



智能显示供应链龙头，创新显示多点探索

2025 年 07 月 12 日

核心观点

- **推荐康冠科技：**公司是全球智能电视、智能交互显示（IFPD）、创新类显示供应链龙头。过去几年公司利润受面板价格上涨周期，以及创新类显示业务培育的影响。展望未来，公司成长驱动力受益于彩电对新兴市场销售的持续增长，以及我们预计 2025 年下半年开始彩电面板价格将下跌带来的盈利改善。此外，公司培育的创新类显示业务初具规模，有望开始贡献盈利。
- **公司业务：**1) 2024 年公司营业收入 156 亿元，22-24CAGR 16.0%；其中智能电视、智能交互平板、创新类显示营业收入分别 95 亿元、37 亿元、15 亿元。2) 智能电视代工订单快速增长，收入规模 22-24CAGR 达 21.5%；智能交互显示包括交互平板（教育+会议）、电竞屏等，其中交互平板全球市场规模下滑，导致 2024 年 IFPD 营业收入相比 2022 年低 34.1%。3) 创新品类主要包括闺蜜机、智能美妆镜、智能运动镜等，新品包括 AI 眼镜，目前处于投入期。4) 公司盈利能力和大尺寸面板价格涨跌关联度高。
- **全球彩电 ODM 市场集中度提升：**1) 全球彩电市场是巨大的存量市场。奥维睿沃数据，2024 年全球 TV 出货量约 2.1 亿台。洛图科技数据显示，大尺寸面板产能竞争出清，2024 年中国大陆 LCD 电视面板产量占全球 66.4%，韩国企业 2024 年之后快速退出。2) 中国大陆产业链优势下，海信、TCL 为代表的品牌企业全球份额稳步提升；康冠、兆驰为代表的中国 OEM/ODM 企业份额也稳步提升。3) 据洛图科技，2024 年，全球电视代工市场整体出货总量达 1.12 亿台，同比+5.7%，其中康冠出货量约 1030 万台（公司口径彩电产量 1043 万台），同比+29.0%，排名第三。康冠主要针对新兴市场国家出货。
- **勇于创新，创新显示产品不断更新：**1) 2021 年推出智能运动镜开始，公司相继推出移动智慧屏、智能美妆镜、AI 眼镜、运动智能镜等创新显示产品。除为头部品牌提供 ODM/OEM 服务外，公司还以 KTC、皓丽(Horion)、FPD 三个自有品牌销售。2) 移动智慧屏又名随心屏，集合影音娱乐、学习、健身、KTV 等家庭使用场景于一身，2023 年以来快速放量，但市场竞争加剧。3) Meta Ray-Ban 重新定义了 AI 眼镜，产品畅销，示范作用带动了中国企业的跟进。康冠亦在开发搭载智谱大模型的 AI 眼镜。
- **差异化定位，柔性化生产能力强：**1) 公司主要瞄准新兴市场，提供各类智能显示代工业务。相比而言，欧美市场的单一规模大，但 ODM 市场竞争激烈。新兴市场客户主要是当地品牌，业务特点多批次小批量，毛利率高于欧美代工业务。2) 公司的 KDM 模式是柔性化生产的竞争优势，即研发、设计、制造、交付一体化，支持多 SKU 小批量模式。3) 美国、中国引领的创新显示产品，通过康冠这样的企业高效制造，降低售价，有利于产品向新兴市场推广和渗透。
- **投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 9.9/11.9/13.8 亿元，2024-2027 CAGR 18.3%；EPS 分别为 1.41/1.69/1.97 元，PE 分别为 16.1/13.4/11.6。首次覆盖，给予公司“推荐”评级。
- **风险提示：**原材料价格上涨的风险；市场竞争加剧的风险；关税政策的风险。

康冠科技（股票代码：001308）

推荐 首次评级

分析师

何伟

☎：021-20257811

✉：hewei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525010001

刘立思

✉：liulisi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524070002

杨策

✉：yangce_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130520050005

陆思源

✉：lusiyuan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525060001

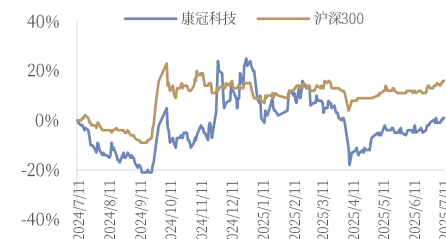
市场数据

2025 年 07 月 11 日

股票代码	001308
A 股收盘价(元)	22.73
上证指数	3,510.18
总股本(万股)	70,061
实际流通 A 股(万股)	23,984
流通 A 股市值(亿元)	55

相对沪深 300 表现图

2025 年 07 月 11 日



资料来源：中国银河证券研究院

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	15,587	17,820	20,100	22,526
收入增长率%	15.9	14.3	12.8	12.1
归母净利润(百万元)	833	990	1,186	1,379
利润增长率%	-35.0	18.7	19.9	16.2
摊薄 EPS(元)	1.19	1.41	1.69	1.97
PE	19.11	16.09	13.42	11.55

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

目录

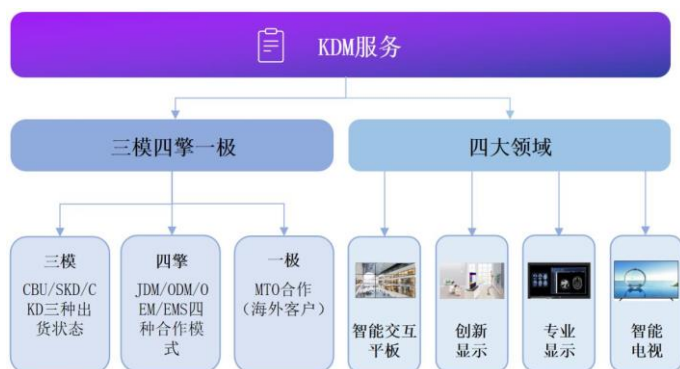
Catalog

一、公司概况	4
(一) 公司介绍：智能显示代工龙头，自主品牌布局新兴市场	4
(二) 公司以大屏业务为主，培育创新业务	5
(三) 近年盈利能力受面板价格上涨影响	9
(四) 公司股权激励对未来有期望	10
(五) 黑电 ODM 业务具有灵活性和差异化定位	10
二、中国黑电产业制造与品牌业务全球化竞争力强	13
(一) 全球市场需求整体稳定	13
(二) 中国取得全球液晶面板产业优势	15
(三) 中国彩电品牌全球份额持续提升	16
(四) 全球 ODM 市场规模增长，并向头部集中	16
三、公司为智能交互显示供应商龙头	19
(一) 智能交互平板需求稳增，25 年将受北美市场拖累	19
(二) 教育交互平板：中国市场维持稳定，海外市场贡献增量	19
(三) 会议交互平板：受益于数字化办公	20
(四) 公司为全球智能交互平板代工龙头，“皓丽”自主品牌在中国位列第二	20
(五) 专业显示产品具备成长性	21
四、发力创新显示，产品迭代支撑高增	24
(一) 移动智慧屏（闺蜜机）2023 年以来快速放量，但市场竞争加剧	24
(二) 智能美妆镜顺应美妆行业发展	25
(三) 智能健身镜是智能运动的重要方向之一	26
(四) AI 眼镜发展前景广阔	27
五、盈利预测与估值	29
(一) 盈利预测	29
(二) 杜邦分析	29
(三) 可比估值	30
(四) 绝对估值	31
六、风险提示	33

（一）公司介绍：智能显示代工龙头，自主品牌布局新兴市场

康冠科技成立于 1995 年，成立以来专注于智能显示领域，是全球智能显示行业龙头之一，主要产品包括智能交互平板、创新类显示产品、专业类显示设备和智能电视等，在多个领域保持领先地位。公司业务模式以代工为主，基于小批量、定制化的柔性服务优势，同亚太、拉美、非洲等地区当地龙头品牌建立长期合作；并布局自有品牌，旗下 KTC、皓丽、FPD 三大品牌布局新兴业务方向。

图1: 公司“KDM”发展模式



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

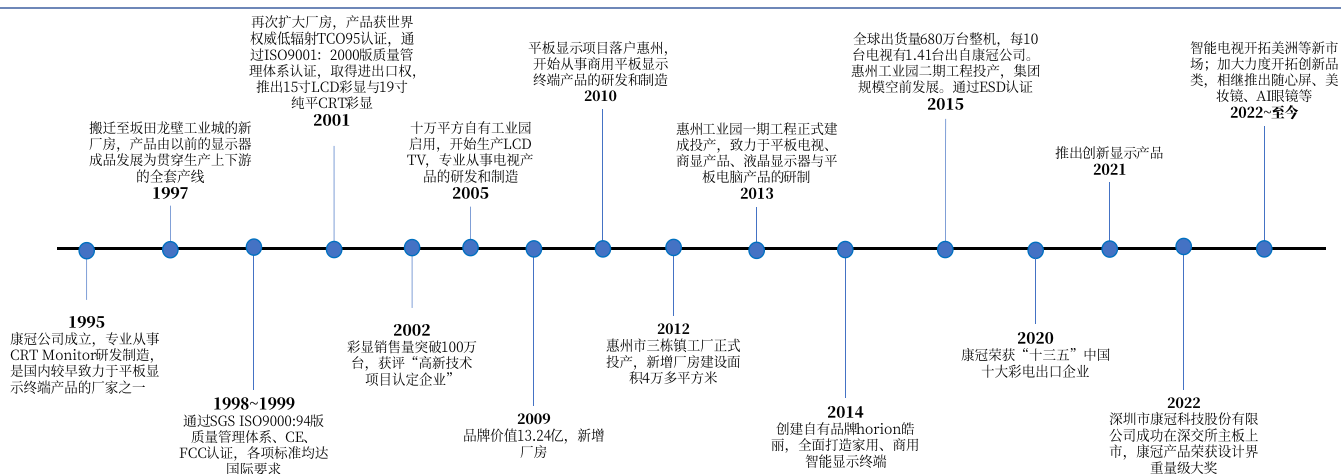
图2: 公司业务体系划分 (2024 年)



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司以 CRT 电视发家，自 2005 年开始生产 LCD TV；2010 年进军商业显示领域，推出智能交互平板、电竞显示器等商显产品；2021 年扩展至创新显示品类，推出智能运动镜等产品，并于 2022-2024 年加码创新研发，相继推出移动智慧屏、智能美妆镜、AI 眼镜等重磅新品。未来，公司将重点布局 AR、VR、AI 等前沿技术，赋能新一代智能显示产品，构建多元化的产品矩阵。

图3: 公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，中国银河证券研究院

（二）公司以大屏业务为主，培育创新业务

营收规模持续增长。2024 年，公司实现营收 155.9 亿元，同比+15.9%，2018~2024 CAGR 达 14.7%。

结构来看，智能电视、智能交互显示贡献核心收入，创新业务占比稳步提升。2024 年营业收入中，智能电视占比 61.1%，主要为国际知名品牌的中小区域市场、各区域市场本地龙头客户提供代工业务；智能交互显示产品占比 24.0%，为全球头部品牌商提供代工，创立会议类智能交互平板自有品牌皓丽，通过 KTC 自主品牌发展电竞显示器业务；创新类显示产品占比 9.7%，主要通过 KTC、FPD 自主品牌发展；部品销售业务占比 5.2%。

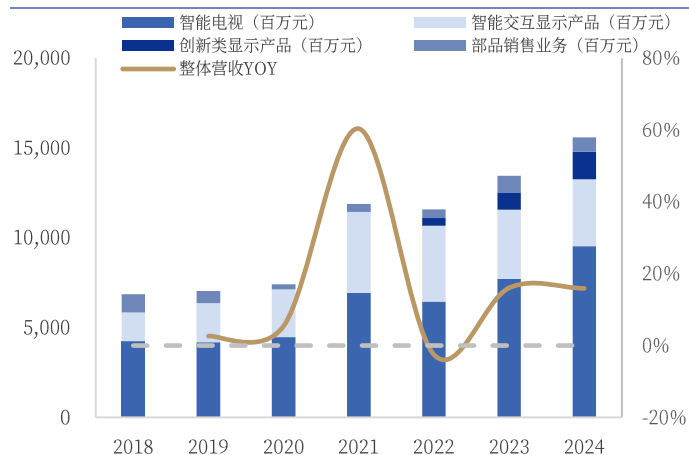
增长贡献来看，智能电视、创新类显示产品增长，智能交互显示产品承压。智能电视业务维持稳健成长，2023/2024 年分别同比+19.6%/+23.5%；智能交互显示产品业务承压，近三年均实现个位数下滑；创新类显示产品受益于赛道高景气度及业务规模低基数，近两年爆发式增长，2023/2024 年分别同比+128.9%/+57.9%。

表1：公司不同业务情况梳理

业务分类	业务模式	主要客户
智能电视	为国际知名品牌的中小区域市场、各区域市场本地龙头客户提供代工	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。
智能交互	为全球头部品牌商提供代工，创立会议类智能交互平板自有品牌皓丽，通过 KTC 自主品牌发展电竞显示器业务	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；皓丽会议类智能交互平板对应 B 端客户；电竞显示器对应 C 端消费者
创新显示	主要通过 KTC、FPD 自主品牌发展	C 端消费者

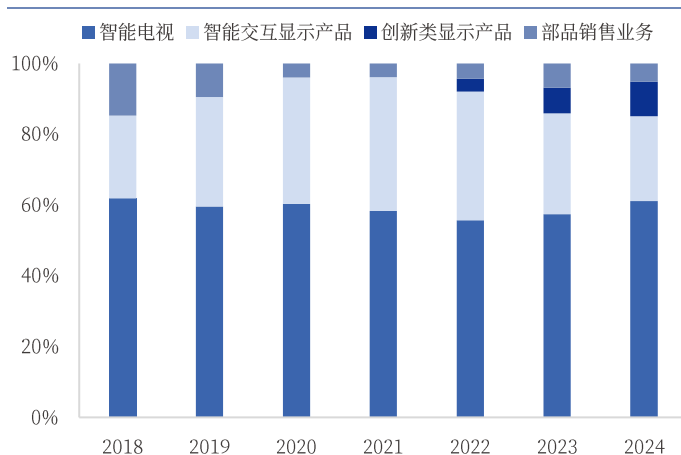
资料来源：公司公告，公司招股说明书，中国银河证券研究院

图4：公司营业收入（按产品拆分）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图5：公司营业收入结构



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表2：公司产品拆分表

	2022	2023	2024	2022	2023	2024
营业收入（百万元）/YOY	11,587	13,447	15,587	-2.5%	16.0%	15.9%
智能电视	6,450	7,717	9,528	-7.0%	19.6%	23.5%
智能交互显示产品	4,221	3,841	3,735	-6.1%	-9.0%	-2.8%
创新类显示产品	420	962	1,519		128.9%	57.9%
部品销售业务	496	927	805	8.3%	86.8%	-13.1%

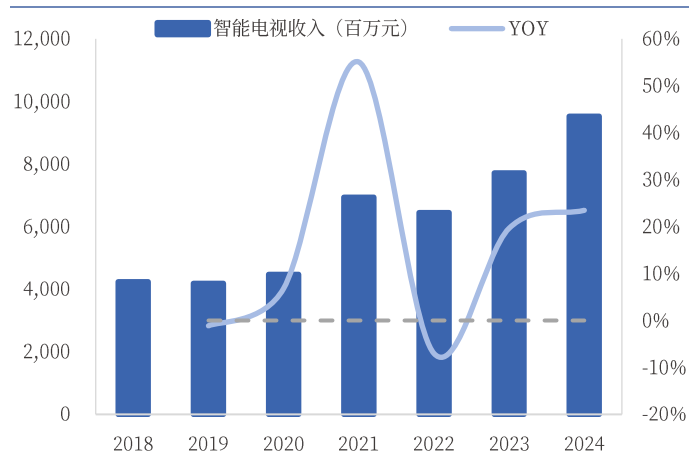
销量 (万台) /YOY						
智能电视	686	792	993	-12.5%	15.4%	25.4%
智能交互显示产品	110	198	184	-13.7%	80.4%	-7.0%
创新类显示产品	19	70	147		272.3%	110.6%
平均价格 (元/台) /YOY						
智能电视	940	974	959	6.3%	3.7%	-1.6%
智能交互显示产品	3850	1943	2032	11.2%	-49.5%	4.6%
创新类显示产品	2235	1374	1031		-38.5%	-25.0%
毛利率/YOY						
智能电视	21.1%	17.8%	12.8%	+5.8 pct	-3.3 pct	-5.1 pct
智能交互显示产品	16.5%	15.3%	10.8%	+3.8 pct	-1.3 pct	-4.5 pct
智能交互显示产品	29.2%	25.9%	19.9%	+9.7 pct	-3.2 pct	-6.0 pct
创新类显示产品	19.4%	14.4%	12.0%	+19.4 pct	-5.0 pct	-2.5 pct
部品销售业务	14.4%	9.3%	4.9%	-0.9 pct	-5.1 pct	-4.4 pct

