



成长中的龙头，教育生态打造与产品边界延伸贡献弹性

2018.01.22

强烈推荐

肖明亮(分析师) 叶轶(研究助理)
电话: 020-88832290 020-88836101
邮箱: xiaoml@gzgzhs.com.cn yek@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310517070001 A1310117040003

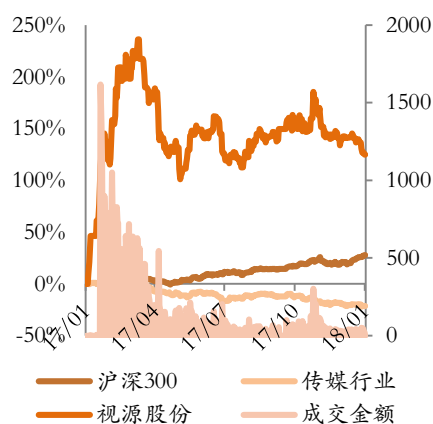
现价: 69.90
目标价: 91.57
股价空间: 31%

投资逻辑:

- **与市场不同的观点:** 我们认为①公司是一家立足于产品设计研发且充满活力的企业 (60%研发人员、平均年龄 29 岁); 成长中的龙头主营产品市占率第一 (液晶板全球 28%、交互智能板 38.6%), 上下游议价能力强。②公司已形成现金牛+明星+孵化业务组合布局: 短期看液晶主板卡维持稳定构建业绩安全垫, 交互智能板教育 (未来 3 年 YOY30%+) 和会议 (17 年营收有望达到 4 亿元, YOY+233%) 应用成长确定; 长期看教育板块 B 端以及 C 端内容付费加速渗透, 智能家电、汽车电子、智能医疗等多元化产品成熟放量贡献业绩弹性。
- **看短期: 液晶板卡构筑安全垫, 交互智能板成长稳定。** 公司液晶主板卡产品以 28% 的市占率全球第一, 考虑全球电视出货量较稳定, 智能电视加速渗透有望提高公司客单价带来业绩稳步提升, 构建厚实的业绩安全垫。从成长性来看, 公司交互智能板 2017 年 Q3 市占率 38.6% 国内领先, 凭借优秀的产品+渠道+售后服务等核心优势, 有望实现渗透率及市占率的双提升, 产品 5 年更替周期+产品革新+品类扩充有望持续提升行业价值。会议领域公司于 2017 年推出 MAXHUB 新产品获市场认可, 后续有望通过持续拓宽销售渠道实现更大的业绩成长。
- **看长期: 布局教育生态掘金千亿市场+孵化业务成熟贡献业绩弹性。** 我们认为至 2020 年教育信息化经费将超过 3500 亿元, 且前期对于硬件投入已过高峰期, 后续将往软件、服务与内容方向转移, 公司积极布局教育软件服务, 在 B 端有望通过推出增值服务充分享受行业成长红利; C 端立足于硬件的市占率优势, 经测算希沃已触达千万级别用户, 后续有望通过推出 C 端付费产品获得业绩弹性。公司以产品研发设计为导向且研发投入不断提升, 2017 年有望超过 4 亿元, 通过构建内部孵化器体系, 积极在智能硬件、智能医疗、人工智能领域布局, 目前汽车电子获苹果许可牵手大众汽车, 厨电牵手方大, 我们认为孵化产品对应市场空间巨大, 随着孵化产品逐渐成熟, 有望给公司带来极大业绩弹性。
- **盈利预测:** 我们预计公司 2017-2019 年净利润为 7.8/11.1/14.1 亿元, 对应 EPS 为 2.15/3.06/3.89 元/股, 对应 PE 为 32/23/18 倍。考虑公司 2017 年受汇兑损益影响构筑业绩平台期、液晶板卡业绩扎实构建安全垫、交互智能板成长确定性强、教育软件付费+孵化业务贡献业绩弹性, 结合行业可比公司估值, 我们给予公司 18 年 30 倍 PE, 对应仍有 31% 的空间。首次覆盖, 给予强烈推荐评级。
- **风险提示:** 液晶板卡业务大幅下跌, 教育信息化政策推进不达预期, 孵化业务成熟周期不达预期。

传媒行业

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
视源股份	-6.0	-10.1	-0.3
传媒行业	-2.5	-11.0	-5.9
沪深 300	6.3	9.1	14.3

基本资料

总市值 (亿元)	274.3
总股本 (亿股)	4.1
流通股比例	10.0%
资产负债率	56.3%
大股东	黄正聪
大股东持股比例	11.9%

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	8237.94	9637.68	11327.08	13568.67
同比(%)	37.39%	16.99%	17.53%	19.79%
归属母公司净利润	741.96	780.92	1110.62	1410.55
同比(%)	109.32%	5.25%	42.22%	27.01%
毛利率(%)	20.78%	22.46%	23.43%	24.38%
ROE(%)	72.03%	52.22%	54.25%	50.63%
每股收益(元)	2.04	2.15	3.06	3.89
P/E	34.20	32.49	22.85	17.99
P/B	20.43	14.59	10.80	7.88



目录

目录	2
图表目录	3
1. 初识视源	4
1.1 以产品研发为导向，现金牛+明星+孵化业务组合布局	4
1.2 科学化股权结构，利益共享激励机制完善	6
1.3 谨慎财务政策+良好市场信誉度，上下游占款打造产业链议价能力	7
2. 部品业务：现金牛安全垫厚实，产品革新驱动稳定增长	8
2.1 从 CRT—液晶—智能电视，产品形态革新驱动公司成长	8
2.1.1 成长逻辑 1：产品形态变革——提价	8
2.1.2 成长逻辑 2：国产替代——结构性机会	8
2.1.3 成长逻辑 3：专业分工——结构性机会	9
2.2 增速换挡，从 TV 板卡延伸至白电贡献业绩弹性	10
3. 教育业务：短期看硬件成长性确定，长期看教育生态贡献弹性	11
3.1 管理层：组织专业化重构，持续优化经销商+售后体系布局	11
3.2 短期看：硬件渗透提升+产品更新+品类扩充驱动成长	12
3.3 长期看：从硬件到软件，从 B 端到 C 端付费掘金千亿潜在市场	14
3.2.1 布局软件带来用户粘性，完善教育生态布局反促硬件成长	15
3.2.2 B 端软件从免费到付费，打开业绩增量空间	16
3.2.3 长期看好立足校园用户，布局从 B 端到 C 端付费	16
4. 企业服务：会议应用进入快速成长期，期待孵化业务贡献业绩弹性	17
4.1 会议服务：产品成熟新品迭代，进入快速成长期	17
4.1.1 市场测算：千亿规模空间巨大，产品成熟提效显著有望加速渗透	17
4.1.2 产品革新，MAXHUB 迎快速成长期	18
4.2 孵化业务：布局多元智能化产品贡献业绩弹性	18
4.2.1 汽车电子：获苹果车载系统许可证，牵手大众切入汽车前装市场	18
4.2.2 智能医疗：通过智能化提高医疗效率	19
4.2.3 智能家居：牵手方大加速产品成长，立足科技改善生活体验	19
4.2.4 人工智能：成立中央研究院，研发成熟技术反馈于智能产品	20
5. 投资逻辑	20
6. 风险提示	22



图表目录

图表 1.	公司主要产品及服务发展历程	4
图表 2.	公司主要产品按波士顿矩阵划分	4
图表 3.	公司研发投入持续增加	5
图表 4.	公司近年营收和归母净利润及其增速	5
图表 5.	交互智能板营收占比逐年提升	5
图表 6.	公司国内外营收及其毛利率对比	6
图表 7.	公司整体毛利率稳步提升	6
图表 8.	公司股权结构示意图	6
图表 9.	公司薪酬待遇远高行业平均	7
图表 10.	公司应收账款/营业收入比率低于行业平均	7
图表 11.	公司应付账款中资产占比高于行业平均	7
图表 12.	液晶电视替换 CRT 迎来第一波成长红利	8
图表 13.	智能电视正在快速渗透	8
图表 14.	全球十大电视品牌国产品牌占 5 席	9
图表 15.	板卡市场生产商情况	9
图表 16.	全球液晶电视出货量维持相对稳定	10
图表 17.	液晶面板单价处于下降区间	10
图表 18.	公司白电部件业务产品	10
图表 19.	变频空调销量持续提升	11
图表 20.	变频冰箱销量持续提升	11
图表 21.	公司教育业务组织架构	11
图表 22.	公司教育产品生态布局	12
图表 23.	公司交互智能板产品销量快速增长	13
图表 24.	交互平板销量市场份额逐渐提升	13
图表 25.	公司交互智能板产品销量市占率持续提升	13
图表 26.	2017 年 Q3 希沃销量销额稳居行业第一	13
图表 27.	全国课室数量测算	13
图表 28.	第一波交互智能板更新红利来临	14
图表 29.	公司希沃品牌硬件产品组合	14
图表 30.	公司教育业务商业模式演变	15
图表 31.	教育信息化购买导向图	15
图表 32.	2020 年教育信息化市场规模有望突破 3500 亿元	16
图表 33.	公司 C 端软件付费潜在规模测算	16
图表 34.	我国私营企业数量快速增长	17
图表 35.	中国会议交互智能板潜在规模测算	17
图表 36.	投影仪与交互智能板功能对比	17
图表 37.	公司会议交互智能板营收高速增长	18
图表 38.	斯柯达全球销量稳步提升	19
图表 39.	汽车电子产品示意	19
图表 40.	公司智能医疗产品系列	19
图表 41.	我国智能家居进入加速渗透期	20
图表 42.	智能厨电产品示意图	20
图表 43.	公司积极布局人工智能技术研发体系	20
图表 44.	部件业务营收测算	21
图表 45.	公司交互智能板营收测算	21
图表 46.	公司其它业务营收测算	22
图表 47.	可比公司估值表	22

