

卡莱特 (301391.SZ)

以显控系统为基础，纵向布局专业视频处理市场

买入

核心观点

卡莱特是本土视频显控系统龙头，以视频显控系统为基础，不断扩展视频处理设备、云联网播放器等产品。卡莱特是一家以视频处理算法为核心、硬件设备为载体，为客户提供视频图像领域专业化显示控制产品的高科技公司。公司产品主要分为LED显示控制系统、视频处理设备、云联网播放器三大类，公司产品被广泛应用于线下大型活动等商业显示领域。

公司营收保持稳健增长，盈利能力逐步提升。公司2018-2021年营收分别为2.28亿元、3.30亿元、3.95亿元、5.82亿元、过去四年营收复合增长率为36.71%，公司2018-2021年归母净利润分别为0.24亿元、0.63亿元、0.64亿元、1.08亿元，过去四年归母净利润复合增长率为64.88%。受到疫情等因素对下游显示需求的影响，公司22年增长略有放缓，公司2022前三季度营收为4.24亿元，同比增长11.59%，归母净利润0.77亿元，同比增长20.45%，扣非归母净利润0.67亿元，同比增长12.25%。

显示应用扩展+小间距渗透率提升，带动显控需求持续增长。下游LED屏出货量有望在下游应用场景拓宽，不断拉动需求，叠加23年经济复苏，线下活动增加带动LED屏出货量快速增长；下游屏厂持续降本，将不断带动小间距LED屏渗透率持续提升，带动单位面积灯珠数量快速增长，将显著带动显控需求量；5G+8K+AI等技术迭代升级，不断提升单卡价值量。

以视频显控为支点，纵向拓展视频处理设备大市场。视频图像显示控制行业的壁垒较高，目前卡莱特与西安诺瓦为该赛道细分龙头，行业集中度较高。接收卡需要与发送器一起配套使用，双方也各自拥有自己的数据协议及标准。公司以视频显控为支点，纵向拓展视频处理设备大市场。设备集成化逐渐策划归纳为行业趋势，视频处理设备开始与发送设备合二为一，不仅能够降低成本，还能提高显示效率。公司有望以视频显控作为抓手，不断拓展到视频处理设备、视频播放设备等大市场。

投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级。我们预计公司2022-2024年营收7.04/10.50/15.13亿元，同比增长20.8%/49.2%/44.1%，归属母公司净利润1.31/2.21/3.26亿元，同比增速分别为21.7%/69.1%/47.4%，卡莱特是本土视频显控系统龙头，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：市场竞争风险；客户集中度较高的风险；代理采购集中度较高的风险；技术迭代升级风险。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	395	582	704	1,050	1,513
(+/-%)	19.8%	47.5%	20.8%	49.2%	44.1%
净利润(百万元)	64	108	131	221	326
(+/-%)	1.6%	68.7%	21.7%	69.1%	47.4%
每股收益(元)	2.60	2.11	1.93	3.26	4.80
EBIT Margin	15.6%	17.8%	19.2%	22.2%	22.8%
净资产收益率 (ROE)	17.5%	22.6%	21.8%	27.3%	29.1%
市盈率 (PE)	36.2	44.5	48.8	28.9	19.6
EV/EBITDA	40.7	47.9	49.5	29.4	20.5
市净率 (PB)	6.32	10.07	10.64	7.88	5.70

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

计算机·计算机设备

证券分析师：熊莉

021-61761067

xiongli1@guosen.com.cn

S0980519030002

联系人：黄浩峻

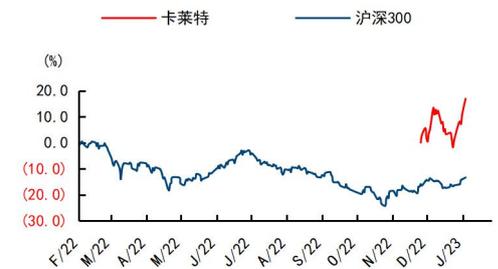
0755-81981812

huanghaojun@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(首次评级)
合理估值	113.75 - 130.00元
收盘价	99.10元
总市值/流通市值	6739/1497百万元
52周最高价/最低价	101.29/80.00元
近3个月日均成交额	128.13百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

公司介绍：卡莱特是国产视频显控系统龙头	5
业务介绍：以视频显控系统为核心，布局视频图像处理市场.....	5
财务分析：营收保持稳健增长，盈利能力逐步提升.....	6
股东背景：清华系创始团队，始终专注技术创新.....	8
依靠募集资金，公司积极布局产品研发和渠道建设.....	9
业务分析：打造软硬件一体化的视频图像专业化显控产品矩阵	10
LED 显示控制系统：接收卡+发送器配套使用.....	10
视频处理设备：以显控为基，向视频处理和播放领域延伸.....	11
云联网播放器：面向云化的商业显示场景.....	13
核心逻辑：以视频显控为支点，三个维度拓宽公司成长天花板	14
维度（1）：显示应用扩展+小间距渗透率提升，带动显控需求持续增长.....	14
维度（2）：以视频显控为支点，纵向拓展视频处理设备大市场.....	16
维度（3）：“5G+8K+AI”成为重要推力，持续引领行业技术变革.....	16
盈利预测	18
假设前提.....	18
未来 3 年业绩预测.....	20
盈利预测的敏感性分析.....	20
估值与投资建议	21
相对估值：合理估值区间 113.75-130.00 元.....	21
投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级.....	21
风险提示	21
附表：财务预测与估值	23
免责声明	24

图表目录

图 1: 卡莱特提供的产品及系统（蓝色部分）	5
图 2: 公司 2018-2022H1 营业总收入及增速（百万，%）	6
图 3: 公司 2018-2022H1 归母净利润及增速（百万，%）	6
图 4: 公司 2018-2022H1 主营各系列产品构成（百万）	6
图 5: 公司 2018-2022H1 主营各系列产品占比（%）	6
图 6: 公司 2018-2022H1 毛利率和净利率变化情况	7
图 7: 公司 2018-2022H1 各产品毛利率变化情况	7
图 8: 公司 2018-2022H1 各项费用率变化情况（%）	7
图 9: 公司人员结构（2022 年 6 月 30 日）	7
图 10: 卡莱特股权结构图	9
图 11: 公司专业主控的项目示例	11
图 12: 公司的 Z6 PRO 超级主控设备	11
图 13: 公司的专业主控应用场景图	12
图 14: 公司的 X100 专业主控设备	12
图 15: 公司播放服务器项目场景图	13
图 16: 公司的 CS20-8K Pro 播控服务器	13
图 17: 公司云联网播放器的产品应用场景	14
图 18: 公司的智慧灯杆解决方案	14
图 19: LED 显控系统市场空间	14
图 20: 不同小间距 LED 屏及其参数	15
图 21: 不同小间距 LED 屏单位平米灯珠数量	15
图 22: 中国 2015-2025 年 LED 显示屏市场规模及增速	16
图 23: 全球 LED 小间距显示规模及结构（%）	16
图 24: 以视频显控为支点，纵向拓展视频处理设备大市场	16
图 25: 卡莱特超大分辨率项目案例	17
图 26: 卡莱特 XR 虚拟拍摄应用场景	17

表1: 卡莱特 2019-2022H1 前五大客户营收及占比 (百万元, %)	8
表2: 公司募集资金项目情况	10
表3: 公司 LED 显示控制系统产品介绍	10
表4: 公司视频处理设备产品介绍	11
表5: 公司云联网播放器产品介绍	13
表6: 卡莱特业务拆分	19
表7: 未来 3 年盈利预测表	20
表8: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	20
表9: 可比公司估值表 (截止 2023 年 1 月 6 日)	21