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

注：智能电视口径按 2024 年报最新口径=原智能电视+设计加工业务

公司智能电视业务规模持续扩张。智能电视代工业务为公司的核心业务，近几年大尺寸产品占比提升，叠加美洲及东南亚等新市场开拓，收入体量不断增长，2024 年已达到 95.3 亿元，同比+23.5%，2018~2024 CAGR 为 14.5%。销量同步增长，2024 年达到 993 万台，同比+25.4%，2018~2024 CAGR 为 9.3%。2019 年以来销售额复合增速高于销量，主要源于 2021 年~2023 年公司产品结构升级（主要是大尺寸占比增长）带动均价提升。

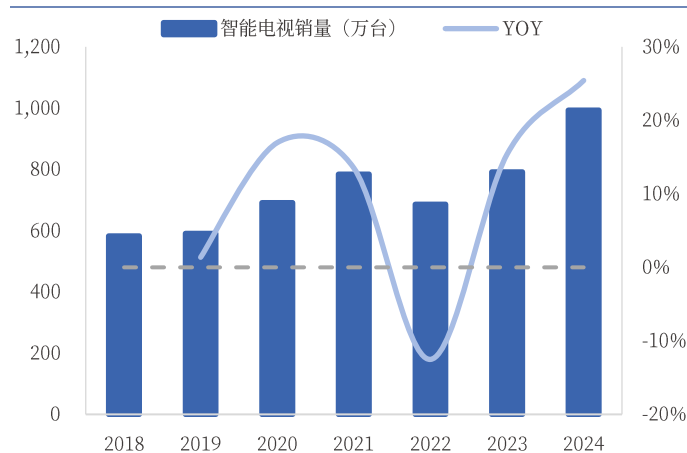
图6：公司智能电视收入



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

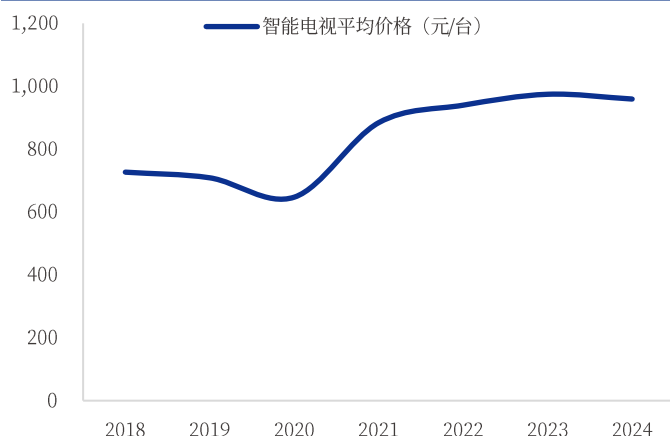
注：智能电视口径按 2024 年报最新口径=原智能电视+设计加工业务

图7：公司智能电视销量



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

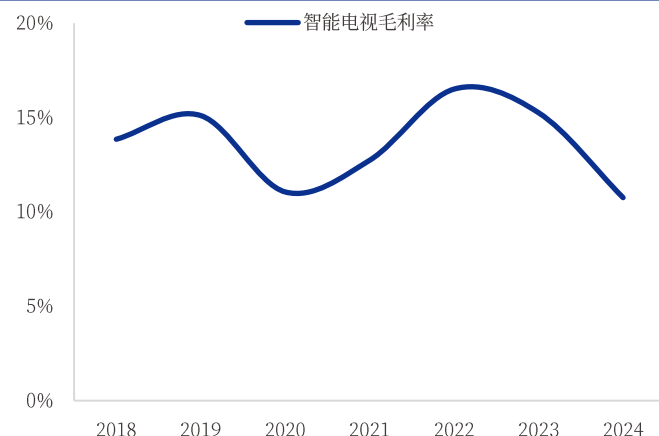
图8：公司智能电视平均价格



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

注：智能电视口径按 2024 年报最新口径=原智能电视+设计加工业务

图9：公司智能电视毛利率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

智能交互显示业务近年承压。公司智能交互显示业务包括智能交互平板和专业类显示产品，核心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。2024 年，公司智能交互显示业务收入 37.4 亿元，同比-2.8%，连续 3 年个位数下滑。2023 年销量大幅增长情况下，智能交互显示业务收入、平均价格、毛利率下降，主要源于产品结构变化，2023 年电竞显示器出货量同比+241%。

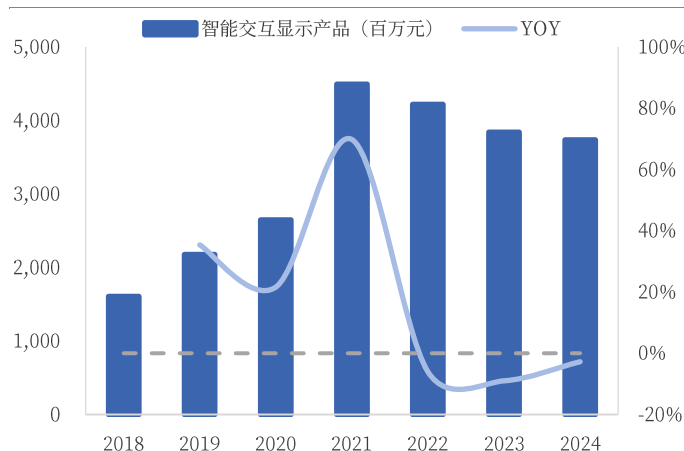
表3：康冠科技和视源股份智能交互业务收入、销量对比

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
视源股份智能交互平板收入（百万元）	6,323	6,942	7,979	10,931	8,900	8,106	N/A
康冠科技智能交互平板收入（百万元）	825	1,472	1,744	3,099	3,472	2,342	2,289
视源股份交互智能平板销量（万台）	56	66	83	115	99	106	111
康冠科技智能交互显示产品销量（万台）	60	59	95	127	110	198	184
康冠科技智能交互平板销量（万台）	10	20	27	44	N/A	N/A	N/A

资料来源：视源股份公司公告，康冠科技公司公告，中国银河证券研究院

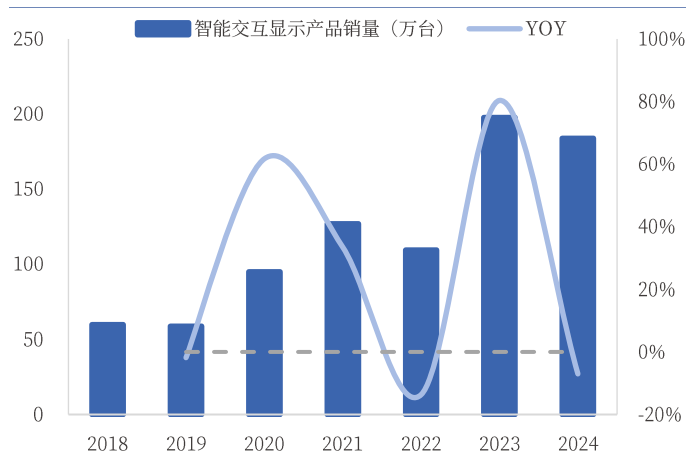
注：康冠科技智能交互显示=智能交互平板+电竞显示器等专业显示产品

图10：公司智能交互显示业务收入



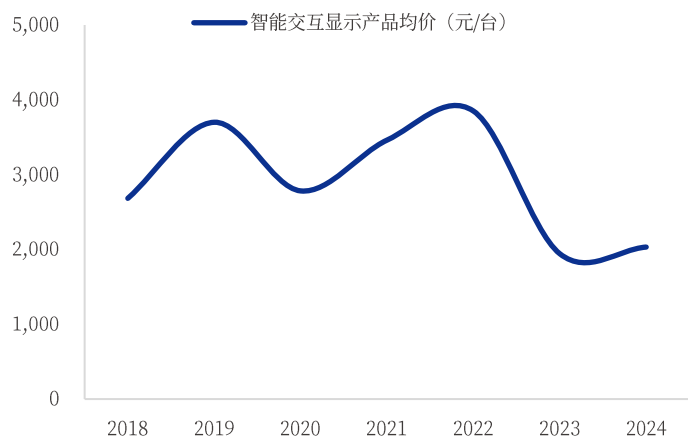
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图11：公司智能交互显示业务销量



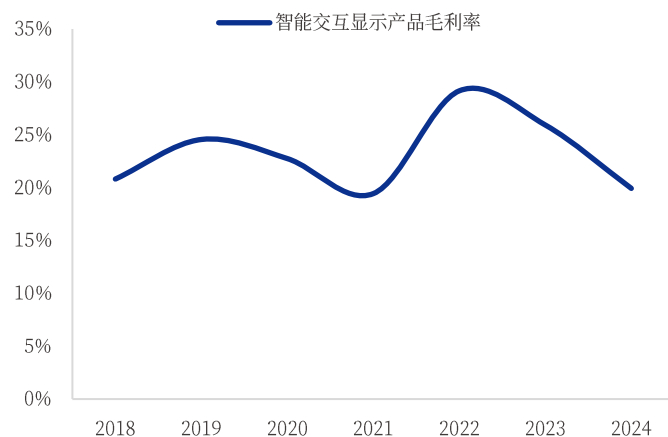
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图12: 公司智能交互显示产品平均价格



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图13: 公司智能交互显示产品毛利率

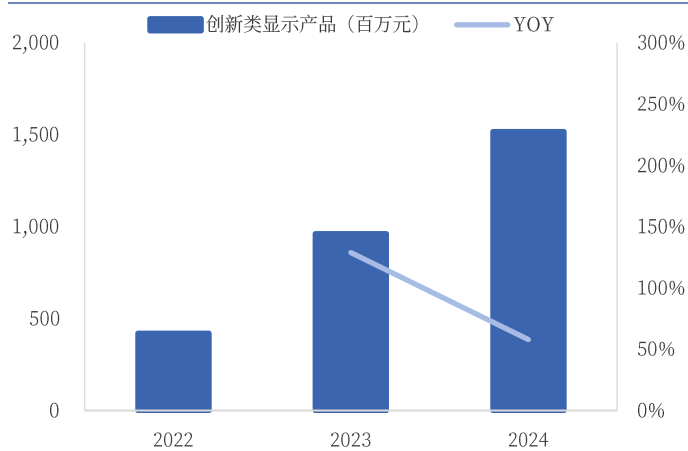


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

公司创新显示业务处于培育期, 考虑各种投入, 目前该业务还未盈利, 是未来重要增长方向。

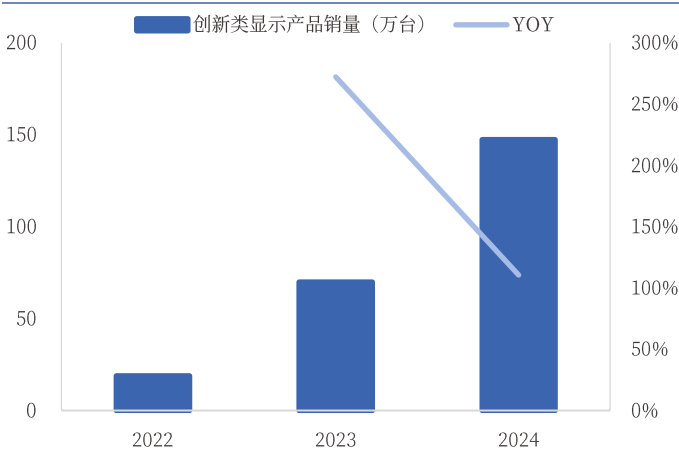
2024 年, 公司创新显示业务实现收入 15.2 亿元, 同比+57.9%, 销量 147 万台, 同比+110.6%, 平均价格 1031 元/台, 同比-25%, 毛利率 12.0%, 同比-2.4 pct。产品平均价格下降导致创新显示业务收入增速明显弱于销量增速, 预计主要源于: 1) 市场竞争加剧对产品均价造成压力; 2) 产品结构发生变化。

图14: 公司创新类显示产品收入



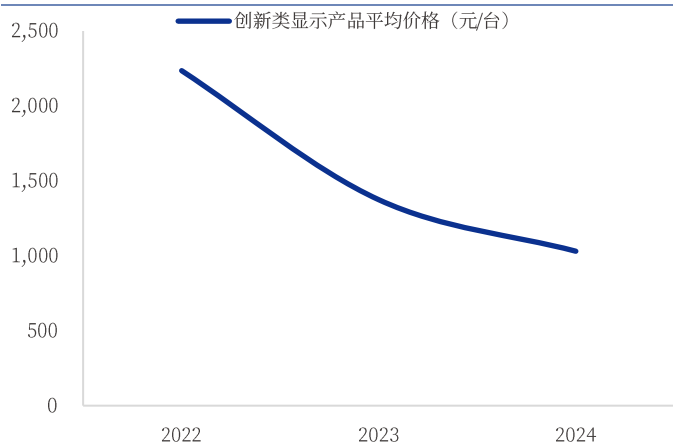
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图15: 公司创新类显示产品销量



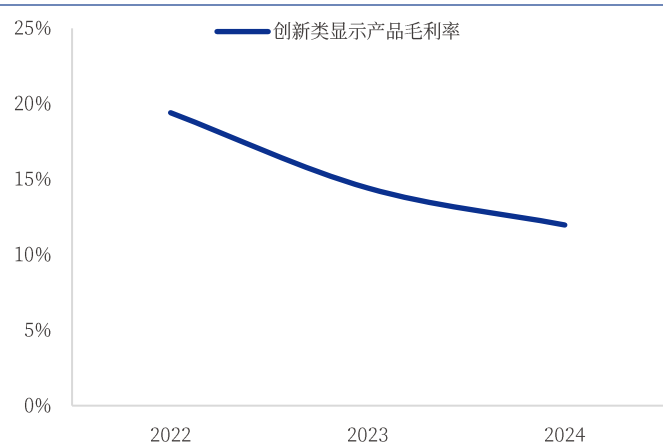
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图16: 公司创新类显示产品平均价格



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图17: 公司创新类显示产品毛利率



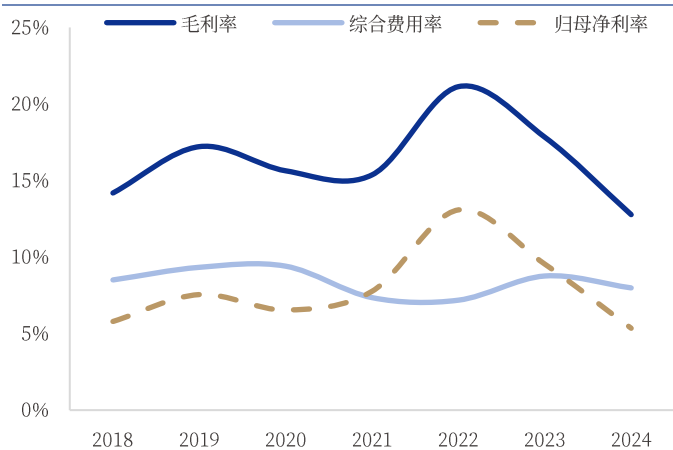
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

(三) 近年盈利能力受面板价格上涨影响

公司归母净利润 2022 年达到阶段性高点, 2023、2024 年分别同比-15.4%、-35.0%。2023、2024 年同期, 公司营业收入分别同比+16.0%、+15.9%。公司归母净利润率下降主要源于毛利率的下降, 综合费用率在此期间基本平稳。