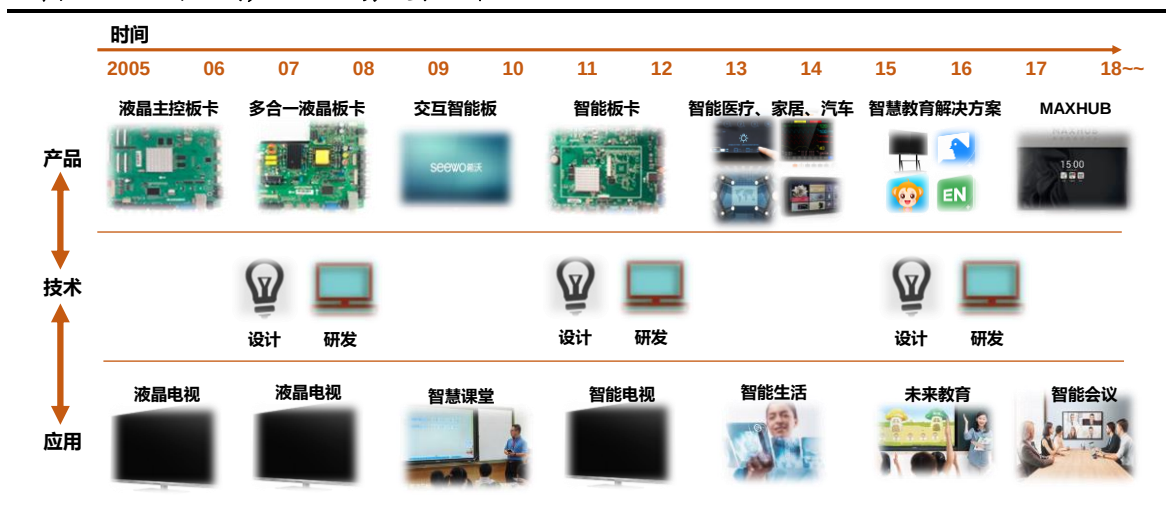
1. 初识视源

1.1 以产品研发为导向，现金牛+明星+孵化业务组合布局

以产品设计研发为导向，部品（现金牛业务）+教育（明星业务）+企业服务（孵化产品业务）组合布局。公司是全球领先的液晶主控板卡、交互智能平板等电子产品研发、设计、销售服务商，并且延伸至智能医疗、智能家居以及智能汽车等新兴产品领域。公司目前有3大业务体系：部品业务主要是主板和显控方案；教育板块则是围绕多媒体大屏业务，划分出了学务、教务和校务三个事业部去做服务；企业服务目前主要还是会议平台（MAXHUB），后续企业服务会围绕智能驾驶、家居板块业务展开。自2016年以来，公司液晶主控板全球市场份额以及国内交互智能板市场份额始终保持在28%以及30%以上。

公司成立于2005年，以液晶主控板设计研发服务起家，先后推出三合一、六合一等多种产品梯队，同时在智能电视渗透提升时，推出智能板卡产品，使公司产品不断保持创新驱动态势，凭借全球高市占率优势液晶主板卡成为公司的现金牛业务；在2010年前后，受益于《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010-2020年）》的政策红利，公司积极布局教育领域的交互智能板业务并取得高速增长（2017H1:YOY27.9%），2017年推出会议领域新产品MAXHUB有望贡献业绩弹性，凭借高市占率高成长性成为公司明星业务；同时公司从2013年起积极布局智能硬件、智能医疗以及人工智能产品，后续有望随着产品成熟贡献业绩弹性驱动公司成长。

图表1. 公司主要产品及服务发展历程



资料来源：公司公告、广证恒生

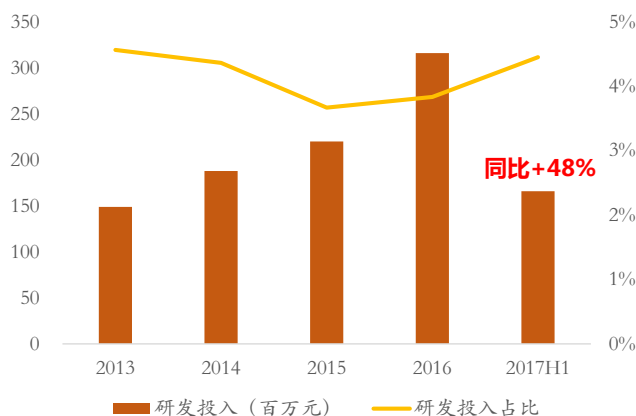
图表2. 公司主要产品按波士顿矩阵划分



资料来源：公司公告、广证恒生

持续加大研发投入，60%以上研发人员，积极布局软件研发体系。公司高度重视产品设计研发体系，常年研发投入保持在4%左右，其中2017H1研发投入为1.7亿元，同比增长48%，预计2017年研发投入将超过4亿元；公司拥有超过2000名员工，其中60%以上为研发人员；从2016年起，公司积极布局包括智慧教育在内的软件生态体系，目前软件研发人员已超过硬件研发人员。

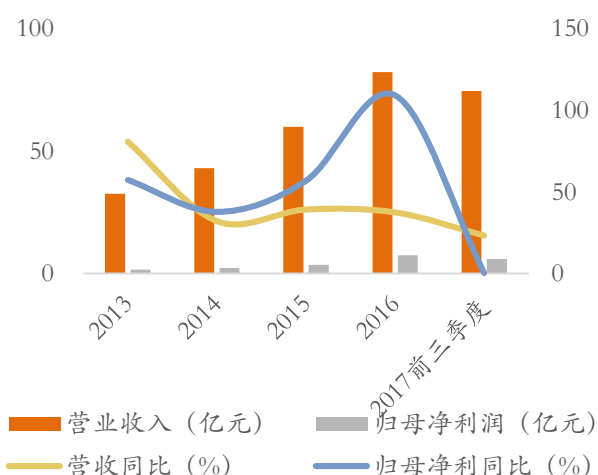
图表3. 公司研发投入持续增加



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

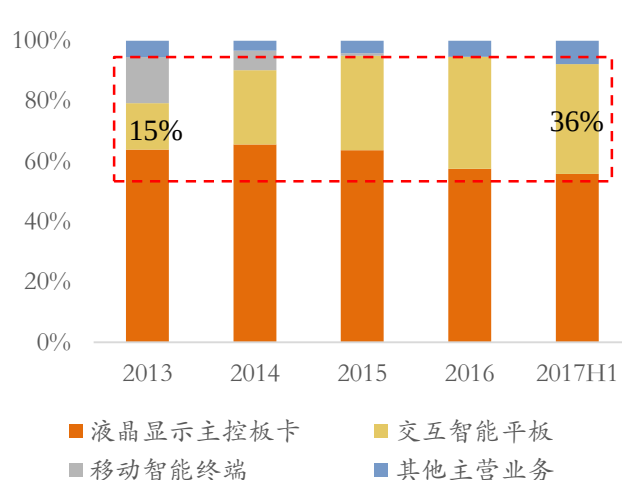
交互智能板贡献主要增量利润，规模效应凸显毛利率稳步提升。从公司收入层面来看，2017前三季度实现营收74.6亿元，同比增长23.2%，增速出现小幅减少主要是因为2017年上半年全球彩电市场出货总量同比下降4.06%，叠加2016年末彩电整机厂商库存较高的影响，导致液晶主控板卡出货量下滑；从公司营收结构来看，交互智能板营收占比从2013年15%提升至2017H1的36%，结合其30%的毛利率以及由于规模效应带来红利，毛利率处于稳步提升的趋势中，交互智能板成为公司增量利润的主要贡献点。同时，公司海外营收占比逐年提升，海外订单与国内享有20%左右的毛利率差，高附加值产品出货量提升有望拉动公司毛利率提升贡献业绩。

图表4. 公司近年营收和归母净利润及其增速



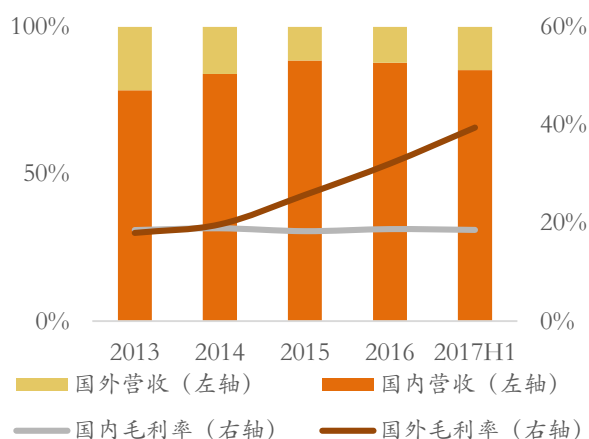
资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

图表5. 交互智能板营收占比逐年提升



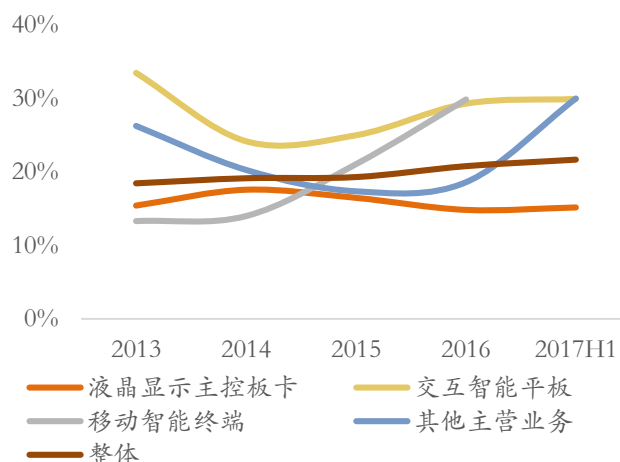
资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

