

视源股份 (002841)

证券研究报告

2022年08月17日

研发立身持续跨界，CVTE 剑指全球化布局

视源股份跨界能力卓越，现已是多领域龙头。公司核心有三条成长曲线：

- 1) 2005-2015 年：电视产业技术升级阶段成为全球液晶电视板卡龙头。该业务 21 年营收规模达 62 亿，毛利率在 14%左右，为公司现金流业务。
- 2) 2008-2018 年：教育信息化 1.0 时期率先开发出教育交互智能平板，并成为全球龙头，盈利结构改善。
- 3) 2017-至今：企业数字化转型加速，会议交互智能平板放量，与海外教育信息化转型构成公司后续的主要增长点。

我们认为视源股份的业务布局用意在于：传统业务液晶显示板卡做大收入，旨在供应稳定现金流，同时积累供应链管理 know-how；跨界布局交互智能平板，享受行业高 beta 的同时增厚利润，目前会议与海外市场预计仍存在较大空间，依托供应链管理与研发能力，公司有望持续受益行业高增红利。同时，持续以公司平台支持创新业务孵化，LED、家电显示模组等新业务有望成为公司新的增长点。

看短期，视源股份在 21 年业绩压制因素有望在 22 年得到改善，原因在于 1) 收入端：国内教育业务高单价产品智慧黑板逐步放量，教育业务营收增速有望提升；2) 成本端：面板价格持续走低，22 年综合毛利率有望改善；3) 费用端：21 年是人员扩张与渠道建设大年，22 年期间费用投入增速有望放缓。

看中期，海外平板与国内会议市场业务景气度较高。原因在于 1) 海外教育信息化建设处于市场初期，且多政府明确相关预算充足，有望复制国内信息化 1.0 发展路径；2) 会议市场随着疫情后混合办公模式的逐步推广，会议交互屏需求随着企业认知逐步提升；3) 视源股份对比国内外厂商，成本与技术优势明显领先，市场龙头地位有望持续巩固。

看长期，研发实力加持下，孵化新业务有望成为新增长极。原因在于 1) 公司定增投入智能制造工厂，有效保护企业 know-how 壁垒，在技术研发方面持续领先；2) LED 与智慧家电业务初显规模，随着市场规模提升有望持续享受行业红利。

盈利预测：我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 251.52/312.76/375.32 亿元，同比增长 18.50%、24.35%、20.00%；我们测算公司 2022-2024 年归母净利润分别为 26.57/32.23/37.53 亿元，对应 17.89/14.75/12.67 倍 PE。考虑公司业务高盈利增速以及高盈利质量（扣非净利率），及 41.28 倍历史估值中枢，给予 22 年 24 倍 PE 作为目标估值，对应市值 638 亿，目标价 91.62 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：宏观经济与政策风险，人力成本上升风险，核心原材料涨价风险，竞争环境变化风险，测算具有一定主观性。

| 财务数据和估值 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 17,129.32 | 21,225.71 | 25,152.48 | 31,276.17 | 37,532.14 |
| 增长率(%) | 0.45 | 23.91 | 18.50 | 24.35 | 20.00 |
| EBITDA(百万元) | 3,150.52 | 3,637.45 | 3,454.82 | 4,071.88 | 4,469.51 |
| 净利润(百万元) | 1,901.52 | 1,698.98 | 2,657.42 | 3,223.21 | 3,753.30 |
| 增长率(%) | 18.04 | (10.65) | 56.41 | 21.29 | 16.45 |
| EPS(元/股) | 2.73 | 2.44 | 3.82 | 4.63 | 5.39 |
| 市盈率(P/E) | 25.01 | 27.99 | 17.89 | 14.75 | 12.67 |
| 市净率(P/B) | 6.61 | 5.69 | 4.39 | 3.57 | 2.89 |
| 市销率(P/S) | 2.78 | 2.24 | 1.89 | 1.52 | 1.27 |
| EV/EBITDA | 22.14 | 12.62 | 10.46 | 8.04 | 6.56 |

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

| | |
|--------|----------|
| 行业 | 电子/消费电子 |
| 6 个月评级 | 买入（首次评级） |
| 当前价格 | 70.15 元 |
| 目标价格 | 91.62 元 |

基本数据

| | |
|---------------|--------------|
| A 股总股本(百万股) | 696.02 |
| 流通 A 股股本(百万股) | 666.55 |
| A 股总市值(百万元) | 48,825.56 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 46,758.46 |
| 每股净资产(元) | 13.06 |
| 资产负债率(%) | 46.57 |
| 一年内最高/最低(元) | 117.94/62.91 |

作者

缪欣君 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080003
miaoxinjun@tfzq.com

潘暕 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070005
panjian@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

| | |
|---------------------------------------------|----|
| 1. 视源股份：从部件设计到整机制造的坚定转型..... | 5 |
| 1.1. 股权结构稳定，轮值董事长促进企业管理先进性..... | 5 |
| 1.2. 发展历程：从部件到整机的坚定转型..... | 6 |
| 2. 供应链管理能力和团队内生动力助力公司持续跨界..... | 8 |
| 2.1. 供应链管理卓越，经营风险低，盈利能力强..... | 9 |
| 2.2. 高薪吸引优质人才，创业孵化器塑造企业内生动力..... | 11 |
| 3. 利润压制因素或消退，短期盈利能力边际改善..... | 13 |
| 3.1. 大尺寸面板价格下滑，交互智能平板盈利能力有望边际改善..... | 13 |
| 3.2. 研发与管理费用增速放缓，期间费用率有望改善..... | 15 |
| 4. 教育市场：希沃龙头地位稳固，交互平板市场稳定增长..... | 16 |
| 4.1. 国内教育市场：替换周期与教育信息化 2.0 驱动教育市场稳增长..... | 16 |
| 4.2. 视源股份龙头地位稳固，高质量教学软件塑造用户粘性..... | 18 |
| 4.3. 智慧黑板占比提升，有望推动教育平板营收毛利双增长..... | 19 |
| 5. 会议市场：长坡厚雪，会议平板有望迎来放量拐点..... | 21 |
| 5.1. 混合办公催化企业协作数字化转型加速，IFPD 出货量增速达 50%..... | 21 |
| 5.2. 视源股份：会议平板龙头，有望复制希沃成长路径..... | 23 |
| 6. 海外平板需求高增，视源股份走向全球..... | 27 |
| 6.1. 海外市场：信息化进程加速，市场景气度持续提升..... | 27 |
| 6.2. 视源股份：竞争优势明显，中国龙头向全球龙头迈进..... | 29 |
| 7. 生活电器与 LED 高速成长，智慧工厂助力技术创新..... | 32 |
| 8. 盈利预测..... | 33 |
| 9. 风险提示..... | 35 |

图表目录

| | |
|---------------------------------------------------|----|
| 图 1：六位一致行动人协力决策公司，股权结构稳定（截至 2022 年 8 月 11 日）..... | 5 |
| 图 2：董事长轮岗，管理去中心化..... | 5 |
| 图 3：公司业务从电视机部件延伸至各显示器应用场景整体解决方案..... | 6 |
| 图 4：公司 12 年发展历程中，主要存在三条成长曲线..... | 7 |
| 图 5：交互智能平板毛利率达 30%，液晶显示主控板卡毛利率稳定在 15%左右..... | 7 |
| 图 6：业务结构改善，公司盈利能力持续提升..... | 8 |
| 图 7：公司业务从电视机部件延伸至商业、教育应用场景的显示解决方案的业务布局..... | 8 |
| 图 8：公司采用自主研发，外协制造的方式进行生产..... | 9 |
| 图 9：公司对外协工厂进行从方案制定到优化的生产管理辅导..... | 9 |
| 图 10：规模优势+供应链管理能力和团队内生动力同样保证公司毛利率持续高于友商..... | 10 |
| 图 11：公司应收账款周转天数仅约 2 天，业绩增长质量高..... | 11 |
| 图 12：公司经营现金净流量稳定高于净利润..... | 11 |
| 图 13：公司研发人员人数持续增长，占公司员工总数的 40%+..... | 11 |

| | |
|----------------------------------------------------------------------|----|
| 图 14: 公司研发人员平均薪酬高于行业平均 | 11 |
| 图 15: 内部人才的灵活流通与项目孵化机制推动企业内生创造力 | 11 |
| 图 16: 公司 21 年累计专利数量 (个) 达 6700, 验证企业强劲的创造力 | 12 |
| 图 17: 公司对员工高度关怀, 激发团队凝聚力与自驱力 | 12 |
| 图 18: 员工自驱力强, 从设计到销售的持续高度投入让产品赢得市场口碑 | 13 |
| 图 19: 交互平板生产成本中, 原材料成本占比超过 97% | 14 |
| 图 20: 鸿合科技 2019 年液晶面板成本占产品总成本的 46% | 14 |
| 图 21: 22 年年初至今, 面板价格下滑超过 25%, 进一步降低交互平板生产成本 (单位: 美元/片) | 14 |
| 图 22: 公司三费费用率整体呈阶梯上升趋势 | 15 |
| 图 23: 公司三费稳定, 研发费用 21 年同比增长 32% | 15 |
| 图 24: 22 年学前教育与职校教育资金分别同比提升 15%、9%, 中央与地方教育经费同比提升 10% (单位: 亿元) | 17 |
| 图 25: 教育信息化 2.0 催化中国教育平板出货数量回升 | 18 |
| 图 26: 产品布局完善, 对教学信息化所需产品实现全覆盖 | 18 |
| 图 27: 希沃教育市场交互智能平板市占率持续提升, 已达 47.5% | 18 |
| 图 28: 2021 年 Q1-Q3 中国液晶教育平板市场, 希沃市占率接近 50% | 18 |
| 图 29: 针对教学场景配套教学软件, 提升用户粘性与认知 | 19 |
| 图 30: 视源股份推出产品智慧黑板整合了黑板与交互功能, 符合教学场景使用习惯 | 19 |
| 图 31: 智慧黑板销售额 21 年与 20 年同比提升 100%+ | 20 |
| 图 32: 希沃智慧黑板市占率第一, 22 年 Q1 达 27% | 21 |
| 图 33: 企业办公场景中, 混合办公模式趋向常态化 | 22 |
| 图 34: 中国商用交互平板出货量在 21 年达到 66 万台, 同比增速达 54% | 22 |
| 图 35: 视源股份龙头地位稳固, 华为等大厂商入局验证行业高景气度 | 22 |
| 图 36: 20-21 年公司企业服务业务营收同比增速超 40%, 已达到 17 亿元 | 23 |
| 图 37: 鸿合科技会议交互智能平板毛利率达 40% 以上 | 23 |
| 图 38: 视源股份会议业务的产品布局, 在价格与功能上实现了对市场需求的全覆盖 | 24 |
| 图 39: 产品矩阵持续丰富, MAXHUB 从会议平台解决商迈进 | 25 |
| 图 40: MAXHUB 已和钉钉会议、腾讯会议、飞书、华为等远程会议软件厂商建立合作 | 25 |
| 图 41: 2020 年中国教育 IFPD 渗透率已达 59%, 经合组织教育 IFPD 渗透率仅 15% | 27 |
| 图 42: 22 年海外教育交互智能平板市场出货量增速有望达 30% | 28 |
| 图 43: 混合办公模式催生海外商用 IFPD、小间距 LED 与液晶拼接屏出货量持续提升 | 28 |
| 图 44: 公司 21 年海外业务营收达 50 亿元, 同比增速达 78% | 29 |
| 图 45: 海外 IFPD 市场格局相对集中 | 29 |
| 图 46: 公司 18 年开始加速布局海外业务, 已在全球多地设立办公点 | 30 |
| 图 47: MAXHUB 持续在海外重要展会增加曝光 | 30 |
| 图 48: 视源股份交互智能机 20 年出货量海外市占率达到 35% | 31 |
| 图 49: 对比海外同类产品, MAXHUB 价格优势显著 | 32 |
| 图 50: 创新业务中, 生活电器与 LED 业务同比增速达 123%、50% | 33 |
| 表 1: 公司管理层大多出身产业, 具备名校 EMBA 学历 | 5 |

| | |
|------------------------------------------------|----|
| 表 2: 18 年至今, 教育信息化相关政策梳理 | 16 |
| 表 3: 智慧黑板单价在 3 万左右, 交互平板产品单价则不到 2 万 | 20 |
| 表 4: 高供应链掌控能力保证 MAXHUB 对比同类厂商, 存在价格与性能优势 | 26 |
| 表 5: 海外教育信息化工程相关政策梳理 | 28 |
| 表 6: 定增募资 20 亿用于建设智能制造基地 | 33 |
| 表 7: 盈利预测 | 34 |

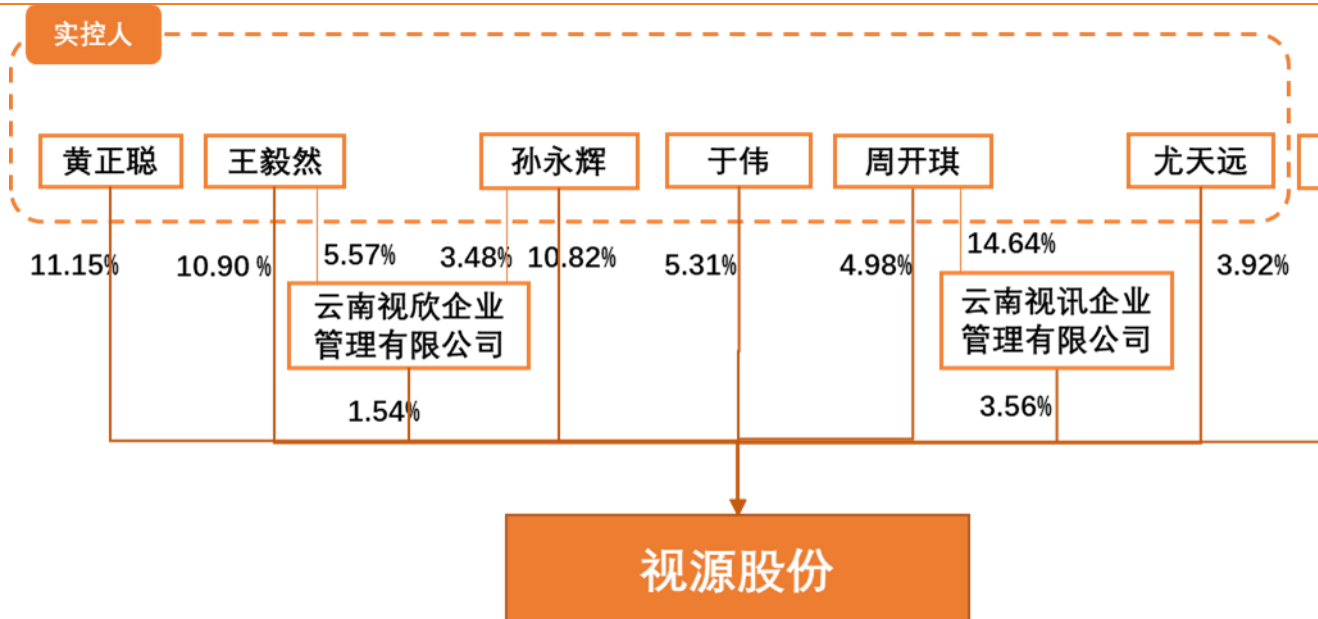
1. 视源股份：从部件设计到整机制造的坚定转型

1.1. 股权结构稳定，轮值董事长促进企业管理先进性

公司股权结构稳定，6 位一致行动人合计直接持股比例达 49.14%。实控人中，周开琪为公司高管，黄正聪于 2011 年 6 月通过增资加入公司。王毅然目前为公司董事长。6 位一致行动人经长期合作，已建立稳固良好的合作关系，共同管理公司。

股权激励与员工持股平台持续激励员工内生动力。上市前通过两个员工持股平台视欣投资、云南视讯实施员工股权激励，截止 2022 年 8 月公司最新一轮定增完成后，合计持有公司股份的 5.10%。上市后，股权激励常态化，目前已实施三期股权激励。

图 1：六位一致行动人协力决策公司，股权结构稳定（截至 2022 年 8 月 11 日）



资料来源：Wind、公司年报、天风证券研究所

公司董事长轮岗，管理去中心化保证高管学习动力。公司董事长职位自 2011 年 12 月至 2017 年 12 月由实控人黄正聪担任，后由周勇接任至 2019 年 4 月，目前董事长职位由实控人王毅然出任。公司董事长轮值保证团队进行灵活、有效的管理。

图 2：董事长轮岗，管理去中心化



资料来源：公司公告、天风证券研究所

公司管理层大多出身产业，且具备名校 EMBA 学历。公司管理层大多出身于显示行业，且具备名校 EMBA 学历，我们认为复合背景能有效保证公司对产业的前瞻洞察力与管理企业的能力。技术方面，公司 CTO 杨铭博士毕业于中山大学计算机系，多项研究成果发表在 TVCG 等国际顶级学术期刊及会议，在技术层面为公司带来有效支持。