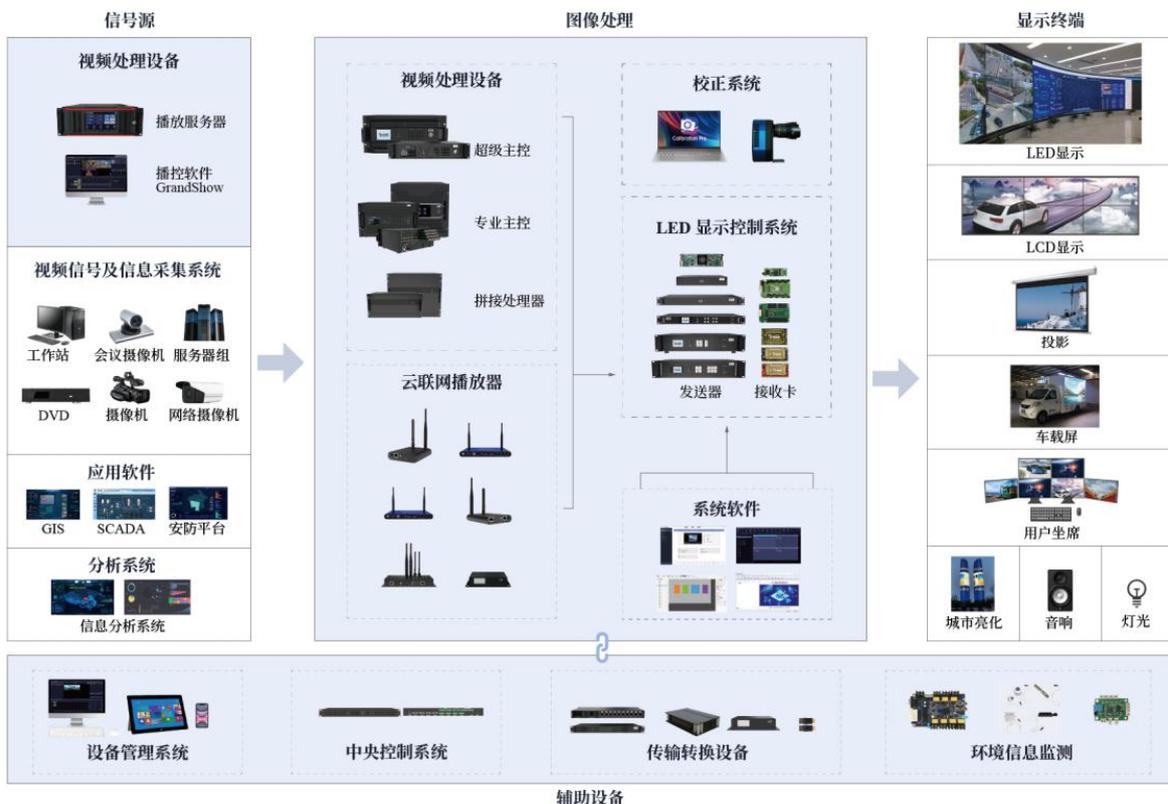
公司介绍：卡莱特是国产视频显控系统龙头

业务介绍：以视频显控系统为核心，布局视频图像处理市场

卡莱特是本土视频显控系统龙头厂商，主要产品包括 LED 显示控制系统、视频处理设备、云联网播放器等。卡莱特是一家以视频处理算法为核心、硬件设备为载体，为客户提供视频图像领域专业化显示控制产品的高科技公司。公司产品主要分为 LED 显示控制系统、视频处理设备、云联网播放器三大类，可实现视频信号与图像数据的显示控制、编辑处理、传输分析等各类功能。公司产品被广泛应用于世界各地的庆典活动、竞技赛事、会议活动、展览展示、监控调度、电视演播、演绎舞台、商业广告、信息发布、创意显示、智慧城市、虚拟拍摄等各类视频图像显示领域，为众多用户提供多样化综合解决方案。

LED 显示控制系统属于 LED 屏幕显示的核心组件。公司自成立以来，以 LED 显示控制系统为基础，不断积累研发经验和市场口碑，逐步向视频处理及播放领域延伸，推出了一系列具备光学校正、色彩管理、图像拼接、矩阵切换、多画面处理、跨平台控制、超高清渲染等集成控制功能的视频处理设备，使视频图像呈现高比特、高动态、高帧率、广色域、低延迟等特点。随着云联网与通信技术的发展，公司顺应移动显示的市场趋势，针对远程无线管理需求推出云联网播放产品系列，通过 Wi-Fi、4G、5G 等通信方式与服务器连接，可对众多屏幕进行云联网与跨区域管理。

图1：卡莱特提供的产品及系统（蓝色部分）



资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

财务分析：营收保持稳健增长，盈利能力逐步提升

公司营收保持稳健增长，盈利能力逐步提升。公司营收保持稳健增长，公司2018-2021年营收分别为2.28亿元、3.30亿元、3.95亿元、5.82亿元、过去四年营收复合增长率为36.71%，公司2018-2021年归母净利润分别为0.24亿元、0.63亿元、0.64亿元、1.08亿元，过去四年归母净利润复合增长率为64.88%。受到疫情等因素对下游显示需求的影响，公司22年增长略有放缓，公司2022前三季度营收为4.24亿元，同比增长11.59%，归母净利润0.77亿元，同比增长20.45%，扣非归母净利润0.67亿元，同比增长12.25%。

图2：公司2018-2022H1 营业总收入及增速（百万，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：公司2018-2022H1 归母净利润及增速（百万，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

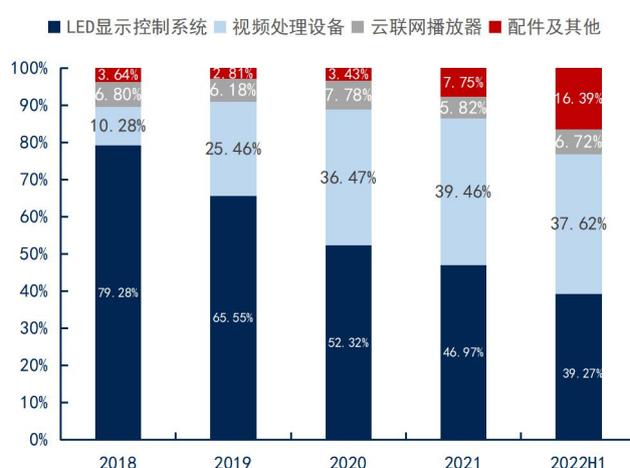
公司营收结构以显控系统为主，视频处理设备占比不断提升。公司LED显控系统为公司主要营收来源，但伴随公司不断纵向切入视频处理和播放市场，LED显控系统营收占比不断降低，从2018年的79.28%下降到2022年上半年的39.27%，视频处理设备作为增量业务，营收占比不断提升，从2018年的10.28%提升到2022年上半年的37.62%，

图4：公司2018-2022H1 主营各系列产品构成（百万）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5：公司2018-2022H1 主营各系列产品占比（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

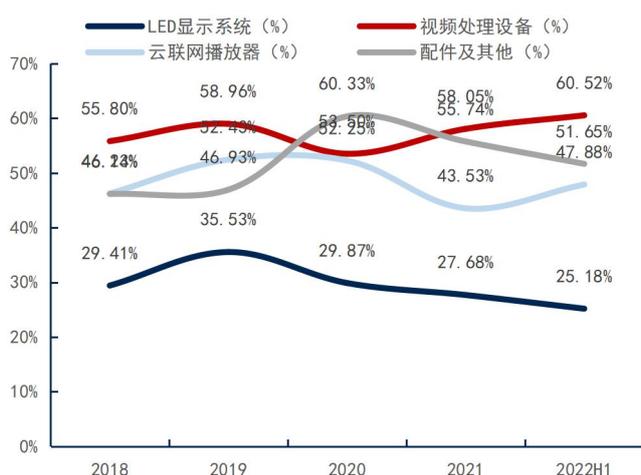
公司营收结构不断调整，毛利率与净利率稳步提升。公司毛利率从2018年的33.93%提升到2022年上半年的43.56%，公司净利率从2018年的10.52%提升到2022年上半年的19.82%。公司营收结构不断调整，LED显控系统毛利率相对较低，2022年上半年该产品的毛利率为25.18%，过去几年营收占比不断下降，视频处理设备毛利率相对较高，2022年上半年该产品的毛利率为60.52%，过去几年营收占比不断提升，带动公司毛利率水平稳步提升。

