

传统品类改善在即，创新显示持续发力

——康冠科技首次覆盖报告



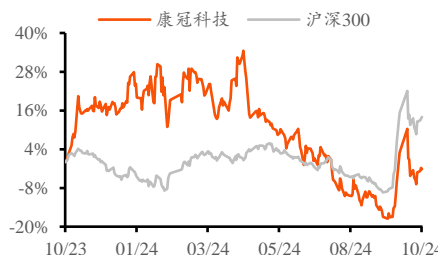
买入(首次)

行业： 电子
日期： 2024年11月11日
分析师： 吴东炬
E-mail: wudongju@yongxingsec.com
SAC编号: S1760524060001

基本数据

10月23日收盘价(元)	21.10
12mthA股价格区间(元)	17.56-29.93
总股本(百万股)	686.62
无限售A股/总股本	11.19%
流通市值(亿元)	16.21

最近一年股票与沪深300比较



资料来源：Wind， 甬兴证券研究所

相关报告：

核心观点

智能显示龙头，传统与新兴品类齐发力

公司成立于1995年，是国内较早致力于平板显示终端产品的厂家之一，经过28年积淀，现已成为全球智能显示领域的龙头，专注于为客户提供深度定制化差异化显示产品，主要包括智能交互平板、专业类显示产品、创新类显示产品和智能电视等。公司主要通过代工模式将产品销往海外，2024H1外销收入占比83.8%。

全球电视代工需求向好，公司智能电视前景光明

在全球电视终端需求增长偏弱的背景下，受面板价格上涨以及价格战对品牌厂商利润空间的持续挤压，品牌商有望进一步加大代工比例，同时，海外电视终端需求也有望向Local品牌和渠道商自牌转移，预计未来全球电视代工市场仍有望迎来进一步增长。23年以来公司智能电视业务增长强劲，24年上半年公司份额在专业电视机代工厂中排名第四，凭借柔性生产与差异化策略，公司智能电视有望实现进一步增长，前景光明。

智能交互显示：IFPD需求有望改善，专业显示景气向好

智能交互显示业务，海外教育市场有望迎来更新换代周期，叠加新兴市场的需求逐步释放，短期全球IFPD需求有望逐步迎来改善，中长期来看，全球教育与会议类IFPD渗透率均有提升空间，公司智能交互平板在生产制造供应商中的出货量位居全球第一，未来有望跟随行业迎来进一步增长；专业类显示业务，近年来国内外电竞显示器呈现出较高的景气度，24年上半年公司自有品牌KTC在国内线上销量份额排名第三，同时公司还发力医疗显示器、商业显示器等，未来专业类显示成长可期。

创新类显示发力，打造新的增长极

创新类显示主要包括移动智慧屏、智能美妆镜、VR眼镜、直播机、投影仪、智显屏等，以服务客户、自有品牌两种模式共同发展，包括创新类显示产品和三大自有品牌。近年来公司创新类显示产品实现快速发展，23年创新类显示产品营收同比增长128.92%、24年上半年同比增长94.1%。随着国内外移动屏、电竞显示器等品类需求的持续释放，创新类显示产品市场前景广阔，而公司在创新类显示领域持续推进服务客户与自有品牌拓展市场两种模式，随着产品竞争力的持续提升与品牌战略的持续推进，公司创新类显示业务有望迎来持续较好增长。

投资建议

基于智能电视、创新类显示有望持续较好增长，同时智能交互显示有望迎来改善，我们预计公司2024-2026年营收分别为153.2、174.4、189.9亿元，同比增速分别为13.9%、13.8%、8.9%，归母净利润分别为9.73、13.25、16.01亿元，同比增速分别为-24.1%、36.2%、20.8%；2024-2026年EPS分别为1.42、1.93、2.33元，对应PE分别为14.7、10.8、9.0倍，公司营收端有望维持较快增长，同时随着规模效应显现，公司盈利能力有望逐步向2023年净利率水平回归，带动公司归母净利润快速增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ 风险提示

市场需求不及预期，新品表现不及预期，原材料价格大幅上涨，人民币汇率不利波动，海运费价格不利波动，市场竞争加剧等

■ 盈利预测与估值

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	13,447	15,318	17,435	18,990
年增长率 (%)	16.0%	13.9%	13.8%	8.9%
归属于母公司的净利润	1,283	973	1,325	1,601
年增长率 (%)	-15.4%	-24.1%	36.2%	20.8%
每股收益 (元)	1.88	1.42	1.93	2.33
市盈率 (X)	14.88	14.74	10.82	8.96
净资产收益率 (%)	18.5%	12.7%	15.5%	16.6%

资料来源：Wind，甬兴证券研究所 (2024 年 10 月 18 日收盘价)

正文目录

1. 智能显示龙头，传统与创新品类齐发力	5
1.1. 智能显示制造龙头，传统与创新品类齐发力	5
1.2. 近年来营收增长较好，盈利有所波动	6
2. 全球电视代工需求向好，公司智能电视前景光明	10
2.1. 全球电视需求低迷，但 ODM 代工持续增长	10
2.2. 公司智能电视表现出色，发展前景光明	12
3. 智能交互显示：IFPD 有望改善，专业创新类赋能增长	14
3.1. 智能交互显示：IFPD 需求有望改善，专业显示景气向好	14
3.2. 创新类显示发力，打造新的增长极	20
4. 盈利预测与投资建议	21
5. 风险提示	23

图目录

图 1: 公司业务体系和主要产品	5
图 2: 2023 年公司各业务占比情况	6
图 3: 近年来公司各业务表现 (亿元)	6
图 4: 公司内外销占比情况	6
图 5: 近年来公司营收表现 (亿元)	7
图 6: 近年来公司归母净利润表现 (亿元)	7
图 7: 公司毛利率与同行对比	7
图 8: 公司分内外销毛利率	8
图 9: 公司分产品毛利率	8
图 10: 公司销售/管理/财务费用率情况	8
图 11: 公司研发费用率情况	8
图 12: 公司期间费用率与同行对比	9
图 13: 公司归母净利率与同行对比	9
图 14: 公司股权结构情况 (截止 2024 年 6 月 30 日)	9
图 15: 2024 年股权激励目标值	10
图 16: 全球电视终端市场表现 (百万台)	10
图 17: 全球电视终端市场分区域表现 (百万台)	10
图 18: 2022 年末全球各地区智能电视渗透率情况	11
图 19: 全球电视 ODM 代工表现 (百万台)	12
图 20: 2022-2024 年全球电视代工季度表现 (万台)	12
图 21: 公司核心竞争优势	13
图 22: 23 年全球电视 ODM 出货排名 (百万台)	13
图 23: 24 年上半年全球电视 ODM 出货排名 (千台)	13
图 24: 公司智能交互平板销量情况 (万台)	14
图 25: 2022 年全球 IWB/IFPD 竞争格局	14
图 26: 国内外教育智能交互平板销售情况 (万台)	15
图 27: 国内外会议智能交互平板销售情况 (万台)	15
图 28: 全球教育、会议智能交互平板 (万台)	15
图 29: 22Q3-23Q3 印度 IFPD 市场出货量情况 (千台)	16
图 30: 2021-2022 年印度 K12 教室智能显示设备占比	16
图 31: 22-24 上半年国内电竞显示线上销量 (万台)	17
图 32: 全球电竞显示器出货 ($\geq 120\text{Hz}$) (单位: M)	17
图 33: 24 年上半年国内电竞显示器线上竞争格局	18
图 34: 公司主要医疗显示产品情况	19
图 35: 国内商显市场表现情况 (亿元)	19
图 36: 公司创新类显示主要产品系列之一	20

图 37: 公司创新类显示主要产品系列之二.....20
图 38: 近年来国内移动屏市场表现 (万台)21
图 39: 23 年以来线上移动屏在售品牌数量.....21

表目录

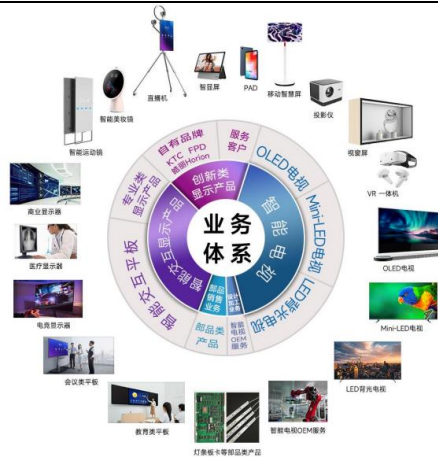
表 1: 公司盈利预测表 (亿元)22

1. 智能显示龙头，传统与创新品类齐发力

1.1. 智能显示制造龙头，传统与创新品类齐发力

智能显示制造行业龙头。公司成立于1995年，专注于智能显示产品的研发设计和生产制造，是国内较早致力于平板显示终端产品的厂家之一，经过20多年的发展，现已成为智能显示行业龙头企业之一，主要产品包括智能交互平板、专业类显示产品、创新类显示产品和智能电视等。