表 1：公司管理层大多出身产业，具备名校 EMBA 学历

| 名称 | 现任职位 | 学历 | 从业经验 |
|----|------|----|------|
|----|------|----|------|

| | | | |
|-----|--------------|---------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 王毅然 | 董事长 | EMBA | 曾任职于广州乐华电子有限公司、广州驰迅。自 2019 年 4 月起任公司董事长至今。 |
| 王洋 | 副董事长、 总经理 | EMBA | 2007 年加入公司，先后担任 TV 主板业务软件工程师、产品经理、副总经理、总经理、整机设计与供应链服务集团总裁、整机集团总裁、首席海外营销官。自 2020 年 3 月起任公司总经理至今。 |
| 黄正聪 | 董事 | EMBA 在读 | 曾任职于香港长城电子有限公司、TCL 多媒体科技控股有限公司和 JW Capital Management Ltd.。2004 年至 2012 年任视科电子（香港）有限公司董事。2010 年 12 月加入公司，自 2011 年起任公司董事至今。 |
| 于伟 | 董事 | EMBA 在读 | 曾任职于广东新会新天利电子有限公司、广州乐华电子有限公司、广州驰迅。2005 年 12 月加入公司，先后担任 TV 产品事业部总工程师、技术经理、研发总经理、董事，自 2011 年 12 月起任股份公司董事至今。 |
| 尤天远 | 董事 | EMBA | 曾任职于广州乐华电子有限公司、广州驰迅。2005 年 12 月加入公司，先后担任 TV 产品事业部总工程师、董事，自 2011 年 12 月起任股份公司董事至今。 |
| 孙永辉 | 前董事 | 本科 | 曾任职于广州乐华电子有限公司、广州驰迅。2005 年 12 月加入公司，2011 年 12 月至 2019 年 10 月任股份公司董事，辞任后继续在公司从事人才培养等方面的工作。 |
| 杨铭 | 董事、 CTO | 博士 | 中山大学计算机科学系博士。2015 年 3 月加入公司，历任公司高级研究员、资深研究员、中央研究院副院长、院长。自 2017 年 12 月起至 2021 年 1 月任公司副总经理，自 2021 年 1 月起任公司董事至今。 |
| 张丽香 | 监事会主席 | 本科 | 2005 年加入公司，自 2018 年 12 月起任公司职工代表监事至今。现任公司职工代表监事和策略采购总监。 |

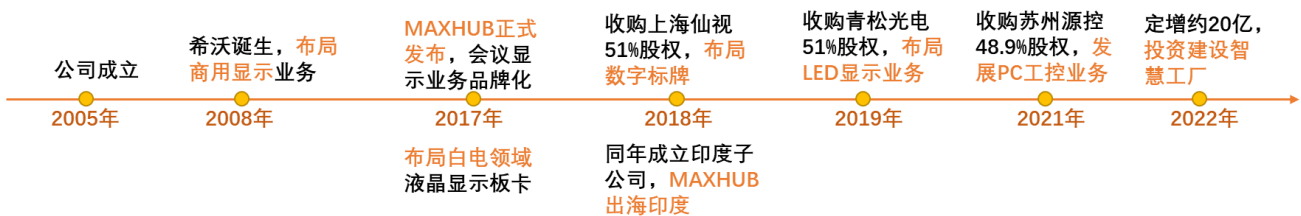
资料来源：Wind、公司公告、招股说明书、天风证券研究所

1.2. 发展历程：从部件到整机的坚定转型

从部件到整机，海内到全球，公司跨界能力卓越，现已跻身多领域行业龙头。2005 年，视源股份成立于广州，为电视整机厂商生产显示板卡。2008 年，公司推出交互智能平板品牌“希沃”，以教育信息化作为方向，切入下游整机行业。2017 年，会议平板产品“MAXHUB”发布。同年，部件业务延伸至白电，开拓智能控制组件业务。2018 年公司收购上海仙视 51% 股权，布局数字标牌领域，同时拓展海外业务，成立印度子公司。2019 年，公司收购 LED 显示头部企业青松光电 51% 股权。22 年定增约 20 亿元，用于建设智慧工厂，进一步提升公司供应链管理与研发创造能力。

公司在液晶显示板卡领域已成长为全球龙头，在教育与会议交互智能平板、数字标牌、LED 等领域成长为中国龙头。

图 3：公司业务从电视机部件延伸至各显示器应用场景整体解决方案



资料来源：Wind、公司官网、公司年报、天风证券研究所

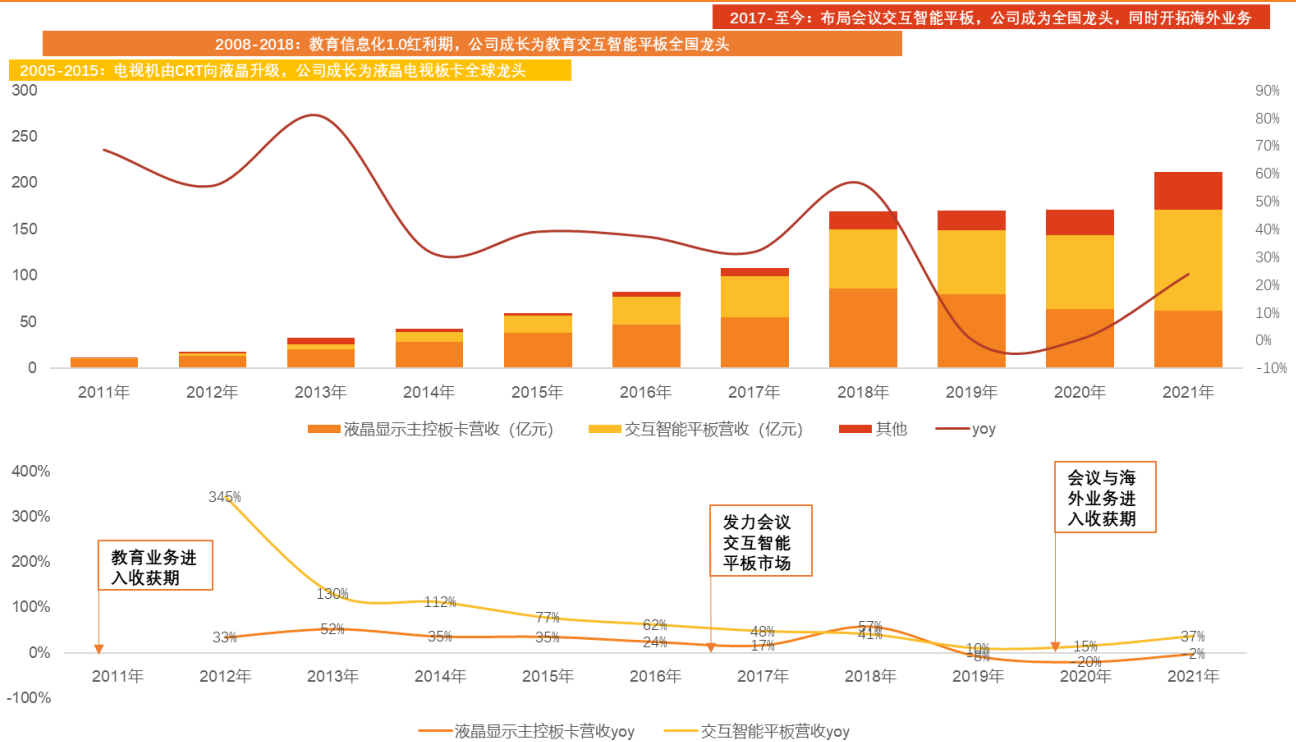
回顾公司历史，主要存在三条成长曲线：

- 1) 2005-2015 年：电视产业技术升级阶段成为全球液晶电视板卡龙头。在电视机由 CRT 向液晶电视升级的阶段，公司前瞻布局开发适配液晶电视的二合一板卡，凭借产品的快速迭代迅速战略市场，成为全球液晶电视板卡龙头。
- 2) 2008-2018 年：教育信息化 1.0 时期率先开发出教育交互智能平板，并成为全国龙头，

盈利结构改善。

3) 2017-至今：企业数字化转型加速，会议交互智能平板放量，与海外教育信息化转型构成公司后续的主要增长点。

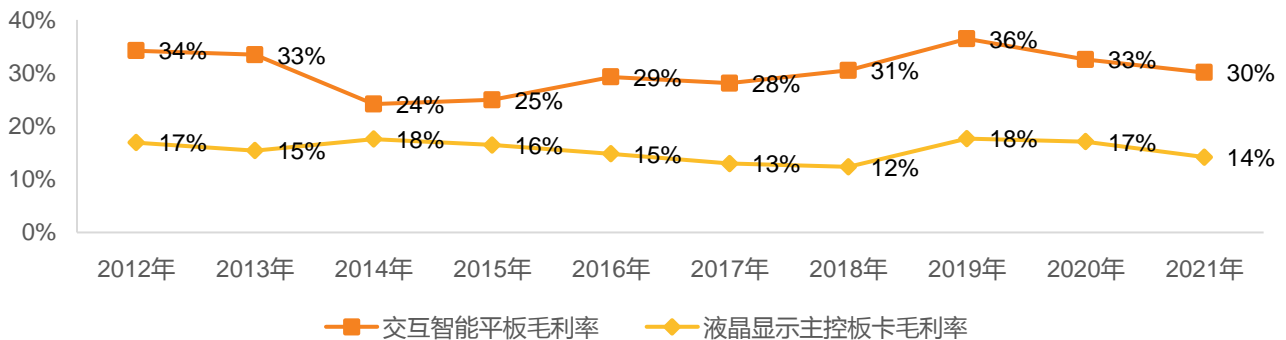
图 4：公司 12 年发展历程中，主要存在三条成长曲线



资料来源：Wind、公司年报、天风证券研究所

交互智能平板毛利率达 30%，液晶显示主控板卡毛利率稳定在 15%左右。交互智能平板设计制造难度高于液晶显示主控板卡，且销售直接面向终端用户，因此拥有更高溢价，近 10 年毛利率稳定在 30%左右，随着核心原材料成本变动略有波动。液晶显示主控板卡业务面向下游电视整机厂商，且产业趋向成熟，因此溢价空间相对有限，毛利率稳定在 15%左右。

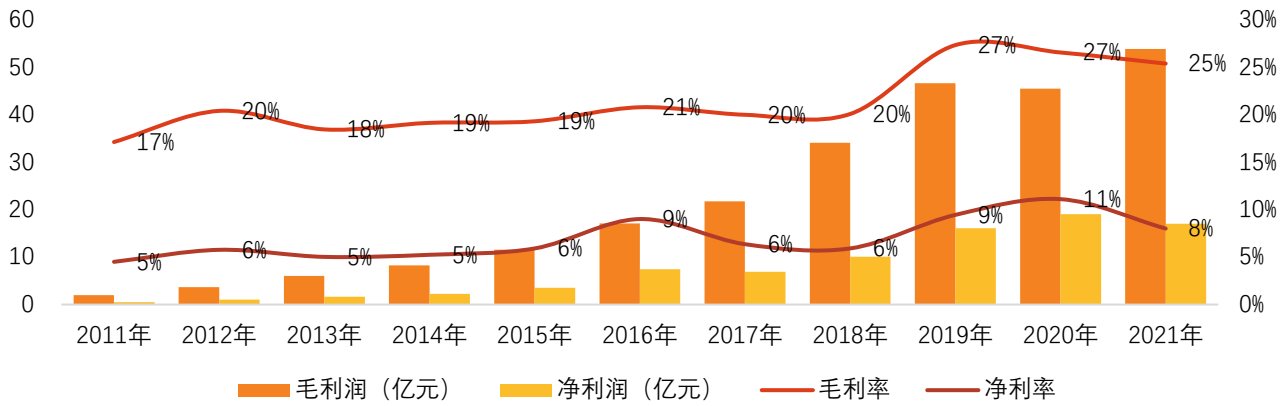
图 5：交互智能平板毛利率达 30%，液晶显示主控板卡毛利率稳定在 15%左右



资料来源：Wind、公司年报、天风证券研究所

业务结构中交互智能平板占比提升，公司盈利能力持续改善。回顾公司盈利能力，随着毛利润较高的交互智能平板的营收占比持续提升，公司综合毛利率在 21 年达到 25%，考虑 21 年面板价格大幅上行影响，毛利率预计仍有上升空间。同时净利率 21 年达到 8%，考虑 21 年研发人员大幅扩招，净利率预计仍有上行空间。

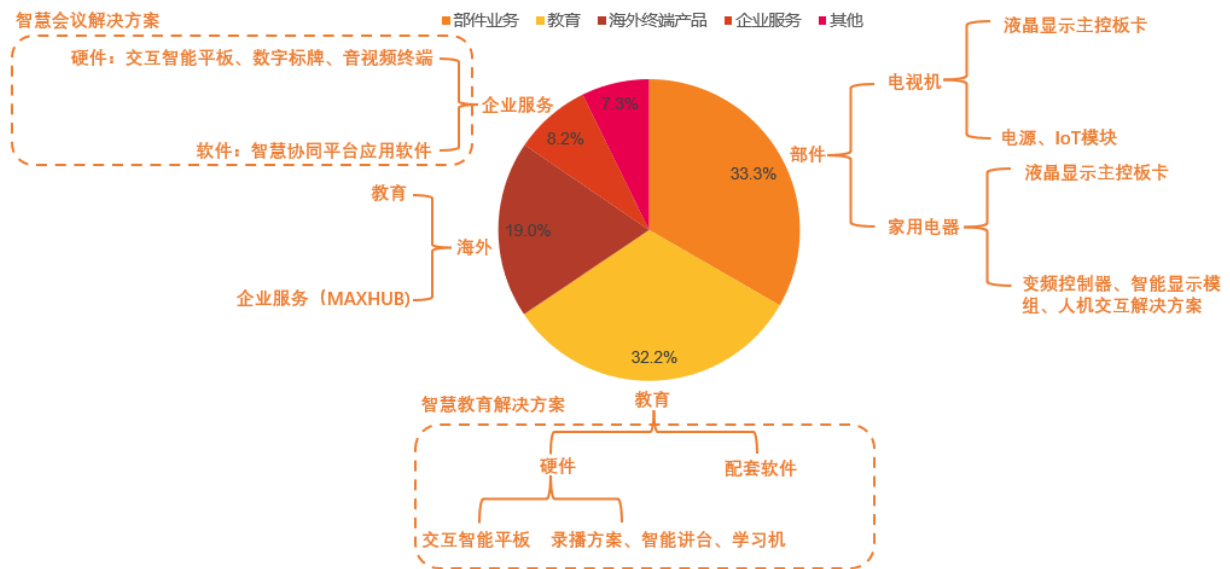
图 6：业务结构改善，公司盈利能力持续提升



资料来源：Wind、公司年报、天风证券研究所

公司业务已从电视机部件延伸至商业、教育应用场景的显示解决方案。其中部件业务包括电视机部件与白家电部件，合计占 21 年营收 33%。在教育业务中，产品包括交互智能平板、学习机、智能讲台等产品，配合系列应用于教学的软件产品，形成了教育行业整体信息化解决方案，21 年营收占比达到 32%。海外业务包括教育业务 ODM 与会议产品自由产品出海两系列产品，21 年营收占比达到 19%。企业服务业务包括交互智能平板等硬件与智慧协同平台应用软件，营收占比达 8%。

图 7：公司业务从电视机部件延伸至商业、教育应用场景的显示解决方案的业务布局



资料来源：公司年报、天风证券研究所

我们认为视源股份的业务布局用意在于：传统业务液晶显示板卡做大收入，旨在供应稳定现金流，同时积累供应链管理 know-how；跨界布局交互智能平板，享受行业高 beta 的同时增厚利润，目前会议与海外市场预计仍存在较大空间，依托供应链管理与研发能力，公司有望持续受益行业高增红利。同时，持续以公司平台支持创新业务孵化，LED、家电显示模组等新业务有望成为公司新的增长点。

