



康佳集团积极布局光电&光伏业务，有望迎来事业第二成长曲线—深康佳 A (000016.SZ) 投资价值分析报告

核心观点

◎坚持深耕主业&自主创新、积极与知名电商合作，促进销售增长

康佳集团在收购新飞之后，家电业务板块完全覆盖家电前四大品类：电视、空调、冰箱、洗衣机。公司家电产品营销范围遍布亚太、中东、中南美以及东欧等多个区域市场。公司在白电领域拥有专利 239 项，其中：包括发明 49 项，实用新型 127 项，外观设计 63 项。公司已经与京东家电、苏宁易购签订 2023 年年度合作框架，累计合作金额超 20 亿元，为来年的家电销售打下扎实的基础。

◎MLED 市场需求即将迎来爆发，公司率先突破该领域的技术瓶颈

据 Arizton 数据显示，2021 年全球 Mini LED 市场规模为 1.5 亿美元，并且预测在 2024 年市场规模将增长至 23.2 亿美元。康佳集团在 Micro LED 专利受理量排名全球第四，LED 芯片、磊晶、巨量转移、显示技术等各细分领域排名也名列前茅。依托技术领先优势不仅能帮助公司快速占领 MLED 市场份额并获得蓝海市场超额回报，而且 Micro LED 技术可以应用于公司现存的彩电业务，从而提高公司彩电产品的市场竞争力。

◎康佳布局新能源板块，打造事业第二成长曲线

近年来，我国分布式光伏发电装机容量呈几何式成长。自 2021 年起，公司利用自身品牌优势与禾迈股份及晟高能源开展全面战略合作并组建合资公司，积极加码光伏业务板块，标志着公司顺利切入新能源产业领域，进一步丰富产业布局，未来随着合资公司的量产有望增强公司的持续经营和盈利能力。待新能源项目完全落地预计能新增年营收超过 50 亿元。

◎盈利预测与估值

预计深康佳 A2022-2024 年每股收益（EPS）分别为 0.36 元、0.44 元、0.59 元，未来三年归母净利润将保持 16.01%的复合增长率。绝对估值模型下，对应每股合理内在价值为 5.68 元。相对估值模型下：目前行业 2022 年平均 PE 为 14.68 倍；考虑公司的规模和未来业绩增长情况，给予公司 2022 年 14.68-17.1 倍 PE，对应每股合理估值区间在 5.28-6.16 元之间。

◎投资风险提示

原材料价格波动，汇率波动，新项目建设进度不及预期

核心业绩数据及预测

项目	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(亿元)	491.07	464.39	481.34	521.19
YOY	-2.47%	-5.43%	3.65%	8.28%
归母净利润(亿元)	9.05	8.74	10.67	14.13
ROE	9.95%	9.22%	10.49%	12.81%
摊薄 EPS(元)	0.38	0.36	0.44	0.59
YOY	89.52%	-5.26%	22.22%	34.09%
P/E	13.48	15.36	12.37	10.82

数据来源：华通证券研究部

公司深度报告

研究部

家用电器行业组

SFC: AAK004

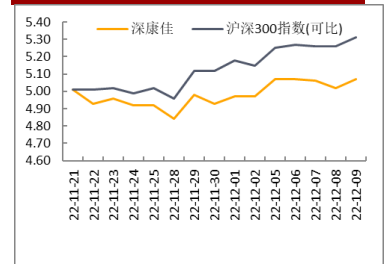
Email: research@waton.com

主要数据

2022.12.16

收盘价(元)	4.89
一年中最低/最高	6.97/4.01
总市值(亿元)	122.1
总股本(亿股)	24.08
流通股本(亿股)	15.97
ROE(TTM)	1.48%
PE(TTM)	67.53

股价相对走势



数据来源：东方财富choice



内容目录

一、	行业分析	4
1.	家用电器行业分析	4
2.	光电显示器行业分析	5
3.	光伏行业分析	7
二、	康佳集团竞争优势分析	8
1.	康佳集团核心业务介绍	8
1.1	新消费电子业务	8
1.2	半导体业务	9
1.3	新能源科技业务	9
2.	康佳集团财务数据分析&比较	10
2.1	资产状况统计	10
2.2	负债情况统计	10
2.3	营收情况统计	11
2.4	公司与同业公司对比	11
3.	公司核心竞争力分析	12
3.1	坚持自主创新，掌握相关领域核心技术	12
3.2	品牌驰名国内外，助力集团对外扩张	12
3.3	遍布海内外的营销网络，助力公司销售	13
三、	业绩预测&估值分析	14
1.	业绩预测	14
2.	估值分析	16
2.1	PE&PEG 估值分析	16
2.2	DCF 估值分析	17
四、	股价催化剂	18
五、	投资风险提示	19



图目录

Figure 1 近年来中国家电市场总零售额.....	4
Figure 2 2017-2021 我国居民人均可支配收入&同比增长率.....	5
Figure 3 LED 技术演进路径.....	5
Figure 4 2006-2021 中国 LED 市场规模&累计同比.....	6
Figure 5 光伏组件产业链.....	7
Figure 6 2014-2022 年 9 月中国分布式光伏装机容量.....	8
Figure 7 康佳集团产业格局战略规划.....	9
Figure 8 2018-2022 康佳集团总资产与净资产统计.....	10
Figure 9 2018-2022Q3 康佳集团总负债与资产负债率.....	10
Figure 10 2018-2022Q3 康佳集团营业收入&营业成本.....	11
Figure 11 可比公司销售毛利率.....	11
Figure 12 可比公司销售期间费用率.....	11
Figure 13 康佳全国营销网络布局图.....	13
Figure 14 PE 估值百分位图.....	16
Figure 15 可比公司 2022 年 PE 估值.....	16

表目录

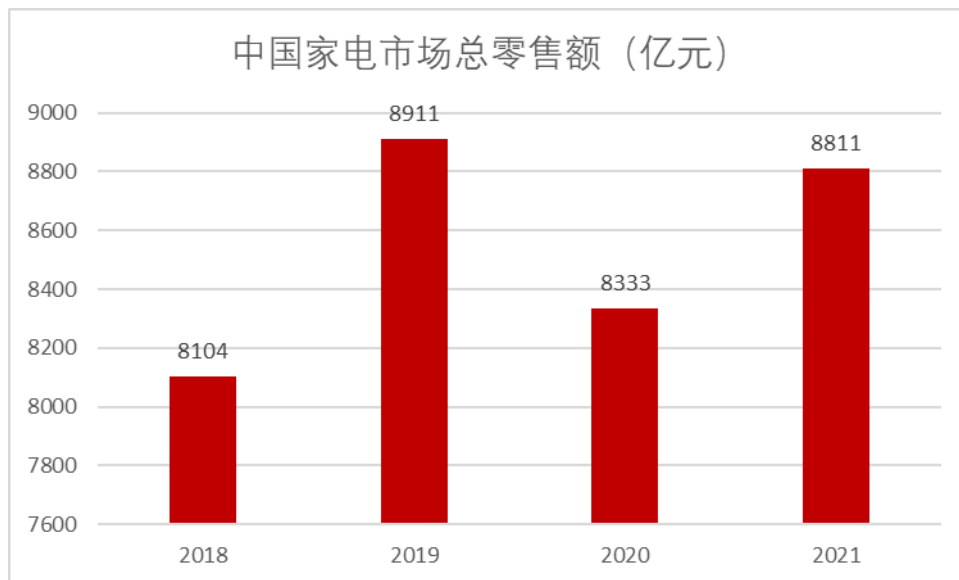
Table 1 各项显示技术对比.....	6
Table 2 公司部分核心技术展示.....	12
Table 3 公司 22-24 营收预测.....	15
Table 4 可比公司估值表.....	17
Table 5 DCF 估值测算.....	18
Table 6 DCF 估值测算敏感性分析.....	18
Table 7 财务报表预测与比率分析.....	20