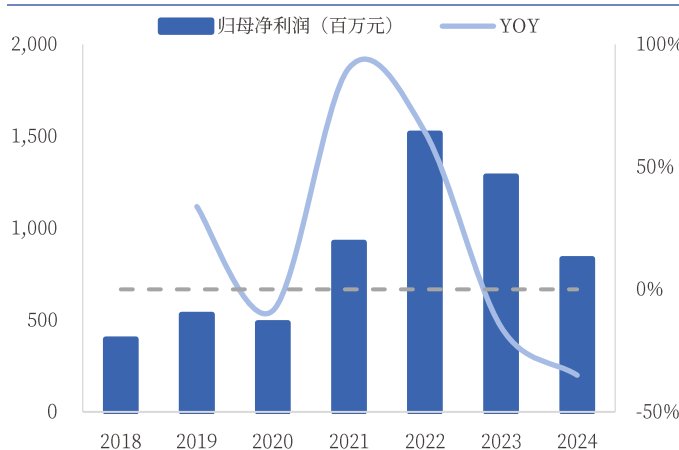
业务角度来看, 公司利润受损主要源于以下几个方面: 1) 主要原材料面板价格自 2023 年初持续上涨并保持高位, 对成本端造成压力; 2) 智能交互平板、移动智慧屏等市场竞争加剧, 公司智能交互显示、创新显示业务平均价格和毛利率均有所降低; 3) 公司从 2021 年开始培育创新显示业务, 2023、2024 年收入分别达到 9.6、15.2 亿元, 由于处于投入期, 这部分业务并不盈利。

图18: 公司毛利率、综合费用率及归母净利率



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

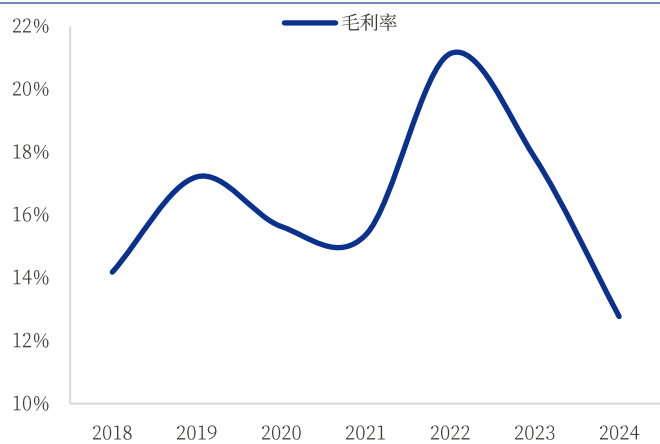
图19: 公司归母净利润



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

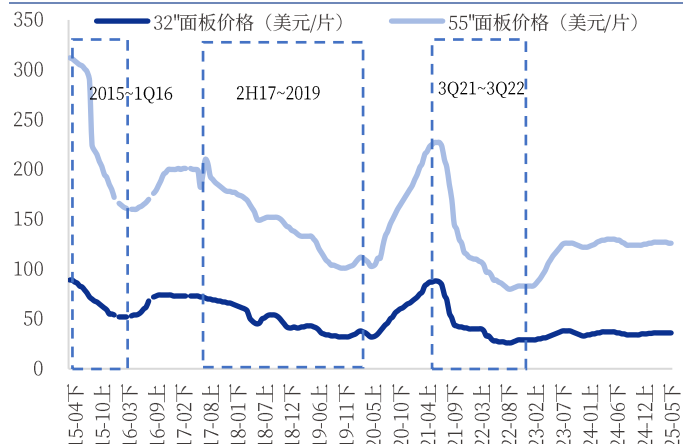
受原材料价格上涨影响, 公司毛利率持续承压。液晶面板为公司最主要的原材料之一, 2021 年公司原材料采购总额比例为 54%, 其价格对产品毛利率影响较大。近两年公司毛利率持续下滑, 23、24 年分别为 17.8%、12.8%, 分别同比-3.3 pct、-5.1 pct, 主要源于 23 年初以来面板价格上涨并维持高位、移动智慧屏等部分领域竞争加剧、新市场开拓导致低毛利率产品占比提升。

图20: 公司毛利率水平



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图21: 不同尺寸面板出货价格



资料来源: WitsView, 集邦咨询, 中国银河证券研究院

(四) 公司股权激励对未来有期望

公司股权激励更注重规模增长。公司于2024年发布股票期权激励计划，向超过2000名员工授予2666万份股票期权，约占草案发布日公司股本总额的3.89%，期权行权价格为26.52元/份。激励计划考核目标值为2024/2025/2026分别实现营业收入151/174/188亿元，触发值为2024/2025/2026分别实现营业收入144/163/175亿元。公司2024年实现营收156亿元，达到激励计划目标值；若2025年达到激励计划目标值，相当于2025年营业收入同比+11.6%。

表4: 公司2024年股票期权激励计划考核目标

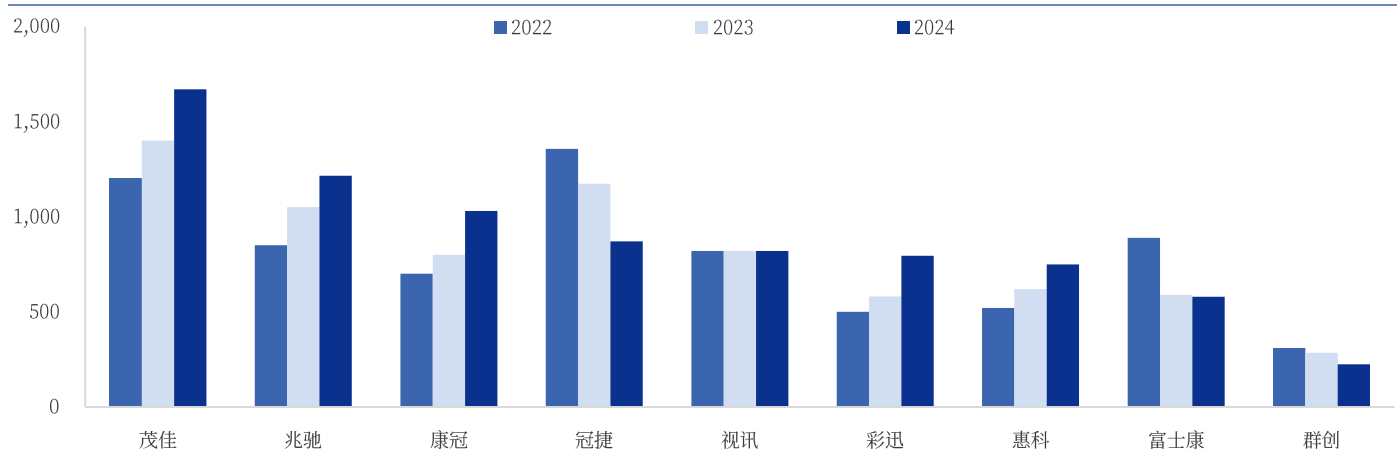
考核年度	各考核年度目标值		各考核年度触发值	
	营业收入 (亿元)	YOY	营业收入 (亿元)	YOY
2024 年	151	12.3%	144	7.1%
2025 年	174	15.2%	163	13.2%
2026 年	188	8.0%	175	7.4%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

(五) 黑电 ODM 业务具有灵活性和差异化定位

2024 年，公司在全球电视代工中位列第三。公司通过持续优化产品结构布局和积极开拓新市场区域，实现了业务规模的稳健扩张，在全球电视代工领域的市场地位稳步提升。据洛图科技，康冠科技在全球电视代工市场中从2022年的第六名跃升至2024年的第三名，超越了冠捷、视讯及富士康等传统巨头。

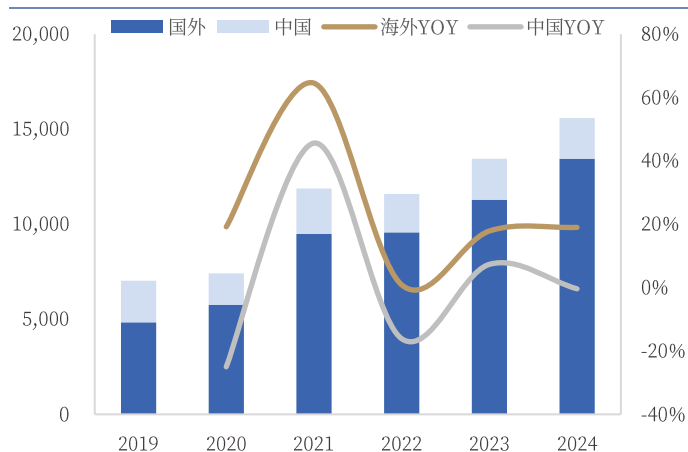
图22：全球电视 ODM 工厂出货量情况



资料来源：洛图科技，中国银河证券研究院

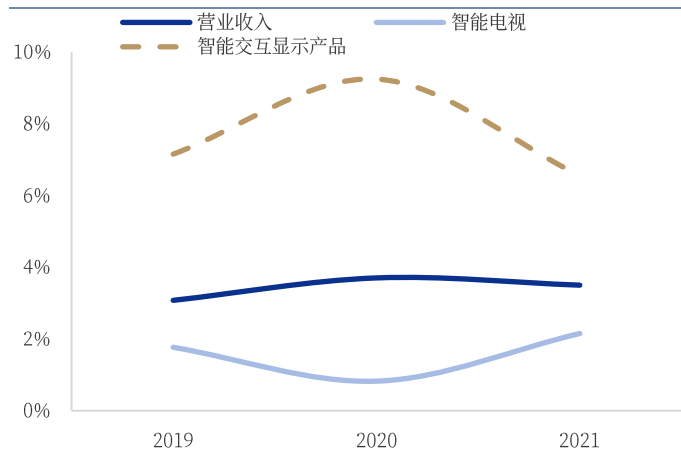
公司制定了差异化的市场竞争战略。公司致力于服务智能交互显示产品全球头部品牌商、智能电视国际知名品牌中小区域市场、各区域市场本地龙头品牌客户。智能电视服务于国际知名品牌如三星、LG、飞利浦、夏普、东芝等中小区域市场，以及各区域市场中东、巴西、阿尔及利亚、厄瓜多尔等本地龙头品牌客户等。因此，公司此前对美出口业务较少，2021 年对美出口收入仅占公司营收的 3.5%，但近两年公司发力新市场区域开拓，预计对美出口占比有一定提升。

图23：公司营业收入（按区域拆分）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图24：历史上公司各业务对美出口占比

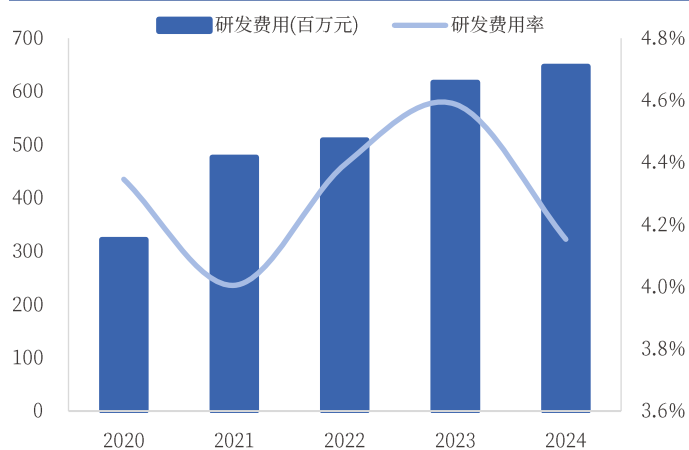


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

注：此处智能电视口径不包含设计加工

差异化市场策略同公司定制化研发设计、柔性化生产优势相辅相成。差异化市场客户具备产品需求多样、定制化需求高、单笔订单量相对较小的特点，对公司的定制化研发设计、柔性化生产提出要求：公司通过长期的研发投入实现技术积累，并在全球范围内布局广泛的技术支持和服务中心，实现了全流程软硬件定制化研发设计优势；同时，公司拥有约 52 万平方米自有产权的智能制造中心，装备数十条各类主要生产线，较高的自动化水平和生产效率可满足客户的个性化需求。

图25：公司研发投入情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图26：公司智能制造情况



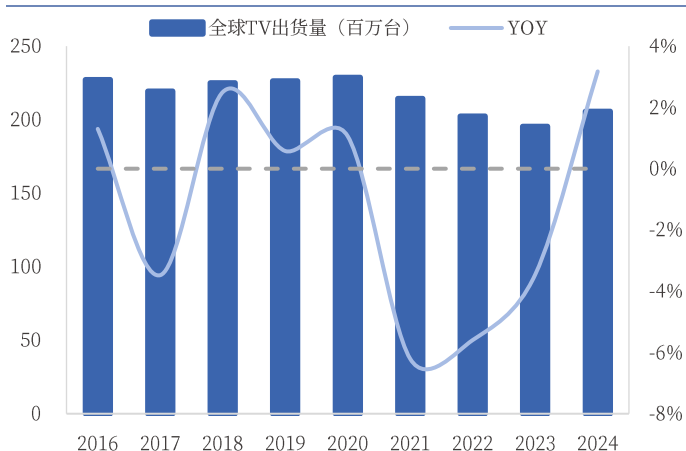
资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

二、中国黑电产业制造与品牌业务全球化竞争力强

（一）全球市场需求整体稳定

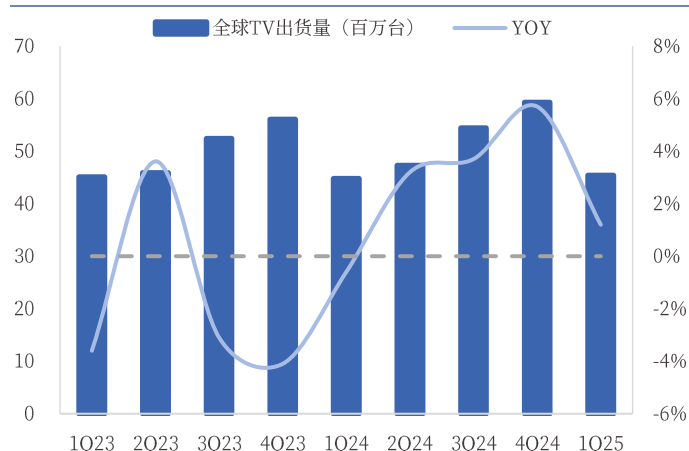
全球电视需求整体稳定，2024 年出货量止跌回升。全球彩电市场处于稳定期，2009-2012 年平板电视替代 CRT 电视。中国市场是全球彩电销量需求较弱的市场，中国市场零售量的下降导致全球彩电销量小幅下滑。中国市场对彩电内容管控严格，智能手机、平板、电脑等小屏的娱乐化对彩电的功能有所替代。据奥维睿沃数据，2024 年全球 TV 出货量约 2.1 亿台，同比+3.2%，其中 Q1/Q2/Q3/Q4 分别同比-0.6%/+3.2%/+3.7%/+5.7%。一方面，2024 年为体育大年，年内举办了奥运会、美洲杯、欧洲杯等体育赛事，刺激了全球电视需求；另一方面，中国市场于 24Q3 开始实施以旧换新补贴政策，有力地促进了包括电视在内的家电需求释放。

图27：全球 TV 出货量（年度）



资料来源：奥维睿沃，中国银河证券研究院（注：2024 年全年数据使用季度数据汇总得到，年度增速使用季度增速计算得到）

图28：全球 TV 出货量（季度）



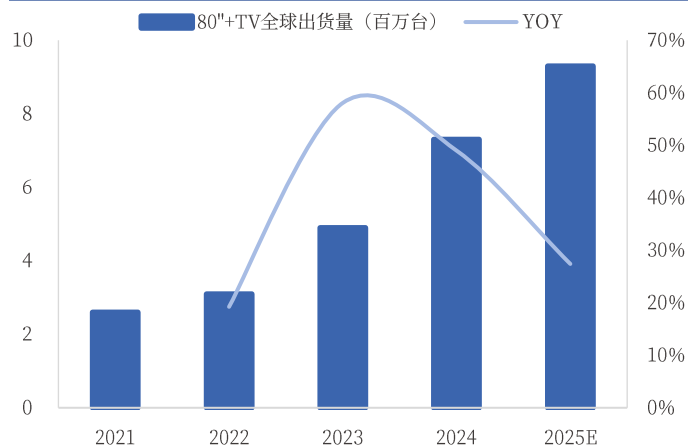
资料来源：奥维睿沃，中国银河证券研究院

彩电的销售结构也在经常变化，例如近些年呈现高清、4K、8K 超高清技术演进，除液晶电视外，还有 Mini LED、OLED 等新型显示技术路线。当前产品结构优化主要体现为大尺寸、Mini LED、高刷产品渗透率快速提升。

