

2025 年 06 月 13 日

康冠科技 (001308.SZ)

投资评级：买入（首次）

——智能显示领军者，多元业务驱动增长新势能

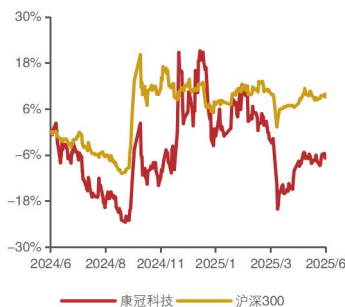
投资要点：

证券分析师

葛星甫
SAC: S1350524120001
gexingfu@huayuanstock.com
王硕
SAC: S1350524120002
wangshuo@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 06 月 11 日

收盘价（元）	21.63
一年内最高/最低（元）	29.20/17.27
总市值（百万元）	15,154.20
流通市值（百万元）	5,187.79
总股本（百万股）	700.61
资产负债率（%）	47.02
每股净资产（元/股）	11.33

资料来源：聚源数据

- **智能显示龙头企业，产品多元且技术积淀深厚。**康冠科技作为集研发、设计、生产及销售为一体的智能显示产品制造商，构建了丰富的产品矩阵，覆盖“AI+办公”“AI+教育”“AI+医疗”“AI+娱乐”等多个关键场景，公司技术沉淀深厚，2024 年获得“国家制造业单项冠军企业”“国家级绿色工厂”等称号。业务模式以代工为主，同时开拓“KTC”“皓丽 Horion”“FPD”三大自有品牌，合作模式多样，能满足不同客户需求。股权结构稳定，实际控制人凌斌与王曦合计持股 56.74%，且公司接连推出三期股权激励计划，2024 年股权激励计划设定的营收目标彰显未来发展信心。高管团队管理经验丰富，大多从公司创立初期服务至今，积累了充足的管理、销售和研发经验。
- **智能交互与智能电视双支柱稳健发展，智能眼镜等创新类显示有望成为增长新引擎。**智能交互显示业务中，智能交互平板受益于 AI 技术驱动，全球教育和会议市场需求稳步增长，公司在生产制造型供应商中的出货量 2024 年全球排名第一。专业类显示产品中，电竞显示器随电竞产业发展高速增长，2024 年中国线上电竞显示器市场销量同比增长 38.5%，公司 KTC 品牌产品凭借多种技术和型号满足用户需求，2024 年三季度销量同比增长 179%；截至 2024 年年底，医疗显示产品入驻全国超 30 个省、1000 余家医院；商用显示在新基建推动下需求增长，据奥维云网预计，2028 年中国商显市场销售额达 902.8 亿元。智能电视业务聚焦“一带一路”沿线及新兴市场，2024 年营业收入 95.28 亿元，同比增长 23.47%，在全球 TV ODM 市场专业代工厂出货量排名第三。创新类显示业务自 2022 年开拓以来高速增长，2024 年营业收入同比增长 57.94%，产品涵盖美妆、运动等领域，且布局智能眼镜等前沿产品，带来远期增长潜力。
- **研产一体提升竞争力，差异化战略绑定优质客户资源。**公司坚持自主研发，截至 2024 年末拥有有效授权专利及软件著作权证书 1315 项，在触控技术、AI 技术等核心领域积累丰富经验，拥有超千名研发设计工程师，可满足不同客户定制化需求。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，具备小批量、多型号产品快速生产切换能力，保障品质和控制成本。市场策略上，差异化布局全球客户，服务智能交互显示全球头部品牌商、智能电视国际知名品牌及各区域本地龙头品牌，业务遍布亚太、拉美、中东和非洲等多个地区，2024 年海外营收占比达 86.24%，客户结构稳定，前五大客户销售占比近五年均为 30%左右。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 10.24/12.47/14.59 亿元，同比增速分别为 22.92%/21.70%/17.01%，当前股价对应的 PE 分别为 14.79/12.15/10.39 倍。我们选取海信视像、视源股份为可比公司，测得 2025 年 PE 均值为 16.03 倍，鉴于公司在 AI 技术应用、新兴市场开拓、产品多元化布局等方面的积极探索，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**下游需求不及预期风险，原材料价格波动风险，新产品推广不及预期风

险等。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	13,447	15,587	19,030	21,954	25,249
同比增长率（%）	16.05%	15.92%	22.09%	15.36%	15.01%
归母净利润（百万元）	1,283	833	1,024	1,247	1,459
同比增长率（%）	-15.37%	-35.02%	22.92%	21.70%	17.01%
每股收益（元/股）	1.83	1.19	1.46	1.78	2.08
ROE（%）	18.49%	10.85%	12.13%	13.31%	13.96%
市盈率（P/E）	11.82	18.18	14.79	12.15	10.39

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 10.24/12.47/14.59 亿元,同比增速分别为 22.92%/21.70%/17.01%,当前股价对应的 PE 分别为 14.79/12.15/10.39 倍。我们选取海信视像、视源股份为可比公司,测得 2025 年 PE 均值为 16.03 倍,鉴于公司在 AI 技术应用、新兴市场开拓、产品多元化布局等方面的积极探索,首次覆盖,给予“买入”评级。

关键假设

1) 智能电视业务:公司通过与“一带一路”共建国家 Local King 品牌战略合作,有望抓住智能电视市场长尾机遇,在亚非拉等新兴经济体细分市场建立壁垒,伴随地区经济发展实现增长,我们假设智能电视业务 2025–2027 年收入同比增长 25.0%/15.0%/15.0%;

2) 创新类显示业务:依托持续研发投入构建多元化产品矩阵,精准满足智能化、个性化需求,叠加线上电商渠道拓展与高性价比策略,品牌市场份额有望快速提升,我们假设创新类显示业务 2025–2027 年收入同比增长 40.0%/30.0%/25.0%;

3) 智能交互显示业务:受益于 AI 技术驱动教育与会议平板市场需求复苏,叠加海外教育信息化渗透率提升及设备更新需求,公司凭借全球出货量领先优势,有望持续扩大市场份额,我们假设智能交互显示业务 2025–2027 年收入同比增长有望稳定在 10%。

投资逻辑要点

智能交互显示业务:教育与会议平板市场需求复苏,海外教育信息化渗透率提升,早期设备面临更新,带动产品出货量增长,公司凭借领先优势有望扩大份额。

智能电视业务:凭借近三十年柔性制造经验,与“一带一路”共建国家 Local King 品牌合作,抓住智能电视市场长尾机遇,在亚非拉新兴经济体细分市场建立壁垒,有望随地区经济发展实现增长。

创新类显示业务:持续投入研发、推动技术创新,构建多元产品矩阵,契合客户智能化、个性化需求。借助线上电商渠道,依靠高性价比策略拓展市场,品牌知名度与份额有望不断提升。

核心风险提示

下游需求不及预期风险,原材料价格波动风险,新产品推广不及预期风险等。

内容目录

1. 康冠科技：智能显示龙头企业	7
1.1. 公司历史悠久，产品结构多元	7
1.2. 产品结构不断优化，盈利能力拐点有望来临	11
2. 智能交互+智能电视双支柱，新业务赋能未来	13
2.1. 智能交互显示：代工+自有品牌并举	13
2.1.1. 智能交互平板：AI 拉动市场需求复苏，新兴市场出现明显需求	14
2.1.2. 专业类显示：多领域发展前景广阔	15
2.2. 智能电视：把握时代浪潮，聚焦一带一路	18
2.3. 创新类显示针对用户新需求打造新产品	19
3. 研产一体响应客户需求，差异化战略绑定优质资源	21
3.1. 小批量+多型号，为中小客户定制柔性化生产	21
3.2. 差异化布局全球当地龙头品牌客户，客户资源稳定性强	22
4. 盈利预测与评级	23
5. 风险提示	23