图1:公司业务体系和主要产品

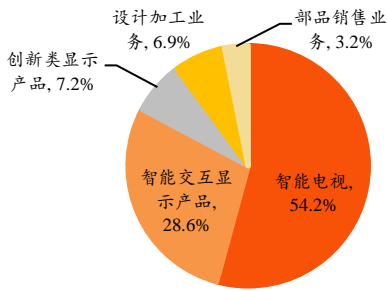


资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

传统业务智能电视与智能交互显示持续增长，创新类显示开启新的增长极。目前公司主要产品依次为智能电视、智能交互显示产品、创新类显示产品，2023年三者合计占比为近90%，其中近年来公司智能电视营收占比基本稳定在50%左右，而智能交互显示产品营收占比有所波动，22年占比超过40%，23年下降至28.6%，不过部分原因在于公司2023年报将创新类显示产品单独披露，23年智能交互显示产品与创新类显示产品合计营收占比为35.7%。

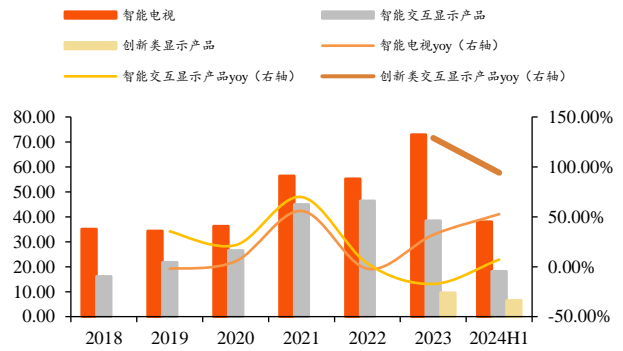
从增长情况来看，主要品类增长较好，其中，智能电视营收2019-2023年复合增速为20.7%，24年上半年智能电视营收大幅增长52.7%；智能交互显示产品2019-2023年复合增速为15.3%，24年上半年智能交互显示营收增长7.1%，剔除创新类显示产品单独披露因素，智能交互显示产品（包括创新类显示产品）2019-2023年复合增速达到21.9%；创新类显示产品近年来快速发展、开启新的增长极，23年年报公司单独披露该项业务营收，23年创新类显示产品营收9.62亿元，24年上半年实现营收6.45亿元、同比大幅增长94.1%。

图2:2023 年公司各业务占比情况



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

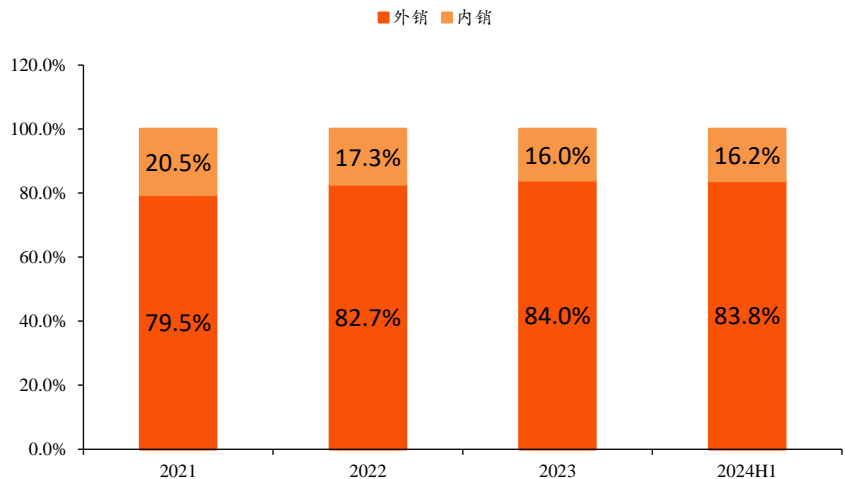
图3:近年来公司各业务表现 (亿元)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

公司以代工制造为主，逐步开拓自有品牌。公司主要以代工制造为主，确立了服务智能交互显示行业全球头部品牌商、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的差异化市场策略。目前公司代工业务收入绝大部分以外销形式体现，根据公告，2024 年上半年公司外销收入占比达到 83.8%，与此同时，公司逐步开拓自有品牌业务，旗下拥有“KTC”、“皓丽 (Horion)”、“福比特 (FPD)”三大自有品牌，主要销售电竞显示器类、智能会议平板类和智能家居类产品等。

图4:公司内外销占比情况



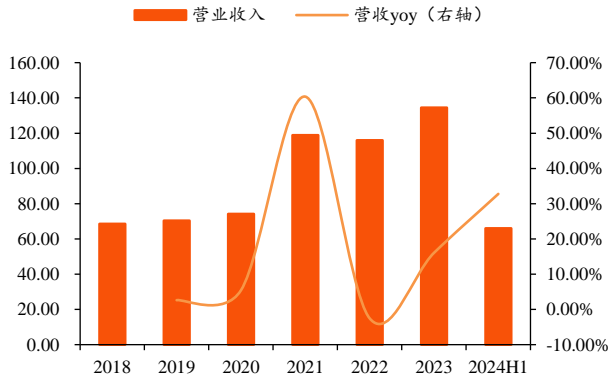
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

1.2. 近年来营收增长较好，盈利有所波动

营收增长良好，盈利有所波动。2018-2023 年公司营收、归母净利润 CAGR 分别为 14.4%、26.4%，整体实现较快增长；营收端，在 21 年高基数以及面板价格下降影响下，22 年公司营收有所波动，不过 23 年以来实现较

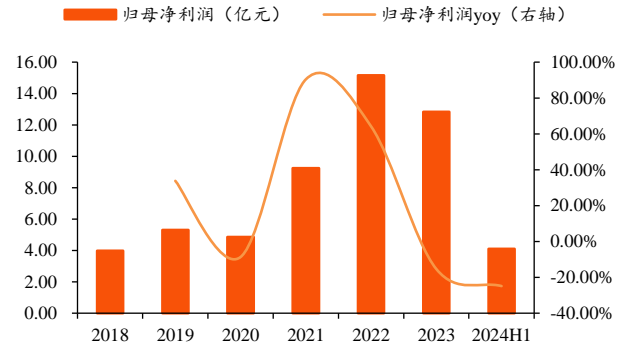
好增长；利润端，得益于面板降价、汇兑收益和政府补贴等，在营收略下滑的情况下 22 年归母净利润实现大幅增长，不过 23 年以来公司归母净利润有所下滑，主要是受毛利率下降影响，23 年、24 年上半年公司毛利率同比分别下降 3.3、4.8 个百分点。

图5:近年来公司营收表现（亿元）



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

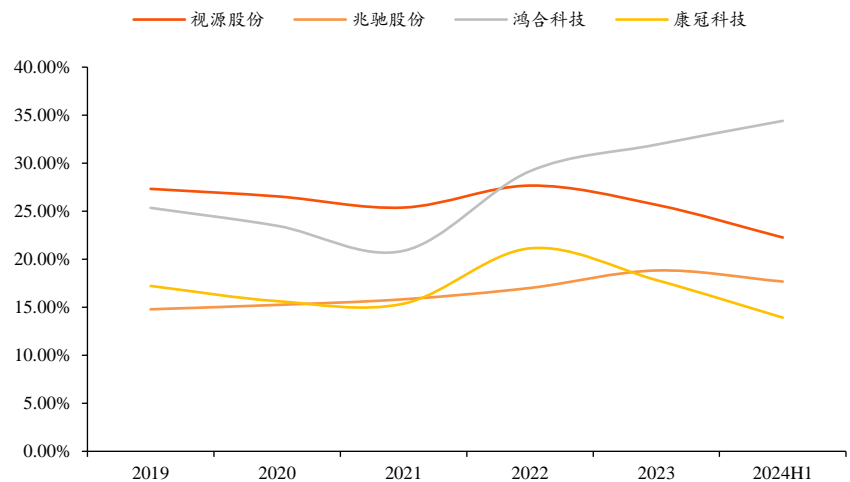
图6:近年来公司归母净利润表现（亿元）



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

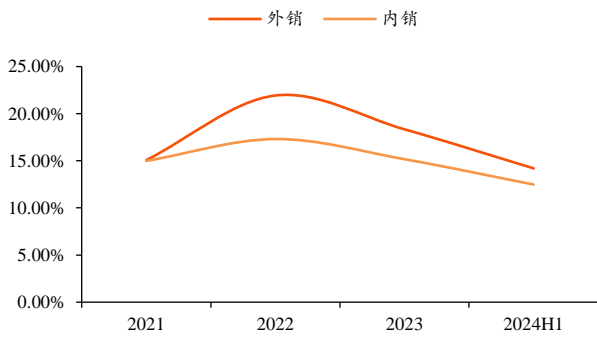
毛利率与面板价格高度相关，23 年以来有所下滑。根据公司招股说明书披露，2021 年公司主营业务成本中直接材料占比高达 93.64%，其中最主要的原材料为液晶面板。若液晶面板采购价格上升，公司产品单价和单位成本也将随之上升，毛利率变化取决于单价和单位成本的变动幅度，整体来看，公司可及时将成本上涨压力传导至下游，不考虑人民币汇率贬值给毛利率带来正面影响的 2022 年，公司年度毛利率基本能够维持在 15%-18% 之间。分产品来看，智能交互显示产品毛利率相对较高，智能电视与创新类显示产品毛利率相对略低。