一、行业分析

1. 家用电器行业分析

近年来，随着家电零售市场销售额增速的回落、下滑，大多数家电企业的营收增长也随之进入瓶颈期。据中国家用电器研究院、全国家用电器工业信息中心统计，我国家电市场每年总零售额一直未突破 9000 亿元大关。尤其是 2020 年以来，新冠肺炎疫情的爆发对家电行业造成较大的冲击。相关数据显示，2020 年我国家电市场零售额 8333 亿元，同比下降 6.5%。2021 年，我国家电市场全面复苏，零售规模达到 8811 亿元，同比增长 5.7%，整体基本恢复至疫情前的水平。家电行业作为我国国民经济重要的支柱性产业，行业发展历程中得到了国家政策的全方位支持。我国政府在“十一五”规划中指出在经济全球化的背景下保证家电行业的可持续发展；在“十二五”规划中指出未来十年我国将由家电大国成为家电强国；在“十三五”规划中指出加快转变经济发展方式要求电器工业实现产业结构调整；在“十四五”规划中指出创新是家电行业的首要任务，将应用感应控制、语音控制、远程控制等技术手段，发展智能家电、智能照明、智能安防监控、智能音箱、新型穿戴设备、服务机器人等。

Figure 1 近年来中国家电市场总零售额

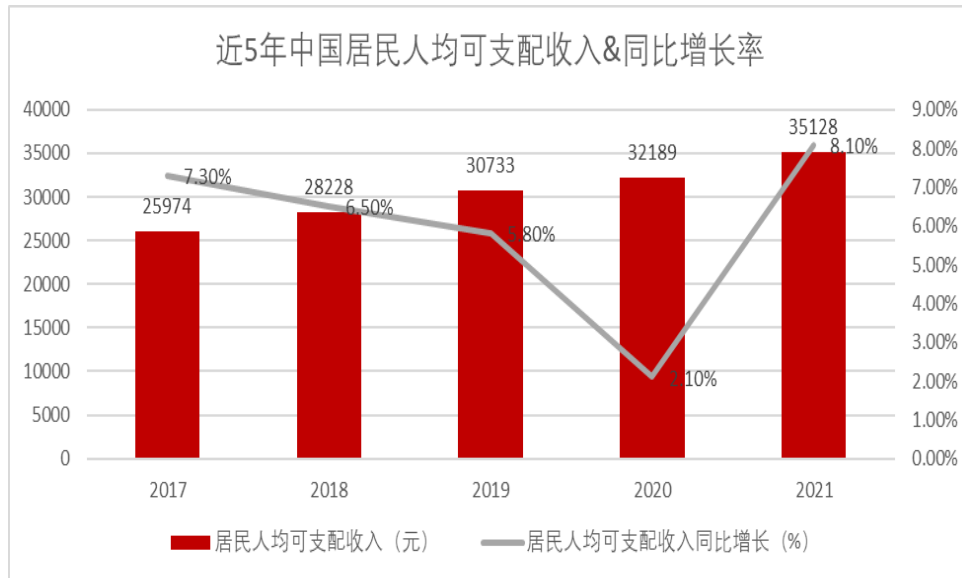


数据来源：中国家用电器研究院、全国家用电器工业信息中心，华通证券研究部

改革开放以来，我国经济稳定发展，全面建成小康社会，居民可支配收入逐年增长，是家电行业持续发展的动力。我国居民人均可支配收入从 2017 年 25974 元/人到 2021 年 35128 元/人，年化复合增长率高达 7.5%。随着我国产业结构和消费结构的快速升级，人民生活水平

的提高，家电行业将迎来新一轮的经济增长点。

Figure 2 2017-2021 我国居民人均可支配收入&同比增长率



数据来源：国家统计局，华通证券研究部

2. 光电显示器行业分析

显示器是我们日常生活中必不可少的生产力设备，目前 LED 技术已经从最开始的 LCD 升级到最新的 Micro LED 技术。

Figure 3 LED 技术演进路径



数据来源：集邦咨询，华通证券研究部

Table 1 各项显示技术对比

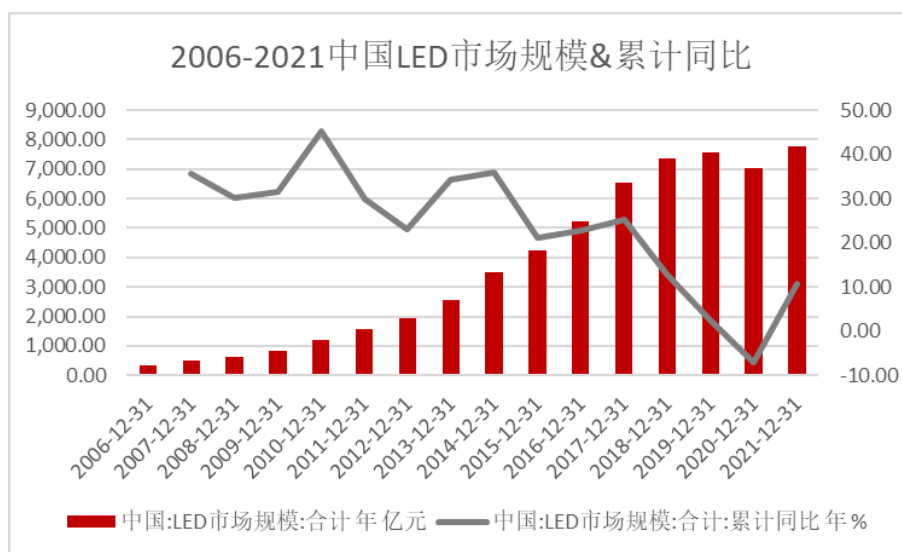
显示技术	传统 LCD	OLED	MINI LED	Micro LED
技术类型	背光 LED	自发光	自发光	自发光
亮度(nit)	500	500	2000	5000
发光效率、对比度	低	高	高	高
厚度 (mm)	厚, 大于 2.5	薄, 1-1.5	薄	薄, 小于 0.05
寿命 (小时)	60K	20-30K	80-100K	80-100K
柔性显示	难	容易	容易	难
LED 数量级	100	500-2000	10000	1000000
成本	低	中等	较高	高
功耗	高	约 LCD 的 60%-80%	约 LCD 的 30%-40%	约 LCD 的 10%
可视角度	160°X90°	180°X180°	180°X180°	180°X180°
运作温度	40~400°C	30~85°C	(100)~120°C	(100)~120°C
产业化进展	已大规模量产	已规模量产	初步规模量产	研究阶段

