

智能交互领域龙头，深耕教育与企业级服务市场

投资要点

- **推荐逻辑: 1) 行业绝对龙头, 优势进一步扩大。**公司是全球领先的智能交互解决方案服务商, 目前已经形成板卡+教育+会议三大业务格局。2019 年 H1 公司教育平板和会议平板业务市占率分别提升 3.9 和 7 个百分点。凭借产品和技术优势, 公司的优势有望进一步扩大。**2) 营收结构改善+规模效应改善毛利率。**2019 年 H1 公司整体毛利率提升了 5.9pp 至 26%。分业务来看, 板卡业务毛利率提升 6.8pp 至 18.5%, 交互平板业务提升 3.2pp 至 36.5%。随着公司营收结构的优化和规模效应的体现, 公司整体毛利率有望持续提升。**3) 会议服务市场打开成长空间。**根据 AVC 预测数据显示, 2018 年中国会议平板整体市场规模仅 34 亿元, 而存量可替代市场空间接近千亿, 未来成长潜力巨大。
- **板卡业务: 全球龙头地位, 智能家电有望成为新增长点。**液晶显示主控板卡业务起步早、体量大, 对公司业绩贡献稳定。2018 年公司液晶板卡业务市场占有率为 35%, 多年保持全球首位。公司正逐步向智能家电控制组件领域发力, 未来将重点围绕白色家电提供智能家电整体解决方案, 形成新的业绩增长点。
- **教育业务: 受益教育信息化 2.0 和新高考改革持续推荐。**公司交互智能平板在教育信息化领域均处于龙头地位, 2019 年市占率达到 40.4%。希沃系列交互智能平板在中国市场装机量超过 120 万台, 连续 7 年蝉联中国交互智能平板行业桂冠。教育业务定位从“三教”向“三务”延展, 受益于国家政策在教育信息化 2.0 的全面布局和新高考改革的加速推进, 智慧教育市场正迎来新的风口。
- **会议平板: 直面千亿市场空间, 会议服务市场爆发可期。**高效会议平台 MAXHUB 交互智能平板自 2017 年推出市场以来, 实现了业务的高速扩张, 2018 年销售额市占率达到 25.4%, 2019 年提升至 32.4%, 全国第一。会议服务市场爆发在即, 公司凭借产品和技术优势有望率先受益。
- **盈利预测与投资建议:**预计公司 2019-2021 年归母净利润将保持 36% 的复合增长率。考虑到公司在液晶显控板卡、教育平板和会议平板领域均位于行业第一的地位, 对标同类上市公司, 给予公司 2019 年 40 倍估值, 对应目标价为 96 元, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	16983.69	21282.01	26128.55	31560.16
增长率	56.28%	25.31%	22.77%	20.79%
归属母公司净利润(百万元)	1004.27	1573.30	1943.71	2524.87
增长率	45.32%	56.66%	23.54%	29.90%
每股收益 EPS(元)	1.53	2.40	2.96	3.85
净资产收益率 ROE	30.11%	31.47%	29.25%	28.68%
PE	56	36	29	22
PB	16.41	11.01	8.33	6.32

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱芸
执业证号: S1250517070001
电话: 010-57758600
邮箱: zhuz@swsc.com.cn

联系人: 刘忠腾
电话: 0755-23616646
邮箱: lzht@swsc.com.cn

联系人: 朱松
电话: 021-58352031
邮箱: zhush@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	6.56
流通 A 股(亿股)	0.68
52 周内股价区间(元)	52.4-85.17
总市值(亿元)	558.58
总资产(亿元)	84.90
每股净资产(元)	5.66

相关研究

投资要件

关键假设

假设 1: 伴随智能家电市场渗透率的提高, 大尺寸高清液晶显示设备覆盖加快, 预计 2019-2021 年智能液晶显示主控板卡出货量增速为 25%、20%、18%, 价格上涨幅度分别为 1%、1%、1%。传统液晶显示主控板卡出货量增速 5%、3%、3%, 价格保持不变。

假设 2: 公司教育信息化业务保持稳定增长, 教育交互智能平板保持较强的盈利能力, 预计 2019-2021 年教育交互智能平板出货量增速分别为 25%、23%、20%, 价格上涨幅度增速分别为 2%、2%、2%。

假设 3: 公司会议交互智能平板保持高速增长, 预计 2019-2021 年交互智能平板出货量增速分别为 100%、60%、40%, 价格上涨幅度增速分别为 5%、5%、5%。

假设 4: 政策环境保持稳定, 行业竞争形势不发生重大变化, 业务开发和拓展不出现重大风险, 公司期间费用大体保持稳定, 综合毛利率随着营收结构变化略微提升。

我们区别于市场的观点

市场普遍认为公司板卡业务成长性见顶, 教育平板业务用户粘性不足。我们认为: 1) 虽然当前板卡业务全球市占率已高达 35%, 但存量市场中智能板卡的替代不可小觑, 仍将支撑板卡业务以 20%以上的增速成长。2) 教育平板业务有望从单一的交互平板拓展至软件、服务, 延伸至教育考试等各应用场景, 构建生态闭环, 形成用户粘性。

股价上涨的催化因素

公司业绩增长高于预期, 教育衍生产品收获大订单、Maxhub 会议系统收获大订单、孵化业务 (医疗、家电、汽车电子) 实现重点客户的突破。

估值和目标价格

预计公司 2019-2021 年归母净利润将保持 36%的复合增长率。考虑到公司在液晶显控板卡、教育平板和会议平板领域均位于行业第一的地位, 对标同类上市公司, 给予公司 2019 年 40 倍估值, 对应目标价为 96 元, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

投资风险

行业政策的变动风险, 市场竞争加剧的风险, 上游原材料价格或大幅波动, 业务拓展或不及预期的风险, 汇兑损益变动的风险。

目 录

1 公司概况：液晶显控板卡和教育信息化领跑者	1
1.1 发展历程：液晶显示板卡起家，产业链延伸教育会议领域	1
1.2 股权结构：无实际控制人，员工持股比例高	2
2 行业分析：信息化市场广阔，新风口创造新增量	3
2.1 板卡市场：电视市场保持稳定，技术升级带动放量	3
2.2 教育市场：全面进入教育信息化 2.0，政策红利释放新需求	5
2.3 会议服务：信息化进程快速起步，多领域市场空间巨大	8
2.4 智能家居：智能家电蓝海初显，市场广阔渗透率低	9
3 公司分析：龙头地位稳固，智能业务贡献新动能	11
3.1 板卡业务贡献稳定，智能板卡效益逐年显著	11
3.2 教育与企业服务双线发展，交互智能平板收益贡献显著	13
3.3 积极拓展产品布局，助力业绩增长潜能	21
3.4 研发投入持续增加，构筑产品竞争优势	23
3.5 高福利与淘汰机制并举，人均盈利指标大幅领先对手	24
3.6 轻资产委外加工模式，供应链管理精细化铸就专业品质	25
3.7 发行可转债募资 9.4 亿元，布局宽领域业务	25
4 财务分析：业绩处于高增长轨道，成长盈利能力强劲	26
4.1 营收和净利润实现高增长，交互智能平板业绩贡献扩大	26
4.2 综合毛利率保持稳定，交互智能平板盈利能力走强	27
4.3 期间费用控制良好，保证盈利能力	27
4.4 产业链占款能力强，经营性现金流稳定	28
5 盈利预测与估值	29
5.1 盈利预测	29
5.2 绝对估值	29
5.3 相对估值	31
6 风险提示	31

图 目 录

图 1: 公司主要业务板块	1
图 2: 公司股权结构	2
图 3: 2013-2018 年全球电视出货量及增速	4
图 4: 全球电视市场智能电视份额	4
图 5: 全球 VR/AR 市场规模极其增长率	5
图 6: 2013-2017 年中国财政性教育支出及占 GDP 比重	6
图 7: 2013-2020E 教育信息化财政拨款经费及占比	6
图 8: 二胎政策全面放开, 适龄儿童人口数量重回增长	7
图 9: 幼儿园园数与毛入学率	7
图 10: 近年智能平板与投影仪销售额对比	7
图 11: 近年 IWB 中销售额及同比增长率	7
图 12: 2014-2020E 年全球视频会议市场规模	8
图 13: 2011-2017 年中国视频会议市场规模	8
图 14: 2017 年我国视频会议市场应用场景	9
图 15: 中国企业数量	9
图 16: 2018 年中国智能家居行业的关键产品	10
图 17: 智能家居产品品类统计	10
图 18: 2016-2020E 年中国智能家电市场规模及预测	10
图 19: 2018 年全球智能家居市场规模前五名	11
图 20: 2018 年中国与全球前五名智能家居市场渗透率	11
图 21: 公司部件业务主要产品	11
图 22: 2014-2018 年公司液晶主控板卡出货量及全球份额	11
图 23: 2013-2018 年公司液晶主控板卡业务营业收入及增速	12
图 24: 2013-2018 年公司液晶主控板卡业务毛利润及增速	12
图 25: 2014-2018 年公司智能板卡出货量及占比	12
图 26: 2014-2018 年公司公司智能板卡业务营收及占比	12
图 27: 2018 年公司分业务营收结构	13
图 28: 2014-2018 年公司交互智能平板出货量及增速	13
图 29: 公司交互智能平板分业务营收结构 (亿元)	13
图 30: 2014-2018 年公司交互智能平板业务营业收入及增速	14
图 31: 2014-2018 年公司交互智能平板业务毛利润及增速	14
图 32: 希沃互动课堂应用场景案例	15
图 33: 多功能——交互智能平板	16
图 34: 地理课——带给学生体验感, 助学生排除理解障碍。	16
图 35: 数学课——课堂容量增大, 老师的双手得到解放	16
图 36: 教育交互智能平板全国出货量占比	17
图 37: 教育交互智能平板全国销售额占比	17
图 38: 希沃产品体系	18
图 39: 希沃交互智能平板装机量	18

图 40: 公司基于教育云开展智慧教育业务	18
图 41: MAXHUB 智能会议解决方案	19
图 42: MAXHUB 智能会议解决方案应用案例	19
图 43: MAXHUB 及竞争者销售额比较	20
图 44: MAXHUB 及竞争者市占率比较	20
图 45: MAXHUB 新品宣传广告	20
图 46: 2018 上半年职场社交 APP 下载量 (万次)	21
图 47: 智能冰箱交互屏显	22
图 48: 智能抽油烟机交互屏显	22
图 49: 我国医疗信息化的三个阶段	22
图 50: 中国医疗信息化行业市场规模	22
图 51: 希科产品体系	23
图 52: 2015-2018 年公司研发人员数量及占比	24
图 53: 2013-2018 年公司研发费用及研发费率	24
图 54: 不同公司人均创收、人均创利和人均薪酬比较 (万元)	25
图 55: 不同公司员工类型人数比较 (人)	25
图 56: 2014-2018 年公司营业收入及增速	26
图 57: 2014-2018 年公司归母净利润及增速	26
图 58: 2014-2018 年公司分产品营收结构	26
图 59: 2018 年公司分地区营收结构	26
图 60: 2014-2018 年公司毛利率及净利率	27
图 61: 2014-2018 年公司主要产品毛利率	27
图 62: 2014-2018 年公司管理费用及管理费率	27
图 63: 2014-2018 年公司销售费用及销售费率	27
图 64: 近年公司产业链上下游占款能力	28
图 65: 2014-2018 年公司经营活动现金流量	28

表 目 录

表 1: 公司发展历程.....	1
表 2: 液晶显示主板卡提供商.....	3
表 3: 《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022 年）》发展计划.....	4
表 4: 教育信息化激励政策及法规.....	5
表 5: 会议平板市场渗透率测算.....	8
表 6: 希沃产品体系.....	14
表 7: 希沃与鸿合教育交互智能平板单价估算.....	17
表 8: 视源与鸿合营运能力对比.....	17
表 9: 会议服务场景主要功能.....	19
表 10: Surface Hub 与 MAXHUB 比较.....	21
表 11: 公司可转债项目投资情况（回收期包括 2 年建设期）.....	25
表 12: 公司分产品营业收入预测（百万元）.....	29
表 13: 绝对估值假设条件.....	30
表 14: FCFF 估值结果.....	30
表 15: FCFF 估值敏感性分析.....	30
表 16: 可比公司估值（截止 2019 年 8 月 20 日收盘价）.....	31
附表: 财务预测与估值.....	32

1 公司概况：液晶显控板卡和教育信息化领跑者

1.1 发展历程：液晶显示板卡起家，产业链延伸教育会议领域

广州视源电子科技有限公司成立于 2005 年，于 2011 年 12 月变更为股份有限公司，2017 年 1 月在深交所中小板上市。公司总部设在广州市黄埔区，并在上海、深圳、香港和海外设有技术服务中心。公司是以显控技术为核心的智能交互解决方案服务供应商，始终致力于提升电子产品更加丰富、高效的沟通及互动体验，主营业务为液晶显示主控板卡和交互智能平板的设计、研发与销售。交互平板旗下有两个品牌，一个是教育信息化应用工具提供商希沃（seewo），一个是高效会议平台 MAXHUB。

表 1：公司发展历程

时间	事件
2005 年	视源电子成立于广州。
2008 年	视源电子成立子公司--视睿科技，并推出第一个自主品牌“希沃（seewo）”。
2012 年	参与制定教育行业《多媒体教学环境视频系统设计规范》，并作为教育部颁标准发布。
2017 年	在深圳证券交易所中小板上市；发布自主品牌高效会议平台“MAXHUB”。
2018 年	印度子公司成立；收购上海仙视电子科技有限公司 51% 股权。
2019 年	收购西安青松光电技术有限公司 51% 股权。

数据来源：公司官网，西南证券整理

公司以液晶显示主控板卡业务起家，以自身技术研发优势和供应链资源优势，积极为新业务和并购业务赋能，产业链下游延伸教育、会议领域。2018 年公司收购数字标牌供应商龙头上海仙视电子科技有限公司，并间接收购数字标牌细分行业的系统解决方案开发商欣威视通。2019 年公司收购西安青松光电技术有限公司，扩大 led 显示屏领域的核心规模优势。

图 1：公司主要业务板块



数据来源：公司公告，西南证券整理

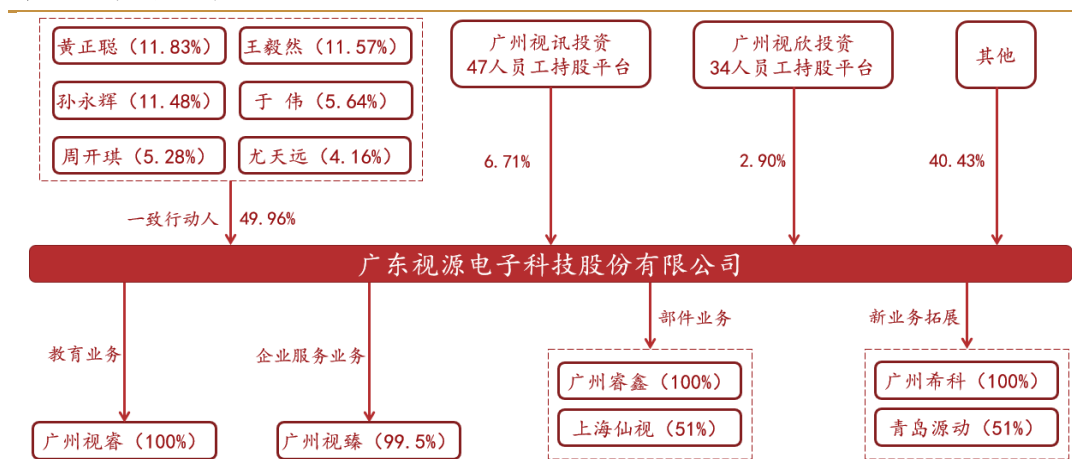
公司是全球领先的以显控技术为核心的智能交互解决方案服务商，下设部件、教育、企业服务三大业务板块。部件业务围绕电视等白家电液晶显示主控板卡等核心部件的供应，整合产品功能，拓展智能家电的智能控制组件产品。教育业务依托教育信息化应用工具品牌希