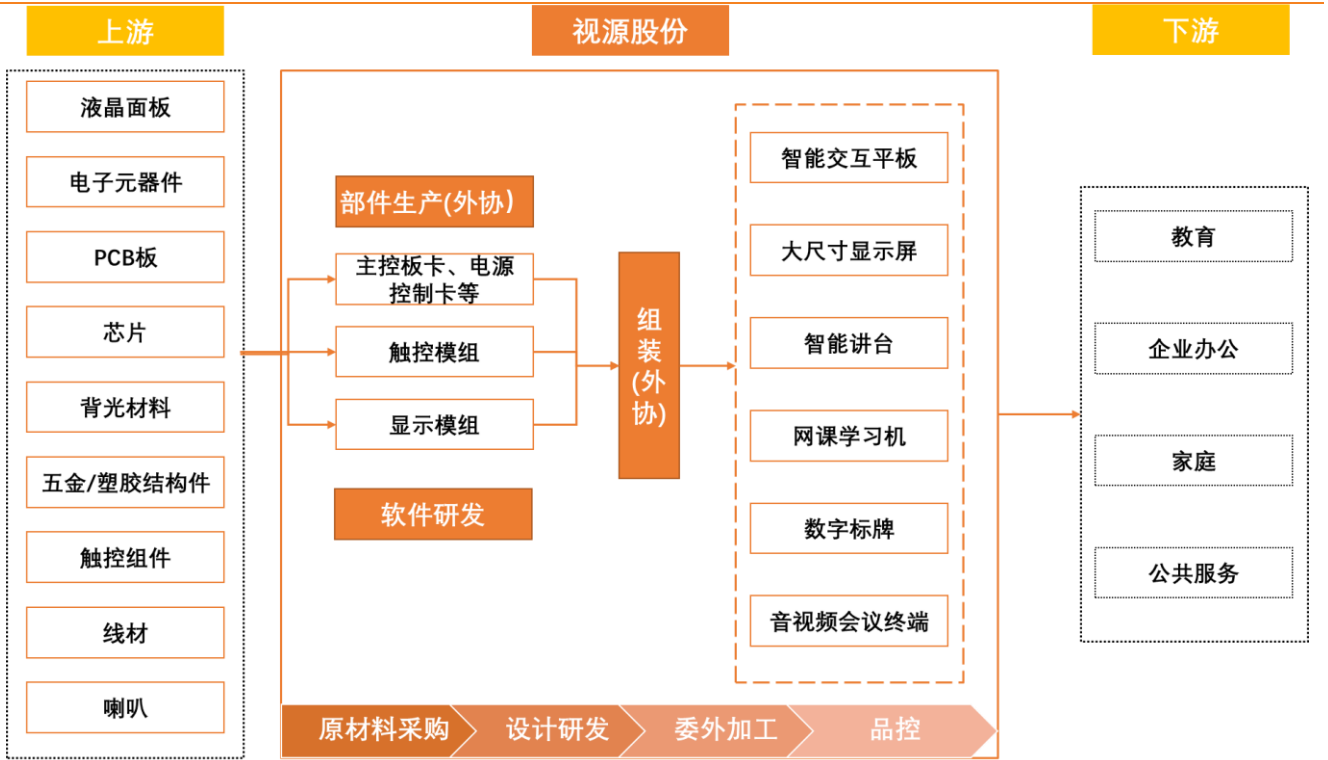
2. 供应链管理能力和团队内生动力助力公司持续跨界

2.1. 供应链管理能力卓越，经营风险低，盈利能力强

视源股份采用自主研发，外协制造的方式进行生产。公司位于产业链的中游，上游为原材料制造商，下游为教育、企业、政府、电视制造商等客户。公司目前所有生产均通过外协完成，但通过把控液晶面板、背光、芯片等核心原材料的采购，同时在生产流程上精细化管控，在产品品质与成本管控上均维持较高水平。

同时，委外加工模式让公司得以投入更多精力在设计研发和品牌打造。我们认为，生产侧人力与资产的轻量级投入，让公司的经历更多聚焦于设计与研发，不断通过推出差异化的产品巩固自身在行业的竞争优势。

图 8：公司采用自主研发，外协制造的方式进行生产



资料来源：Wind、公司年报、康冠科技招股说明书、天风证券研究所

公司对外协厂商的精细化管理，有效管控制造成本与产品品质。公司通过 ERP 和 MES 的信息化系统，对外协工厂进行协同管理。实时监控加工厂的产能效率、品质良率、库存和帐务，确保准时交付；根据每月绩效评价结果确定与加工厂的合作政策，使加工厂得以更好的满足交付需求。同时，公司不定期为外协工厂进行生产培训，保证工厂与企业共同进步。

图 9：公司对外协工厂进行从方案制定到优化的生产管理辅导



将制定的方案整理成为培训教材为员工进行培训指导



班长现场指导改善方案的执行对改善措施进行说明



执行完毕之后,小组将数据整理进行进一步的讨论,找出可优化的点持续改善

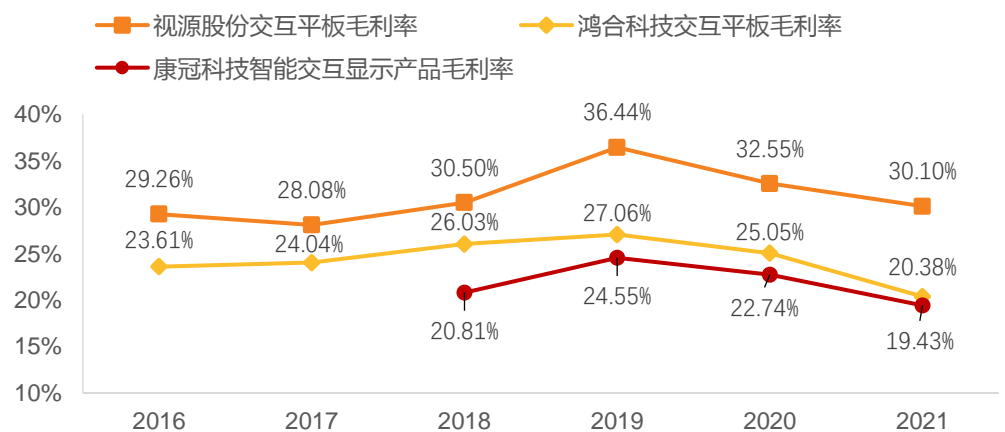


换型小组各成员按照新的流程职责分工协同转产

资料来源: 公司 2019 年社会责任报告、天风证券研究所

品牌效应与供应链管理助力公司交互平板毛利率持续高于友商。2016-2021 年间,公司在交互平板业务毛利率持续高于友商 5-10pct 左右。我们认为,公司主要从成本与单价两方面提升产品盈利能力。成本侧,通过对原材料的规模化采购与精细化供应链管理保证生产成本相对较低。生产侧,自主品牌“希沃”与“MAXHUB”在市场已具备品牌效应,市场愿意为其支付更高溢价。综合保证公司平板毛利率处于行业领先地位。

图 10: 规模优势+供应链管理同样保证公司毛利率持续高于友商



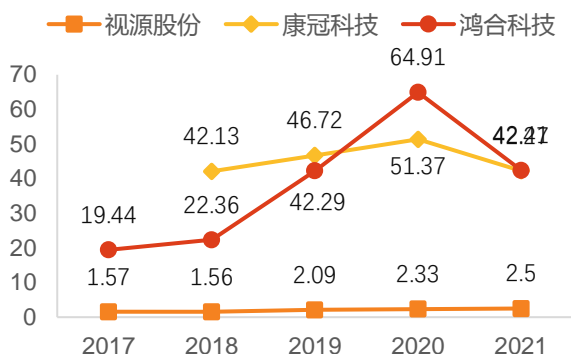
资料来源: Wind、公司年报、鸿合科技年报、天风证券研究所
备注: 康冠科技未披露交互平板的毛利率

公司资金运营效率高, 应收账款周转天数仅约 2 天。公司成立以来持续实行较谨慎的财务政策, 通过在发货之前收到剩余全部货款或收到客户一定预付比例后才会启动专用物料的采购两种款于货前的模式确保公司应收账款周转天数维持在低位。根据近 5 年数据, 视源的周转天数仅 2 天, 友商康冠科技、鸿合科技的周转天数则在 40 天左右

公司经营性现金净流量稳定高于净利润, 抗风险能力卓越。2017 至 2021 年间, 公司经营性现金净流量从 9.17 亿元增加至 27.02 亿元, 经营性现金净流量与净利润之比持续高

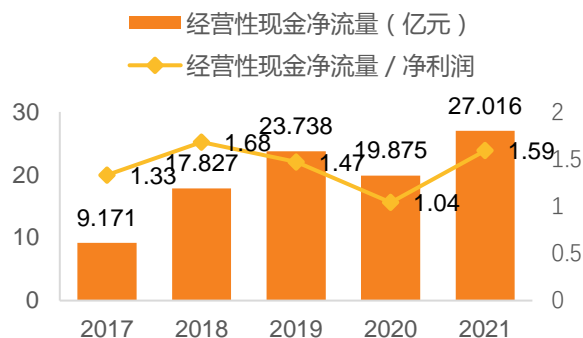
于 1, 2021 年达到 1.59。我们认为, 充裕的现金流能是公司稳定经营的基础, 同时也是保证公司持续开拓新业务的基石。

图 11: 公司应收账款周转天数仅约 2 天, 业绩增长质量高



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 12: 公司经营性现金净流量稳定高于净利润



资料来源: Wind, 天风证券研究所

2.2. 高薪吸引优质人才, 创业孵化器塑造企业内生动力

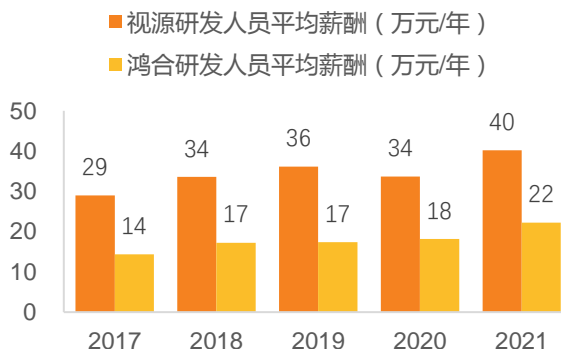
公司研发人员人数占员工总数的 40%+, 研发人员平均薪酬高达 40 万/年。公司研发人员数量在 21 年达到 2374 人, 占公司员工总人数的 40%+。同时研发人员平均薪酬为同业的近两倍。我们认为具有竞争力的薪酬为公司带来了高素质的团队, 是企业产品能力持续领先与开拓新业务的基础。

图 13: 公司研发人员人数持续增长, 占公司员工总数的 40%+



资料来源: Wind、公司年报、天风证券研究所

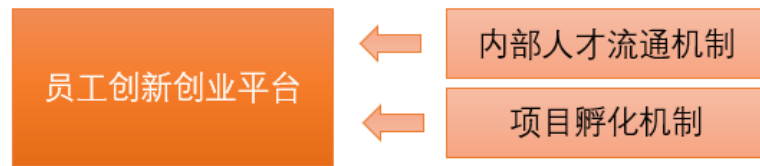
图 14: 公司研发人员平均薪酬高于行业平均



资料来源: Wind、公司年报、天风证券研究所

灵活的人才流通与项目孵化机制激发企业内生创造力。公司在内部设立了多重机制保证团队活力。灵活的人才流通机制为员工提供发挥自身特长的空间。同时, 项目孵化机制鼓励团队创新。公司积极支持新业务孵化, 积极支持员工或团队提出的新项目, 内部孵化, 将创业项目持续转化为公司新增长极。

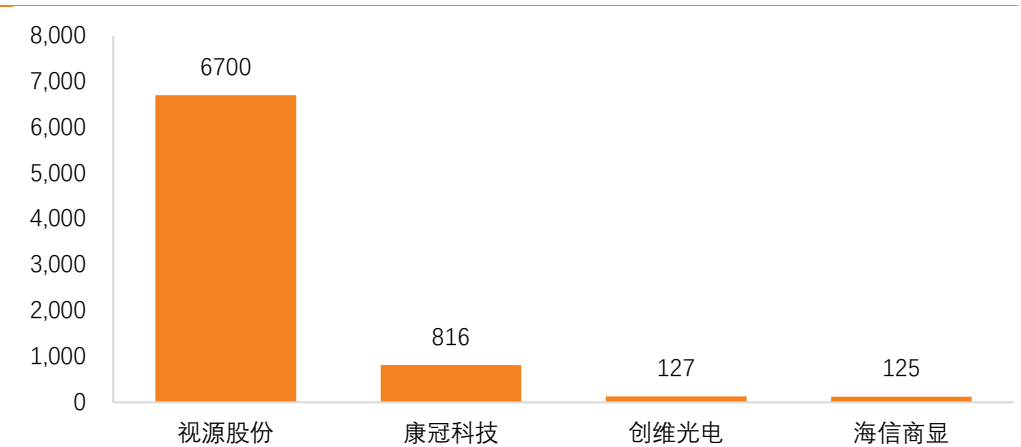
图 15: 内部人才的灵活流通与项目孵化机制推动企业内生创造力



资料来源：公司年报、mbachina、天风证券研究所

公司 21 年累计专利数量达 6700，验证企业强劲的创造能力。从结果上看，高素质员工的创造力同样反馈在了专利数量上。截止 2021 年视源股份申请专利数量达到 6700，是友商的 10-60 倍，验证企业强劲的创造能力。

图 16：公司 21 年累计专利数量（个）达 6700，验证企业强劲的创造力

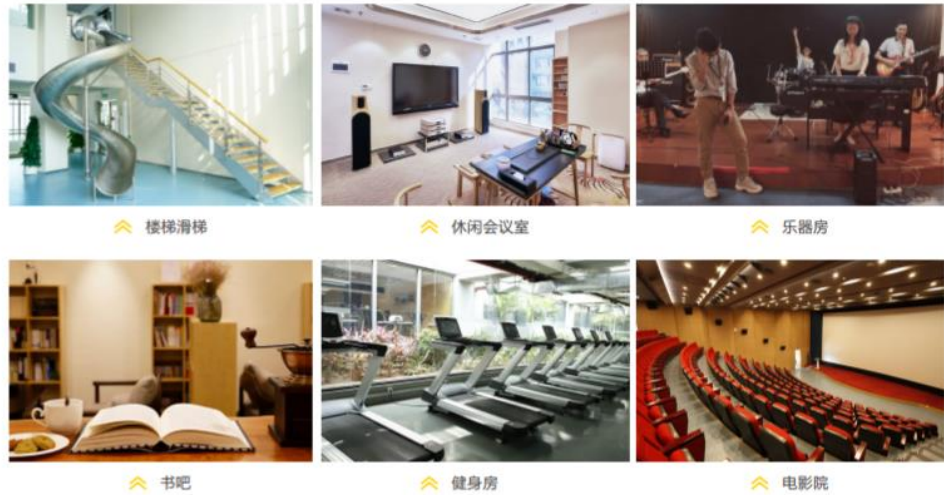


资料来源：各公司年报、天眼查、Wind、天风证券研究所

公司注重文化建设与员工关怀，持续激发团队凝聚力与自驱力。自成立以来，公司一直倡导“自由、平等、包容、分享、进取”的组织氛围。以工程师为例，有任何创新思路及意见均可直接和管理层直接讨论，信息高效传递，持续激发团队的积极性与创造力。

同时，公司设立多重机制保证员工福利，提升团队凝聚力。为保障员工及其家庭的基需求，提升团队凝聚力，公司提供了自助式员工餐厅、健身房、电影院、游泳池等基础设施，还围绕员工身心健康提供了门诊服务、体检服务、医疗信息资源、心理咨询和辅导等服务。

图 17：公司对员工高度关怀，激发团队凝聚力与自驱力



资料来源：公司 2020 年社会责任报告、天风证券研究所

高福利带来高回报，员工上下一心的高度投入让公司产品持续领先。以希沃为例，是团队从上至下的高度投入，让产品从设计到销售环节做到追求极致，最终赢得市场认可的典型案例。

图 18：员工自驱力强，从设计到销售的持续高度投入让产品赢得市场口碑

希沃的产品应当是这样的：当下一代革命性产品诞生的时候，它不会因为零部件老化影响功能而悔恨，也不会因为曾给客户带来不便而羞愧；在更换设备的时候，它依旧保持着安装之初的活力，能够说：“我的整个生命和全部精力都已经献给了尊敬的用户——为用户创造价值而努力。”

正是这些努力，希沃 (seewo) 推出教育系列机型时，设备的品质和工业设计充分考虑到应用于课堂教学的特点，例如教室中粉笔粉尘较多，为了避免粉尘对于设备的影响希沃在散热上采取了铜管式散热等技术，并在后期进一步研发出可插拔模块化电脑；例如南北教室温差较大，希沃充分考虑了高低温环境对于设备性能的影响；例如老师对于书写体验的要求，希沃保证了流畅而人性化的触控体验，并开发出了相应的教学软件。这样的细节还有很多，因此希沃教育机型刚刚投入市场，就赢得了用户的交口称赞。

资料来源：教育装备网、天风证券研究所

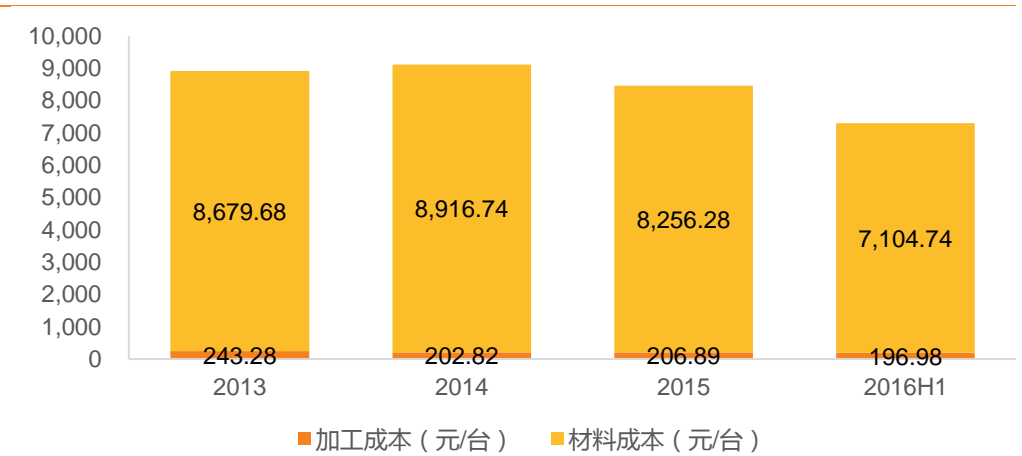
我们认为，高薪招聘高素质人才是企业具备研发创新分为的基础，灵活的内部流通机制与员工创业项目内部孵化体系给员工的发挥提供了充分的土壤，同时企业对员工丰厚的福利让员工对自身工作高度投入，叠加企业充裕的现金流支撑公司把有价值的项目落地变现，是视源股份能持续开拓新业务并迅速成为行业龙头的原因。