数据来源: 集邦咨询, 华通证券研究部

Mini LED 显示屏是将原来 LCD 的一整块背光层换成大量的独立微型 LED 元件, 由这些 LED 发光元件组成多个区域, 每个区域都可能精细调节亮度。因此, Mini LED 屏在动态对比度、亮度、色域、可视角度、残影方面更有优势, 同时可塑性强、更轻薄、画质更佳、功耗更低、更节能, 同时延续了 LCD 在耐用性和成本上的优势。所以说, Mini LED 背光技术是传统 LED 背光技术的升级, 也是目前高端显示器产品所青睐的一种材料技术。

受益于行业景气度及产能扩张, 我国 LED 市场规模高速增长, 从 2006 年的 356 亿元到 2021 年的 7773 亿元, 年化复合增长率高达 22.82%。

Figure 4 2006-2021 中国 LED 市场规模&累计同比



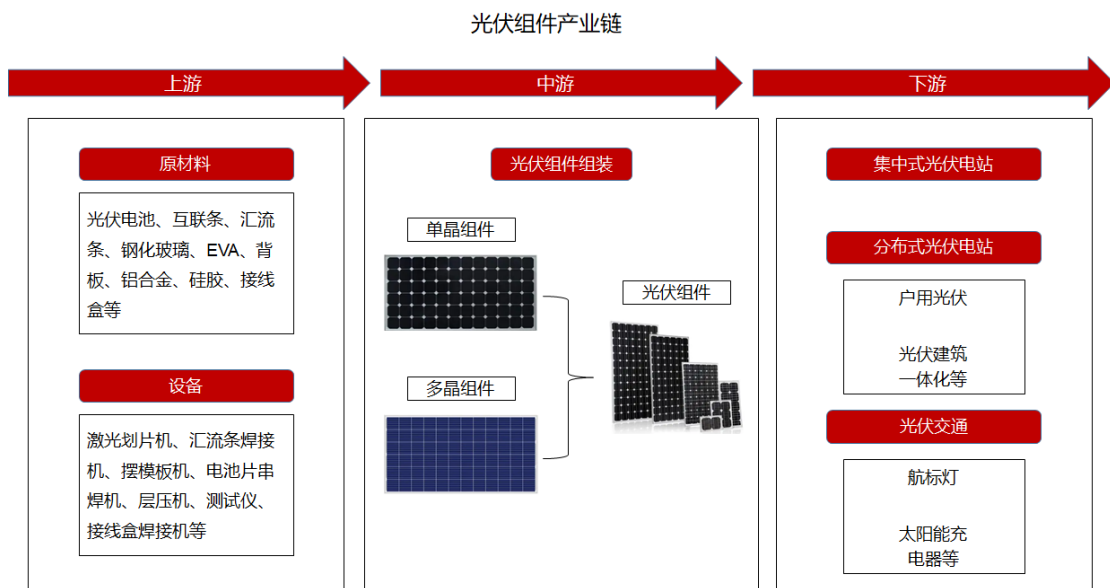
数据来源: 同花顺 iFinD, 华通证券研究部

未来随着人们对于显示画质的要求越来越高,传统LCD显示器逐渐无法满足需求。据 Arizton 数据显示,2021 年全球 Mini LED 市场规模为 1.5 亿美元,预测在 2024 年市场规模将增长至 23.2 亿美元,Mini LED 显示器正式步入快速发展阶段。在品牌持续的加入及指标性厂商苹果与三星在 IT 与 TV 积极布局的促使下,TrendForce 集邦咨询预估,2022 年 Mini LED 背光显示设备整体出货量将达到 1760 万台,同比增长 83%,很明显,Mini LED 背光显示设备需求有望迎来爆发。

3. 光伏行业分析

光伏组件(也叫太阳能电池板)是太阳能发电系统中的核心部分,其作用是将太阳能转化为电能,并送往蓄电池中存储起来,或推动负载工作。由于单体太阳能电池不能直接做电源使用,所以,想要作为电源则必须将若干单体电池串、并联连接并严密封装成组件。光伏组件便是由光伏组件片或者由激光切割机、钢线切割机切割开的不同规格的光伏组件的组合构成。光伏组件主要包括光伏电池、互联条、汇流条、钢化玻璃、EVA、背板、铝合金、硅胶、接线盒等九大核心组成部分。在光伏组件产业链中,上游产业主要包括光伏组件原材料、光伏组件设备,中游产业主要为组件制备,下游产业主要包括集中式光伏电站、分布式光伏电站、光伏交通等应用领域。

Figure 5 光伏组件产业链



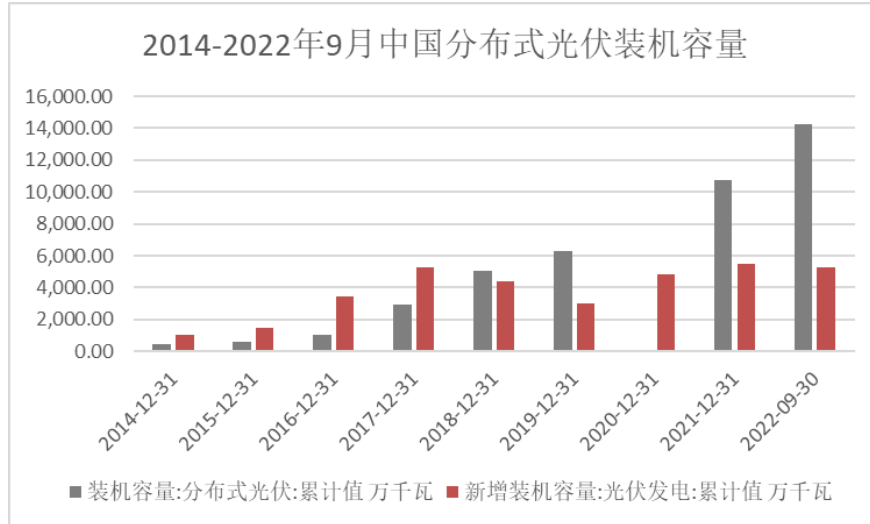
数据来源: 智研咨询, 华通证券研究部

2014-2022 年 9 月, 中国分布式光伏累计装机容量呈大幅度上升走势。截至 2022 年 9 月,

请务必阅读正文之后的法律声明及风险提示项下所有内容

中国分布式光伏累计装机容量达到 1.4 亿千瓦，相较 2014 年增长了 1.38 亿千瓦。2022 年前三季度中国分布式光伏新增装机容量为 5260.2 万千瓦，约为去年全年的分布式光伏新增装机容量的 95.85%。光伏装机容量的增长将为光伏组件行业带来广阔的发展空间。