沃 (seewo)，提供教育信息化应用工具、教育信息化前沿理论研究成果、教育信息技术常态化应用培训服务等。企业服务业务以 MAXHUB 高效会议平台为核心产品，满足用户高效协同全会议场景的沟通需求。公司通过技术创新不断延伸和丰富业务结构，目前产品已广泛应用于家电、教育、企业服务等领域。

1.2 股权结构：无实际控制人，员工持股比例高

公司遵循“股份共享，员工共治”的企业机制，是一家治理结构现代化的科技公司。公司无个人控股股东，黄正聪、王毅然、孙永辉、于伟、周开琪和尤天远六人为一致行动人，分别持有 11.8%、11.6%、11.5%、5.6%、5.3%和 4.2%的股份，控制公司股份比例 50%，六人为公司共同实际控制人，股权结构集中于管理层，保证控股股东对上市公司的管理和运营效率。广州视讯投资和广州视迅投资为员工持股平台，共有 9.6%的股份。视讯投资于 2011 年 10 月参与员工持股，持有公司 6.8%的股份，持股股东 47 人；视迅投资于 2013 年 9 月参与员工持股，持有公司 2.9%的股份，持股股东 34 人。员工持股为公司长期持续快速发展奠定人才基础，提高公司的可持续发展能力，体现公司平等、分享的企业价值观。

图 2：公司股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

2 行业分析：信息化市场广阔，新风口创造新增量

2.1 板卡市场：电视市场保持稳定，技术升级带动放量

2.1.1 液晶主控板卡市场：全球三类主流供应商

生产液晶显示主控板卡的企业有三类：

1) 第一类是拥有完整产业链的大型品牌企业，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，以三星电子、LG 电子为代表。

2) 第二类是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，这类企业以富士康、纬创资通、冠捷科技等为代表。

3) 第三类是为第一类、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供应商，以视源股份、金锐显等为代表。

近年来，液晶显示产品品牌厂商和为品牌厂商提供生产组装服务的 OEM、ODM 厂商为降低生产成本和研发成本、加快新产品上市速度，纷纷加大了液晶显示主控板卡的外购比例。未来，随着液晶显示产业分工的进一步专业化与精细化，液晶显示主控板卡外购业务将逐步加大，以本公司为代表的专业液晶显示主控板卡供应商未来发展空间较大。

表 2：液晶显示主板卡提供商

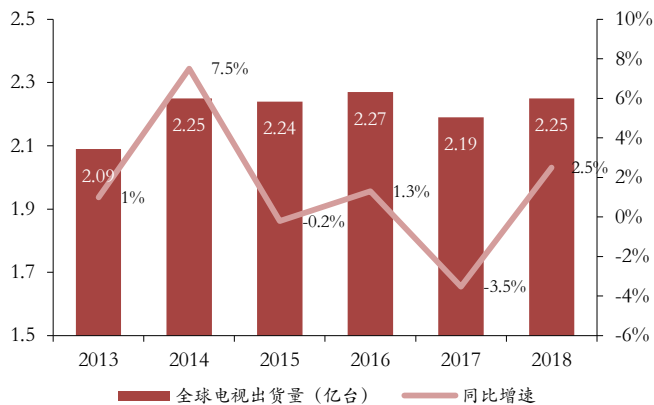
类型	典型企业
大型品牌商	三星电子、LG
ODM/OEM 厂商	富士康、纬创资通、冠捷科技
专业液晶显示主板提供商	视源股份、金锐显、视纬通

数据来源：公司招股书，西南证券整理

2.1.2 传统液晶电视市场：液晶电视出货量稳定

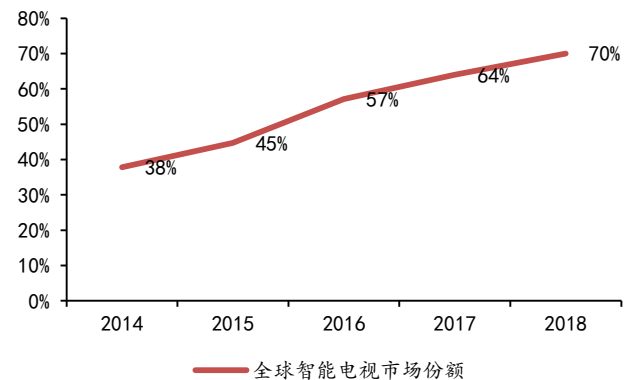
液晶显示主控板卡主要应用于全球各种功能的液晶电视。液晶电视具有轻、薄、色彩丰富、清晰度高、节能环保、使用寿命长等优势，已经基本替代传统的 CRT 电视，在各种电视中占比越来越高。据奥维云网统计数据，2018 年全球电视市场扭转颓势，出货量为 2.3 亿台，同比增长 2.5%，其中液晶电视出货量 2.2 亿台。Digitimes Research 预计 2019 年全球液晶电视出货量将同比增长 1.7%，2018—2022 年销量将逐年小幅提升，并在 2023 年继续温和增长至 2.4 亿台，市场需求整体保持稳定态势，仍然存在成长空间。

图 3：2013-2018 年全球电视出货量及增速



数据来源：AVC unit，西南证券整理

图 4：全球电视市场智能电视份额



数据来源：IHS Markit，西南证券整理

2.1.3 智能电视板卡市场：智能化带动板卡需求

随着液晶显示主控芯片技术的进步以及互联网技术的发展，智能化电视的普及率在逐步提高。智能电视具备开放式操作系统与芯片，拥有开放式应用平台，可实现双向人机交互功能，人们可以自由的在自己空闲的时间观看自己喜欢的电视节目，用户在欣赏普通电视内容的同时可自行安装和卸载各类应用软件，持续对功能进行扩充和升级，极大的提升电视的娱乐性。根据 IHS Markit 全球电视市场数据统计，全球智能电视出货量占比近年来不断提升，在 2016 年首次超过 50%，预计在 2018 年达到 70%。流媒体视频在全球范围内的普及，尤其是在世界杯和奥运会等特殊赛事时的广泛应用，以及全球流媒体视频服务的持续增长，都推动了近几年来智能电视销售市场的强劲增长。智能电视的普及带动液晶显示主控板卡向网络化、智能化方向发展，成为推动行业发展的重要因素。

2.1.4 大尺寸、超高清电视市场：下一个增长点

2019 年 3 月，工业和信息化部、国家广播电视总局、中央广播电视总台联合发布《超高清视频产业发展行动计划（2019~2022 年）》，文件提出将按照“4K 先行，兼顾 8K”的总体技术路线，大力推进超高清视频产业发展和相关领域的应用。继视频数字化、高清化之后电视行业有望迎来新一轮重大技术升级。国家政策支持 and 行业标准的形成有利于驱动以视频为核心的行业智能化转型升级，进而将为液晶显示主控板卡行业带来新的发展机会。2022 年，我国超高清视频产业总体规模超过 4 万亿元，4K 产业生态体系基本完善，8K 关键技术产品研发和产业化取得突破，形成一批具有国际竞争力的企业。

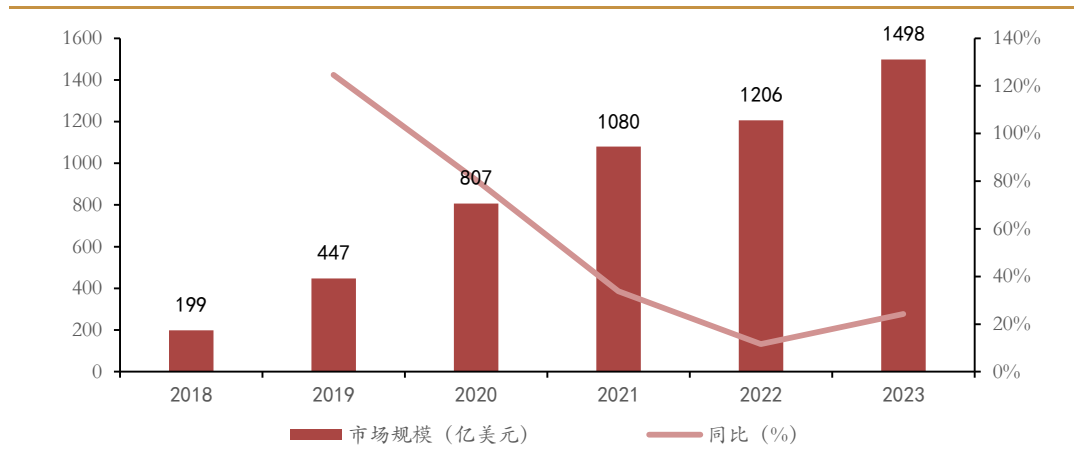
表 3：《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022 年）》发展计划

	4K 电视终端销量占比	超高清节目制作能力	4K 超高清视频用户
2020 年	超过 40%	超过 1 万小时/年	1 亿
2022 年	全面普及	超过 3 万小时/年	2 亿

数据来源：工信部，广电总局，西南证券整理

2019 年是 5G 商用元年，6 月四大运营商（中国移动、中国电信、中国联通、中国广电）均获得工信部发放的 5G 运营牌照，2020 年 5G 有望全面普及，下游延伸的出来的后应用市场如 AR/VR、车联网、远程医疗等迅速兴起，应用市场对于液晶屏板卡其主控板卡的需求将有望得到放量。

图 5：全球 VR/AR 市场规模及其增长率



数据来源：IHS，西南证券整理

2.2 教育市场：全面进入教育信息化 2.0，政策红利释放新需求

2.2.1 政策红利迎来集中兑现期

教育信息化一直是近年来政策高度关注和支持的领域，以教育信息化全面推动教育现代化是信息时代我国实现教育改革和发展的重要战略决策。教育信息化经过从无到有的 1.0 阶段探索实践，信息技术对教育的革命性影响已初步显现。2018 年 4 月，教育部在国家教育信息化工作会议上提出的《教育信息化 2.0 行动计划》，教育信息化迈入 2.0 时代。教育信息化从 1.0 向 2.0 时代转变，将更加注重软件、平台、管理和服务体系的建设。推进教育信息化 2.0，关键是要充分发挥信息技术对教育变革的推动作用和对教育的革命性影响，教育信息化已进入了新的发展转型期。

表 4：教育信息化激励政策及法规

时间	文件	细则
2010 年	《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010-2020 年）》	到 2020 年基本建成覆盖城乡各级各类学校的数字化教育服务体系，促进教育内容、教学手段和方法现代化，加快终端设施普及，推进数字化校园建设，实现多种方式接入互联网等目标。
2012 年	《教育信息化十年发展规划（2011-2020 年）》	到 2020 年，形成与国家教育现代化发展目标相适应的教育信息化体系。建设智能化教学环境，提供优质数字教育资源和软件工具，利用信息技术探索建立以学习者为中心的教学新模式，提高信息化教学水平。
2013 年	《关于进一步加强教育管理信息化工作的通知》	建设覆盖全国教育系统的学生、教师、经费、资产及办学条件等管理信息系统和数据库，实现各类数据管理的信息化和数据交换的规范化，基本建成国家教育管理公共服务平台。
2016 年	《教育信息化“十三五”规划》	到 2020 年，基本建成“全民皆学、处处可学、时时可学”的教育信息化体系。
2018 年	《教育信息化 2.0 行动计划》	到 2022 年基本实现“三全两高一大”的发展目标，即教学应用覆盖全体教师、学习应用覆盖全体适龄学生、数字校园建设覆盖全体学校，持续推动信息技术与教育深度融合，信息化应用水平和师生信息素养普遍提高，建成“互联网+教育”大平台，助力教育服务供给模式升级和教育治理水平提升。
2019 年	《2019 年教育信息化工作要点》	持续推进精准扶智，举行信息化教学设备捐赠、教育信息化应用服务等活动；不断提升教育服务供给能力，全国师生网络学习空间开通数量新增 1000 万个，统筹教育信息化各类试点和培

时间	文件	细则
		育计划的实施。
2019 年	《中国教育现代化 2035》	加快信息化时代教育变革，建设智能化校园，统筹建设一体化智能化教学、管理与服务平台；确保财政一般预算教育经费支出逐年只增不减，保证国家财政性教育经费支出占国内生产总值比例不低于 4%。
2019 年	《加快推进教育现代化实施方案（2018—2022 年）》	以信息化手段服务教育全过程，加快推进智慧教育创新发展，构建“互联网+教育”支持服务平台。

数据来源：国务院、教育部，西南证券整理

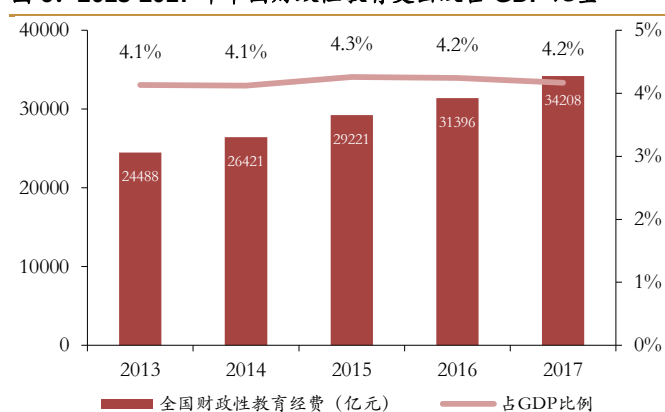
《教育信息化十年发展规划（2011-2020 年）》要求各级政府在教育经费中按不低于 8% 的比例列支教育信息化经费。《中国教育现代化 2035》提出确保财政一般预算教育经费支出逐年只增不减，保证国家财政性教育经费支出占国内生产总值比例不低于 4%。国家产业政策的支持及财政性教育经费的保障，为教育信息化行业的快速发展带来了良好的机遇。

2.2.2 新高考改革加速，K12 信息化市场风口再起

2018-2019 年是新高考改革的集中落地期，2014 年上海、浙江先行试点新高考改革，截至 2019 年 5 月，累计 14 省市公布新高考改革方案。新高考放开文理分科的限制，改变了选课方式，选课组合分班规则多样化，原有固定班级的概念被打破，这将催生学校走班排课等智慧教育、教学辅助管理新蓝海。此外，新高考引入“两依据、一参考”的综合素质评价，对教育信息化提出更高的要求，产生新的市场机遇。