3. 利润压制因素或消退，短期盈利能力边际改善

3.1. 大尺寸面板价格下滑，交互智能平板盈利能力有望边际改善

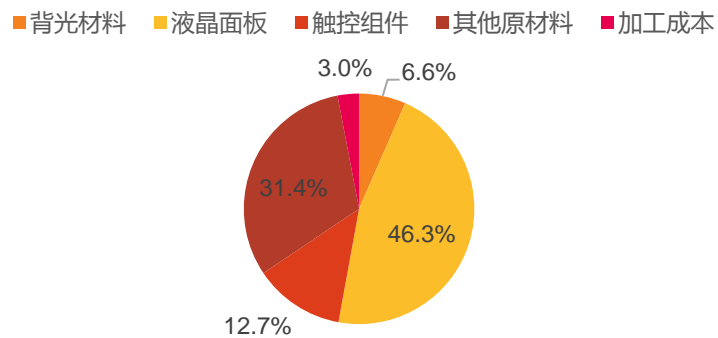
面板成本占交互智能平板总成本的 30%，对交互平板毛利率影响较大。从历史数据看，交互智能平板成本生产成本中，原材料成本超过 97%。根据鸿合科技招股书披露，交互平板原材料成本中，面板占比达 46%。面板在成本中较高的占比，决定了面板价格的走势对公司的整体毛利率存在较大影响。

图 19：交互平板生产成本中，原材料成本占比超过 97%



资料来源：视源股份招股说明书、天风证券研究所

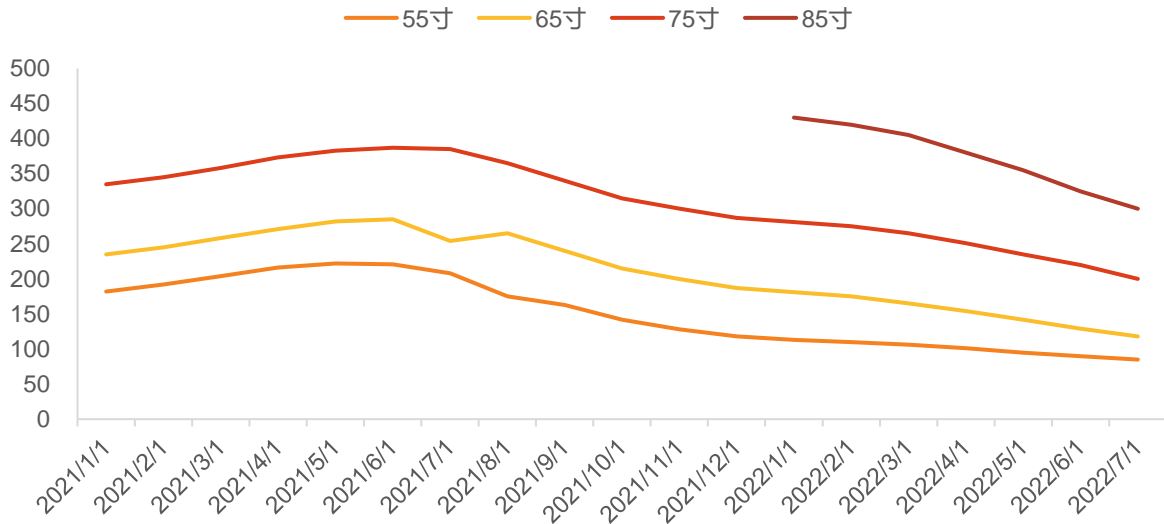
图 20：鸿合科技 2019 年液晶面板成本占产品总成本的 46%



资料来源：鸿合科技招股说明书、天风证券研究所

22 年 1 月至今面板价格回落超过 25%，有效提升交互平板毛利率。根据迪显咨询，随着全球 TV 需求走弱，22 年年初至 7 月，55 寸、65 寸、75 寸、85 寸面板价格分别下滑 25%、35%、29%、30%。大尺寸面板价格整体下滑在 25%+，拉低交互平板生产成本下降，公司整体毛利率有望改善。

图 21：22 年年初至今，面板价格下滑超过 25%，进一步降低交互平板生产成本（单位：美元/片）

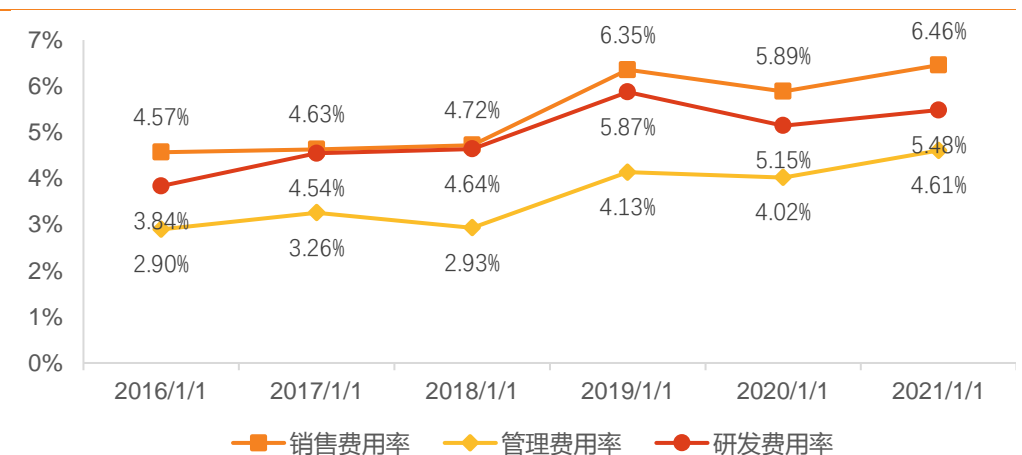


资料来源：迪显公众号、天风证券研究所

3.2. 研发与管理费用增速放缓，期间费用率有望改善

新业务的持续拓展，让公司三费费用率呈阶梯上升趋势。18-21 年间，公司的研发费用、销售费用、管理费用呈现逐步上升的趋势。从趋势上看，2021 年处于研发、管理及销售费用投入大年。同时，考虑 20 年疫情压制下游需求于 21 年释放影响，公司在研发与销售费用投入中较为激进，进一步拉升公司期间费用率。

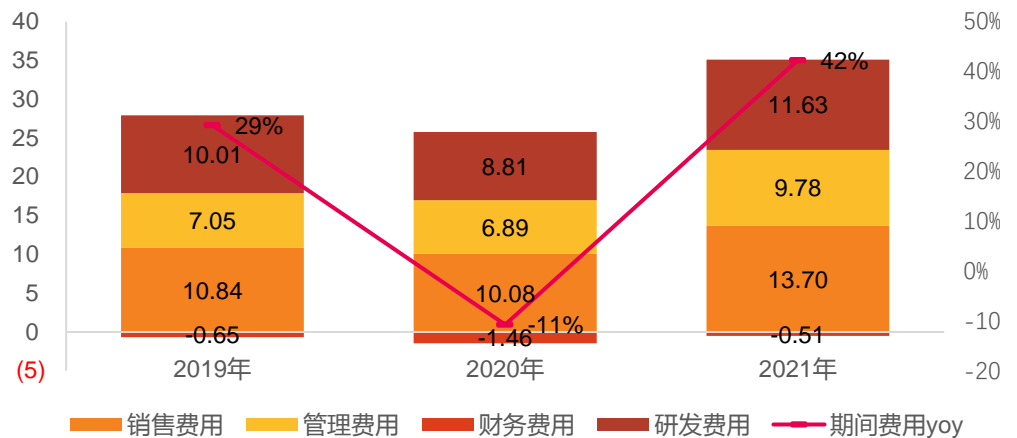
图 22：公司三费费用率整体呈阶梯上升趋势



资料来源：Wind、天风证券研究所

21 年期间费用同比提升 42%，预计 22 年同比增速有望放缓。21 年研发费用、管理费用同比增长 32%、42.00%，主要系公司加大管理人才引进、实施期权激励计划所致。考虑 21 年人员扩张较多，22 年扩张速度有望放缓，我们预计 22 年公司期间费用同比增速有望放缓，公司净利率有望改善。

图 23：公司三费稳定，研发费用 21 年同比增长 32%



资料来源：公司年报、天风证券研究所

4. 教育市场：希沃龙头地位稳固，交互平板市场稳定增长

4.1. 国内教育市场：替换周期与教育信息化 2.0 驱动教育市场稳增长

教育信息化改革持续深化，幼教与高职校成为重点改革对象。2018 年开始，教育部发改委等部门持续推出教育信息化 2.0 相关政策，旨在推动 K12 学段的教学应用推广、与数字校园的建设；同时明确加强学前教育与高职校的信息化建设，通过财政补贴、规范采购等手段推动该类学段的信息化水平。

表 2：18 年至今，教育信息化相关政策梳理

| 文件名 | 时间 | 颁发部门 | 核心内容 |
|----------------------------------|----------|---------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 《“十四五”学前教育发展提升行动计划》 | 2021/12 | 教育部等九部门 | 进一步提高学前教育普及普惠水平，到 2025 年，全国学前三年毛入园率达到 90%以上；加强学科教室、创新实验室、实验设备与 信息化教学条件建设 ；完善线上教育教学资源建设与应用保障体系，加快提升县中 教育信息化水平 。 |
| 《关于推进教育新型基础设施建设构建高质量教育支撑体系的指导意见》 | 2021/7/1 | 教育部等六部 | 到 2025 年，基本形成结构优化、集约高效、安全可靠的教育新型基础设施体系，并通过迭代升级、更新完善和持续建设，实现长期、全面的发展。 建设教育专网和“互联网+教育”大平台，为教育高质量发展提供数字底座 。 |
| 《关于加强新时代教育管理信息化工作的通知》 | 2021/3/1 | 教育部 | 到 2025 年， 新时代教育管理信息化制度体系基本形成 ，信息系统实现优化整合， 一体化水平大幅提升 ；数据实现“一数一源”，数据孤岛得以打通，数据效能充分发挥；教育决策科学化、管理精准化、服务个性化水平全面提升，支撑构建高质量教育体系。 |
| 《高等学校数字校园建设规范（试行）》 | 2021/3/1 | 教育部 | 围绕立德树人根本任务，结合业务需求，充分利用信息技术特别是智能技术， 实现高等学校在信息化条件下育人方式的创新性探索 、网络安全的体系化建设、信息资源的智能化联通、校园环境的数字化改造、以及核心业务的数字化转型等。 |
| 《关于大力加强中小学线上教育教学资源建设与应用的意见》 | 2021/1/1 | 教育部等五部门 | 到 2025 年，基本形成定位清晰、互联互通、共建共享的线上教育平台体系。 学校终端配备和网络条件满足教育教学需要 。师生信息化素养和应用能力显著提升， 利用线上教育资源教与学成为新常态 。 |
| 《职业院校数字校园规范》 | 2020/6 | 教育部 | 数字校园是网上虚拟校园与现实物理校园深度融合、良性互动的信息化环境 ，支持职业院校实现混合教学、泛在学习、个性化学习、精细化管理和智能化服务；充分发挥信息技术的优势，促进信息技术与职业教育教学的深度融合。 |

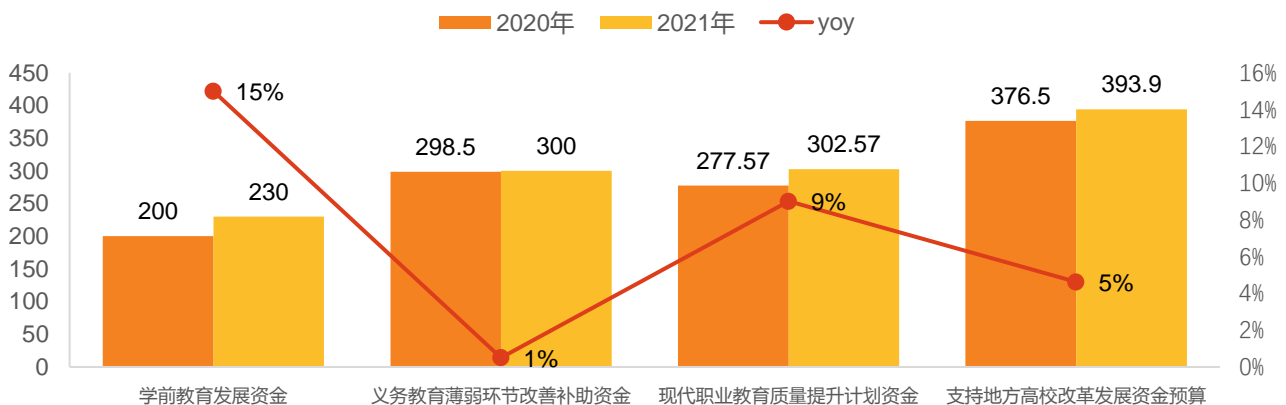
| | | | |
|----------------------------|----------|----------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 《关于加强“三个课堂”应用的指导意见》 | 2020/3/1 | 教育部 | 主要针对农村薄弱学校和教学点缺少师资、开不出开不足开不好国家规定课程的问题，采用网上专门开课或同步上课、利用互联网按照教学进度推送适切的优质教育资源；针对教师教学能力不强、专业发展水平不高的问题， 通过组建网络研修共同体等方式 ，发挥名师名课示范效应， 探索网络环境下教研活动的形态 ；针对有效缩小区域、城乡、校际之间教育质量差距的迫切需求，以优质学校为主体， 通过网络学校、网络课程等形式 ，系统性、全方位地推动优质教育资源在区域或全国范围内共享。 |
| 《中国教育现代化2035》 | 2019/2/1 | 中共中央和国务院 | 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 ；确保财政一般公共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% 。 |
| 《加快推进教育现代化实施方案（2018-2022）》 | 2019/2/1 | 中共中央办公厅和国务院办公厅 | 推动以 互联网等信息化手段服务教育教学全过程 ；设立“智慧教育示范区”，开展国家虚拟仿真实验教学项目等建设，实施人工智能助推教师队伍建设行动。 构建“互联网+教育”支撑服务平台 ，深入推进“三通两平台”建设。 |
| 《教育信息化2.0》 | 2018/4/1 | 教育部 | 到2022年基本实现“三全两高一大大”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 ，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； 努力构建“互联网+”条件下的人才培养新模式 。 |

资料来源：国家发改委、中国政府网、教育部、天风证券研究所

22年中央本级与地方教育经费同比提升10%，政策催化经费向教育信息化建设倾斜。全国公共预算教育支出逐年稳步提升，22年中央本级与地方教育经费较去年增加10%。叠加政策持续推动教育信息化2.0改革深化，我们认为教育业务市场空间有望持续提升。

幼教与高职教育信息化改革持续深入，21年学前教育与职校教育资金分别同比提升15%、9%。其中《职业院校数字校园规范》明确要求职业学校教学需与信息技术深度融合，在教室中使用智能黑板等屏类应用。我们认为幼教与高职教育信息化改革持续深入，有望构成教育行业交互平板出货量的新增长点。

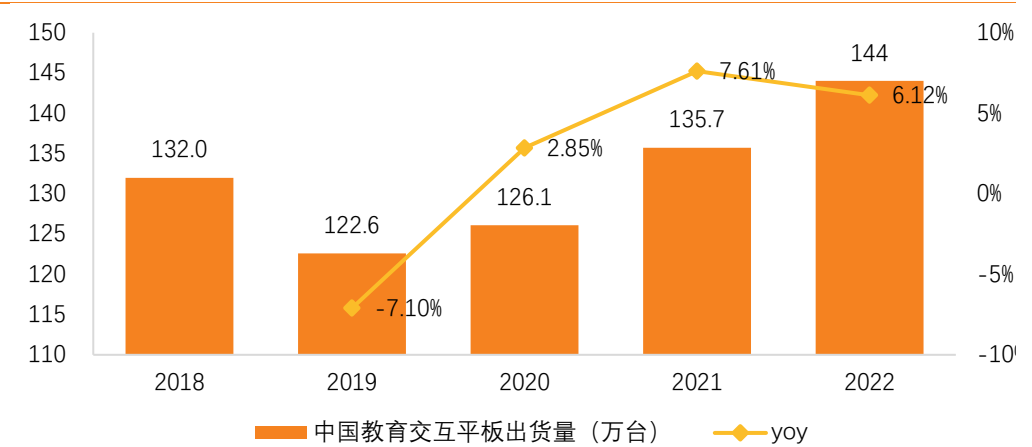
图 24：22 年学前教育与职校教育资金分别同比提升 15%、9%，中央与地方教育经费同比提升 10%（单位：亿元）



资料来源：迪显咨询、天风证券研究所

替换周期+教育信息化 2.0 催化中国教育平板出货数量回升。随着 K12 教育市场逐渐进入换机周期，配合双减政策后，教育责任主体回归校园，教育信息化 2.0 催化下，学校将会进一步加速智慧校园建设，随之而来会对教育平板市场发出产品更新的相关诉求。根据洛图科技数据显示，2019-2021，中国教育平板出货数量增速逐步提升至 7%，21 年出货量达 135.7 万台。洛图科技预计，未来三年，以高等教育、职业教育、幼教等教育相关领域将会释放新一轮市场需求，据洛图科技预测，2022 年教育市场销量仍会稳定增长，涨幅预计 6%，出货量达 144 万台。

图 25：教育信息化 2.0 催化中国教育平板出货量回升



资料来源：洛图科技官网、天风证券研究所

4.2. 视源股份龙头地位稳固，高质量教学软件塑造用户粘性

公司通过自主品牌“希沃”对外输出教育信息化软硬件产品。“希沃”过去主要以交互智能平板为主要产品，从 08 年开始为学校提供教育信息化解决方案。后续发展过程中，围绕交互平板还开发出智能讲台、学习平板、视频展台等专业设备，匹配真实教学场景，提高课堂效率，全方位覆盖教育行业的信息化需求。

图 26：产品布局完善，对教学信息化所需产品实现全覆盖

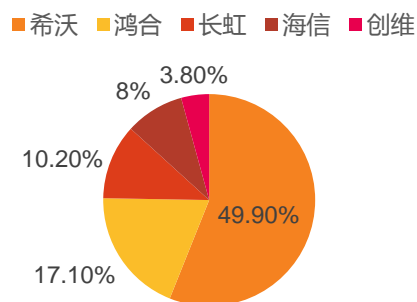
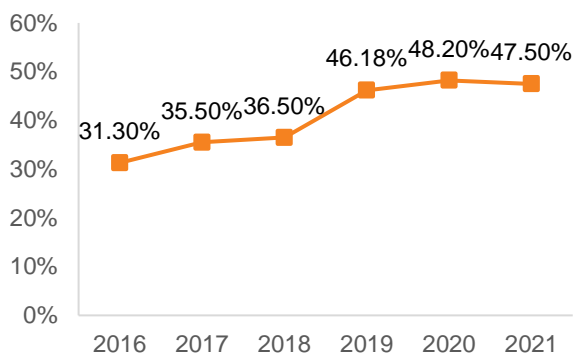


资料来源：公司年报、天风证券研究所

公司教育市场平板市占率达 47.5%，行业龙头地位稳固。希沃市占率持续提升，从 16 年的 31% 提升至 21 年的 47.5%，连续 10 年蝉联国内交互智能平板市场份额第一；tier 2 厂商鸿合、长虹、海信的市占率则在分别为 8-17% 之间（21 年 Q1-Q3 数据）。我们认为，希沃的教育平板龙头地位稳固，在教育市场新一轮信息化建设中有望持续保持优势地位。

图 27：希沃教育市场交互智能平板市占率持续提升，已达 47.5%

图 28：2021 年 Q1-Q3 中国液晶教育平板市场，希沃市占率接近 50%



资料来源：深圳市商用显示系统产业促进会、奥维云网《2021 中国商用显示产业发展白皮书》、公司年报，公司招股说明书，天风证券研究所

资料来源：奥维云网，天风证券研究所

希沃为教学应用场景配套针对性软件，良好的使用体验有效提升了平板用户粘性。希沃针对授课、备课、教学数据管理等场景，分学段的打造出了配套的软件产品嵌入平板中。目前希沃易课堂平台已覆盖全国 3000+所学校，为超过 10 万名一线教师，70 万名学子提供服务；我们认为，符合用户习惯的配套软件有效提升了用户粘性，是希沃能在过去几年持续提升市占率的核心原因之一。

图 29：针对教学场景配套教学软件，提升用户粘性与认知



资料来源：公司年报、天风证券研究所

4.3. 智慧黑板占比提升，有望推动教育平板营收毛利双增长

希沃推出产品智慧黑板，整合了黑板与交互功能，市场接受度高。智慧黑板集纳米触控、液晶显示、电脑主机于一体，在功能上涵盖了触控互动、多媒体教学和粉笔书写，可以将传统的教学黑板和可感知的互动黑板进行无缝对接。希沃在 18 年推出该款产品，收获市场良好反馈。

图 30：视源股份推出产品智慧黑板整合了黑板与交互功能，符合教学场景使用习惯



资料来源：百浩商城、天风证券研究所

智慧黑板单价相比交互平板产品单价更高。智慧黑板单价在 2-3 万，交互平板产品单价则不到 2 万；结合行业需求向好和市占率领先地位，公司业绩增长上具有优势。

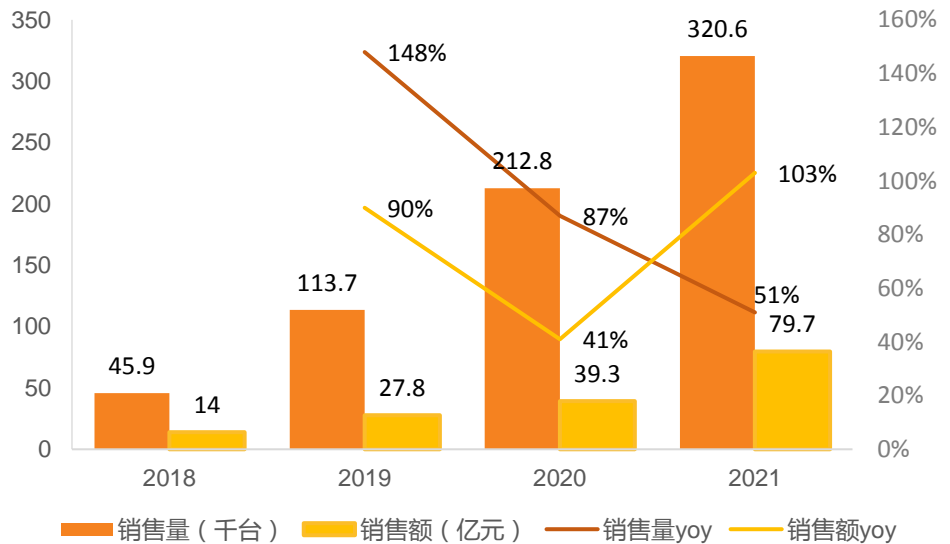
表 3：智慧黑板单价在 3 万左右，交互平板产品单价则不到 2 万

| 项目 | 智慧黑板采购项目 1 | 智慧黑板采购项目 2 | 智慧黑板采购项目 3 | 智慧黑板采购项目 4 |
|-------------|---------------|---------------|---------------|--------------|
| 型号 | BV86EB (86 寸) | BD86ED (86 寸) | BV86EV (86 寸) | B86EB (86 寸) |
| 中标黑板总金额 (元) | 1020000 | 2034000 | 329890 | 477600 |
| 数量 (套) | 30 | 90 | 11 | 12 |
| 单价 (元) | 34000 | 22600 | 29990 | 39800 |
| 项目名称 | 交互平板采购项目 1 | 交互平板采购项目 2 | 交互平板采购项目 3 | 交互平板采购项目 4 |
| 型号 | FV86EB (86 寸) | FF86EA (86 寸) | FV86EV (86 寸) | F75EA (75 寸) |
| 中标平板总金额 (元) | 1957000 | 780000 | 1527300 | 977350 |
| 数量 (套) | 103 | 40 | 90 | 55 |
| 单价 | 19000 | 19500 | 16970 | 17770 |

资料来源：采招网、天风证券研究所

21 年智慧黑板销售额同比去年提升 100%+，市场需求增长迅速。根据迪显统计，智慧黑板销售额从 20 年的 212.8 亿元提升至 21 年的 320.6 亿元，同比提升 103%。销售量从 20 年的 40 万台提升至 21 年的近 80 万台，同比提升 51%。销售额增幅显著高于销售量增幅，反映售价同期也有所上升，呈现量价齐升态势。

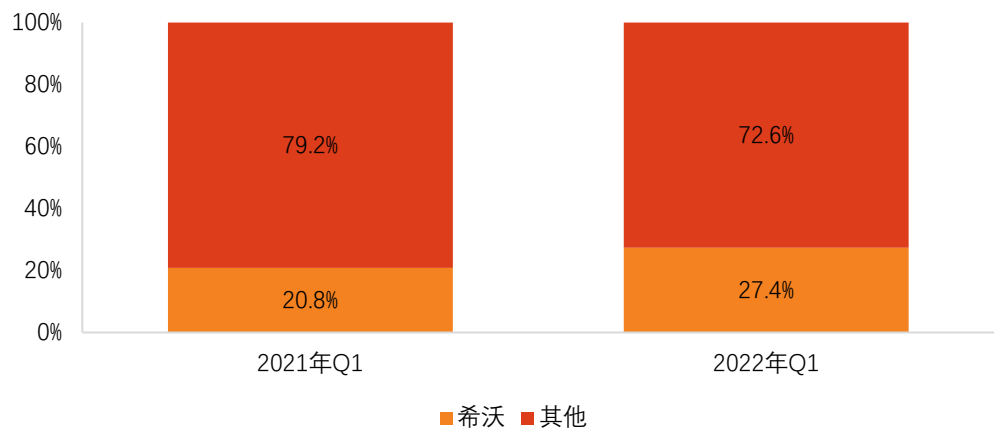
图 31：智慧黑板销售额 21 年与 20 年同比提升 100%+



资料来源：迪显咨询、天风证券研究所

希沃智慧黑板市占率第一，22年Q1达27%。根据洛图科技，2021年希沃智慧黑板Q1市占率为20.8%，22年Q1达27%，出货量同比增长31.7%。随着公司在智慧黑板市场持续放量，在教育业务中，高单价的智慧黑板占比逐步提升，有望推动公司营收与毛利持续提升。

图 32：希沃智慧黑板市占率第一，22年Q1达27%



资料来源：洛图科技、天风证券研究所

5. 会议市场：长坡厚雪，会议平板有望迎来放量拐点

5.1. 混合办公催化企业协作数字化转型加速，IFPD 出货量增速达 50%

企业办公场景中，混合办公模式趋向常态化。企业协作模式随着全球化与去中心化的发展，远程协作成为众多企业的新常态。近两年的疫情加速了团队远程协作的趋势，混合

办公模式趋向常态。以美国为例，根据斯坦福商学院预测，在疫情流行过后，会有一半的美国员工将保持每周至少在家工作两天，混合办公模式将成为新常态。

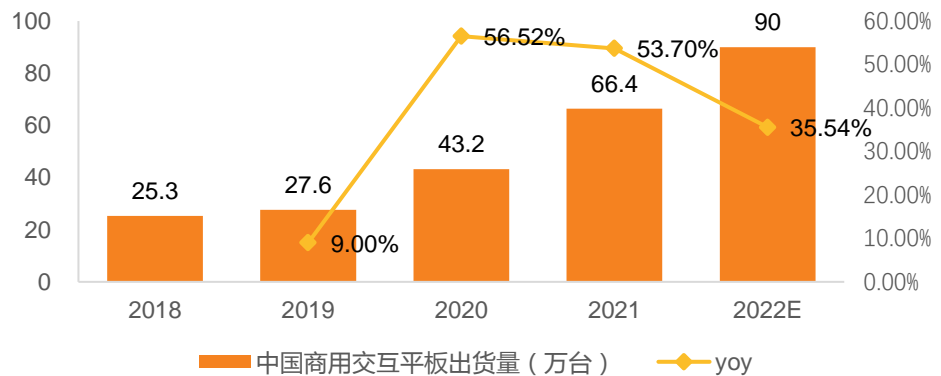
图 33：企业办公场景中，混合办公模式趋向常态化

斯坦福商学院经济学荣誉教授、斯坦福经济政策研究所高级研究员Nicholas Bloom表示，这种对远程办公模式态度的转变可能会一直持续下去。Bloom和他的同事对三万多名美国人进行的调查表明，大多数全职员工都希望，每周可以至少继续远程工作两三天。Bloom预测，在疫情流行过后，会有一半的美国员工将保持每周至少在家工作两天，混合办公模式将成为新常态。其中大约20%的工作时间将在家中进行—这比疫情流行的高峰时期有所减少，但比疫情之前在家工作的比例增加了四倍。

资料来源：斯坦福商学院、天风证券研究所

远程协作催化会议市场对平板认知，20-21 年出货量增速高达 54%。根据洛图科技统计，2020 年疫情爆发后市场对会议平板需求高速增长，增速维持在 50%以上，21 年出货量达到 66 万台，预计 2022 年整体出货量将达 90 万台。会议交互平板作为中小型会议室的写作解决方案，对比投影仪、显示大屏，能有效提升协作效率与工作体验，是对传统会议协作方式的升级。我们认为，目前渗透率不高的原因主要在于单品价格略高于上一代产品，且市场对产品认知程度低，导致企业替换意愿较弱。但我们认为，**疫情推动了企业认知提升，同时为高效协作的付费意愿加强，会议平板市场有望在未来迎来可持续的高速发展。**

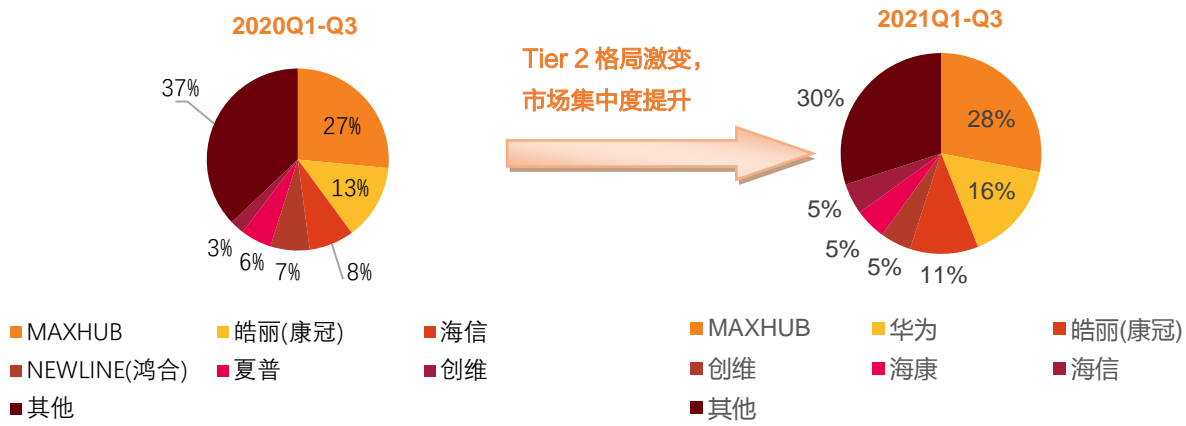
图 34：中国商用交互平板出货量在 21 年达到 66 万台，同比增速达 54%



资料来源：洛图科技、维科网、天风证券研究所

视源股份龙头地位稳固，华为等大厂入局验证行业高景气度。视源股份先发优势明显，旗下会议平板自主品牌 MAXHUB 市占率上升至 28%，继续稳居市场第一位。Tier 2 竞争格局变动较大，华为、海康两所大厂首次入局并迅速占领 16%以及 5%的份额，分别立于市场第二位、第五位。我们认为，华为等大厂进入会议平板赛道验证了行业高景气度。同时，在行业高速发展期间大厂入局有望进一步推动企业对产品的认知，促进市场发展。

图 35：视源股份龙头地位稳固，华为等大厂入局验证行业高景气度

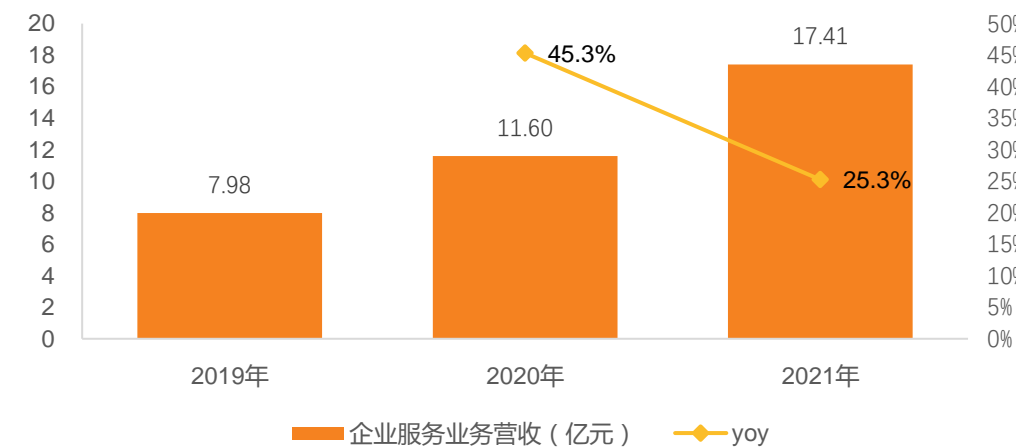


资料来源：深圳市商用显示系统产业促进会、奥维云网、《2021 中国商用显示产业发展白皮书》、天风证券研究所

5.2. 视源股份：会议平板龙头，有望复制希沃成长路径

21 年公司企服业务营收同比增速 25.3%，已达 17 亿元。受益于国内会议平板市场高速发展，同时作为行业龙头先发优势明显，视源股份企业服务业务高速发展。经测算，2020/2021 年营业收入分别为 11.60/17.41 亿元，同比增速达 45.3%、25.3%。