图表目录

图表 1： 康冠科技发展历程.....	7
图表 2： 康冠科技合作模式.....	8
图表 3： 康冠科技股权结构（截止 2025 年 3 月 31 日）	9
图表 4： 康冠科技股权激励考核标准（2024 年）	9
图表 5： 康冠科技高管成员情况	10
图表 6： 康冠科技产品矩阵	11
图表 7： 公司营收情况（单位：亿元，%）	12
图表 8： 公司归母净利润情况（单位：亿元，%）	12
图表 9： 公司主营产品营收占比（2018–2024）	12
图表 10： 公司毛利率、净利率出现回升（2018–2025Q1）	13
图表 11： 公司分产品毛利率水平（2018–2024）	13
图表 12： 公司期间费用合计（2018–2025Q1，单位：亿元）	13
图表 13： 公司期间费用率变动（2018–2025Q1）	13
图表 14： 全球智能交互平板出货量变化（单位：千台）	14
图表 15： 全球 IFPD 教育市场出货量预测	15
图表 16： 全球 IFPD 会议市场出货量预测	15
图表 17： 中国游戏市场收入变化（2019–2024）	16
图表 18： 中国游戏用户规模变化（2019–2024）	16
图表 19： 2024 年中国显示器线上市场细分产品销量结构及变化（单位：%）	17
图表 20： 中国电竞显示器线上监测市场头部品牌销量（2024Q3，单位：万台，%）	17
图表 21： 全球医疗显示市场规模	17
图表 22： 康冠会诊中心大屏显示入驻医院名单	17
图表 23： 中国商用显示市场规模变化（单位：亿元）	18
图表 24： 2024 年全球智能电视出货量变化	19
图表 25： 全球电视代工市场季度出货量变化（2022–2024，单位：万台）	19
图表 26： 2020–2024 年全球电视 ODM 工厂出货量（单位：百万台）	19
图表 27： 2024 年全球专业电视 ODM 工厂出货排名（单位：百万台）	19
图表 28： 公司部分创新类产品	20
图表 29： 公司部分眼镜产品	20

图表 30: 公司智能制造能力突出	21
图表 31: 公司销售额地区分布情况	22
图表 32: 可比公司估值表	23

1. 康冠科技：智能显示龙头企业

1.1. 公司历史悠久，产品结构多元

康冠科技是集研发、设计、生产及销售为一体的智能显示产品制造商，向全世界输出“中国智造”解决方案。公司主要产品包括智能交互平板、专业类显示产品、创新类显示产品、智能电视等。凭借多年的技术沉淀和经验积累，康冠科技构建了丰富的产品矩阵，在 AI 技术赋能下，公司产品已覆盖“AI+办公”、“AI+教育”、“AI+医疗”、“AI+娱乐”等多个关键场景。康冠科技股份有限公司成立于 1995 年，自成立以来，公司持续增强研发实力，推动产品创新，积累了深厚的研发设计、生产制造和销售服务经验，先后获得多项国家级荣誉。2024 年，康冠科技获得“国家制造业单项冠军企业”、国家级“绿色工厂”等称号。随着未来公司产品矩阵的进一步开拓，公司产业链不断延伸，有望取得新的增长点。

图表 1：康冠科技发展历程



资料来源：公司官网，华源证券研究所

公司发展历程可以分为以下三大阶段，分别是初创发展期、高速成长期和拓展成熟期。

阶段一：初创发展期（1995–2005 年）：深圳市康冠科技股份有限公司创立于 1995 年，开始 CRT Monitor 的研制，是国内最早致力于平板显示终端产品的厂家之一。2001 年，公司开始研发生产 LCD Monitor。2002 年，公司推出的 17 寸新品彩色显示器，获得美国 UL 认证、中东 SASO 认证等多项国际认证，正式走出国门，当年彩显销售量突破 100 万台。2005 年，公司开始生产 LCD TV，同年深圳康冠科技园落成。

阶段二：高速成长期（2006–2013 年）：2009 年，康冠科技首次上榜中国电子信息百强企业，2010 年，公司开始进军商业显示领域，开拓了智能交互平板、专业类显示产品等商用显示产品。2012 年，公司开发新产品笔记本电脑和平板电脑，并开始批量出货。2013 年，公司惠州康冠一期项目顺利落成，总建筑面积达 34 万平方米，其中新型平板显示项目用地 21 万平方米。

阶段三：拓展成熟期（2014 年至今）：2014 年，公司创建自有品牌 horion 皓丽，全面打造家用、商用智能显示终端。2015 年，公司进军医疗显示行业，研发出诊断显示器、会诊大屏等医疗产品。2016 年，Horion 皓丽品牌荣获“深圳知名品牌”称号，皓丽智造会议平板

全面打开国内市场。2020 年，公司跻身中国民营制造业 500 强，年产销量突破 780 万台；2021 年，公司获评国家级专精特新“小巨人”并于 2022 年正式在深交所上市，2024 年，公司斩获国家制造业单项冠军企业、“绿色工厂”等多个国家级荣誉，继续向全球顶尖智能显示产品专业制造商迈进。

公司业务模式以代工为主，同时开拓自有品牌。公司拥有“KTC”、“皓丽 Horion”、“FPD”三大自有品牌，其中“KTC”专注高质量电竞显示器及创新类显示产品的研发、生产和销售，“皓丽”专注于商业显示领域的研发制造，“FPD”主要经营智能家居产品。公司合作模式覆盖多种类型，为客户提供不同的研发生产方案。分别是 JDM（Joint Design Manufacture，联合设计制造）、EMS（Electronics Manufacturing Services，电子制造服务）以及承接 CBU（Completely Built Unit，整机）、SKD（Semi Knocked Down，半散件）或 CKD（Completely Knocked Down，全散件）出货。

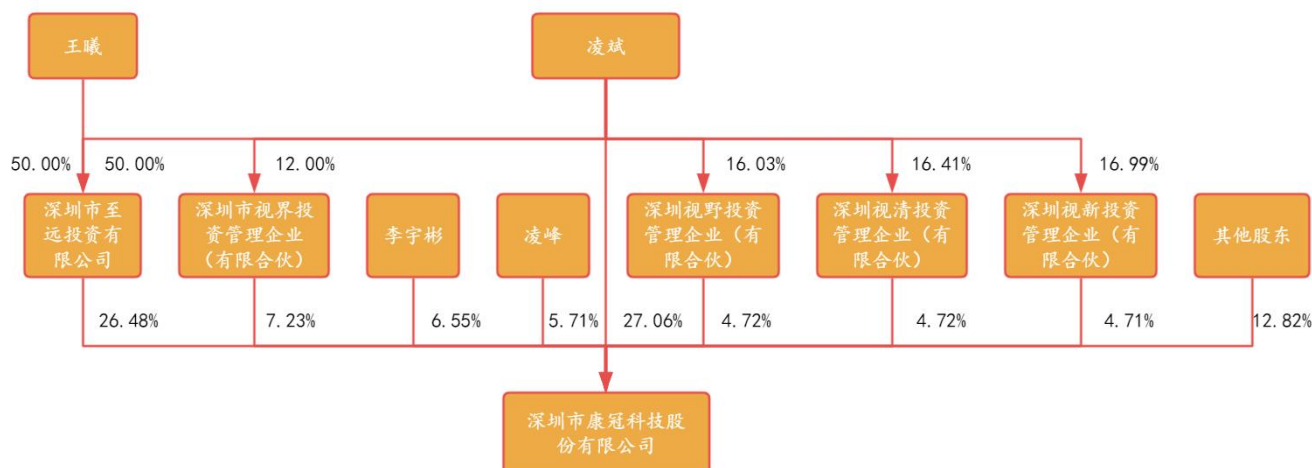
图表 2：康冠科技合作模式

名称		具体模式
JDM（Joint Design Manufacture，联合设计制造）		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。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。
EMS (Electronics Manufacturing Services，电子制造服务)		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。
四种模式 (JDM/ODM/OE M/EMS)，均可承 接 CBU、SKD、 CKD 出货	CBU（Completely Built Unit，整机）	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)	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，全散件）	以全散件的形式出货，由客户在所在国家工厂自行贴片、组装。

资料来源：公司官网，华源证券研究所

公司股权结构稳定。公司控股股东为凌斌，实际控制人为凌斌、王曦。截至 2025 年 3 月 31 日，凌斌直接持有公司 27.06%的股权，通过间接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，间接持有公司 16.44%的股权，共持有公司 43.50%的股权。王曦通过深圳市至远投资有限公司，间接持有康冠科技 13.24%的股权，凌斌和王曦共计持有公司 56.74%的股份。

图表 3：康冠科技股权结构（截止 2025 年 3 月 31 日）



资料来源：ifind，华源证券研究所

股权激励彰显发展信心。截至 2025 年 3 月 31 日，公司接连推出 2022 年、2023 年、2024 年共三期股权激励计划，激励对象包括董事、高级管理人员、核心管理人员、核心技术（业务）人员以及董事会认定需要激励的其他员工，2024 年的股权激励计划营收目标值分别为 2024 年 151 亿元、2025 年 174 亿元、2026 年 188 亿元，彰显公司未来发展信心。