Figure 6 2014-2022 年 9 月中国分布式光伏装机容量



数据来源：同花顺 iFinD， 华通证券研究部

二、康佳集团竞争优势分析

1. 康佳集团核心业务介绍

1.1 新消费电子业务

康佳集团在收购新飞之后，家电业务板块完全覆盖家电前四大品类：电视、空调、冰箱、洗衣机。公司内销彩电业务主要以 B2B（Business-to-Business 的缩写，即企业对企业）和 B2C（Business-to-Consumer 的缩写，即企业对用户）两种业务模式为主，在全国各地设立了分公司、经营部和售后维修服务网点，营业利润来源于电视产品成本与销售价格的价差。外销彩电业务以 B2B 为主，营销范围遍布亚太、中东、中南美以及东欧等多个区域市场营业利润来源于产品成本与销售价格的价差。公司白电业务主要面对国内市场，业务模式主要为 B2B 和 B2C，营业利润来源于产品价差。

1.2 半导体业务

目前，公司半导体业务在存储、光电等领域进行了布局，其中：存储领域主要是进行存储主控芯片的设计及销售，并进行存储类产品的封装和测试；光电领域目前主要是进行 Micro LED 相关产品的研发。除此之外，公司还涉及对 IC 芯片存储、液晶屏等物料开展采购、加工及分销业务，经营利润来源于加工费及上游采购与下游销售的差价。这样的业务架构一方面有利于公司逐步与产业链的上游供应商和下游客户建立较好的合作关系，及时了解并掌握所用材料的价格动向，有利于公司现有家电产品的成本控制；另一方面有利于公司加快半导体业务布局，积累半导体与芯片业务客户资源，保障销售渠道，同时精准匹配市场需求以便有效缩短培育周期，降低研发设计与需求错配风险。

1.3 新能源科技业务

自 2021 年起，公司通过拟收购相关标的同时与行业内知名公司合作积极布局新能源板块。今年内公司与禾迈股份及晟高能源开展全面战略合作组建合资公司，积极加码光伏业务板块，标志着公司顺利切入新能源产业领域，进一步丰富产业布局，未来随着合资公司的量产有望增强公司的持续经营和盈利能力。

Figure 7 康佳集团产业格局战略规划



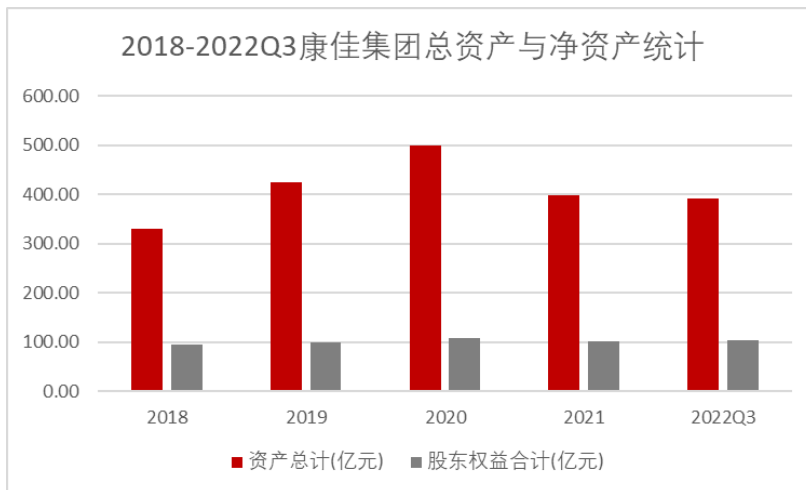
资料来源：康佳集团，华通证券研究部

2. 康佳集团财务数据分析&比较

2.1 资产状况统计

截至 2022Q3，深康佳 A 总资产为 392.23 亿元，相比 2021 年底减少了 6.52 亿元；净资产为 103.2 亿元，相比 2021 年底增长了 1.19 亿。

Figure 8 2018-2022 康佳集团总资产与净资产统计

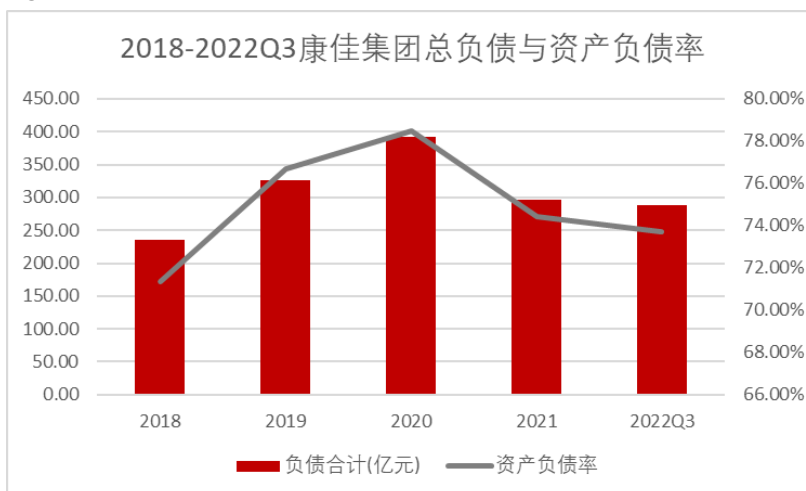


数据来源：东方财富 choice，华通证券研究部

2.2 负债情况统计

截止 2022Q3 年深康佳 A 总负债为 289.04 亿元，相比 2021 年底减少了 7.7 亿元，资产负债率为 73.69%。

Figure 9 2018-2022Q3 康佳集团总负债与资产负债率

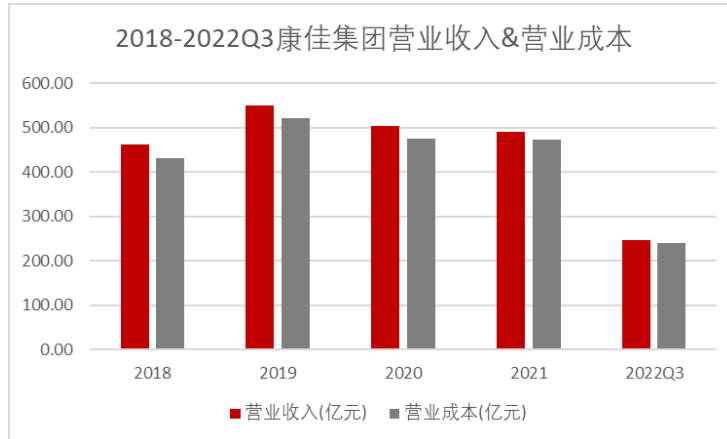


数据来源：东方财富 choice，华通证券研究部

2.3 营收情况统计

受疫情和房地产不景气影响，公司截至 2022Q3 营业收入为 245.96 亿元，同比下降 22.23%。营业成本为 239.75 亿元，同比下降 20.63%。第四季度随着重庆康佳半导体光电产业园与陕西康佳智能家电产业园的投产，公司营收有望得到改善。

Figure 10 2018-2022Q3 康佳集团营业收入&营业成本



数据来源：东方财富 choice，华通证券研究部

2.4 公司与同行业公司对比

截至 2022Q3，康佳集团的销售毛利率为 2.52%，低于行业内其他公司。这主要是由于康佳目前主要营业收入来源于工贸业务即 IC 芯片存储、液晶屏的加工费和上下游的分销费，该项业务受上下游的挤压，利润微薄，销售毛利率不足 1%。未来随着 mini LED 和 micro LED 的量产化落地及加码布局光伏业务板块，公司的主营业务收入结构会得到有效改善，销售毛利率也会随着公司对产业链上下游的布局产生协同效应而得到改善。截至 2022Q3，康佳集团的销售期间费用率为 8.43%，处于行业领先水平。