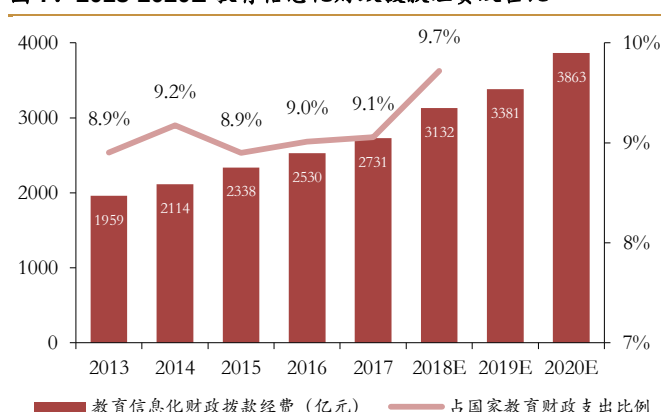
根据各地政府网站公开发布的“新高考”系列教育信息产品的招标信息统计：相关招标项目数量从 2015 年 4 个增长到 2018 年 198 个，招标总金额从 2015 年的 0.4 亿元增长至 2018 年的 8.9 亿元，呈现爆发式增长。新高考业务市场刚起步，同时需求复杂且综合，目前全国渗透率仅 5%，按照教育部的规划，2-3 年内新高考全国普及。随着各省新制度的落地，市场渗透率有望快速提高。

图 6：2013-2017 年中国财政性教育支出及占 GDP 比重



数据来源：教育部、国家统计局，西南证券整理

图 7：2013-2020E 教育信息化财政拨款经费及占比

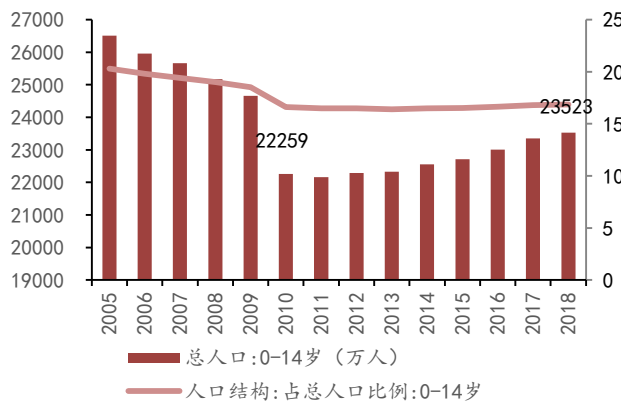


数据来源：智研咨询，西南证券整理

在教育信息化的政策引导和财政资金的支持下，教育市场对智能交互显示产品有较大的增量需求和存量更换需求。增量需求主要为产品的新进入和渗透。未来增量需求较大的原因主要有：1) 教育公平化的政策导向将推动教育信息化装备在全国实现全覆盖；2) 二胎政策的全面开放以及人口政策的逐渐转向将增加未来的学生人数。2005-2010 年间，我国 0-14

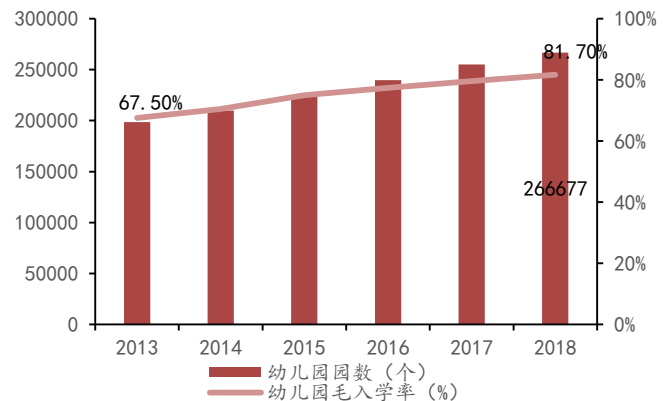
岁适龄儿童人数每年呈下降趋势, 2011 年国家开始初步试行二胎政策后, 适龄儿童人口数逐年上涨; 3) 小班制的逐渐推广将增加未来的教室数量; 4) 对幼教的逐步重视将促进幼教市场的增长。2018 年幼儿园园数增至 27 万所, 毛入学率由 13 年的 67.5% 增至 18 年的 81.7%。同时, 由于产品一般还将定期更新换代, 未来的存量需求亦较高。市场未来需求的稳定增长是公司盈利持续增长的保证。

图 8: 二胎政策全面放开, 适龄儿童人口数量重回增长



数据来源: 教育部、国家统计局, 西南证券整理

图 9: 幼儿园园数与毛入学率

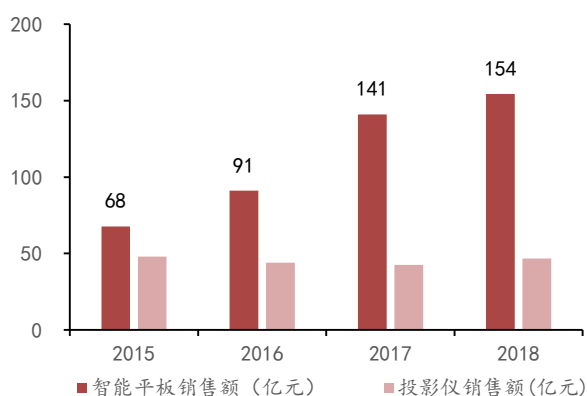


数据来源: 教育部、国家统计局, 西南证券整理

2.2.3 优质设备供应升级, 全面助力教育信息化 2.0

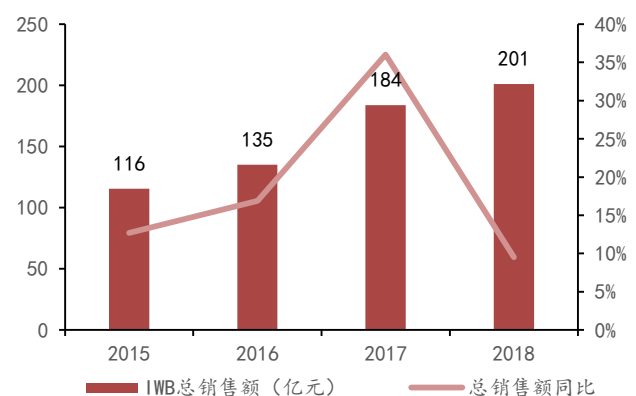
不断更新与完善的硬件设备是教育信息化发展和推进的基础, 这主要包括网络宽带的架构建设以及相关终端设备的更新。终端设备的更新体现在两个方面: 一是教室内的智能设备, 如黑板逐步演变成了电子白板、液晶白板、触控一体机; 二是学生手持终端, 如电脑、iPad、智能手机等。随着上述智能终端设备与网络宽带的更新, 传统教室正逐步升级为智能物理空间。

图 10: 近年智能平板与投影仪销售额对比



数据来源: AVC Revo, 西南证券整理

图 11: 近年 IWB 中销售额及同比增长率



数据来源: AVC Revo, 西南证券整理

智能平板逐渐成为 IWB 市场主流产品, 投影仪增长乏力。IWB 市场主要包含智能平板和投影仪两大类。从两类产品的销售额增长情况看, 智能平板增长明显, 近三年复合增长率达 31.7%, 2018 年销售额实现 154 亿元; 长期来看, 投影仪增长乏力, 2018 年投影仪销售额 46.7 亿元, 仅为智能平板销售额的三分之一。两类产品截然相反的销售额增长情况

表明中国 IWB 市场消费升级正在发生, 用户对智能平板的消费认知不断加强, 用户愿意选择交互性更强, 操作更方便的智能平板。

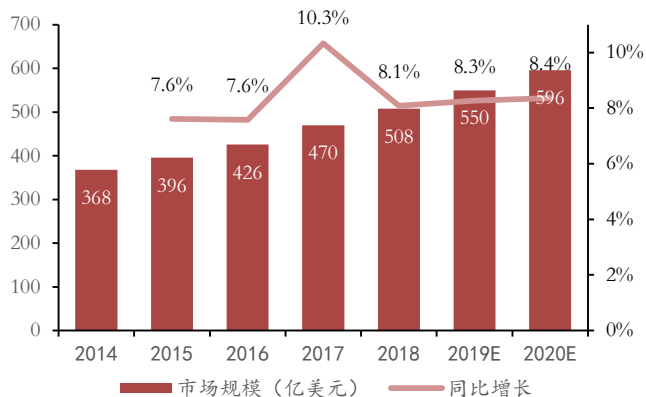
2.3 会议服务: 信息化进程快速起步, 多领域市场空间巨大

2.3.1 国内视频会议市场成长效应显著

在庞大的企业级服务市场中, 会议服务是智能商务时代的风口, 在竞争日趋激烈的市场经济环境下, 企业等机构组织更加重视会议效率乃至运营效率的提升。根据奥维云网研究报告, 2016 年全球会议室数量超过 1 亿间, 中国会议室数量超过 2000 万间。2018 年中国会议平板销售为 25 万台。目前会议服务市场正在快速起步阶段, 从会议室数量来看, 会议交互智能平板产品的市场具有广阔的发展空间。

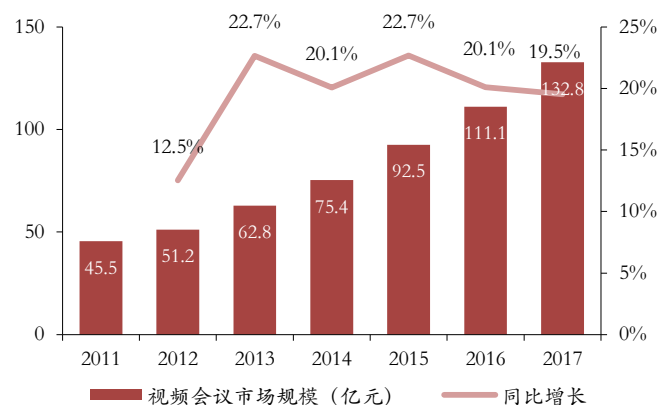
视频会议系统市场空间不断拓展。随着成本不断降低, 视频会议解决方案趋于成熟稳定, 商用、民用视频系统将会出现迅速发展普及的一个过程。根据 FROST & SULLIVAN 统计, 近年来全球视频会议市场规模以 8% 左右的增长稳定增长, 2018 年市场规模为 508 亿美元。相比国际市场而言, 中国视频会议市场体量仍然较小, 尚处于成长探索阶段。根据前瞻产业研究院数据, 2017 年中国视频会议市场规模 132.8 亿元, 我们预计未来 3 年市场增速将保持在 20% 左右, 2020 年全国会议市场规模有望达到 230 亿元。

图 12: 2014-2020E 年全球视频会议市场规模



数据来源: 弗若斯特沙利文, 西南证券整理

图 13: 2011-2017 年中国视频会议市场规模



数据来源: 前瞻产业研究院, 西南证券整理

会议平板市场迎来快速成长期, 2021 年市场渗透率有望突破 10%。会议平板在中国市场从 2016 年开始起步, 2017 年和 2018 年热度逐步提升。根据奥维云网数据, 2018 年全国会议平板出货量为 25.5 万台, 渗透率仅为 1.9%, 市场总的可替代空间为 2171 万台。我们估计未来 3 年全国企业会议数量以 15% 的增速增长, 会议平板出货量同比增长分别为 100%、75% 和 60%。通过测算 2021 年全国会议平板出货量有望达到 143 万台, 渗透率超过 11%。

表 5: 会议平板市场渗透率测算

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总市场空间 (万台)	1810	2171	2497	2871	3302
出货量 (万台)	12.32	25.51	51.02	89.29	142.87
渗透率	0.7%	1.9%	3.9%	7.0%	11.3%

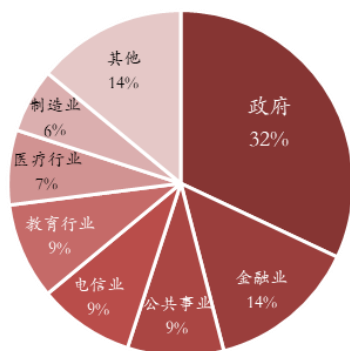
数据来源: 奥维云网, 西南证券整理

2.3.2 企业数量快速增长给予巨大想象空间

企业会议在中国会议市场中占据最为重要的地位，2018 年公司会议占据国内会议市场 53% 的比例，远超政府和其他机构会议占比。根据国家统计局数据，近年来我国企业数量以 20% 左右的增速增长，2018 年企业数量达到 2172 万家，同比增长 20%。

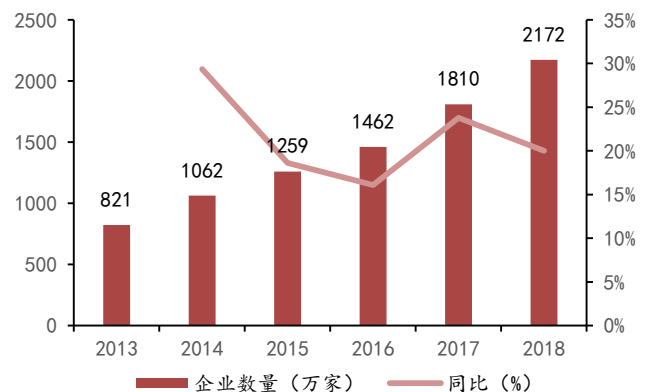
国内视频会议市场目前主要以政府需求为主导，国务院于 2008 年发布《关于国务院办公厅精简会议文件改进会风文风的意见》，指出要精简会议、改进会议形式，提倡召开电视电话会议和网络视频会议。视频会议系统的建设对于提高工作效率、节约运营成本、建设节约型社会具有重要作用。2017 年国内视频会议市场中政府应用场景份额达到 32%，此外金融、电信和教育等行业应用占比也相对较高，未来视频会议系统在高科技行业、制造业、医疗等行业应用领域有可观的发展空间。

图 14：2017 年我国视频会议市场应用场景



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

图 15：中国企业数量



数据来源：国家统计局，西南证券整理

2.4 智能家居：智能家电蓝海初显，市场广阔渗透率低

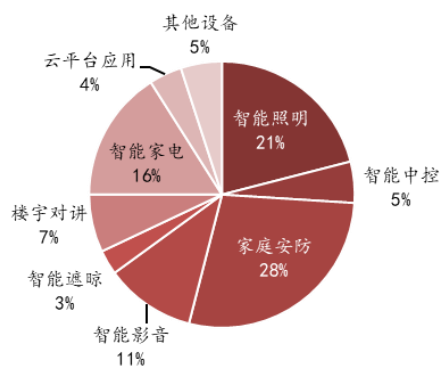
智能家电、影音与安防占智能家居全类产品比重 55%，智能交互屏显存在较大运用空间。2019 年 1 月，CSHIA&中国信通院联合编撰的《2018 中国智能家居产业发展白皮书》认为智能家居是通过各种感知技术，接收探测信号并予以判断后，给出指令让家庭中各种与信息相关的通信设备、家用电器、家庭安防、照明等装置做出相应的动作，以便更加有效服务用户且减少用户劳务量。在此基础上，综合利用计算机、网络通讯、家电控制等技术，将家庭智能控制、信息交流及消费服务等家居生活有效地结合起来，保持这些家庭设施与住宅环境的和谐与协调，并创造出高效、舒适、安全、便捷的个性化家居生活。