图6：公司2018-2022H1毛利率和净利率变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

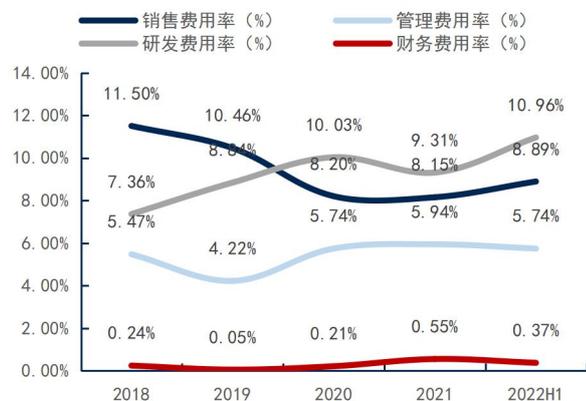
图7：公司2018-2022H1各产品毛利率变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

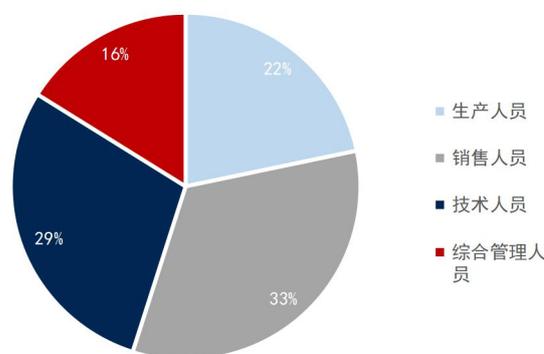
公司期间费用率相对较低，各项费用率整体保持平稳。公司产品以标品为主，销售主要通过以直销为主、经销为辅的形式，交付给LED显示屏生产商、代理商等，因此公司销售费用率整体较低，随着公司营收规模不断增长，销售费用率从2018年的11.50%下降到2022年上半年8.89%。公司作为国产视频显控龙头，持续投入研发，截至2022年6月30日，公司研发人员207人，占公司总人数的28.99%，公司研发费用率不断提升，从2018年的7.36%提升到2022年上半年的10.96%。公司管理费用率保持稳定，公司2018-2022H1管理费用率分别为5.47%、4.22%、5.74%、5.94%、5.74%。

图8：公司2018-2022H1各项费用率变化情况 (%)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图9：公司人员结构 (2022年6月30日)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司的前五大客户合计营收占比超五成,主要以 LED 显示屏生产商和代理商为主。公司以直销为主、经销为辅,直销客户主要为面向 LED 显示屏生产商如强力巨彩、利亚德、洲明科技、长春希达、Planar 等,强力巨彩为当前公司第一大客户,2022 年上半年营收占比 26.80%。其中,利亚德、洲明科技等是以工程项目为主的 LED 显示屏生产商,其在采购公司产品后会在其工厂组装完毕后向下游客户发货;强力巨彩等以渠道业务为主的 LED 显示屏生产商通常要求公司直接发货至下游运营商处或项目地完成组装。公司的经销客户主要系各地授权的经销商。

表 1: 卡莱特 2019-2022H1 前五大客户营收及占比 (百万元, %)

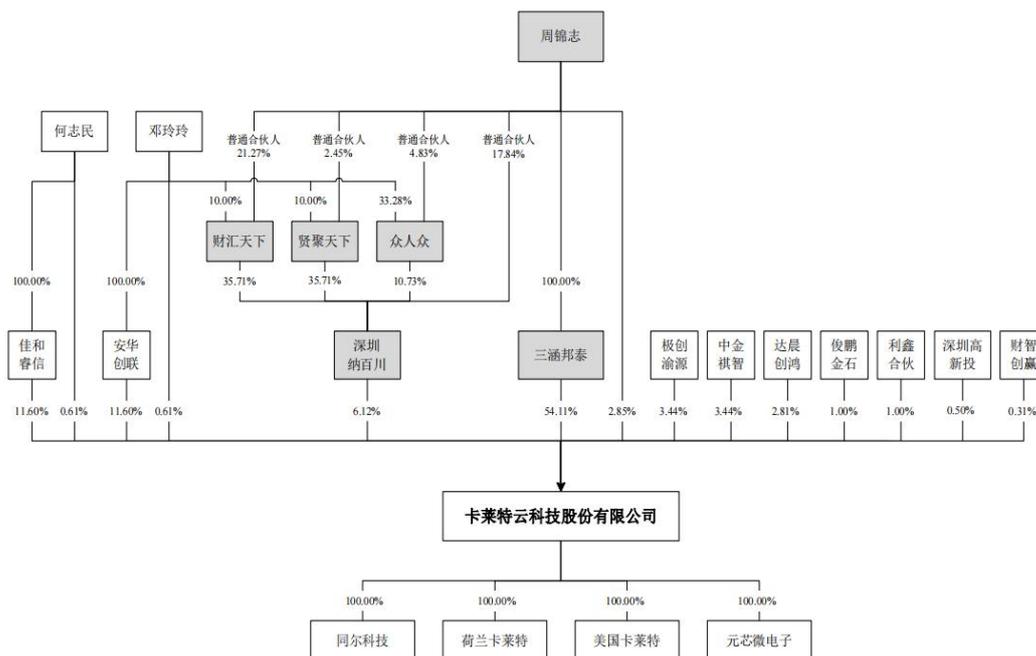
2019		2020		2021		2022H1									
排名	客户名称	营收(百万元)	占比(%)	排名	客户名称	营收(百万元)	占比(%)	排名	客户名称	营收(百万元)	占比(%)	排名	客户名称	营收(百万元)	占比(%)
1	利亚德	46.76	14.18%	1	强力巨彩	138.75	35.14%	1	强力巨彩	228.1	39.16%	1	强力巨彩	72.52	26.80%
2	强力巨彩	35.28	10.70%	2	利亚德	43.03	10.90%	2	利亚德	80.36	13.80%	2	利亚德	32.86	12.14%
3	洲明科技	20.92	6.35%	3	洲明科技	23.39	5.92%	3	洲明科技	23.38	4.01%	3	北京嘀嘀无限科技	15.71	5.80%
4	无锡五洲光电科技	9.26	2.81%	4	深圳蓝普视讯科技	0.14	2.31%	4	北京嘀嘀无限科技	11.37	1.95%	4	洲明科技	11.65	4.30%
5	深圳蓝普视讯科技	7.43	2.25%	5	无锡五洲光电科技	7.06	1.79%	5	长春希达	9.5	1.63%	5	广州硅芯电子科技有限公司	9.18	3.39%
合计		119.65	36.29%	合计		221.36	56.06%	合计		352.71	60.56%	合计		141.90	52.44%

资料来源: 公司招股书、国信证券经济研究所整理

股东背景: 清华系创始团队, 始终专注技术创新

公司创始人周锦志先生为公司实控人, 合计控制股份 63.09%。上市前, 周锦志先生直接持有公司 2.85% 的股份, 通过三涵邦泰间接控制公司 54.11% 的股份, 同时周锦志先生通过担任深圳纳百川执行事务合伙人间接控制公司 6.12% 的股份。周锦志先生合计控制公司 63.09% 的股份, 为公司的实际控制人。