图表 4：康冠科技股权激励考核标准（2024 年）

考核年度	各考核年度营业收入实际完成值（X）	
	目标值（Xm）	触发值（Xn）
第 1 个考核期（2024 年）	151 亿元	144 亿元
第 2 个考核期（2025 年）	174 亿元	163 亿元
第 3 个考核期（2026 年）	188 亿元	175 亿元
考核指标	业绩完成度	公司层面可行权比例（Y）
各考核年度营业收入实际完成值（X）	$X \geq X_m$	100%
	$X_n \leq X < X_m$	80%
	$X < X_n$	0%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

公司高管团队管理经验丰富，层次清晰。公司高管大多从公司创立初期就在公司服务，长期跟随公司发展，了解公司业务，认同公司的发展方向，积累了充足的管理、销售和研发经验。多位高管曾获深圳市龙岗区“深龙文化创意产业英才”运营管理类领军人才等荣誉称号。

图表 5：康冠科技高管成员情况

姓名	职位	工作经历
凌斌	董事长、董事	1995 年 9 月设立康冠科技，至今先后担任董事长、总经理；2003 年 12 月至今担任康冠商用董事长；2010 年 12 月至今担任惠州康冠董事长、总经理；2012 年 8 月至今担任香港商用董事；2014 年 6 月至今担任绿野仙踪监事；2015 年 9 月至今担任康冠医疗执行董事；2015 年 9 月至今担任至远投资监事；2020 年 8 月至今担任皓丽软件执行董事、总经理。现任深圳市康冠科技股份有限公司董事长。凌斌先生于 2017 年 9 月被认定为深龙英才 A 类人才，2019 年 5 月被认定为 2018 年第一批深圳市龙岗区“深龙文化创意产业英才”运营管理类领军人才。
李宇彬	董事、总经理	1995 年 9 月与凌斌共同设立康冠科技，至今先后担任董事、总经理；2010 年 10 月至今担任惠州康冠董事。
凌峰	副总经理	1995 年 12 月加入康冠科技，至今先后担任资材处总经理、监事、营销处总经理、副总经理；2003 年 12 月至 2017 年 8 月、2019 年 4 月至今担任深圳市康冠商用科技有限公司董事；2010 年 12 月至今担任惠州市康冠科技有限公司董事；2020 年 6 月至 2024 年 10 月担任 Firroc Limited 董事；2020 年 7 月至今担任 Firroc PTE.LTD. 董事；2024 年 12 月至今担任 FIRROC SDN.BHD. 董事；2022 年 12 月至今担任深圳杉鹏科技有限公司监事。现任深圳市康冠科技股份有限公司副总经理。
孙建华	副总经理、董事会秘书	2005 年 10 月加入康冠科技，至 2010 年 3 月担任营销处经理，2015 年 5 月至今先后担任营销处经理、资材处总经理、副总经理、董事会秘书；2010 年 4 月至 2015 年 4 月担任兴业证券深圳营业部投资顾问；2015 年 5 月至 2015 年 11 月担任商城众网营销处经理；2016 年 10 月至今先后担任皓丽智能执行董事、总经理。
张斌	副总经理	1995 年 9 月加入康冠科技，至今先后担任营销处经理、董事、副总经理；2010 年 11 月至 2015 年 8 月担任康冠商用总经理；2015 年 9 月至今担任康冠医疗总经理；2016 年 9 月至今担任香港医疗董事；2017 年 11 月至 2020 年 11 月担任深圳市易电能源互联网科技有限公司监事。
陈茂华	董事、副总经理	2002 年 7 月加入康冠科技，至今先后担任研发处工程师、研发处经理、研发处总经理、董事、副总经理；2016 年至今先后担任康冠智能执行董事、总经理。
廖科华	董事、财务总监	2003 年 7 月加入康冠科技，至今先后担任总裁助理、行政中心经理、人力资源部经理、营销处总经理、董事、副总经理；2015 年 9 月至 2024 年 7 月担任香港商用董事；2015 年 10 月至今担任康冠商用董事，2015 年 10 月至 2024 年 7 月兼任总经理。现任深圳市康冠科技股份有限公司董事、财务总监。廖科华先生于 2019 年荣获“2018 年度深圳百优工匠”称号。

资料来源：ifind，华源证券研究所

公司业务多元化，产品类型多样。公司主要产品为智能交互平板、专业类显示、创新类显示和智能电视等，具体包括商用显示产品、医疗显示产品、智能镜显产品、移动智显产品、智能配件产品、工控高亮模组产品等。公司产品应用领域覆盖广泛，包括商业、家庭、电竞、医疗、工业等多个领域，满足不同人群的需求。

图表 6：康冠科技产品矩阵



资料来源：公司公告，华源证券研究所

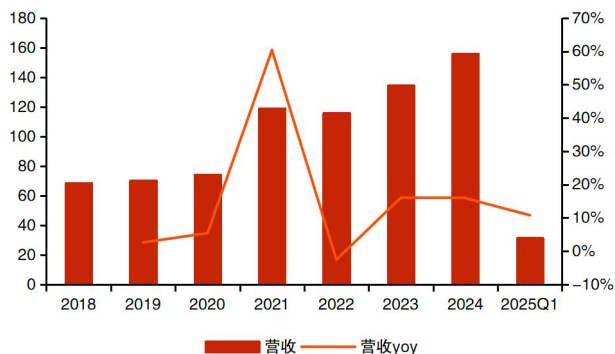
1.2. 产品结构不断优化，盈利能力拐点有望来临

营收保持增长，营收结构改善带来盈利能力拐点。公司近年来营业收入整体稳定增长，归母净利润在近两年出现负增长。2020 年，一方面由于公共卫生事件对公司海外业务的影响，另一方面，从 2020 年三季度开始，全球液晶面板出现暂时性供求关系紧张及市场价格上涨，导致公司原材料成本上升，虽然公司营收与 2019 年基本持平，但导致归母净利润绝对值降低。2022 年，受到美国加息和俄乌战争的影响，公司商品价格下跌，公司营收略有下降，不过受益于主要原材料成本下跌及公司产品结构持续优化，归母净利润仍然同比上升 64.19%。2023 年，营收同比增长率逐渐恢复，但因为原材料价格上涨，公司人员团队扩充及广告宣传推广力度加大，公司销售费用、员工薪酬支出增加，公司归母净利润略有下滑。

2024 年，公司实现营收 155.87 亿，同增 15.92%，营收高增主要受益于创新类显示产品（营收 yoy+57.94%）及智能电视业务（营收 yoy+23.47%）的拉动。利润端，公司在 2024 年实现归母净利润 8.33 亿元，同比减少 35.02%，主要原因是 1）行业竞争加剧及市场需求结构变化，公司紧跟市场形势，着重扩大业务体量及市场份额，盈利情况短期内受到影响；2）原材料价格上半年快速上涨，之后有所回落。公司阶段性地选择具有市场竞争力的价格策略，适当调整了节奏与幅度，导致部分产品从原材料成本加成到最终销售价格的传导过程中出现了一定的滞后性，压制短期利润；3）为打造长期竞争力，公司在研发、销售以及管理费用上适当加大投入，同样使得利润短期承压。

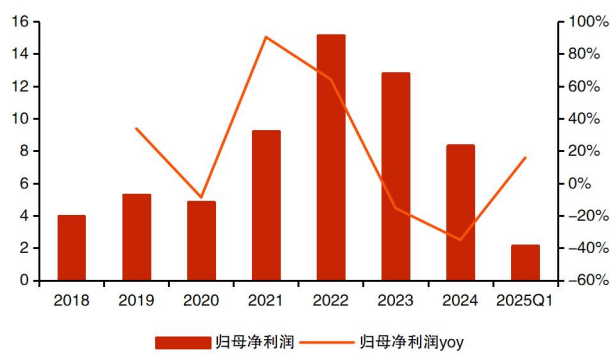
进入 2025 年，公司各类产品延续上年度的增长态势，皆实现不同程度的增长，特别是高毛利的创新显示业务和智能交互显示业务，营收结构改善带来公司盈利能力的拐点，一季度公司实现营收 31.42 亿元，同比增长 10.82%，实现归母净利润 2.15 亿元，同比增长 15.81%。

