoy	90.38%	64.19%	-15.37%	-35.86%	43.27%	24.07%
归母净利率	7.76%	13.08%	9.54%	5.45%	6.70%	7.26%

数据来源: 国泰君安证券研究

## 1.2. 估值分析

### 估值方法 1:相对估值法(PE):

我们选取同为 A 股的黑电企业海信视像、兆驰股份、视源股份, 智能交互平板制造商鸿合科技, 以及提供 AI 智能眼镜服务的博士眼镜作为公司的可比公司。2025 年可比公司平均 PE 为 20x, 考虑公司创新显示业务增速较快, 公司进入 AI 显示落地应用的多元发展期, 给予公司 25 年 20xPE, 对应合理估值 34.4 元。

表2: 可比公司估值水平

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE				总市值 (亿元)
		12月9日	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
600060.SH	海信视像	19.37	1.6	1.5	1.8	2.0	12.0	12.7	10.9	9.5	253
002429.SZ	兆驰股份	5.16	0.4	0.4	0.5	0.6	14.7	12.0	9.9	8.5	234
002841.SZ	视源股份	39.41	2.0	1.9	2.3	2.7	20.2	20.3	17.4	14.8	274
002955.SZ	鸿合科技	26.68	1.4	1.6	2.0	2.3	19.5	16.3	13.5	11.5	63
300622.SZ	博士眼镜	44.39	0.7	0.8	0.9	1.1	60.8	55.5	48.3	41.5	78
平均值							25.5	23.3	20.0	17.2	

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究 (可比公司 EPS、PE 采用 Wind 一致预测值)

### 估值方法 2:绝对估值法(DCF):

1) 我们假设公司未来发展分为三个阶段: 2024-2026 年: 根据我们的盈利预测, 预计 2024-2026 年公司营业收入分别同比+12%/+17%/+14%, 业绩增速分别同比-36%/+43%/+24%; 2027-2031 年: 过渡期, 假设公司过渡期增长率为 4%; 2032 年及之后为永续增长期, 考虑公司下游显示业务长期需求稳健, 公司代工出货量市占率较高, 假设增速为 2.0%。

2) 无风险利率参考十年期国债收益率 2.3%, 市场预期收益率参考近 10 年沪深 300 年化收益率, 假设为 9%, 公司近 100 周  $\beta$  系数为 1.20, 假设债务结构维持当前水平, 有效税率为 15%。计算 WACC 为 10.34%。估值测算结果公司股权价值 195 亿元, 对应每股价值 28.37 元。

表3: 关键假设因素

估值假设	参数设置
预测期年数	3
永续增长率 g	2.00%

过渡期年数	5
过渡期增长率 g	4.00%
贝塔值 ( $\beta$ )	1.24
无风险利率 Rf (%)	2.30%
市场的预期收益率 Rm (%)	9.00%
有效税率 T (%)	15%
<b>加权平均资本成本 WACC</b>	<b>10.34%</b>

数据来源：国泰君安证券研究

**表4: 敏感性测试: 折现率及永续增长率变化均值为 0.5%, 每股价值在 26.46-30.46 元 (单位: 元)**

折现率变化值 永续增长率变化值	8.84%	9.34%	9.84%	10.34%	10.84%	11.34%	11.84%
0.50%	30.46	28.62	26.98	25.50	24.17	22.96	21.86
1.00%	31.77	29.75	27.95	26.35	24.92	23.63	22.45
1.50%	33.25	31.01	29.05	27.31	25.75	24.36	23.10
2.00%	34.95	32.45	30.28	28.37	26.68	25.17	23.81
2.50%	36.91	34.11	31.68	29.57	27.71	26.07	24.60
3.00%	39.22	36.02	33.29	30.94	28.88	27.08	25.48
3.50%	41.95	38.26	35.15	32.50	30.21	28.21	26.46

数据来源：国泰君安证券研究

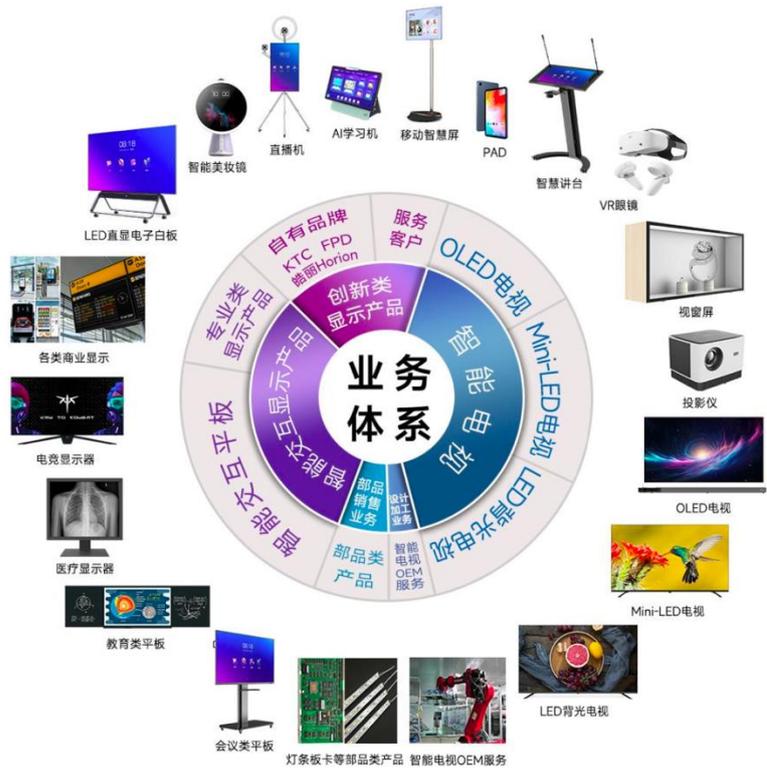
综合 PE 和 DCF 估值方法，我们给予公司 2025 年目标价 32 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

## 2. 公司介绍：立足智能显示，向“AI+”领域多元拓展

### 2.1. 发展历程：差异化定位智能显示，向“AI+”领域多元拓展

**智能显示制造龙头，向“AI+”领域多元拓展。**公司成立于1995年，是一家全球性平板显示解决方案服务商。从最初的CRT阴极显像管显示技术产品的生产销售开始，2005年逐步拓展到以LCD为主要显示技术的大屏幕智能显示制造，2010年拓展至智能交互显示平板终端研发和制造自2014年起连续8年保持50亿元以上的销售规模并逐年稳定增长。2021年推出KTC电竞显示器、运动镜等热门品类，拓展创新显示品类；随后富有前瞻性的将“AI+”理念应用至显示产品，发布一系列AI学习机、VR一体机、智能运动镜、随心屏AI板等产品，向“AI+”领域多元拓展，丰富产品矩阵。2022年3月18日，康冠科技于深交所主板上市。

**图1: 公司业务体系，由黑电代工向多元智能显示业务扩张**



数据来源：康冠科技 2024 年中报

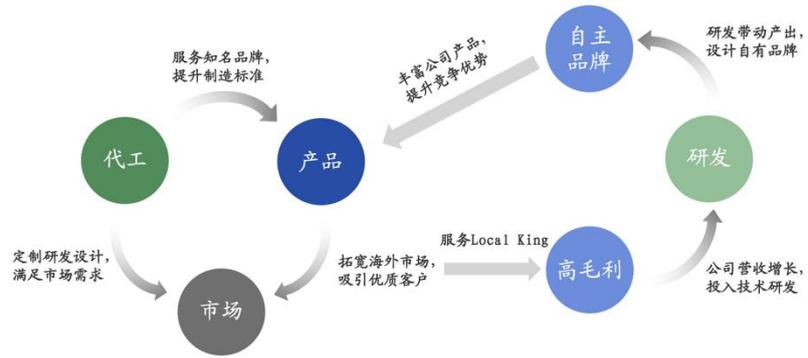
图2：公司发展历程，从 CRT 显示制造到创新业务拓展



数据来源：公司官网、国泰君安证券研究

**差异化竞争特性,创新基因融入显示细分领域拓展。**梳理康冠科技发展历程,我们可以发现公司独特发展思路。公司以黑电代工为始,较早确立了出海定位,差异化瞄准“一带一路”市场,由于客户大多为 Local King 品牌,多批次小批量订单特性下,公司攫取相对高毛利;小步快跑下公司积极投入研发,借助显示代工业务的技术沉淀,横向发展出了智能交互平板、创新显示等新品类。