图10: 卡莱特股权结构图



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

清华系创始团队，始终专注于技术创新。公司核心创始团队多数毕业于清华大学，公司实控人周锦志毕业于清华大学通信与信息系统专业，曾任职于任华为、清华大学电子系 931 实验室、意法半导体北京研发中心、法国电信等公司，拥有丰富的产业经验，后创立卡莱特公司。公司多数高管均毕业于国内知名高校，公司始终以技术创新为本，不断打造有世界竞争力的产品。

依靠募集资金，公司积极布局产品研发和渠道建设

募集净资金 14.52 亿元，公司积极布局产品研发及渠道建设。公司拟公开发行不超过 1,700 万股人民币普通股，公开发行股份数量不低于本次发行后总股本的 25%。本次募集资金用于四个项目公司 IPO 计划募集资金 8.31 亿元，实际募集资金 14.52 亿元。募集资金投资项目包括 LED 显示屏控制系统及视频处理设备扩产项目、营销服务及产品展示中心建设项目、卡莱特研发中心建设项目及补充流动资金。本次募集资金投资项目围绕公司主营业务展开，募集资金项目的有效实施将进一步提高公司的生产、营销、研发、运营水平，并提高公司的综合竞争力。

表2：公司募集资金项目情况

序号	项目名称	计划投资总额	拟投入募集资金金额	项目内容
1	LED 显示屏控制系统及视频处理设备扩产项目	10,687.31	10,687.31	公司产品主要分为 LED 显示控制系统、视频处理设备、云联网播放器三大类，可实现视频信号与图像数据的显示控制、编辑处理、传输分析等各类功能。本项目的实施和运营将进一步扩大公司各类主要产品的产能，不仅可以满足产品技术和市场快速发展的新需求，培育公司新的利润增长点，而且对公司在增强自主创新能力、优化产品结构体系、分散企业发展风险、提升综合竞争力方面具有战略意义。
2	营销服务及产品展示中心建设项目	18,501.32	18,501.32	通过各分中心的建立，能强化营销网络，深耕细作当地市场，实现为客户提供更全面的服务，通过营销网络的布局，在国内外重点市场区域形成有效的客户沟通和产品展示渠道，更加及时地获取潜在客户的购买需求，准确地形成针对性强的营销规划和服务，有利于公司获得更加稳定的订单和了解当地市场，在一定程度上起到营销平台的作用，帮助获取更大的市场份额。
3	卡莱特研发中心建设项目	38,918.02	38,918.02	公司所处行业属于技术密集型行业，需通过持续研发创新来保证市场竞争力，研发中心将具备标准研究、技术创新、人才培养等主要功能，预期将助力公司在显示控制和视频处理的应用领域形成一批原创性成果和核心专利。在产业化方面，公司将利用研发中心的平台开发软硬件一体化的视频图像领域专业化显示控制产品，实现高可靠、高性能、低成本、满足不同需求的产品和系统，支撑公司在市场竞争中保持优势。
4	补充流动资金	15,000.00	15,000.00	流动资金将有效满足公司业务快速发展及迫切的营运资金需求，进一步优化资本结构，增强财务抗风险能力。利用募集资金补充流动资金将有利于增强公司资金实力，改善财务状况，提升公司服务客户的能力、市场开拓能力和品牌影响力，为公司主营业务发展提供资金支持。
合计		83,106.65	83,106.65	

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

业务分析：打造软硬件一体化的视频图像专业化显控产品矩阵

LED 显示控制系统：接收卡+发送器配套使用

LED 显控系统包括接收卡和发送器，是 LED 屏幕显示的核心组件。公司的 LED 显示控制系统包括接收卡和发送器，二者搭配使用，属于 LED 屏幕显示的核心组件。发送器将视频信号转换并传送给接收卡，再由接收卡驱动 LED 屏幕显示视频图像。随着行业的发展与技术的进步，LED 显示控制系统的标准化程度不断提高。公司的 LED 显示控制系统具备功能完善、体积较小、品质稳定、安装便捷、调试简易等优点，可满足不同终端客户和应用场景的需求。

表3：公司 LED 显示控制系统产品介绍

产品系列	代表产品图例	产品功能与技术特点
接收卡	创新系列 	小尺寸高端通用接收卡，采用金手指接口，可集成到转接板或显示屏单元板中，实现显示屏模组高度集成化，显示屏单元板和结构的设计更灵活方便。产品具备目前主流接收卡的功能，传输率最高可达 5 Gb/s，单卡承载像素数量更多；低灰效果更加均匀，色彩更加艳丽；刷新率更高，画面更加稳定
	经典系列 	将市场上最为常见的 HUB75 转接板集成到接收卡上，产品性价比较高，在保证高品质显示效果的前提下，可以更好地帮助客户节约成本、减少故障点
发送器	4K 发送器 	支持 DP1.4 和 HDMI2.0，最大支持 60Hz 的 4K 视频信号输入，单台支持最宽或最高 8192 像素、最多 20 路网口输出；可单机或双机冗余备份，不仅能有效地保障现场屏幕使用的稳定性，还可提供高品质的图像显示和灵活的屏幕控制
	高清发送器 	具备强大的视频信号接收能力，支持 DVI、HDMI 高清信号输入，同时 4 个千兆网口输出，单台设备可支持最宽 4096 像素或最高 2560 像素的大屏。采用高速 USB 与 PC 通讯，并可用于多台发送器级联

资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

视频处理设备：以显控为基，向视频处理和播放领域延伸

以显控系统为基，不断向视频处理和播放领域延伸。公司以 LED 显示控制系统为基础，不断积累研发经验和市场口碑，逐步向视频处理及播放领域延伸，推出了一系列具备光学校正、色彩管理、图像拼接、矩阵切换、多画面处理、跨平台控制、超高清渲染等集成控制功能的视频处理设备，使视频图像呈现高比特、高动态、高帧率、广色域、低延迟等特点，具备多种输入及输出接口，可连接 LED 显示屏、LCD 显示屏、投影仪等各类显示媒介。公司视频处理设备包含超级主控、专业主控、播放服务器等。

表4: 公司视频处理设备产品介绍

产品系列	代表产品图例	产品功能与技术特点
超级主控		具备强大的视频信号接入、视频图像处理和视频信号发送能力；支持 12G-SDI、DP1.4、HDMI2.1 等多种超高清视频输入接口；支持 HDR 显示、低延迟、多层校正、动态帧率、颜色魔方等多种视频图像处理功能；同时支持 5Gb/s 网线和 10Gb/s 光纤的传输
专业主控		将视频拼接器、视频处理器和发送器融为一体，具备多信号输入和多画面显示的能力。产品采用模块化设计，有 SDI、DP、VGA、DVI、HDMI 等多种视频输入板卡，网口、光纤、DVI、HDMI 等多种输出板卡；支持超多路信号的同时输入和超多窗口的同时显示；支持灵活的图像裁剪、缩放、窗口漫游、多图层叠加等功能
播放服务器		具备强大的硬件解码及创意显示能力，产品采用硬解码及多线程软解技术，可高效完成超高清视频文件的解码播放，同时可根据终端不同场景需求提供画面旋转、异形拼接、分屏组合等功能。该系列产品支持多台播放服务器级联扩展、同步控制，实现超大屏画面微秒级帧同步拼接显示