图7:公司毛利率与同行对比



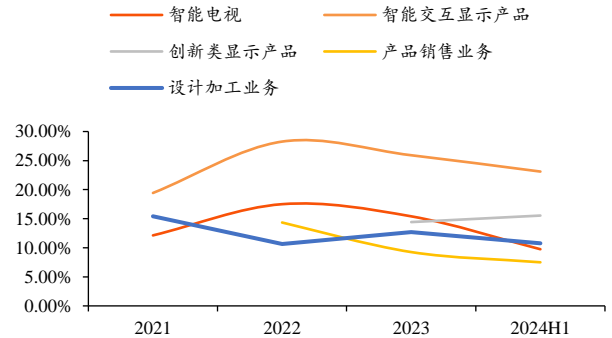
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图8:公司分内外销毛利率



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

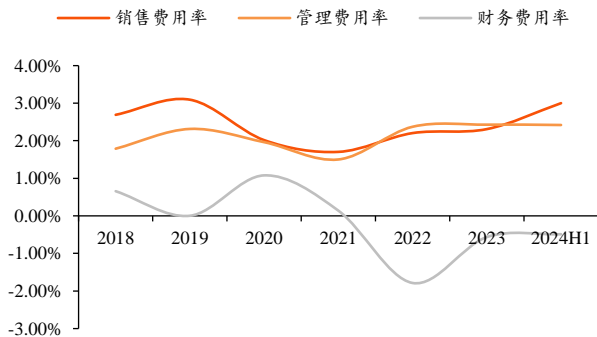
图9:公司分产品毛利率



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

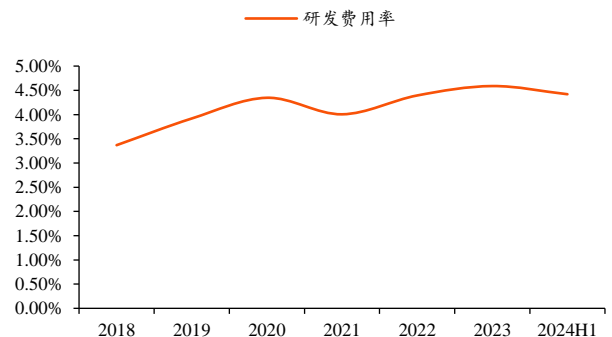
费用投放有所增强,但盈利能力较为领先。近年来公司费用投放力度有所增强,2023年公司销售/管理/研发费用率为2.31%/2.43%/4.59%,较2021年同比提升0.61pct/0.93pct/0.58pct,但整体期间费用率仍处于行业较低水平;盈利能力方面,净利率较为领先,2023年公司净利率为9.55%,较2021年提升1.78pct,受面板价格上涨影响,24年上半年公司净利率有所波动,随着未来规模效应显现与产品结构优化,公司净利率有望进一步提升。

图10:公司销售/管理/财务费用率情况



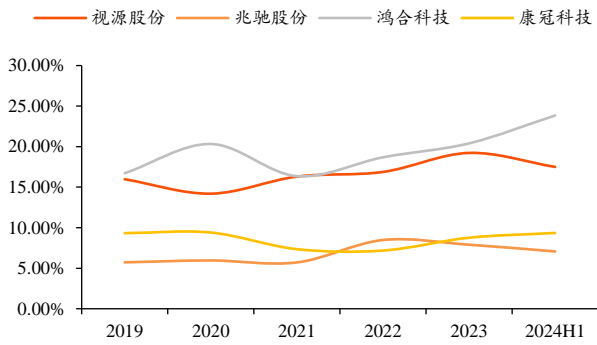
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图11:公司研发费用率情况



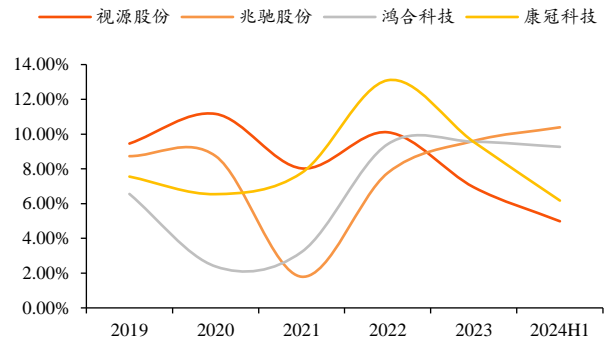
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图12:公司期间费用率与同行对比



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

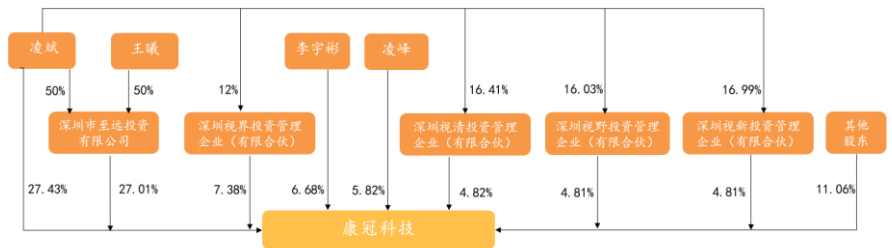
图13:公司归母净利润率与同行对比



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

股权结构集中。截止 2024 年 6 月 30 日, 公司共同实际控制人为凌斌、王曦夫妇, 其中凌斌先生直接持有公司 27.43% 的股权, 并通过持有深圳市至远投资有限公司、深圳视界投资管理企业(有限合伙)、深圳视清投资管理企业(有限合伙)、深圳视野投资管理企业(有限合伙)、深圳视新投资管理企业(有限合伙)间接持有公司 16.77% 股份, 凌斌直接及间接合计持有公司 44.20% 的股份, 与其妻子王曦合计控制公司 57.71% 的股份。

图14:公司股权结构情况(截止 2024 年 6 月 30 日)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

股权激励彰显未来发展信心。公司接连推出 2022、2023、2024 年三期股票期权激励计划, 拟分别向激励对象授予股票期权数量 966.5264、1939.7148、2666.3272 万份; 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, 充分彰显未来发展信心。

图15:2024 年股权激励目标值

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，甬兴证券研究所

2. 全球电视代工需求向好，公司智能电视前景光明

2.1. 全球电视需求低迷，但 ODM 代工持续增长

近年来全球电视终端市场相对低迷。近年来全球电视终端市场表现一般，根据洛图科技，2023 年全球电视市场品牌整机出货量达到 2.01 亿台，同比 2022 年下降 1.6%，创下近十年来的新低；其中，LCD 电视出货 1.96 亿台，同比下降 0.9%，OLED 电视出货 548 万台，同比下降 20.6%。尽管出货量规模持续下降，但大尺寸趋势仍在深化，2023 年全球电视出货的平均尺寸达到 49.3 英寸，较 2022 年增加 1.6 英寸。

分区域来看，根据洛图科技，2023 年北美、拉美和东欧三大市场出货量均实现了增长，增幅分别为 7.5%、2.3%和 3.4%，其中美国市场终端销售呈现出强劲的复苏；2023 年亚太、中国、西欧和中东非出货量同比均下降，降幅分别为 0.2%、8.4%、11.5%和 3.0%，更新需求与新增需求均表现相对较弱。

图16:全球电视终端市场表现 (百万台)



资料来源：洛图科技，甬兴证券研究所

图17:全球电视终端市场分区域表现 (百万台)

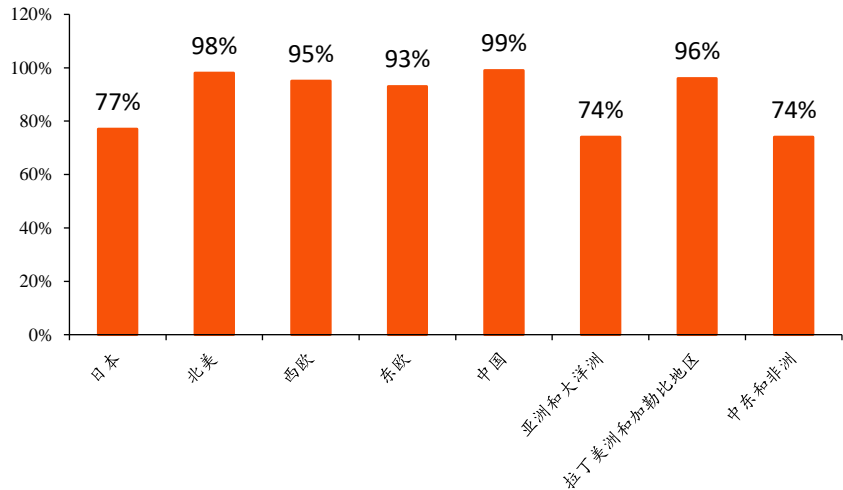


数据来源：洛图科技 (RUNTO)，单位：百万台，%
注：NA-北美、AP-亚太 (不含中国)、CN-中国、WE-西欧、MSA-拉美、MEA-中东非、EE-东欧

资料来源：洛图科技，甬兴证券研究所

新兴市场智能电视渗透率仍有提升空间。智能电视在发达地区渗透率已达到较高水平，根据 Omda 调查数据显示，截止 2022 年末，除日本外的主要发达国家智能电视渗透率将近 100%，而亚洲和大洋洲、中东和非洲等地区的智能电视渗透率尚不足 75%，随着当地经济的发展，预计未来仍有一定提升空间。