图 16: 2018 年中国智能家居行业的关键产品



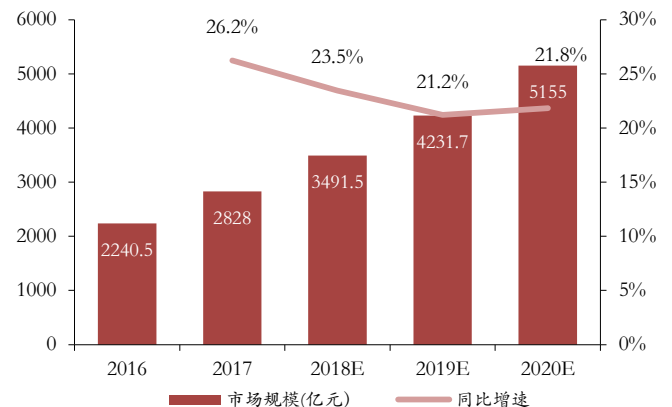
数据来源: 艾瑞咨询, 西南证券整理

图 17: 智能家居产品品类统计



数据来源: 2018 中国智能家居产业发展白皮书, 西南证券整理

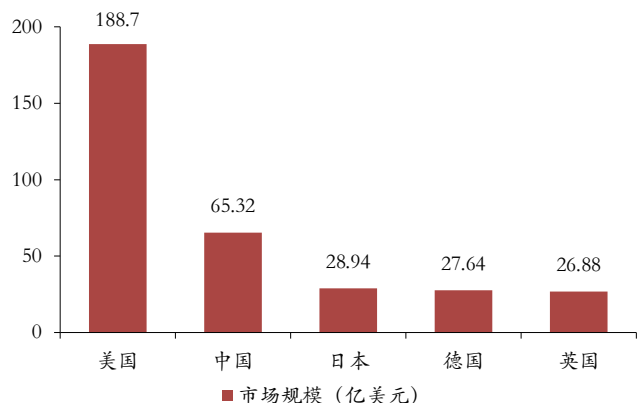
图 18: 2016-2020E 年中国智能家电市场规模及预测



数据来源: 艾瑞咨询, 西南证券整理

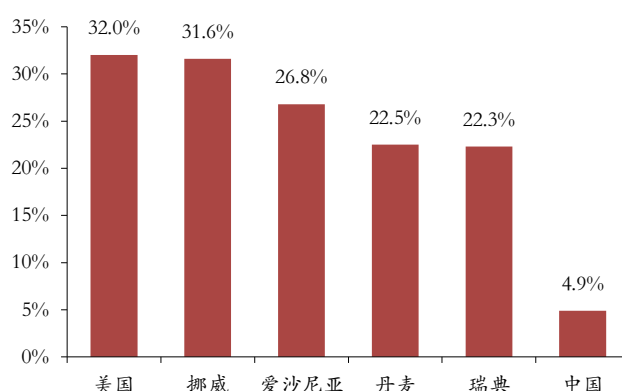
国内目前智能家电市场规模巨大而渗透率较低, 未来市场潜力较大。相比电视行业较高的智能化渗透率, 其他家电的智能化渗透率还不高, 当前处于逐年上升的阶段, 市场具有吸引力。根据艾瑞预计, 2017 年, 智能冰箱、空调、洗衣机市场规模为 831.3 亿元, 智能影音数码(智能电视、智能音箱)市场规模为 1472.6 亿元, 预计中国智能家电市场将保持稳定增长, 2020 年市场规模将达到 5155 亿元。但是市场渗透率只有 4.9%, 与美国相差 27.1 个百分点, 未来市场潜力巨大。

图 19: 2018 全球智能家居市场规模前五名



数据来源: Statista, 西南证券整理

图 20: 2018 中国与全球前五名智能家居市场渗透率



数据来源: Statista, 西南证券整理

3 公司分析: 龙头地位稳固, 智能业务贡献新动能

3.1 板卡业务贡献稳定, 智能板卡效益逐年显著

3.1.1 液晶主控板卡出货量稳定上升, 市场领导地位巩固

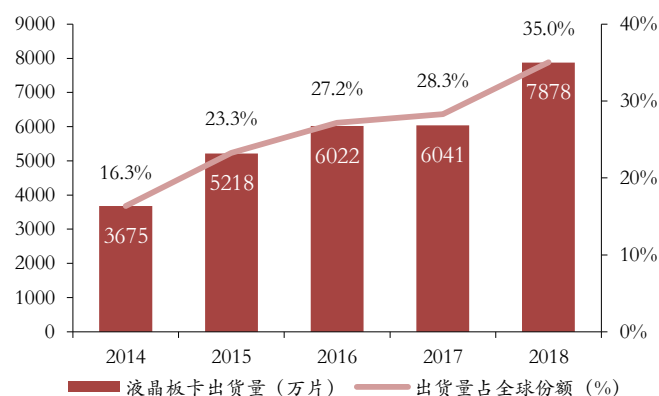
公司部件业务主要为全球客户提供满足各区域电视制式的液晶电视主控板卡等相关核心部件以及定制化的解决方案。液晶显示主控板卡是液晶显示产品的核心部件之一, 其性能影响液晶显示产品的图像质量、画面流畅程度、音视频效果、节电特性等指标。目前公司的液晶显示主控板卡下游客户包括 TCL、海信、海尔、康佳、长虹、创维、小米等液晶电视品牌商以及众多液晶电视行业 OEM 和 ODM 厂商。此外, 公司部件业务还为客户提供 TV 电源、白家电控制组件等核心部件及定制化的解决方案。

图 21: 公司部件业务主要产品



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 22: 2014-2018 年公司液晶主控板卡出货量及全球份额



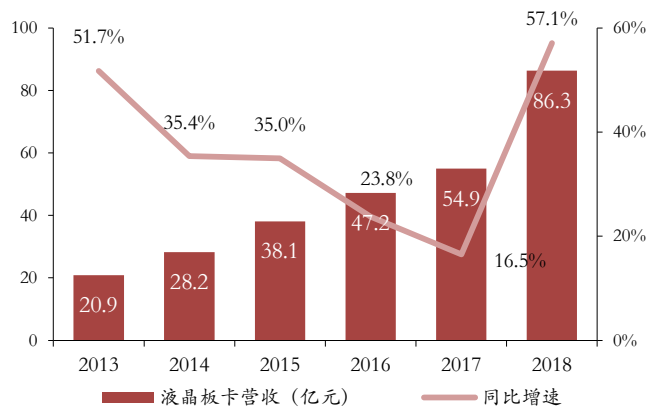
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司的液晶显示主控板卡业务在全球始终保持领先地位，智研咨询和奥维云网数据显示，公司液晶显示主控板卡出货量在 2016 年、2017 年全球占比分别为 28% 和 29%。2018 年，公司液晶电视主控板卡全年出货量为 7878 万片，占全球液晶电视主控板卡出货量比重超过 35%。公司提供快速研发设计和生产服务的能力，已受到国内以及全球市场的广泛认可。

3.1.2 传统板卡强势依旧，智能板卡份额扩大

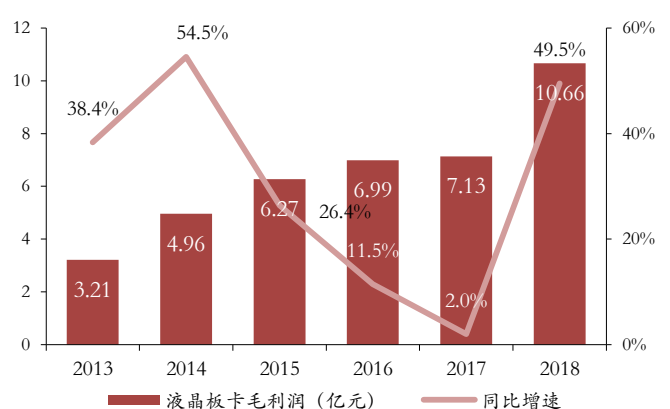
液晶显示主控板卡作为公司较先发展的业务，对公司业绩一直保持比较稳定的贡献率。2018 年公司液晶显示主控板卡实现营业收入 86.3 亿元，较上年同比增长 57.1%，占公司 2018 年营业收入比重为 50.8%。液晶主控板卡业务毛利润重回增长轨道，2018 年实现毛利超过 10 亿元，同比增长 49.5%。

图 23：2013-2018 年公司液晶主控板卡业务营业收入及增速



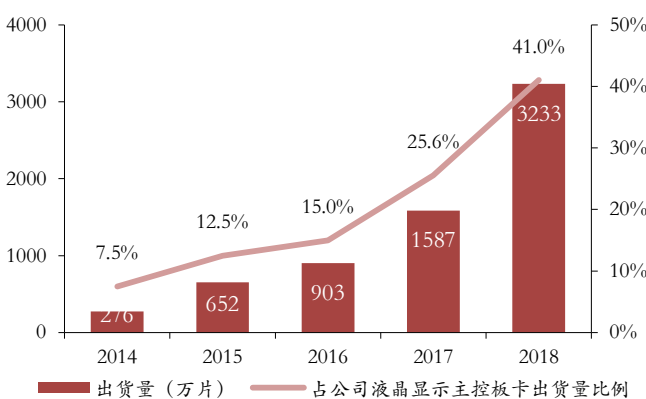
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 24：2013-2018 年公司液晶主控板卡业务毛利润及增速



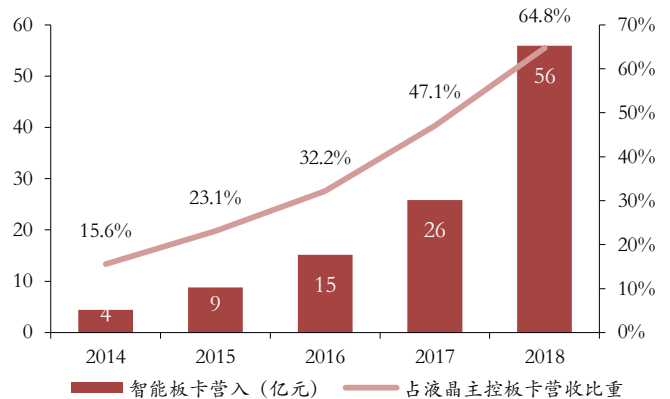
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 25：2014-2018 年公司智能板卡出货量及占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

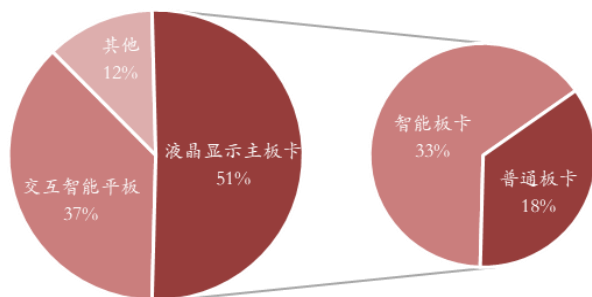
图 26：2014-2018 年公司智能板卡业务营收及占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

普通液晶显示板卡生产技术已日趋成熟，在非智能板卡外包业务稳定的基础上，公司也注重智能板卡的研发和生产。智能板卡除了包含一些基础功能外，还需要嵌入高性能的处理器，装载安卓等智能操作系统，对厂商的研发水平提出了很高的要求。2018 年，公司智能板卡出货量较上年同期翻倍增长，达到 3233 万片，占公司液晶显示主控板卡出货量的 41%，较 18 年同期增长 15.4 个百分点，贡献营业收入 56 亿元，同比提升 116.1%，占公司营收份额 33%。智能板卡在公司所有业务中的贡献度和重要性正日益凸显。

图 27：2018 年公司分业务营收结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

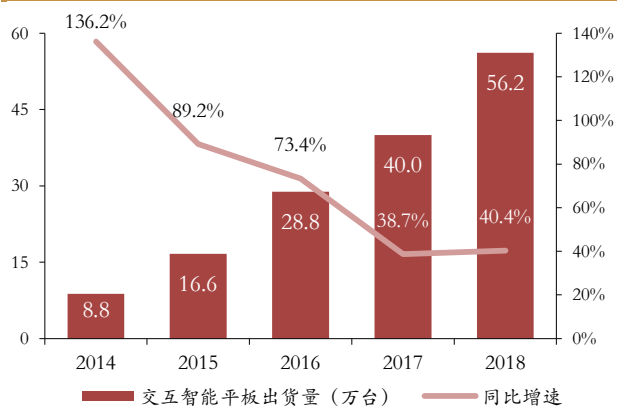
3.2 教育与企业服务双线发展，交互智能平板收益贡献显著

3.2.1 交互智能平板量价齐升，会议市场初露锋芒

公司的交互智能平板在中国教育信息化和会议信息化两大领域上都处于龙头地位，交互显示产品均具有超高清液晶显示、多点触摸、快速响应、多功能一体化、低能耗、长寿命等特点。国内教育信息化领域，希沃产品渠道优势显著，希沃系列交互智能平板在中国教育市场装机量超过 120 万台，已经成为教育信息化领域、商用显示领域的知名品牌。公司在企业服务领域则是以高效会议平台 MAXHUB 为代表，该产品从 2017 年 3 月推出起就成功抢占会议市场高地，致力高性价比和云服务体验，并获得了国内和国际市场的广泛认可。

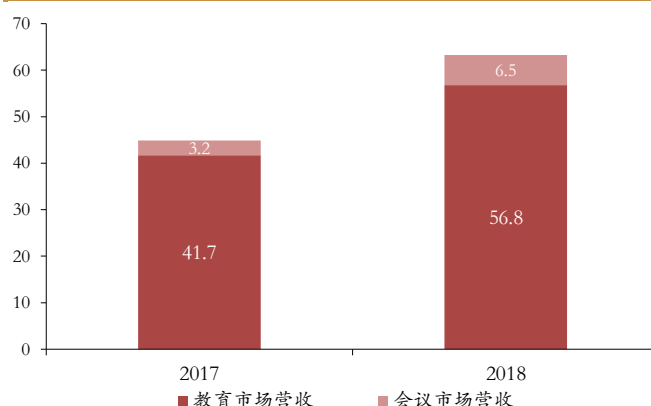
公司交互智能平板出货量保持高速增长，在 2018 年出货量突破 56 万台，同比增长 40.8%。2018 年交互智能平板业务完成营业收入 63.2 亿元，占公司总营收的 37%，毛利润 19.3 亿，同比增长 53%，且近三年毛利率均保持在 30% 左右。

图 28：2014-2018 年公司交互智能平板出货量及增速



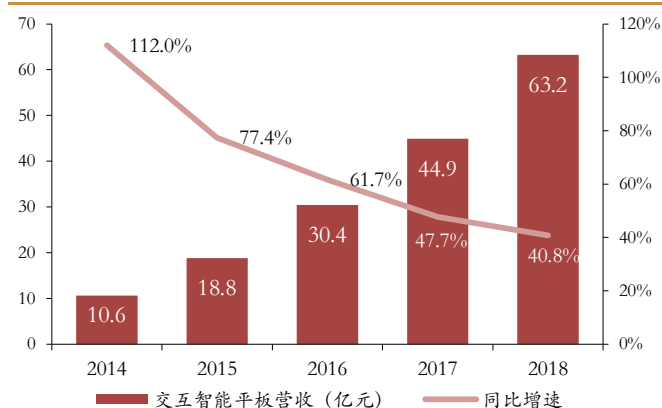
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 29：公司交互智能平板分业务营收结构（亿元）



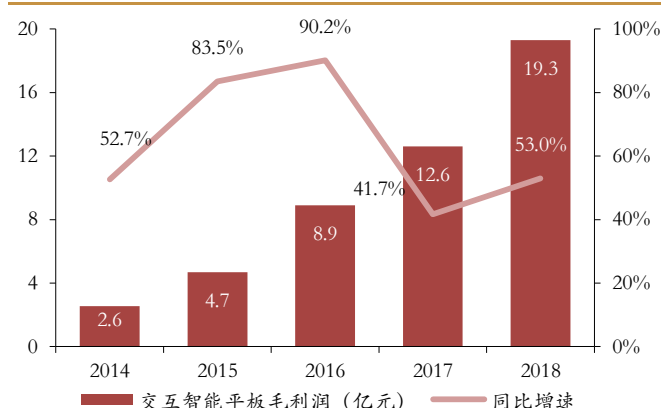
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 30: 2014-2018 年公司交互智能平板业务营业收入及增速