资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

(1) 超级主控：

超级主控具备强大的视频信号接入、视频图像处理和视频信号发送能力，装配 12G-SDI、DP 1.4、HDMI 2.1 等多种超高清视频输入接口，最大可以支持 60Hz 的 8K 视频信号输入。超级主控拥有 HDR 显示、低延迟、多层校正、动态帧率、颜色魔方等多种图像处理功能，同时支持 5Gb/s 网线和 10Gb/s 光纤的传输。该系列产品具备一系列针对高要求场合的功能和特点，同时支持多种主机规模，能满足不同尺寸屏幕的驱动显示；支持多种输入信号格式混合搭配使用，满足现场多样化的视频源需求；超级主控适用于电视演播、虚拟拍摄、竞技赛事、演艺舞台等多种应用场合。低延迟显示技术可以确保摄像机拍摄的画面中 LED 显示屏背景内容和表演者的动作严格同步，没有任何迟滞感，提升观众体验。而 HDR 技术的应用，可以让显著提升画质，提供更多的动态范围和图像细节。

图11: 公司专业主控的项目示例



HDR 显示效果，提供更多的动态范围和图像细节



SDR 显示效果，图像细节辨识度差

图12: 公司的 Z6 PRO 超级主控设备



资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

(2) 专业主控：

公司的专业主控产品整合了视频拼接器、视频处理器和发送器的功能为一体，具备多信号输入和多画面显示的能力。该产品支持模块化设计，有 SDI、DP、VGA、DVI、HDMI 等多种视频输入板卡，网口、光纤、DVI、HDMI 等多种输出板卡；支持画面自由裁剪、窗口任意叠加、漫游、拼接、缩放和 3D 显示等功能；还支持环路备份，为信号的正常输出提供保障。该产品可以满足不同客户的需求，提供灵活的屏幕控制和高品质的视频图像显示，应用场景十分广泛，如展览展示、监控调度、商业广告、信息发布、创意显示、智慧城市等。以某监控指挥中心项目为例，客户需要将数据中心的交通监控系统的多路视频信号，按照要求实时投放到 LED 屏幕，以实现对信息的实时监控和异常情况下的指挥调度等；通过不同的自定义场景模式快速切换查看不同的视频和信息组合；同时，冗余备份功能提升了设备运行的可靠性，确保在设备异常的情况下也能保持监控指挥系统的正常工作；而采用 10 Gb/s 光纤传输的方式替代原来的千兆网线方式，可以大大减少现场线材的数量，降低电磁干扰，施工和维护的成本都显著降低。

图 13：公司的专业主控应用场景图



资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

图 14：公司的 X100 专业主控设备



资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

(3) 播放服务器：

公司的播放服务器具有播控功能强、可扩展性好、工作稳定性高的特点。该服务器采用高性能硬件，可实现 8K 视频播放及 4 路 4K 视频信号输出，配合公司自主研发的专业视频播控软件 GrandShow，可同时解码播放多种不同格式素材，实现多块屏幕的分屏、同步、异形拼接及组合等多种显示方式，同时支持多图层、多场景、无缝切换等功能特点，可以满足众多视频播控行业的应用需求。播放服务器适合大型演绎舞台、沉浸式场景、虚拟影视拍摄等要求播放视频清晰度高、播放控制功能强的场景。

图15: 公司播放服务器项目场景图



资料来源: IDC, 公司招股书, 国信证券经济研究所整理

图16: 公司的 CS20-8K Pro 播控服务器



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

云联网播放器：面向云化的商业显示场景

公司的云联网播放器广泛应用于灯杆屏、广告机、车载屏等商业显示领域。公司的云联网播放器支持通过手机、平板和电脑等多种移动通信设备，以及 5G、4G、Wi-Fi、有线网络等多种联网方式，在云平台或管理软件上进行节目的制作、编排和集群发布，实现多屏幕、多业务、跨区域统一管理。云联网播放器在室内外固装和集中管理、发布、监控等领域具有显著优势，可广泛应用于灯杆屏、广告机、车载屏等多种商业显示领域。

表5: 公司云联网播放器产品介绍

产品系列	产品图例	产品功能与技术特点
A 系列		新一代云联网播放器，基于云服务平台，支持 5G、4G、Wi-Fi、有线网络等多种联网方式，快速部署实现智能云管理功能，多屏幕、多业务、跨区域统一管理
C 系列		支持 4G、Wi-Fi、有线网络等多种联网方式，快速部署实现智能云管理功能，多屏幕、多业务、跨区域统一管理

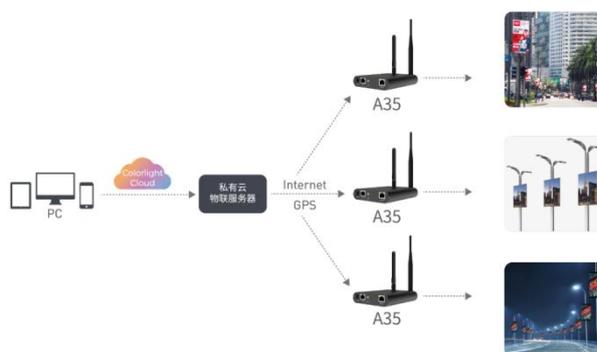
资料来源: 公司招股书、国信证券经济研究所整理

图17: 公司云联网播放器的产品应用场景



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图18: 公司的智慧灯杆解决方案



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

核心逻辑：以视频显控为支点，三个维度拓宽公司成长天花板

维度（1）：显示应用扩展+小间距渗透率提升，带动显控需求持续增长

LED 显控市场规模主要受到下游 LED 屏出货量、小间距渗透率以及单卡价值量决定。其中，下游 LED 屏出货量有望在下游应用场景拓宽，不断拉动需求，叠加 23 年经济复苏，线下活动增加带动出货量快速增长；下游屏厂持续降本，将不断带动小间距 LED 屏渗透率持续提升，带动单位面积灯珠数量快速增长；5G+8K+AI 等技术迭代升级，不断提升单卡价值量。

图19: LED 显控系统市场空间



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

LED 显示屏是由一块块矩形模组拼接而成，每个模组是由 LED 灯珠排列而成的矩阵。灯珠是自发光的封装器件，每颗灯珠为一个像素点，两颗相邻灯珠中心点之间的距离（即点间距）决定了 LED 显示屏在单位面积下的分辨率，一般业内使用

点间距标明显示屏的规格，如 P2.5 指两颗相邻 LED 灯珠的中心点距离 2.5 毫米。LED 显示屏的灯珠尺寸和点间距越小，像素密度越高，显示精细度也越高。LED 显示屏向高密度、高清晰度、高可靠性发展。按照点间距由大到小，LED 显示屏可分为传统 LED 显示屏（P2.5 以上）、小间距 LED 显示屏（P2.5-P1）、Mini LED 显示屏（P1-P0.1）及 Micro LED 显示屏（P0.1 以下）。

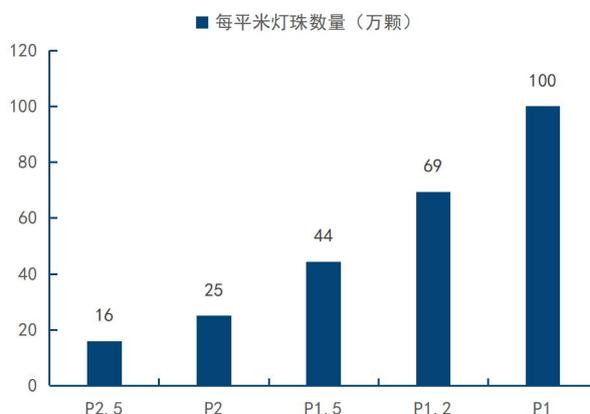
LED 显示控制系统属于 LED 显示屏的核心组件，接收卡与发送卡的用量均与像素点数量挂钩。LED 显示控制系统直接决定了 LED 显示屏的运行稳定性和显示播放效果。LED 显示控制系统主要由发送卡和接收卡组成，发送卡接收视频和控制信号，并将数据打包传输至接收卡，由接收卡驱动 LED 显示屏显示视频图像。接收卡的单卡带载能力表示了一张卡能够带载的最大像素点数目（或灯珠数），发送卡也有最大像素点的要求。