图表6. 公司国内外营收及其毛利率对比



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

图表7. 公司整体毛利率稳步提升

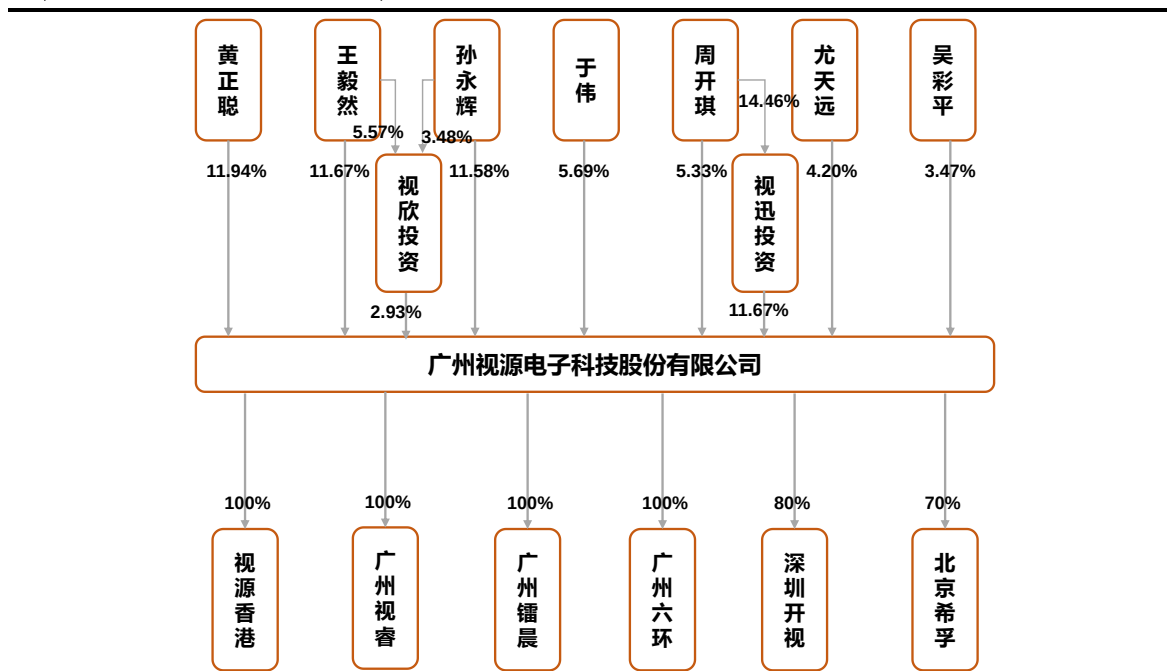


资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

1.2 科学化股权结构，利益共享激励机制完善

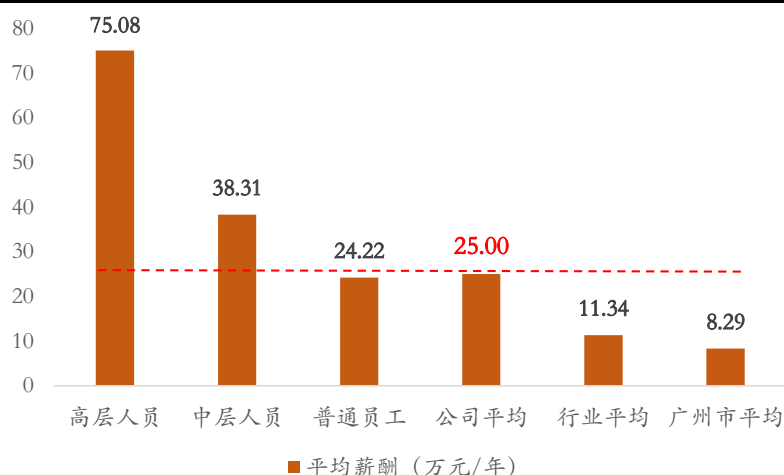
1) 从股权结构来看：公司股权结构较为集中：其中黄正聪、王毅然、孙永辉、于伟、周开琪和尤天远为一致行动人，合计持股为 50.41%，其中除了于伟和周开琪为公司创始团队之外，其余主要股东均为公司早期员工或职业经理人；2) 从员工持股平台来看：公司在 2011 年开始设立员工持股平台，包括视欣投资、视迅投资为两大员工持股平台，且均为公司十大股东之一；3) 从股权激励来看：公司 2017 年 4 月推行面向 464 人的 330 万股股权激励，授予价格为 47.65 元/股，解锁条件为以 2016 年营收为基准，2017-2019 年营收增长不低于 20%/40%/60%；4) 从平均薪酬水平来看：2015 年公司平均薪资福利为 25 万元，远高于行业平均以及广州市平均薪酬 11.34 万元/年以及 8.29 万元/年。

图表8. 公司股权结构示意图



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

图表9. 公司薪酬待遇远高行业平均



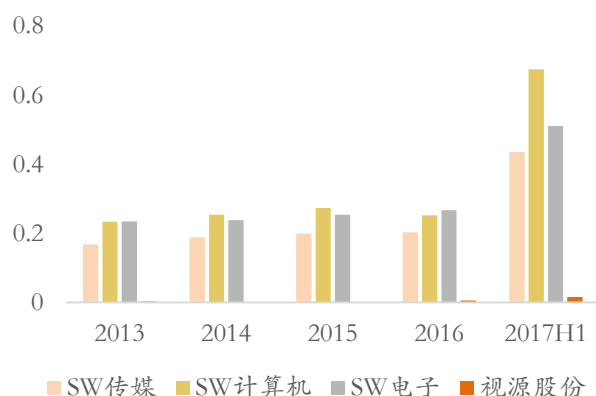
资料来源：公司公告、Wind、广证恒生（行业平均为计算机、通信和其他电子设备制造业上市公司员工平均年薪）

1.3 谨慎财务政策+良好市场信誉度，上下游占款打造产业链议价能力

谨慎财务政策铸就低额应收账款比例：公司实行较为谨慎的财务政策，一般要求客户在下订单时预付部分货款，在发货之前付清剩余货款。公司的销售模式根据客户是否愿意预付款分为两大类：1) 愿意在下订单时预付部分货款、在发货之前付清剩余货款的客户，公司直接向其销售产品（根据客户性质，公司直接销售客户又可细分为两类，一类是直接销售需求客户，另一类是经销商客户，主要是采购交互智能平板产品的经销商客户）；2) 不愿意在下订单时预付部分货款、在发货之前付清剩余货款的客户，公司通过与供应链公司合作的方式间接实现对其销售。供应链公司向本公司下订单时预付部分货款、在发货之前付清剩余货款，公司安排外协加工厂发货，并委托物流公司将货物运输到需求客户指定地址，由供应链公司给予此类需求客户一定的应收账款账期，以满足公司和此类需求客户的财务政策要求。

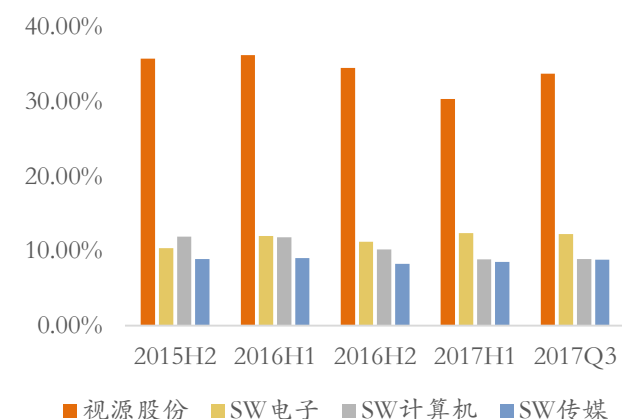
龙头地位构筑上下游议价能力。2017年Q3公司资产负债率为55.6%，负债中几乎全部经营性负债，其中又以应付账款以及预收账款为主，公司通过建立了良好的商业信用，与主要供应商之间建立了长期紧密的合作关系，能够得到供应商的信用支持，获得合理赊购账期，且账龄在1年以内的应付账款占比均在99%以上，有效增强了公司现金流量，体现公司综合实力。下游客户方面，格式赊销率持续维持个位数水平，营业收入中预收比率保持高于赊销率，使得公司整体能够占用下游客户的款项金额（2017Q3，公司应收款项5.62亿，对应赊销率5.43%，预收账款7.07亿，对应营收占比为7.08%）。因此，总体来看公司在产业链上下游依然保持较强话语权和议价能力。

图表10. 公司应收账款/营业收入比率低于行业平均



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

图表11. 公司应付账款中资产占比高于行业平均



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

2. 部品业务：现金牛安全垫厚实，产品革新驱动稳

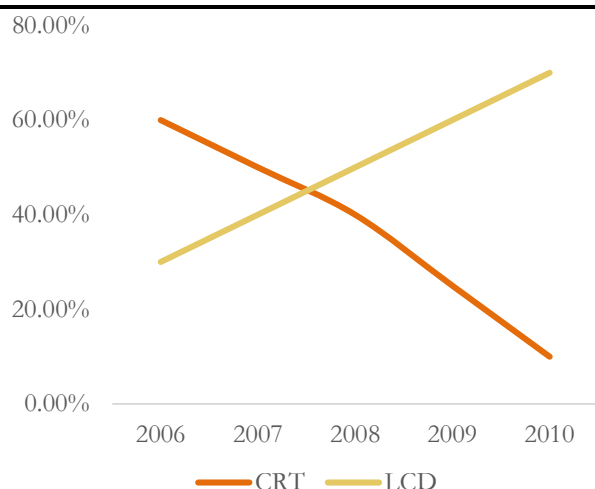
定增长

2.1 从 CRT—液晶—智能电视，产品形态革新驱动公司成长

2.1.1 成长逻辑 1：产品形态变革——提价

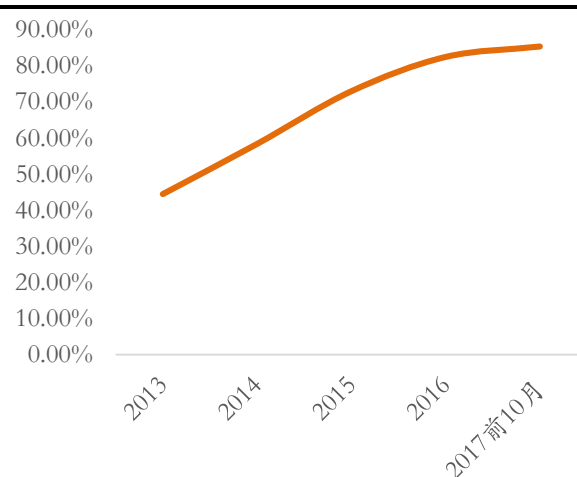
液晶电视替换 CRT 开启公司成长黄金 10 年，智能电视替换带来单价提升又一红利期。公司成立于 2005 年，此时正是液晶电视渗透率快速提升时期，伴随行业下游需求的增加，公司液晶主板卡大销迎来成长红利期；回看当下，智能电视渗透率已从 2013 年的 44.5% 提高到 2017 年前 10 个月的 85%。电视的智能化、网络化渗透率提升有望带来拉动新型主板卡的出货量提升，进而提高公司产品平均单价驱动稳定成长。