1) 大尺寸产品需求增加，全球电视平均尺寸持续增长。据群智咨询数据，2024 年全球电视平均尺寸 52.4 英寸，同比增长 1.1 英寸，80 英寸以上的电视销量为 730 万台，渗透率 3.4%，预计 2025 年将达到 930 万台，同比+27.4%。

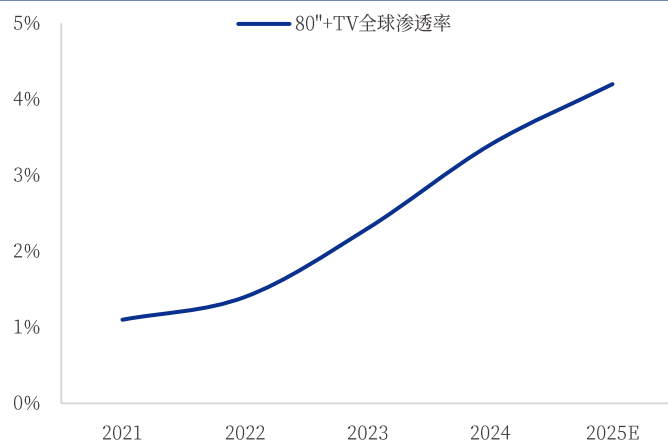
从品牌的产品布局来看，国际品牌及 TCL 坚守 85"/98"，其他中国品牌则主推 85"和 100"。同时，头部品牌竞相争夺 100"+巨幕市场。在 CES 2025 展会上，三星展出了 115"的 Neo QLED 产品以及 100"新品，海信则推出 116"的 RGB Mini LED 电视。

图29：80 寸以上超大尺寸电视全球出货量



资料来源：群智咨询，中国银河证券研究院

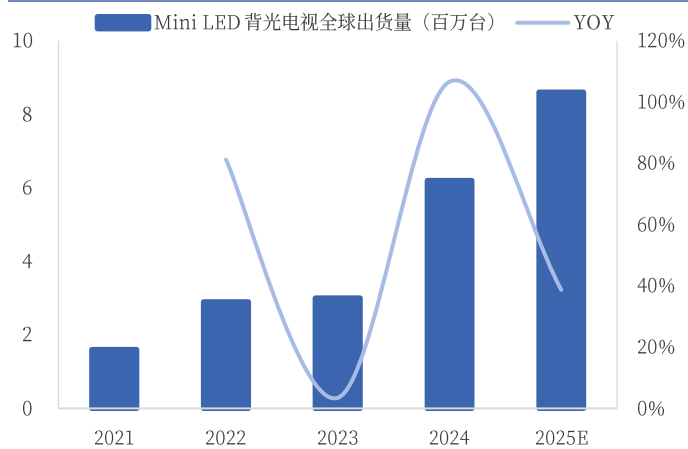
图30：80 寸以上超大尺寸电视全球渗透率



资料来源：群智咨询，中国银河证券研究院

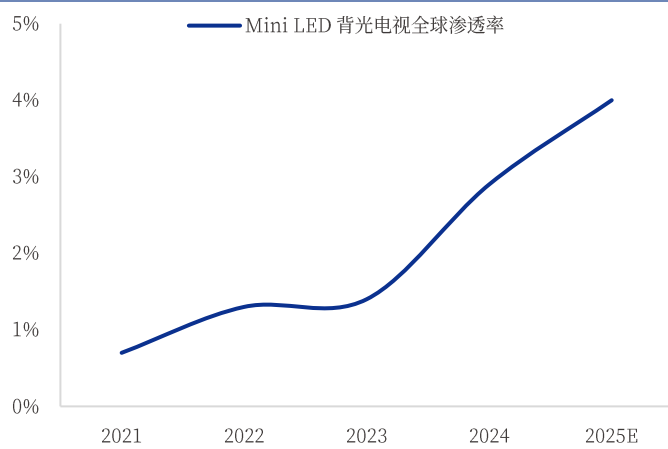
2) Mini LED 产品爆发式增长，中国品牌引领市场发展。据群智咨询，2024 年全球 Mini LED 背光电视出货量达到 620 万台，同比+106.7%，主要受益于中国品牌积极策略以及中国“能效补贴”政策，预计 2025 年将达 860 万台，同比+40%，未来 3 年复合增长率达 17.9%。中国品牌坚定 Mini LED 布局实现领先，top4 品牌 2024 年发布相关新品达到 62 款，国际品牌趋于积极。未来伴随技术下沉终端，Mini LED 电视价格门槛降低，预计渗透率将快速提升。

图31：Mini LED 背光电视市场全球出货量



资料来源：群智咨询，中国银河证券研究院

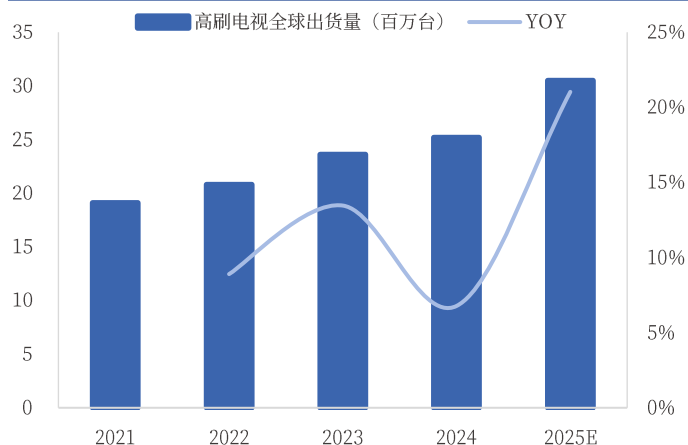
图32：Mini LED 背光电视全球渗透率



资料来源：群智咨询，中国银河证券研究院

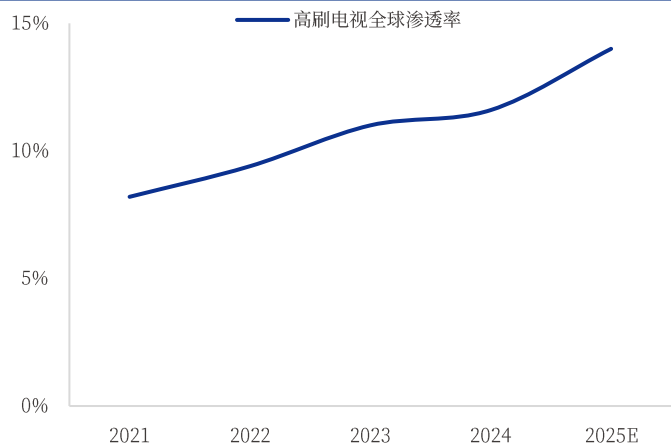
3) 高刷电视渗透率快速提升。市场上 144Hz 刷新率的 LCD 电视层出不穷，165Hz 电视成为 2025 年部分旗舰产品中的配置，带动高刷电视规格从 120Hz→144Hz→165Hz 演变。据群智咨询，高刷电视的市场份额逐年增长，2024 年全球出货量达到了 2520 万台，同比+6.8%，渗透率达 11.6%，预计 2025 年有望突破 3000 万台，同比+21%，渗透率达 14%，迎来加速增长。

图33：高刷电视市场全球出货量



资料来源：群智咨询，中国银河证券研究院

图34：高刷电视全球渗透率



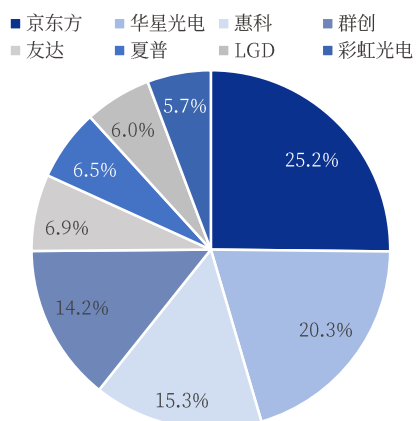
资料来源：群智咨询，中国银河证券研究院

（二）中国取得全球液晶面板产业优势

产业链一体化是彩电市场竞争的重要策略。上世纪 70-90 年代，日本彩电是全球领先者，松下是全球第一，索尼、夏普、东芝都全球排名靠前。21 世纪初期，韩国企业凭借面板产业链一体化优势，取代日本品牌成为全球领先者。三星、LG 在全球彩电市场长期排名第一、第二，但面临很大压力。2024 年，LG Display 向 TCL 华星出售广州 LCD 面板工厂；三星显示关闭韩国和中国的 LCD 面板生产线。未来 LG Display 将专注于 OLED，三星显示将发展 QD 量子点面板和 OLED 面板。但 OLED 电视前景不佳，除成本因素外，妨碍 OLED 在电视普及的核心原因是其生命周期与电视生命周期不匹配；其次，OLED 曲面的特点家庭需求不强，数年前的曲面 LCD 电视已销声匿迹。而日本品牌没落由来已久，夏普 2016 年将彩电业务出售给鸿海；东芝 2017 年将彩电业务出售给海信，2018 年完成交易。目前，日本企业在全世界彩电市场基本处于二线梯队。

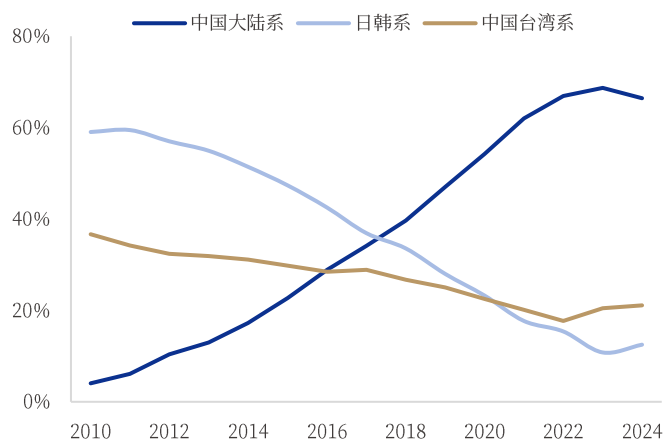
中国家电企业通过完善的供应链优势、发挥规模效应、营销及产品创新等方式持续提升品牌影响力。2016 年，中国大陆面板产能超中国台湾地区，2017 年超韩国。这追平了中国彩电企业和韩国企业的产业链差距，并和日本企业拉开差距。根据 RUNTO 数据，2024 年中国大陆 LCD 电视面板产能占全球 66.4%，中国台湾企业占 21.1%，日韩企业占 12.5%。

图35：2024 年全球液晶电视面板厂出货量市占率



资料来源：RUNTO，中国银河证券研究院

图36：2010-2024 年全球液晶面板出货量厂商占比

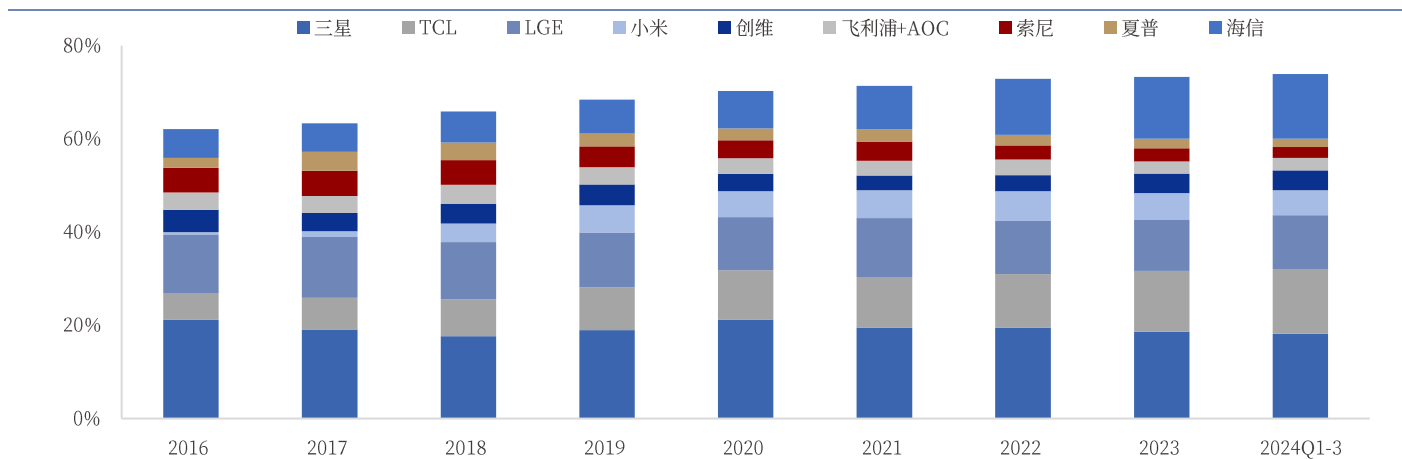


资料来源：IHS，RUNTO，中国银河证券研究院

（三）中国彩电品牌全球份额持续提升

以海信、TCL 为代表的中国企业在海外市场的品牌份额持续提升中。根据奥维睿沃数据，2016-2025Q1，海信全球彩电品牌出货量份额从 6.2% 上升到 14.1%；TCL 从 5.8% 上升到 14.8%。

图37：全球彩电市场中国企业品牌出货量份额稳步提升



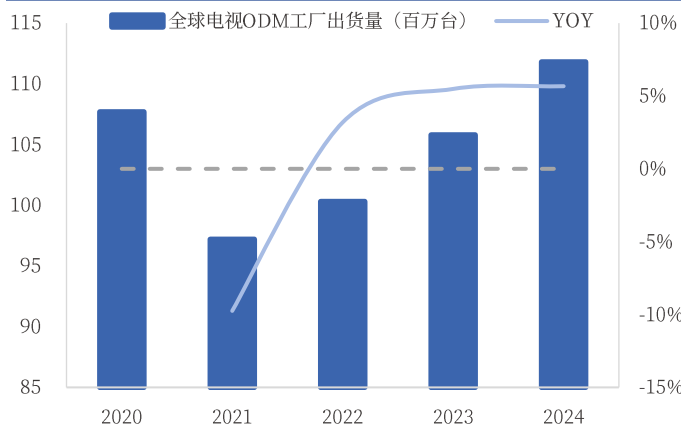
资料来源：奥维睿沃，中国银河证券研究院

2024 年，TCL 电子 H 全球彩电出货量 2900 万台，同比+14.8%。GfK 数据显示，2024 年，TCL 电视在澳洲、菲律宾、缅甸、巴基斯坦零售量保持行业第一，在法国、瑞典、巴西、沙特排名第二，在西班牙、波兰、希腊、捷克、阿根廷、越南、泰国、韩国等地排名第三。海信全球彩电品牌出货量和 TCL 在同一水平。日本 BCN 数据显示，2024 年日本市场海信旗下的东芝零售量占比 25.4%（排名第一），海信品牌 15.7%（排名第三），合计 41.1%。美国市场，TCL、海信零售量份额仅次于三星，且大量产能从墨西哥供应。市场或担心美国对进口自墨西哥商品征收 25% 关税，但 TCL、海信都具备供应链全球化能力，在越南等诸多地区有产能。