图20：不同小间距 LED 屏及其参数

产品类型	点间距 (mm)	像素密度 (PPI)	可分辨极限距离 (m)	适用场合或观看距离
MicroLED	<0.08	>300 (视网膜屏)	人眼不可分辨	消费电子 (手机、穿戴产品)
	0.1	254	0.34	
MiniLED	0.2	130	0.7	LED电视
	0.5	20	1.7	
	0.7	36	2.4	
小间距LED	1.0	25	3.4	室内, 观看距离3-6米
	1.2	21	4.1	
	1.5	17	5.2	
	2.0	13	6.9	
	2.5	10	8.6	
	3.0	8.5	10.3	
普通LED	4.0	6	13.7	室内或室外, 观看距离5-15米
	>10	<2.5	>34.4	

资料来源：电子发烧友，国信证券经济研究所整理

图21：不同小间距 LED 屏单位平米灯珠数量



资料来源：CSDN，国信证券经济研究所整理

增长动力（1）：小间距 LED 渗透率不断提升。LED 灯珠在 LED 显示屏的成本中超过 20%，灯珠间距越小的 LED 显示屏单位面积所需灯珠数量越多，占 LED 显示屏的成本比重也越大。随着近年来半导体行业技术的进步，LED 成本不断下降，推动了 LED 显示屏向小间距的方向发展，以应用于小间距 LED 显示屏的 1010 灯珠为例，价格从 2010 年的 0.9 元/颗，下降至 2020 年的 0.03 元/颗左右。

增长动力（2）：应用场景逐渐向全场景商用和民用市场延伸。伴随着 LED 显示屏点间距的缩小、显示效果的进步、成本的降低，其应用场景逐渐向全场景商用和民用市场延伸。早期传统 LED 显示屏的点间距大，全彩屏的显示精细度差，主要应用于大型户外广告，仅适合远距离观看。随着点间距不断缩小，2010 年后出现了小间距 LED 显示屏，伴随着 LED 显示屏点间距的缩小、显示效果的进步、成本的降低，其应用场景逐渐向全场景商用和民用市场延伸。

增长动力（3）：伴随经济复苏预期，下游 LED 显示屏产业有望全面复苏。国内 LED 显示屏产业由 2015 年的 334 亿元增长至 2019 年的 659 亿元，2020 年受新冠病毒疫情影响，LED 显示屏市场规模减少至 532 亿元，2021 年恢复增长至 576 亿元，预计至 2025 年将保持约 9% 的年复合增速。

图22：中国 2015–2025 年 LED 显示屏市场规模及增速



资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

图23：全球 LED 小间距显示屏市场规模及结构 (%)

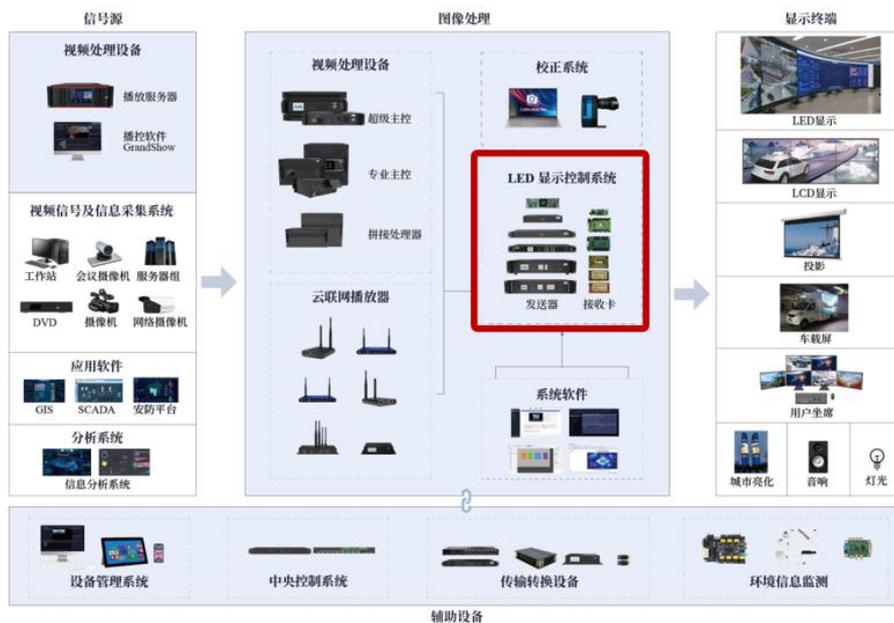


资料来源：LEDinside，国信证券经济研究所整理

维度（2）：以视频显控为支点，纵向拓展视频处理设备大市场

公司以视频显控为支点，纵向拓展视频处理设备大市场。视频图像显示控制行业的壁垒较高，目前卡莱特与西安诺瓦为该赛道国内细分龙头，行业集中度较高。接收卡需要与发送器一起配套使用，双方也各自拥有自己的数据协议及标准。公司以视频显控为支点，纵向拓展视频处理设备大市场。设备集成化逐渐策划归纳为行业趋势，视频处理设备开始与发送设备合二为一，不仅能够降低成本，还能提高显示效率。公司有望以视频显控作为抓手，不断拓展到视频处理设备、视频播放设备等大市场。

图24：以视频显控为支点，纵向拓展视频处理设备大市场



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

维度（3）：“5G+8K+AI”成为重要推力，持续引领行业技术变革

“信息视频化、视频超高清化”已成为全球信息产业发展的趋势。超高清视频是具有 4K (3,840×2,160 像素) 或 8K (7,680×4,320 像素) 分辨率,符合高比特、高动态、高帧率、广色域、低延迟等技术要求的新一代视频技术。视频已经从传统的标清、高清发展为 4K,正在向 8K、AR/VR 方向发展。视频处理设备主要具有图像处理、编解码、传输等功能,属于 8K 视频技术应用中不可或缺的核心设备。5G 通信技术的普及与应用,将为超高清视频技术的快速发展提供动力。从发展趋势来看,5G+8K 的应用将有效推动新媒体、指挥调度、远程医疗、视频会议、工业控制、文教娱乐以及 AR/VR 领域的发展。近年来,公司顺应行业发展趋势,开发出一系列适用于 5G 传输与 8K 视频处理的新产品,并得到客户与市场的认可。未来,5G+8K 的普及与应用将为公司的产品拓展与业务成长提供绝佳的市场机遇与良好的发展环境。

图25: 卡莱特超大分辨率项目案例



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图26: 卡莱特 XR 虚拟拍摄应用场景



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

（一）LED 显控系统：

- **接收卡：**在小间距 LED 渗透率不断提升，带动单位面积灯珠数量不断增加，带动接收卡快速放量，同时叠加经济复苏，线下活动增加将会增加户外 LED 商显的需求，22 年由于受到疫情影响下游需求疲软，增长略有放缓，预计未来三年接收卡营收增速 6%/37%/29%；由于芯片等原材料价格不断下降，有望带动公司接收卡毛利率在 23 年有显著提升，预计未来三年接收卡毛利率分别为 22%/25%/22%；
- **发送器：**发送器与接收卡配套使用，基于上述假设，发送器有望保持稳健增长，在高端化需求下，发送器的平均单价将保持稳步提升，预计未来三年发送器营收增速 27%/52%/43%；预计未来三年发送器毛利率分别为 57%/59%/58%；