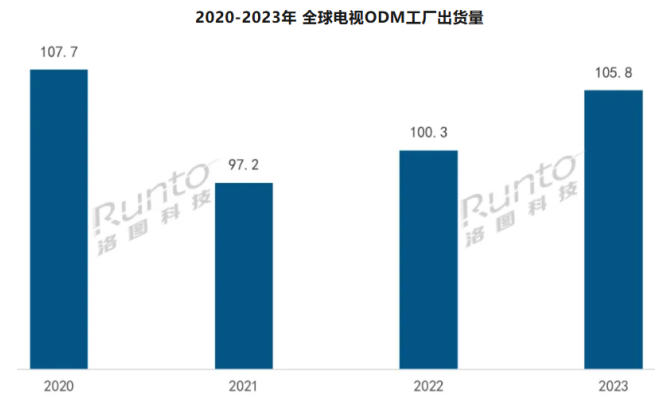
图18:2022 年末全球各地区智能电视渗透率情况



资料来源: Omda, 甬兴证券研究所

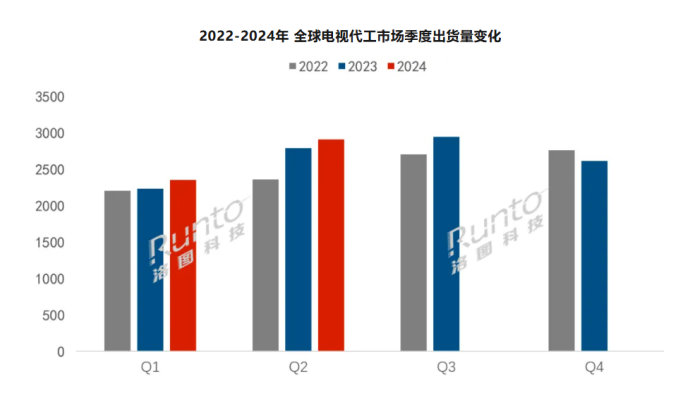
全球电视终端相对低迷，但 22 年以来电视 ODM 代工市场迎来持续增长。根据洛图科技，2023 年全球电视代工市场整体（含长虹、创维、康佳、海信四家自有工厂）出货总量达 1.06 亿台，同比 2022 年增长 5.5%，继 2022 年增长 3%之后再一次迎来上涨。根据洛图科技，2024 年上半年，全球电视代工市场整体（含长虹、创维、康佳、海信四家自有工厂）出货总量为 5260 万台，较 2023 年同期增长 4.8%，这是 2021 年之后的连续第三次实现上半年增长；分季度来看，第一、二季度的出货量分别为 2353.2 万台和 2906.8 万台，同比分别增长 5.5%和 4.2%；从月度来看，除了 2 月受春节假期影响出货量同比下滑之外，上半年其余 5 个月份均收获不同程度的增长。

图19:全球电视 ODM 代工表现 (百万台)



资料来源:洛图科技,甬兴证券研究所

图20:2022-2024年 全球电视代工季度表现 (万台)



资料来源:洛图科技,甬兴证券研究所

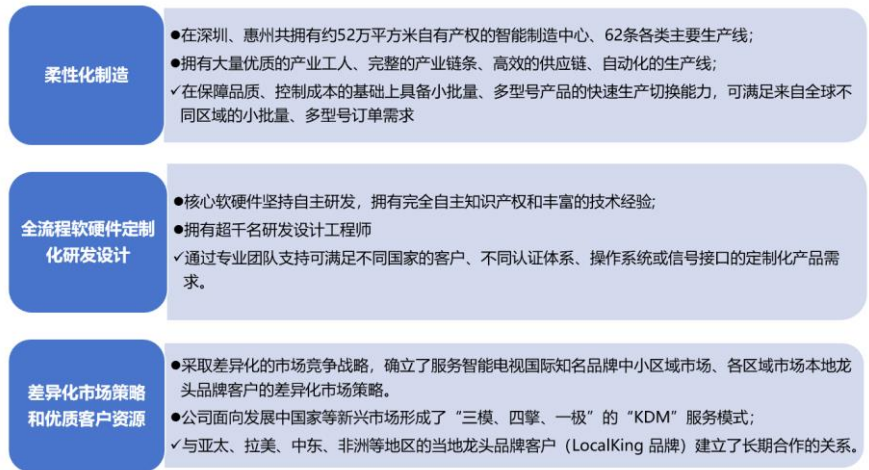
24年上半年电视 ODM 代工增长主要得益于以下三方面因素:第一,全球电视终端市场预期较高,今年年初品牌商预期全球体育大年、中国以旧换新政策,品牌商备货偏积极,尽管全球需求最终表现并不如意,根据洛图科技,24年上半年全球电视市场品牌整机出货量仅小幅增长约1%,其中中国市场同比下滑4.2%;第二,品牌商逐年提供代工比例,长期以来,终端市场低利润行情、整机制造门槛降低、代工厂能力整体提升与竞争加剧,以及终端价格战覆盖中高端产品线,使得头部品牌商基于利润考虑释放出更多的代工订单,根据洛图科技,24年上半年全球电视委托加工比例已上升至近55%;第三,面板价格非常规走势,近年来面板价格周期性越来越弱,今年上半年面板价格完成了下跌、硬着陆、企稳、反弹以及横盘持平的周期波动,在上半年大多数月份,买卖双方均认为面板看涨行情相对明确,在价格上行过程中,整机委托代工市场一般通过加量下单和快速出货来锁定较低的价格;此外,欧美是传统代工主力市场,今年上半年该区域订单增长,也是代工增长的原因之一。

展望未来,全球电视代工市场仍有望进一步增长。在全球电视终端需求增长偏弱背景下,受价格战对品牌厂利润空间的持续挤压,品牌商有望进一步加大代工比例,同时根据 DISCIEN (迪显),在全球经济进一步承压之下,部分头部品牌消费需求向更具性价比的 Local 品牌和渠道商自牌转移,而此类品牌以代工为主,因此,未来全球电视代工市场仍有望迎来进一步增长。

2.2. 公司智能电视表现出色,发展前景光明

公司智能电视业务增长较好。近年来公司智能电视业务实现了较好增长,2019-2023年营收复合增速达到20.7%,其中2023年公司智能电视实现营收72.9亿元,同比增长32%,2024年上半年智能电视实现营收38.1亿元,同比增速进一步提升至52.7%。

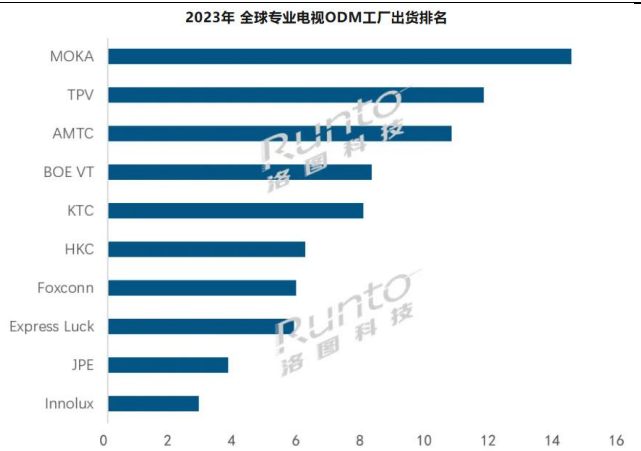
图21:公司核心竞争优势



资料来源:公司公告, 甬兴证券研究所

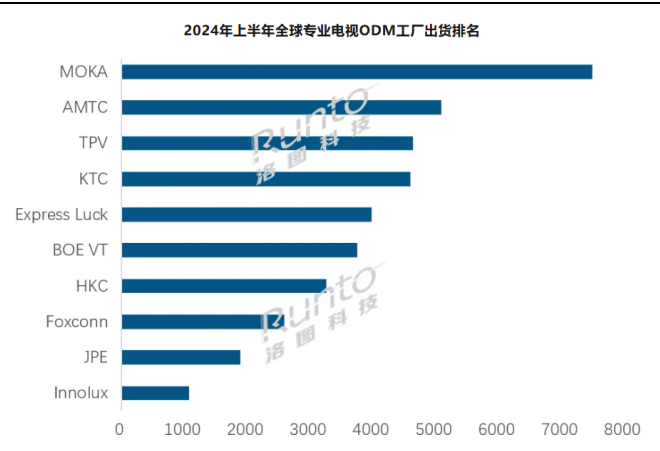
柔性生产赋能叠加差异化策略, 铸就公司电视业务良好表现。结合自身柔性化生产制造优势, 公司采取差异化的发展策略, 主要发力亚太、中东非等第三世界国家, 与当地的 LocalKing 品牌形成了良好的合作关系, 积累了丰富的客户和渠道资源, 市场销售规模不断扩大。根据洛图科技, KTC(康冠科技) 2023 年出货量近 800 万台, 挺进专业代工厂排名前五, 同比增长 13.9%, 并在 2023 年 12 月, 以 120 万台销量夺得当月出货量冠军; 2024 年上半年, KTC(康冠科技) 出货约 459 万台, 在专业代工厂中排名第四, 同比大幅增长 43.7%, 上半年除了 2 月份以外, 其余 5 个月的出货量同比均增长, 且增幅均在 20% 以上, 其中 6 月实现翻倍增长。