Figure 11 可比公司销售毛利率

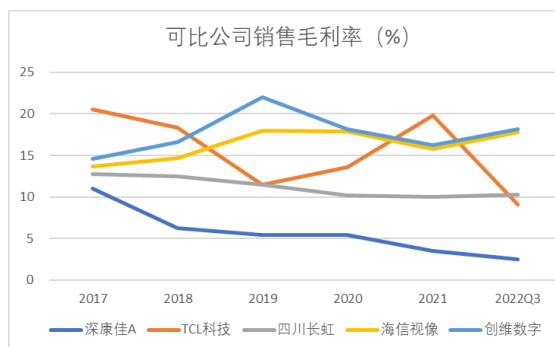
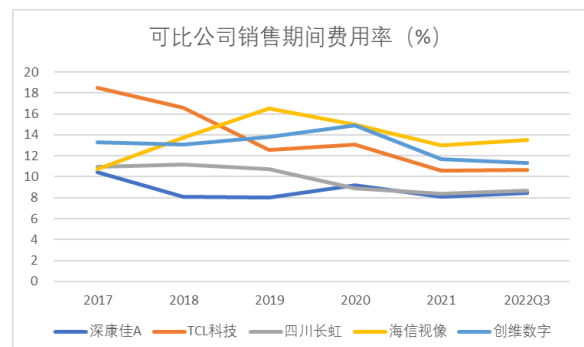


Figure 12 可比公司销售期间费用率



数据来源：东方财富 choice，华通证券研究部

请务必阅读正文之后的法律声明及风险提示项下所有内容

3. 公司核心竞争力分析

3.1 坚持自主创新，掌握相关领域核心技术

公司构建了“康佳研究院-二级集团/事业部研究中心-技术应用中心”的科技研发体系，与各大高校或科研机构建立人工智能物联网综合实验室、5G 超高清实验室，建立院士工作站，构建了与产业布局相匹配的技术研究联盟，拥有近百项核心关键技术和约 1500 人的研发队伍，并在 Micro LED 和存储主控芯片两个项目上引入百位行业技术人才。公司在白电领域拥有专利 239 项，其中：包括发明 49 项，实用新型 127 项，外观设计 63 项。截至 2022 年 9 月份，康佳研究院共申请了超过 1400 项专利，其中专利受理量占了重庆市的 20%；Micro LED 专利受理量排名全球第四；LED 芯片、磊晶、巨量转移、显示技术等各细分领域排名也是名列前茅。

Table 2 公司部分核心技术展示

公司部分核心技术展示	
半导体光电领域	重庆康佳光电技术研究院成功开发的“混合式巨量转移技术”，突破了 Micro LED 显示屏巨量转移的瓶颈难题。 开发多款主流的倒装 MLED 芯片和垂直芯片，光电性能已经达到行业水准，补齐了全制程能。 自主开发了从 P0.68-P1.56 一系列 COB 直显产品，并向 Mini LED 影院屏市场演进开拓 全球首发 P0.12 最小间距 MicroLED 微晶屏，建成全球第一条 MicroLED 全制程研发生产线
超低温制冷	康佳旗下的新飞与西安交通大学合作，成功研发出全球首台民用空气制冷深低温-86°C 冰箱样机，无负荷最低制冷温度可达-102°C，填补了国内技术空白

数据来源：公司公告，华通证券研究部

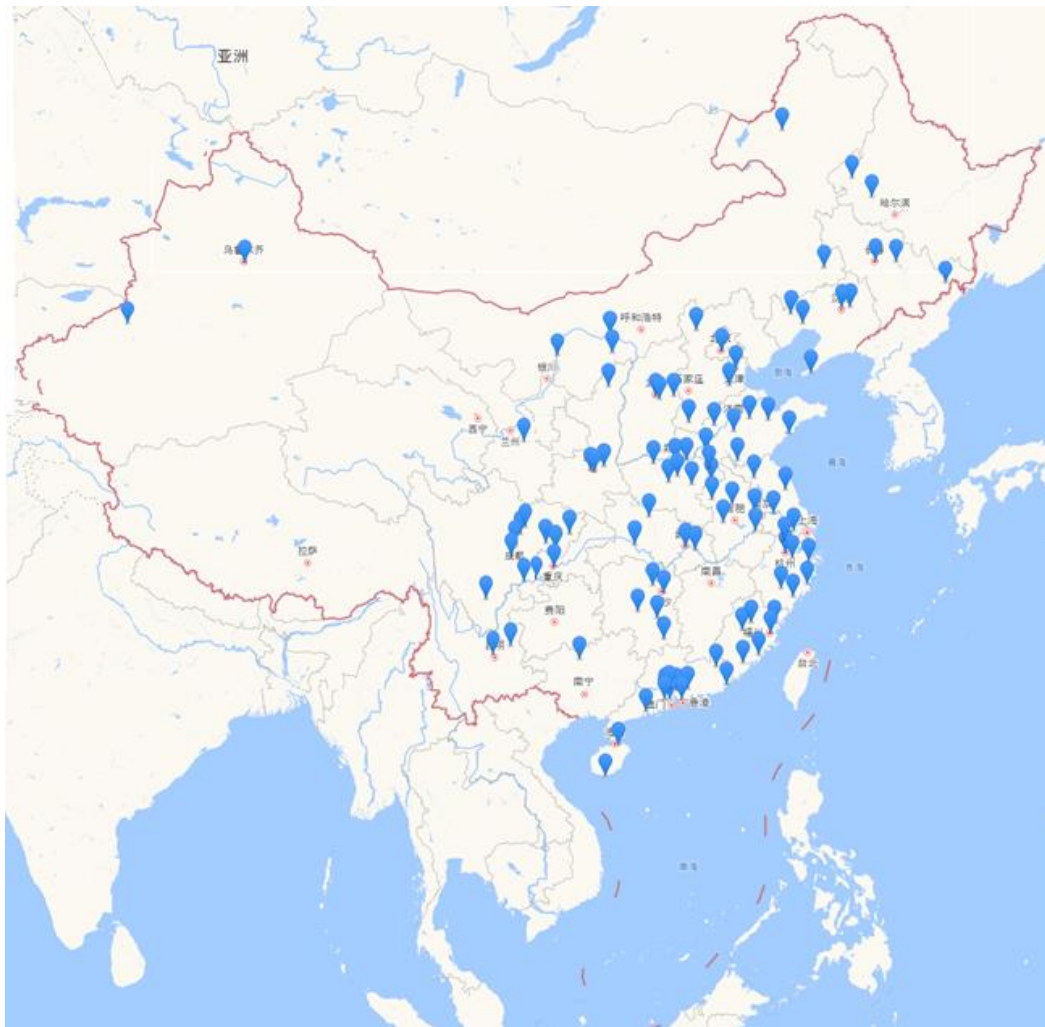
3.2 品牌驰名国内外，助力集团对外扩张

公司持续推进品牌战略建设、体系建设、形象建设及文化建设工作，着力提升企业科技化、国际化形象，强化品牌地位，在消费者群体具有一定的品牌知名度和美誉度，在银行和其他融资渠道中拥有良好的品牌资信。2018 年收购新飞，确立“康佳+新飞”双品牌发力的白电策略。据有关机构评估，康佳品牌价值超过 150 亿元，居国内品牌第六位，并被国家工商局认定为“中国驰名商标”。品牌这一巨额的无形资产成为康佳对外扩张的有力武器。