（四）全球 ODM 市场规模增长，并向头部集中

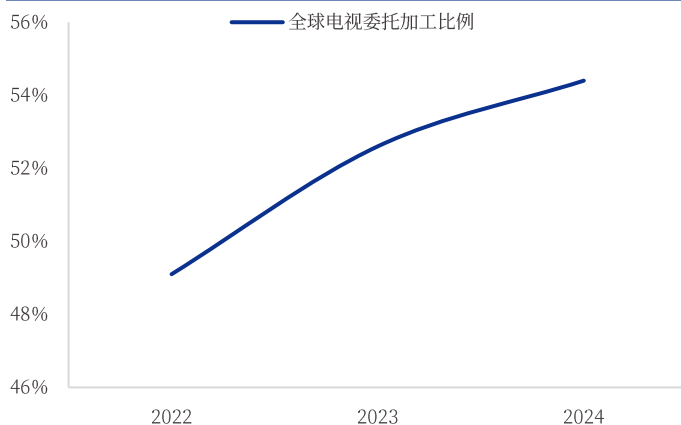
受益于品牌委托加工占比提升，全球电视代工出货量持续增长。据洛图科技，2024 年，全球电视代工市场整体（含长虹、创维、康佳、海信四家自有工厂）出货总量达 1.12 亿台，同比+5.7%。2024 年全球电视市场品牌整机出货量同比增长约 3%。包括韩系品牌在内的海外头部整机品牌以及国内部分品牌，外发代工比例逐年提高。2024 年全球电视的委托加工比例达到 54.4%，同比+1.9pct。

图38: 全球电视 ODM 工厂出货量 (年度)



资料来源: 洛图科技, 中国银河证券研究院 (注: 含长虹、创维、康佳、海信四家自有工厂)

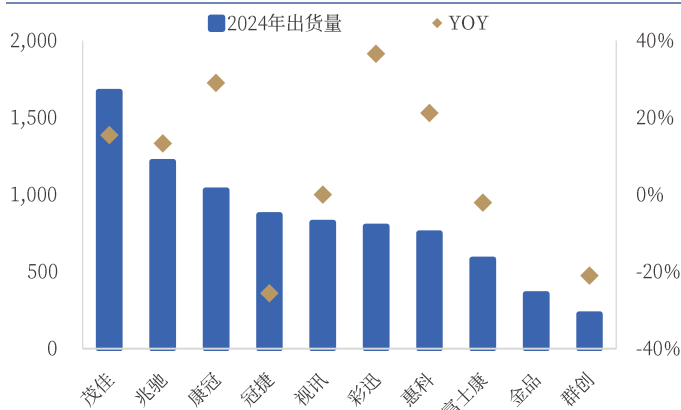
图39: 全球电视委托加工比例 (年度)



资料来源: 洛图科技, 中国银河证券研究院

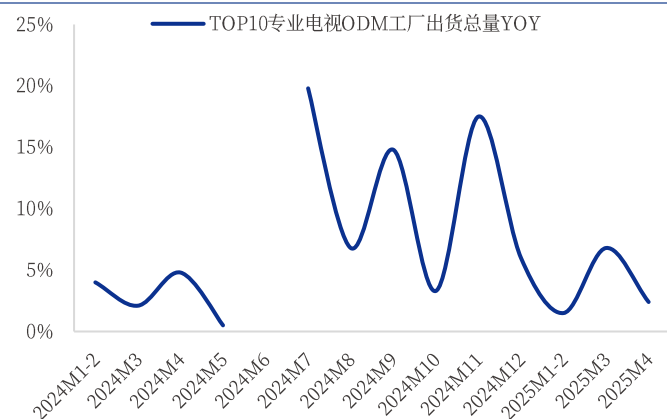
全球电视 ODM 工厂表现分化, 头部效应显著。据洛图科技, 2024 年全球前十家专业电视代工厂 (不含长虹、创维、康佳、海信四家品牌自有工厂) 出货总量同比+7.0%, 合并市场份额占全球代工总量的 74.3%, 较 2023 年+0.9pct。

图40: 全球专业电视 ODM 工厂出货排名 (2024 年)



资料来源: 洛图科技, 中国银河证券研究院

图41: 全球 TOP10 专业电视 ODM 工厂出货量 YOY (月度)



资料来源: 洛图科技, 中国银河证券研究院

1) 茂佳、兆驰、康冠、彩讯、惠科增长明显。2024 年, 茂佳以 1670 万台出货量蝉联全球第一, 同比+15.5%; 兆驰出货量 1215 万台, 排名第二, 同比+13.3%; 康冠出货 1030 万台, 同比+29.0%; 彩讯、惠科分别同比+36.6%、+21.2%。

2) 视讯、富士康保持稳定, 冠捷、群创下滑明显。2024 年, 视讯出货量同比基本持平; 富士康同比-2.1%; 金品出货量不到 400 万台; 冠捷和群创分别同比-25.6%、-21.0%。

表5：部分电视 ODM 工厂经营情况（2024 年）

工厂	24 年出货 YOY	2024 年经营情况
MOKA (茂佳)	+15.5%	MOKA 是面板龙头 TCL 科技 000100.SZ 子公司。公司北美和欧洲等主要区域市场持续放量，头部电视品牌订单的不断增长。MOKA 越南广宁省的新工厂于 2024 年上半年开始量产，产能进一步拓展。此外，TCL 电子 H 1070.HK 全球品牌出货表现也同样突出。
AMTC (兆驰)	+13.3%	北美电视市场旺季备货需求集中释放的背景下，ONN 等渠道品牌的订单量显著上涨，新客户 Vizio 等表现良好。同时，面向北美客户的越南工厂在 2024 年上半年开始量产，产能得到有力补充。
KTC (康冠)	+29.0%	全年 10 个月出货量同比实现增长，且月均增幅超过 40%，其中 6 月以 120 万台的出货量实现同比翻倍增长。
TPV (冠捷)	-25.6%	自有品牌 Philips (飞利浦) 和 AOC 的合并出货量同比大幅下降 27.0%，合并份额从 2023 年的 43.9% 下降至 32.0%。海外客户向 Samsung、Vizio 和 Element，以及国内客户向海信、华为和创维的出货量全面下降，降幅均超过了 35%。
BOE VT (视讯)	基本持平	核心客户小米、Vizio 和 LGE 的出货量稳中有升。然而，SONY、Samsung、BestBuy、华为和海信的出货量较 2023 年有所下降。
Express Luck (彩迅)	+36.6%	核心业务区域欧洲市场，特别是东欧市场的代工订单，以及欧美区域的自有品牌业务，是彩迅大幅增长的主要动力。产能方面，彩迅中山工厂自 2023 年 5 月投产，产能得以迅速扩充；同时，匈牙利工厂对欧洲市场的辐射效应也为其持续的业绩增长有显著贡献。
HKC (惠科)	+21.2%	客户方面，亚洲区域客户以及印度海尔的订单实现增长；海外客户 Vizio 和 FUNAI 出货逐步放量，与 TCL 的合作亦不断加强。2023 年下半年，越南同奈工厂实现量产，加上北海和合肥两座工厂，惠科拥有了三座大型电视代工厂。同时，集团内部的面板业务也对整机 ODM 业务产生了助力。

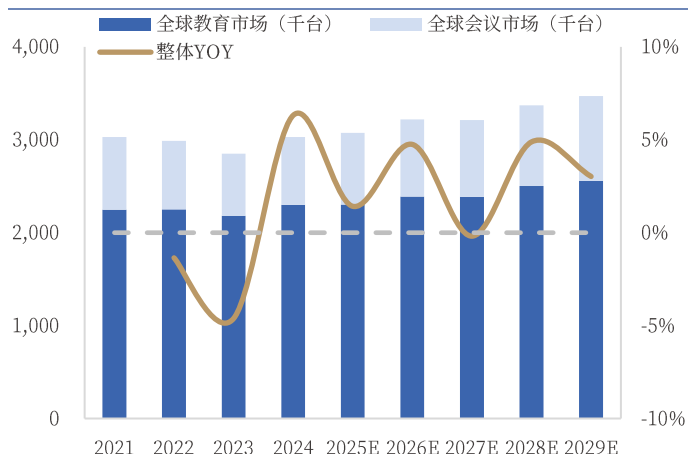
资料来源：洛图科技，中国银河证券研究院

三、公司为智能交互显示供应商龙头

（一）智能交互平板需求稳增，25 年将受北美市场拖累

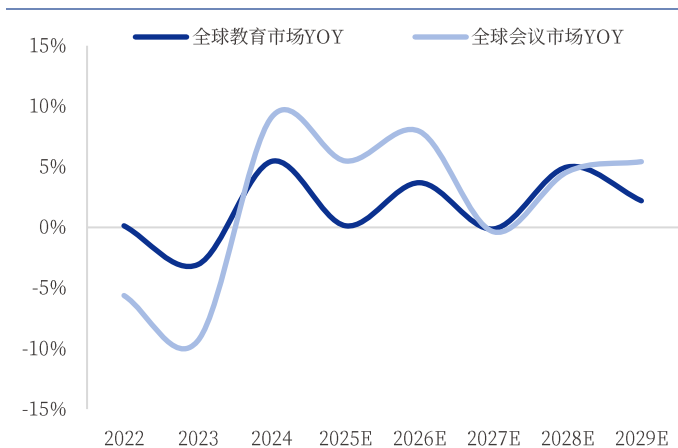
全球智能交互平板市场稳步扩张，预计 25 年同比微增。据 DISCIEN 数据，2024 年全球智能交互平板出货量为 303 万台，同比+6.3%，预计 2029 年将达到 347 万台，2024~2029 CAGR 为 2.8%。其中，教育需求和会议需求 2024 年分别占比 75.9%、24.1%。

图42：全球智能交互平板出货量



资料来源：DISCIEN，公司年报，中国银河证券研究院

图43：全球智能交互平板出货量 YOY



资料来源：DISCIEN，公司年报，中国银河证券研究院

预计 2025 年北美市场压力较大，欧洲市场同比微降，亚太市场（除中国）维持增长。据 DISCIEN 预测，2025 年全球智能交互平板出货量将微增 0.46%，海外市场 2025 年出货量预计同比-7.1%。北美受关税政策及高库存影响预计同比-38%；欧洲行业发展缓慢，预计同比-1.6%；亚太市场（除中国）受益于新兴经济体教育项目建设，预计同比+14.8%。

表6：IFPD 海外市场 2025 年出货量预测情况

海外市场	2025 年 YOY 预测	主要影响因素
北美市场	-38%	高库存透支后续需求、教育预算投资方向转移、关税扰动
欧洲市场	-1.6%	德国政策落地迟滞、匈牙利教育现代化进展缓慢、法国预算加码
亚太市场（除中国）	+14.8%	印度关税影响、东南亚政策驱动与基建红利共振

资料来源：DISCIEN，中国银河证券研究院

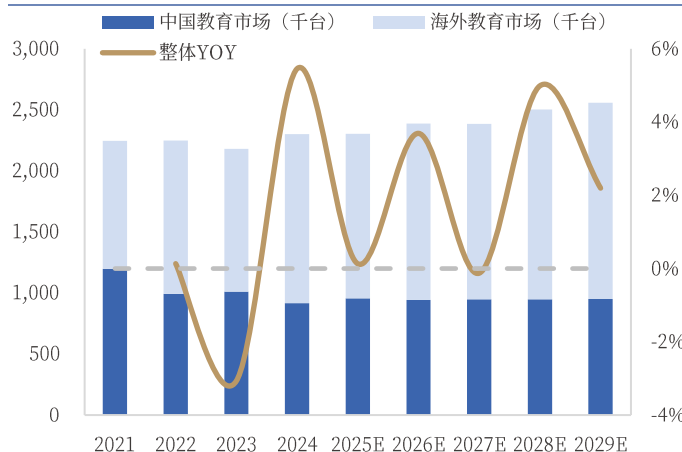
（二）教育交互平板：中国市场维持稳定，海外市场贡献增量

据 DISCIEN 数据，2024 年，全球教育交互平板出货量为 230 万台，同比+5.5%，预计 2029 年将达到 256 万台，2024~2029 CAGR 为 2.2%。

中国市场：中国教育交互平板在 2022~2024 年市场压力较大，三年出货量分别-17.0%、+1.9%、-9.4%。2025 年起企稳，2025Q1 中国教育交互平板出货量同比+6.2%。中国教育交互平板市场预计未来将维持在 95 万台左右的年出货量水平。

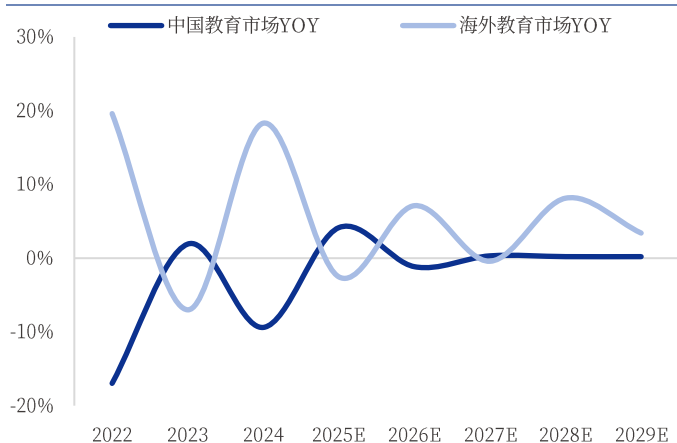
海外市场：2024 年，海外教育交互平板同比+18.3%。海外教育信息化进度落后于中国，未来继续有渗透率提升空间，预计将波动上行。

图44：全球教育类智能交互平板出货量



资料来源：DISCIEN，公司年报，中国银河证券研究院

图45：全球教育类智能交互平板出货量 YOY



资料来源：DISCIEN，公司年报，中国银河证券研究院

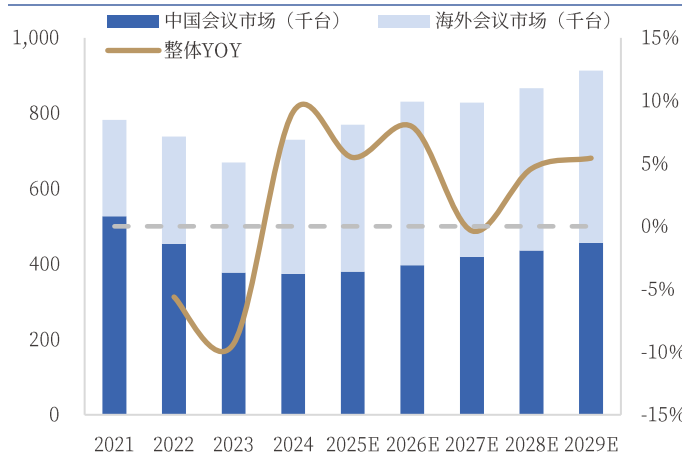
（三）会议交互平板：受益于数字化办公

据 DISCIEN 数据，2024 年，全球会议交互平板出货量为 73 万台，同比+9.1%，预计 2029 年将达到 91 万台，2024~2029 CAGR 为 4.6%。

中国市场：由于宏观经济影响，企业对信息化支出较为谨慎，虽然会议交互平板渗透率不高，但近些年中国市场增长缓慢。预计未来随着经济改善，这一市场将重新回到增长通道。

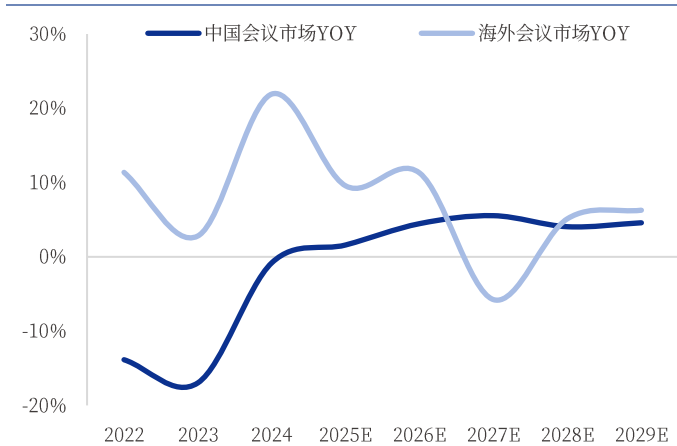
海外市场：受益于海外分布式和协同办公的发展，海外会议交互平板需求预计持续增长，但增速逐步趋缓。

图46：全球会议类智能交互平板出货量



资料来源：DISCIEN，公司年报，中国银河证券研究院

图47：全球会议类智能交互平板出货量 YOY



资料来源：DISCIEN，公司年报，中国银河证券研究院

（四）公司为全球智能交互平板代工龙头，“皓丽”自主品牌在中国位列第二

公司智能交互平板产品涵盖教育和会议两大场景，主要为海外一线品牌客户提供代工服务，产品销往欧洲、北美等主流市场及新兴市场国家。据 DISCIEN，2024 年，公司智能交互平板在全球生产制造型供应商中出货量排名第一。此外，在会议类交互平板领域，公司创立皓丽品牌，并推进自有品牌业务模式发展，据洛图科技，2024 年“皓丽”在国内商用交互平板市场出货量排名第二。

图48: 公司 W82B 智能交互平板



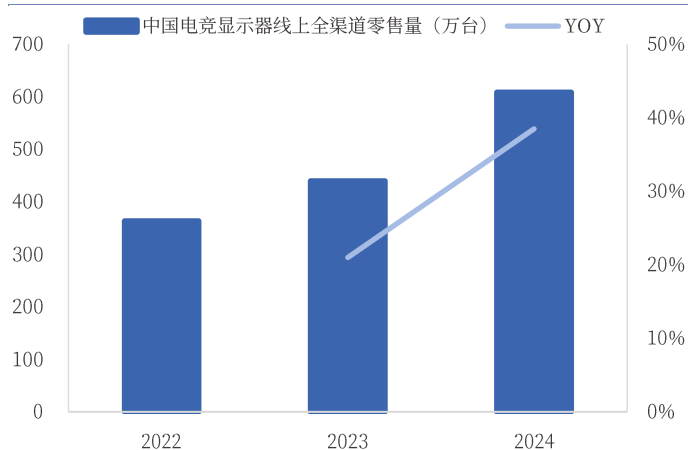
资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究院

(五) 专业显示产品具备成长性

1. 中国电竞显示器需求快速增长

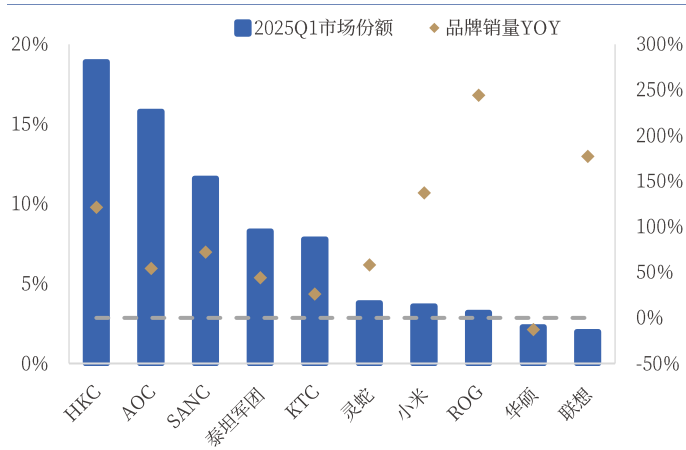
虽然电脑显示器市场较为成熟, 但是高质量游戏、动画渲染等需求的增加, 带动高质量的电竞显示器需求在持续快速增长。据洛图科技, 2024 年中国电竞显示器线上全渠道零售量达到 609 万台, 同比+38.5%。2025Q1 线上市场 (除抖快等内容电商) 销量同比+49%, 预计 2025 年全年仍将实现快速增长。份额方面, 2025Q1 HKC、AOC、SANC 为线上市场 (除抖快等内容电商) 前三名, 份额分别达到 18.9%、15.8%、11.6%。

图49: 中国电竞显示器零售量 (线上全渠道)



资料来源: 洛图科技, 中国银河证券研究院

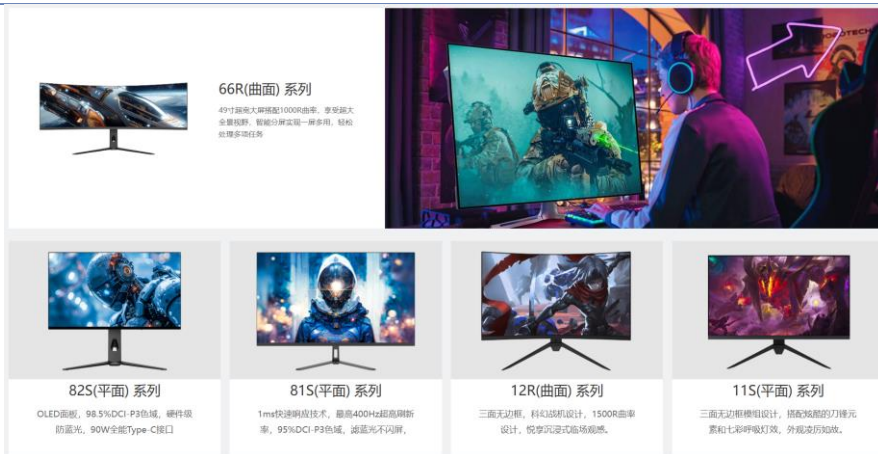
图50: 中国电竞显示器线上市场份额 (2025Q1, 不含抖快等内容电商)



资料来源: 洛图科技, 中国银河证券研究院

公司电竞显示器业务维持高增, KTC 品牌在中国线上排名第五。公司以 KTC 品牌经营电竞显示器业务, 具备丰富的产品矩阵, 涵盖 OLED、Mini-LED 和 LCD 三种先进显示技术, 屏幕型号、产品分辨率、尺寸均有多种选择。据洛图科技, 2025Q1, 公司在中国电竞显示器线上市场中销量排名第五, 市占率达到 7.8%, 销量同比+26%; 2025 年 4 月, 公司电竞显示器线上销量同比+44%。

图51：公司部分电竞显示器产品

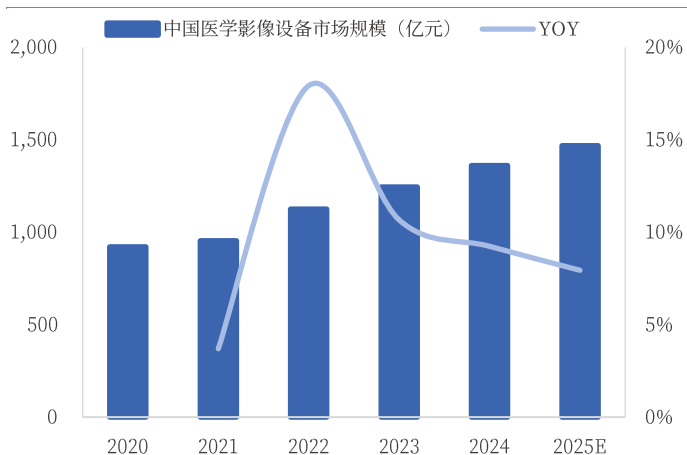


资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

2. 医疗显示受益于医学影像设备市场成长

据中商产业研究院，2024年中国医学影像设备市场规模为1360亿元，同比+9.2%，预计2025年将增长7.9%。而医疗显示器专为医疗领域显示设计，具备高分辨率、高亮度、高对比度和高精度等特点，亦将受益于医学影像设备市场的成长。

图52：中国医学影像设备市场规模



资料来源：中商产业研究院，中国银河证券研究院

图53：医疗显示器主要应用划分

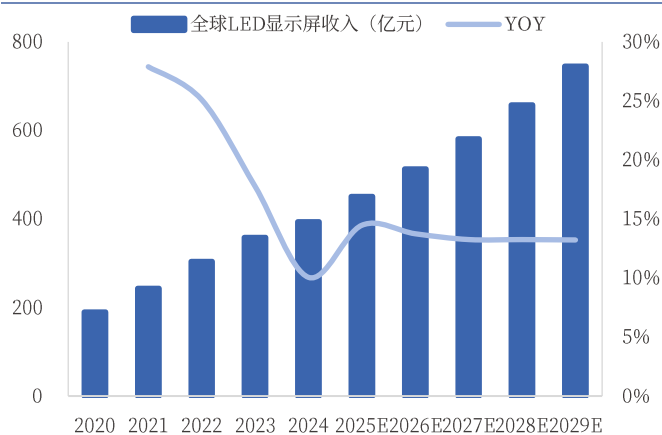


资料来源：巴可官网，中国银河证券研究院

3. 商业展示显示设备市场持续扩张

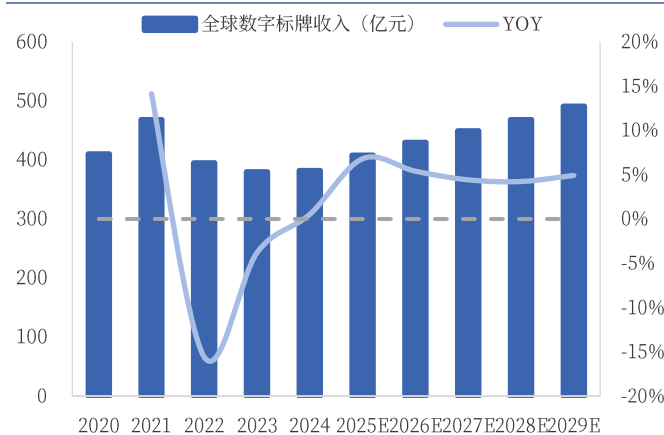
LED显示屏需求持续增长，数字标牌市场保持稳健。据Frost & Sullivan数据，2024年全球LED显示屏、数字标牌收入分别为394、382亿元，分别同比+10.1%、+0.5%，预计2024~2029 CAGR分别为13.6%、5.1%。

图54: 全球 LED 显示屏收入规模



资料来源: Frost & Sullivan, 中国银河证券研究院

图55: 全球数字标牌收入规模



资料来源: Frost & Sullivan, 中国银河证券研究院

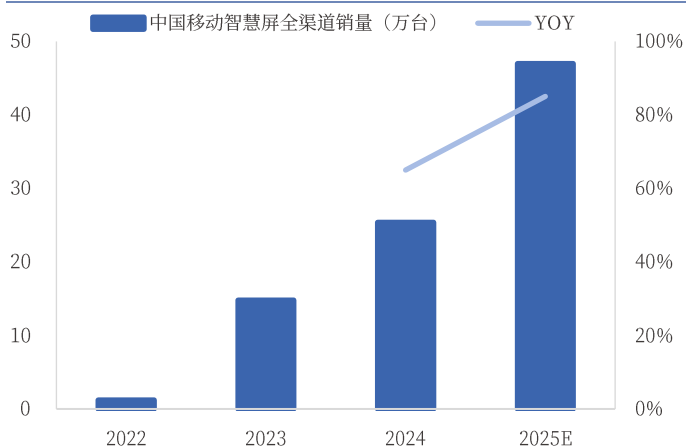
四、发力创新显示，产品迭代支撑高增

（一）移动智慧屏（闺蜜机）2023 年以来快速放量，但市场竞争加剧

移动智慧屏需求维持高增。移动智慧屏又被称为闺蜜机，集合影音娱乐、学习、办公、健身、直播、KTV 等家庭使用场景于一身，深受消费者喜爱。

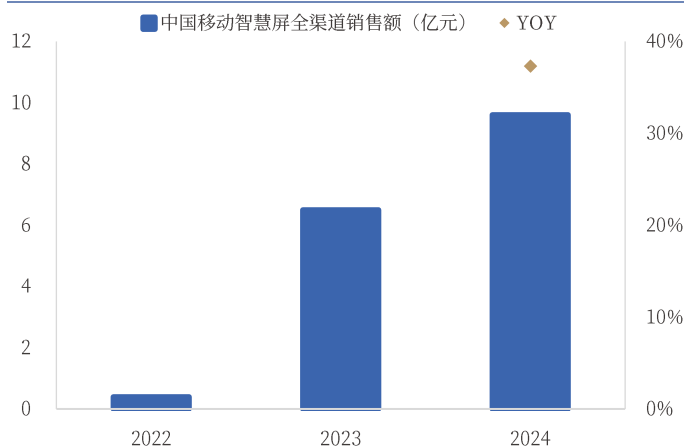
据洛图科技，2024 年中国移动智慧屏市场全渠道零售量为 25.4 万台，同比+65%，零售额为 9.6 亿元，同比+37.3%，产品均价为 3780 元，同比-16.8%；预计 2025 年全渠道销量将达到 47 万台，同比+85%。

图56：中国移动智慧屏市场全渠道销量



资料来源：洛图科技，中国银河证券研究院

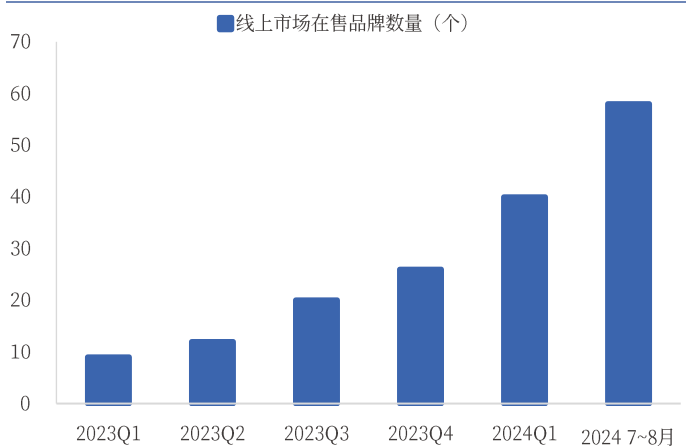
图57：中国移动智慧屏市场全渠道销售额



资料来源：洛图科技，中国银河证券研究院

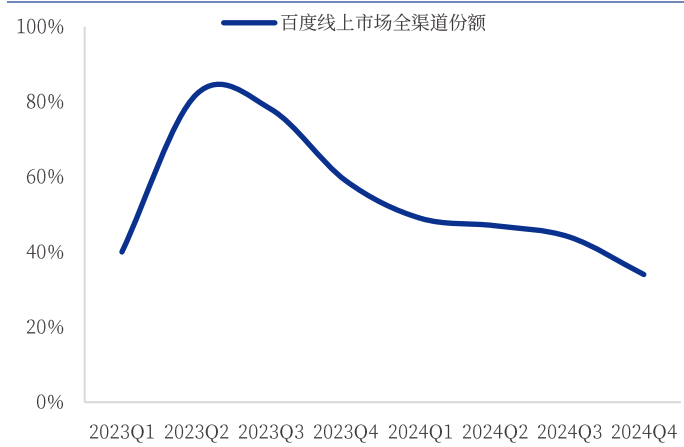
中国移动智慧屏市场爆发过程中，竞争也日益激烈。闺蜜机是百度创新引领市场，随着市场增长，市场参与者开始增多，百度份额被稀释。据洛图科技，截至 2024 年 7~8 月，中国移动智慧屏线上市场在售品牌数量已达到 58 个，较 2023Q4 增长 123%。其中，百度为第一，但自 2023Q2 以来市占率逐季下行，2024Q4 在线上市场份额为 34%，同比-25 pct；KTC 于 2024Q4 位列第二名，在 2024 年通过新品和全产品线布局实现份额大幅提升。

图58：中国移动智慧屏线上市场在售品牌数量



资料来源：洛图科技，中国银河证券研究院

图59：中国移动智慧屏线上市场中百度销量份额



资料来源：洛图科技，中国银河证券研究院

公司为移动智慧屏龙头。公司为国内行业第一家推出创新类显示产品移动智慧屏的企业，据 DISCIEN，2024 年公司移动智慧屏在生产制造型供应商中的出货量全球排名第一；据洛图科技，KTC 自主品牌移动智慧屏中国线上市场排名第二。AI 方面，公司最新发布的 A32 系列智慧移动屏搭载 4K 超高清的可移动屏幕，支持长续航、多端投屏等多元化特性，并配备讯飞星火、豆包等 AI 交互大模型，提升整机体验，快速切入办公与家庭两大核心场景。

图60：公司 A32 系列移动智慧屏

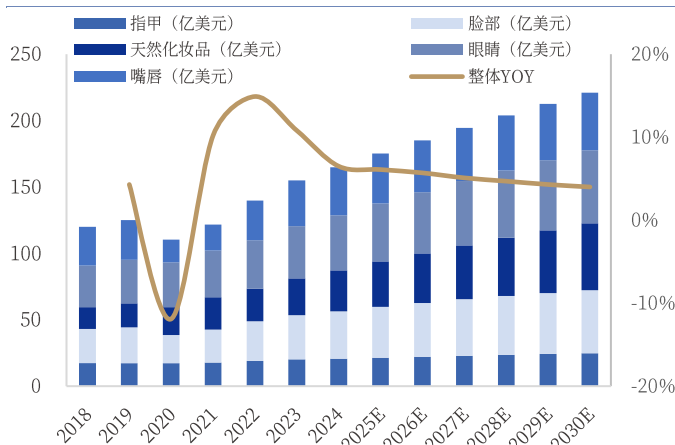


资料来源：官方公众号，中国银河证券研究院

（二）智能美妆镜顺应美妆行业发展

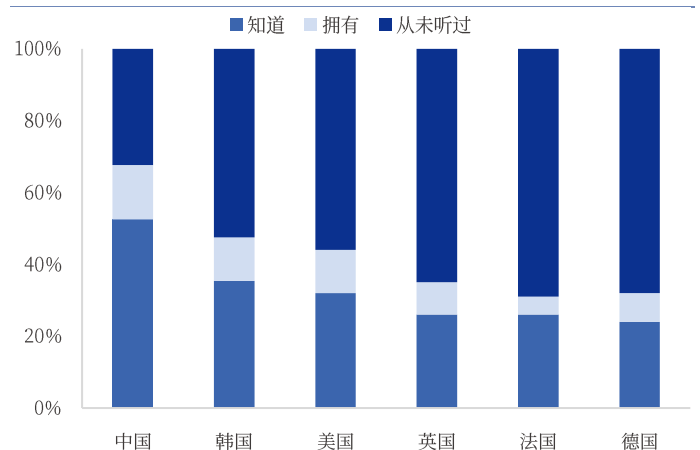
中国美妆市场持续增长，消费者对智能美妆镜认知度较高。据 Statista，2024 年中国美妆市场收入达到 165 亿美元，同比+6.5%，预计未来 6 年将以 5% 的 CAGR 继续成长；此外，根据 Statista 2021 年的调查数据，中国线上美妆女性消费者中，有 52% 的消费者对于智能美妆镜存在认知，且有 15% 的消费者已拥有智能美妆镜，预计智能美妆镜需求将伴随美妆市场发展而得到成长。

图61：中国美妆市场规模



资料来源：Statista，中国银河证券研究院

图62：各国线上美妆女性消费者对智能美妆镜的了解情况(2021年)



资料来源：Statista，中国银河证券研究院

FPD 智能美妆镜表现亮眼。FPD 智能美妆镜作为国内首款镜屏一体的智能美妆镜，创新打造“专业级 AI 肤质诊断+沉浸式娱乐交互”的双重体验。自推出市场以来连续多月获得 LED 化妆镜

类目榜单 TOP1，创意礼品榜单 TOP 前 5。产品入选《深圳市创新产品推广应用目录》、深圳环球设计大奖“鲲鹏奖”工业设计“提名奖”。

图63：FPD 智能美妆镜 AI 智能测肤功能

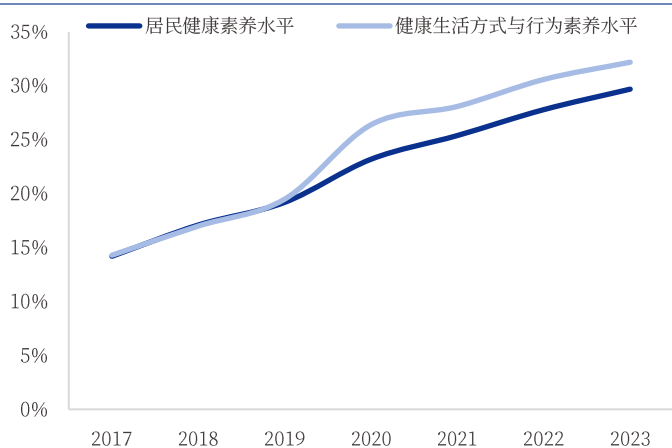


资料来源：淘宝旗舰店，中国银河证券研究院

（三）智能健身镜是智能运动的重要方向之一

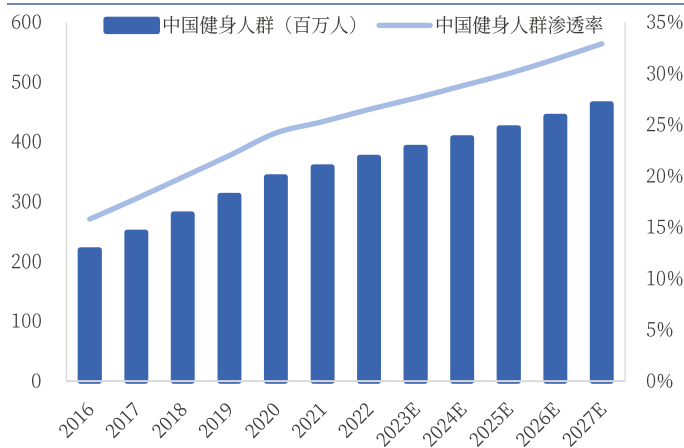
中国运动健身渗透率提升。伴随社会及经济的发展和消费群体的更迭，消费者健康意识逐渐觉醒，运动健身、户外活动等健康生活方式逐渐兴起，跑步、骑行、徒步、飞盘等运动均得到普及。据灼识咨询，中国的健身人群规模未来将长期增长，2022 年达到 3.74 亿人，人群渗透率为 26.5%，预计 2027 年将达到 4.64 亿人，渗透率达到 32.9%。

图64：中国居民健康素养水平



资料来源：中国发展研究基金会，卫健委，艾瑞咨询，中国银河证券研究院

图65：中国健身人群规模及渗透率



资料来源：灼识咨询，Keep 招股说明书，中国银河证券研究院

智能运动健身市场大有可为，智能健身镜是重要方向之一。在传统健身方式基础上，智能运动健身通过智能运动设备的应用实现运动的数字化，并借助人工智能为用户提供分析指导，满足个性化需求。AI 健身镜是重要的应用方向之一，借助高精度摄像头和 AI 技术实时捕捉并识别用户的动作细节，即时纠正错误姿势。

图66: 淘宝智能健身镜商品



资料来源: 淘宝, 中国银河证券研究院

(四) AI 眼镜发展前景广阔

智能眼镜成为 AI 落地的重要载体。伴随 AI 技术的快速发展, 智能眼镜在眼镜、相机、墨镜及蓝牙耳机等多重功能的基础上, 引入 AI 大模型实现智能化的视觉和交互体验。我们认为, 眼镜是最靠近人体嘴、耳、眼三大重要感官的穿戴设备, 或将成为 AI 最好的载体。其中, 人的视觉信息占人获取的信息的约 80%, 而眼镜通过摄像头的嵌入可以实现计算机视觉和人类视觉的完美结合, 同步获取视觉信息, 并利用 AI 大模型及时反馈、提供智能服务。

AI 眼镜可为用户提供语音助手、识物、翻译、导航等功能。AI 眼镜品牌纷纷同大模型厂商建立合作, 为自身新品增加 AI 功能。以雷鸟为例, 其同阿里云在 AI 眼镜领域达成独家战略合作, 通义系列大模型为雷鸟创新的 AI 眼镜提供独家定制的技术支持。2025 年 1 月 7 日发布的雷鸟 V3 集成了智能对话、物体识别、图像识别、随身记录等多种 AI 功能。

图67: AI 眼镜示意图



资料来源: 艾瑞咨询, 中国银河证券研究院

图68: AI 眼镜分类



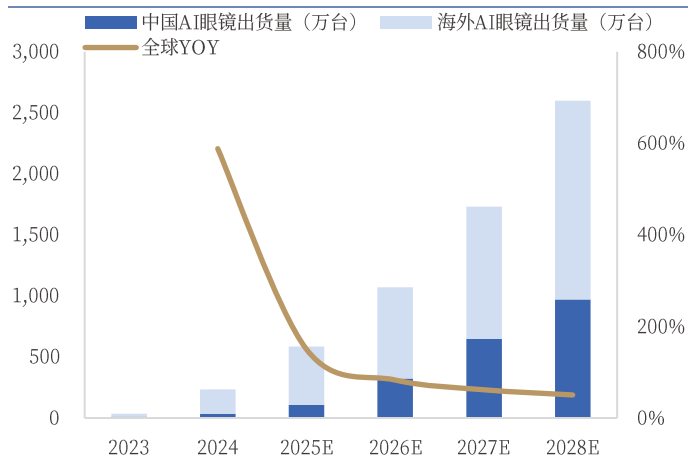
资料来源: Wellsenn XR, 中国银河证券研究院

AI 眼镜快速发展。2023 年 9 月, Meta 与雷朋合作推出了 AI 智能眼镜 Ray-Ban Meta, 累计出货量已经突破 200 万台, 成功开拓 AI 眼镜新赛道。2024 年末以来, 国内外多个品牌已陆续推出 AI 智能眼镜新品, 共同推动行业发展。据艾瑞咨询, 2024 年全球 AI 眼镜出货量达到 234 万台, 同

比+588%，预计将于 2028 年达 2600 万台，2024~2028 CAGR 为 82.6%。其中，中国市场预计将以更高的速度增长，从 2024 年的 36 万台增长至 2028 年的 972 万台，期间 CAGR 为 128%。

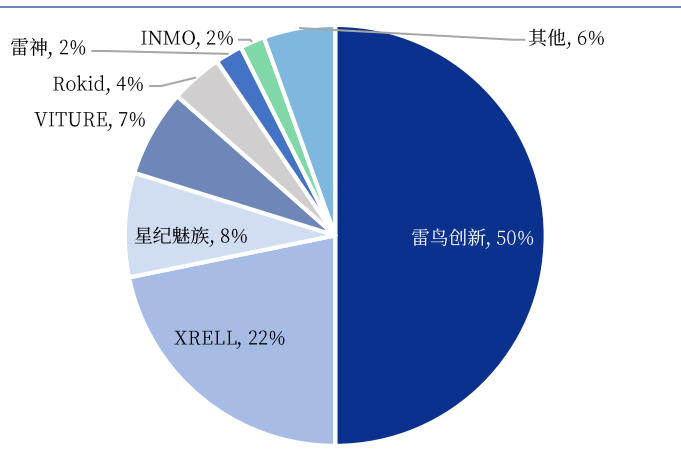
此外，据洛图科技，中国 AR 和 AI 拍摄眼镜线上市场中，雷鸟创新为第一大品牌，XRELL 和星纪魅族位列第二、三名，2025Q1 销量份额分别为 50%、22%、8%。2025 年 6 月，小米推出 AI 眼镜，销量迅速增长，据电子发烧友网报道首销 3 天销量或接近 5 万副。

图69：全球 AI 眼镜出货量



资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究院

图70：中国 AR 和 AI 拍摄眼镜线上市场品牌份额（2025Q1，按销量）



资料来源：洛图科技，中国银河证券研究院

Vlogger 用户需求将是 AI 眼镜的重要应用方向。据 Data Reportal，全球互联网持续渗透，2025 年 2 月全球互联网用户已达到 55.6 亿人，社交媒体用户为 52.4 亿人，分别占全球人口的 67.9%、63.9%。而网络视听为互联网用户的重要需求，带动了视频及 Vlog 的创作。AI 眼镜较手机、Vlog 云台相机等具备第一人称视角、便捷拍摄、解放双手等优势，我们预计未来 Vlogger 用户需求将成为 AI 眼镜的重要应用方向。

康冠科技的 AI 交互眼镜持续升级。公司在 2025 火山引擎春季 Force 原动力大会展示旗下 AI 交互眼镜，较上次展出进一步优化了设计和功能。KTC AI 交互眼镜搭载高通 SAR1130P 芯片，结合多模态交互框架，实现语音、视觉的深度融合，具备全时兜底闲聊、AI 闪记及图像视觉理解功能。

表7：公司 AI 交互眼镜核心功能

核心功能	具体内涵
全时兜底闲聊	深度融合大语言模型(LLM)，语音识别(ASR)，语音合成(TTS)，通过思必驰音频算法实现 360°定向拾音与毫秒级响应。无论旅行、生活日常或深夜独处，AI 智能体始终在线，提供情感化陪伴与深度话题延展，成为你的随身「灵魂共鸣者」。
AI 闪记	通过语音指令或快速拍照，实时记录关键信息，如长按镜腿说出「记住车牌号 A12345」，或拍摄桌面自动记录物品位置；车辆位置遗忘、临时日程丢失、物品寻找耗时等生活痛点迎刃而解。
图像视觉理解	结合高清摄像头和智能大模型通过语音指令拍照记录眼前景象，快速识别照片内的物体，如植物品种，旅游景点介绍、快捷文字翻译，是你出门游玩、跨国旅行、居家必备的智能伙伴。

资料来源：官方公众号，中国银河证券研究院

五、盈利预测与估值

（一）盈利预测

营业收入：我们预计 2025/2026/2027 年，公司智能电视收入分别同比+12.5%/+11.6%/+10.4%，智能交互显示产品收入分别同比+10.4%/+8.6%/+7.8%，创新类显示产品收入分别同比+37.8%/+28.3%/+27.4%，部品销售业务收入分别同比+10%/+10%/+10%。整体来看，我们预计公司 2025/2026/2027 年营业收入分别为 178.2/201.0/225.3 亿元，分别同比+14.3%/+12.8%/+12.1%。

归母净利润：我们预计公司 2025/2026/2027 年归母净利润分别为 9.9/11.9/13.8 亿元，分别同比+18.7%/+19.9%/+16.2%。

表8：公司盈利预测主要指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	15,587	17,820	20,100	22,526
收入增速	15.9%	14.3%	12.8%	12.1%
归母净利润（百万元）	833	990	1,186	1,379
利润增速	-35.0%	18.7%	19.9%	16.2%
摊薄 EPS(元)	1.19	1.41	1.69	1.97
PE	19.11	16.09	13.42	11.55

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院预测（预测日期为 2025 年 7 月 11 日）

（二）杜邦分析

参考公司，我们选取以下几类可比公司：1) 黑电代工企业如工业富联、冠捷科技、兆驰股份、TCL 科技、瑞轩；2) 黑电品牌企业海信视像、TCL 电子、四川长虹、深康佳 A、创维集团、视源股份；3) 综合性黑电企业，包括面板、黑电一体化的企业，此类企业为重资产企业，包括京东方 A、群创光电、三星电子、LG 电子；其他包括小米集团-W，也是彩电龙头之一。

公司 ROE 处于前列。2024 年，公司 ROE 为 11.4%。拆分来看，公司归母净利率同样排名靠前，毛利率并不突出，主要因为 OEM/ODM 占比较高；资产周转率处于中间位置，2024 年为 1.0 次；权益乘数相对偏低，2024 年仅为 2.1。

图71：可比公司杜邦分析（2024 年）

		ROE	=	归母净利润率	×	资产周转率（次）	×	权益乘数
001308.SZ	康冠科技	11.4%		5.4%		1.0		2.1
601138.SH	工业富联	15.9%		3.8%		2.0		2.1
000727.SZ	冠捷科技	3.2%		0.2%		1.6		11.6
002429.SZ	兆驰股份	10.4%		7.9%		0.7		1.8
000100.SZ	TCL科技	2.9%		1.0%		0.4		7.2
2489.TW	瑞轩	9.5%		5.3%		1.2		1.5
600060.SH	海信视像	11.7%		3.8%		1.3		2.4
1070.HK	TCL电子	10.4%		1.8%		1.4		4.2
600839.SH	四川长虹	4.9%		0.7%		1.1		6.7
000016.SZ	深康佳A	-82.2%		-30.0%		0.3		8.3
0751.HK	创维集团	3.1%		0.9%		0.9		3.8
002841.SZ	视源股份	7.7%		4.3%		1.0		1.8
000725.SZ	京东方A	4.1%		2.7%		0.5		3.2
3481.TW	群创光电	2.8%		2.8%		0.6		1.6
005930.KS	三星电子	9.0%		11.2%		0.6		1.3
066570.KS	LG电子	1.8%		0.4%		1.4		3.1
1810.HK	小米集团-W	13.4%		6.5%		1.0		2.1

		毛利率	研发费用率	管理费用率	销售费用率
001308.SZ	康冠科技	12.8%	4.2%	2.2%	2.5%
601138.SH	工业富联	7.3%	1.7%	0.8%	0.2%
000727.SZ	冠捷科技	12.3%	2.4%	2.3%	5.0%
002429.SZ	兆驰股份	17.2%	4.5%	1.4%	1.3%
000100.SZ	TCL科技	11.6%	5.7%	2.7%	1.3%
2489.TW	瑞轩	9.0%	N/A	N/A	N/A
600060.SH	海信视像	15.7%	4.1%	1.8%	5.9%
1070.HK	TCL电子	15.7%	N/A	4.2%	7.6%
600839.SH	四川长虹	10.0%	2.1%	1.7%	3.7%
000016.SZ	深康佳A	4.4%	3.7%	5.9%	7.0%
0751.HK	创维集团	13.5%	N/A	2.8%	5.8%
002841.SZ	视源股份	21.3%	6.9%	5.3%	5.4%
000725.SZ	京东方A	15.2%	6.6%	3.2%	1.0%
3481.TW	群创光电	6.5%	N/A	N/A	N/A
005930.KS	三星电子	38.0%	N/A	N/A	N/A
066570.KS	LG电子	24.4%	N/A	N/A	N/A
1810.HK	小米集团-W	20.9%	N/A	1.5%	6.9%

资料来源：公司公告，Wind，中国银河证券研究院

（三）可比估值

选取 A/H 市场的可比公司。截至 2025 年 7 月 11 日，可比公司 2025 年平均 PE 为 15.5 倍；公司当前估值同可比公司接近。按照我们的盈利预测，公司 2025 年估值对应 PE 16.1 倍。参照可比公司估值,我们认为公司作为黑电代工龙头,智能电视及智能交互显示业务稳健成长,创新显示 OBM 业务快速增长将带动估值提升，给予公司 2025 年 19~21 倍 PE，对应市值区间 188~208 亿元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表9：可比公司估值表

	公司名称	代码	币种	收盘价 (元)	总市值 (百万元)	营业收入 (百万 CNY)		归母净利润 (百万 CNY)		PE	
						2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
黑电 代工	工业富联	601138.SH	CNY	26.0	516,346	785,520	970,011	29,831	36,593	17.3	14.1
	冠捷科技	000727.SZ	CNY	2.5	11,097	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	兆驰股份	002429.SZ	CNY	4.6	20,643	22,933	25,720	1,887	2,220	10.9	9.3
	TCL 科技	000100.SZ	CNY	4.5	89,339	191,709	212,855	6,234	9,294	14.3	9.6
黑电 品牌	海信视像	600060.SH	CNY	23.8	31,019	64,123	69,737	2,582	2,917	12.0	10.6
	TCL 电子	1070.HK	HKD	10.0	25,159	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	四川长虹	600839.SH	CNY	10.1	46,439	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	深康佳 A	000016.SZ	CNY	5.3	9,336	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	创维集团	0751.HK	HKD	3.1	5,884	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	视源股份	002841.SZ	CNY	34.5	24,006	25,048	27,838	1,145	1,380	21.0	17.4
综合 性	京东方 A	000725.SZ	CNY	4.1	150,816	222,325	242,585	8,701	11,970	17.5	12.7
	小米集团-W	1810.HK	HKD	57.4	1,488,398	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
算术平均值						218,610	258,124	8,397	10,729	15.5	12.3
康冠科技		001308.SZ	CNY	22.7	15,925	17,820	20,100	990	1,186	16.1	13.4

资料来源：Wind，中国银河证券研究院预测

(注：收盘价为 2025 年 7 月 11 日，除康冠科技外，其上市公司盈利预测均为 Wind 一致预期)

(四) 绝对估值

我们采用 FCFF 法分增长期（2025-2027 年）、过渡期（2028-2034 年）、永续增长期（2035 年及以后）三阶段对公司进行绝对估值，主要参数设定及依据如下表所示。以 2025 年 7 月 11 日公司股本为基准，在加权平均资本成本（WACC）为 8.83%、永续增长率（g）为 0.5%时，公司合理每股价值为 27.47 元，对应市值 192 亿元。

在加权平均资本成本（WACC）正负波动 0.3%、永续增长率（g）正负波动 0.1%的情况下，公司合理每股价值区间为 26.4~28.7 元，对应市值区间为 185~201 亿元，首次覆盖，给予公司“推荐”评级。

表10：FCFF 核心假设

指标	数值	说明
无风险利率 Rf	1.66%	取 2025 年 7 月 11 日 10 年期国债收益率
市场预期收益率 Rm	9%	参考沪深 300 历史平均收益率，假设市场预期收益率为 9%
贝塔值(β)	1.15	取公司近 1 年期间原始 Beta（频率为周度），标的指数为沪深 300
WACC	8.83%	通过公式 $WACC = K_d * W_d * (1 - T) + K_e * (1 - W_d)$ 计算得到
税率 T	15%	公司为高新技术企业，按 15% 的税率计缴企业所得税
永续增长率 g	0.5%	假设公司永续增长率为 0.5%

资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

表11: WACC 估值敏感性分析表 (元/股)

永 续 增 长 率	WACC							
	27.47	7.93%	8.23%	8.53%	8.83%	9.13%	9.43%	9.73%
	0.20%	30.08	28.97	27.94	26.98	26.09	25.25	24.47
	0.30%	30.30	29.16	28.11	27.14	26.23	25.39	24.60
	0.40%	30.52	29.36	28.29	27.30	26.38	25.52	24.72
	0.50%	30.74	29.57	28.48	27.47	26.54	25.66	24.85
	0.60%	30.98	29.78	28.67	27.64	26.69	25.81	24.98
	0.70%	31.22	29.99	28.86	27.82	26.85	25.95	25.12
	0.80%	31.46	30.21	29.06	28.00	27.02	26.10	25.25

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

六、风险提示

原材料价格大幅上涨的风险，面板原材料在黑电产品生产制造成本中占比较高，历史上公司因面板材料价格上涨出现过利润大幅受损的情况，若未来面板价格再次大幅上涨，则将对公司利润造成压力。

市场竞争加剧的风险，公司所处行业充分竞争，若行业竞争加剧，则产品存在降价风险，将对规模和盈利造成负面影响。

关税政策的风险，美国关税政策的不确定性仍是公司经营短期风险之一。若美国关税政策出现变动，或将影响公司美国市场销售。

图表目录

图 1: 公司“KDM”发展模式.....	4
图 2: 公司业务体系划分（2024 年）.....	4
图 3: 公司发展历程.....	4
图 4: 公司营业收入（按产品拆分）.....	5
图 5: 公司营业收入结构.....	5
图 6: 公司智能电视收入.....	6
图 7: 公司智能电视销量.....	6
图 8: 公司智能电视平均价格.....	7
图 9: 公司智能电视毛利率.....	7
图 10: 公司智能交互显示业务收入.....	7
图 11: 公司智能交互显示业务销量.....	7
图 12: 公司智能交互显示产品平均价格.....	8
图 13: 公司智能交互显示产品毛利率.....	8
图 14: 公司创新类显示产品收入.....	8
图 15: 公司创新类显示产品销量.....	8
图 16: 公司创新类显示产品平均价格.....	9
图 17: 公司创新类显示产品毛利率.....	9
图 18: 公司毛利率、综合费用率及归母净利率.....	9
图 19: 公司归母净利润.....	9
图 20: 公司毛利率水平.....	10
图 21: 不同尺寸面板出货价格.....	10
图 22: 全球电视 ODM 工厂出货量情况.....	11
图 23: 公司营业收入（按区域拆分）.....	11
图 24: 历史上公司各业务对美出口占比.....	11
图 25: 公司研发投入情况.....	12
图 26: 公司智能制造情况.....	12
图 27: 全球 TV 出货量（年度）.....	13
图 28: 全球 TV 出货量（季度）.....	13
图 29: 80 寸以上超大尺寸电视全球出货量.....	14
图 30: 80 寸以上超大尺寸电视全球渗透率.....	14
图 31: Mini LED 背光电视市场全球出货量.....	14
图 32: Mini LED 背光电视全球渗透率.....	14
图 33: 高刷电视市场全球出货量.....	15
图 34: 高刷电视全球渗透率.....	15
图 35: 2024 年全球液晶电视面板厂出货量市占率.....	15

图 36: 2010-2024 年全球液晶面板出货量厂商占比	15
图 37: 全球彩电市场中国企业品牌出货量份额稳步提升	16
图 38: 全球电视 ODM 工厂出货量 (年度)	17
图 39: 全球电视委托加工比例 (年度)	17
图 40: 全球专业电视 ODM 工厂出货排名 (2024 年)	17
图 41: 全球 TOP10 专业电视 ODM 工厂出货量 YOY (月度)	17
图 42: 全球智能交互平板出货量	19
图 43: 全球智能交互平板出货量 YOY	19
图 44: 全球教育类智能交互平板出货量	20
图 45: 全球教育类智能交互平板出货量 YOY	20
图 46: 全球会议类智能交互平板出货量	20
图 47: 全球会议类智能交互平板出货量 YOY	20
图 48: 公司 W82B 智能交互平板	21
图 49: 中国电竞显示器零售量 (线上全渠道)	21
图 50: 中国电竞显示器线上市场份额 (2025Q1, 不含抖快等内容电商)	21
图 51: 公司部分电竞显示器产品	22
图 52: 中国医学影像设备市场规模	22
图 53: 医疗显示器主要应用划分	22
图 54: 全球 LED 显示屏收入规模	23
图 55: 全球数字标牌收入规模	23
图 56: 中国移动智慧屏市场全渠道销量	24
图 57: 中国移动智慧屏市场全渠道销售额	24
图 58: 中国移动智慧屏线上市场在售品牌数量	24
图 59: 中国移动智慧屏线上市场中百度销量份额	24
图 60: 公司 A32 系列移动智慧屏	25
图 61: 中国美妆市场规模	25
图 62: 各国线上美妆女性消费者对智能美妆镜的了解情况 (2021 年)	25
图 63: FPD 智能美妆镜 AI 智能测肤功能	26
图 64: 中国居民健康素养水平	26
图 65: 中国健身人群规模及渗透率	26
图 66: 淘宝智能健身镜商品	27
图 67: AI 眼镜示意图	27
图 68: AI 眼镜分类	27
图 69: 全球 AI 眼镜出货量	28
图 70: 中国 AR 和 AI 拍摄眼镜线上市场品牌份额 (2025Q1, 按销量)	28
图 71: 可比公司杜邦分析 (2024 年)	30

表 1： 公司不同业务情况梳理5

表 2： 公司产品拆分表.....5

表 3： 康冠科技和视源股份智能交互业务收入、销量对比7

表 4： 公司 2024 年股票期权激励计划考核目标..... 10

表 5： 部分电视 ODM 工厂经营情况（2024 年） 18

表 6： IFPD 海外市场 2025 年出货量预测情况..... 19

表 7： 公司 AI 交互眼镜核心功能 28

表 8： 公司盈利预测主要指标 29

表 9： 可比公司估值表..... 31

表 10： FCFF 核心假设..... 31

表 11： WACC 估值敏感性分析表（元/股） 32

附录：

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	14,110	13,576	14,395	15,430
现金	3,851	2,745	3,084	3,674
应收账款	3,397	3,713	3,908	4,067
其它应收款	261	347	447	563
预付账款	59	62	52	58
存货	3,252	3,419	3,604	3,761
其他	3,290	3,292	3,299	3,307
非流动资产	2,292	2,348	2,385	2,407
长期投资	0	0	0	0
固定资产	824	962	1,042	1,086
无形资产	51	49	48	46
其他	1,417	1,336	1,296	1,275
资产总计	16,402	15,924	16,780	17,837
流动负债	8,656	7,355	7,224	7,142
短期借款	5,742	3,742	3,242	2,942
应付账款	1,750	2,385	2,678	2,827
其他	1,164	1,227	1,303	1,373
非流动负债	54	54	54	54
长期借款	0	0	0	0
其他	54	54	54	54
负债总计	8,710	7,408	7,277	7,196
少数股东权益	8	7	6	3
归属母公司股东权益	7,684	8,508	9,497	10,638
负债和股东权益	16,402	15,924	16,780	17,837

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	240	1,387	1,306	1,363
净利润	830	989	1,185	1,376
折旧摊销	104	94	113	129
财务费用	27	190	140	124
投资损失	-51	-5	-13	-32
营运资金变动	-751	210	-14	-114
其他	81	-91	-105	-119
投资活动现金流	307	-138	-129	-112
资本支出	-244	-144	-141	-144
长期投资	455	0	0	0
其他	96	5	13	32
筹资活动现金流	543	-2,355	-838	-661
短期借款	1,754	-2,000	-500	-300
长期借款	0	0	0	0
其他	-1,211	-355	-338	-361
现金净增加额	1,120	-1,106	340	590

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	15,587	17,820	20,100	22,526
营业成本	13,596	15,384	17,301	19,343
税金及附加	48	63	67	75
销售费用	394	481	523	574
管理费用	338	374	422	473
研发费用	647	731	824	924
财务费用	-135	-64	-50	-40
资产减值损失	-69	0	0	0
公允价值变动收益	-3	0	0	0
投资收益及其他	219	183	225	265
营业利润	845	1,034	1,238	1,442
营业外收入	25	22	26	24
营业外支出	21	15	16	17
利润总额	849	1,041	1,247	1,448
所得税	19	52	62	72
净利润	830	989	1,185	1,376
少数股东损益	-3	-1	-2	-3
归属母公司净利润	833	990	1,186	1,379
EBITDA	818	1,071	1,310	1,538
EPS (元)	1.19	1.41	1.69	1.97

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	15.9%	14.3%	12.8%	12.1%
营业利润增长率	-32.7%	22.4%	19.7%	16.5%
归母净利润增长率	-35.0%	18.7%	19.9%	16.2%
毛利率	12.8%	13.7%	13.9%	14.1%
净利率	5.3%	5.5%	5.9%	6.1%
ROE	10.8%	11.6%	12.5%	13.0%
ROIC	5.2%	7.6%	8.9%	9.8%
资产负债率	53.1%	46.5%	43.4%	40.3%
净资产负债率	113.2%	87.0%	76.6%	67.6%
流动比率	1.63	1.85	1.99	2.16
速动比率	0.97	1.05	1.16	1.29
总资产周转率	1.02	1.10	1.23	1.30
应收账款周转率	4.43	5.01	5.27	5.65
应付账款周转率	7.25	7.44	6.83	7.03
每股收益	1.19	1.41	1.69	1.97
每股经营现金流	0.34	1.98	1.86	1.95
每股净资产	10.97	12.14	13.56	15.18
P/E	19.11	16.09	13.42	11.55
P/B	2.07	1.87	1.68	1.50
EV/EBITDA	21.78	15.80	12.28	9.88
PS	1.02	0.89	0.79	0.71

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

何伟，研究所副所长、大消费组组长。上海交通大学理学硕士。2009-2011 入职光大证券研究所担任家电分析师；2012-2024 入职中国国际金融股份有限公司担任家电首席分析师，董事总经理；2025 年加入中国银河证券股份有限公司研究院。2022 年、2023 年荣获 II China 机构投资者·财新资本市场分析师成就奖，可选消费行业最佳分析师（大陆&海外综合）第一。《Extel》（原《机构投资者》）2025 年度“亚洲最佳本土券商评选，中国最佳分析师非必需消费品第一；中国香港最佳分析师非必需消费品第一。

杨策，家电行业分析师。伦敦国王大学理学硕士，2018 年加入中国银河证券股份有限公司研究院，从事家电行业研究工作。

刘立思，家电行业分析师。中央财经大学本硕，2022 年加入中国银河证券研究院，从事家电行业研究工作。

陆思源，家电行业分析师。加州大学圣地亚哥分校金融硕士，2023 年加入中国银河证券研究院，从事家电行业研究工作。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	超配：	相对基准指数涨幅 10%以上
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
	回避：	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐：	相对基准指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
公司评级	回避：	相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院	机构请致电：
深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层	深广地区：程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
	苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层	上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn
	李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦	北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn
	褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn
公司网址：www.chinastock.com.cn	