图表12. 液晶电视替换 CRT 迎来第一波成长红利



资料来源：China TV Market Research、广证恒生

图表13. 智能电视正在快速渗透



资料来源：中怡康数据、广证恒生

2.1.2 成长逻辑 2：国产替代——结构性机会

液晶电视国产替代，拉动国产液晶板卡产业成长。随着国内电视产业链逐步成熟完善，包括海信、TCL、创维、海尔、长虹等国产电视厂商产销规模逐渐扩大。目前，从全球前十大电视品牌出货量数据来看，一改 10 年前日韩电视品牌两家独大局面，国产电视品牌已占前十大的 5 名，随着全球电视生产中心往中国地区转移，直接利好上游液晶主板卡厂商成长。

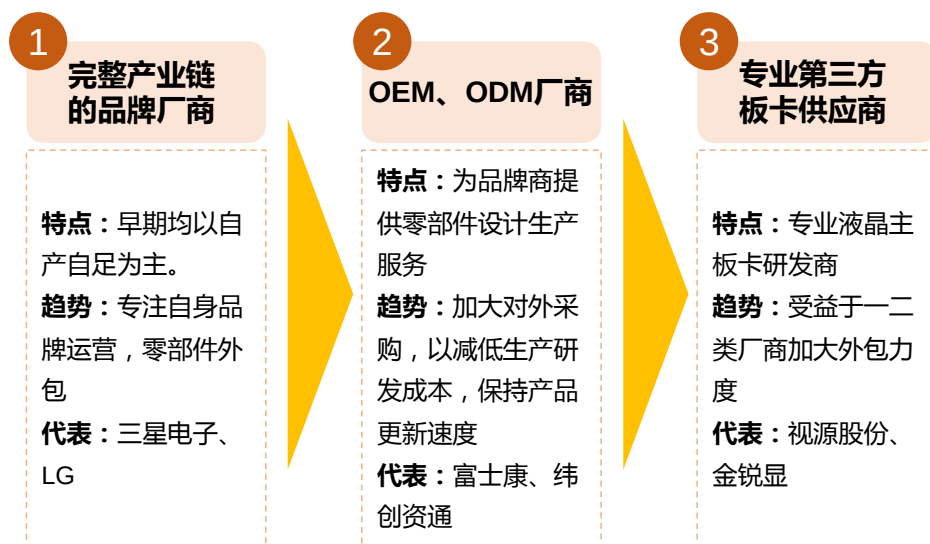
图表14. 全球十大电视品牌国产品牌占5席

品牌	2016年出货量（万台）
三星	4810
LG	2840
海信	1500
TCL	1350
创维	1200
Sony	1150
AOC	900
Vizio	8800
海尔	700
长虹	680

资料来源：IHS、广证恒生

2.1.3 成长逻辑3：专业分工——结构性机会

专业化分工不断成熟，利好第三方液晶主板卡厂商成长。生产液晶主板卡的机构主要由三类企业构成：①拥有完整产业链的电视品牌厂商，此类企业由于实力雄厚且历史悠久，在行业兴起初期为了确保整机产品性能的稳定性与可靠性，自行建立了各种液晶显示产品零配件的生产线，实现产业一体化，代表企业三星电子、LG电子；②为品牌厂商提供设计、生产服务的OEM、ODM厂商，随着液晶显示软硬件技术逐步发展成熟，部分液晶显示产品品牌企业逐步专注于品牌的运营与管理，开始把生产组装环节外包给OEM、ODM厂商，近年来为降低生产成本和研发成本、加快新产品上市速度，加大了液晶显示主控板卡的外购比例，代表企业富士康、纬创资通、冠捷科技等；③为第一类、第二类企业提供快速研发设计与生产服务的专业液晶显示主控板卡的生产商，以视源股份、金锐显为代表。我们认为，随着产业分工不断细化，将持续利好第三方专业板卡机构成长。

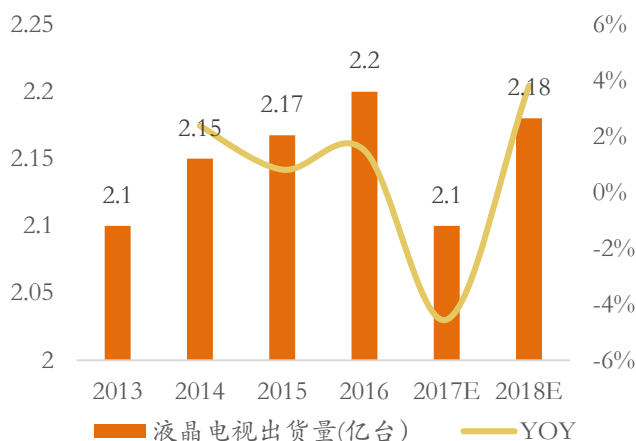
图表15. 板卡市场生产商情况


资料来源：公司公告、广证恒生

小结：近几年全球液晶电视出货量维持在2.1~2.2亿台区间，波动率不超过5%，2017年处于原材料成本上涨以及去库存周期导致出货量下跌；而从2017年6月起，液晶面板成本迎来拐点呈下降趋势，反应

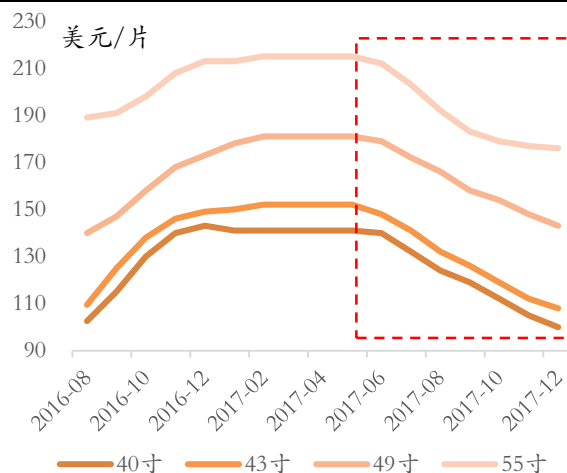
至电视厂商一般有3个月左右周期,原材料成本下降有望驱动电视厂商加大生产进而提升液晶主板卡需求,考虑液晶主板卡量价弹性较小,结合液晶主控板卡3大成长逻辑,我们认为公司传统液晶主板卡业务将维持稳定($\pm 5\%$)发展趋势。

图表16. 全球液晶电视出货量维持相对稳定



资料来源: WitsView、广证恒生

图表17. 液晶面板单价处于下降区间



资料来源: IHS、广证恒生

2.2 增速换挡, 从TV板卡延伸至白电贡献业绩弹性

立足产品, 从TV电源板卡延伸至白电领域, 赛道扩张有望贡献业绩弹性。公司凭借多年液晶主板卡、电源板研发设计的经验积累, 顺势而为把相关技术延伸至白电领域, 成立白家电事业部, 专门为白色家电的变频与节能提供解决方案, 目前产品主要应用于空调、电冰箱以及相关小家电领域。白家电事业是未来公司重点发展的产业之一, 以电力电子为核心技术, 围绕白色家电的节能化、变频化、智能化等相关产业以及家电相关定制方向上取得突破, 目前白家电板块产品已研发成熟, 进入快速放量期有望为公司贡献业绩弹性。