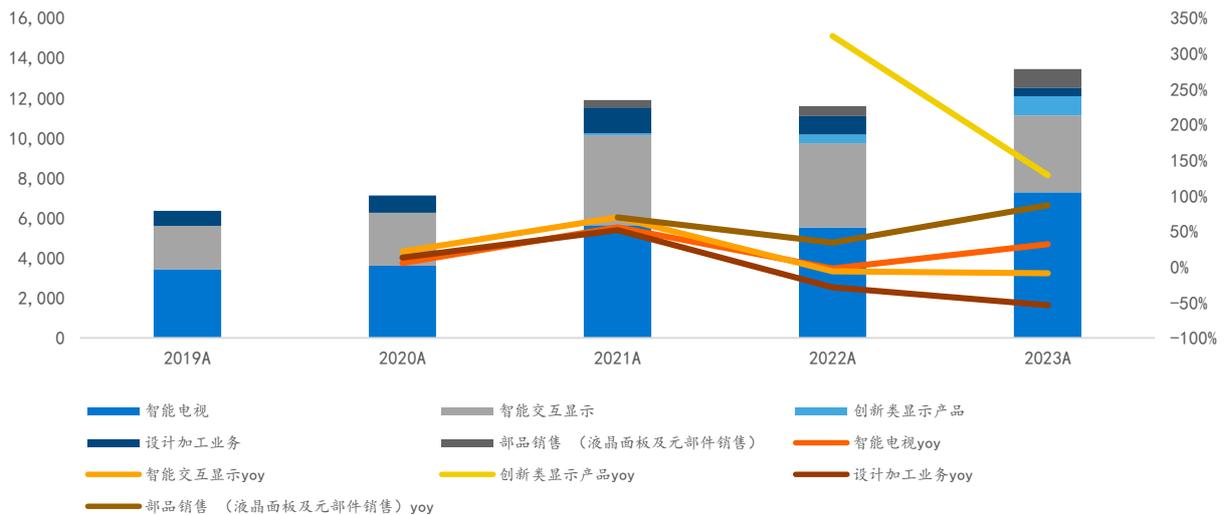
图3：以黑电代工为始，差异化定位“一带一路”市场，横向扩张新品类



数据来源: 国泰君安证券研究

公司基本盘业务持续增长, 创新类显示业务开启第二增长曲线。公司智能电视代工业务 2019-2023 年复合增速 20.7%, 24H1 同比大幅+52.7%; 智能交互显示产品 2019-2023 年复合增速 15.3%, 24H1 可比同比+7.1%; 创新类显示产品近年来快速发展, 2023 年单独列支, 2023 年创新类显示营收 9.62 亿元, 24H1 收入 6.45 亿元, 同比大幅增长, 占整体营收近 10%。

图4: 康冠科技主营业务以智能电视业务为主, 新业务呈现高增长 (百万元)



数据来源: Wind、公司年报、国泰君安证券研究

## 2.2. 股权结构稳定, 核心高管经验丰富

控股股东及共同实际控制人合计持股 58.10%, 公司股权结构稳定。公司控股股东为凌斌先生, 共同实际控制人为凌斌、王曦。截至 2024 年 9 月 30 日, 凌斌先生通过直接持有深圳市康冠科技股份有限公司 27.54% 的股权, 通过持有深圳市至远投资 50.00% 的股权、深圳视界投资 12.00% 的股权、深圳视清投资 16.41% 的股权、深圳视野投资 16.03% 的股权、深圳视新投资 16.99% 的股权, 间接持有本公司 16.93% 的股份, 合计持有公司 44.47% 的股权。王曦通过至远投资间接持有公司 13.63% 的股份。凌斌、王曦合计持有公司 58.10% 的股份。公司首发限售股锁定期 3 年, 部分董事会和高级管理人员锁定期 3.5 年, 限售股占公司总股本 89%。

表5: 股权结构稳定

股东名称	持股比例
凌斌	27.59%
深圳市至远投资有限公司	27.00%
深圳视界投资管理企业(有限合伙)	7.37%
李宇彬	6.68%
凌峰	5.82%
深圳视清投资管理企业(有限合伙)	4.81%
深圳视野投资管理企业(有限合伙)	4.81%
深圳视新投资管理企业(有限合伙)	4.80%

数据来源：康冠科技 2024 年中报、国泰君安证券研究

**三期股权激励彰显公司信心，团队凝聚力有望提升。**公司分别推出两期股票期权激励计划，分别占总股本比例的 2.39%/3.67%/3.89%，人员除核心管理团队外还包括公司核心管理人员、核心技术（业务）人员及其他，分别涉及 618、1184、2154 人，其中 2024 年股权激励目标值为 2024-2026 年公司营收目标值分别达到 151、174、188 亿元。公司股权激励计划涉及员工越来越广泛，有利于提升团队凝聚力。

### 3. 创新显示业务：AI+显示落地应用，打造第二增长曲线

#### 3.1. 公司自主孵化创新显示业务

2021 年公司推出创新类显示产品类别，并在该类别下推出智能运动镜等产品。2022 年至 2024 年，公司加大力度开拓创新品类，并支持旗下三个自有品牌“KTC”、“皓丽(Horion)”、“FPD”的发展，相继推出移动智慧屏、智能美妆镜、VR 眼镜、直播机、投影仪、智显屏、OLED 悬浮电视等新品。

**表6：公司自有品牌梳理，创新类显示产品旗下拥有福比特（FPD）、KTC、皓丽三个品牌**

主营业务大类	细分品类	主要产品	自有品牌/子公司
智能交互显示产品	智能交互平板	教育平板、会议平板	皓丽
	专业类显示产品	电竞显示器、医疗显示器、商业显示（拼接屏、单屏显示器）等	KTC、康冠医疗、康冠汽车电子
	创新类显示产品（2023 年单独拆分为创新显示产品大类）	灵境 VR 一体机、移动随心屏、智能美妆镜、智能运动镜、直播一体机、移动智慧屏、投影仪等	福比特（FPD）、KTC、皓丽

数据来源：公司年报、国泰君安证券研究

公司通过 AI 技术的赋能，围绕智慧显示，构建了多元化的产品矩阵，覆盖了“办公”、“教育”、“医疗”、“娱乐”等多个关键场景。

**表7：公司自有品牌梳理，创新类显示产品旗下拥有福比特（FPD）、KTC、皓丽三个品牌**

概念	所属业务板块-按 2024年半年报	所属类别	品牌/子公司	AI应用详情	业务开展模式
AI+办公	智能交互显示	智能交互平板 -商用	皓丽	智能交互平板, 打造智能文字、智能图表等提升用户体验和生产力的功能	ODM代工+ 品牌自营
AI+教育	智能交互显示	智能交互平板 -教育	皓丽	智慧讲台和智慧黑板, 帮助老师更有效开展课堂管理和个性化教学辅助	ODM代工
AI+医疗	智能交互显示	专业显示类	康冠医疗	赋能康冠医疗 AI 一体机, 通过智能诊断帮助医生快速判断病症	ODM代工
AI+娱乐	创新类显示	美妆镜	FPD	通过 AI 妆容模拟与 AI 语音控制为客户带来一体式美妆综合体验	品牌自营
		智能运动镜	-	搭载高精度传感器, 实时检测人体骨骼关键点, 捕捉用户运动轨迹, 用户还可以实时体验 AR 体感游戏)	ODM代工
		随心屏	KTC	通过 AI 语音助手随时随地唤醒, 解放用户双手, 增强人机交互	品牌自营
		AI 交互眼镜	KTC	2024 年 11 月 26 日 KTC 公众号预告发布, 海报含“搭载智谱大模型”、“防抖”、“直播”、“超轻”等关键字。	品牌自营

数据来源: 公司公告、公司年报、KTC 官方公众号、国泰君安证券研究

### 3.2. 端侧 AI+眼镜应用将发布, 从 CHAT 走向 ACT

**AI 赋能落地, 眼镜成 AI 最佳硬件载体。**眼镜是最靠近人体三大重要感官——嘴、耳、眼的穿戴设备。AI 眼镜可以非常自然、直接地实现声音、语言、视觉信号的输入和输出, 基于能解放双手的穿戴式体验、与视觉高度融合特性, 现阶段将 AI 与眼镜结合无疑是可穿戴设备 AI 化最合理的方案。

表8: AI 智能眼镜的关键技术特征

特性/功能类别	功能	技术特征
基础服务	视觉辅助(近视、老花、太阳镜)、美观、轻便、舒适	长时间使用, 控制重量
独立生态	全天候服务, 独立操作系统和算力支持	电源管理和系统管理要求高
超级智能体	通用问题解决器	解决工具、感知、记忆、规划问题
端云协同	结合端侧的感知执行和云侧的规划决策	端侧 AI 为云侧 AI 的简化版
融合感知	计算机视觉, 感知用户意图, 提供智能服务	物联网生态中的控制中枢
多模态交互	触摸、语音、显示、手势、眼动	多种交互方式, 满足不同用户需求