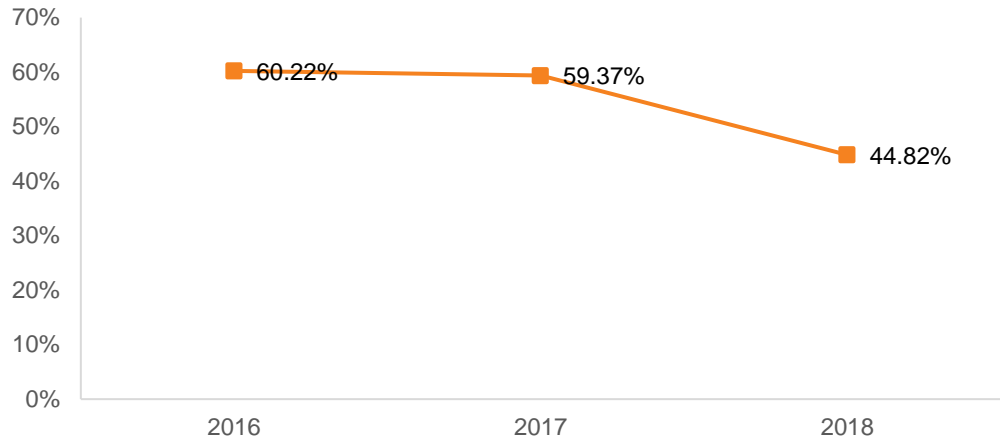
图 36：20-21 年公司企业服务业务营收同比增速超 40%，已达到 17 亿元



资料来源：公司年报、天风证券研究所

会议平板对比教育平板对产品工艺要求更高，毛利率有望达 40%以上。根据鸿合科技招股披露，2018 年鸿合科技会议交互智能平板毛利率为 45%，仍在较高水平。由于企业用户对比教育行业对产品的使用体验要求更高，因此会因平板技术壁垒与产品盈利能力同步提升。我们认为，随着会议平板的占比持续提升，公司的盈利结构有望得到改善。

图 37：鸿合科技会议交互智能平板毛利率达 40%以上



资料来源：鸿合科技招股说明书、天风证券研究所

视源股份会议业务的产品布局，在价格与功能上实现了对市场需求的全覆盖。在经济型交互平板方面，公司推出性价比较高的仙视，产品价格分布在 5000-20000 元；而面向中高端应用场景的 MAXHUB 产品价格则在 1.7-3.8 万元区间。通过提供多种价格段的产品，公司能覆盖更广泛范围客户需求。

图 38：视源股份会议业务的产品布局，在价格与功能上实现了对市场需求的全覆盖

经济型：仙视-交互平板

| | | | |
|----------|----------|-----------|-----------|
| ¥8896.00 | ¥5499.00 | ¥19999.00 | ¥16646.00 |
|----------|----------|-----------|-----------|

中高端：MAXHUB-交互平板

| | | |
|-----------|-----------|-----------|
| ¥17299.00 | ¥38799.00 | ¥22899.00 |
|-----------|-----------|-----------|

商显大屏

资料来源：MAXHUB 官网、天猫商城、天风证券研究所

产品矩阵持续丰富，公司从会议平台解决商迈进。2022 年新品发布会上，MAXHUB 各类产品有效整合形成智慧会议 3.0 解决方案，整合 MAXHUB 软硬件智慧能力，通过 AIoT 智慧物联、云端协作、会议全流程，为企业协作升级提供一站式升级方案。

软件实力进一步提升，行成用户开会场景应用闭环。从 22 年发布会可以看出 MAXHUB 在软件上进行了大力投入，通过对应用场景的深入挖掘提升产品使用体验。具体来说，会前实现轻松预约，与会人员签到完成后，会议室内会议平板、灯光、空调、窗帘自动调整为会议状态；会中打造智慧空间，沉浸会议协作，针对不同会议场景，会议室空调自动调整为静音模式，另外通过会议室声学改造，配合会议平板 AI 降噪功能，有效减少

会议室内混响、回音，视频会议通话效果清晰通透；会后执行更有力，自动记录会议纪要、会议任务等项目相关信息。

图 39：产品矩阵持续丰富，MAXHUB 从会议平台解决商迈进



资料来源：MAXHUB 22 年发布会、天风证券研究所

积极融入会议软件厂商生态，携手互联网大厂共同推广会议平板。2021 年，企业服务业务积极拥抱生态伙伴，已经与腾讯会议、钉钉、飞书、涂鸦科技、迈聆等开展了多层次的战略合作，共同携手推广会议平板。大厂办公套件渠道商在推广自家产品同时，会对硬件载体 MAXHUB 同步进行推荐，有助于 MAXHUB 进一步打开市场空间。

图 40：MAXHUB 已和钉钉会议、腾讯会议、飞书、华为等远程会议软件厂商建立合作



资料来源：MAXHUB 22 年发布会、天风证券研究所

MAXHUB 技术领先优势明显，同时价格具备竞争力。以公司中端产品 MAXHUB V6 为例，对比友商同档次产品，公司多年在教育行业积累的技术优势明显。显示、驱动、电源、交互等方面的技术积累、叠加批量采购的规模优势，保证 MAXHUB 产品在交互屏色域、贴合工艺、分辨率、拾音距离与电脑模块等核心模块具备更优性能。同时产品价格对比友商仍然具备竞争力。

表 4：高供应链掌控能力保证 MAXHUB 对比同类厂商，存在价格与性能优势

| | | MAXHUB V6 音视频版 | 友商 A | 友商 B |
|----------|----------|----------------------------|---------------------------------------------|---------------------------|
| 供应链把控制程度 | | 高（外协生产） | 低 | 高（自主生产） |
| 屏幕显示 | 分辨率 | 4K | 4K | 4K |
| | 色域 | 90%NTSC | 72%NTSC 色域 | 72%NTSC |
| | 屏幕占比 | 95%全面屏 | | |
| | 贴合工艺 | 零贴合 | 框贴 | 零贴合 |
| | 防蓝光 | 支持 | 支持 | |
| | 色彩度 | 10.7 亿色 | | 10.7 亿色 |
| | 色准 | $\Delta E \leq 2$ | | |
| 触控 | 触控技术 | 红外触控 | 红外触控 | 红外触控 |
| | 触控点数 | 20 | 20 | 20 |
| | 响应时间 | 8ms | 35ms | 8ms |
| 摄像头 | 分辨率 | 4800 万+800 万像素双摄 | 880 万像素 | 1300 万像素 |
| | 广角 | 92° | 92° | |
| | 变焦 | 3 倍光学变焦 | 2 倍数字变焦 | |
| | 防逆光 | WDR 防逆光 | 支持 | 支持 |
| 麦克风 | 数量 | 8 | 12 | 8 |
| | 拾音距离 | 12 米 | 8 米 | 8 米 |
| | 智能降噪 | 支持 | 支持 | 支持 |
| 扬声器 | 数量 | 5 | 6 | |
| | 音腔数 | 2 | 2 | 2 |
| | 音腔功率 | 40W | 34W | 30W |
| 电脑模块 | | 内置 i7 电脑模块 | 需配置 OPS 模块 | 需配置 OPS 模块 |
| 系统 | | 支持 Windows 10 系统或安卓 9.0 系统 | Windows 10（选配）+ 安卓 9.0 系统 | Windows 10（选配）+ 安卓 9.0 系统 |
| 运行内存 | | 8G+128G 或 16G+256G | 12G+64G（不包含 OPS） | 8G+64G |
| 其他配置 | | 蓝牙 5.2, Wi-Fi6 | 蓝牙需配备 OPS 模块，支持 wifi | 双频 WiFi（2.4G/5G） |
| 会议系统 | 会议平台 | 兼容主流会议平台钉钉、飞书、腾讯、迈聆、华为云等 | 内置华为云会议，通过 OPS 可以支持 ZOOM、Teams、Webex 等三方云会议 | 兼容钉钉、腾讯会议、华为等主流视频会议软件 |
| | 功能 | | | |
| | 外接音视频硬件 | 支持 | 支持 | 支持 |
| | 无线投屏 | 支持 | 支持 | 支持 |
| | 反向触控 | 支持 | 支持 | 支持 |
| | 智能书写辅助 | 支持 | 支持 | 支持 |
| | 远程协作 | 支持 | 支持 | 支持 |
| | 电子名牌 | | 支持 | |
| | 会议录制记录 | 支持 | | |
| | 分屏展示 | 支持 | 支持 | 支持 |
| | NFC 触碰连接 | 支持 | | 支持 |
| | 智能搜索 | | | 支持 |
| | 智慧鼠标 | | | 支持 |
| | 自动唤醒 | 支持 | 支持 | |
| AI 能力 | 发言人跟踪 | 支持 | 支持 | 支持 |
| | 智能取景 | 支持 | 支持 | |

| | | | | |
|----|--------|--------------------------------------------|-----------------|-----------------|
| | 智能音幕 | | 支持 | |
| | 智能语音助手 | | 支持 | |
| 尺寸 | | 65/86 英寸 | 65/86 英寸 | 65/75/86 英寸 |
| 价格 | 65 寸 | 24598 (i5、8G+128G)、 27298 (i7、16G+256G) | 37298 (不包含 OPS) | 16999 (不包含 OPS) |
| | 75 寸 | | | 26999 (不包含 OPS) |
| | 86 寸 | 64598 (i5、8G+128G)、 67298 (i7、16G+256G) | 64999 (不包含 OPS) | 48999 (不包含 OPS) |

资料来源：各公司官网、京东商城、天风证券研究所

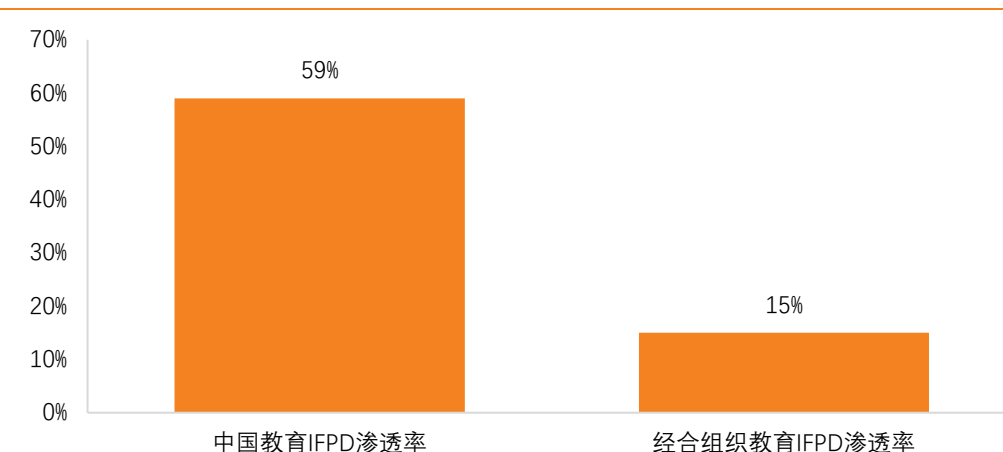
视源股份在会议平板市场经过 5 年持续耕耘，打造出了龙头平板 MAXHUB。MAXHUB 在会议用交互智能平板市场龙头地位稳固，市占率连续五年保持第一，我们认为核心原因在于 MAXHUB 交互智能平板在价格与性能上均具备一定竞争力，同时持续推陈出新，保证了其在行业中的领先地位。随着软件功能与应用生态的进一步丰富，以及先发优势积累的用户持续反馈对产品能力的加速打磨，MAXHUB 的发展道路有望复制希沃的成长路线，持续获取长足发展。

6. 海外平板需求高增，视源股份走向全球

6.1. 海外市场：信息化进程加速，市场景气度持续提升

中国教育 IFPD 渗透率已达 59%，经合组织教育 IFPD 渗透率仅 15%。根据迪显咨询 2020 年数据，中国教育 IFPD 渗透率超过经合组织教育 IFPD 渗透率的 3 倍之多。中国市场的高渗透率验证了交互平板在教育市场的接受程度高，虽然目前海外教育市场渗透率仅 15%，但我们判断教育 IFPD 平板市场在海外仍有较大提升空间。

图 41：2020 年中国教育 IFPD 渗透率已达 59%，经合组织教育 IFPD 渗透率仅 15%



资料来源：视源股份投资者关系活动记录表、商显世界、迪显咨询、天风证券研究所

疫情后政策推动海外教育信息化工程加速，市场景气度持续提升。为修复疫情对教育质量的影响，海外各政府陆续出台政策通过推动教育信息化改革提升教学质量。其中，德国 2019-2024 年计划拨款超 65 亿欧元提升德国教育信息化水平；美国 21 年用于教育稳定的 ESF 基金追加 1700 亿美元；印度在各洲简历直播课工作室，同步需配套交互大屏、

录播设备等；意大利则在 21 年底提出将投资 175 亿欧元改善教学设施。我们认为，目前欧美国家与印度的政策在投资预算对信息化设施的投入力度有相对明确的要求，或能有效持续推动海外教育市场交互平板需求提升。

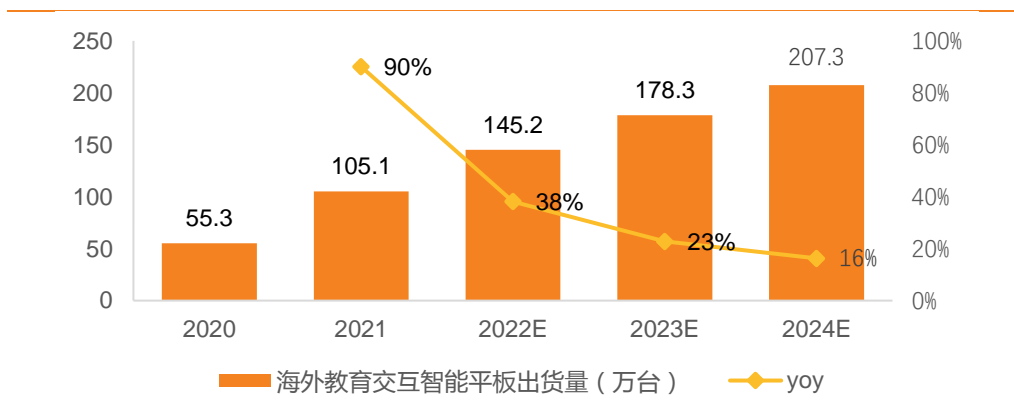
表 5：海外教育信息化工程相关政策梳理

| 国家 | 时间 | 政策名称 | 核心内容 |
|-----|---------|------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 意大利 | 2021Q4 | 《意大利的未来学校计划》 | 该计划总投资 175 亿欧元，将用于新建校、改善 10 万间以上教室、增强教室培训、远程教育等方面的改善，该计划总体执行期间为 2022 年-2026 年，截止 2022 年 2 月，该项目总资金使用量仅为 1%。 |
| 印度 | 2021.7 | 《印度数字教育报告—全国各地的远程学习倡议》 | 在洲一级建立工作室进行直播课，学生可以通过 YouTube live 访问现场课程，工作室将配备教育交互大屏、录播设备及摄像头等产品的集成设施。 |
| 美国 | 2021.3 | 教育稳定基金 ESP | 追加 ESF 1700 亿美元 |
| 美国 | 2020.12 | 教育稳定基金 ESP | 追加 ESF 819 亿美元 |
| 美国 | 2020.3 | 教育稳定基金 ESP | 发起教育稳定基金 ESP，总额 307.5 亿美元，用于在教师不足的情况下保障学生学习。 |
| 英国 | 2019.4 | 《认识科技在教育方面的潜力：为教育提供者和产业制定战略》 | 英国学校每年大约会花费 4.7 亿英镑的学习软件和硬件支出，英国教育部制定了推荐购买协议和采购指南。如何减轻教师负担、提高学生成绩和节约教学成本等将被优先考虑，将扩大云解决方案的应用。 |
| 德国 | 2019 | 《DigitalPakt》 | 旨在 2019-2024 年计划拨款超 65 亿欧元提升德国教育信息化水平。 |

资料来源：商显世界、英国政府官网、天风证券研究所

教育 IFPD 行业增速稳健，22 年海外教育交互智能平板市场出货量增速有望达 38%。根据迪显咨询，海外教育交互智能平板市场出货量从 2020 的 55.3 万台，增长至 2021 年的 105.1 万台，增速高达 90%，且市场高景气度有望持续，22/23 年同比增速有望达 38%/23%。

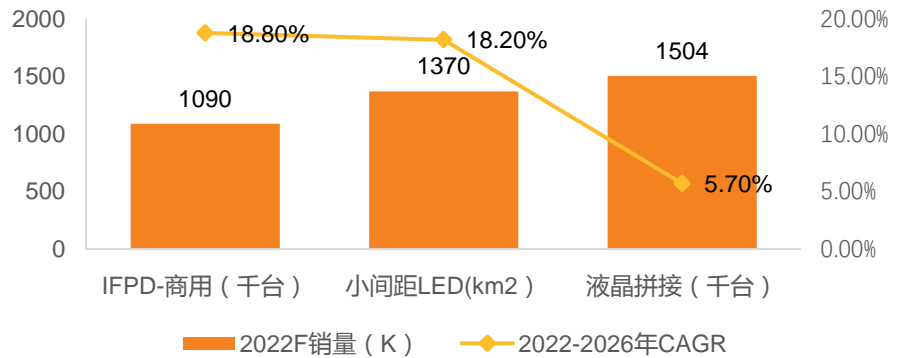
图 42：22 年海外教育交互智能平板市场出货量增速有望达 30%



资料来源：迪显咨询、视源股份 2021 年年报、天风证券研究所

混合办公模式催生海外商用 IFPD 出货量持续提升。远程智能会议中会议交互智能平板等产品的使用，有效提高了企业沟通协作效率。受益于视频会议需求快速增长，交互智能平板作为会议显示终端，销量有望持续增加。根据迪显咨询预测，未来 5 年海外商用 IFPD、小间距 LED 与液晶拼接屏的预估复合增长率分别为 19%、18%、6%。

图 43：混合办公模式催生海外商用 IFPD、小间距 LED 与液晶拼接屏出货量持续提升

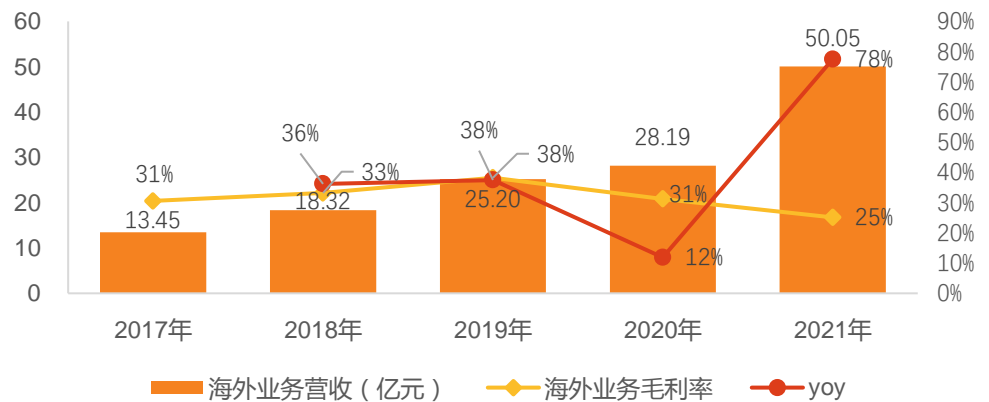


资料来源：ISVE 智慧显示视频号、迪显咨询、天风证券研究所

6.2. 视源股份：竞争优势明显，中国龙头向全球龙头迈进

公司 21 年海外营收达 50 亿元，平板营收超 40 亿元，同比增速达 96%。其中公司交互智能平板等终端产品在海外市场的营收达 40.3 亿元，同比增长 96%，超过市场平均增速。2017-2019 年公司海外业务营收保持高速增长，2020 年受疫情影响增速有所下滑；公司海外业务在 2021 年迎来高速增长，同比增速达 78%，营收达 50 亿元。我们推测，20 年及之前公司主要向海外市场提供中高端平板产品，毛利率相对较高；随着平板销售规模扩大，公司逐步切入中低端平板市场，毛利率受到一定影响。

图 44：公司 21 年海外业务营收达 50 亿元，同比增速达 78%

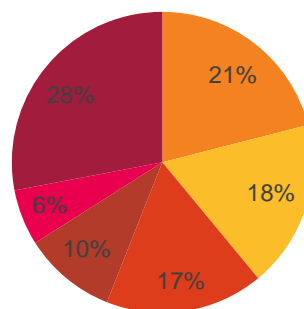


资料来源：公司年报、公司招股说明书、天风证券研究所

海外 IFPD 市场格局相对集中，公司主要通过 ODM 模式输出产品。海外教育 IFPD 前 3 名厂商 Smart、Promethean 与 ViewSonic 市场份额分别为 21%、18%、17%，市场集中度较高。公司主要通过海外平板厂商合作进行 ODM 代工方式出海，同时在印度、欧洲等地发展自有品牌 MAXHUB。

图 45：海外 IFPD 市场格局相对集中

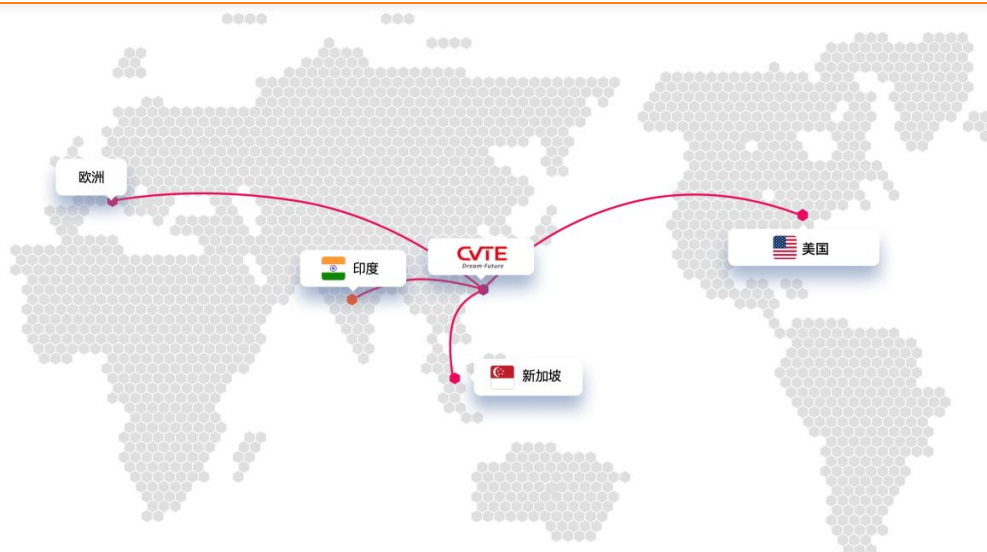
■ SMART ■ Promethean ■ ViewSonic ■ newline ■ Clevertouch/Boxlight ■ Others



资料来源：MAXHUB 官网、迪显咨询、天风证券研究所

公司 18 年加速布局海外业务，已在全球多地设立办公点。目前公司业务已扩展至欧美地区、印度、新加坡等地，已覆盖教育、企业服务市场；主要产品涉及交互智能平板、商用纯显、UC 音视频等。同时，公司 22 年定增投资的交互智能显控产品智能制造基地将有效提升产品的研发设计能力，考虑到海外客户对该部分的重视程度，我们认为该场的投产将有效提升公司获取海外订单的能力。

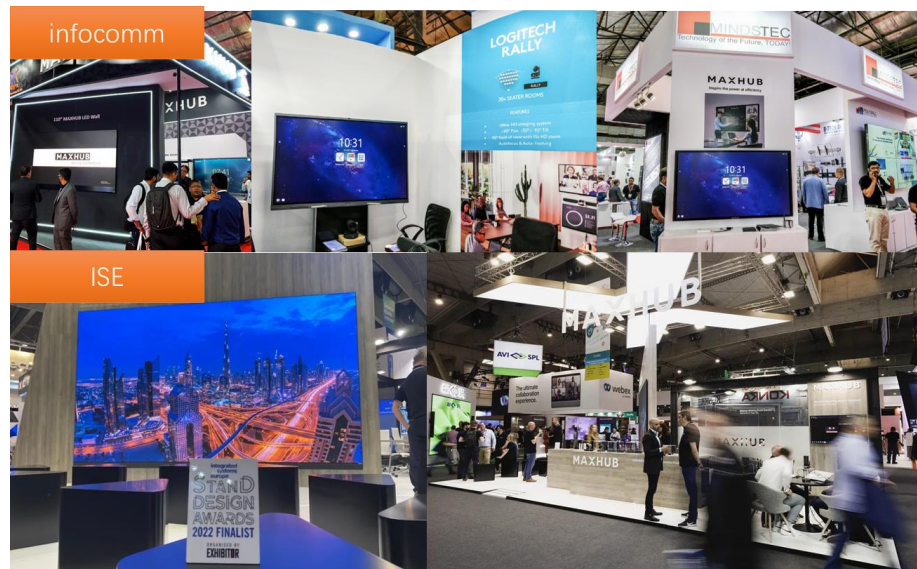
图 46：公司 18 年开始加速布局海外业务，已在全球多地设立办公点



资料来源：南方日报、视源股份公告、天风证券研究所

自主品牌 MAXHUB 在海外持续发力，通过高频参展与招聘本土销售进行扩张。公司自上市之初便定下全球化战略部署，自 18 年设立印度分公司后，MAXHUB 陆续在欧洲、美国进行扩张。核心措施包括参与海外核心展会，如 Infocomm、ISE 等核心展会提升产品曝光量；

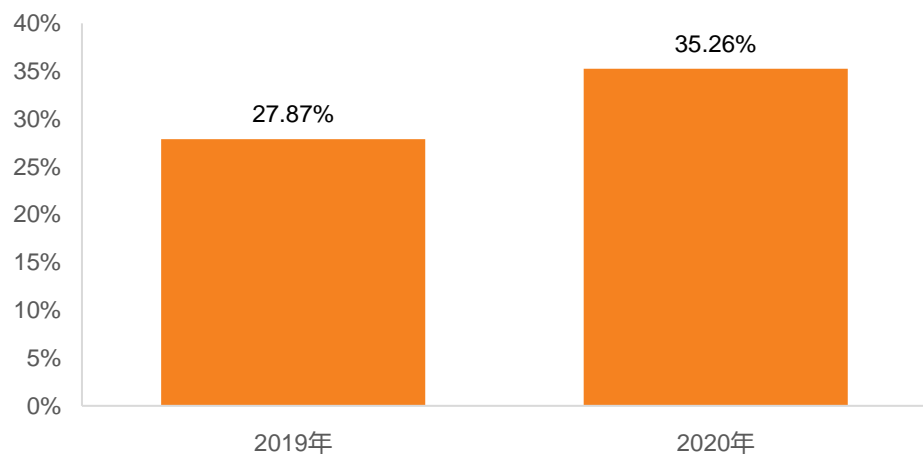
图 47：MAXHUB 持续在海外重要展会增加曝光



资料来源：MAXHUB 公众号、天风证券研究所

视源股份海外平板市占率逐步提升，20 年市占率达 35%。公司业务遍布全球 100 多个国家和地区，与全球 70 多个品牌建立 ODM 合作关系，并在印度等东南亚国家建立了较为广泛的 OBM 业务销售网络。根据迪显咨询数据，公司 2019 年、2020 年海外交互智能平板销量市占率分别为 27.87%、35.26%。我们认为，公司海外市占率的持续提升，是十年技术沉淀与综合实力的又一次体现。

图 48：视源股份交互智能机 20 年出货量海外市占率达到 35%



资料来源：迪显咨询、公司公告、天风证券研究所

对比海外同类产品，MAXHUB 性价比优势显著。对比海外头部会议平板厂商产品，MAXHUB 在价格上存在较大优势，而产品质量则持平。以 75 寸会议平板为例，MAXHUB 同配置产品价格仅 2.2 万元，海外厂商 VIEWSONIC、PROMETHEAN、NEWLIN 的产品价格则在 3.7 万元-7.3 万元之间。且仅有 MAXHUB 平板与 NEWLINE 7.3 万元的会议平板具备内置摄像头。我们认为，海内外厂商产品价格差别较大的主要原因在于 1) 海外客户支付能力较强，生产厂商定下较高价格仍能为市场所接受；2) 海外厂商生产依赖 ODM，成本较高；3) 中国制造存在成本优势，全球交互平板的设计与制造主要集中在中国，少量在东南亚。因此国产会议平板出海，在技术与价格侧均存在较强比较优势。

图 49：对比海外同类产品，MAXHUB 价格优势显著

| | MAXHUB | VIEWSONIC | PROMETHEAN | NEWLINE |
|-------|-----------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|
| |  |  |  |  |
| 型号 | 75 寸:V5 经典版 | 75 寸:IFP7562 | 75 寸:ActivPanel | 75 寸: X8 |
| 价格 | 21975 元 | 48384 元 | 36625 元 | 72853 元 |
| 摄像头 | 12MP | 无 | 无 | 2 MP |
| 处理器 | Intel Core i5/i7 | ARM 四核 1.2GHz Cortex A73 | ARM Cortex A73*2, ARM Cortex A53*2 | 1.5 GHz Cortex A9 四核 1.4 GHz Cortex A53 四核 |
| 操作系统 | Android 9.0 | Android 8.0 | Android 8.0 | Android 8.0 |
| 安卓版内存 | 4G | 3GB | 4 GB | 2GB |
| 安卓版硬盘 | 32GB | 32GB | 64 GB | 8GB |
| 屏幕亮度 | 350nits | 350 nit | 350 nit | 370nit |
| 屏幕对比率 | 4000:1 | 5000:1 (DCR) | 4000:1 | 4000:1 |
| 麦克风数量 | 6 | 8 | 8 | 4 |
| 扬声器 | 2*20W | 2*10W + 15W | 2 *15 W | 2*20W |
| 功能与软件 | 包括白板, 注释, 4 路分屏、Auto-Framing 智能取景, 反向触控, MAXHUB 客户端、MAXHUB 文档、传屏助手 | 白板工具, 无线内容共享和 4 路分屏 | 白板, 注释, 4 路分屏, 计时器, 旋转器, 屏幕捕获, ActivCast, 屏幕共享, 浏览器, PDF 阅读器, 媒体播放器 | 白板, 注释, 4 路分屏, 计时器, 屏幕捕获 |
| 系统 | Linux 、 iOS 、 Windows、Android 或 Chrome | Linux 、 iOS 、 Windows、Android 或 Chrome | Linux 、 iOS 、 Windows、Android 或 Chrome | iOS、Windows、Android 或 Chrome |

资料来源：各公司官网、TechEdu、天风证券研究所

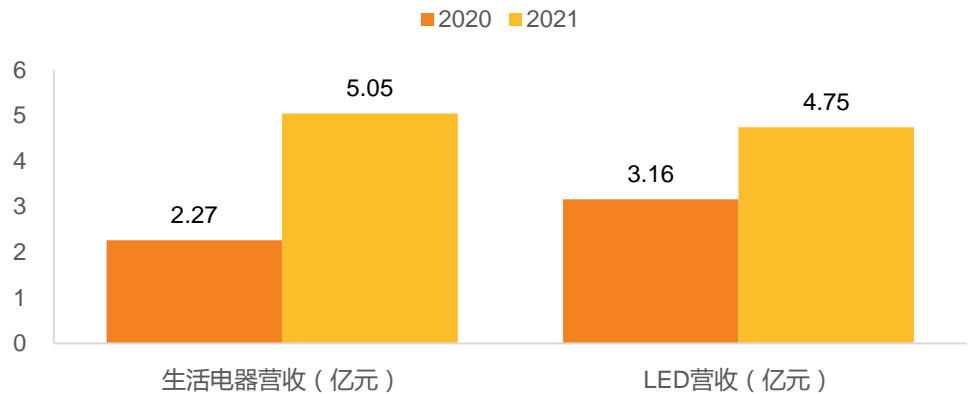
我们认为视源股份选择 ODM 与自主品牌两种途径出海的用意在于：1) 教育行业主打 ODM，国内龙头经验领先国内 ODM 同行持续提升市占率。考虑到教育行业受当地文化、政治等因素影响，差异较大的原因，因此通过与当地龙头厂商建立合作提供定制化 ODM 服务的方式出海，而其中公司沉淀十年的经验能有效领先国内 ODM 同行，通过提供更成熟的解决方案或能持续提升市占率。2) MAXHUB 主打会议场景平板解决方案，在价格与质量具备竞争力的情况下，积极布局海外本土化销售渠道，扩大市占率。对于价格敏感的客户，MAXHUB 或能成为最优选择；而对于中大型客户，在市场口碑逐步积累后，或能逐步斩获订单。

7. 生活电器与 LED 高速成长，智慧工厂助力技术创新

创新业务逐步放量，公司生活电器与 LED 业务同比增速达 123%、50%。生活电器业务主要为白电产品提供变频控制器、智能显示模组、人机交互解决方案，助力国内外家电品牌提升产品综合竞争力。LED 显示业务亦在 21 年取得高速发展，市场规模达 4.75 亿元。

除此之外，公司在持续孵化如储能行业应用的电源、逆变器；工业计算机系列和商用 OPS 计算模块；与服务类机器人的研发。我们认为，目前生活电器与 LED 业务逐步走向成熟，而公司较强的研发与执行能力加持下，下一个业务新增长点有望出现。

图 50：创新业务中，生活电器与 LED 业务同比增速达 123%、50%



资料来源：公司年报、天风证券研究所

公司定增募资约 20 亿用于建设智能制造基地，巩固技术壁垒确保行业竞争地位。22 年公司定增募集约 20 亿资金打造行业领先的柔性智能制造生产基地，用于完善产业链条和生产体系，在研发及供应链优势的基础上，实现生产制造环节的领先性，并通过标杆生产线对外协加工厂的示范作用，提升公司整体的生产制造能力提升。考虑公司研发能力领先同行的现状，我们认为此举或能有效提升公司技术壁垒优势确保行业竞争地位。

表 6：定增募资 20 亿用于建设智能制造基地

| 定增项目名称 | 募资净额 | 完成日期 | 建设周期 | 建设内容 |
|------------------------|----------|--------|-------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 交互智能显控产品智能制造基地建设 项目 | 19.74 亿元 | 2022.8 | 3 年以内 | 拟建设交互智能显控产品智能制造基地，包括购置先进的智能制造软硬件设备，建设显控产品部件和交互智能显控产品整机等试产、量产生产线；为了满足智能制造和试产相关的检测需求，拟配套建设研发办公大楼、中试基地以及一流的专业实验室。 |

资料来源：Wind、公司非公开发行 A 股股票预案、公司非公开发行 A 股股票发行情况报告书、天风证券研究所

8. 盈利预测

关键假设：

1) 国内教育市场：

考虑 K12 学段市场渗透率较高，职高与幼教招标较为分散市场处于早期阶段，未来 3 年交互平板出货量将保持小基数增长。但随着上一代交互平板老化，市场迭代周期开启，同时高单价产品智慧黑板占比有望提升，未来 3 年交互平板单价有望提升。

2) 国内会议市场：

考虑市场基数较小且企业用户认知逐渐建立，假设未来三年交互平板出货量有望保持较高增速。

3) 海外市场：

考虑海外特别是欧美国家市场渗透率较低且预算充足，未来 3 年市场有望保持高景气度，且视源股份有望在智慧工厂建设后市占率进一步提升。

4) 其他业务：

其他业务中包含教育、会议市场的非交互平板产品，以及 LED 显示、家用电器解决方案等创新业务。该品类业务较为分散但受益于基数较小且公司具备品牌优势，有望保持较

高增速。

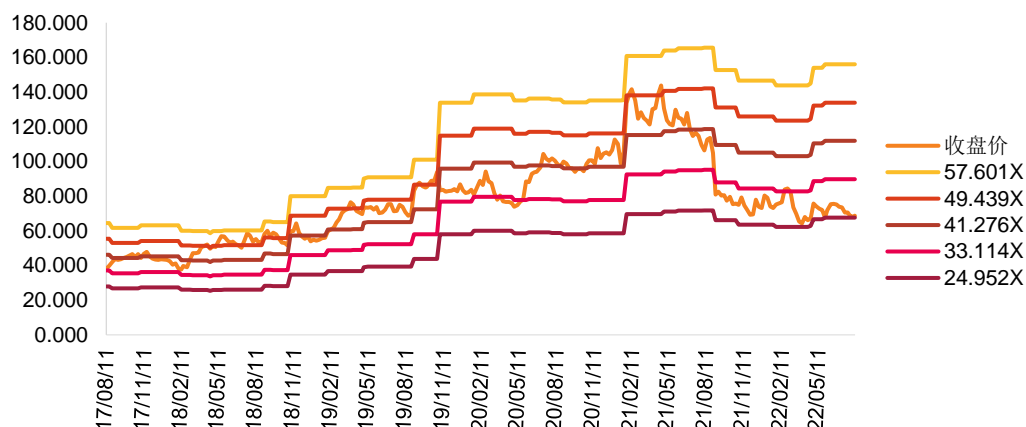
表 7：盈利预测

| | 单位 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 E | 2023 年 E | 2024 年 E |
|----------------|----|--------|--------|--------|----------|----------|----------|
| 交互平板收入 | 亿元 | 69.42 | 79.79 | 109.31 | 137.55 | 177.15 | 211.41 |
| YOY | % | 10% | 15% | 37% | 26% | 29% | 19% |
| 成本 | 亿元 | 44.13 | 53.82 | 76.40 | 92.16 | 118.69 | 142.96 |
| 毛利 | 亿元 | 25.30 | 25.97 | 32.90 | 45.39 | 58.46 | 68.46 |
| 毛利率 | % | 36% | 33% | 30% | 33.00% | 33.00% | 32.38% |
| 液晶板卡业务： | | | | | | | |
| 液晶板卡收入 | 亿元 | 79.58 | 63.59 | 62.08 | 60.84 | 63.88 | 67.08 |
| YOY | % | -8% | -20% | -2% | -2% | 5% | 5% |
| 成本 | 亿元 | 65.52 | 52.73 | 53.28 | 50.50 | 53.02 | 55.67 |
| 毛利 | 亿元 | 14.06 | 10.86 | 8.80 | 10.34 | 10.86 | 11.40 |
| 毛利率 | % | 17.66% | 17.08% | 14.18% | 17.00% | 17.00% | 17.00% |
| 其他业务： | | | | | | | |
| 其他业务收入 | 亿元 | 21.53 | 27.91 | 40.87 | 53.13 | 71.73 | 96.83 |
| YOY | % | 6.11% | 29.64% | 46.42% | 30.00% | 35.00% | 35.00% |
| 成本 | 亿元 | 14.29 | 19.27 | 28.71 | 38.25 | 51.64 | 69.72 |
| 毛利 | 亿元 | 7.24 | 8.64 | 12.16 | 14.88 | 20.08 | 27.11 |
| 毛利率 | % | 33.63% | 30.95% | 29.75% | 28% | 28% | 28% |
| 合计营业收入 | 亿元 | 170.53 | 171.29 | 212.26 | 251.52 | 312.76 | 375.32 |
| YOY | % | 0.41% | 0.45% | 23.91% | 18.50% | 24.35% | 20.00% |
| 合计营业成本 | 亿元 | 123.93 | 125.82 | 158.39 | 180.91 | 223.36 | 268.35 |
| 毛利率 | % | 27.32% | 26.55% | 25.38% | 28.07% | 28.59% | 28.50% |
| 毛利 | 亿元 | 46.59 | 45.47 | 53.87 | 70.61 | 89.40 | 106.97 |

资料来源：公司年报、天风证券研究所测算

盈利预测：我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 251.52/312.76/375.32 亿元，同比增长 18.50%、24.35%、20.00%；毛利率分别为 28.07%、28.59%、28.50%。我们测算公司 2022-2024 年归母净利润分别为 26.57、32.23、37.53 亿元，对应 17.89/14.75/12.67 倍 PE。考虑公司 2021-2024 年归母净利润 CAGR 达 30.23%，及 41.28 倍历史估值中枢，给予 22 年 24 倍 PE，对应市值 638 亿。**首次覆盖，给予“买入”评级。**

图 53：视源股份历史 PE Band



资料来源：Wind、天风证券研究所

9. 风险提示

- 1) **宏观经济与政策风险。** 近日疫情反复，若疫情蔓延，可能会对今年公司经营生产产生影响；政策方面，若国内外教育信息化推行力度不及预期，公司相应产品推广进度可能受到影响。
- 2) **人力成本上升风险。** 由于人才供需关系受到外部影响较大，作为注重设计及研发的公司，费用受人员薪酬影响较大，若人才供需结构改变可能会对公司盈利能力产生影响。
- 3) **核心原材料涨价风险。** 由于外部需求变化较快，面板及芯片行业可能会涌现新的需求推动行业去库存加速，导致原材料出现短缺或者涨价的风险，竞争环境的变化可能会为公司未来发展同时带来机遇及挑战。
- 4) **预测假设具有一定主观性。** 公司所处行业竞争激烈，未来市场变化难以完全预知，文中测算具有一定主观性，仅供参考。

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 货币资金 | 3,829.09 | 4,998.04 | 8,151.08 | 11,388.60 | 15,059.85 |
| 应收票据及应收账款 | 168.30 | 175.04 | 244.17 | 363.98 | 313.69 |
| 预付账款 | 29.72 | 22.23 | 51.45 | 30.66 | 73.32 |
| 存货 | 1,828.67 | 2,382.53 | 2,367.63 | 3,533.93 | 3,534.23 |
| 其他 | 1,170.88 | 846.47 | 777.43 | 821.44 | 806.04 |
| 流动资产合计 | 7,026.65 | 8,424.31 | 11,591.77 | 16,138.60 | 19,787.12 |
| 长期股权投资 | 106.42 | 113.35 | 113.35 | 113.35 | 113.35 |
| 固定资产 | 1,336.84 | 1,590.89 | 1,430.58 | 1,270.26 | 1,109.95 |
| 在建工程 | 201.93 | 352.39 | 352.39 | 352.39 | 352.39 |
| 无形资产 | 309.58 | 380.75 | 357.28 | 333.82 | 310.36 |
| 其他 | 3,578.94 | 4,646.09 | 4,100.36 | 4,363.86 | 4,230.39 |
| 非流动资产合计 | 5,533.70 | 7,083.46 | 6,353.95 | 6,433.67 | 6,116.43 |
| 资产总计 | 12,560.35 | 15,507.77 | 17,945.72 | 22,572.28 | 25,903.56 |
| 短期借款 | 797.51 | 1,076.04 | 800.00 | 900.00 | 1,000.00 |
| 应付票据及应付账款 | 2,454.80 | 2,989.14 | 3,422.57 | 4,373.87 | 5,064.87 |
| 其他 | 904.00 | 1,109.93 | 2,364.75 | 3,436.65 | 2,827.56 |
| 流动负债合计 | 4,156.31 | 5,175.11 | 6,587.32 | 8,710.52 | 8,892.44 |
| 长期借款 | 0.00 | 200.15 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 292.41 | 383.08 | 337.75 | 360.42 | 349.08 |
| 非流动负债合计 | 292.41 | 583.23 | 337.75 | 360.42 | 349.08 |
| 负债合计 | 5,239.98 | 6,977.69 | 6,925.07 | 9,070.93 | 9,241.52 |
| 少数股东权益 | 121.87 | 174.49 | 184.14 | 192.47 | 204.05 |
| 股本 | 668.03 | 666.55 | 696.02 | 696.02 | 696.02 |
| 资本公积 | 1,741.42 | 1,834.97 | 1,879.32 | 1,879.32 | 1,879.32 |
| 留存收益 | 4,828.82 | 5,862.76 | 8,254.44 | 10,747.44 | 13,887.93 |
| 其他 | (39.77) | (8.68) | 6.74 | (13.90) | (5.28) |
| 股东权益合计 | 7,320.37 | 8,530.08 | 11,020.65 | 13,501.35 | 16,662.04 |
| 负债和股东权益总计 | 12,560.35 | 15,507.77 | 17,945.72 | 22,572.28 | 25,903.56 |

| 现金流量表(百万元) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|-------------------|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 净利润 | 1,911.83 | 1,703.49 | 2,657.42 | 3,223.21 | 3,753.30 |
| 折旧摊销 | 147.25 | 181.01 | 183.78 | 183.78 | 183.78 |
| 财务费用 | 86.52 | 65.09 | (11.06) | 14.83 | 21.46 |
| 投资损失 | (112.04) | (203.28) | (72.38) | (80.87) | (97.81) |
| 营运资金变动 | (2,749.40) | (245.54) | 928.21 | 466.87 | 233.62 |
| 其它 | 2,703.36 | 1,200.88 | (2.30) | 13.28 | 8.84 |
| 经营活动现金流 | 1,987.52 | 2,701.65 | 3,683.67 | 3,821.08 | 4,103.19 |
| 资本支出 | 381.57 | 561.05 | 45.34 | (22.67) | 11.33 |
| 长期投资 | 10.93 | 6.93 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (2,638.71) | (1,870.24) | 74.14 | 103.51 | 86.49 |
| 投资活动现金流 | (2,246.21) | (1,302.26) | 119.48 | 80.84 | 97.83 |
| 债权融资 | 59.51 | 544.75 | (472.54) | 88.88 | 76.68 |
| 股权融资 | 189.92 | (476.74) | (177.57) | (753.29) | (606.45) |
| 其他 | (337.74) | 21.27 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 筹资活动现金流 | (88.30) | 89.28 | (650.11) | (664.41) | (529.77) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | (347.00) | 1,488.67 | 3,153.04 | 3,237.52 | 3,671.25 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 营业收入 | 17,129.32 | 21,225.71 | 25,152.48 | 31,276.17 | 37,532.14 |
| 营业成本 | 12,582.25 | 15,839.11 | 18,091.25 | 22,335.77 | 26,834.98 |
| 营业税金及附加 | 69.86 | 79.91 | 100.61 | 125.10 | 150.13 |
| 营业费用 | 1,008.33 | 1,370.34 | 1,484.00 | 2,032.95 | 2,439.59 |
| 管理费用 | 688.55 | 977.73 | 1,081.56 | 1,407.43 | 1,900.25 |
| 研发费用 | 881.42 | 1,163.31 | 1,383.39 | 1,720.19 | 2,064.27 |
| 财务费用 | (146.25) | (51.24) | (11.06) | 14.83 | 21.46 |
| 资产减值损失 | (153.28) | (291.95) | (201.02) | (151.23) | (51.47) |
| 公允价值变动收益 | (24.57) | 13.52 | (13.02) | 2.50 | (5.00) |
| 投资净收益 | 112.04 | 203.28 | 72.38 | 80.87 | 97.81 |
| 其他 | 58.92 | 90.91 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 2,052.03 | 1,830.79 | 2,881.09 | 3,572.05 | 4,162.80 |
| 营业外收入 | 35.52 | 49.24 | 31.94 | 35.19 | 38.07 |
| 营业外支出 | 14.65 | 22.26 | 12.88 | 13.92 | 15.16 |
| 利润总额 | 2,072.90 | 1,857.77 | 2,900.15 | 3,593.31 | 4,185.71 |
| 所得税 | 161.08 | 154.27 | 232.01 | 359.33 | 418.57 |
| 净利润 | 1,911.83 | 1,703.49 | 2,668.14 | 3,233.98 | 3,767.14 |
| 少数股东损益 | 10.30 | 4.51 | 10.72 | 10.78 | 13.84 |
| 归属于母公司净利润 | 1,901.52 | 1,698.98 | 2,657.42 | 3,223.21 | 3,753.30 |
| 每股收益(元) | 2.73 | 2.44 | 3.82 | 4.63 | 5.39 |

| 主要财务比率 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|----------|----------|-------------|----------|----------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 0.45% | 23.91% | 18.50% | 24.35% | 20.00% |
| 营业利润 | 16.58% | -10.78% | 57.37% | 23.98% | 16.54% |
| 归属于母公司净利润 | 18.04% | -10.65% | 56.41% | 21.29% | 16.45% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 26.55% | 25.38% | 28.07% | 28.59% | 28.50% |
| 净利率 | 11.10% | 8.00% | 10.57% | 10.31% | 10.00% |
| ROE | 26.42% | 20.33% | 24.52% | 24.22% | 22.81% |
| ROIC | -637.35% | 1516.44% | -134239.31% | -557.81% | -251.83% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 41.72% | 44.99% | 38.59% | 40.19% | 35.68% |
| 净负债率 | -41.41% | -43.46% | -66.64% | -77.60% | -84.33% |
| 流动比率 | 1.42 | 1.32 | 1.76 | 1.85 | 2.23 |
| 速动比率 | 1.05 | 0.94 | 1.40 | 1.45 | 1.83 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 109.59 | 123.64 | 120.00 | 102.86 | 110.77 |
| 存货周转率 | 10.50 | 10.08 | 10.59 | 10.60 | 10.62 |
| 总资产周转率 | 1.52 | 1.51 | 1.50 | 1.54 | 1.55 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 2.73 | 2.44 | 3.82 | 4.63 | 5.39 |
| 每股经营现金流 | 2.86 | 3.88 | 5.29 | 5.49 | 5.90 |
| 每股净资产 | 10.34 | 12.00 | 15.57 | 19.12 | 23.65 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 25.01 | 27.99 | 17.89 | 14.75 | 12.67 |
| 市净率 | 6.61 | 5.69 | 4.39 | 3.57 | 2.89 |
| EV/EBITDA | 22.14 | 12.62 | 10.46 | 8.04 | 6.56 |
| EV/EBIT | 23.10 | 13.23 | 11.05 | 8.42 | 6.84 |

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com |