图22:23 年全球电视 ODM 出货排名 (百万台)



资料来源:洛图科技, 甬兴证券研究所

图23:24 年上半年全球电视 ODM 出货排名 (千台)



资料来源:洛图科技, 甬兴证券研究所

根据 DISCIEN (迪显), 2023 年公司出货增长主要由亚非拉等新兴市场带动, 通过聚焦新兴市场 Local King 品牌, 持续开拓当地客户并和当地工

请务必阅读报告正文后各项声明

厂、渠道商建立合作，从而实现差异化竞争，最终收获成效，此外，北美区域也受到了渠道商客户终端需求增加的利好，进一步推动力全年出货的增长；24年上半年公司出货增长一方面来自于与拉美头部客户的合作增强，另一方面来自其他新兴市场中的 Local 客户和东芝等品牌客户的持续导入。

23年来公司智能电视业务实现大幅增长，展望未来，在全球电视 ODM 代工市场有望继续增长的大背景下，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，前景光明。

3. 智能交互显示：IFPD 有望改善，专业创新类赋能增长

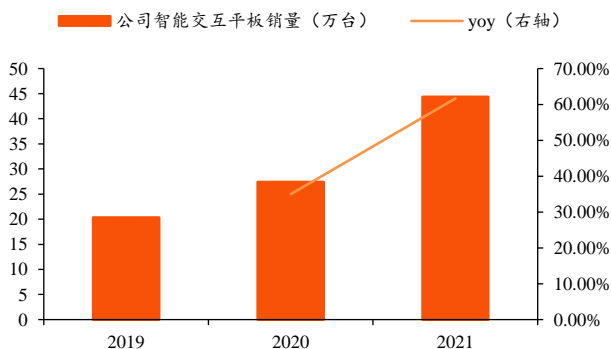
3.1. 智能交互显示：IFPD 需求有望改善，专业显示景气向好

（一）智能交互平板

客户市场地位领先，公司 IFPD 出货量全球第一。近年来公司智能交互平板业务实现较大发展，2023 年智能交互显示产品（包含创新类显示产品）实现营收 48 亿元，营收占比达到 35.7%、为公司第二大业务，2019-2023 年复合增速达到 21.9%，其主要是 2019-2021 这三年快速增长拉动，2022-2023 年增长有所放缓；

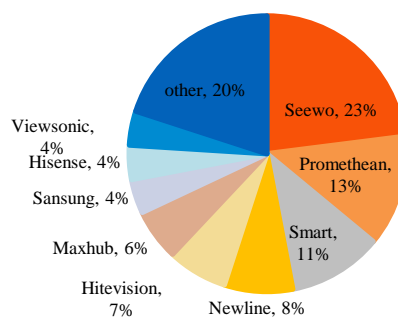
公司 IFPD 出货量全球第一，根据迪显统计数据，2024 年上半年公司智能交互平板在生产制造供应商中的出货量位居全球第一；公司智能交互平板业务主要服务全球一线品牌商，公司产品销往欧美等地区，下游客户多在全球终端市场拥有领先地位，根据招股说明书披露，公司智能交互平板下游客户主要为 SMART、普罗米休斯、明基、PROWISE、科大讯飞及优派等品牌，根据群智咨询数据，2022 年公司客户普罗米休斯（Promethean）/SMART 在智能交互平板全球市场中的份额为 13%/11%，位列全球第二/三名。目前，公司已与海外大部分头部教育平板品牌均建立了合作关系，优质的客户资源有效支撑了公司 IFPD 业务。

图24:公司智能交互平板销量情况（万台）



资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

图25:2022 年全球 IWB/IFPD 竞争格局

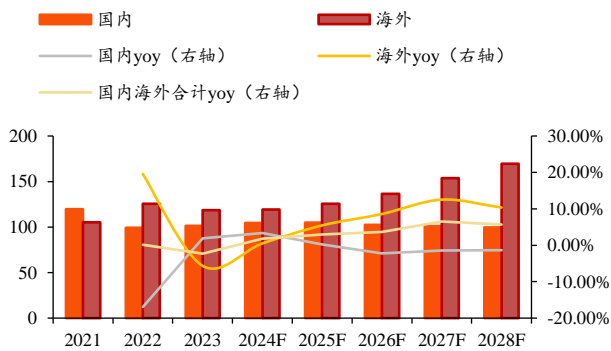


资料来源：群智咨询，甬兴证券研究所

中长期来看，全球智能交互平板需求仍有增长空间。教育和会议市场为智能交互平板（IFPD）的主要应用市场，根据 DISCIEN（迪显），2023 年全球教育市场出货量为 219.8 万台、会议市场为 65.1 万台。教育方面，得益于近年来美国等海外国家教育信息化补贴政策，教育类 IFPD 需求快速增长，但海外教育信息化普及程度相较国内仍处于较低水平，根据 DISCIEN 数据，截至 2022 年，全球教育 IFPD 渗透率为 21%，中国教育 IFPD 渗透率达到 68%，走在世界前列，经合组织 IFPD 渗透率为 33%，作为新兴教学设备，教育类 IFPD 未来仍有较大的增长空间；

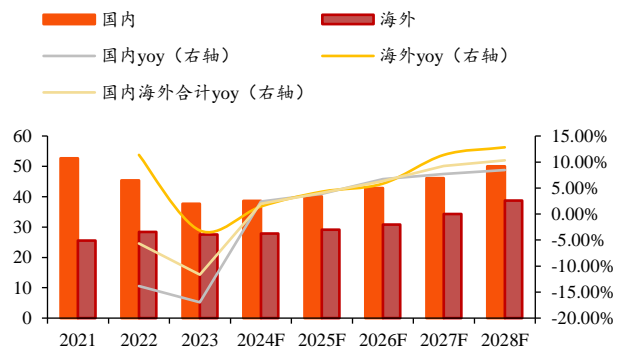
会议方面，根据 Frost&Sullivan 调查分析，2021 年全球共有超 9000 万间会议室，按照过去 5 年累计销售的会议平板计算，预计会议类 IFPD 全球渗透率为 3%，未来空间广阔。根据 DISCIEN 预测，2023-2028 年国内教育类 IFPD 出货量 CAGR 为 -0.3%，国外为 7.4%，全球合计为 4.1%，2023-2028 年国内会议类 IFPD 出货量 CAGR 为 5.8%，国外为 7.1%，全球合计为 6.3%。

图26:国内外教育智能交互平板销售情况（万台）



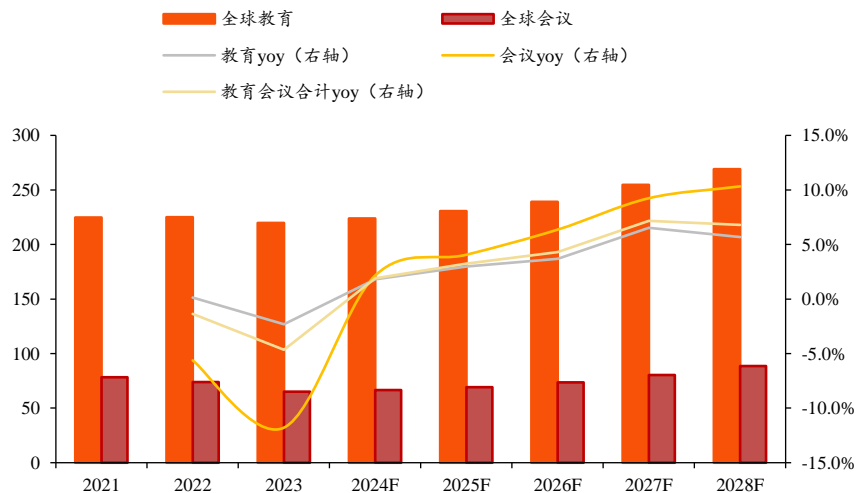
资料来源：公司公告，DISCIEN，甬兴证券研究所

图27:国内外会议智能交互平板销售情况（万台）



资料来源：公司公告，DISCIEN，甬兴证券研究所

图28:全球教育、会议智能交互平板（万台）

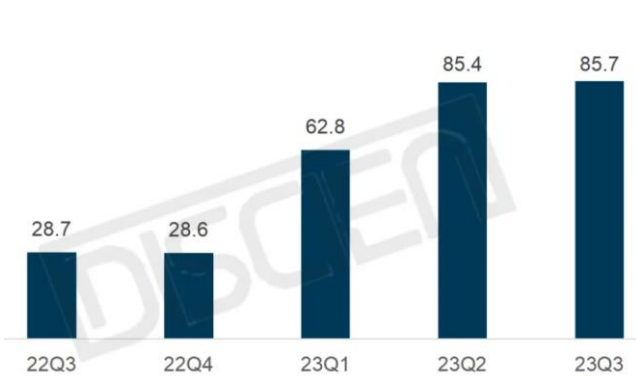


资料来源：公司公告，DISCIEN，甬兴证券研究所

更新需求逐步释放+新兴市场渗透率提升，短期 IFPD 需求有望向好。2021 年海外教育 IFPD 迎来大幅增长，根据 DISCIEN（迪显），2019-2020 年海外教育 IFPD 出货量在 55 万台左右，2021 年海外教育 IFPD 出货量达到 105.1 万台，同比增速高达 90%，2022 年出货量继续增长 19.6%至 125.7 万台，未来美国等海外教育市场有望逐步迎来更新换代周期；