数据来源: Wellseenn XR、国泰君安证券研究

**Meta Ray-Ban 畅销, 发展轻便型 AI 眼镜成为行业共识。**市场对 AI 眼镜这一产品形态的共识形成过程经历几个阶段。最初探索 AI 硬件载体, 确定视觉方案; 随后尝试 XR 头显, 但由于重量、价格、续航等硬伤, 市场反响平平; 后续市场推出的轻便 AR 眼镜更受消费者青睐; 直到 Meta Ray-Ban 推出, 当 AI 眼镜融合 AR 技术后, 价格走向平民化, 兼具部分品牌属性/时尚属性, 有望通过替代传统眼镜实现普及。随着 Meta Ray-Ban 爆火, 2024 年被科技界认定为 AI 硬件元年, 根据 VR 陀螺数据, 截至 24 年 10 月, Meta Ray-Ban 已在全球销售超 100 万副。

图5: 发展轻便型 AI 眼镜成为行业共识



数据来源: Meta Ray-Ban 官网、Google Glass 官网、极客公园公众号、国泰君安证券研究

**国内智能眼镜厂商纷纷发力。**百度等传统互联网巨头、国内头部智能眼镜品牌星纪魅族、李未可、雷鸟创新、ROKID 均即将或正在推进 AI 眼镜新品。当前市场上 AI 智能眼镜产品首先专注于特定功能的精细化，然后再逐步扩展到更全面的函数集合。根据是否配备摄像头和 AR 显示技术，AI 智能眼镜主要分为三种类型：

- 1) 无摄像头智能眼镜: 主要提供音频相关功能。
- 2) 带摄像头智能眼镜: 主打摄像功能。
- 3) 带 AR 显示交互智能眼镜: 专注于增强现实 (AR) 显示和交互体验。

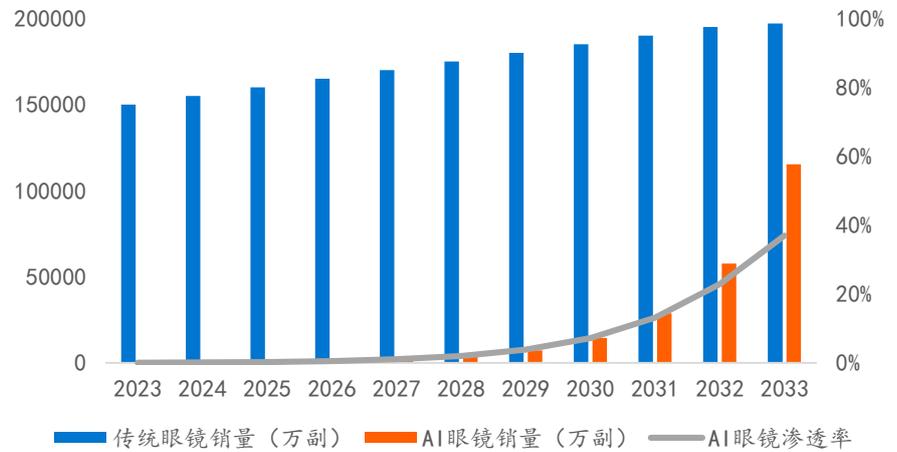
表9: AI 眼镜元年, AI/AR 眼镜品牌已推出面向 C 端产品

品牌	展示图片	品牌	展示图片
星纪魅族		ROKID	
李未可		百度	
雷鸟创新		META	

数据来源: 公司官网、国泰君安证券研究

据 Wellsenn XR 预测，2024 年起 AI 智能眼镜将快速向传统眼镜渗透；2031 年，AI 智能眼镜年销量有望达到 3000 万副，达到 15%左右渗透率。

图6: AI 眼镜渗透率预计快速提升



数据来源: Wellsenn XR、国泰君安证券研究

**KTC 将发布搭载智谱大模型的 AI 眼镜，智谱 Agent 落地凸显语音交互场景，有望赋能眼镜载体。**2024 年 11 月底，智谱发布全新 Agent 系列，基于 AI Agent 赋能的手机、PC，用户不再需要以点按、触摸等方式进行操作，可直接下达语音指令完成任务自主执行伴随 AI Agent 智能升级，其可支持更多自动驾驶操作，未来语音交互场景将大幅增长。2024 年 11 月 26 日，公司 KTC 公众号发文预告将发布搭载智谱大模型的 AI 眼镜，眼镜等可穿戴设备更轻便，搭载 AI Agent 可直观获取并理解用户感官接收的信息，驱动体验质变，由 AI Chat 转向 AI Inter-Act，AI 端侧产品应用渗透率有望加速提升。

图7: 公司旗下 KTC 品牌将发布搭载智谱大模型的 AI 眼镜



数据来源: KTC 官方公众号

## 4. 智能电视业务：差异化定位一带一路国家，

### 4.1. 平板电视全球市场进入存量竞争，新兴市场需求空间持续增长

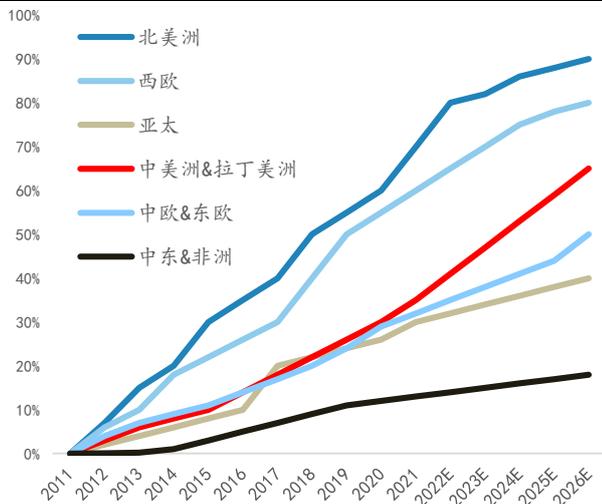
平板电视全球市场进入存量竞争，智能电视海外需求两极分化，新兴市场需求空间持续增长。智能手机出现之前，平板电视可视为消费者重要的资讯获取渠道和相对被动的影音娱乐接收平台；智能手机和移动互联网出现丰富了信息获取渠道和影音娱乐方式，电视定位变化为连接智能设备的家庭娱乐中心、教育/办公辅助工具，欧美及中国市场电视的可替代品类更多，自2014年起平板电视全球总出货量稳定在2.3亿部左右，全球平板电视市场正式进入存量发展阶段。但对于亚非拉等发展中国家而言，电视仍处于小尺寸向大尺寸、功能电视向智能电视转换的进程。2021年中美洲及拉丁美洲、中欧及东欧、亚太地区、中东及非洲地区的智能电视家庭普及率分别为42%、39%、33%、12%，远低于北美、西欧的75%/62%。预计仍有渗透率提升空间。

图8：2014后平板电视全球市场进入存量竞争



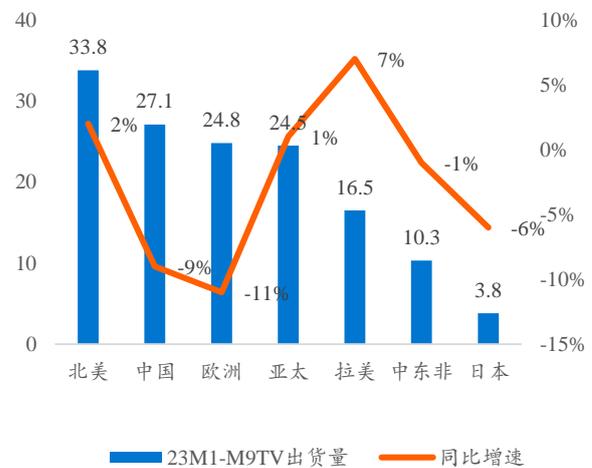
数据来源：奥维睿沃、AVC 产业产业链洞察公众号、国泰君安证券研究

图9：新兴市场智能电视渗透率仍有提升空间



数据来源：Strategy Analytics、国泰君安证券研究

图10：拉美、亚太23年1-9月电视出货增速高于全球



数据来源：奥维睿沃、国泰君安证券研究

## 4.2. 发掘柔性制造能力，公司差异化布局新兴市场

立足公司特有差异化市场战略布局，服务新兴市场地方知名品牌制造商。冠捷和兆驰等大型 ODM 厂商凭借产能优势主导北美、欧洲和中国市场的电视代工业务。然而，对于中东非和东南亚等小规模但定制化需求高的市场，这些大厂商因成本问题通常不愿参与。康冠凭借差异化战略、全组件定制研发能力、小批量生产和灵活服务，以及有效的成本控制，成功占领了中东非等地区的市场，成为当地知名品牌的主要供应商。

专业从事智能电视 ODM 业务，服务国际知名品牌与 Local-King。康冠凭借小批量、多型号柔性化制造优势与 LocalKing 客户形成互利共赢的合作模式。其中，LocalKing 客户前期集中在波兰、墨西哥、韩国，未来将重点推进东南亚、南美、非洲等其他新兴市场；国际知名品牌客户包括三星、LG、飞利浦、夏普、东芝、小米、沃尔玛等。公司凭借柔性化制造能力，满足了客户小订单量、定制化需求，在差异化市场拥有较高的占有率，影响力日益扩大。