（二）视频处理设备：

- 公司以 LED 显控系统为支点，不断拓展视频处理设备市场。公司视频处理设备有望保持快速增长，在 4K、8K 等高清化因素的催化下，客单价有望保持持续提升，预计未来三年视频处理设备营收增速 26%/61%/57%；预计未来三年视频处理设备毛利率分别为 58%/59%/60%；

（三）云联网播放器：

- 在智慧灯杆、车载广告、商业广告等各类应用快速爆发，以云联网播放器为主的异步控制市场不断扩大。公司的云联网播放器有望迎来蓬勃发展，预计未来三年云联网播放器营收增速 10%/35%/30%；预计未来三年云联网播放器毛利率分别为 40%/38%/35%；

（四）各项费用率：

- 伴随公司营收规模逐步扩大，规模效应不断体现，管理费用率和销售费用率稳中有降，预计公司未来三年管理费用率分别为 5.80%/5.75%/5.70%，预计公司未来三年销售费用率分别为 8.10%/7.90%/7.90%；公司作为本土视频控制龙头企业，始终重视研发投入，预计公司未来三年研发费用率为 9.50%/9.30%/9.30%。

表6: 卡莱特业务拆分

收入分类预测	2020	2021	2022E	2023E	2024E
LED 显示控制系统					
收入 (百万元)	206.55	273.52	296.24	411.65	538.31
增长率 (%)	-4.19%	32.42%	8.31%	38.96%	30.77%
毛利 (百万元)	61.70	75.71	78.55	122.62	148.25
毛利率 (%)	29.87%	27.68%	26.52%	29.79%	27.54%
营收占比 (%)	52.31%	46.96%	42.09%	39.20%	35.58%
(1) 接收卡					
收入 (百万元)	174.59	243.30	258.01	353.68	455.49
增长率 (%)	0.40%	39.35%	6.05%	37.08%	28.79%
毛利 (百万元)	42.19	58.15	56.76	88.42	100.21
毛利率 (%)	24.16%	23.90%	22.00%	25.00%	22.00%
销量 (万张)	268.47	378.04	396.94	535.87	669.84
增长率 (%)	18.24%	40.81%	5.00%	35.00%	25.00%
单价 (元/张)	65.03	64.36	65.00	66.00	68.00
(2) 发送器					
收入 (百万元)	31.96	30.22	38.23	57.98	82.82
增长率 (%)	-23.35%	-5.44%	26.50%	51.67%	42.86%
毛利 (百万元)	19.52	17.56	21.79	34.21	48.04
毛利率 (%)	61.07%	58.12%	57.00%	59.00%	58.00%
销量 (万张)	3.17	2.77	3.19	4.14	5.18
增长率 (%)	-35.70%	-12.62%	15.00%	30.00%	25.00%
单价 (元/张)	1,009.4	1,091.8	1,200.0	1,400.0	1,600.0
视频处理设备					
收入 (百万元)	143.97	229.80	288.67	466.08	732.13
增长率 (%)	71.95%	59.62%	25.62%	61.45%	57.08%
毛利 (百万元)	77.03	133.41	167.43	274.98	439.28
毛利率 (%)	53.50%	58.05%	58.00%	59.00%	60.00%
销量 (万张)	8.53	11.41	13.12	19.42	28.16
增长率 (%)	92.12%	33.76%	15.00%	48.00%	45.00%
单价 (元/张)	1687.3	2013.6	2200.0	2400.0	2600.0
营收占比 (%)	36.46%	39.46%	41.02%	44.38%	48.39%
云联播播放器					
收入 (百万元)	30.71	33.91	37.30	50.35	65.46
增长率 (%)	51.18%	10.43%	10.00%	35.00%	30.00%
毛利 (百万元)	16.04	14.76	14.92	19.13	22.91
毛利率 (%)	52.25%	43.53%	40.00%	38.00%	35.00%
营收占比 (%)	7.78%	5.82%	5.30%	4.79%	4.33%
配件及其他					
收入 (百万元)	13.56	45.14	81.25	121.88	176.73
增长率 (%)	46.62%	232.87%	80.00%	50.00%	45.00%
毛利 (百万元)	8.18	25.16	43.07	63.38	90.13
毛利率 (%)	60.33%	55.74%	53.00%	52.00%	51.00%
营收占比 (%)	3.43%	7.75%	11.55%	11.60%	11.68%
其他业务					
收入 (百万元)	0.10	0.07	0.30	0.30	0.30
合计					
总收入 (百万元)	394.88	582.44	703.76	1,050.26	1,512.93
增长率	19.77%	47.50%	20.83%	49.23%	44.05%
毛利 (百万元)	158.39	243.56	303.97	480.12	700.56
毛利率	40.16%	41.82%	43.19%	45.71%	46.31%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

综上所述, 预计卡莱特 22-24 年实现营业收入 7.04/10.50/15.13 亿元, 同比 +20.83%/49.23%/44.05%, 毛利率 43.19%/45.71%/46.31%。

未来 3 年业绩预测

表 7: 未来 3 年盈利预测表

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	582	704	1050	1513
营业成本	339	400	570	812
销售费用	47	57	83	120
管理费用	35	41	60	86
财务费用	3	(7)	(9)	(12)
营业利润	119	144	244	359
利润总额	119	144	244	359
归属于母公司净利润	108	131	221	326
EPS	2.11	1.93	3.26	4.80
ROE	22.61%	22%	27%	29%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件, 我们得到公司 2022-2024 年营业收入 7.04/10.50/15.13 亿元, 同比增长 20.8%/49.2%/44.1%, 归属母公司净利润 1.31/2.21/3.26 亿元, 同比增速分别为 21.7%/69.1%/47.4%, EPS 分别为 1.93/3.26/4.80 元。

盈利预测的敏感性分析

我们以上述结果为中性预测结果, 进行盈利预测情景分析, 乐观预测上调收入 10%, 悲观预测下调收入 10%, 得到预测结果与收入变动之间较为敏感, 具体情况如下:

表 8: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
乐观预测					
营业收入(百万元)	395	582	716	1,104	1,638
(+/-%)	19.8%	47.5%	22.9%	54.2%	48.5%
净利润(百万元)	64	108	188	315	476
(+/-%)	1.6%	68.7%	74.7%	67.7%	51.0%
摊薄 EPS	2.60	2.11	2.76	4.64	7.00
中性预测					
营业收入(百万元)	395	582	704	1,050	1,513
(+/-%)	19.8%	47.5%	20.8%	49.2%	44.1%
净利润(百万元)	64	108	131	221	326
(+/-%)	1.6%	68.7%	21.7%	69.1%	47.4%
摊薄 EPS(元)	2.60	2.11	1.93	3.26	4.80
悲观的预测					
营业收入(百万元)	395	582	692	998	1,394
(+/-%)	19.8%	47.5%	18.7%	44.3%	39.6%
净利润(百万元)	64	108	77	137	198
(+/-%)	1.6%	68.7%	-28.7%	78.6%	44.4%
摊薄 EPS	2.60	2.11	1.13	2.02	2.91
总股本(百万股)	25	51	68	68	68

资料来源: 国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

卡莱特是本土视频显控系统龙头，以视频显控系统为基础，不断扩展视频处理设备、云联网播放器等产品。卡莱特是一家以视频处理算法为核心、硬件设备为载体，为客户提供视频图像领域专业化显示控制产品的高科技公司。公司产品主要分为 LED 显示控制系统、视频处理设备、云联网播放器三大类。考虑公司的业务特点，我们采用相对估值法来估算公司的合理估值区间。

相对估值：合理估值区间 113.75-130.00 元

卡莱特是本土视频显控系统龙头，是一家以视频处理算法为核心、硬件设备为载体，为客户提供视频图像领域专业化显示控制产品的高科技公司。可比公司包括光锋科技、当虹科技、淳中科技等。当前该赛道处于快速成长期，考虑到公司的高成长性，我们建议采用 PE 法进行估值。根据 WIND 一致预测，可比公司平均 2023 年的 PE 值为 28x，公司作为本土视频控制龙头企业，公司具有较好的成长性，给予公司 2023 年 PE 值为 35x-40x，对应市值区间为 77-88 亿元，对应公司目标价为 113.75-130.00 元。

表9：可比公司估值表（截止 2023 年 1 月 6 日）

代码	公司简称	股价(元)	总市值 (亿元)	PE		归母净利润(亿元)				22-24 年净利 润复合增速(%)	PE (2023E)	PEG (2023E)	投资评级
				2022E	2023E	2021	2022E	2023E	2024E				
688007.SH	光峰科技	27.84	127.3	61.89	37.40	2.33	2.06	3.40	4.79	27.1%	37.40	1.38	无评级
688039.SH	当虹科技	37.65	30.2	45.49	28.61	0.61	0.67	1.06	1.44	32.9%	28.61	0.87	无评级
603516.SH	淳中科技	14.53	26.9	35.96	17.23	0.83	0.75	1.57	2.23	39.0%	17.23	0.44	无评级
	平均			47.78	27.75						27.75	0.90	
301391.SZ	卡莱特	93.93	63.9	49.90	33.62	1.08	1.31	2.21	3.26	44.7%	33.62	0.75	买入

资料来源：Wind（光锋科技、当虹科技、淳中科技参考 WIND 一致预测）、国信证券经济研究所整理和预测

投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级。我们预计公司 2022-2024 年营收 7.04/10.50/15.13 亿元，同比增长 20.8%/49.2%/44.1%，归属母公司净利润 1.31/2.21/3.26 亿元，同比增速分别为 21.7%/69.1%/47.4%，卡莱特是本土视频显控系统龙头，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了相对估值方法，得出公司的合理估值在 113.75-130.00 元之间，该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说，我们选取了与公司业务相同或相近的企业的相对估值指标进行比较，选取了可比公司平均 2023 年的 PE 值为 28x，公司作为本土视频控制龙头企业，公司具有较好的成长性，给予公司 2023 年 PE 值为 35x-40x，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长 20.8%/49.2%/44.1%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 43.2%/45.7%/46.3%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 若研发进度不及预期，存在高估未来 3 年业绩的风险

经营风险

1、市场竞争风险。视频图像显示控制行业的壁垒较高，目前公司与西安诺瓦为国内细分行业领域内的代表性厂商，行业集中度较高。与此同时，该行业广阔的市场空间和良好的经济回报可能吸引更多的新进入者，其中不乏具有资金优势的产业链上下游大中型企业、上市公司，使得行业整体竞争日趋激烈。潜在的市场竞争者借助资金及产业链优势，通过对现有产品不断的研究、模仿，可以在一定程度上缩短研发周期，加快类似产品的发布进程，提供更低价格的产品。如果国内外潜在竞争者不断进入，将导致市场竞争逐步加剧。

2、客户集中度较高的风险。公司对前五名客户（合并口径）的合计销售收入占公司营业收入较高。其中，公司 2018–2022H1 对强力巨彩的销售收入占比分别为 10.70%、35.14%、39.16%和 26.80%，强力巨彩系公司报告期内新增重要客户。公司主要客户包括强力巨彩、利亚德、洲明科技、长春希达、Planar 等 LED 显示行业知名客户，业务稳定性与持续性较好，但是客户集中度较高仍然可能给公司经营带来一定风险。若主要客户因国内外宏观环境或者自身经营状况发生变化导致对公司产品的需求量下降，或转向其他供应商，将对公司生产经营带来不利影响。

3、代理采购集中度较高的风险。为提高经营效率，公司主要通过供应链公司代理采购方式进口采购芯片，公司主要通过深圳市博科供应链管理有限公司代理采购芯片，公司 2018–2022H1 通过上述供应商采购芯片金额占芯片采购总额的比重分别为 87.29%、84.90%、84.94%和 75.14%，集中度较高。未来若博科供应链因自身经营状况发生变化导致无法及时满足公司芯片采购要求，将对公司生产经营带来不利影响。

4、技术迭代升级风险。公司所处的视频图像显示控制行业属于技术密集型行业，技术水平的高低直接影响公司的核心竞争能力。公司的产品涉及数据传输技术、显示控制技术、视频处理技术、计算机技术以及通信技术等多方面的技术运用，对于综合技术水平具有较高的要求，产品技术的多样性加大了技术更新换代的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	204	220	298	367	533	营业收入	395	582	704	1050	1513
应收款项	147	201	241	360	518	营业成本	236	339	400	570	812
存货净额	154	200	221	315	404	营业税金及附加	2	3	4	6	9
其他流动资产	101	93	141	210	303	销售费用	32	47	57	83	120
流动资产合计	606	714	901	1251	1757	管理费用	23	35	41	60	86
固定资产	9	11	20	28	35	研发费用	40	54	67	98	141
无形资产及其他	0	0	0	0	0	财务费用	1	3	(7)	(9)	(12)
投资性房地产	9	51	51	51	51	投资收益	0	2	2	2	2
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
资产总计	624	777	972	1331	1844	其他收入	(30)	(38)	(67)	(98)	(141)
短期借款及交易性金融负债	16	11	12	12	12	营业利润	71	119	144	244	359
应付款项	201	225	276	393	561	营业外净收支	(1)	(0)	0	0	0
其他流动负债	34	31	35	50	72	利润总额	71	119	144	244	359
流动负债合计	251	266	323	456	645	所得税费用	7	11	13	22	33
长期借款及应付债券	0	0	5	10	15	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	8	34	44	54	64	归属于母公司净利润	64	108	131	221	326
长期负债合计	8	34	49	64	79	现金流量表（百万元）					
负债合计	259	301	372	520	724	净利润	64	108	131	221	326
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	0	(0)	0	0	0
股东权益	365	476	600	811	1120	折旧摊销	1	2	1	2	3
负债和股东权益总计	624	777	972	1331	1844	公允价值变动损失	(0)	0	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	1	3	(7)	(9)	(12)
每股收益	2.60	2.11	1.93	3.26	4.80	营运资本变动	(65)	(86)	(44)	(139)	(141)
每股红利	3.72	0.01	0.10	0.16	0.24	其它	(0)	0	0	0	0
每股净资产	14.86	9.33	8.83	11.92	16.48	经营活动现金流	(0)	23	89	84	188
ROIC	21.74%	21.05%	25%	37%	44%	资本开支	0	(5)	(10)	(10)	(10)
ROE	17.47%	22.61%	22%	27%	29%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	40%	42%	43%	46%	46%	投资活动现金流	0	(5)	(10)	(10)	(10)
EBIT Margin	16%	18%	19%	22%	23%	权益性融资	(0)	0	0	0	0
EBITDA Margin	16%	18%	19%	22%	23%	负债净变化	0	0	5	5	5
收入增长	20%	47%	21%	49%	44%	支付股利、利息	(91)	(0)	(7)	(11)	(16)
净利润增长率	2%	69%	22%	69%	47%	其它融资现金流	371	(2)	1	0	0
资产负债率	41%	39%	38%	39%	39%	融资活动现金流	187	(2)	(1)	(6)	(11)
股息率	1.9%	0.0%	0.1%	0.2%	0.3%	现金净变动	187	16	78	68	166
P/E	36.2	44.5	48.8	28.9	19.6	货币资金的期初余额	17	204	220	298	367
P/B	6.3	10.1	10.6	7.9	5.7	货币资金的期末余额	204	220	298	367	533
EV/EBITDA	40.7	47.9	49.5	29.4	20.5	企业自由现金流	0	5	71	64	165
						权益自由现金流	0	4	83	77	181

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032