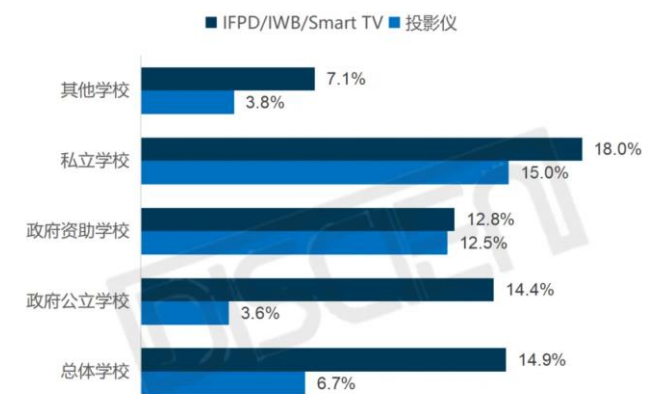
此外，新兴市场需求也逐步释放，根据 DISCIEN（迪显），23Q3 印度 IFPD 出货近 8.6 万台，同比高增近 200%，呈现较好的发展势头，根据 DISCIEN（迪显），2022 年印度 K12 教育 IFPD 渗透率不到 15%，印度依旧有巨大市场空间；新兴市场国家如印度等处于 IFPD 渗透率较低且教育信息化需求快速增加的发展阶段，未来有望迎来持续增长。

图29:22Q3-23Q3 印度 IFPD 市场出货量情况 (千台)



资料来源: DISCIEN, 甬兴证券研究所

图30:2021-2022 年印度 K12 教室智能显示设备占比



资料来源: DISCIEN, 甬兴证券研究所

在全球智能交互平板中长期渗透率仍有提升空间的大背景下，随着更新换代需求释放叠加新兴市场渗透，短期智能交互平板需求有望逐步向好，而 24 年上半年公司智能交互平板在生产制造供应商中的出货量位居全球第一，未来有望跟随行业迎来进一步增长。

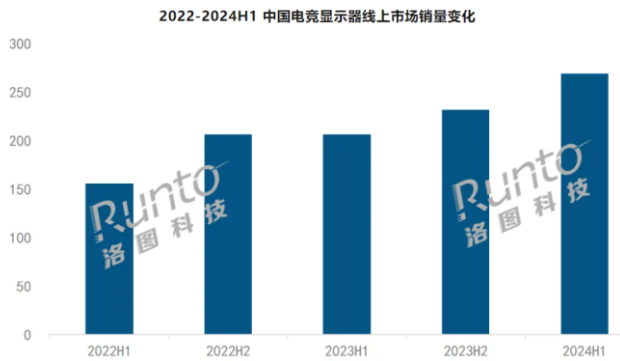
(二) 专业类显示

公司旗下专业类显示产品主要包括电竞显示器、医疗显示器和商业显示等。

电竞显示器行业有望延续较好景气。近年来电竞显示器呈现出较高的景气度，根据洛图科技，2023 年，中国大陆显示器市场出货量为 2450 万台，同比下降 1.5%，其中电竞显示器实现 21%的同比大幅增长；2024 年上半年，中国大陆电竞显示器线上公开零售市场（不含抖快等内容电商）的销量为 269 万台，同比增长 30%；销额为 33 亿元，同比增长 10%；2024 年上半年电竞产品在显示器整体线上市场的渗透率创下新高，跃升至 59%；展望未

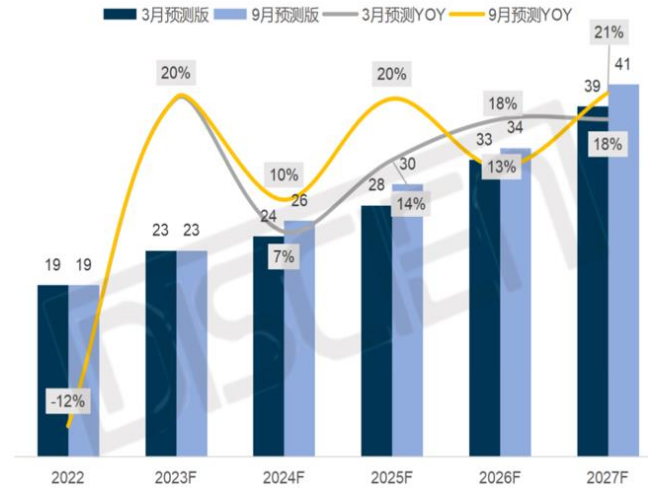
来，国际奥委会于 2023 年 9 月宣布成立电子竞技委员会（据央视体育），24 年 7 月国际奥委会进一步宣布将于 2025 年在沙特举办首届奥林匹克电子竞技运动会（据新华网），有望推动全球电竞显示器迎来进一步增长，根据迪显 2023 年 9 月预测数据，2022-2027 年全球电竞显示器 ($\geq 120\text{Hz}$) 出货规模年复合增长率将达到 16.6%。

图31:22-24 上半年国内电竞显示线上销量 (万台)



资料来源：洛图科技，甬兴证券研究所

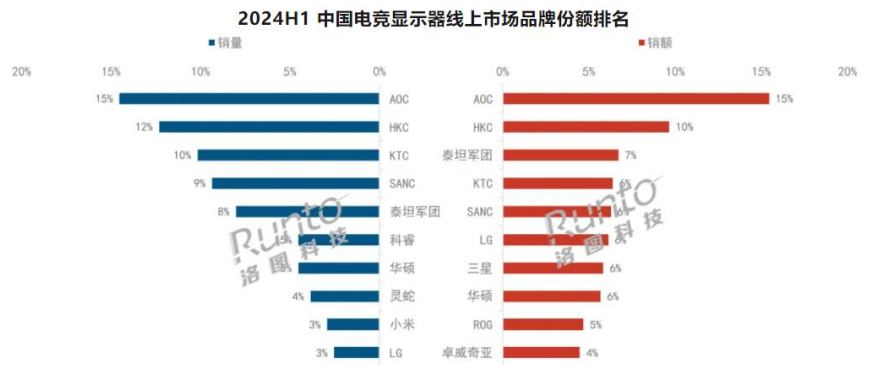
图32:全球电竞显示器出货 ($\geq 120\text{Hz}$) (单位: M)



资料来源：洛图科技，甬兴证券研究所

公司电竞显示器国内份额排名第三，未来有望迎来持续增长。公司电竞显示器主要应用于游戏电竞领域，旗下产品涵盖 OLED、Mini-LED 和 LCD 三种显示规格，并兼有常规屏、带鱼屏和曲面屏多种型号，尺寸从 23.8 英寸到 47.5 英寸，可充分满足不同消费者的需求。公司通过代工服务和自主品牌结合的经营方式快速扩大产品规模；根据洛图科技，2024 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市占率为 10%、排名第三，期间实现销量同比增长 142%。电竞显示器行业当前景气度较高且未来有望持续较好增长，公司国内市场份额排名第三，未来公司电竞显示器业务有望迎来持续增长。

图33:24 年上半年国内电竞显示器线上竞争格局



资料来源：洛图科技，甬兴证券研究所

公司医疗显示器入驻多家医院，前景可期。根据公司公告，医疗显示器产品主要由公司下属子公司康冠医疗经营，其医疗显示器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，同时还为智能化阅片室提供科室整体解决方案。截至2024年6月，医疗显示产品已经入驻约30个省1000余家的市级医院、县级医院以及乡镇卫生院。随着市场开拓的持续推进，未来公司医疗显示器业务有望迎来进一步增长。

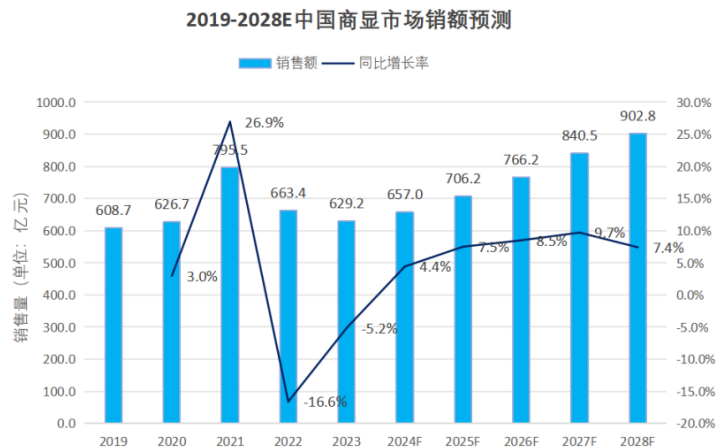
图34:公司主要医疗显示产品情况



资料来源: 公司官网, 甬兴证券研究所

商显业务,具体包含单屏显示器、拼接单元、商用电视、数字标牌、视窗屏等。商业展示显示设备应用领域广泛,适用于多种商业场景,如交通指挥中心、金融场所、政府单位、展会、商业写字楼、休闲会所、水利监测站、电厂监测站等;根据奥维云网(AVC),中国商显设备市场需求呈增长态势,预计到2028年,中国商显市场销售额将达902.8亿元,增长率为7.4%;在商显市场有望持续增长的背景下,预计未来公司商显产品表现将持续向好。