表10: 显示技术对比

显示技术	传统 LCD	OLED	MiniLED	MicroLED
技术类型	背光 LED	自发光	自发光	自发光
亮度	500	500	-	5000
发光效率、对比度	低	高	高	高
厚度 (mm)	厚, 大于 2.5	薄, 1-1.5	薄	薄, 小于 0.05
寿命 (小时)	60K	20-30K	80-100K	80-100K
成本	低	中等	较高	高
功耗	高	约 LCD 的 60%-80%	约 LCD 的 30%-40%	约 LCD 的 10%
产业化进展	已大规模量产	已规模量产	初步规模量产	研究阶段

数据来源：亿渡数据、国泰君安证券研究

表11: 公司智能电视业务主要合作客户

客户名称	订单获取方式	公司是否为其唯一供应商	合作关系是否稳定、持续
Entekhab	行业展会	否	稳定、持续
PHILCO	行业展会	否	稳定、持续
冠捷科技	行业资源介绍	否	公司主要为冠捷科技旗下“飞利浦”品牌(冠捷科技于2016年收购了飞利浦显示器业务)的东南亚、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	行业资源介绍	否	东芝集团自身产品的市场竞争加剧，市场需求下降
ALLTE KTECHNOLOGY CORP.	行业资源介绍	否	稳定、持续

数据来源：招股说明书、国泰君安证券研究

面向新兴市场，打造全流程 KDM 服务模式。基于研发设计和生产制造端的领先能力，公司面向东南亚、拉美、中东、非洲等新兴市场形成了涵盖研发、设计、生产、销售全流程的“三模、四擎、一极”的“KDM”服务模式。

表12: 公司“三模、四擎、一极”的“KDM”服务模式

术语	定义	详细说明
<b>三模</b>	<u>出货形态</u>	
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	以半成品形式出货, 客户在所在国家工厂自行组装, 适合 SKD 比 CBU 进口关税低的国家。
CKD (Completely Knocked Down)	全散件出货	以全散件形式出货, 客户在所在国家工厂自行贴片、组装。
<b>四擎</b>	<u>业务合作模式</u>	
JDM (Joint Design Manufacture)	联合设计制造	客户和康冠共同设计开发, 充分利用各自优势定义产品, 并提供完整的解决方案。
ODM (Original Design Manufacture)	设计制造	客户直接选用康冠设计的产品, 包括客供屏或 OC、主板等, 并要求配上客户品牌商标生产。
OEM (Original Equipment Manufacture)	委托制造	品牌商利用核心技术设计开发新产品, 并控制销售渠道, 不直接生产产品。
EMS (Electronics Manufacturing Services)	设计制造服务	康冠提供产品设计、策划、制造、测试及物流管理等全套服务, 品牌商控制核心技术研发和产品销售。
<b>一级</b>	<u>超级工厂 MTO 模式</u>	康冠通过超级工厂 MTO 模式与海外客户合作。

数据来源: 公司官网、国泰君安证券研究

**定制化能力契合新兴市场需求, 柔性化生产打造独特竞争优势。**由于各区域市场对认证体系、产品认证、信号制式、接口的要求各不相同, 大部分客户的单个订单具有数量较小、差异性功能较多、定制化要求较大等特点。若要满足此类客户定制化订单的生产需求, 需要生产线能够实现不同规格产品生产的快速切换。而公司的柔性化生产能力解决了小批量、多型号定制化产品难以规模化生产的痛点。

**表13: 公司产品涉及的认证体系、产品认证、智能系统及信号接口**

项目	认证或制式内容
体系认证	SGSISO9001; 2015 质量管理体系、SGSISO14001; 2015 环境管理体系、OHSAS18001 职业健康安全管理体系、ISO13485 医疗器械质量管理体系、SGSANSI/ESDS20.20-2014 静电放电标准、EICC 电子行业行为准则、信息化和工业化融合管理体系; QC080000 电子电器产品中有害物质过程管理体系, AEO 高级海关认证体系
产品认证	CCC、CB、CE、FCC、UL、RoHS、EnergyStar、TUV、TC003、BSMI、VCCI 等国内外认证认可
智能系统	Android 系统、Netflix 系统、ROKU 系统、WebOS 系统、Windows 系统
广播信号制式	DTMB 制式、DVB 制式、ATSC 制式、ISDB 制式等数字电视制式, 以及 PAL 制式、SECAM 制式、NTSC 制式等模拟电视制式
信号接口类型	RF、USB、HDMI、光纤数字音频接口、同轴数字音频接口、RS-232C 等
电源接口	国标、美式、欧式、英式等标准, 以及 C 型、D 型、E 型、F 型、G 型、J 型、K 型、M 型等型号。

数据来源: 招股说明书、国泰君安证券研究

**海外组装优化关税成本, 互利互惠共谋长远发展。**关税方面, 由于部分国家对于整机进口和散件进口采取不同的关税税率, 如阿尔及利亚, 整机进口关税为 30.0%CIF, 而散件进口关税为 5.0%CIF; 因此公司根据关税政策, 在服务 LocalKing 客户的过程中, 主要采取了以 CKD、SKD 的形态出货, 由 LocalKing 在当地完成产品组装的出口策略, 有效降低关税成本。LocalKing

在新兴市场得益于国家政策支持，拥有竞争优势，但技术能力有限。公司可以提供技术支持，加强合作，利用 LocalKing 的品牌影响力提升市场份额，实现双赢。随着全球运营网络的扩展，公司已在多个国家设立合作工厂，有望提高响应速度和技术服务能力。

表14: 公司旗下子公司情况

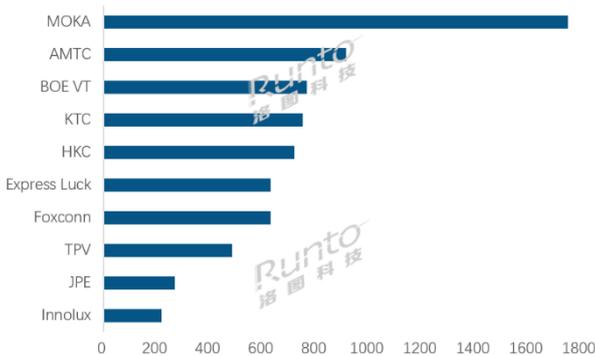
旗下部分子/孙公司	注册地
KTC TECHNOLOGY DMCC	迪拜
KTC 科技日报株式会社	东京
韩国 KTC 科技有限公司	首尔
康冠科技(中国香港)有限公司	中国香港
美国 KTC 科技股份有限公司	加州 Irvine
墨西哥 KTC 科技有限公司	提华纳
欧洲 KTC 科技有限公司	波兰
中国台湾康冠科技有限公司	中国台湾新北市

数据来源: iFind、国泰君安证券研究

### 4.3. 公司 ODM 电视出货行业领先，2023 年拓展北美大客户

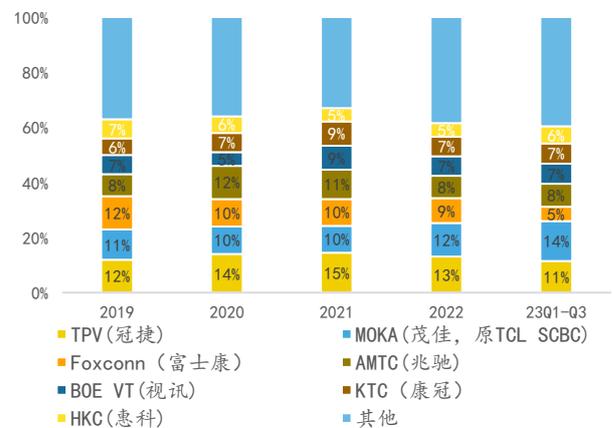
全球电视代工市场需求稳定，公司业务出货排名居于行业领先。据洛图科技数据，2019-2023 年全年全球电视代工市场整体(含长虹、创维、康佳、海信四家自有工厂)出货总量稳定在 0.98~1.01 亿台之间，国内前十名专业电视 ODM 代工厂(不含四家品牌自有工厂)的合并出货量占到整体全球代工市场的 71%。全球电视每年需求量已基本稳定，因此代工规模主要取决于各家所占市场份额。2023 年，康冠以中东非和拉美区域市场的客户增长为基础叠加拓展北美大客户带来订单增量，年出货量近 800 万台，挺进专业代工厂排名前五，同比增长 13.9%；2024 年上半年，KTC(康冠科技)出货约 459 万台，在专业代工厂中排名第四，同比大幅增长 43.7%。

图11: 2024 年 9 月康冠科技电视出货量排名第四(千台)