图表 7：公司营收情况（单位：亿元，%）



资料来源：iFinD，华源证券研究所

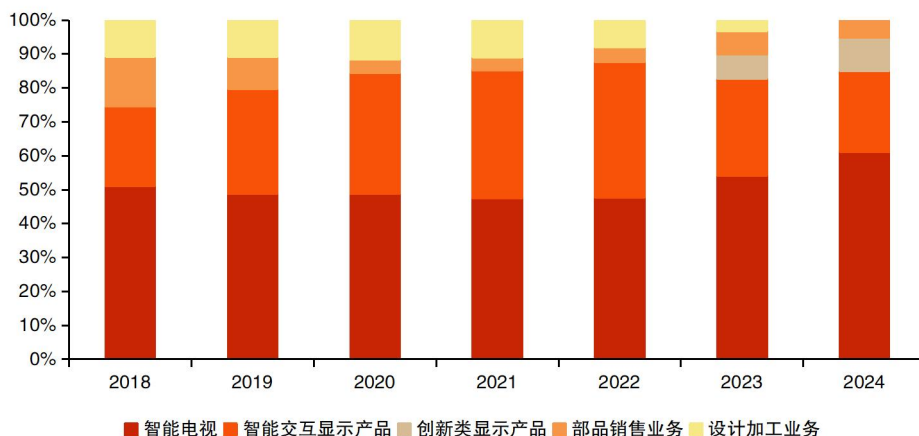
图表 8：公司归母净利润情况（单位：亿元，%）



资料来源：iFinD，华源证券研究所

支柱业务发展稳定，创新类显示产品表现出较强增长动力。公司产品营收大部分来自于智能电视、智能交互显示产品以及创新类显示产品，2024 年，公司调整披露口径，将设计加工业务和智能电视业务合并为智能电视业务，调整后，三块业务营收合计占比接近 95%。近年来，公司智能电视业务始终在总营收中保持着最高占比，但创新类显示产品表现出较好的增长态势。2025 年一季度，公司实现创新类显示产品（包括三个自有品牌）营收同比增长 50.42%，出货量同比增长 63.56%，主要原因系公司注重品牌产品的发展，将技术创新、产品创新和应用创新深入产品设计，同时深度运用 AI 技术赋能，结合 VR、AR 等前沿科技，极大地提升了产品力。融合了 AI 交互功能的操作方式能够极大解决用户的需求痛点，为用户提供更加舒适和便利的使用体验，满足用户对智能化显示产品的迫切需求。叠加公司实施的差异化市场营销战略，精准定位目标客户群体，从而在 2025 年一季度实现了良好增长。

图表 9：公司主营产品营收占比（2018-2024）

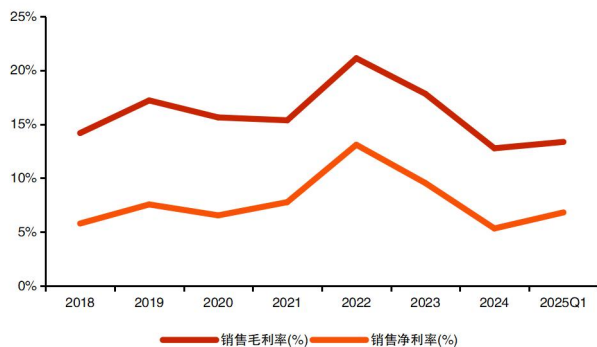


资料来源：iFinD，华源证券研究所

产品结构优化，毛利有望提升。公司盈利能力从 2023 年出现下滑，主要是因为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变动影响，可及时传导但也会有滞后，同时行业竞争加剧导致市场份额的争夺变得更加激烈，公司为了提升市场份额，阶段性地采取了具有市场竞争力的价格策略。分业务看，公司营收占比最高的智能电视业务毛利率较为

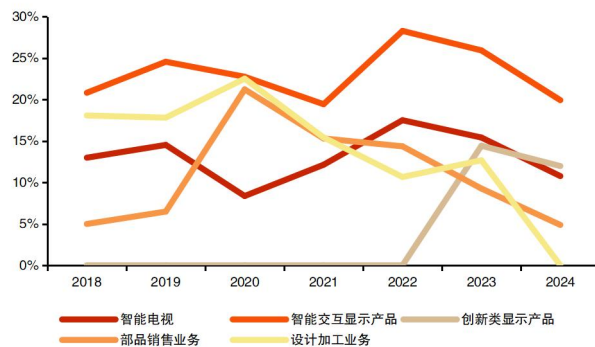
稳定，新业务智能交互显示业务毛利率相对较高，未来有望随着营收结构改善，持续拉动公司盈利能力提升。2025Q1，受益于上游原材料价格稳定，以及公司营收结构改善，公司毛利率和净利率均出现回升。

图表 10：公司毛利率、净利率出现回升（2018-2025Q1）



资料来源：iFinD，华源证券研究所

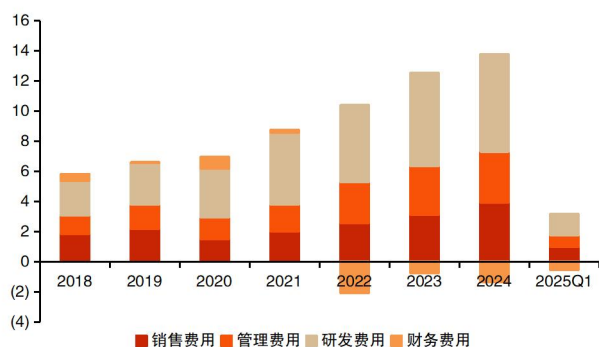
图表 11：公司分产品毛利率水平（2018-2024）



资料来源：iFinD，华源证券研究所

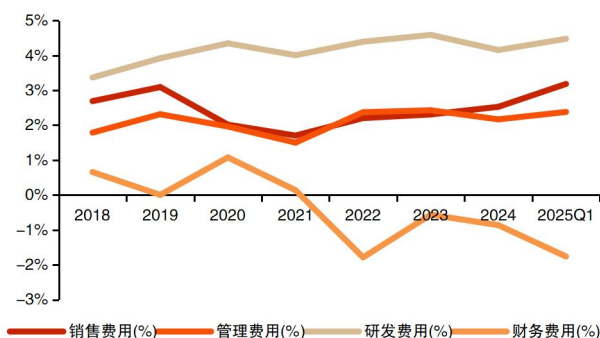
期间费用管控良好，销售费用因品牌开拓增长。虽然近几年随着经营规模扩大公司费用投入有所提升，但整体仍处于较低水平，其中销售费用率在近两年有所提高。2023 年，公司在自有品牌“KTC”、“皓丽（Horion）”、“FPD”方面加大广告宣传推广，销售费用广告宣传费约为 0.65 亿元，较上年增长 86.94%。2024 年，公司销售费用为 3.94 亿元，同比增长 44.29%，主要是因为公司为保证各类智能显示产品的稳定且持续增长，加大了对自有品牌“KTC”、“皓丽（Horion）”、“FPD”的支持力度，从而导致当年年度广告宣传费、海外电商平台费用、海外参展费用也随之增加。此外，为丰富公司拟创新产品的品类，加快创新类显示产品的技术迭代，保证公司新产品开发的领先优势，公司研发费用保持平稳增长；管理费用方面，公司管理费用随公司发展表现较为稳健，整体而言，公司费用率较低，随着公司营收体量提升，盈利能力有望持续提升。

图表 12：公司期间费用合计（2018-2025Q1，单位：亿元）



资料来源：iFinD，华源证券研究所

图表 13：公司期间费用率变动（2018-2025Q1）



资料来源：iFinD，华源证券研究所

2. 智能交互+智能电视双支柱，新业务赋能未来

2.1. 智能交互显示：代工+自有品牌并举

2.1.1. 智能交互平板：AI 拉动市场需求复苏，新兴市场出现明显需求

受益于 AI 拉动，智能交互平板全球市场需求逐步复苏。2024 年，整体来看智能交互显示行业海外需求逐步恢复，自 2023 年以来，AI 大模型在国内外陆续投入使用，2024 年 AI 的渗透率与功能进一步提升。AI 深度驱动文字处理、邮件和办公软件等办公流程智慧化，而交互平板作为“AI+办公”智慧化的重要硬件入口，借助 AI 大模型将迎来智慧办公应用领域的规模增长。根据 DISCIEN 的研究报告，全球智能交互平板市场需求稳步增长，预计到 2029 年，全球出货量将达到 347.2 万台。