3.3 遍布海内外的营销网络，助力公司销售

公司创新渠道变革，线上线下协同谋共赢，国内国外全力求发展。在线下渠道，本公司在全国各省市设有 40 多个分公司，200 多个办事处，3,000 多个售后服务店，形成了覆盖全国的市场销售网络和售后服务体系；在线上渠道，公司入驻天猫、京东、苏宁、唯品会等主流电商平台，创新开拓直播电商业务发展，为业务发展谋求新的增长极；在海外渠道，公司业务涵盖拉美、欧洲、亚太等多个国家和地区，拥有健全的营销网络。2023 年，康佳集团与京东家电将保持深入友好的合作，携旗下家电产品参展京东“星火计划”，进一步深入以县镇为代表的下沉市场，挖掘更多潜在增量红利。苏宁易购与康佳签订 2023 年度战略合作框架协议，敲定 2023 年合作目标 20 亿，电视、冰箱、洗衣机、空调定制产品整体销售目标 40 万套。

Figure 13 康佳全国营销网络布局图



数据来源：连锁品牌网，华通证券研究部

请务必阅读正文之后的法律声明及风险提示项下所有内容

三、业绩预测&估值分析

1. 业绩预测

分行业：随着重庆半导体光电产业园在今年 9 月 30 号正式投产，公司半导体业务营业收入将会大幅提升。我们预计 22-24 年半导体业务营收增长率为 25%，35%，45%。由于康佳在我国率先突破 MLED 量产化难题，半导体业务的毛利率亦会获得大幅改善。

受疫情和房地产不景气影响，公司近两年电子业务营业收入小幅下降。随着疫情防疫力度的逐步减弱，房地产市场的逐步回暖，康佳主打的康佳&新飞双品牌电子业务也会逐步稳定。我们预计 22-24 年电子业务的营收增长率为 2%，5%，5%。我国家电市场的竞争趋于白热化，大多数家电品类都陷入价格战困境，但是康佳坚持自主创新，开发出了“15 天生态原鲜”冰箱、“一键智慧洗”洗衣机等创新性产品深受消费者好评，我们预计电子业务板块毛利率稳中有升。

公司工贸业务主要是依托 IC 芯片存储、液晶屏等物料开展采购、加工及分销，我们预计 22-24 年工贸业务的营收增长率为 1%，3%，3%，毛利率保持稳定。

近年来公司环保业务营业收入持续大幅下滑，截至 2022 年中报环保业务营收为 7.74 亿元，同比下滑 71.58%，且公司有意将环保业务向新能源业务转型。因此，我们预计 22-24 年环保业务的营收增长率为-70%，-50%，-35%，毛利率亦会有所下降。

今年内公司与禾迈股份及晟高能源开展全面战略合作组建合资公司，未来将助力公司光伏业务板块营收快速增长。我们预计 22-24 年光伏业务营收为：6 亿，12 亿，35 亿，根据申万三级玻璃制造行业 2022Q3 行业平均毛利率为 16.32%，我们预计公司 22-24 光伏板块毛利率为 16.32%，16%，15.8%。

费用端看，公司依靠自身强大的研发实力积极布局光电&光伏赛道。因此我们预测研发费用率将会进一步提升，预计 2022-2024 年研发费用率分别为 1.48%、1.63%、1.81%，其他三费保持相对稳定。

Table 3 公司 22-24 营收预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
半导体				
总营收(亿元)	3.22	4.03	5.43	7.88
YOY	13.78%	25.00%	35.00%	45.00%
毛利率	4.86%	15.00%	15.00%	15.00%
电子行业				
总营收(亿元)	138.73	141.50	148.58	156.01
YOY	-2.85%	2.00%	5.00%	5.00%
毛利率	7.45%	7.56%	7.68%	7.77%
工贸行业				
总营收(亿元)	296.83	299.80	308.79	318.06
YOY	-2.63%	1.00%	3.00%	3.00%
毛利率	0.57%	0.57%	0.57%	0.57%
环保				
总营收(亿元)	43.55	13.07	6.53	4.25
YOY	-9.73%	-70.00%	-50.00%	-35.00%
毛利率	7.44%	3.23%	3.12%	2.98%
光伏				
总营收(亿元)	0.00	6	12	35
YOY			100.00%	191.67%
毛利率		16.32%	16.00%	15.80%
公司合计营收(亿元)	482.33	464.39	481.34	521.19
毛利率	3.20%	3.10%	3.35%	3.99%
销售费用率	2.91%	2.85%	2.90%	2.87%
研发费用率	1.26%	1.48%	1.63%	1.81%
管理费用率	1.96%	1.93%	1.95%	1.94%
财务费用率	1.94%	1.94%	1.93%	1.95%

数据来源：华通证券研究部

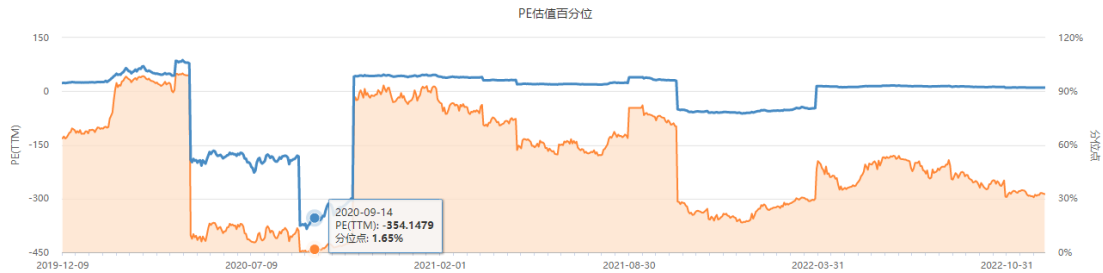
我们预计公司 2022-2024 年营业收入为 464.39、481.34、521.19 亿元，同比增长-5.43%、3.65%、8.28%，净利润分别为 9.94、11.09、14.3 亿元，对应 EPS 分别为每股 0.36、0.44、0.59 元，当前股价对应 PE 分别为 14.08、11.52、8.59 倍。

2. 估值分析

2.1 PE&PEG 估值分析

对比 PE (TTM) 估值标准差，12 月 8 日公司 PE(TTM)为 10.36，目前 PE 所处近三年分位点为 32.55%，这意味着目前公司 PE 低于在过去 3 年以来 67.45%的期间历史表现。