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 31: 2014-2018 年公司交互智能平板业务毛利润及增速



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3.2.2 从“三教”向“三务”延展, 生态闭环构建企业护城河

希沃 (Seewo) 是公司在教育领域的自主品牌, 诞生于 2009 年, 是国内交互智能平板品类首创者, 自 2010 年开始进入教育领域, 定位于教育信息化应用工具提供商, 主打“三教”业务: 为教师在教室的教学应用提供高效工具。随着市场的发展, 希沃不断完善产品和应用, 业务定位开始从“三教”向“三务”延展, 从教室应用场景, 向学校、学区的完整教育信息化应用场景延伸, 依托教务、学务、校务、多媒体四大事业部以及前沿理论研究基地——教育研究院, 致力于为用户提供教育信息化应用工具、教育信息化前沿理论研究成果、教育信息技术常态化应用培训服务等。

希沃针对教育信息化的不同应用场景, 将产品体系升级为三大品类: 常态化教学应用软件、数字化环境硬件、数据管理与服务软件, 推出了智慧黑板、电子白板、常态化智能录播系统、学生终端、易课堂等硬件及软件类新产品, 基本实现了教育信息化应用工具的全面覆盖。

表 6: 希沃产品体系

系列	产品	
数字化环境硬件	教学交互设备	交互智能平板、智慧黑板、超短焦激光投影、HLD 光源 3LCD 短焦投影机、交互电子白板、交互电子白板一体机、智慧学习终端
	教学辅助设备	交互智能录播、记易黑板、视频展台、反馈器、移动授课终端、扩音套件、智能笔、传屏工具
	数字环境支持	希沃云班牌、环境监测仪、班云服务器、无线 AP、移动脚架
常态化应用软件	教学核心应用软件	希沃白板、班级优化大师、希沃易课堂
	教学辅助应用软件	希沃传屏、希沃剪辑师、希沃智能助教
	幼教资源应用软件	锦程、恩授、希沃幼教助手
数据管理与服务	希沃校园设备运维管理系统、希沃管家、希沃信鸽、希沃教育装备数据可视化平台	

数据来源: 公司官网, 西南证券整理

中国教育信息化有序推进, 跨过教育信息化硬件设施全面覆盖阶段, 将逐渐步入深化应用阶段, 逐步实现智慧校园。希沃除了向学校提供硬件设施或软件平台外, 正突破教室应用场景, 向学校、学区的完整教育信息化应用场景延伸, 通过希沃智慧校园整体解决方案, 构

建从教学到管理的完整教育信息化平台，实现了从“产品”向“智慧教育整体解决方案”的升级。

图 32：希沃互动课堂应用场景案例



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司内部已将教育业务重新组合，原有交互智能平板硬件及视频展台、常态化录播等教学周边硬件设备归为多媒体设备事业部，另外设立学务事业部、教务事业部和校务事业部，未来向偏软方向发力。以校方需求为例，希沃智慧校园整体解决方案通过建设统一帐号的管理信息系统，简化学校日常使用的教务、校务流程，从自助招生管理、学生数字成长档案、学生动态信息监控、信息化流程管理等多个环节，为学校提供管理优化工具，简化从学生入学到成绩评价全闭环的工作流程，提高学校管理效率，为管理者减负。

希沃作为国内交互智能平板品类首创者，依托在教育行业长期积累的渠道和客户资源，深耕教育信息化市场，继续保持了交互智能平板产品的市场领先优势，2012 年-2018 年连续 7 年蝉联中国交互智能平板行业市占率桂冠，是行业标杆企业。根据奥维云网报告统计，公司在教育市场交互智能平板 2016 年、2017 年、2018 年和 2019 年 H1 销售额市占率分别为 31.3%、35.5%、36.5%和 40.4%，各期均位居中国大陆交互智能平板市场领先地位。同时智慧黑板、电子白板、智能录播系统、学生终端等新的商业模式和新产品初步得到市场验证。2018 年，希沃交互智能平板产品实现营业收入 56.8 亿元，同比增长 36%，占公司营业收入 33.4%。

教育信息化推动产品更新迭代，不断提高课堂教学效率。经过黑板、投影仪，再到电子白板的更新迭代，智能交互教育业务的核心产品——交互智能平板孕育而生，综合了液晶显示主控技术、多点触摸技术、数字信号处理技术与计算机软硬件技术，集成了电视、电脑、投影机、触摸屏、电子白板等产品的多种功能。**在教育领域，旨在为老师与学生提供更加便捷的交流与学习环境、增加学生与老师的互动性、提高教学效率。**

图 33: 多功能——交互智能平板



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

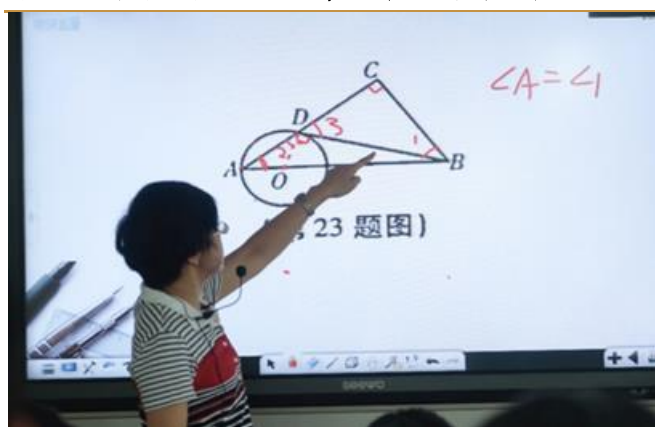
促进课堂交互性、提高学习效率, 智能交互平板实际意义重大。智能交互平板, 主要具有以下优点: **1) 带给学生体验感, 助学生排除理解障碍。**比如在地理课中, 学生可以通过缩放地图、标记地点, 更好地理解比例尺等抽象概念。在化学课中可以通过平板演示较为危险的化学反应试验, 增加了学生的体验感。**2) 课堂容量增大, 老师的双手得到解放。**通过智能交互平板, 老师在进行几何题目讲解时不再需要圆规、直尺、三角板等工具, 老师们可以借助希沃白板等工具将双手从画图、誊抄中解放出来, 转而将更多的时间用于给学生讲透重难点。而且有时候一道题目有多种解法, 就可以多次复制, 节省重复作图时间。**3) 课堂延伸至国外, 创造良好英语口语学习环境。**通过智能交互平板, 校内课堂可以与外教老师进行实时英语教学, 节约校方人力资源, 提高外教资源效率。

图 34: 地理课——带给学生体验感, 助学生排除理解障碍。



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

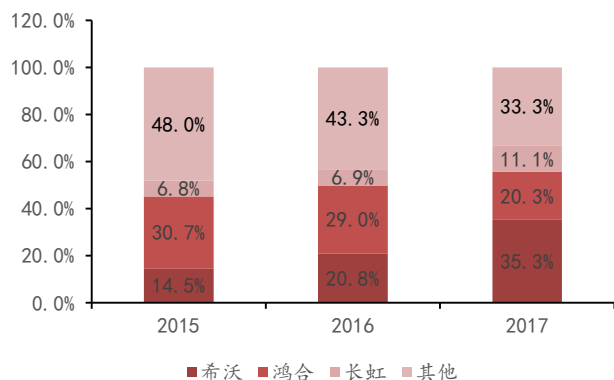
图 35: 数学课——课堂容量增大, 老师的双手得到解放



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

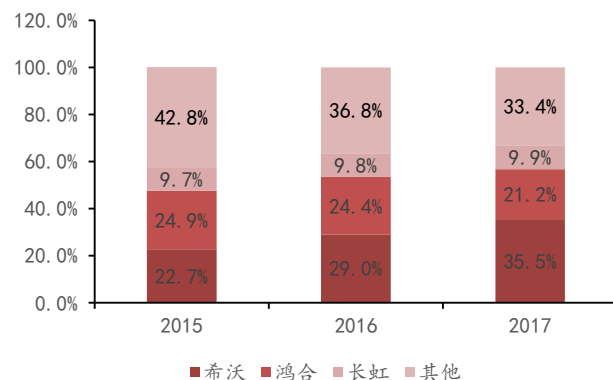
公司近年蝉联国内交互智能平板行业市占率桂冠, 行业龙头地位稳固。希沃依托在教育行业长期积累的渠道和客户资源, 深耕教育信息化市场, 继续保持了交互智能平板产品的市场领先优势, 核心产品的市场占有率进一步提升。根据奥维云网数据显示, 2015-2017 年公司教育交互智能平板全国销量占比分别为 22.7%、29%和 35.5%, 市占率逐年提升。根据公司年报数据, 2018 年公司教育交互智能平板市占率为 36.5%, 2019 年上半年提升至 40.4%, 全行业第一, 龙头地位稳固。

图 36: 教育交互智能平板全国出货量占比



数据来源: 奥维云网, 公司年报, 招股说明书, 西南证券整理

图 37: 教育交互智能平板全国销售额占比



数据来源: 奥维云网, 公司年报, 招股说明书, 西南证券整理

希沃受市场广泛认可, 量价均远优于竞争对手。希沃 2018 年销售额为 56.8 亿元, 是鸿合销售额 (26 亿) 的两倍。一方面是因为希沃教育智能平板出货量大幅领先于鸿合, 另一方面希沃产品均价也明显高于鸿合。希沃的产品已被市场认可, 形成了品牌效应, 充分享受产品溢价优势。

表 7: 希沃与鸿合教育交互智能平板单价估算

希沃	交互智能平板销售额 (亿元)	交互智能平板销量 (万台)	平均单价 (元)
2016	29.35	27.83	10546
2017	42.73	37.00	11278
2018	56.76	50.00	11352
平均单价			11059
鸿合	交互智能平板销售额 (亿元)	交互智能平板销量 (万台)	平均单价 (元)
2016	9.19	13.85	6636
2017	18.69	19.77	9456
2018	26.02	28.28	9201
平均单价			8431

数据来源: 各公司年报、各公司招股说明书, 西南证券整理

商业模式优秀, 营运能力碾压竞争对手。2018 年视源存货周转天数为 35.1 天, 仅为鸿合的 1/2 左右; 应收账款周转天数仅为 1.6 天, 不到鸿合的 1/10。存货和应收账款的高周转率得益于公司在产业链的强势地位, 公司在采购端坚持“以销定产、以产定购”的政策, 在销售端采用“零应收”政策, 保证了产品资金的高速运转。

表 8: 视源与鸿合营运能力对比

运营数据比较	存货周转天数 (天)		应收账款周转天数 (天)	
	视源	鸿合	视源	鸿合
2016	32.00	69.06	1.19	16.15
2017	38.04	68.64	1.57	19.44
2018	35.12	73.36	1.56	22.36

数据来源: Wind, 西南证券整理

突破传统单一平板业务模式，软件+硬件+数据管理实现信息化工具全覆盖。希沃以“用户”为核心，突破过往单一交互智能平板产品的业务模式，立足“教师、教室、教学”，针对教育信息化的不同应用场景，将产品体系升级为“常态化教学应用软件、数字化环境硬件、数据管理与服务软件”三大部分，推出了智慧黑板、电子白板、常态化智能录播系统、学生终端、易课堂等硬件及软件类新产品，基本实现了教育信息化应用工具的全面覆盖。

图 38：希沃产品体系

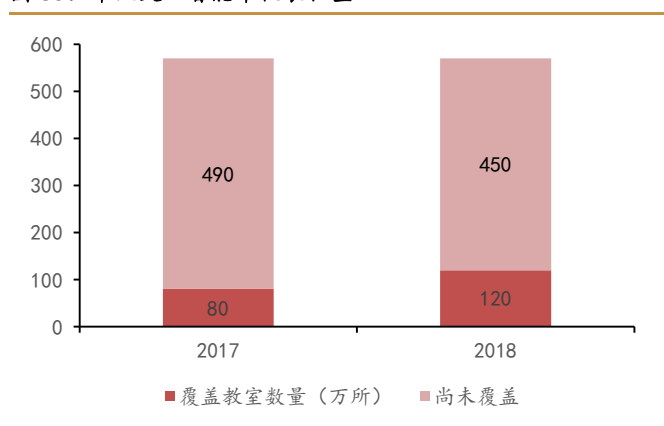


数据来源：公司年报，西南证券整理

2018 年教育交互智能平板覆盖教室超过 120 万间，基于教育云开展智慧教育业务。根据奥维云网数据，2017 和 2018 年全国中小学教室总数均保持在 470 万间左右，公司教育平板希沃覆盖教室的数量由 2017 年的 80 万间增值至 2018 年的 120 万间，同比增长 50%；覆盖教室数量占国内全部中小学生的教室总量的 21%，未来仍有较大空间。

软件产品线深入教育各环节，旨在结合硬件终端打造教育生态闭环。公司通过软硬件结合构建企业壁垒，2018 年下半年以来陆续在教育市场推出常态化录播系统、云班牌、校园数据管理等软件产品。丰富的软件产品线环环相扣，满足了学校、教师、学生和家长的各个环节的需求。随着用户对软件使用习惯的形成，公司软件产品差异化将逐步体现，与硬件终端产品一起共同筑造企业壁垒，完成教育生态闭环建设。

图 39：希沃交互智能平板装机量



数据来源：奥维云网，公司公告，西南证券整理

图 40：公司基于教育云开展智慧教育业务



数据来源：公司官网，西南证券整理

3.2.3 企服市场拓展进展可观，MAXHUB 平台抢占国内市场高地

微软于 2015 年面向企业的工作协同领域发布了 Surface Hub，并于 2016 年开售。Surface Hub 的推出在视频会议领域创造了新的市场需求，众多国内外资企业开始尝试使用智能会议平板产品。在市场逐渐开始对会议平板形成认知之际，视源股份抓住机遇，于 2017 年 3 月 28 日在北京国家会议中心举办了品牌发布会，正式发布了 MAXHUB 高效会议平台，该产品标志着公司业务正式布局企业服务领域。

图 41：MAXHUB 智能会议解决方案



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 42：MAXHUB 智能会议解决方案应用案例



数据来源：公司官网，西南证券整理

MAXHUB 高效会议平台是一款集投影仪、电子白板、远程设备、平板电脑、会议音响于一体的会议终端，通过一个工作平台整合 MAXHUB 的各类会议设备，实现会议简单组织、便捷协作和有效执行，提供沉浸式会议体验，减少各个环节中的事务工作，帮助企业更高效地完成本地及异地沟通和协作。产品具有高清显示、触摸书写、无线传屏等功能，具备远程会议配置，兼容多种远程会议软硬件，可搭载丰富的办公应用，致力于提升各行业、各类型商务组织、企业、政府等行政办公机构的会议效率，从而提升组织运行效率和经济效益。

表 9：会议服务场景主要功能

会议场景	产品智能服务
会前	一键预约通知、资料在线共享、通知情况同步、参会智能提醒
会中	人脸识别签到、惊艳触控书写、一键无线传屏、流畅远程协作
会后	纪要云端共享、多端设备同步、任务一键分发、进展在线反馈