图表18. 公司白电部件业务产品



资料来源: 公司官网、广证恒生

图表19. 变频空调销量持续提升



资料来源：产业在线、ChinaOL、广证恒生

图表20. 变频冰箱销量持续提升



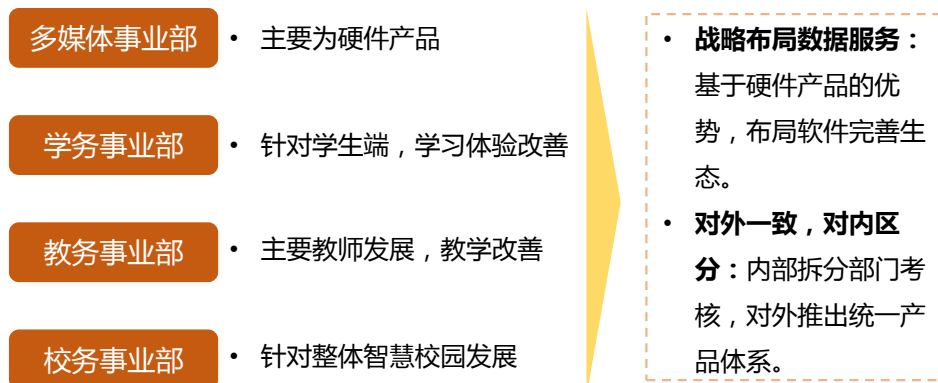
资料来源：产业在线、奥维云网、广证恒生

3.教育业务：短期看硬件成长性确定，长期看教育生态贡献弹性

3.1 管理层：组织专业化重构，持续优化经销商+售后体系布局

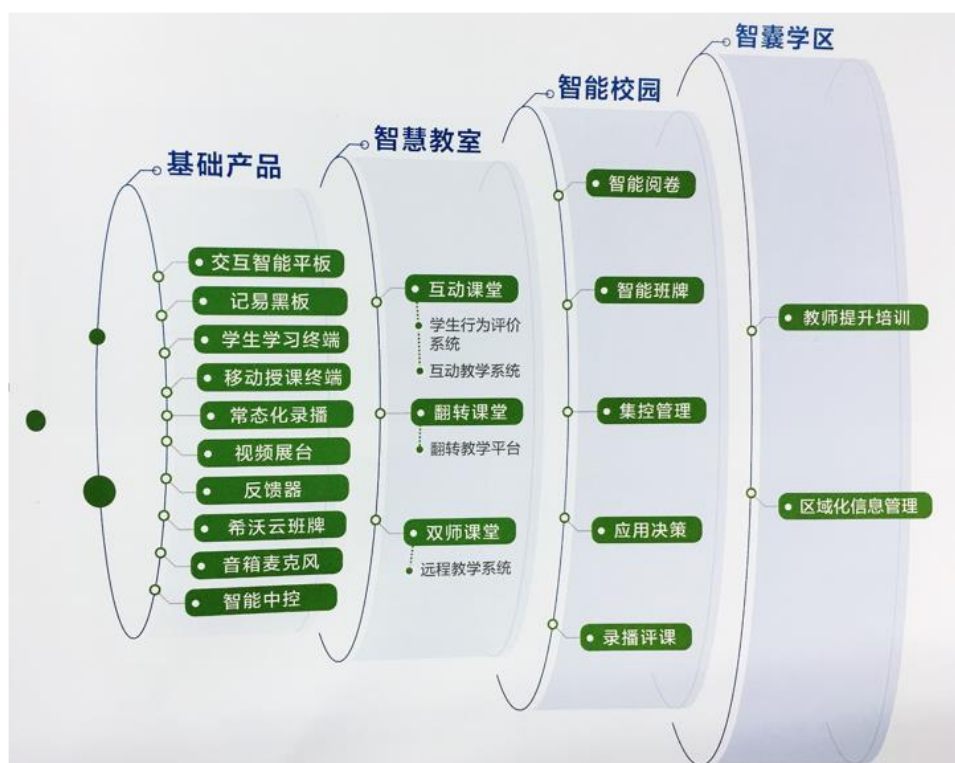
组织重构，细化专业分工。公司从2017年起重构内部组织，在教育事业部下设4大部门，实行对内专业细化专项考核，对外产品统一模式。多媒体事业部主要负责原交互智能板硬件业务，学务、教务、校务事业部的设立，分别针对学生端、教师端以及校园端不同用户进行服务，此后公司将立足于硬件产品，加速往软件服务转型构建完整的教育服务生态。

图表21. 公司教育业务组织架构



资料来源：公司公告、广证恒生

图表22. 公司教育产品生态布局



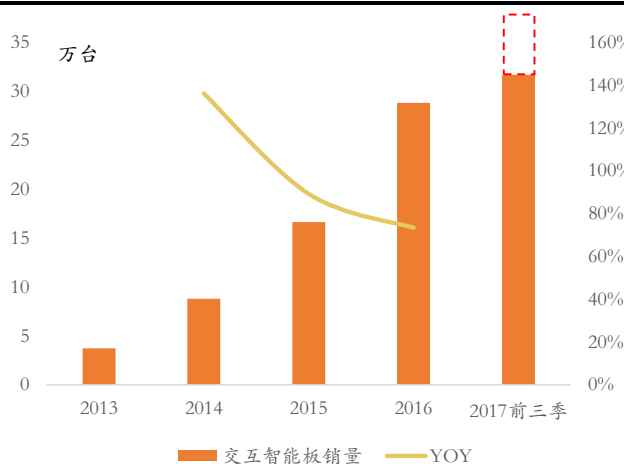
资料来源：公司官网、广证恒生

持续优化经销商+售后服务网络布局。公司目前拥有超过 5000 家经销商负责教育板块的营销业务，后续将在目前的经销网络基础上，重点发展有技术有渠道有品牌的优质经销渠道，并构建省级以及二级办事处，促使经销网络精细化、网络化全覆盖。公司目前牵手联想等大型机构售后服务平台，构建专业第三方+部分经销代理商结合的售后服务体系，保证用户产品体验；基于公司强大的售后管理体系，有望给公司导流更多的经销渠道，反促公司产品销售成长。

3.2 短期看：硬件渗透提升+产品更新+品类扩充驱动成长

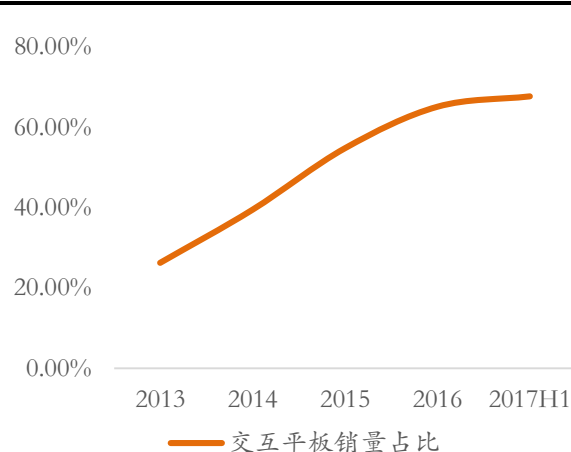
明星产品：希沃智能交互板高市占高增长，驱动公司短期稳定成长。公司从 2009 年开始布局交互智能板产品，推出教育领域应用品牌产品希沃，产品销量从 2013 年的 3.7 万台增长至 2016 年的 28.8 万台，CAGR 为 98%，考虑教育领域交互智能板渗透率提升导致希沃销量增速放缓，2017 年前三季度实现产品销量 31.7 万台，全年销量预计同比增长 30% 以上；希沃从 2013 年开始市占率就位于行业第一，且直到 2017 年 Q3（销量市占率 38.6%）以来市占率不断提升，结合希沃高市占率高成长特性，体现公司产品整体实力优势。

图表23. 公司交互智能板产品销量快速增长



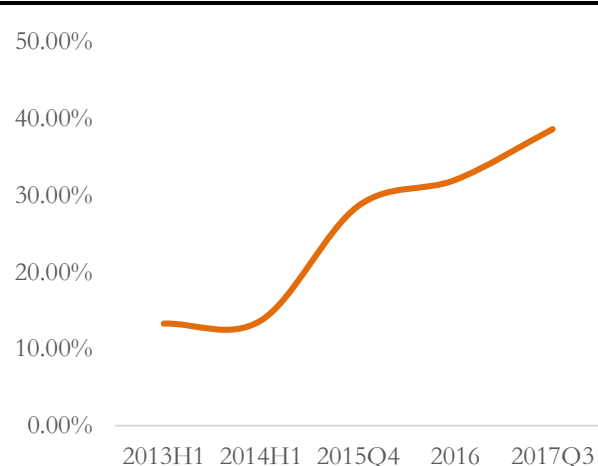
资料来源：公司公告、奥维云网、广证恒生

图表24. 交互平板销量市场份额逐渐提升



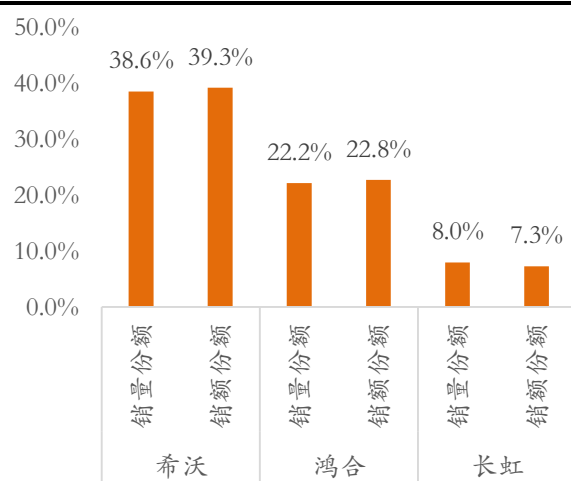
资料来源：奥维云网、广证恒生

图表25. 公司交互智能板产品销量市占率持续提升



资料来源：奥维云网、广证恒生

图表26. 2017 年 Q3 希沃销量销额稳居行业第一



资料来源：奥维云网、广证恒生

应用领域延伸提高市场空间，天花板高短期增速有保证。目前交互智能板教育应用主要集中于小学领域，经测算全国拥有 424.8 万间小学课室，目前交互智能板行业在小学领域拥有已超过 200 万台，渗透率在 50%左右。我们认为交互智能板应用领域有望往中学、幼儿园以及高等教育领域加速渗透，我预计全国中学以下的课室数量为 824.7 万间，加上高等院校的多媒体课堂有望进一步贡献弹性，短期内教育领域交互智能板销量有望保持 30%以上增长。

图表27. 全国课室数量测算

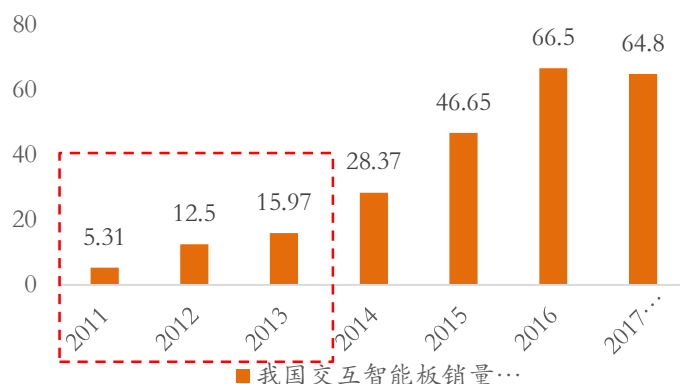
项目	小学	中学	幼儿园	合计
学校数量 (万所)	17.7	7.7	23.9	49.3
年级数 (个)	6	6	3	
每年级班数 (间)	4	4	3	
合计课室数量 (万间)	424.8	184.8	215.1	824.7

资料来源：教育部、广证恒生

产品更新延续产业价值，第一波更新红利来临。交互智能板平均更新周期为 5~6 年，追溯历史销量，

我们认为从 2011 年至 2013 年潜在更新产品为 33.8 万台，同时产品革新提高客单价有望共同推动行业规模成长。此外，考虑交互智能板在用户体验、性价比等优势有望在未来进一步对电子白板替代，早期使用电子白板的课室后期有望改用交互智能板改善教学体验，加速产品渗透。

图表28. 第一波交互智能板更新红利来临



资料来源：奥维云网、广证恒生

产品品类扩张，从单品到整体解决方案销售，提高产品整体价值。公司自推出希沃交互智能板获市场高度认可来，公司先后围绕智慧教育、智慧教务、智慧校园推出包括记忆黑板、答题器、智慧课牌、无线音箱等多元化产品，有望丰富公司产品体系，提升产品整体价值。

图表29. 公司希沃品牌硬件产品组合



资料来源：公司官网、广证恒生

3.3 长期看：从硬件到软件，从 B 端到 C 端付费掘金千亿潜在市场

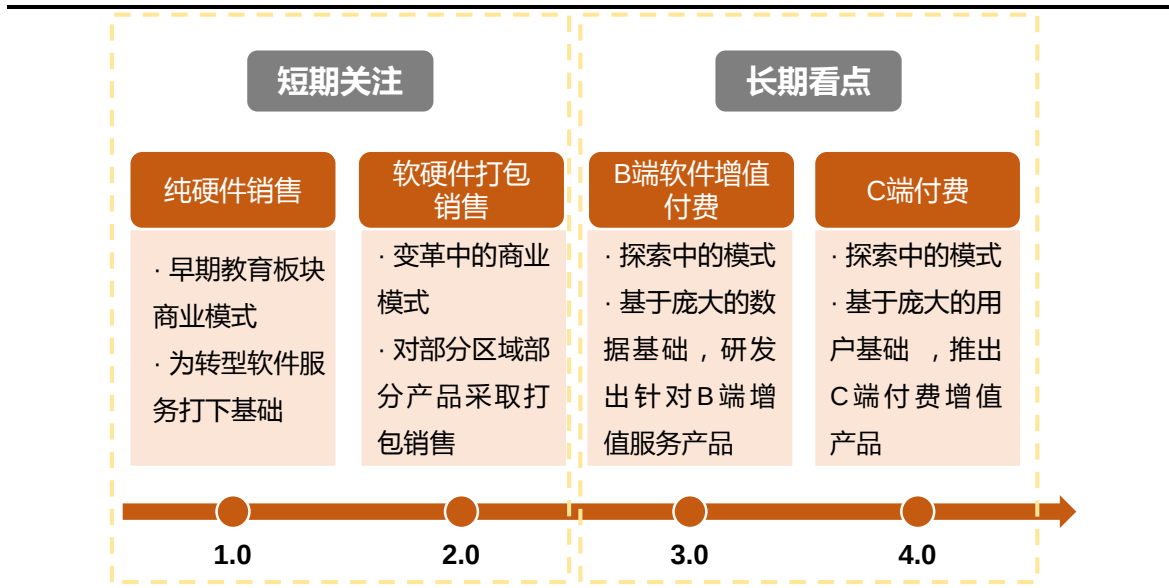
4 大阶段拆解公司教育业务从硬件到软件商业模式变迁：

- **1.0 模式：纯硬件销售。**此为公司早期的商业模式，主要以希沃交互智能板硬件销售为主，通过产品+品牌优势获市场认可，为软件转型打下基础。
- **2.0 模式：软硬件打包销售。**在公司布局软件服务后开始探索运营的商业模式，考虑单纯的 B 端软件付费模式用户培育尚未成熟，公司通过软硬件打包销售模式，有望利用软件、系统服务增强用户粘性，完善产品生态反促硬件产品的销售成长。
- **3.0 模式：B 端软件付费。**战略探索中的商业模式，立足于公司硬件产品的高覆盖率，推出 B 端

增值服务获得收益，考虑国家教育信息化经费将保持稳定增长，硬件布局进程已过半，而对于软件的稀缺尤为凸显，B端软件付费模式有望迎来下一波政策红利。

- **4.0 模式：C 端付费。** 战略探索中的模式，考虑公司硬件产品覆盖率高，触达千万级别的用户，公司有望通过推出 C 端内容、软件产品，深耕存量用户获得业绩弹性。

图表30. 公司教育业务商业模式演变



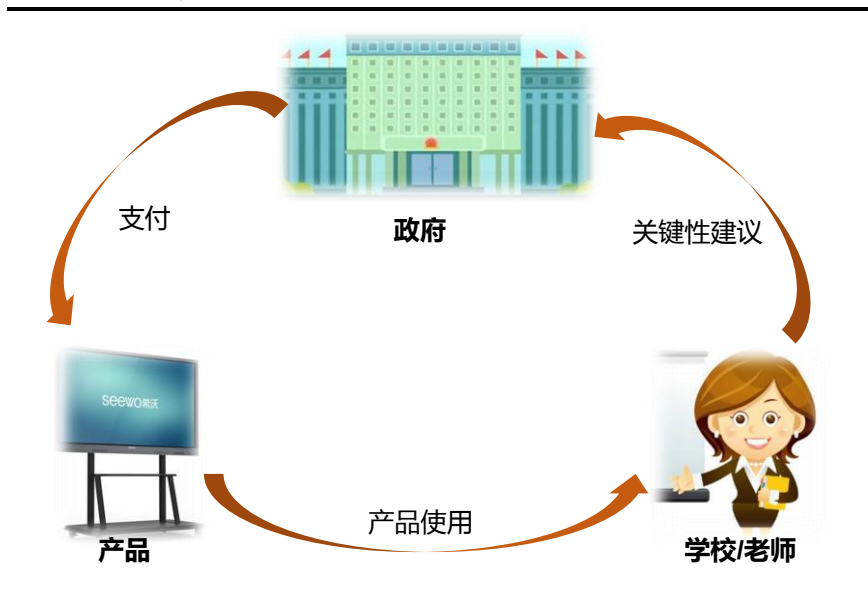
资料来源：广证恒生

3.2.1 布局软件带来用户粘性，完善教育生态布局反促硬件成长

剖析教育信息化营销传导链，学校使用政府支付。 我国教育信息化是一个2B2G的商业模式，区别于课外培训2C以及谁给钱服务谁的传统模式，目前教育信息化购买主体为政府，使用主体为学校/老师，但学校的意见对于政府的购买具有重要影响。

布局软件领域完善产品生态，增加用户粘性反促硬件产品销售。 公司有望通过针对学务、教务、校务三大领域布局数据、系统、内容等软件，以“软件+硬件”产品结合增加用户粘性，形成良好口碑反作用于硬件产品的销售。

图表31. 教育信息化购买导向图

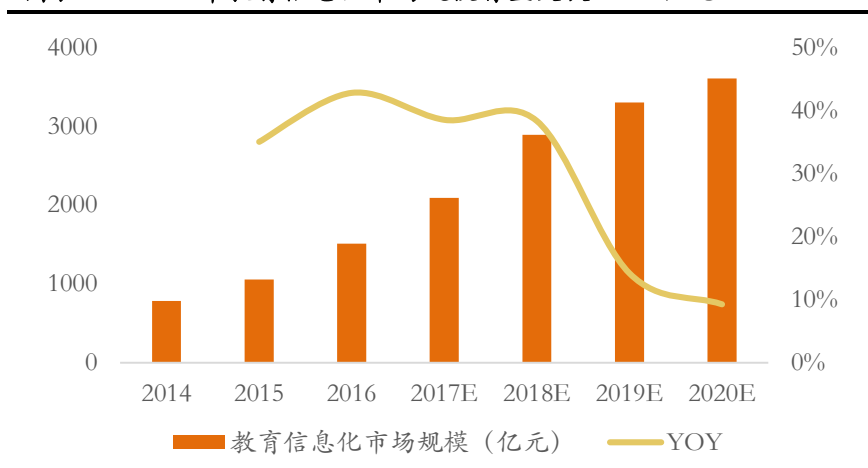


资料来源：广证恒生

3.2.2B 端软件从免费到付费，打开业绩增量空间

顺应行业发展趋势：采购从硬件转向软件，立足硬件产品优势，布局软件服务顺势而为打开成长空间。考虑希沃交互智能板累计出货量接近 90 万台，覆盖超过 80 万间课室，2017 年 Q3 销售量市占率为 39.3%，处行业领先地位。公司在立足硬件产品的品牌、规模优势之上，布局软件服务领域，有望通过先免费使用，培育用户习惯以及增强粘性，后续推出针对 B 端的软件增值服务，打开公司成长空间。结合教育经费占 GDP 比重不低于 4%，教育信息化经费占教育经费不低于 8%，我们认为教育信息化经费将随国民经济保持稳定增长，考虑前期主要投向教育硬件端设备，目前硬件布局进程高峰已过，后期经费将转向投入教育软件服务，我们看好公司立足于硬件产品的市占率以及品牌优势，布局软件增值服务收费模式打开业绩成长空间。

图表32. 2020 年教育信息化市场规模有望突破 3500 亿元



资料来源：国家统计局、广证恒生

3.2.3 长期看好立足校园用户，布局从 B 端到 C 端付费

立足硬件端优势，布局 C 端付费盘活海量存量用户。考虑希沃交互智能板目前已累计出货接近 90 万台，进入 80 万间小学课室，我们假设平均每个课室 35 名学生，保守估计公司产品已经触达超过 2800 万名用户。公司目前推出虚拟豆产品，通过家长购买虚拟豆给老师，老师用虚拟豆购买东西来奖励孩子；公司后续有望立足于海量的学生用户群体，不断丰富 C 端付费产品，推出包括课内外学习内容产品，或通过资源嫁接整合教学资源提升公司价值。

长期看好挖掘千亿 C 端付费潜在规模。我们假设公司目前拥有 2800 万小学用户群体，根据用户付费率以及付费金额做敏感性测算，乐观情况下公司 C 端付费潜在市场规模有望超过 1500 亿元，考虑公司后续有望加速往职教、中学以及幼儿园领域布局，通过硬件+软件双轮驱动公司成长。