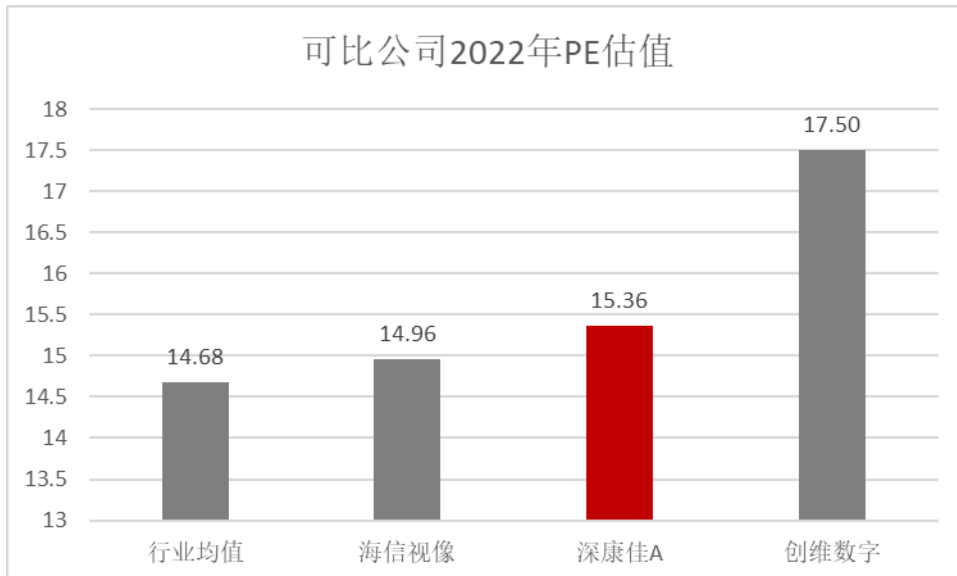
Figure 14 PE 估值百分位图



数据来源：东方财富 choice，华通证券研究部

对比申万二级行业均值，以及视听器材行业相关可比公司，同时综合考虑公司规模及主营业务范围等因素，选取海信视像，创维数字作为可比公司。目前可比公司海信视像、创维数字 2022 年 PE 分别为 14.96、17.5 倍，均高于行业平均水平。考虑到深康佳 A 的多元化产业布局，我们预测未来公司估值水平略高于板块整体估值平均水平较为合理，因此参考申万二级行业视听器材 2022 年行业 PE 估值平均数，给予公司 2022 年 PE 估值 14.68-17.1 倍，对应目标价 5.28-6.16 元，对应当前股价 4.14%-21.5%的上涨空间。

Figure 15 可比公司 2022 年 PE 估值



数据来源：东方财富 choice，华通证券研究部

我们预计公司 2022-2024 年对应的 PE 分别为 15.36、12.37、10.82，EPS 分别为每股 0.36、
请务必阅读正文之后的法律声明及风险提示项下所有内容

0.44、0.59 元，对应 2022-2024 年 PEG 分别为 0.69、0.36、0.32。从绝对数上看，预测期各年 PEG 均小于 1，公司股价存在明显的低估；从参考可比公司来看，海信视像 2022 预测 PEG 为 1.11、创维数字 2022 预测 PEG 为 0.69。

Table 4 可比公司估值表

证券代码	证券简称	最新收 盘价格 (元)	EPS(元/股)				PE(倍)			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
行业均值 (申万二级行业)			0.13	0.78	0.93	1.11	28.37	14.68	11.77	9.82
600060.SH	海信视像	14.76	0.87	1.26	1.43	1.64	17.05	14.96	12.88	11.25
000016.SZ	深康佳 A	5.07	0.38	0.36	0.44	0.59	13.48	15.36	12.37	10.82
000810.SZ	创维数字	14.52	0.40	0.83	1.04	1.29	36.30	17.50	13.99	11.24

数据来源：东方财富 choice，华通证券研究部

2.2 DCF 估值分析

我们同时采用 DCF 模型对公司进行估值，相关主要假设如下：

- (1). 无风险利率 R_f ：以十年期国债收益率为基准，预计为 3.25%；
- (2). 股权市场风险溢价：根据 TUSHARE 数据测算截止 2022 年 11 月 30 日，沪深 300 股权市场风险溢价为 7.06%，结合当前市场环境我们预计未来沪深 300 股权市场风险溢价为 6.85%；
- (3). Beta：通过近三年数据回归测算公司个股 Beta 值为 1.12；
- (4). 债务资本成本 K_d ：以人民银行最新公布的 5 年期以上 LPR 为基准，结合公司自身情况，预计为 5.76%；
- (5). 永续增长率 g ：以公司基本情况为基准，结合我国 GDP 增速，预计为 3.0%；
- (6). 公司快速增长期假设为 2025-2027 年，维持 3 年，之后进入永续增长阶段。

基于以上假设，我们测算得到 WACC 为 7.05%，对应预测各年 FCFE 后，进而得出公司整体估值为 136.71 亿元，对应股价为 5.68 元/股，该测算价格落于前述 PE 估值模型的合理股价区间内（5.28-6.16 元/股）。

Table 5 DCF 估值测算

单位: 亿元	22E	23E	24E	25E	26E	27E	永续期	合计
FCFF	8.17	(80.45)	9.85	10.60	13.15	16.31		
PV-FCFF	8.17	(74.98)	8.56	8.58	9.92	11.47	311.51	283.23
非核心资产	23.17							
带息债务	157.44							
少数股东权益	12.25							
公司股权价值	136.71							
总股本(万股)	240794.54							
每股价值(元)	5.68							

数据来源: 华通证券研究部

Table 6 DCF 估值测算敏感性分析

单位: 元		g						
		2.25%	2.48%	2.73%	3.00%	3.30%	3.63%	3.99%
WACC	5.30%	11.14	12.66	14.64	17.31	21.09	26.82	36.48
	5.83%	8.07	9.14	10.50	12.27	14.66	18.05	23.18
	6.41%	5.59	6.36	7.32	8.54	10.12	12.26	15.29
	7.05%	3.57	4.13	4.82	5.68	6.76	8.18	10.09
	7.76%	1.89	2.30	2.81	3.42	4.19	5.15	6.41
	8.53%	0.48	0.79	1.16	1.61	2.16	2.83	3.69
	9.38%	-0.72	-0.48	-0.20	0.13	0.52	1.01	1.61

数据来源: 华通证券研究部

四、股价催化剂

公司作为华侨城集团“科技+产业+园区”发展模式的主导者，深入研究科技产业链上的细分市场，通过并购重组和自主创新等方式强化科技版图，打造技术策源地和延伸产业链“链长”，全面构建高水平高科技产业集群，强力向科技产业转型。围绕“消费电子+半导体+新能源科技”三大主导产业，拉长、拓宽产品链，在万亿级市场领域，打造千亿康佳。公司掌握六个细分产业链关键环节的核心技术，加强产业终端整合，持续拓展以半导体科技为内核的产业链一体化布局环节的核心技术。未来通过各产业之间的协同效应，康佳集团的营收有望迎来爆发式的增长。

国内防疫政策趋向宽松化，有望带动线下消费场景复苏，家电行业线下销售额有望提升。近期，各地各部门深入贯彻落实党中央、国务院决策部署，坚持第九版防控方案，落实二十条优化措施。例如：及时准确判定密接，不再判定次密接；连续 5 天没有新增感染者的高风险区，要及时解封；对密切接触者，将“7+3”管理措施调整为“5+3”等。上述防疫政策的精

请务必阅读正文之后的法律声明及风险提示项下所有内容

准化，有望带动线下消费场景复苏，驱动家电行业线下销售额回暖。

11 月以来，金融支持房地产政策“三箭齐发”，有望带领地产板块上下游行业的估值修复。近期金融支持地产融资政策频出，政策力度提升明显且落地迅速，市场对政策反应积极，有效稳定投资者对地产信用以及银行资产质量的预期，并为银行业推进宽信用打开开展业空间。家电板块作为与地产强相关板块，地产链质量的修复在即，地产市场风险预期好转，家电市场需求有望得到提振。

五、投资风险提示

- 1) 原材料价格上涨风险。白电生产规模效应强，原材料成本占总成本的 80%以上，若原材料价格后续上涨，公司的毛利率将受到挤压。
- 2) 汇率波动风险。由于公司海外营业收入占比持续提升，目前已经超过一半，汇率波动会导致企业面临较大的汇兑风险。
- 3) 新项目建设进度不及预期。自 2020 年以来，公司在多地建设新能源项目工厂，项目建设进度及后期的产能利用效率直接影响公司未来营收情况。

Table 7 财务报表预测与比率分析

利润表(单位: 亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	491.07	464.39	481.34	521.19
减: 营业成本	474.02	449.98	465.23	500.42
营业税金及附加	1.07	1.01	1.05	1.14
销售费用	14.28	13.24	13.96	14.96
管理费用	9.60	8.96	9.39	10.11
财务费用	9.53	18.26	16.05	16.88
研发费用	6.16	6.87	7.85	9.43
资产减值损失	6.43	4.70	5.25	5.46
其他经营损益	-11.07	-7.87	-8.72	-9.22
营业利润	1.59	-4.33	-2.36	0.36
加: 其他非经营损益	14.12	14.26	13.45	13.95
利润总额	15.71	9.94	11.09	14.30
减: 所得税	7.65	0.00	0.00	0.00
净利润	8.07	9.94	11.09	14.30
减: 少数股东损益	-0.99	1.19	0.42	0.17
归属母公司股东净利润	9.05	8.74	10.67	14.13
资产负债表(亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	60.53	104.86	64.07	108.91
应收和预付款项	76.41	86.11	82.30	99.93
存货	40.69	41.15	43.74	34.52
其他流动资产	24.00	24.00	24.00	24.00
长期股权投资	59.03	59.82	61.61	64.40
投资性房地产	7.77	7.77	7.77	7.77
固定资产和在建工程	55.01	60.77	63.54	76.87
无形资产和开发支出	10.14	8.63	7.33	6.03
其他非流动资产	53.53	51.33	49.84	49.84
资产总计	387.10	444.43	404.19	472.27
短期借款	99.21	99.21	99.21	99.21
应付和预收款项	65.14	117.77	70.25	129.55
长期借款	59.69	59.69	59.69	59.69
其他负债	61.06	60.63	60.63	60.63
负债合计	285.09	337.30	289.77	349.08
股本	24.08	24.08	24.08	24.08
资本公积	2.34	2.34	2.34	2.34
留存收益	64.53	68.45	75.32	83.92
归属母公司股东权益	90.95	94.88	101.74	110.35
少数股东权益	11.06	12.25	12.67	12.84
股东权益合计	102.01	107.13	114.41	123.19
负债和股东权益合计	387.10	444.43	404.19	472.27
现金流量表(亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	-34.57	-36.16	-36.42	-32.19
折旧摊销	5.51	5.33	5.76	4.71
净营运资金增加	7.38	42.76	-46.30	37.89
经营活动产生现金流量净额	-3.45	25.87	-64.95	22.58
投资活动产生现金流量净额	-26.85	32.53	34.72	34.51
融资活动产生现金流量净额	35.65	-14.07	-10.56	-12.25
现金净增加额(减)	5.16	44.33	-40.80	44.84

估值和财务指标汇总	2021A	2022E	2023E	2024E
EBIT	24.05	19.19	17.85	21.03
EBITDA	29.56	24.51	23.61	25.73
NOPLAT	-16.82	-26.76	-28.74	-23.15
净利润	-41.10	-46.50	-46.15	-46.43
EPS	0.38	0.36	0.44	0.59
BPS	3.78	3.94	4.23	4.58
PE	13.35	13.82	11.33	8.55
PB	1.33	1.27	1.19	1.10
PS	0.25	0.26	0.25	0.23
PCF	-35.03	4.67	-1.86	5.35
EV/EBIT	8.76	8.71	11.68	7.81
EV/EBITDA	7.12	6.82	8.83	6.38
EV/NOPLAT	-12.52	-6.25	-7.26	-7.10
EV/IC	1.17	1.18	1.10	1.07
ROIC-WACC	-0.12	-0.21	-0.26	-0.18
股息率%	1.99	3.99	3.15	4.57
主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
收益率				
毛利率	3.47%	3.10%	3.35%	3.99%
三费/营业收入	6.80%	8.71%	8.18%	8.05%
EBIT/营业收入	4.90%	4.13%	3.71%	4.03%
EBITDA/营业收入	6.02%	5.28%	4.91%	4.94%
销售净利率	1.64%	2.14%	2.30%	2.74%
资产获利率				
ROE	9.95%	9.22%	10.49%	12.81%
ROA	6.21%	4.32%	4.42%	4.34%
ROIC	-6.41%	-14.81%	-20.36%	-12.22%
增长率				
销售收入增长率	-2.47%	-5.43%	3.65%	8.28%
EBIT 增长率	82.67%	-20.22%	-6.97%	17.80%
EBITDA 增长率	64.06%	-17.07%	-3.69%	8.99%
净利润增长率	49.37%	23.19%	11.57%	29.01%
总资产增长率	-19.60%	14.73%	-9.06%	20.07%
股东权益增长率	7.91%	4.31%	7.24%	8.46%
经营营运资本增长率	-58.46%	-192.59%	224.66%	-145.39%
资本结构				
资产负债率	73.65%	75.94%	71.74%	71.98%
投资资本/总资产	46.67%	31.78%	46.90%	31.70%
带息债务/总负债	55.22%	46.68%	54.33%	45.10%
流动比率	0.90	0.93	0.94	0.97
速动比率	0.72	0.78	0.75	0.81
股利支付率	26.60%	55.12%	35.64%	39.12%
收益留存率	73.40%	44.88%	64.36%	60.88%
资产管理效率				
总资产周转率	1.13	1.12	1.14	1.17
固定资产周转率	13.66	10.57	9.60	9.54
应收账款周转率	8.59	8.59	8.59	8.59
存货周转率	11.04	11.04	11.04	11.04

数据来源: 华通证券研究部

请务必阅读正文之后的法律声明及风险提示项下所有内容

法律声明及风险提示

1. 本报告由华通证券国际有限公司（以下简称“本公司”）在香港制作及发布。华通证券国际有限公司系33年老牌券商，拥有香港证监会颁发的1/4/5/9号牌照。
2. 本研究报告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的当然客户。
3. 在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。
4. 本报告所载的资料、工具、意见及推测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做出邀请。
5. 本公司会适时更新公司的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。
6. 本报告中的信息均来源于公司认为可靠的已公开资料，但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，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。
7. 在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。
8. 本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。
9. 本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华通证券研究部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。