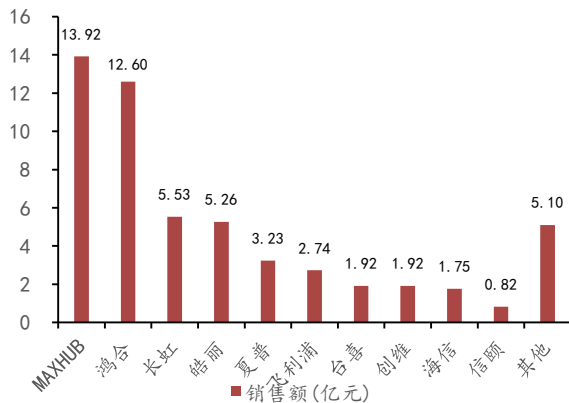
数据来源：公司官网，西南证券整理

经过近两年的营销体系建设，MAXHUB 初步完成全国一二级渠道的布局，并建立了重点行业及大客户、电商渠道等业务模式，搭建了较为完善的售前售后服务体系。根据不同行业客户的应用需求，MAXHUB 开放 SDK 进行需求开发与整合，提升大客户黏性，成功打造行业样板案例。同时，MAXHUB 针对全用户提供免费试用的体验，展开全国各区域大范围推广，增加百度等搜索引擎及主流媒体的投放覆盖，进一步打开产品及品牌的用户认知。

从产业链来看，公司作为会议交互智能平板整机品牌厂商，上游企业为原材料、部件供应商，下游渠道为系统集成商、区域经销商等，终端用户为大型企业、金融机构、政府机构、国有企业、医疗行业、通信行业等。公司高效会议平台 MAXHUB 交互智能平板自 2017 年推出市场以来，实现了业务的较快增长，诸多国内外知名企业，如招商银行、东风日产、网

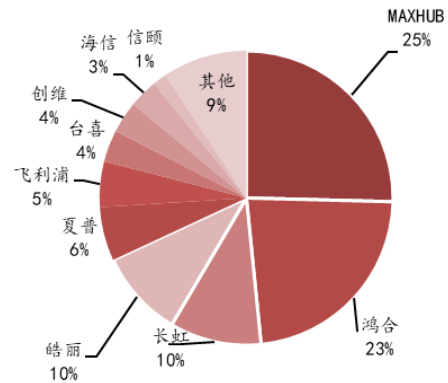
易、南方基金、阿里巴巴、腾讯、合生元、东方航空、金地地产等公司正在使用 MAXHUB 产品。2018 年《财富》中国 500 强企业有超过 200 家企业正在使用 MAXHUB 产品。依据奥维云网报告统计, MAXHUB 交互智能平板产品 2017、2018 连续两年在中国大陆会议市场交互智能平板排名位居首位, 2018 年 MAXHUB 交互智能平板销售额市占率为 25.4%。

图 43: MAXHUB 及竞争者销售额比较



数据来源: 奥维云网, 西南证券整理

图 44: MAXHUB 及竞争者市占率比较



数据来源: 奥维云网, 西南证券整理

2018 年, 公司交互智能平板产品在会议市场实现营业收入 6.5 亿元, 同比增长 103.8%, 占公司营业收入比重为 3.8%。凭借领先的产品研发能力, 产品不断迭代, 2018 年公司发布了全新一代产品 MAXHUB X3、全新 OS 以及会议全场景方案, 产品保持技术领先优势。

图 45: MAXHUB 新品宣传广告



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

基于国内消费市场特点制定低价渗透的产品战略。MAXHUB 与微软、Google 等国外知名企业的交互智能平板产品相比, 在功能以及质量上差异不大, 但由于国内市场对智能会议平板尚未形成消费习惯, 公司采用低价渗透策略, MAXHUB 售价远低于国外知名品牌, 凸显出极高的性价比。为帮助国内企业客户快速了解交互智能产品, 公司还在各个地区主要城市设立线下体验厅, 为客户提供亲身体验产品的机会。

表 10: Surface Hub 与 MAXHUB 比较

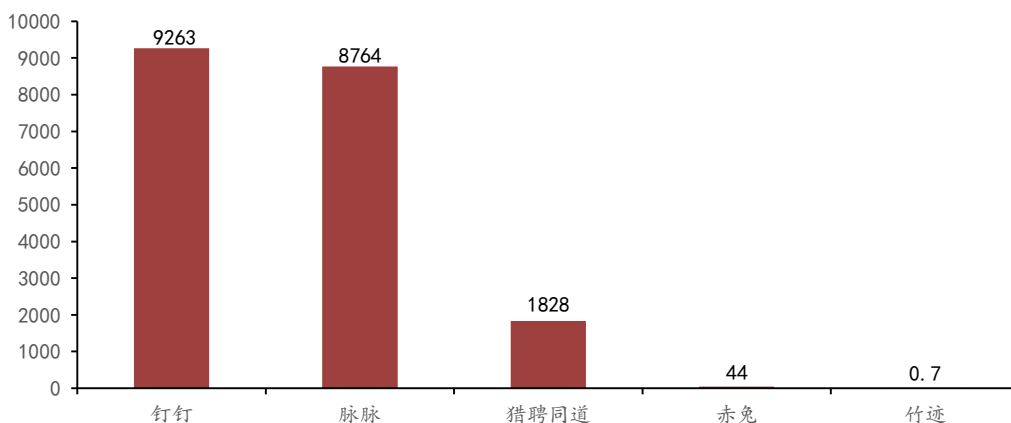
	尺寸	价格	分辨率	重量	存储	软件
Surface Hub	55	\$8,999	1920x1080	48kg	SSD 128GB + 8GB RAM	Windows 10 + Office (Word, PowerPoint, Excel)
	84	\$21,999	3840x2160	127kg		
MAXHUB 标准版	55	¥ 7999	部分型号为 1920x1080	48kg	32GB ROM+2G RAM	Android 4.4.3
	65	¥ 14999	部分型号为 1920x1080	60kg		
	75	¥ 25999	1920x1080	84kg		
	86	¥ 49999	3840x2160	104kg		
(旗舰版 65"/75"/86", 分辨率均为 3840x2160, 配有 PC 模块, 预装 Windows10)						

数据来源: 公司官网, 西南证券整理

与钉钉开展 X+计划合作, 运用社交场景进一步打开企业智能会议市场。在广州 2018 年 7 月 9 日的 MAXHUB 新品发布会上, 除了发布最新系列 X3 以外, MAXHUB 还宣布了与 X+计划的最新合作伙伴, 钉钉、罗技和量子大学。在“智慧办公”场景, MAXHUB 通过与钉钉智能会议管理系统合作, 实现了会议室管理、会议预约和通知, 资料上传及保存, 电子水牌和展示资料共享等功能。

钉钉是阿里巴巴专为中国企业打造的免费沟通和协同的多端平台, 重点为企业内部服务; 脉脉主要是为商务人士降低社交门槛、拓展职场人脉, 实现各行各业的交流合作。根据 2018 年上半年职场社交 APP 的新增下载量显示, 钉钉以 9263 万次的下载量居于榜首。通过此次合作, 钉钉庞大的商务认识用户数量可转化到 MAXHUB 平台, 为 MAXHUB 智能会议解决方案中的会议通知、资料共享等功能积累了天然的用户基础。

图 46: 2018 上半年职场社交 APP 下载量 (万次)



数据来源: 速途研究院, 西南证券整理

3.3 积极拓展产品布局, 助力业绩增长潜能

3.3.1 布局智能家居, 提供智能家电整体解决方案

智能家电将是公司未来的重点, 公司拥有丰富家电智能控制组件技术研发基础, 未来将重点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形成集液晶

显示控制、语音控制、变频驱动等为一体的智能家电整体解决方案，形成集液晶显示控制、语音控制、变频驱动等为一体的智能家电整体解决方案，涉及家用电器包括空调、厨电、冰箱等。

视源股份于 2013 年成立子公司广州睿鑫电子科技有限公司，现阶段在智能家居领域进行深入研究和开发，目前已经联合下游厂家推出了智能冰箱与智能抽油烟机，加紧智能家居战略布局，把握家居智能化时代潮流，有望成为未来业绩新增长点。

图 47：智能冰箱交互屏显



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 48：智能抽油烟机交互屏显

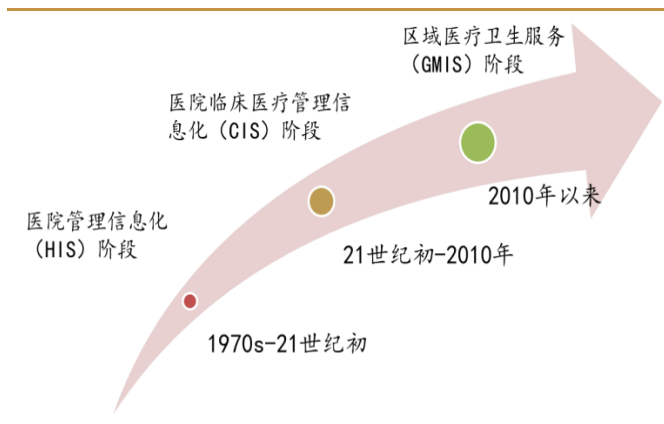


数据来源：公司官网，西南证券整理

3.3.2 把握智慧医疗浪潮，探索医疗信息化领域

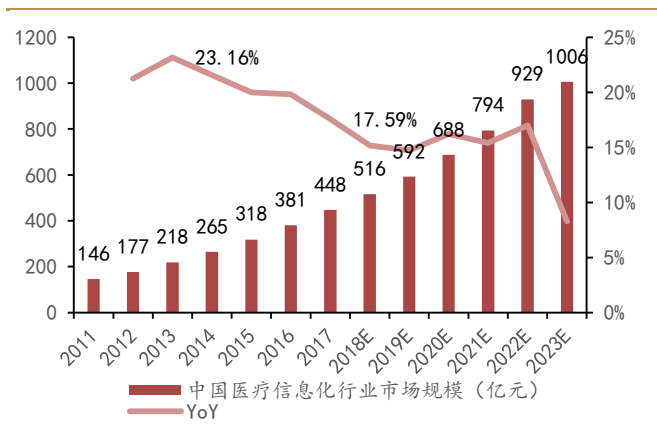
医疗信息化进入 GMIS 阶段，行业市场高速增长。我国医疗行业从上世纪 70 年代末开始进入医疗信息化时代，目前我国已经基本普及 HIS 和 CIS，医疗信息化建设重点转向 GMIS 阶段：实现在区域内病人、医生、医院、公卫及行政部门信息互联互通，以提高有限医疗资源的利用率与诊疗效率，解决“看病难、看病贵、看病乱”等问题。据前瞻经济研究院数据，2011-2017 年，我国医疗信息化行业市场规模逐年递增，2017 年增至 448 亿元，同比增长 17.6%，2011-2017 年复合增速高达 20.5%。前瞻经济研究院预计未来几年我国医疗信息化规模将持续增长，2023 年我国医疗信息化规模有望突破 1000 亿元大关。

图 49：我国医疗信息化的三个阶段



数据来源：CHIMA，西南证券整理

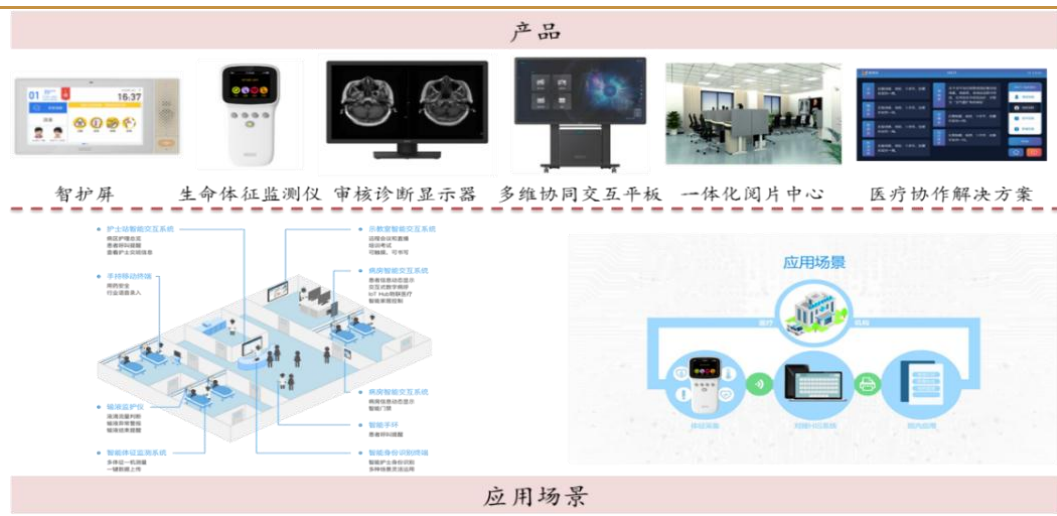
图 50：中国医疗信息化行业市场规模



数据来源：前瞻经济研究院，西南证券整理

医疗信息化高速增长，带动公司医疗交互显示业务发展。视源股份子公司希科医疗成立于 2013 年，专注于移动医疗信息化、生命体征监测以及医疗数字可视化等领域，深入研究医院场景及医疗业务，推动医疗硬件设备转向电子化、信息化、智能化的延展设计，致力于提升医护工作效率及医院信息化水平，为患者提供更优质的就医体验。其主要产品有智护屏、多参数生命体征监测仪 aVS01、电子体温计、审核诊断显示器、多维协同交互平板、一体化阅片中心和医疗协作解决方案，主要用于智慧病房护理、生命体征监测、医疗诊断、医疗会诊、一体化阅片和医疗协作。公司智能交互显示的软硬件产品符合智能医疗与信息化的趋势，医疗信息化的发展有望拉动市场对公司医疗智能交互显示的软硬件产品的需求。

图 51：希科产品体系



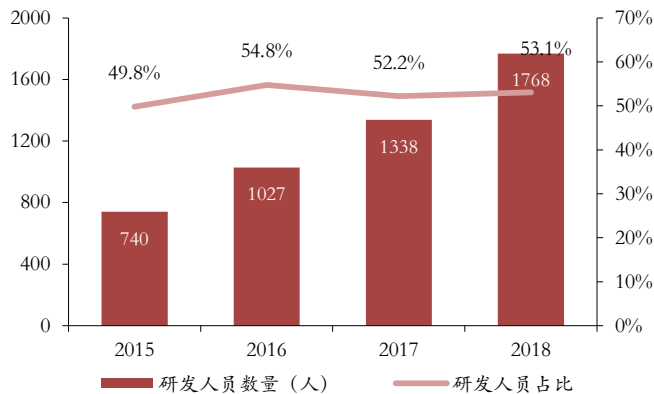
数据来源：公司官网，西南证券整理

3.4 研发投入持续增加，构筑产品竞争优势

作为行业领先的高新技术企业，公司从创立之初就明确了“以科技为先导、以创新为动力”的发展思路，注重技术创新和研发投入，全面提升技术创新能力和产品开发能力。为取得持续的技术领先地位，公司持续加大研发投入，支持前沿科技的探索，专注于新技术及新产品的研究，在多项技术上保持行业领先，以数百项发明专利的显著技术优势，保持了本公司行业领先地位。