图35:国内商显市场表现情况(亿元)



资料来源: 公司公告, 奥维云网, 甬兴证券研究所

3.2. 创新类显示发力，打造新的增长极

创新类显示产品，主要包括移动智慧屏、智能美妆镜、VR眼镜、直播机、投影仪、智显屏和 OLED 悬浮电视等，以服务客户、自有品牌两种模式共同发展，包括创新类显示产品和三大自有品牌。近年来公司创新类显示产品实现快速发展，23 年创新类显示产品营收 9.62 亿元、同比增长 128.92%，24 年上半年实现营收 6.45 亿元、同比大幅增长 94.1%，24 年上半年创新类显示产品出货量同比增长 198.92%。

图36:公司创新类显示主要产品系列之一

产品名称	产品示意图	产品介绍	应用场景
移动智慧屏		集学习机、健身镜、平板电脑、电子书阅读器和智能音箱多种功能于一体，深入解决用户在日常生活中的痛点，解放用户双手，具备超高清大屏、无线续航、触摸屏、无线投屏、隐藏万向轮、旋转升降支架和多种数据接口等功能与设计。	应用于影视娱乐、办公学习和健身等场景。
电竞显示器		KTC 品牌旗下电竞显示器包含 OLED、Mini-LED 和 LCD 三种显示技术，兼有常规屏、带鱼屏和曲面屏多种规格，产品分辨率横跨 FHD 到 UHD，尺寸从 23.8 英寸到 47.5 英寸，充分满足不同消费习惯的用户需求。	应用于电竞、娱乐场景以及办公场景。
智能美妆镜		支持妆容模拟、AI 语音控制和手机投屏功能，同时加载海量妆容教程，为客户带来一体式美妆综合体验。	应用于化妆品专柜（可与美妆品牌合作）、发廊、家居使用等。
直播机		通过专业直播系统的软件和高清摄像头、直播副屏、美颜补光灯、高性能八核处理器和 4k 触摸屏的硬件组合为用户带来专业直播服务。	应用于电商直播场景。
办公移动屏		支持自由移动、自由旋转，内置白板书写、无线投屏、欢迎页面等丰富功能，任何场景都适配。	应用于工位旁、休闲区等开放式办公空间以及前台、展厅、品牌门店、咖啡厅等

资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

图37:公司创新类显示主要产品系列之二

AI 学习机		支持“AI 精准学”、“AI 精准练”等六项 AI 辅学功能，搭载 15.6 寸大屏以及旗舰 8 核处理器，覆盖 K12 全程教育。	应用于家庭教育场景
Mini-LED 电视		通过独立分区、KSF 荧光粉技术以及杜比音效的加持，使得画面更加细腻、逼真；音效更加立体、饱满，为用户带来沉浸式的观影体验。	应用于娱乐、家庭观影等领域。
投影仪		具有自动对焦、自动校正、自动避障和画质补偿等功能，同时硬件上支持多种信号接口，能够投射出比传统电视更大的画面，为用户带来更加沉浸的视觉体验；且产品兼具体积小、重量轻、便携的特点，适合家用观影、户外、商务演示等使用场景。	应用于家庭、教育、演出等领域。
视窗屏		屏幕具备视觉透明效果并可作为橱窗展览使用，播放宣传视频展示柜内产品特性的同时不遮挡柜内产品展示。在硬件上支持安全锁、警报等功能，软件上支持远程管理发布内容、反向触控等。	各大商超、展厅展馆做展示使用。
OLED 悬浮电视		透明边框设计，外观呈现屏幕悬浮效果，高刷新率画面顺滑稳定且鲜活生动，高保真扬声器与低音炮带来沉浸式澎湃音效。	用于商业展示或家居使用。
智显屏		兼具家庭通讯和娱乐功能，作为行业首家接入微信视频通话功能的产品，无需下载微信 APP，以接入微信小程序的方式，实现一键微信视频通话，让家庭老人操作无门槛；内置智能语音助手，语音操控实现听歌、看剧、浏览新闻等多项功能，解放双手便捷生活；拥有海量学习资源，满足儿童早教学习需求。	应用于家居作为中控屏或多功能智慧屏使用。

资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

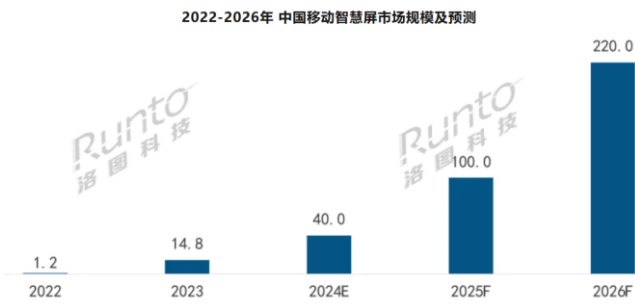
创新类显示自主品牌战略持续推进。根据公司公告，目前公司创新类显示拥有三大自有品牌：“KTC”、“皓丽（Horion）”、“FPD”，体现了公司在创新类显示的品牌战略；其中，KTC 品牌，专注于电竞显示器及创新类显示产品的研产销，产品有 KTC 随心屏、电竞显示器、投影仪等；24 年上半年 KTC 品牌通过营造国内外、线上与线下、多层次用户生态，为用户提供产品及服务；24 年上半年，国内线上市场，KTC 品牌在“618”购物节期间实现了销售额与销量的显著增长，在海外线上市场，KTC 品牌也实现了线上销售额的稳定增长，此外，KTC 品牌还通过美国 CES 展等线下活动来拓展市场；

皓丽（Horion）品牌，专注于商业显示的研发与制造，会议领域，其产品涵盖会议平板、会议电视、LED 会议一体机等，教育领域，皓丽带来智慧黑板、教育机等产品，同时还有创新移动屏、直播一体机、智显屏等；皓丽（Horion）会议平板曾先后获得深圳知名品牌、会议平板市场最具知名品牌等，连续 7 年排名某电商平台该品类销量第一；此外，皓丽（Horion）还积极出海，在全球多地设有“皓丽办事处”，产品远销全球 90 多个国家地区；

FPD 品牌，主要围绕家居场景，产品包括镜面显示（8 寸智能美妆镜/27

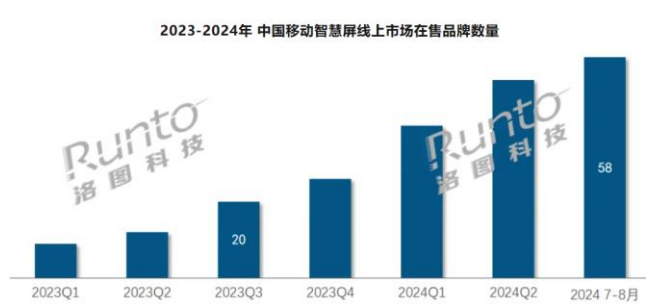
寸智能美妆镜)、智显屏、电视系列 (OLED/Mini-LED/LCD 及双面屏), VR 眼镜-灵境系列等; FPD 智能美妆镜作为爆款产品, 连续多月在 LED 化妆镜类目和创意礼品榜单上名列前茅, 线上销售稳定, 同时吸引细分行业客户; 同时, FPD 在国内外推出多款智能电视, 包括海外 Google TV 和国内艺境系列 (悬浮 OLED) /星境系列 (Mini-LED);

图38:近年来国内移动屏市场表现 (万台)



资料来源: 洛图科技, 甬兴证券研究所

图39:23 年以来线上移动屏在售品牌数量



资料来源: 洛图科技, 甬兴证券研究所

国内移动屏快速起量, 有望形成新的增长点。移动屏是一款可自由移动的集学习机、健身镜、平板电脑、电纸书阅读器和智能音箱等多种功能于一体的产品, 根据洛图科技, 移动智慧屏自 23 年下半年起量, 23 年国内实现销量 14.8 万台, 2024 年销量有望达到 40 万台。

总的来看, 随着国内外移动屏、电竞显示器等品类需求的持续释放, 创新类显示产品市场前景广阔, 而公司在创新类显示领域持续推进服务客户与自有品牌拓展市场两种模式, 随着产品竞争力的持续提升与品牌战略的持续推进, 公司创新类显示业务有望迎来持续较好增长。

4. 盈利预测与投资建议

1) 智能电视

在全球电视终端需求增长偏弱的背景下, 受价格战对品牌厂利润空间的持续挤压, 品牌商有望进一步加大代工比例, 同时, 海外终端需求也有望向 Local 品牌和渠道商自牌转移, 预计未来全球电视代工市场仍有望迎来进一步增长; 23 年以来公司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, 前景光明; 预计 2024-2026 年公司智能电视业务营收分别为 85.3、97.2、105.5 亿, 毛利率分别为 12%、13%、14%。

2) 智能交互显示产品

智能交互显示业务，海外教育市场有望迎来更新换代周期，叠加新兴市场的需求逐步释放，短期全球 IFPD 需求有望逐步迎来改善，中长期来看，全球教育与会议类 IFPD 渗透率均有提升空间，24 年上半年公司智能交互平板在生产制造供应商中的出货量位居全球第一，未来有望跟随行业迎来进一步增长；专业类显示业务，近年来国内外电竞显示器呈现出较高的景气度，公司自有品牌 KTC 在国内线上销量份额排名第三，同时公司还发力医疗显示器、商业显示器等，未来专业类显示成长可期；预计 2024-2026 年公司智能交互显示产品营收分别为 40.1、45.8、50.3 亿，毛利率分别为 24.0%、24.5%、25.0%。

3) 创新类显示

创新类显示产品，主要包括移动智慧屏、智能美妆镜、VR 眼镜、直播机、投影仪、智显屏和 OLED 悬浮电视等，以服务客户、自有品牌两种模式共同发展，包括创新类显示产品和三大自有品牌。近年来公司创新类显示产品实现快速发展，23 年创新类显示产品营收同比增长 128.92%、24 年上半年同比增长 94.1%。随着国内外移动屏、电竞显示器等品类需求的持续释放，创新类显示产品市场前景广阔，而公司在创新类显示领域持续推进服务客户与自有品牌拓展市场两种模式，随着产品竞争力的持续提升与品牌战略的持续推进，公司创新类显示业务有望迎来持续较好增长，预计 2024-2026 年公司创新类显示产品营收分别为 14.4、18.0、20.7 亿，毛利率分别为 15%、16%、17%。

表1:公司盈利预测表 (亿元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	134.5	153.2	174.4	189.9
YOY	16.0%	13.9%	13.8%	8.9%
销售毛利率	17.8%	15.2%	16.1%	17.0%
归母净利润	12.8	9.7	13.3	16.0
智能电视	72.9	85.3	97.2	105.5
YOY	32.0%	17.0%	14.0%	8.5%
毛利率	15.4%	12.0%	13.0%	14.0%
智能交互显示产品	38.4	40.1	45.8	50.3
YOY	-17.2%	4.5%	14.0%	10.0%
毛利率	25.9%	24.0%	24.5%	25.0%
创新类显示产品	9.6	14.4	18.0	20.7
YOY		50.0%	25.0%	15.0%
毛利率	14.4%	15.0%	16.0%	17.0%
设计加工业务	9.3	9.3	9.3	9.3
YOY	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	9.3%	9.0%	9.0%	9.0%
部品销售业务	4.3	4.1	4.1	4.1
YOY	-14.1%	-5.0%	0.0%	0.0%
毛利率	12.7%	12.0%	12.0%	12.0%

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

总的来看，基于智能电视、创新类显示有望继续较好增长，同时智能交互显示有望迎来改善，我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 153.2、174.4、189.9 亿元，同比增速分别为 13.9%、13.8%、8.9%，归母净利润分别为 9.73、13.25、16.01 亿元，同比增速分别为 -24.1%、36.2%、20.8%；2024-2026 年 EPS 分别为 1.42、1.93、2.33 元，对应 PE 分别为 14.7、10.8、9.0 倍（对应 2024 年 10 月 18 日收盘价），公司营收端有望维持较快增长，同时随着规模效应显现，公司盈利能力有望逐步向 2023 年净利率水平回归，带动公司归母净利润快速增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

5. 风险提示

1) 市场需求不及预期：若国内外市场需求低迷，公司销售收入可能会有所下滑。

2) 新品表现不及预期：若公司新品销售不佳，则可能面临业务拓展失败、盈利下滑的风险。

3) 原材料价格大幅上涨：若公司主要原材料液晶面板等价格大幅上涨，则会在短期给公司带来较大的成本压力。

4) 人民币汇率不利波动：公司以外币为主要结算货币，若人民币持续升值，则可能会对公司盈利能力产生不利影响。

5) 海运费价格不利波动：公司大部分产品出口海外，若海运费高涨，则公司成本端可能会面临较大压力。

6) 市场竞争加剧：行业竞争加剧可能会导致公司售价下滑，进而导致公司净利率下滑。

资产负债表						现金流量表					
单位：百万元						单位：百万元					
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	8,632	11,799	13,467	15,429	17,465	经营活动现金流	495	259	94	634	1,292
货币资金	2,517	1,545	1,356	1,645	2,606	净利润	1,518	1,284	974	1,326	1,602
应收及预付	2,164	3,874	4,198	4,537	4,713	折旧摊销	84	99	124	135	142
存货	2,164	2,340	2,706	2,848	2,853	营运资金变动	-1,175	-1,220	-1,163	-870	-605
其他流动资产	1,786	4,040	5,208	6,400	7,293	其它	68	97	160	43	153
非流动资产	1,262	2,291	2,662	2,692	2,658	投资活动现金流	-1,972	-3,283	-856	-521	-417
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-239	-206	-211	-151	-96
固定资产	678	856	964	1,001	971	投资变动	-1,726	-3,100	-400	-350	-300
在建工程	152	46	36	26	21	其他	-7	22	-245	-20	-21
无形资产	51	53	52	52	51	筹资活动现金流	2,965	1,997	556	176	87
其他长期资产	381	1,337	1,610	1,613	1,614	银行借款	1,184	2,577	800	600	600
资产总计	9,893	14,091	16,129	18,121	20,123	股权融资	2,029	0	59	0	0
流动负债	3,925	7,092	8,385	9,476	10,393	其他	-248	-580	-303	-424	-513
短期借款	1,411	3,988	4,788	5,388	5,988	现金净增加额	1,535	-1,017	-189	289	962
应付及预收	1,806	2,588	3,029	3,454	3,723	期初现金余额	817	2,352	1,335	1,145	1,434
其他流动负债	708	516	568	634	681	期末现金余额	2,352	1,335	1,145	1,434	2,396
非流动负债	38	51	60	62	63						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	38	51	60	62	63						
负债合计	3,963	7,143	8,445	9,538	10,456						
股本	523	685	687	687	687						
资本公积	2,385	2,411	2,469	2,469	2,469						
留存收益	3,012	3,840	4,517	5,414	6,498						
归属母公司股东权益	5,920	6,936	7,672	8,570	9,653						
少数股东权益	10	11	12	13	14						
负债和股东权益	9,893	14,091	16,129	18,121	20,123						

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长	-2.5%	16.0%	13.9%	13.8%	8.9%
营业利润增长	70.0%	-24.4%	-22.4%	36.6%	20.9%
归母净利润增长	64.2%	-15.4%	-24.1%	36.2%	20.8%
获利能力					
毛利率	21.1%	17.8%	15.2%	16.1%	17.0%
净利率	13.1%	9.5%	6.4%	7.6%	8.4%
ROE	25.6%	18.5%	12.7%	15.5%	16.6%
ROIC	18.2%	11.0%	7.6%	9.3%	10.1%
偿债能力					
资产负债率	40.1%	50.7%	52.4%	52.6%	52.0%
净负债比率	-18.7%	35.3%	44.8%	43.8%	35.1%
流动比率	2.20	1.66	1.61	1.63	1.68
速动比率	1.53	1.01	0.91	0.91	0.97
营运能力					
总资产周转率	1.52	1.12	1.01	1.02	0.99
应收账款周转率	6.04	4.66	4.03	4.21	4.29
存货周转率	4.78	4.91	5.15	5.27	5.53
每股指标 (元)					
每股收益	2.28	1.88	1.42	1.93	2.33
每股经营现金流	0.95	0.38	0.14	0.92	1.88
每股净资产	11.31	10.12	11.17	12.48	14.06
估值比率					
P/E	13.61	14.88	14.74	10.82	8.96
P/B	2.74	2.76	1.87	1.67	1.49
EV/EBITDA	9.81	16.76	16.53	12.48	10.23

利润表					
单位：百万元					
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	11,587	13,447	15,318	17,435	18,990
营业成本	9,139	11,049	12,983	14,629	15,770
营业税金及附加	49	46	46	87	51
销售费用	255	311	368	436	437
管理费用	275	327	291	384	361
研发费用	509	617	613	715	779
财务费用	-207	-76	-31	-24	-26
资产减值损失	-71	50	2	4	6
公允价值变动收益	23	10	0	0	0
投资净收益	-28	-23	-31	-17	-19
营业利润	1,659	1,254	973	1,330	1,608
营业外收支	0	17	10	10	10
利润总额	1,659	1,271	983	1,340	1,618
所得税	141	-13	10	13	16
净利润	1,518	1,284	974	1,326	1,602
少数股东损益	2	1	1	1	1
归属母公司净利润	1,516	1,283	973	1,325	1,601
EBITDA	1,543	1,290	1,076	1,450	1,733
EPS (元)	2.28	1.88	1.42	1.93	2.33

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；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）为基准指数。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司（以下简称“本公司”）或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司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。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，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许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。