图表33. 公司 C 端软件付费潜在规模测算

Arpu / 付费率	100 元	300 元	500 元	700 元	900 元
6%	106.2	318.6	531.0	743.4	955.8
7%	123.9	371.7	619.5	867.3	1115.1
8%	141.6	424.8	708.0	991.2	1274.4
9%	159.3	477.9	796.5	1115.1	1433.7
10%	177.0	531.0	885.0	1239.0	1593.0

资料来源：广证恒生

单位：亿元

4.企业服务：会议应用进入快速成长期，期待孵化

业务贡献业绩弹性

4.1 会议服务：产品成熟新品迭代，进入快速成长期

4.1.1 市场测算：千亿规模空间巨大，产品成熟提效显著有望加速渗透

中国 2000 万间会议室空间巨大，企业数量维持高速增长有望继续提高市场空间。中国目前拥有超过 2000 万间会议室，我们根据会议交互智能板渗透率以及平均单价做敏感性测算，假设渗透率 15%，产品单价为 6 万元，则市场规模为 1800 亿元；结合目前我国私营企业年均保持 10% 以上速度增长，国家政策鼓励积极创业，有望持续扩大下游需求领域，我们认为会议交互智能板应用空间巨大，有望成为下个行业风口。

产品实用性强，有望提高会议效率。通过投影仪与交互智能板使用特性的对比，我们发现交互智能板解决了当下投影仪连接不方便、显示效果不佳、缺乏互动性的痛点，针对性推出包括移动传屏，4K 高清显示屏、可在屏幕直接书写、资料可扫码分享以及视频会议等综合性功能，有望极大提供会议效率，改善会议体验。

图表34. 我国私营企业数量快速增长



资料来源：公司公告、奥维云网、广证恒生

图表35. 中国会议交互智能板潜在规模测算

Arpu 渗透率	2 万元	4 万元	6 万元	8 万元	10 万元
5%	200	400	600	800	1000
10%	400	800	1200	1600	2000
15%	600	1200	1800	2400	3000
20%	800	1600	2400	3200	4000
25%	1000	2000	3000	4000	5000

资料来源：奥维云网、广证恒生测算

单位亿元

图表36. 投影仪与交互智能板功能对比

项目	投影仪	潜在痛点	痛点评级	交互智能板
安装方式	吊顶安装，需要布线、安装幕布，安装好不可移动	安装器件流程相对繁琐，使用不灵活	***	可挂壁、可搭配移动脚架
连接方式	通过 VGA 线与电脑相连	VGA 不直接支持大多数手提电脑	****	无线传屏
显示效果	亮度不够，光路不均匀，在全黑的环境效果最佳	对显示环境要求较高	****	4K 屏幕

互动性	在 PC 端操作	缺乏互动	*****	直接屏幕书写，书写删除流畅；电脑与智能板可相互控制
会议性	无明显功能	无针对会议领域功能	*****	视频会议、多人会议，集摄像头、音响、电子白板于一体
会议记录	只能保存在电脑	资料分享繁琐	***	二维码、邮箱直接分享

资料来源：广证恒生

4.1.2 产品革新，MAXHUB 迎快速成长期

新产品营收高速增长，打通从产品到营销团队保驾护航。公司于 2010 年以及 2017 年先后推出 CVTOUCH 以及新产品 MAXHUB 交互智能板布局会议领域，受益于产品的不断革新成熟以及行业需求的成长，会议服务营收从 2016 年的 1.2 亿元快速增长至 2017 年的 4 亿元，迎来产品高速成长期，考虑行业空间巨大，业绩高速增长有望延续贡献业绩弹性。公司产品目前应用于金融、科技、地产、医疗、咨询、制造以及政府机构等多行业领域，根据不同的行业需求，公司打通从产品到营销团队，为特定的行业研制定制化产品保证产品实用性，同时根据不同类型客户进行线上+线下结合的营销模式：大客户营销、渠道营销以及网上销售等。

图表37. 公司会议交互智能板营收高速增长



资料来源：广证恒生

4.2 孵化业务：布局多元智能化产品贡献业绩弹性

4.2.1 汽车电子：获苹果车载系统许可证，牵手大众切入汽车前装市场

产品保证：国内首家获苹果系统认证；跨入行业：牵手大众汽车布局前装市场。公司于 2013 年成立汽车电子事业部，目前推出转为大众汽车设计开发的 FVW8010 智能车载影音导航产品，主要用于汽车前装市场，适用于多款斯柯达车型；2017 年斯柯达全球销量为 120.05 万台，同比增长 6.6%，下游汽车销量高且稳定增长有望带动汽车电子产品成长，公司有望直接受益；从产品端来看，公司为中国设计领域第一家拿到苹果 carplay（苹果车载系统）认证的企业，构建产品壁垒。考虑汽车电子前装产业进入壁垒较高，对产品品牌、品质要求较高，而一旦打入汽车电子行业后将获得较为稳定的成长机会，我们看好公司通过牵手上汽大众切入汽车电子领域，立足于产品凭借产品壁垒，实现产品出货量以及品类横向扩充双提升贡献业绩。

图表38. 斯柯达全球销量稳步提升



资料来源：斯柯达官网、广证恒生

图表39. 汽车电子产品示意



- 8英寸真彩色全触摸液晶屏。
- 智能手机互联，支持CarPlay，Android Auto。
- 行驶中轻松换台，切歌，调节音量。
- 原车多功能方向盘完美兼容。

资料来源：公司官网、广证恒生

4.2.2 智能医疗：通过智能化提高医疗效率

布局科技+医疗，提高医疗效率有望获成长机会。智能医疗为公司下一个重要战略方向之一，公司通过成立全资子公司希科医疗，先后推出多参数生命体征检测仪、电子体温计、全自动血压计以及智能监护仪等，我们看好随着智能医疗行业、用户培育成熟，进入老龄化社会后带来的行业需求红利，公司通过立足于产品品质，不断丰富产品体系获得成长机会。部分产品主要功能如下：

- **多参数生命体征检测仪：**血压、血糖、体温、脉率，一机测量；Wi-Fi/GSM 两种连接方式；对接医院信息系统；健康数据，云端存取；精致外观，小有乾坤，既解决了病人多种生命体征的检查需求，又能够同医疗信息系统结合，完成病人数据管理等需求。
- **电子体温计：**24 小时持续监测；误差小于 0.1℃；自定义提醒温度；智能收纳，触点充电；IPX7 级全身防水可浸泡，通过蓝牙同步手机 APP 实时监护，对婴幼儿老年人监护有较强的适应性。

图表40. 公司智能医疗产品系列

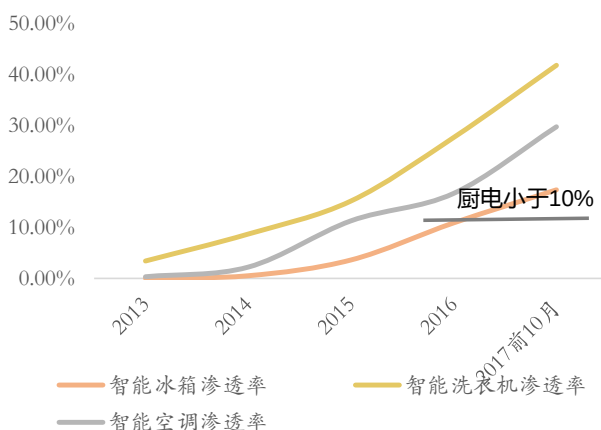


资料来源：公司官网、广证恒生

4.2.3 智能家居：牵手方大加速产品成长，立足科技改善生活体验

智能家居迎加速成长之际，牵手方大布局厨电智能加速产品成熟。公司从 2013 年开始布局智能家居产品研发，曾与百度、腾讯合作开发智能童鞋等产品，如今智能冰箱、智能洗衣机、智能空调渗透率持续上升，智能家居迎来高速增长期，细分产品的成熟有望带动用户对智能家居整体产品的认识，带来智能家居板块全面成长，公司目前积极布局包括智能厨电、智能镜面、智能音响等领域，且于近期与方大展开智能厨电领域合作，我们认为虽然目前智能厨电板块渗透率较低，但公司有望待用户培育成熟迎来智能厨电产品加速渗透的红利，牵手方大有望借力老牌厨电企业共同深耕智能厨电产品，实现未来业绩的增长。

图表41. 我国智能家居进入加速渗透期



资料来源：中怡康、广证恒生

图表42. 智能厨电产品示意图

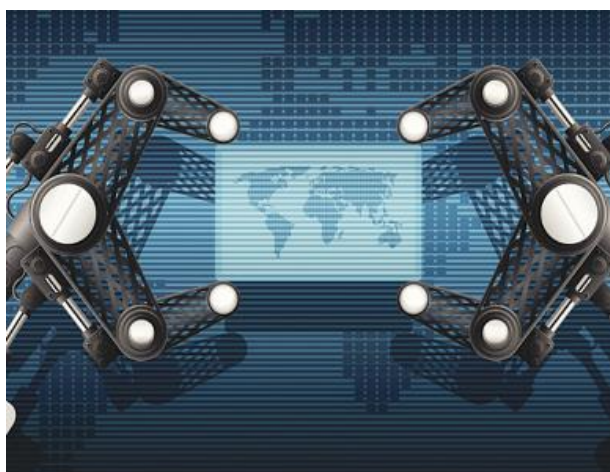


资料来源：公司官网、广证恒生

4.2.4 人工智能：成立中央研究院，研发成熟技术反馈于智能产品

成立人工智能研究院发力布局智能化技术，构建完善产品研发体系。公司于2014年成立中央研究院，先后布局机器视觉、语音识别、医疗影像、自然语言处理和机器人控制等技术，并先后应用在公司智能交互平板、智能显控、液晶电视主板、车载显示、智能音箱等产品中应用。我们看好公司通过完善产品研发体系，加大产品研发投入布局，立足产品品质实现更高更长远的发展。

图表43. 公司积极布局人工智能技术研发体系



资料来源：广证恒生

5. 投资逻辑

与市场不同的观点：我们认为①公司是一家立足于产品设计研发且充满活力的企业（60%研发人员、平均年龄29岁）；成长中的龙头主营产品市占率第一（液晶板全球28%、交互智能板38.6%），上下游议价能力强。②公司已形成现金牛+明星+孵化业务组合布局：短期看液晶主板卡维持稳定构建业绩安全垫，交互智能板教育（未来3年YOY30%+）和会议（17年营收有望达到4亿元，YOY+233%）应用成长确定；长期看教育板块B端以及C端内容付费加速渗透，智能家电、汽车电子、智能医疗等多元化产品成熟放量贡献业绩弹性。

看短期：液晶板卡构筑安全垫，交互智能板成长稳定。公司液晶主板卡产品以28%的市占率全球第一，



考虑全球电视出货量较稳定，智能电视加速渗透有望提高公司客单价带来业绩稳步提升，构建厚实的业绩安全垫。从成长性来看，公司交互智能板 2017 年 Q3 市占率 38.6%国内领先，凭借优秀的产品+渠道+售后服务等核心优势，有实现渗透率及市占率的双提升，产品 5 年更替周期+产品革新+品类扩充有望持续提升行业价值。会议领域公司于 2017 年推出 MAXHUB 新产品获市场认可，后续有望通过持续拓宽销售渠道实现更大的业绩成长。

看长期：布局教育生态掘金千亿市场+孵化业务成熟贡献业绩弹性。我们认为至 2020 年教育信息化经费将超过 3500 亿元，且前期对于硬件投入已过高峰期，后续将往软件、服务与内容方向转移，公司积极布局教育软件服务，在 B 端有望通过推出增值服务充分享受行业成长红利；C 端立足于硬件的市占率优势，经测算希沃已触达千万级别用户，后续有望通过推出 C 端付费产品获得业绩弹性。公司以产品研发设计为导向且研发投入不断提升，2017 年有望超过 4 亿元，通过构建内部孵化器体系，积极在智能硬件、智能医疗、人工智能领域布局，目前汽车电子获苹果许可牵手大众汽车，厨电牵手方大，我们认为孵化产品对应市场空间巨大，随着孵化产品逐渐成熟，有望给公司带来极大业绩弹性。

盈利预测：我们预计公司 2017-2019 年净利润为 7.8/11.1/14.1 亿元，对应 EPS 为 2.15/3.06/3.89 元/股，对应 PE 为 32/23/18 倍。考虑公司 2017 年受汇兑损益影响构筑业绩平台期、液晶板卡业绩扎实构建安全垫、交互智能板成长确定性强、教育软件付费+孵化业务贡献业绩弹性，结合可比公司 18 年平均估值，我们认为公司作为次新股、细分领域龙头、布局软件服务+孵化产品成熟应享有估值溢价，我们给予公司 18 年 30 倍 PE，对应仍有 31%的价格空间。首次覆盖，给予强烈推荐评级。

图表44. 部件业务营收测算

	2014	2015	2016H1	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
销售量 (万台)	3,903	5,468	2,880	6,167	2,739	6,352	6,542	6,738
YOY	30.83%	40.08%		12.78%	-4.89%	3.00%	3.00%	3.00%
单价 (元 /台)	72.31	69.67	74.78	76.45	76.00	77.00	78.00	79.00
部件营收 (万元)	282,256	380,953	215,405	471,466	208,144	489,072	510,287	532,334
YOY	35.38%	34.97%		23.76%	-3.37%	3.73%	4.34%	4.32%
毛利率	17.57%	16.46%	15.09%	14.82%	15.15%	15.10%	15.10%	15.10%
毛利额 (万元)	49,592	62,705	32,505	69,871	31,534	73,850	77,053	80,382

资料来源：公司官网、广证恒生

图表45. 公司交互智能板营收测算

	2014	2015	2016H1	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
销售量 (万台)	8.79	16.63	10.09	28.83	12.73	38.92	50.60	65.78
YOY	136.3%	89.19%		73.36%	26.15%	35.00%	30.00%	30.00%
单价 (元/台)	12,024	11,279	10,498	10,549	10,650	10,650	10,600	10,600
交互智能 板营收 (万元)	105,678	187,532	105,934	304,129	135,559	414,503	536,324	697,222
YOY	111.8%	77.46%		62.17%	27.97%	36.29%	29.39%	30.00%



毛利率	24.16%	24.97%	30.44%	29.26%	29.90%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利额 (万元)	25,532	46,827	32,246	88,988	40,532	124,351	160,897	209,167

资料来源：公司官网、广证恒生

图表46. 公司其它业务营收测算

项目	2014	2015	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营收(百万元)	145	251	437	291	655.5	983.25	1474.87
YOY		73.10%	74.10%	85.25%	50.00%	50.00%	50.00%
毛利率	20.28%	17.37%	18.60%	29.99%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利额 (百万元)	29.41	43.60	81.28	87.27	196.65	294.98	442.46

资料来源：公司官网、广证恒生

图表47. 可比公司估值表

股票代码	股票简称	市值 (亿元)	PE (TTM)	PE2017	PE2018	PE2019
002261	拓维信息	81.74	40.97	31.41	25.73	19.87
300248	新开普	42.93	42.87	34.20	23.80	17.12
300359	全通教育	60.91	105.53	33.66	22.99	17.41
300089	文化长城	40.65	52.62	37.22	22.13	17.57
300282	汇冠股份	47.56	40.81	28.91	23.24	19.89
教育可比公司平均估值				33.07	23.58	18.37
002429	兆驰股份	152.11	29.52	27.91	21.36	17.68
000810	创维数字	75.61	40.15	16.69	12.35	9.11
000801	四川九洲	62.90	60.37	39.58	28.41	21.11
002519	银河电子	69.42	32.82	28.61	22.51	17.72
显示器可比公司平均估值				28.20	21.16	16.41

资料来源：Wind、广证恒生

6. 风险提示

- 液晶板卡业务大幅下跌；
- 教育信息化政策推进不达预期；
- 孵化业务成熟周期不达预期。



盈利预测模型：

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2279	2668	3255	4044	营业收入	8238	9638	11327	13569
现金	1171	1890	2780	3561	营业成本	6526	7473	8673	10260
应收账款	52	19	28	30	营业税金及附加	27	31	38	45
其它应收款	14	14	12	13	营业费用	376	501	623	746
预付账款	17	8	6	10	管理费用	555	694	793	991
存货	744	502	156	166	财务费用	33	-23	-35	-47
其他	282	235	273	263	资产减值损失	42	40	41	40
非流动资产	580	478	524	551	公允价值变动收益	70	-100	0	0
长期投资	1	1	1	1	投资净收益	74	43	48	51
固定资产	398	395	401	409	营业利润	823	864	1242	1585
无形资产	100	101	101	103	营业外收入	31	30	30	30
其他	81	-20	21	38	营业外支出	5	4	4	5
资产总计	2860	3146	3779	4595	利润总额	849	890	1268	1609
流动负债	1550	1362	1380	1325	所得税	107	110	158	200
短期借款	0	0	0	0	净利润	742	780	1110	1410
应付账款	987	861	924	892	少数股东损益	0	-1	-1	-1
其他	563	501	456	433	归属母公司净利润	742	781	1111	1411
非流动负债	61	41	48	50	EBITDA	864	906	1275	1607
长期借款	0	0	0	0	EPS（摊薄）	2.04	2.15	3.06	3.89
其他	61	41	48	50					
负债合计	1611	1404	1427	1376	主要财务比率				
少数股东权益	3	3	2	1	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
股本	363	363	363	363	成长能力				
资本公积	0	0	0	0	营业收入增长率	37.4%	17.0%	17.5%	19.8%
留存收益	879	1377	1987	2855	营业利润增长率	116.8%	4.9%	43.9%	27.5%
归属母公司股东权益	1242	1740	2350	3218	归属于母公司净利润增长率	109.3%	5.3%	42.2%	27.0%
负债和股东权益	2860	3146	3779	4595	获利能力				
					毛利率	20.8%	22.5%	23.4%	24.4%
现金流量表					净利率	9.0%	8.1%	9.8%	10.4%
					ROE	72.0%	52.2%	54.2%	50.6%
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	ROIC	58.4%	43.6%	45.9%	42.5%
经营活动现金流	757	976	1387	1291	偿债能力				
净利润	742	781	1111	1411	资产负债率	56.3%	44.6%	37.8%	29.9%
折旧摊销	32	39	42	45	净负债比率	0.10%	0.21%	0.13%	0.15%
财务费用	33	-23	-35	-47	流动比率	1.47	1.96	2.36	3.05
投资损失	-74	-43	-48	-51	速动比率	0.99	1.59	2.25	2.93
营运资金变动	88	127	320	-66	营运能力				
其它	-63	95	-2	0	总资产周转率	3.35	3.21	3.27	3.24
投资活动现金流	-104	1	-30	-15	应收账款周转率	301.60	271.41	484.19	467.89
资本支出	-157	-40	-70	-55	应付账款周转率	7.58	8.09	9.72	11.30
长期投资	-48	7	-1	-2	每股指标（元）				
其他	101	34	41	41	每股收益（最新摊薄）	2.04	2.15	3.06	3.89
筹资活动现金流	-272	-259	-466	-495	每股经营现金流（最新摊薄）	2.09	2.69	3.82	3.56
短期借款	0	0	0	0	每股净资产（最新摊薄）	3.42	4.79	6.47	8.87
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	297	0	0	0	P/E	34.20	32.49	22.85	17.99
资本公积金增加	-46	0	0	0	P/B	20.43	14.59	10.80	7.88
其他	-524	-259	-466	-495	EV/EBITDA	-1.35	25.93	17.73	13.58
现金净增加额	381	719	891	781					



广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼
电话：020-88836132, 020-88836133
邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；
谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；
中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；
回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。