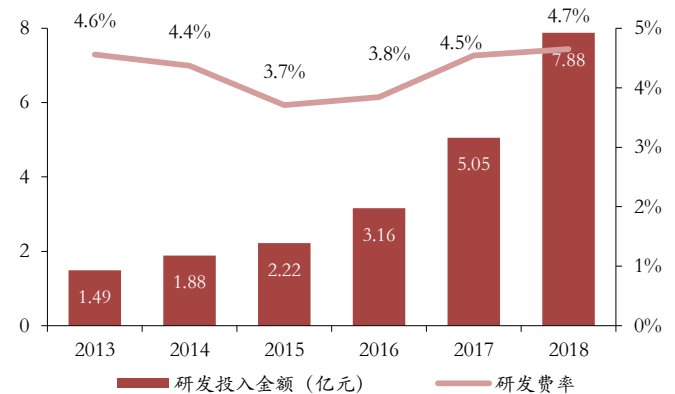
近五年公司研发投入保持连年高速增长，研发费率维持在 3.5% 以上。2018 年，公司研发投入 7.9 亿元，同比增加 55.9%，占营业收入的比重为 4.7%。公司研发人员占比保持在 50% 左右，2018 年在研研发人员 1768 人，占雇员总数的 53.1%。

图 52: 2015-2018 年公司研发人员数量及占比



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 53: 2013-2018 年公司研发费用及研发费率



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

在鼓励创新的同时, 公司高度重视知识产权保护。截至 2018 年末, 公司拥有专利超过 3000 项, 其中发明专利 405 项, 拥有计算机软件著作权、作品著作权超过 900 项。2018 年内公司专利年申请量超过 1700 件, 其中发明专利申请占比超过 40%; 公司和广州视睿被国家知识产权局分别确定为 2018 年度国家知识产权示范企业和 2018 年度国家知识产权优势企业。

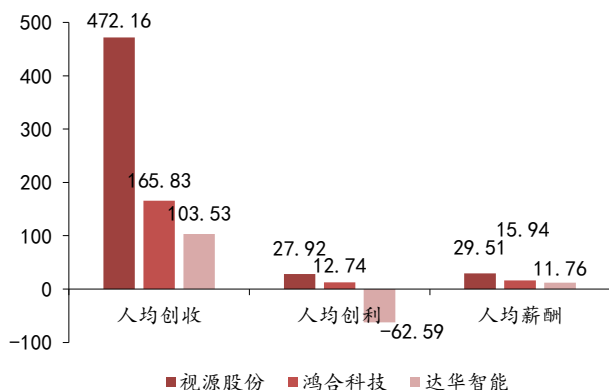
公司于 2014 年成立中央研究院, 至今已形成近百人规模, 汇集国内外资深博士和专家, 主要研究方向为视觉计算、语音信号信息处理、数据挖掘、自然语言处理、医疗信号分析、机器人感知与控制等。公司中央研究院的部分研发成果已应用在产品中, 如人脸识别和麦克风阵列技术在 MAXHUB 会议场景中的应用、语音识别在智能家居场景中的应用、搜索推荐技术在 seewo 教育大数据中的应用等等, 有效提升了公司产品的技术竞争力。

3.5 高福利与淘汰机制并举, 人均盈利指标大幅领先对手

一方面, 公司努力提高员工福利水平, 专门开设健身房、托儿所, 为员工及其家人提供医疗服务以解决员工看病耗时的问题, 全方位解决员工生活中的后顾之忧, 保证公司高速运转。另一方面, 公司建立了公平合理的淘汰机制。公司百人左右的 HR 团队不仅负责招聘培训等工作, 也对员工进行动态考察, 对消极怠工、未能匹配到合适岗位的员工实行淘汰机制, 确保公司一直保持活力。

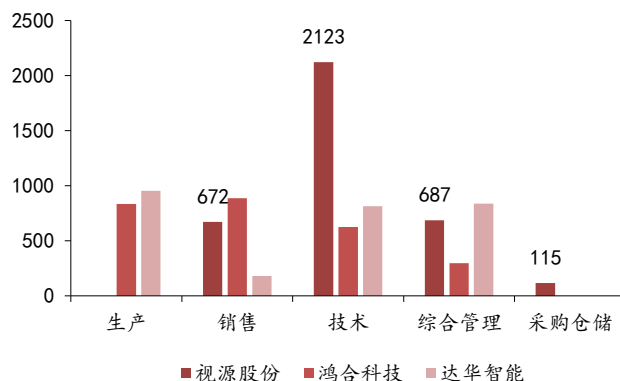
在这样的高福利与淘汰机制并举的员工管理机制下, 公司 2018 年实现人均创收 472.2 万元, 人均创利 27.9 万元, 显著高于可比同类公司的数据。人均薪酬方面, 公司给予员工高于行业平均水平的人均薪资 (29.5 万元/人), 大幅领先鸿合科技的 15.9 万元/人和 11.8 万元/人。

图 54：不同公司人均创收、人均创利和人均薪酬比较（万元）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 55：不同公司员工类型人数比较（人）



数据来源：Wind，西南证券整理

3.6 轻资产委外加工模式，供应链管理精细化铸就专业品质

与同类公司相比，视源采取生产外包轻资产的模式，因此没有生产人员。公司高度重视生产外包环节的产品管控，在材料采购、供应商筛选、仓储等都由公司专人驻场进行原材料、设计和测试的严格把关，与生产商一起配合进行精细化管理。

3.7 发行可转债募资 9.4 亿元，布局宽领域业务

公司发行可转债融资 9.4 亿元，投入会议平台、家电、智慧校园等项目。公司本次可转债筹集资金共投资 4 个项目，其中高效会议平台建设和家电智能控制产品建设项目将促成公司直接的产能提升，分别实现财务净现值 2.1 亿元和 1.4 亿元。智慧校园综合解决方案软件开发项目和人机交互技术研究中心开发项目属研发型项目，不会直接产生产品销售收入，但二者将有利于提高公司主营业务产品的技术先进性，提升市场竞争力，从而实现显著的间接效益。

表 11：公司可转债项目投资情况（回收期包括 2 年建设期）

项目名称	总投资（亿元）	投资回收期	IRR	NPV（亿元，ic=12%）
高效会议平台建设项目	3.51	5.73	28.24%	2.05
家电智能控制产品建设项目	2.85	5.08	27.30%	1.41
智慧校园综合解决方案软件开发项目	1.72	研发型项目，建成后不会直接产生产品销售收入		
人机交互技术研究中心建设项目	1.88	研发型项目，建成后不会直接产生产品销售收入		

数据来源：可转债募集说明书，西南证券整理

高效会议平台建设项目：本项目建成后，将极大增强公司高效会议平台的技术研发能力、供应链管理和销售服务能力。预计项目建成时将形成年产 16 万台各种尺寸会议用交互智能平板的出货能力，全方位夯实公司在国内会议用交互智能平板领域的龙头地位。

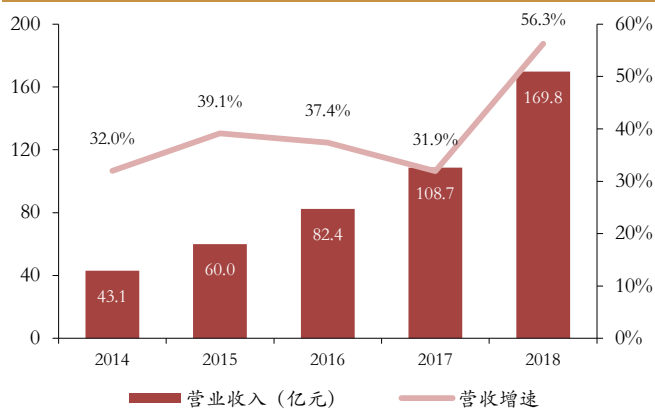
家电智能控制产品建设项目：与公司已有智能电视板卡在技术原理、供应链资源、客户资源方面具有较强的共用性。本项目是公司在国家家电行业结构调整大趋势下，抓住市场机遇，在原有的液晶显示主控板卡业务基础上横向拓展产品线的重要布局。家电智能控制产品建设项目预计形成年产家电智能控制显示模组 280 万片、家电智能控制板 1100 万片的出货能力，助力公司抢占白色家电智能化市场。

4 财务分析：业绩处于高增长轨道，成长盈利能力强劲

4.1 营收和净利润实现高增长，交互智能平板业绩贡献扩大

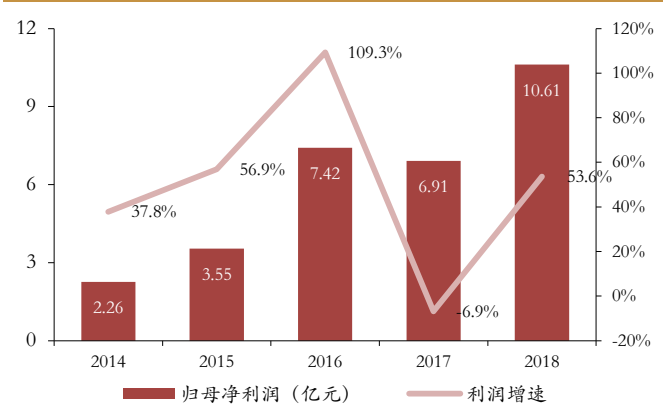
从营收总量上看，面对复杂的国内外环境，公司凭借产品和技术创新优势营收与净利在高基数下均保持高速增长。受益于供应链整合管理能力和规模优势，2018 年公司完成营业收入 169.8 亿元，同比增长 56%，实现归母净利润 10.6 亿元，同比增长 53%。

图 56：2014-2018 年公司营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

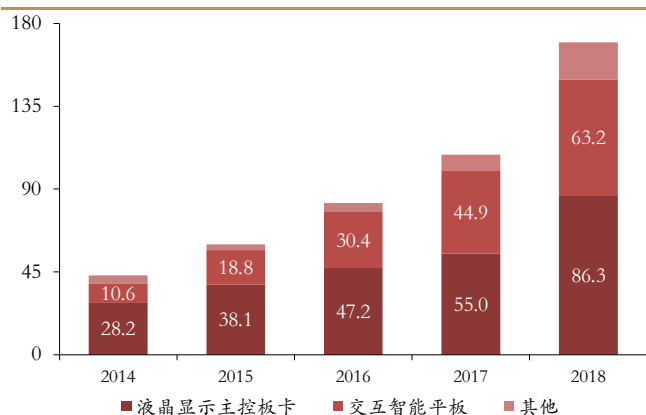
图 57：2014-2018 年公司归母净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

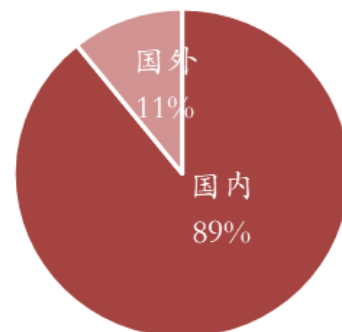
从营收结构上看，国内市场依然是公司的业务重心，国外市场份额有所下降，占公司营收 11%。公司各项业务快速成长，2018 年液晶主控板卡业务实现营业收入 86.2 亿元，同比增长 57.1%，占公司 2018 年营业收入比重为 51%，交互智能平板业务实现营业收入 63.2 亿元，占公司总营收的 37%。受益于企业会议服务市场的良好表现，交互智能平板业务对业绩的贡献度正在逐步扩大。

图 58：2014-2018 年公司分产品营收结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 59：2018 年公司分地区营收结构

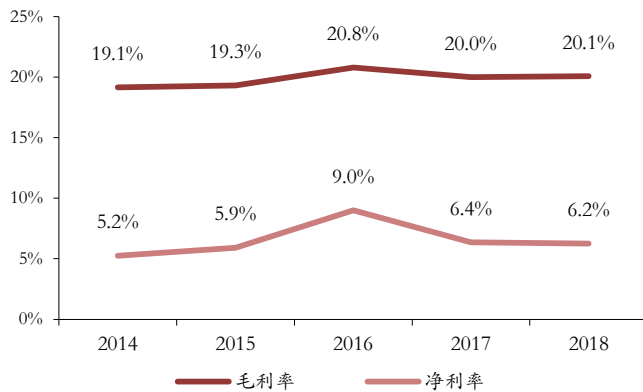


数据来源：公司公告，西南证券整理

4.2 综合毛利率保持稳定，交互智能平板盈利能力走强

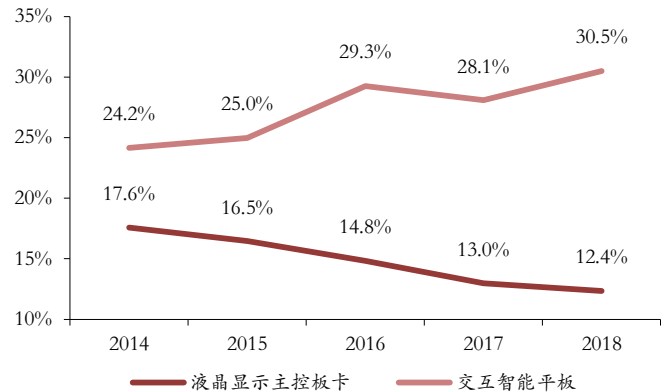
近年来，公司整体毛利率稳定在 20% 左右。2018 年公司整体毛利率为 20.1%，净利率 6.2%。分产品来看，交互智能平板产品利润率高于液晶显示主控板卡业务，并且毛利率的差距在逐年扩大。2018 年交互智能平板产品毛利率首次超过 30%，盈利能力逐渐走强，而由于材料成本上升和行业竞争加剧，液晶显示主控板卡产品毛利率下滑至 12.4%。

图 60：2014-2018 年公司毛利率及净利率



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 61：2014-2018 年公司主要产品毛利率

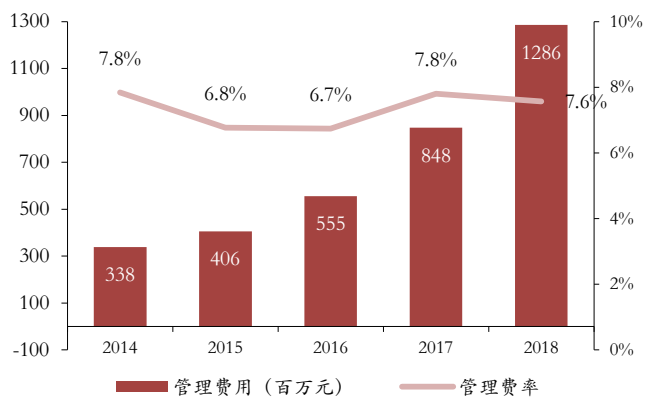


数据来源：公司公告，西南证券整理

4.3 期间费用控制良好，保证盈利能力

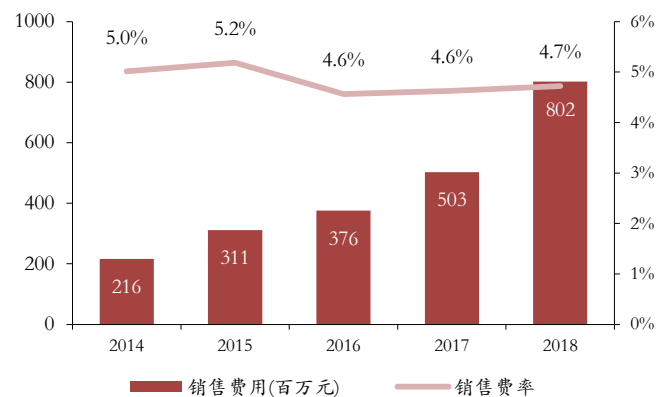
从费用端来看，近年来公司费用开支控制良好，跟随营收规模平稳增加，管理费率及销售费率保持稳定。2018 年公司管理费用 12.9 亿元，同比增加 51.6%，其中研发投入占比最大，为 7.9 亿元，管理费率为 7.6%，同比下降 0.2 个百分点。2018 年公司销售费用 8 亿元，同比增加 59.4%，销售费率为 4.7%，同比上升 0.9 个百分点。