图表 14：全球智能交互平板出货量变化（单位：千台）



资料来源：DISCIEN，华源证券研究所

教育市场：国内市场仍有增长空间，海外市场需求空间较大。在国内外政府持续推进教育信息化的大背景下，智能交互平板在全球教育市场的容量可观且潜在空间较大。分市场而言，中国教育信息化起步比较早，以公立义务教育市场为主，随着教育信息化的推进，教育类智能交互平板在该细分市场需求趋于饱和。但随着国内教育基础较为薄弱地区教育信息化程度深入，教育类智能交互平板的需求或将有一定程度增长。

海外教育市场有望实现快速增长。海外教育信息化起步较晚，以欧美地区为主延伸至新兴市场国家，信息化教育需求快速增加且教育类智能交互平板渗透率较低，目前的出货规模不及国内，但海外教育资金充裕，受当地国家教育信息化建设长期政策的影响，预计未来海外市场对智能交互平板的需求空间较大。其中，“一带一路”国家教育市场发展空间广阔，在一些教育发达国家地区，因其经济发达、教育支出占 GDP 比较高、学生人口基数大、教室数量多等特点，加上国家政策和教育政策同时加强推动教育数字化转型和投入，且明确加强硬件（如智能交互白板）基础建设，教育市场智能交互平板新增和替换增长空间大。在一些教育较发达地区，经济较发达，教育财政支持较高，学生人口较多，目前也存在智能交互平板的需求。根据 DISCIEN 的研究报告，全球教育市场智能交互平板的出货量稳步增长，预计到 2029 年，全球出货量将达到 255.9 万台，海外教育市场有望出现快速增长。

图表 15：全球 IFPD 教育市场出货量预测



资料来源：DISCIEN，华源证券研究所

云端 AI 赋能会议交互平板出货量稳定增长。随着全球化发展，企业办公趋于分布式和协同化，传统会议模式式微，云视频会议因为能够降低金钱成本、时间成本等优势成为多部门合作办公的热门选择。AI 与云视频会议结合，能够优化会议视频、图像、声音和语言的处理方式，保障会议高效体验；AI 会议记录、总结、语音转文本等功能使人们更加专注于会议内容。智能交互平板能够实现 AI 和会议的结合，并通过摄像头等功能，增加会议临场感，提高会议效率。根据 DISCIEN，全球会议市场智能交互平板出货量稳步增长，预计到 2029 年全球出货量将达到 91.3 万台。

图表 16：全球 IFPD 会议市场出货量预测



资料来源：DISCIEN，华源证券研究所

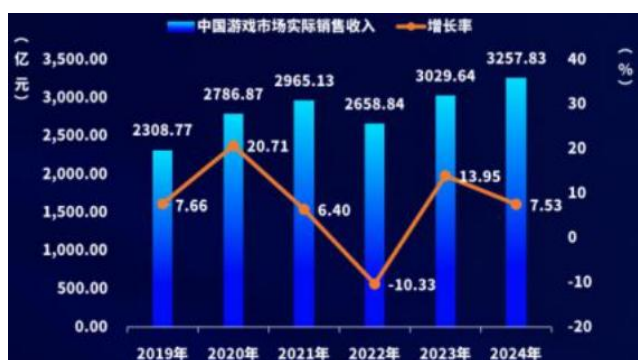
下游客户市场份额领先，公司智能交互平板在生产制造型供应商中的出货量全球排名第一。根据公司招股说明书，公司的下游客户所处的主要行业有智能教育、智能办公、电竞、安防、商业展示、医疗、智能电视等领域，其中商用显示产品的主要品牌商有 SMART、普罗米休斯、MAXHUB、希沃、鸿合、NEC、明基、皓丽（公司自有商用品牌）、长虹、华为、联想等，这些客户大多在市场处于份额领先地位，希沃、普罗米休斯和 SMART 位列 2022 全球交互平板出货量排名前三。在下游客户的带动下，公司产品需求不断增长，根据 DISCIEN 数据，2024 年，公司智能交互平板在生产制造型供应商中的出货量全球排名第一。

2.1.2. 专业类显示：多领域发展前景广阔

（一）电竞显示器

电竞爱好者众多+行业产业链完整，带动相关产业链全面发展。根据 Statista 数据，到 2025 年，全球电竞爱好者人数将超过 3.18 亿人，较 2020 年的 2.152 亿人大幅增长;与此同时，2025 年预计约有 3.227 亿人会时常观看电竞比赛。在全球大部分地区，电竞的收视率超过了 NBA 等传统体育项目。预计 2028 年全球电竞实际参与人数将达到 8.56 亿人。随着电竞产业的不断发展，从游戏授权到内容生产、制作和传播，典型产业链日趋完整，或将带动内容制作、授权、分发、赛事运营、传播、专用设备研发等一系列相关产业链发展，电竞显示器作为电竞活动的必不可少的一部分，有望在未来较长一段时间内保持高速增长。

图表 17：中国游戏市场收入变化（2019-2024）



资料来源：《2024 年中国游戏产业报告》，华源证券研究所

图表 18：中国游戏用户规模变化（2019-2024）

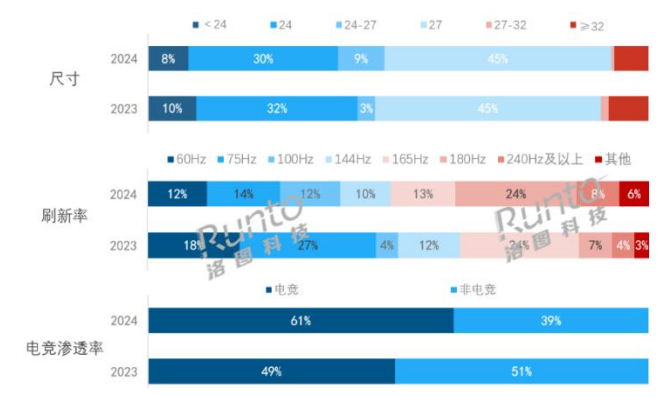


资料来源：《2024 年中国游戏产业报告》，华源证券研究所

国内显示器市场 24 年总销量破千万，公司以电竞产品为主导，出货量排名靠前。根据洛图科技发布的《中国大陆显示器线上零售市场月度追踪》报告，2024 年，中国大陆线上全渠道市场的零售量同比 2023 年增长 14.0%，首次突破千万台，达到 1097 万台的规模。分上下半年来看，2024 年上半年的线上销量略有下滑，降幅约为 0.5%。除了消费环境的影响之外，2023 年的市场价格普降也提前释放了部分市场需求，导致 2024 年的开局比较疲软。进入 2024 年下半年，随着热门游戏《黑神话：悟空》的出圈拉动，以及电竞显示器的价格进一步亲民化，电竞产品销量激增 47%，强劲拉动了整体市场，最终在下半年收获了高达 25.7% 的销量增幅。根据洛图科技，2024 年全年，中国线上电竞显示器市场的销量为 609 万台，同比增长 38.5%，增速远高于大盘；电竞产品的渗透率由 2023 年的 49% 上升至 61%，增长了 12 个百分点。

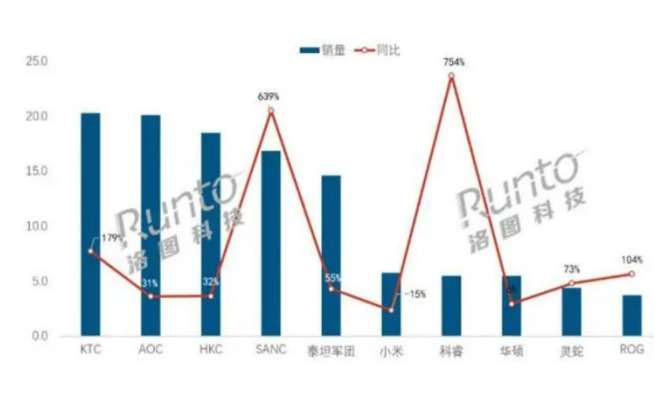
公司产品以电竞方向为主导，KTC 品牌旗下电竞显示器产品涵盖 OLED、Mini-LED 和 LCD 三种先进显示技术，兼有常规屏、带鱼屏和曲面屏多种型号，产品分辨率从 FHD 到 UHD 不等，尺寸从 23.8 英寸到 47.5 英寸不等，充分满足不同消费习惯的用户需求。因此公司在 2024 年三季度的增长尤为显著，当季电竞显示器销量超过 20 万台，同比增长 179%，排名第一。

图表 19：2024 年中国显示器线上市场细分产品销量结构及变化（单位：%）



资料来源：洛图科技，华源证券研究所

图表 20：中国电竞显示器线上监测市场头部品牌销量（2024Q3，单位：万台，%）

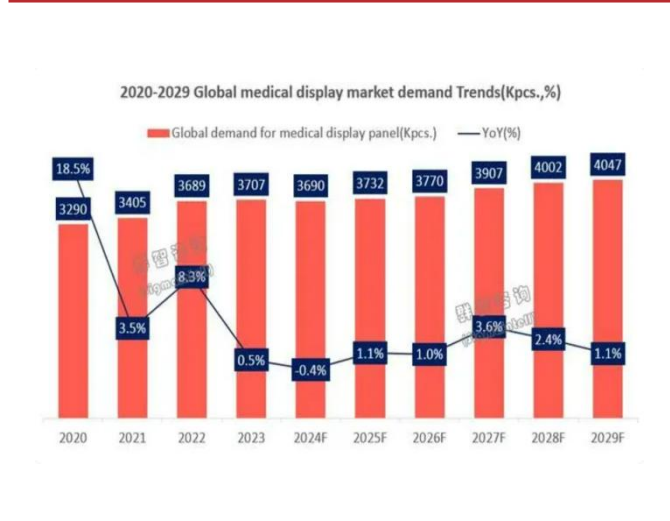


资料来源：洛图科技，华源证券研究所

（二）医疗显示

根据群智咨询数据，预计 2024 年全球医疗器械行业对显示屏的需求规模维持在约 369 万片，相比 2023 年基本持平。其中监护仪作为医疗行业最大市场，监护仪面板占医疗显示面板需求近 50%。公司医疗显示产品主要包括放射诊断显示器、内窥监视器、放射综合显示器、影像中心会诊大屏、超声显示器、手术室一体化显示器和医疗平板电脑等，产品类型涵盖了从临床多功能到专业诊断、数字化手术以及远程会诊等全线医疗影像产品及 AI 一体机等创新产品，并且与合作伙伴推出了超声 AI 应用智能终端，为智能化阅片室提供科室整体解决方案，实现软硬件全方位覆盖。2024 年 1 月，公司产品会诊中心大屏显示器成功进驻上海三十家医院投入使用；截至 2024 年底，康冠医疗的显示产品已经入驻全国超 30 个省，1000 余家的市级医院、县级医院以及乡镇卫生院。

图表 21：全球医疗显示市场规模



资料来源：群智咨询，华源证券研究所

图表 22：康冠会诊中心大屏显示入驻医院名单

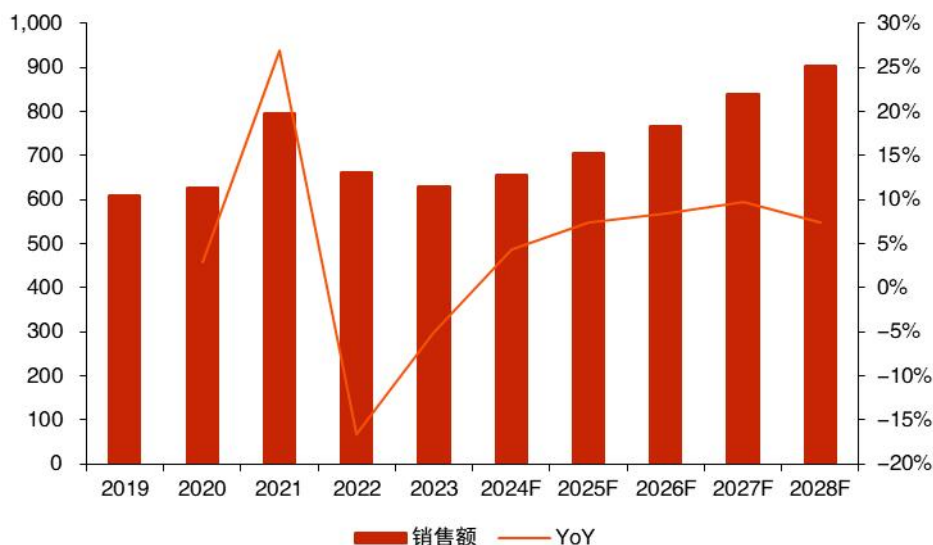
会诊中心大屏显示入驻医院名单
复旦大学附属华山医院
上海市中医医院
复旦大学附属耳鼻喉科医院
上海交通大学医学院附属仁济医院
上海市同济医院
上海交通大学医学院附属瑞金医院
复旦大学附属华东医院
上海市第一人民医院
上海第十人民医院
上海中医药大学附属岳阳中西医结合医院
上海中医药大学附属龙华医院
上海市精神卫生中心
上海中医药大学附属曙光医院(西部)
上海交通大学医学院附属第九人民医院
上海市第一妇婴保健院东院
中华预防医学会妇幼卫生管理分会
上海儿童医学中心

资料来源：康冠医显公众号，华源证券研究所

（三）商用显示

2018 年 12 月以来，中国大力发展新型基础设施建设（“新基建”），主要包括以 5G、人工智能、工业互联网、物联网为代表的新型基础设施建设。数字基建是新基建的核心，传统基础设施的数字化改造是新基建的重点。在这一背景下，大屏显示、尤其是高端可视化大屏社会总需求持续增长，电子政务、旅游、安防监控等多个领域都是商用显示的应用场景之一，辅以数据入口的载体则为更多专业场景提供解决方案。奥维云网（AVC）研究报告显示，中国商显设备市场需求呈现增长态势，预计到 2028 年，中国商显市场销售额将达到 902.8 亿元，增长率为 7.4%。

图表 23：中国商用显示市场规模变化（单位：亿元）

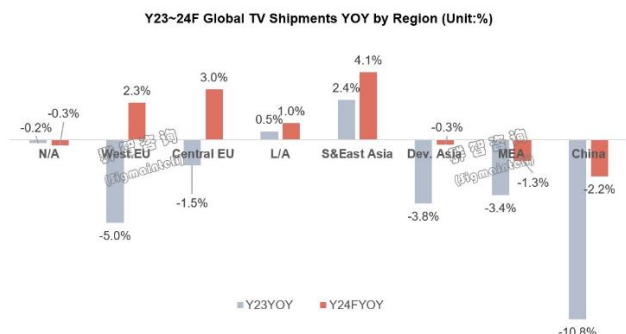


资料来源：奥维云网，华源证券研究所

2.2. 智能电视：把握时代浪潮，聚焦一带一路

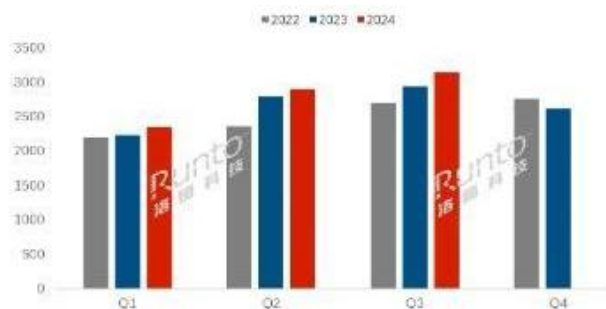
发达地区智能电视行业相对成熟，一带一路国家渗透率增长空间较大。根据 Omdia 的调查数据，截至 2022 年末，全球智能电视出货的渗透率已经接近 95%，除日本外主要发达地区和国家智能电视渗透率已经接近 100%，但是仍然有亚洲和大洋洲、中东和非洲地区的智能电视渗透率低于 80%，相较于发达地区仍有较大增长空间。未来，随着人工智能和 5G 发展，消费者对智能电视画质、交互和声效等方面或将产生更高的要求，技术迭代和版本更新或将为智能电视带来新的增长点。显示领域或将围绕着 OLED、LED、Mini-LED、Micro-LED 及激光实现迭代和更替，并与 AI、AR、VR 等新兴技术与新兴产业深度融合，新产品和新应用场景将迎合市场新需求应运而生，智能电视有望逐步走向多样化和个性化。

图表 24：2024 年全球智能电视出货量变化



资料来源：群智咨询，华源证券研究所

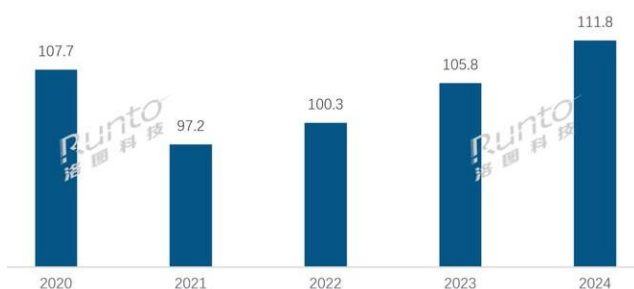
图表 25：全球电视代工市场季度出货量变化（2022-2024，单位：万台）



资料来源：洛图科技，华源证券研究所

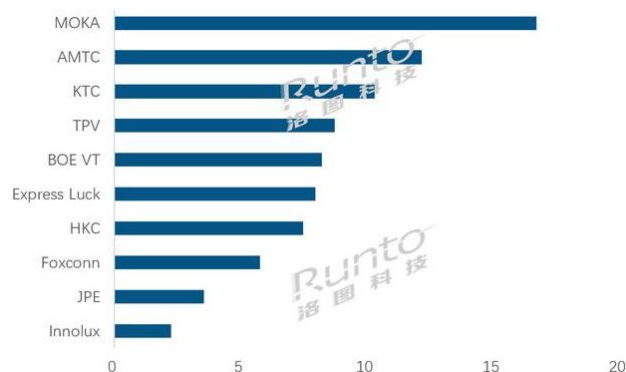
客制化为主，差异化布局提升市占率。在原料价格上行的背景下，更多的电视品牌商通过采用委托代工转移成本风险，导致代工市场整体出货量提高。2024 年，公司智能电视营业收入 95.28 亿元，同比增长 23.47%，公司在智能电视领域的经营模式以定制化为主，针对国际知名品牌、各区域本地品牌提供不同的差异化产品和服务，并且主要服务“一带一路”沿线国家和地区、新兴市场国家的本地头部品牌客户，这些地区市场的相对旺盛需求带动公司市场份额占有率提高，根据洛图科技（RUNTO）数据统计，2024 年公司在全球 TV ODM 市场专业代工厂出货量排名第三。

图表 26：2020-2024 年全球电视 ODM 工厂出货量（单位：百万台）



资料来源：洛图科技，华源证券研究所

图表 27：2024 年全球专业电视 ODM 工厂出货排名（单位：百万台）



资料来源：洛图科技，华源证券研究所

2.3. 创新类显示针对用户新需求打造新产品

业务持续高速增长，打造第三成长曲线。自康冠科技 2022 年开拓创新类业务以来，该业务一直保持高速增长。目前，公司创新类产品矩阵已拓宽到美妆、运动等领域，为多种生活场景提供解决方案。如智能卫浴镜能够利用语音识别功能通过语音 AI 控制，与体脂秤、智能手环等智能健康家居产品联动，采集与监控用户健康数据；智能运动镜可以通过图像识别技术，对用户的运动进行评估和纠正，对运动数据实时分析，让用户的锻炼更加科学有效。公司创新品类不断拓展带动需求增长，2024 年公司创新类显示产品营业收入同比增长 57.94%，销售量同比增长 110.61%。创新类显示产品已成为公司的主要增长动力之一。

图表 28：公司部分创新类产品



资料来源：公司官网，华源证券研究所

三大品牌均针对不同的市场定位和用户需求，推出不同独具特色的产品线。“KTC”聚焦于高质量电竞显示器和创新类显示产品的研发生产销售，旗下产品包括 KTC 随心屏、投影仪等。在销售渠道方面，KTC 线上与线下、国内外并行，并通过各种线下展会宣传产品，在 2024 年“618”购物节实现销售额、销量双增长。“皓丽”围绕商业显示领域，旗下产品包括创新移动屏、直播一体机、智显屏等。“FPD”品牌专注家居场景的研发制造，产品涵盖镜面显示、VR 眼镜-灵境系列，其中智能美妆镜更是凭借科技美妆和健康护理的特点，连续多月在创意礼品榜单上名列前茅。

布局智能眼镜，带来远期增长潜力。公司积极拓展 AI、AR、VR 等前沿技术的应用，在以智能眼镜为代表的智能穿戴设备中，公司旗下“FPD”品牌已经推出了 VR 眼镜-灵境系列，“KTC”品牌于 2025 年 1 月在 CES 展会推出 AI 交互眼镜，该产品集成了智谱大模型、防抖、直播等多项尖端技术。功能层面：KTC AI 交互眼镜搭载了高分辨率显示屏，能够呈现清晰锐利的视觉效果，适合各种使用场景。从观看视频到参与虚拟现实体验，AI 交互眼镜都能提供出色的表现。其设计轻便，佩戴舒适，适合长期使用，尤其对长时间在户外活动的用户友好。在技术层面，KTC AI 交互眼镜通过 AI 技术实现了智能眼控，用户能够通过目光进行简单的操作，比如翻页、选择等。这种操作方式不仅提升了用户体验，更是在未来人机交互中的一个重要趋势。

图表 29：公司部分眼镜产品



资料来源：公司官网，华源证券研究所

3. 研产一体响应客户需求，差异化战略绑定优质资源

3.1. 小批量+多型号，为中小客户定制柔性化生产

坚持自主研发，强化全流程软硬件定制化研发设计优势。公司坚持自主研发理念，在产品驱动系统、交互系统、AI 算法、光机系统、智能储电控制系统、车载娱乐系统、智能主控板卡、智能触控模组、电源板卡、背光显示模组等软硬件方面，公司坚持自主研发，拥有自主知识产权。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、AI 技术、光学显示和数据传输等核心技术领域，公司积累了大量实验数据和丰富经验。同时，公司积极拥抱数字化、网络化、智能化的发展趋势，通过数字化改造和智能化升级，实现了生产流程的优化和产品质量的提升。公司拥有超千名研发设计工程师，通过专业团队支持，可满足不同国家的客户、不同认证体系、操作系统或信号接口的定制化产品需求。公司深度布局智能交互显示技术，高度重视前沿科技产品研发及资源投入。在研发实力方面，截至 2024 年年末，公司拥有有效授权专利及软件著作权证书 1,315 项，其中发明专利 113 项，实用新型 451 项，外观设计 168 项，软件著作权证书 583 项。

图表 30：公司智能制造能力突出



资料来源：公司官网，华源证券研究所

柔性化制造优势，小批量、多型号产品快速生产切换。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，装备有数十条各类主要生产线。2024 年，公司通过新建和升级多条生产线及检测中心，显著提升了自动化水平和生产效率，有效降低了人力成本和劳动强度，实现了产品品质的全面提升。在产业工人大量优质、自主创新能力有保障、产业链条完整、生产线自动化和供应链多方位优势下，公司在生产制造上具备了小批量、多型号、产品快速生产切换的能力，并同时能够做到保障品质和控制成本。通过对多模式的研发体系进行专业化细致分工，各模块研发人员只需要根据客户的要求，针对所负责的研发模块进行调

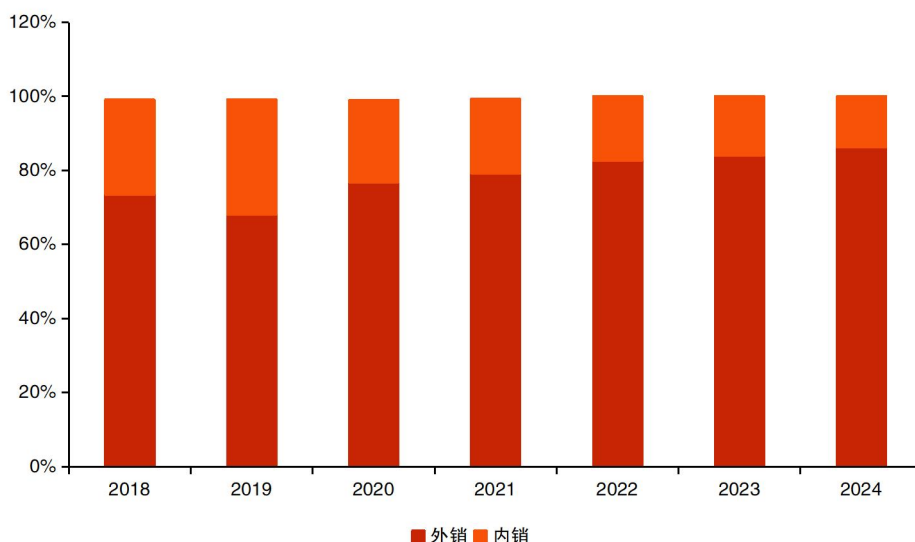
整变动，公司研发阶段的效率大幅提高，从而快速响应全球不同区域客户的小批量、多型号订单需求。

3.2. 差异化布局全球当地龙头品牌客户，客户资源稳定性强

差异化市场战略，客户资源丰富。公司坚持差异化市场战略，服务智能交互显示产品全球头部品牌商、智能电视国际知名品牌中小区域市场、各区域市场本地龙头品牌客户。截至2024年年末，公司已经在中国香港、中国台湾、韩国、日本、美国、墨西哥、阿联酋、波兰设立全资子公司，该布局使得公司能够进入多个国家和地区的市场，方便近距离与客户进行交流和提供服务，增强客户粘性，扩大该业务范围和市场份额。公司智能交互显示产品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休斯、全球头部显示器品牌和生产企业 NEC、明基、仁宝等；智能电视的主要客户包括全球智能电视头部品牌企业三星、LG、飞利浦、夏普、东芝等，全球最大的物联网平台小米、全球最大的连锁品牌企业沃尔玛，以及亚太、拉美、中东、非洲等地区的当地龙头品牌客户。

客户结构稳定，海外客户市场份额逐年提升。根据招股说明书及企业年报，近五年公司前五大客户销售占比均为 30%左右，集中度较高。供应商在加入品牌商全球分工体系前，需经历品牌商严格的质量管理体系审核和产品性能检测认证，认证难度较大、跨越周期长；同时，由于国际品牌商对供应商的响应效率有较高的要求，而响应速度依赖于制造商与品牌商长期的互动交流及默契合作，更加强了制造商与品牌商间的合作粘性。根据公司招股说明书，2019-2021 年公司均有小米、SMART、普罗米休斯作为主要客户，客户结构稳定。区分国内外客户，公司营收主要来自海外，近五年，公司的海外营收占比逐年提升，2024 年，公司海外营收占比为 86.24%。

图表 31：公司销售额地区分布情况



资料来源：ifind，华源证券研究所

4. 盈利预测与评级

1) 智能电视业务：公司通过与“一带一路”共建国家 Local King 品牌战略合作，有望抓住智能电视市场长尾机遇，在亚非拉等新兴经济体细分市场建立壁垒，伴随地区经济发展实现增长，我们假设智能电视业务 2025-2027 年收入同比增长 25.0%/15.0%/15.0%；

2) 创新类显示业务：依托持续研发投入构建多元化产品矩阵，精准满足智能化、个性化需求，叠加线上电商渠道拓展与高性价比策略，品牌市场份额有望快速提升，我们假设创新类显示业务 2025-2027 年收入同比增长 40.0%/30.0%/25.0%；

3) 智能交互显示业务：受益于 AI 技术驱动教育与会议平板市场需求复苏，叠加海外教育信息化渗透率提升及设备更新需求，公司凭借全球出货量领先优势，有望持续扩大市场份额，我们假设智能交互显示业务 2025-2027 年收入同比增长有望稳定在 10%。

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 10.24/12.47/14.59 亿元，同比增速分别为 22.92%/21.70%/17.01%，当前股价对应的 PE 分别为 14.79/12.15/10.39 倍。我们选取海信视像、视源股份为可比公司，测得 2025 年 PE 均值为 16.03 倍，鉴于公司在 AI 技术应用、新兴市场开拓、产品多元化布局等方面的积极探索，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 32：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价	EPS			PE		
		2025/6/11	25E	26E	27E	25E	26E	27E
600060.SH	海信视像	22.75	1.97	2.23	2.48	11.52	10.22	9.16
002841.SZ	视源股份	34.46	1.68	2.00	2.32	20.53	17.21	14.85
	算术平均					16.03	13.72	12.01
002579.SZ	康冠科技	21.63	1.46	1.78	2.08	14.79	12.15	10.39

资料来源：ifind，华源证券研究所。注：收盘价为元，EPS 单位为元/股，海信视像、视源股份盈利预测来自 ifind 一致预期，康冠科技盈利预测来自华源证券研究所

5. 风险提示

1、下游需求不及预期风险：公司下游客户所处的主要行业有：智慧教育、智能办公、电竞、安防、商业展示、医疗、智能电视等领域，若未来公司下游客户市场需求萎缩或下游客户所在国家的经济萎缩，将制约下游客户对公司产品的采购需求，对公司的产品销售产生不利影响；

2、原材料价格波动风险：公司主营业务毛利率的变动因液晶面板价格变化而波动，主要原材料液晶面板采购价格的上升将会推动公司产品的单位价格和单位成本随之上升，若液晶面板市场价格短期内大幅波动，将会对公司盈利能力造成影响；

3、新产品推广不及预期风险：若创新类显示产品（如智能眼镜、交互终端等）因技术迭代慢、市场需求洞察偏差或品牌营销不足，导致用户接受度低、销量增长滞后，可能影响营收结构优化及利润提升，拖累整体业绩表现。

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,851	2,855	3,293	3,787
应收票据及账款	3,449	4,349	5,017	5,770
预付账款	59	100	115	132
其他应收款	261	179	206	237
存货	3,252	3,764	4,340	4,990
其他流动资产	3,237	3,085	3,425	3,808
流动资产总计	14,110	14,331	16,397	18,725
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	829	856	924	934
在建工程	211	244	177	110
无形资产	51	59	86	102
长期待摊费用	32	17	2	2
其他非流动资产	1,168	1,178	1,168	1,168
非流动资产合计	2,292	2,355	2,357	2,316
资产总计	16,402	16,686	18,753	21,041
短期借款	5,742	3,970	4,472	4,956
应付票据及账款	2,404	3,331	3,841	4,416
其他流动负债	510	880	1,011	1,158
流动负债合计	8,656	8,181	9,324	10,529
长期借款	3	2	2	1
其他非流动负债	51	51	51	51
非流动负债合计	54	53	53	52
负债合计	8,710	8,234	9,377	10,581
股本	699	701	701	701
资本公积	2,724	2,722	2,722	2,722
留存收益	4,261	5,022	5,948	7,031
归属母公司权益	7,684	8,445	9,370	10,454
少数股东权益	8	7	6	5
股东权益合计	7,692	8,452	9,377	10,459
负债和股东权益合计	16,402	16,686	18,753	21,041

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	830	849	1,071	1,283
折旧与摊销	104	107	118	110
财务费用	-135	52	38	37
投资损失	-51	0	0	0
营运资金变动	-751	79	-987	-1,112
其他经营现金流	242	181	181	181
经营性现金净流量	240	1,269	421	500
投资性现金净流量	307	-176	-126	-76
筹资性现金净流量	543	-2,089	144	71
现金流量净额	1,120	-996	439	494

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	15,587	19,030	21,954	25,249
营业成本	13,596	16,416	18,932	21,765
税金及附加	48	68	78	90
销售费用	394	400	439	492
管理费用	338	381	417	467
研发费用	647	723	812	922
财务费用	-135	52	38	37
资产减值损失	-69	-44	-50	-58
信用减值损失	3	-70	-80	-92
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	51	0	0	0
公允价值变动损益	-3	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	164	174	174	174
营业利润	845	1,051	1,281	1,500
营业外收入	25	22	22	22
营业外支出	21	15	15	15
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	849	1,058	1,288	1,507
所得税	19	34	42	49
净利润	830	1,024	1,246	1,458
少数股东损益	-3	-1	-1	-1
归属母公司股东净利润	833	1,024	1,247	1,459
EPS(元)	1.19	1.46	1.78	2.08

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	15.92%	22.09%	15.36%	15.01%
营业利润增长率	-32.66%	24.45%	21.85%	17.10%
归母净利润增长率	-35.02%	22.92%	21.70%	17.01%
经营现金流增长率	-7.53%	429.29%	-66.80%	18.64%
盈利能力				
毛利率	12.77%	13.74%	13.77%	13.80%
净利率	5.33%	5.38%	5.68%	5.77%
ROE	10.85%	12.13%	13.31%	13.96%
ROA	5.08%	6.14%	6.65%	6.93%
估值倍数				
P/E	18.18	14.79	12.15	10.39
P/S	0.97	0.80	0.69	0.60
P/B	1.97	1.79	1.62	1.45
股息率	0.83%	1.74%	2.12%	2.48%
EV/EBITDA	27	14	12	11

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。