数据来源: 洛图科技、国泰君安证券研究

图12: 全球头部电视 ODM 工厂出货量份额占比高

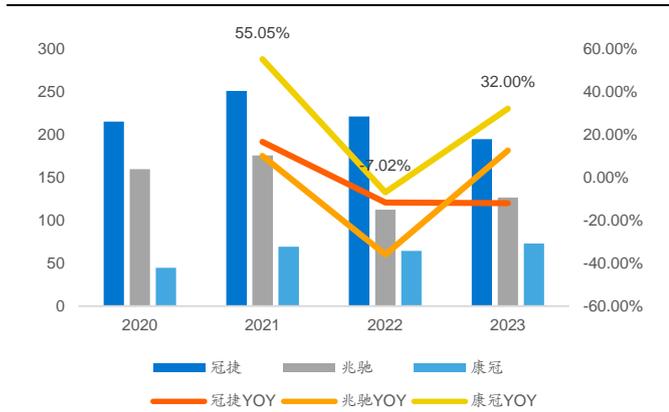


数据来源: 洛图科技、国泰君安证券研究

聚焦差异化目标市场，打造行业高毛利水平。与行业龙头冠捷全球产能布局和交货服务体系优势、兆驰供应链上下游整合的成本优势不同，康冠聚焦于中小区域市场的全球知名品牌客户，客户资源稳定丰富的基础上保持着较高

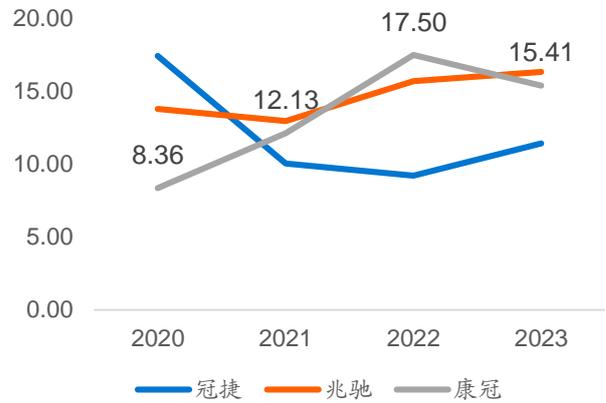
的盈利水平。

图13: 康冠电视代工业务增速领先 (亿元)



数据来源: 公司年报、国泰君安证券研究

图14: 康冠电视代工业务毛利率行业领先, 2023 年因北美单一客户占比提升, 毛利率同比降 2.09pct



数据来源: 公司年报、国泰君安证券研究

表15: 主要智能电视厂商核心竞争力对比

企业名称	主营业务	TV 业务规模 (2021 年)	客户资源	核心竞争力
TPV 冠捷科技	显示器、电视、影音及手机	1420 万台	公司 OBM 自有品牌包括飞利浦(授权)、AOC、EPI、CITA 等 6 品牌合计 620 万台, 其他为代工客户包括 BBY、Vizio、小米、Element、海信等	台系代工企业全球产能布局和交货服务体系有优势, 制造实力突出, 规模效应明显;波兰和厦门两大代工厂合计出货占比超过 50%
AMTC 兆驰股份	智慧显示、LED、智慧家庭组网	1060 万台	北美、欧洲等主要市场的全球知名品牌客户, 国内客户包括小米、海尔	供应链上下游整合的成本优势、资金和账期优势以及面板采买能力
Foxcoon 富士康(含南京夏普)	智能电视	1000 万台	索尼和夏普占比 47%和 50%, Vizio 及其他占比 3%	索尼和夏普专注于中高端市场, 更关注利润水平
TCLSCBC 茂佳	智能显示终端产品的加工	980 万台	国内小米, 海外 LGE、Amazon	集团内部华星光电面板资源优势, 全球化生产基地
KTC 康冠科技	智能电视、交互平板、创新业务	840 万台	中小区域市场的全球知名品牌客户, 中小区域市场 localking	客户资源丰富, 小批量柔性化定制生产能力
BOEVT 京东方高创	生产液晶显示器、电视机	590 万台	三星、LG、小米、海信、Vizio、BestBuy 等全球大型品牌客户	客户结构健康(小米占三成, 海信占两成, 三星、Vizio 和华为分别占 8-10%), 京东方面板资源的优势

数据来源: 公司年报、国泰君安证券研究

#### 4.4. 核心面板价格波动收束, 盈利周期性改善前景乐观

成本加成模式造就稳定毛利水平，面板价格变动影响企业盈利能力。公司产品成本主要由直接材料、直接人工及制造费用等构成，其中 2018-2021 年公司主营业务成本中直接材料占比分别为 94.90%、93.99%、92.51%、93.64%。主要采购的原材料为液晶面板，采购金额和占比受其价格波动影响较大，2018-2021 年公司原材料采购中液晶面板占比分别为 64.44%、58.13%、55.70%、54.23%。2021 年公司主营业务成本中直接材料占比 93.64%，在公司原材料采购中液晶面板、非液晶面板分别占 54.23%、45.77%。公司产品大部分采用成本加成模式，终端价格受原材料价格扰动，可及时传导，也会有滞后，具体终端售价会根据市场销售策略、市场环境而定，面板价格变动对公司盈利能力影响较大。

表16: 公司主营业务成本构成 (单位: 亿元)

项目	2021 年度		2020 年度		2019 年度		2018 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
直接材料	93.87	93.64%	57.54	92.51%	54.47	93.99%	55.48	94.90%
直接人工	2.89	2.88%	2.17	3.48%	2.06	3.53%	1.66	2.84%
制造费用	2.34	2.33%	1.64	2.64%	1.43	2.47%	1.32	2.26%
运输费	1.15	1.14%	0.85	1.36%	-	-	-	-
合计	100.25	100.00%	62.20	100.00%	57.95	100.00%	58.46	100.00%

数据来源: 招股说明书、国泰君安证券研究

表17: 公司分类别原材料采购金额及占比 (单位: 亿元)

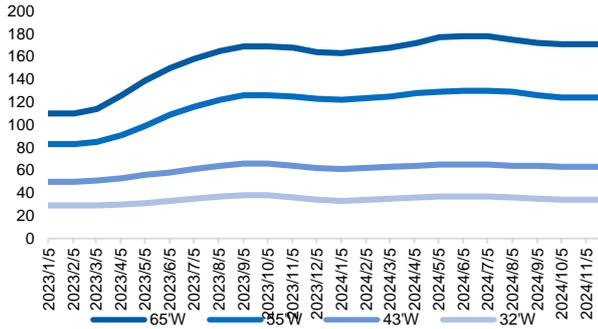
项目	2021 年度		2020 年度		2019 年度		2018 年度	
	采购金额	占比	采购金额	占比	采购金额	占比	采购金额	占比
液晶面板	52.07	54.23%	36.47	55.70%	32.28	58.13%	36.40	64.44%
非液晶面板	43.95	45.77%	29.01	44.30%	23.25	41.87%	20.09	35.56%
电子元器件	19.53	20.34%	12.54	19.16%	8.88	15.99%	8.24	14.58%
结构件	16.73	17.42%	11.17	17.06%	9.76	17.57%	7.94	14.05%
光学件	6.68	6.96%	4.59	7.01%	4.15	7.47%	3.51	6.21%
其他	1.01	1.05%	0.71	1.08%	0.47	0.84%	0.41	0.72%
合计	96.02	100.00%	65.48	100.00%	55.53	100.00%	56.49	100%

数据来源: 招股说明书、国泰君安证券研究

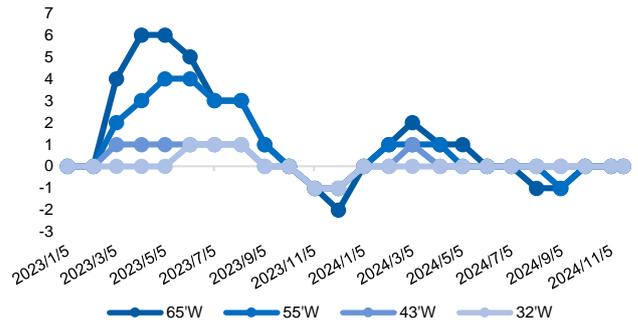
核心面板价格波动收束，便于稳定产品毛利。自 2024 年华星光电收购韩系 LGD 广州 8.5 代面板产线后，目前 LCD 液晶面板 70%产能由中方控制，预计未来价格博弈趋缓，价格趋稳，便于稳定产品毛利。11 月下旬，主流尺寸电视面板价格环比均持平。11 月下旬 65"、55"、43"、32"电视面板均价为 171、124、63、34 美元/片，环比分别 +0/+0/+0/+0 美元/片，均价同比 +3.01%/+0%/+0%/-2.86%。

图15: 11 月下旬面板价格企稳 (美元/片)

图16: 11 月下旬面板价格环比持平



数据来源: WitsView、国泰君安证券研究



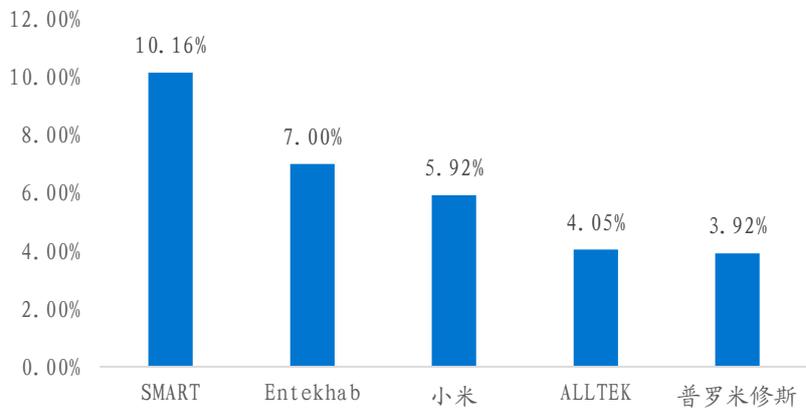
数据来源: WitsView、国泰君安证券研究

## 5. 智能交互显示业务结构持续优化, 需求高景气推动业绩增长

### 5.1. 智能交互显示产品矩阵丰富, 代工和自有品牌并举

公司智能交互显示 (IFPD) 行业涵盖智能交互平板业务 (教育+会议)、专业类显示产品业务 (电竞显示+医疗显示+商显)、创新类显示业务 (移动智慧屏、智能运动镜、智能美妆镜和智能直播机等, 2023 年后单独拆分为创新显示产品大类)。公司智能交互平板的主要客户包括智能交互显示产品全球首创企业 SMART、全球前三大教育显示品牌企业普罗米修斯、NEC、明基等。

图17: 2021 年公司前五大客户销售占比



数据来源: 招股说明书、国泰君安证券研究

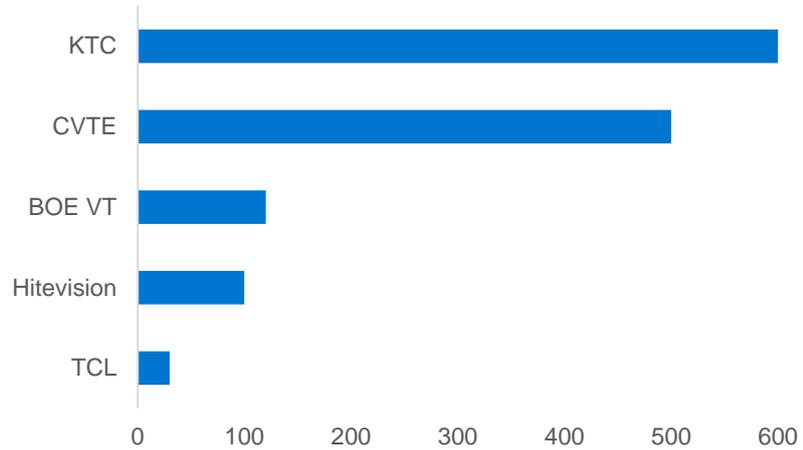
表18: 公司智能交互显示产品及自有品牌

主营业务大类	细分品类	主要产品	自有品牌/子公司
智能交互显示产品 (IFPD)	智能交互平板	教育平板、会议平板	皓丽
	专业类显示产品	电竞显示器、医疗显示器、商业显示 (拼接屏、单屏显示器) 等	KTC、康冠医疗、康冠汽车电子
	创新类显示产品 (2023 年单独拆分为创新显示产品大类)	灵境 VR 一体机、移动随心屏、智能美妆镜、智能运动镜、直播一体机、移动智慧屏、投影仪等	福比特 (FPD)、KTC、皓丽

数据来源: 公司年报、国泰君安证券研究

**ODM 业务为主，持续开拓自有品牌。**代工方面，2023 年上半年，公司智能交互平板代工出货量全球排名第一。**自有品牌方面**，根据 DISCIEN 数据统计，2023 年公司智能交互显示平板自有品牌“皓丽(Horion)”在国内会议平板市场出货量中排名第二；根据奥维睿沃统计，2023 年上半年，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 行列。

图18: 2024 年 H1 康冠 IFPD 代工出货量排名第一(OEM+ODM)(百万台)



数据来源: DISCIEN、国泰君安证券研究

**专业类显示设备销量攀升，智能交互产品结构持续优化。**智能交互平板及专用显示设备业务具备高技术含量、高价值量及高毛利等特点，2021 年公司智能交互平板、专用显示设备、智能电视销售单价分别为 6988/1688/1120 元，智能交互产品毛利率显著高于智能电视。公司持续发力智能交互平板及专用显示设备（创新类、专业类显示产品）业务，设备销量保持高增长态势，产品结构持续优化，2019-2021 年公司智能交互平板业务销售量从 20 提升至 44 万台，销售收入从 14.72 提升至 30.99 亿元，期间复合增长达 45.09%；专用显示设备业务销售量从 38 提升至 83 万台，销售收入从 7.04 提升至 13.94 亿元，期间复合增长达 40.73%。

图19: 公司智能交互显示产品毛利更高

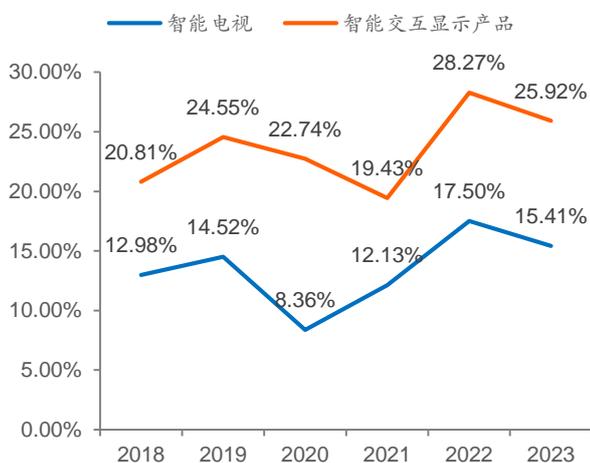
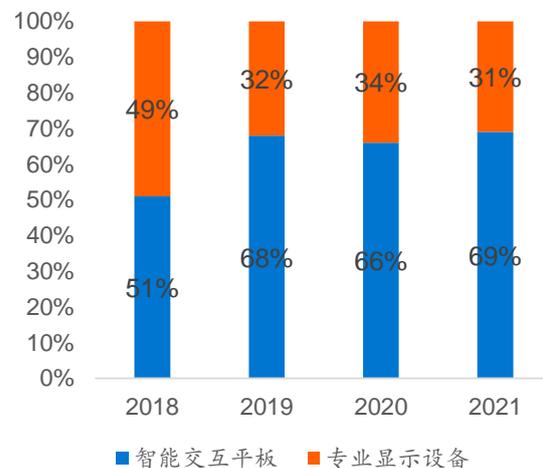


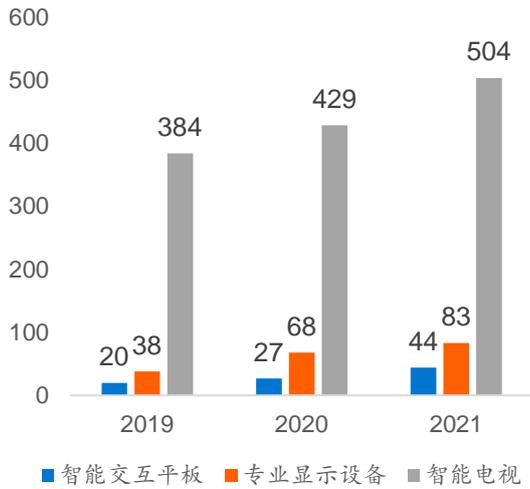
图20: 智能交互平板收入占比逐年提升 2018-2021



数据来源: WitsView、国泰君安证券研究

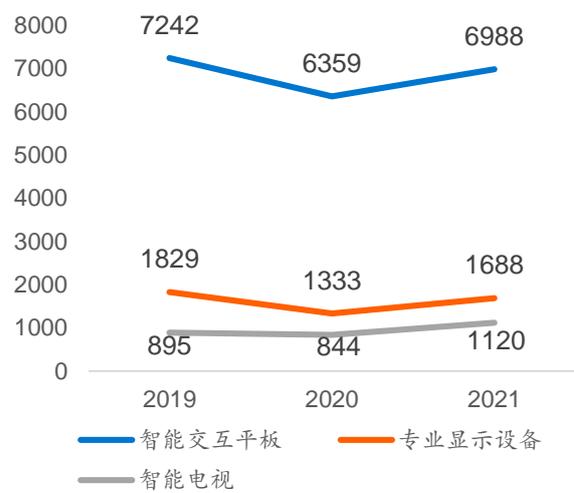
数据来源: WitsView、国泰君安证券研究

图21: 11月下旬面板价格企稳(美元/片)



数据来源: WitsView、国泰君安证券研究

图22: 智能交互平板单台出厂均价更高(元)

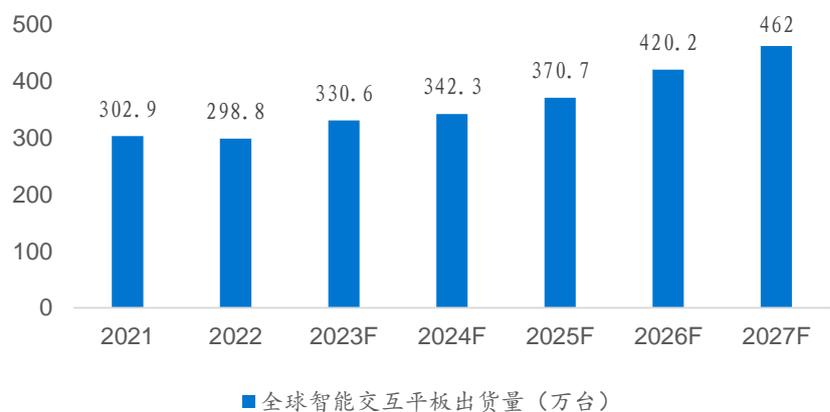


数据来源: WitsView、国泰君安证券研究

## 5.2. 海外教育信息化、商显设备普及, 推动全球智能交互平板需求持续增长; KTC 下游优质客户需求稳健

海外教育信息化、商显设备普及, 推动全球智能交互平板需求持续增长。据 DISCIEN 数据, 2021-2027 年全球智能交互平板出货量预计将从 302.9 万台提升至 462 万台, 期间复合增长幅度约 7.29%。海外教育信息化投入加大、教育类智能交互平板迭代更新迫切; 数字化发展助力商显设备需求增长。2022 年智能交互平板海外教育市场需求已达 126 万台, 同比+20%; 预计海外教育领域的平板出货量将实现持续增长, 增速稳定在 10%-20%; 2022 年国内/海外会议市场智能交互平板出货量分别为 45/28 万台, 同比分别-15.09%/+7.69%。预计 2023-2028 年国内会议类 IFPD 出货量 CAGR 为 5.8%, 国外为 7.1%, 全球合计为 6.3%。

图 13 全球智能交互平板出货量(单位: 万台)



数据来源: DISCIEN、国泰君安证券研究

图23: 2021-2027 教育 IFPD 以海外增长驱动(万台)

图24: 2021-2027 会议 IFPD 以海外增长驱动(万台)



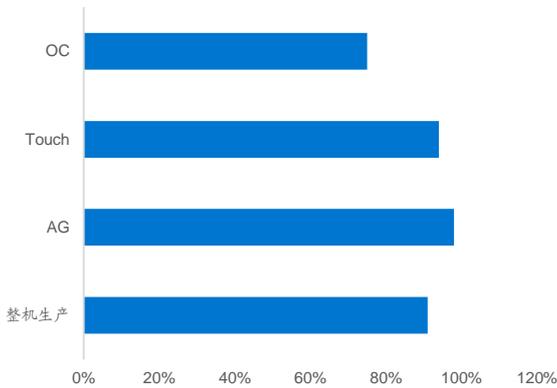
数据来源: DISCIEN、国泰君安证券研究



数据来源: DISCIEN、国泰君安证券研究

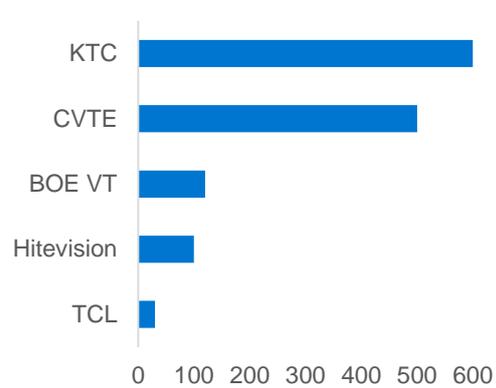
中国 IFPD 全球出货，康冠 KTC 居第一。全球 IFPD 产业链中，中国整机出货量占比全球 90%以上。随着行业的发展，国内小型制造商逐步被淘汰出局，康冠科技、视源股份、鸿合科技等大型智能显示产品制造企业依托规模效应，头部市占率领先。2022 年全球 IFPD 代工出货 OEM+ODM(自有品牌或旗下子品牌代工业务除外)中，KTC 稳居第一。

图25: 2022 年 IFPD 部件及整机中国生产占比



数据来源: DISCIEN、国泰君安证券研究

图26: 全球 IFPD 代工出货量排名, KTC 第一 (万台)



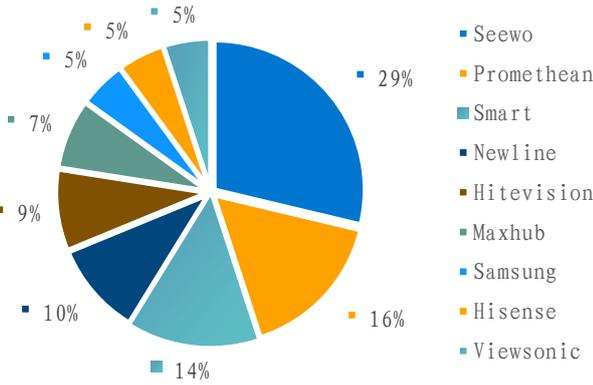
数据来源: DISCIEN、国泰君安证券研究

\*OC 数据为 2022 年 1-11 月, \*TOUCH\AG\整机生产数据为 2022 年 Q1-Q3 数据

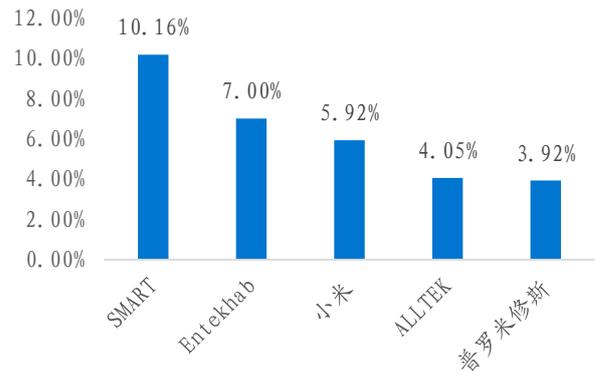
智能交互显示产品市场份额领先，下游全球头部品牌客户资源优质。公司智能交互平板主要以 ODM 模式开拓海外市场，客户主要包括智能交互显示产品全球首创企业 SMART、全球前三大教育显示品牌企业普罗米修斯、全球头部显示器品牌和生产企业 NEC、明基、仁宝等头部品牌商。2021 年公司前五大客户 SMART/Entekhab/小米/ALLTEK/普罗米修斯的销售占比分别为 10.16%/7.00%/5.92%/4.05%/3.92%，共计 31.05%；2022 年全球交互智能平板市场中希沃/普罗米修斯/Smart/Newline/Hitevision 分别占据 23%/13%/11%/8%/7%。公司在智能交互显示产品领域拥有稳定的下游客户需求以及优质客户市场份额的领先地位。

图27: 2022 年全球交互智能平板竞争格局

图28: 2021 年公司前五大客户均为优质客户



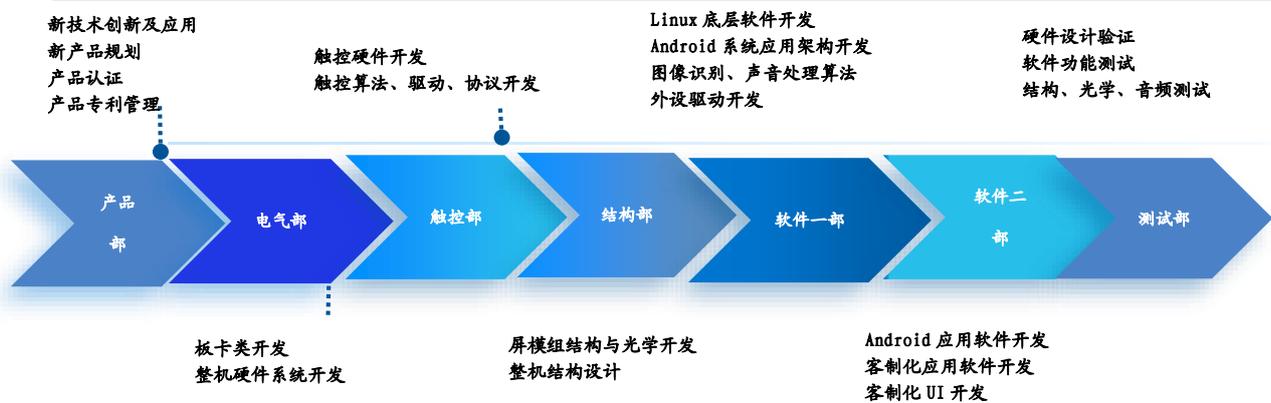
数据来源：群智咨询、国泰君安证券研究



数据来源：招股说明书、国泰君安证券研究

**全流程软硬件定制化研发设计，紧抓海外智能交互平板黄金发展机遇。**公司始终秉持自主研发的理念，在产品设计、驱动系统、交互系统、智能主控板卡、电源板卡、背光显示模组、智能触控模组等软硬件上坚持自主研发，拥有完全自主知识产权；并在触控技术、无线传屏、动作感应、语音技术、书写技术、拼接技术、散热技术、色彩还原、声学技术、光学显示及数据传输等核心技术上处于拥有大量实验数据和丰富经验。同时，公司拥有超千名研发设计工程师，可及时响应不同国家的客户、不同认证体系、操作系统或信号接口的定制化产品需求，助力公司紧抓海外智能交互平板黄金发展机遇。

图29：公司商用平板显示业务研发流程示意



数据来源：公司官网、国泰君安证券研究

## 6. 风险提示

**原材料价格波动。**彩电上游液晶面板、注塑件、芯片等原材料价格具有较强的周期性并且在彩电成本中占比较高，未来液晶面板、芯片、注塑件上游石油化工的价格波动对彩电行业利润率会有较大影响。

**行业竞争格局恶化。**彩电行业中低价位段产品同质化竞争较为严重，未来上游面板行业集中度提升的同时如果下游彩电需求疲软，可能会造成行业在中低端品类的价格战加剧。

**对美出口关税增加风险。**公司海外收入占比较高，其中彩电代工业务收入约 1/3 来自美国市场，智能交互平板业务收入也有超过一半来自美国市场，公

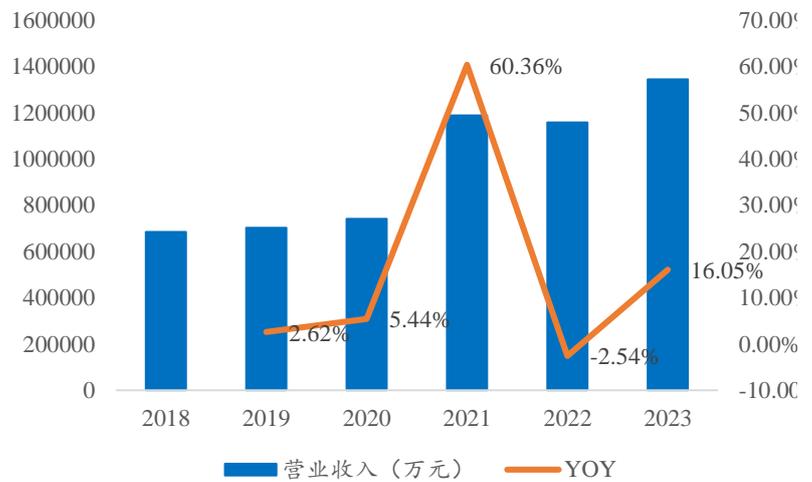
司为规避关税风险，已与客户在中国以外地区建立合作工厂进行转口贸易。若美政府除对中国直接出口关税加征外，进一步对全球家电制造基地如墨西哥、越南等国家和地区加征关税，则公司面对对美出口业务盈利承压风险。

## 7. 财务附录

### 7.1. 营收大幅增长，三费战略性上升

公司营收及归母净利润经历大幅增长，毛利率及净利率大体稳步增长。2018-2023年，公司营业收入从65.52亿元增长至134亿元，CAGR11.08%；归母净利润从3.97亿元增长至12.8万元，CAGR25%；2018-2023年毛利率从14.18%增长至17.83%，净利率从5.79%增长至9.55%，均有较大幅度提升。

图30: 营收经历大幅增长(万元)



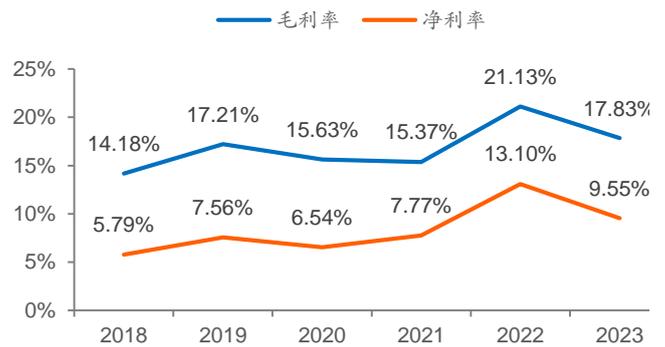
数据来源: 公司年报、国泰君安证券研究

图31: 净利润快速增长, 2023年有所回落(万元)



数据来源: 公司年报、国泰君安证券研究

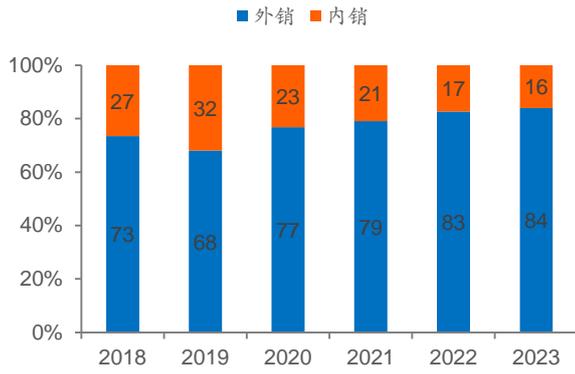
图32: 公司毛利率、净利率均呈上升趋势



数据来源: 公司年报、国泰君安证券研究

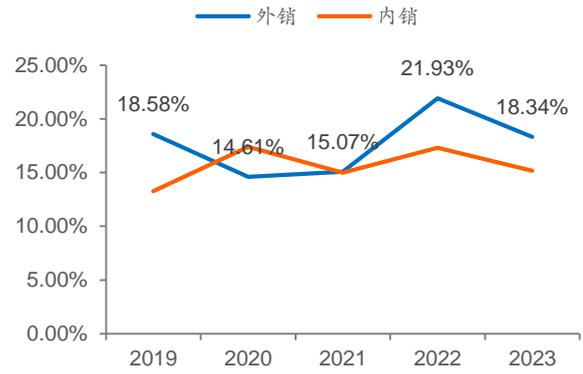
外销为主，外销毛利率相对更高。2018-2023公司外销营收占比相对稳定提升，从73%提升至84%。毛利率先降后升，在2022年因美元升值及智能交互平板出货量大增影响，产品结构持续优化出现拐点，外销毛利率提升明显；后续因黑电代工业务海外单一大客户占比提升，毛利率有所调降。公司内销毛利率整体保持平稳。

图33: 公司外销占比逐年提升



数据来源: 公司年报、国泰君安证券研究

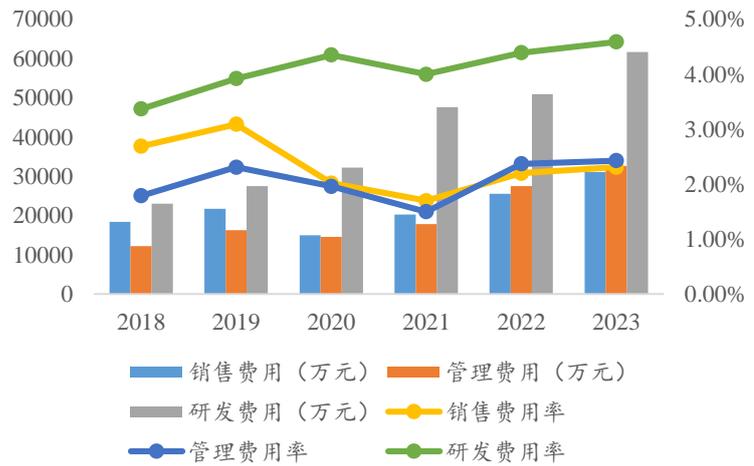
图34: 外销毛利率相对更高



数据来源: 公司年报、国泰君安证券研究

公司费用投放战略性增长。2018-2023年,整体费用率从7.85%升至9.33%,其中,公司注重创新显示产品拓展,研发费用占比最高且逐步上升;管理费用小幅上升;由于代工业务销售费用相对固定,销售费用率有所下降。

图35: 销售费用率呈下降趋势,管理、研发费用率同比增长显著



数据来源: 公司年报、国泰君安证券研究

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

	评级	说明
<b>投资建议的比较标准</b> 投资评级分为股票评级和行业评级。  以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5% ~ 15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5%
股票投资评级	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
行业投资评级	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 栋 27 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjarsearch@gtjas.com		