图 62：2014-2018 年公司管理费用及管理费率



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 63：2014-2018 年公司销售费用及销售费率

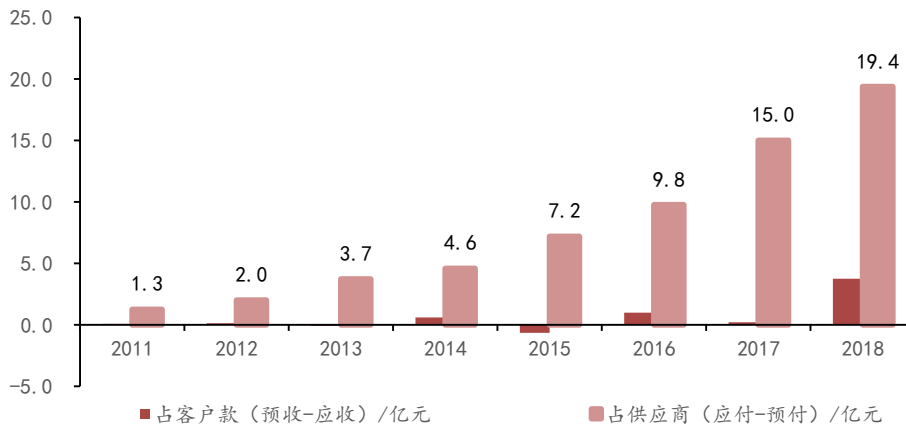


数据来源：公司公告，西南证券整理

4.4 产业链占款能力强，经营性现金流稳定

公司产业链占款能力较强，零应收政策保证公司回款与现金流稳定。2018 年，公司占供应商款、客户款金额分别为 19.4 亿、5.8 亿元，大量占用上下游资金，体现了公司极强的产业地位。在销售端，公司实行谨慎的财务政策，坚持零应收。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，从而保证了公司回款与现金流稳定。

图 64：近年公司产业链上下游占款能力



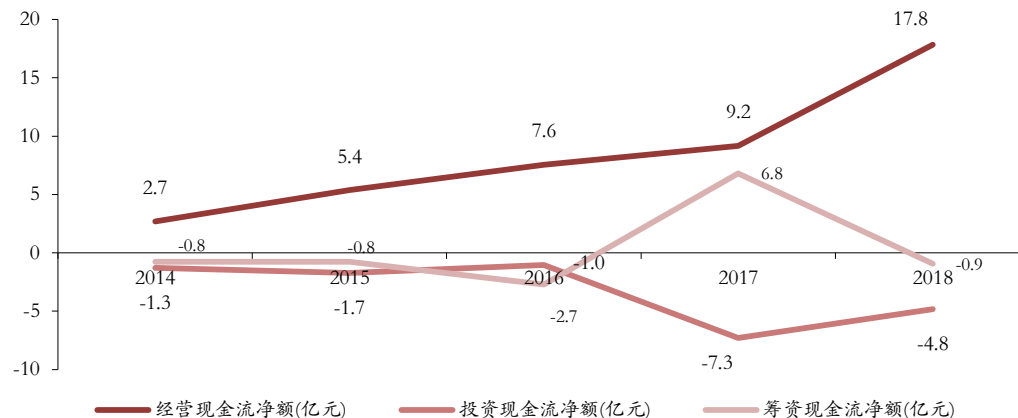
数据来源：公司年报，西南证券整理

经营活动现金流：近年来受益于营业收入增长，预收款项增加，公司经营活动现金流净额逐年提升，2018 年公司经营性现金流 17.8 亿元，同比增长 94%。

投资活动现金流：由于收回上年理财产品投资，2018 年投资活动现金流回升至-4.8 亿，同比上升 34%。主要原因收回了上年理财产品投资。

融资活动现金流：2018 年融资活动现金流净额-0.9 亿元，较上年同期下降 113.8%，主要原因是 2018 年支付 2017 年度现金分红 2.4 亿元，2017 年收到 IPO 募集资金。

图 65：2014-2018 年公司经营活动现金流量



数据来源：公司公告，西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：伴随智能家电市场渗透率的提高，大尺寸高清液晶显示设备覆盖加快，预计 2019-2021 年智能液晶显示主控板卡出货量增速为 25%、20%、18%，价格上涨幅度分别为 1%、1%、1%。传统液晶显示主控板卡出货量增速 5%、3%、3%，价格保持不变。

假设 2：公司教育信息化业务保持稳定增长，教育交互智能平板保持较强的盈利能力，预计 2019-2021 年教育交互智能平板出货量增速分别为 25%、23%、20%，价格上涨幅度增速分别为 2%、2%、2%。

假设 3：公司会议交互智能平板保持高速增长，预计 2019-2021 年交互智能平板出货量增速分别为 100%、60%、40%，价格上涨幅度增速分别为 5%、5%、5%。

假设 4：政策环境保持稳定，行业竞争形势不发生重大变化，业务开发和拓展不出现重大风险，公司期间费用大体保持稳定，综合毛利率随着营收结构变化略微提升。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分产品营业收入如下：

表 12：公司分产品营业收入预测（百万元）

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
液晶显示主控板卡	5494.61	8631.09	10250.56	11842.57	13581.86
YoY	16.54%	57.08%	18.76%	15.53%	14.69%
传统板卡	3196.43	2908.16	3192.93	3288.72	3387.38
YoY	-9.02%	4.56%	5.00%	3.00%	3.00%
智能板卡	1518.23	2586.45	7057.63	8553.85	10194.48
YoY	70.36%	116.13%	26.25%	21.20%	19.18%
交互智能平板	3041.29	4490.73	8596.43	11363.96	14471.88
YoY	47.66%	40.81%	35.95%	32.19%	27.35%
其他	481.99	882.27	2435.02	2922.02	3506.42
YoY	83.05%	130.00%	20.00%	20.00%	20.00%
合计	10867.61	16983.69	21282.00	26128.55	31560.16
YoY	31.92%	56.28%	25.31%	22.77%	20.79%

数据来源：公司公告，西南证券

5.2 绝对估值

我们采用 FCFE 估值法进行绝对估值，关键假设如下：

- 1) 永续增长率为 3%，过渡期增长率 8%，过渡期年数 5 年；
- 2) 无风险利率选择 10 年期国债收益率为 3.17%；
- 3) 以公司近 100 周无杠杆 β 作为公司无杠杆 β 的近似值；

4) 有效税率设定为 15%。

表 13: 绝对估值假设条件

估值假设	数值
过渡期年数	5
永续期增长率	3%
无风险利率 Rf	3.17%
市场组合报酬率 Rm	8.49%
有效税率 Tx	15%
过渡期增长率	8%
β 系数	0.98
债务资本成本 Kd	3.17%
债务资本比重 Wd	5.94%
股权资本成本 Ke	8.38%
WACC	8.05%

数据来源: 西南证券

表 14: FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)
核心企业价值	43285.69
净债务价值	(2970.77)
股票价值	46256.45
每股价值	70.53

数据来源: 西南证券

表 15: FCFF 估值敏感性分析

WACC \ 永续增长率	6.06%	6.56%	7.06%	7.56%	8.06%	8.56%	9.06%
1.5%	91.24	81.93	74.31	67.96	62.60	58.00	54.02
2.0%	99.87	88.63	79.63	72.26	66.12	60.93	56.49
2.5%	110.92	96.98	86.11	77.41	70.28	64.35	59.32
3.0%	125.58	107.67	94.19	83.68	75.27	68.37	62.63
3.5%	145.96	121.85	104.54	91.50	81.34	73.20	66.53
4.0%	176.21	141.57	118.26	101.52	88.91	79.08	71.20
4.5%	225.84	170.85	137.35	114.80	98.61	86.41	76.90

数据来源: 西南证券

绝对估值的结果可得, 公司每股内在价值约 70.53 元。但由于绝对估值对各系数的敏感性太大, 估值结果易受主观影响。为了提高估值结果的客观性, 我们采取相对估值法的估值结果。

5.3 相对估值

我们选取 A 股教育及商用信息化可比标的科大讯飞 (002230)、佳发教育 (300559)、鸿合科技 (002955)、拓维信息 (002261)、亿联网络 (300628)、天喻信息 (300205)，其主营业务在教育信息化或商用信息化领域有所布局，面向市场需求、商业模式等方面较为类似，具有一定可比性，未来 3 年行业平均估值分别为 40 倍、29 倍、22 倍。

我们预计公司 2019-2021 年归母净利润将保持 36% 的复合增长率。考虑到公司在液晶显控板卡、教育平板和会议平板领域均位于行业第一的地位，对标同类上市公司，给予公司 2019 年 40 倍估值，对应目标价为 96 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 16：可比公司估值（截止 2019 年 8 月 20 日收盘价）

股票代码	证券简称	股价（元）	市值（亿元）	EPS（元）			PE		
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
002230.SZ	科大讯飞	33	721	0.39	0.59	0.86	85	56	38
300559.SZ	佳发教育	21	57	0.73	1.08	1.41	29	20	15
002955.SZ	鸿合科技	55	76	2.92	3.52	4.15	20	16	14
002261.SZ	拓维信息	5	60	0.14	0.19	0.23	40	29	24
300628.SZ	亿联网络	63	380	1.88	2.39	3.06	33	26	20
300205.SZ	天喻信息	11	48	0.36	0.48	0.64	34	25	19
平均值							40	29	22

数据来源：wind 一致预期，西南证券整理

6 风险提示

- 1) 行业政策的变动风险。**智能教育板块受政策影响较大，面临政策推进不敌预期、落地延迟的风险。
- 2) 市场竞争加剧的风险。**新进入者如海康、京东方等加剧行业竞争，产品同质性较低，公司或面临较大的竞争压力。
- 3) 上游原材料价格或大幅波动。**芯片、液晶屏、存储器等原材料的价格波动，导致公司未来盈利不确定性增大。
- 4) 业务拓展或不及预期的风险。**教育智能交互大屏平板渗透率较高，会议平板缺乏刚性需求，智能家居仍处于导入期，均存在业务拓展不及预期的风险。
- 5) 汇兑损益变动的风险。**中美贸易战加大海外业务汇兑损益变动风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	16983.69	21282.01	26128.55	31560.16	净利润	1061.04	1662.24	2053.58	2667.60
营业成本	13574.95	16126.66	19907.28	23911.42	折旧与摊销	84.35	96.17	148.08	205.92
营业税金及附加	62.59	79.02	97.91	117.57	财务费用	21.57	65.41	71.87	66.39
销售费用	801.54	1064.10	1567.71	1893.61	资产减值损失	157.46	102.00	134.00	167.00
管理费用	497.98	1915.38	1959.64	2303.89	经营营运资本变动	786.87	383.07	320.70	309.50
财务费用	21.57	65.41	71.87	66.39	其他	-328.64	-163.91	-239.71	-137.75
资产减值损失	157.46	102.00	134.00	167.00	经营活动现金流净额	1782.65	2144.98	2488.52	3278.65
投资收益	-3.79	21.00	26.00	31.00	资本支出	-418.07	-998.00	-1309.00	-1262.00
公允价值变动损益	19.56	-8.42	-12.62	-5.86	其他	-63.49	12.58	13.38	25.14
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-481.56	-985.42	-1295.62	-1236.86
营业利润	1145.58	1942.03	2403.52	3125.43	短期借款	10.00	-10.00	0.00	0.00
其他非经营损益	13.04	13.55	12.46	12.92	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1158.62	1955.57	2415.98	3138.35	股权融资	225.46	300.00	0.00	0.00
所得税	97.58	293.34	362.40	470.75	支付股利	-244.07	-200.85	-314.66	-388.74
净利润	1061.04	1662.24	2053.58	2667.60	其他	-85.25	-82.65	-71.87	-66.39
少数股东损益	56.77	88.93	109.87	142.72	筹资活动现金流净额	-93.86	6.50	-386.53	-455.13
归属母公司股东净利润	1004.27	1573.30	1943.71	2524.87	现金流量净额	1190.40	1166.06	806.36	1586.67
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	3204.16	4370.22	5176.58	6763.25	成长能力				
应收和预付款项	345.65	431.89	526.52	639.04	销售收入增长率	56.28%	25.31%	22.77%	20.79%
存货	1555.60	1924.34	2489.92	2936.76	营业利润增长率	50.79%	69.52%	23.76%	30.04%
其他流动资产	260.80	326.81	401.23	484.64	净利润增长率	53.79%	56.66%	23.54%	29.90%
长期股权投资	8.65	8.65	8.65	8.65	EBITDA 增长率	61.71%	68.09%	24.71%	29.51%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	946.69	1874.79	3061.99	4144.34	毛利率	20.07%	24.22%	23.81%	24.24%
无形资产和开发支出	253.02	229.37	205.72	182.07	三费率	7.78%	14.31%	13.78%	13.51%
其他非流动资产	424.61	421.99	419.37	416.74	净利率	6.25%	7.81%	7.86%	8.45%
资产总计	6999.18	9588.06	12289.98	15575.48	ROE	30.11%	31.47%	29.25%	28.68%
短期借款	10.00	0.00	0.00	0.00	ROA	15.16%	17.34%	16.71%	17.13%
应付和预收款项	2897.27	3670.16	4511.89	5390.11	ROIC	68.16%	79.91%	62.89%	58.04%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	7.37%	9.88%	10.04%	10.77%
其他负债	568.36	635.99	757.25	885.69	营运能力				
负债合计	3475.63	4306.15	5269.15	6275.80	总资产周转率	2.84	2.57	2.39	2.27
股本	655.85	655.85	655.85	655.85	固定资产周转率	24.70	15.84	10.88	8.92
资本公积	810.70	1110.70	1110.70	1110.70	应收账款周转率	231.16	193.42	203.13	199.36
留存收益	2160.68	3533.13	5162.18	7298.31	存货周转率	9.57	8.68	8.83	8.72
归属母公司股东权益	3403.21	5072.63	6701.68	8837.81	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.01%	—	—	—
少数股东权益	120.34	209.28	319.15	461.87	资本结构				
股东权益合计	3523.55	5281.91	7020.83	9299.69	资产负债率	49.66%	44.91%	42.87%	40.29%
负债和股东权益合计	6999.18	9588.06	12289.98	15575.48	带息债务/总负债	0.29%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.60	1.68	1.67	1.76
					速动比率	1.14	1.22	1.19	1.28
					股利支付率	24.30%	12.77%	16.19%	15.40%
					每股指标				
					每股收益	1.53	2.40	2.96	3.85
					每股净资产	5.19	7.73	10.22	13.48
					每股经营现金	2.72	3.27	3.79	5.00
					每股股利	0.37	0.31	0.48	0.59
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	1251.50	2103.60	2623.47	3397.74					
PE	55.62	35.50	28.74	22.12					
PB	16.41	11.01	8.33	6.32					
PS	3.29	2.62	2.14	1.77					
EV/EBITDA	41.77	24.29	19.17	14.33					
股息率	0.44%	0.36%	0.56%	0.70%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn