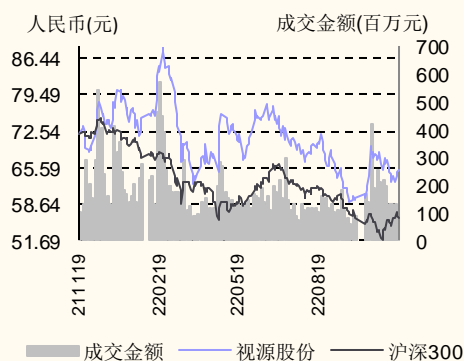


市场价格 (人民币): 65.09 元

目标价格 (人民币): 93.00 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	6.96
已上市流通 A 股(亿股)	6.67
总市值(亿元)	453.04
年内股价最高最低(元)	88.66/59.18
沪深 300 指数	3802
深证成指	11180



相关报告

- 1.《边际增速放缓, 盈利持续向好-国金通信视源股份三季报点评》, 2022.10.27
- 2.《全球化+新业务扩张加速, 盈利上行趋势明显-国金通信-视源股份...》, 2022.8.24
- 3.《盈利持续改善, 新业务打开第二增长曲线-国金通信-视源股份 22...》, 2022.7.12
- 4.《新业务快速增长, 智能商显龙头盈利有望改善-国金通信-视源股份...》, 2022.4.20

罗露

分析师 SAC 执业编号: S1130520020003
luolu@gjzq.com.cn

智能交互显示龙头, 创新转型孵化蓝图

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	17,129	21,226	23,344	28,370	34,414
营业收入增长率	0.45%	23.91%	9.98%	21.53%	21.30%
归母净利润(百万元)	1,902	1,699	2,162	2,704	3,384
归母净利润增长率	18.04%	-10.65%	27.28%	25.03%	25.17%
摊薄每股收益(元)	2.846	2.549	3.107	3.885	4.862
每股经营性现金流净额	2.97	4.05	3.40	4.78	6.24
ROE(归属母公司)(摊薄)	26.42%	20.33%	18.31%	19.82%	21.18%
P/E	40.42	31.94	20.95	16.76	13.39
P/B	10.68	6.49	3.84	3.32	2.83

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **公司创新驱动产品结构转型, 三条业务曲线成长路径清晰。**公司依托显示控制和智能交互技术优势, 横向扩展业务布局, 形成液晶显示主控板卡+智能交互平板+新部件产品的三条业务曲线。传统液晶显示板卡是公司现金牛业务, 21 年为公司稳定贡献 62 亿元收入。智能交互平板深耕教育和企业服务领域, 近十年 CAGR 达到 71%, 营收占比由 12% 提升至 51%。物联网行业长坡厚雪, 公司横向复用核心技术和客户资源, 孵化家电控制器、IoT 模组和投影板卡等创新业务, 打造第三条收入曲线, 补充长期发展动能。
- **研发驱动+品牌效应+供应链管理, 构筑三大核心竞争力。**公司采取委外加工模式, 研发人员占比接近五成, 1H22 研发费用率 7.2% 行业领先, 在显示、触控、算法等领域构建技术壁垒, 并进一步形成品牌效应和龙头优势。据奥维云网和迪显咨询统计, 18-21 年公司电视板卡全球市占率保持 30% 以上, 21 年希沃和 MAXHUB 国内市占率分别达到 47.5%/27.5%, 位居行业首位。22 年 7 月公司募资 20 亿元, 进一步巩固交互显示技术和智能制造优势。
- **智能交互显示龙头多领域布局, 迎来行业回暖和全球化扩张机遇。**在中央财政贴息贷款刺激下, 国内高职教育有望迎来一波采购需求; 海外政府纷纷推出中长期教育信息化刺激政策, 带来市场高景气度。海内外会议市场交互平板渗透率均不足 10%, 仍处于发展初期, 伴随企业数字化转型以及华为等巨头切入, 有望加速产品导入市场。公司作为头部厂商产品矩阵及内容生态丰富, 未来有望充分受益行业高速增长红利。

投资建议

- 22 年受疫情影响, 公司收入增速放缓, 但上游面板价格高位回落, 叠加海外高毛利业务占比提升, 公司边际盈利能力改善。长期看, 公司三条业务曲线成长路径清晰, 行业龙头优势突出, 未来享受海内外行业高景气度红利。结合公司最新业绩和市场变化, 我们将公司 22-24 年营收预测下调 9.2%/10.0%/12.0%, 预计 22-24 年营收分别为 233/284/344 亿元; 维持 22-24 年归母净利润预测, 分别为 21.62/27.04/33.84 亿元, 给予 23 年 PE 24 倍, 目标市值 649 亿元, 对应股价 93 元/股, 维持“买入”评级。

风险提示

- 供应链波动风险; 汇率波动风险; 市场竞争加剧风险。

内容目录

一、龙头厂商多领域布局，构筑三大核心竞争优势	4
1.1 品牌优势：龙头厂商市占率领先，品牌效应兑现高盈利能力	4
1.2 供应链管理优势：良好回款和库存控制确保现金流量稳定	5
1.3 研发优势：研发驱动公司产品前瞻布局与工程技术优化	5
二、传统板卡业务智能化升级，电器控制、IoT 模组等新业务拓展未来可期	6
2.1 产能驱动彩电产业向国内转移，智能化驱动 TV 板卡品质升级	6
2.2 物联网长坡厚雪，智能家居等多场景应用打开部件业务未来成长空间	8
三、智能交互龙头出海加速，国内交互平板需求有望回升	10
3.1 教育交互平板：高职教市场渗透加速，希沃坐稳行业龙头	10
3.1.1 下游需求：普教市场步入换机周期，高职教市场迎政策驱动	10
3.1.2 产品趋势：智能化、大屏化带动交互平板产品升级，单价增加 30%+12	12
3.1.3 公司：希沃 To B&G 市场份额领先，顺应教育数字化潮流拓展教育软件生态和 C 端产品	13
3.2 企业服务会议平板：Maxhub 定位智慧协同平台，助力企业数字化转型	14
3.3 海外交互平板市场进入渗透率快速提升期，公司整机出海加速	15
3.4 上游面板价格回落，公司盈利能力回升	17
四、盈利预测与估值	18
4.1 收入及毛利率预测	18
4.2 公司估值与投资建议	20
五、风险提示	20

图表目录

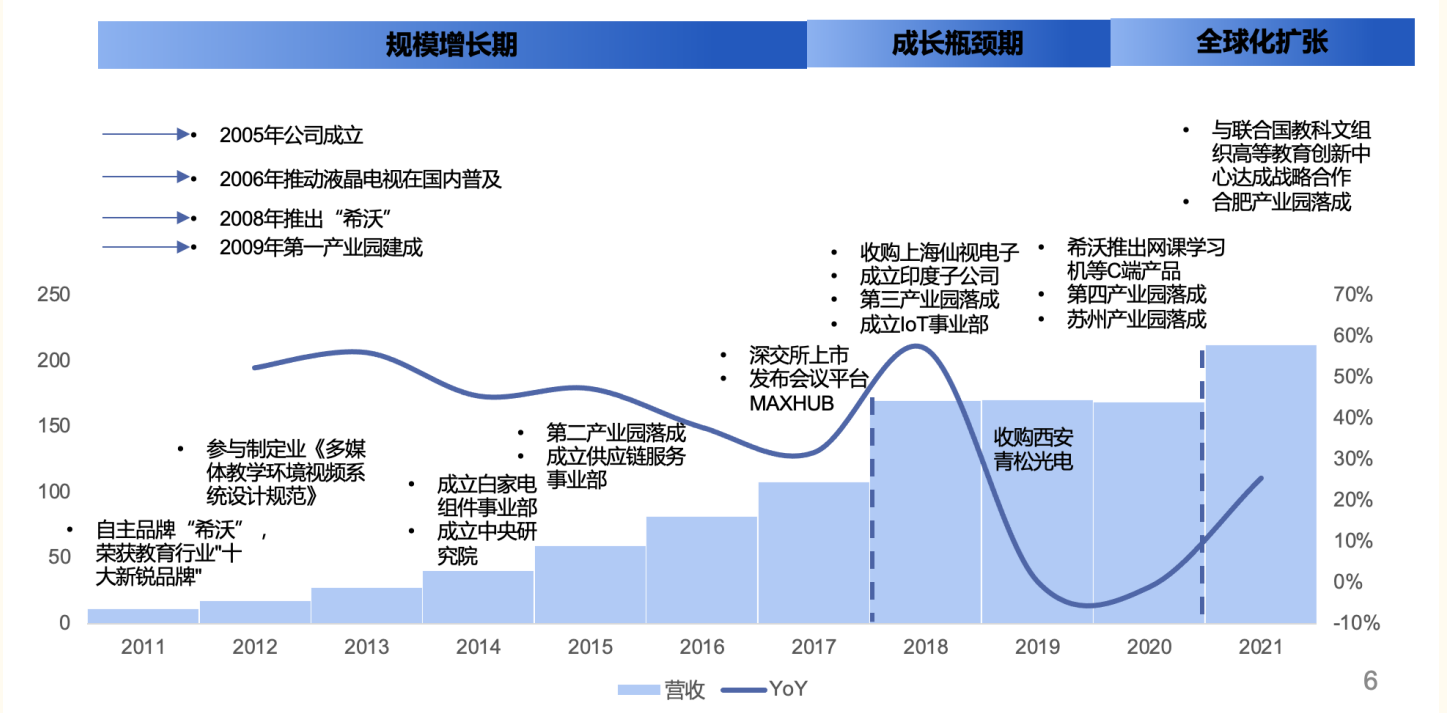
图表 1：公司近十年发展过程梳理（亿元）	4
图表 2：毛利率保持行业领先	5
图表 3：可比公司海外业务占比高，净利率提升明显	5
图表 4：应收账款周转天数低于可比公司	5
图表 5：公司存货周转天数低于可比公司	5
图表 6：研发费用率领先行业公司	6
图表 7：公司交互平板核心技术优势	6
图表 8：部件业务发展方向	6
图表 9：公司液晶显示主控板卡营收及增速	7
图表 10：全球液晶电视出货量出现波动	7
图表 11：公司电视板卡市场份额维持在 30% 以上	7
图表 12：全球智能电视渗透率提升	8
图表 13：公司智能电视主控板卡占比提升	8
图表 14：IoT 模组、投影板卡等产品收入维持高增速	8
图表 15：全球和中国智能家居设备出货量及增速	9

图表 16: 公司生活电器类产品解决方案.....	9
图表 17: 公司白家电组件.....	9
图表 18: 生活电器业务增长势头强劲.....	10
图表 19: 2021 年公司交互平板业务收入 109 亿元, 近十年 CAGR 达 71%, 22 年毛利率回升.....	10
图表 20: 2020 年教室数量及多媒体教室数量 (万间)	11
图表 21: 普教市场交互平板存量替换敏感性分析 (万)	11
图表 22: 大陆教育交互平板市场 K12 占比下滑, 职业教育和高校占比上升..	11
图表 23: 2020 年底高职院校超万所.....	12
图表 24: 高校信息化设备资产占总资产的 7.1%.....	12
图表 25: 22 年国内教育交互平板销量有小幅下滑	12
图表 26: 触控、交互体验更优化的智慧黑板占比提升.....	13
图表 27: 2021 年希沃教育平板市场份额领先.....	13
图表 28: 希沃市占率稳步提升.....	13
图表 29: 围绕数字化教学硬件打造希沃产品生态.....	14
图表 30: 国内商用平板出货量 (万)	14
图表 31: Maxhub 智慧协同平台	15
图表 32: 华为发布 idealhub 系列会议平板产品.....	15
图表 33: 2021 年 MAXHUB 市占率领先	15
图表 34: 海外教育经费拨款政策.....	16
图表 35: 2021Q2 起海外 IFPD 出货量上升 (万台)	16
图表 36: 海外交互平板出货量预测 (万台)	16
图表 37: 海外地区收入及增速.....	17
图表 38: LCD TV 面板价格高位回落后企稳 (美元/片)	17
图表 39: 交互智能平板毛利率回升(%).....	18
图表 40: 季度毛利率水平边际改善 (%)	18
图表 41: 中国大陆 LCD 面板产线稼动率	18
图表 42: 公司收入及毛利率预测.....	19
图表 43: 公司期间费用率预测预测.....	20
图表 44: 可比公司 PE 估值.....	20

一、龙头厂商多领域布局，构筑三大核心竞争优势

公司是全球液晶显示主控板卡和国内智能交互平板龙头。公司成立初期主营液晶显示板卡，逐渐发展成为全球液晶显示板卡龙头。基于液晶显示主控技术，结合多点触摸交互技术、数字信号处理技术等，公司向下游拓展进军智能交互赛道，相继开发了教育信息化智能交互平板希沃（seewo）以及会议平台MAXHUB，并成立白家电组件事业部，开拓智控器业务。从收入来看，2011-2018年是公司规模快速扩张期，七年CAGR 46%；2018-2020年，K12教育信息化市场渐趋饱和，公司收入维稳；2021年随着全球化扩张以及国内高职教市场需求渐起，公司突破成长瓶颈，营收达到212亿元，同比增长23.91%。

图表 1：公司近十年发展过程梳理（亿元）

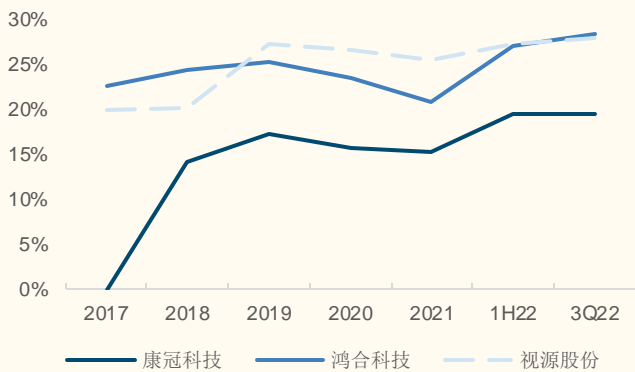


来源：公司年报，国金证券研究所

1.1 品牌优势：龙头厂商市占率领先，品牌效应兑现高盈利能力

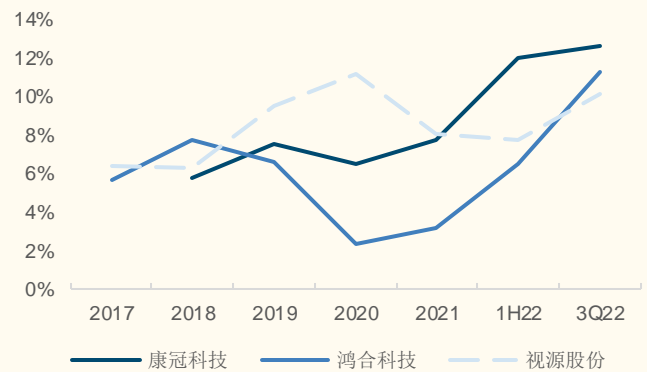
公司主营业务市场份额均位于行业领先地位，2021年电视主控板卡全球市占率达31.57%，自2017年起市占率保持在30%+；教育交互平板希沃和会议智能交互平板MAXHUB的国内市占率分别为47.5%和27.5%，均位居行业首位。规模效应和品牌优势兑现公司高盈利能力，毛利率和净利率均领先于行业水平。可比公司鸿合科技和康冠科技海外地区收入占比较高，2022年受益于美元升值净利率提升较为显著。

图表 2: 毛利率保持行业领先



来源: wind, 国金证券研究所

图表 3: 可比公司海外业务占比高, 净利率提升明显

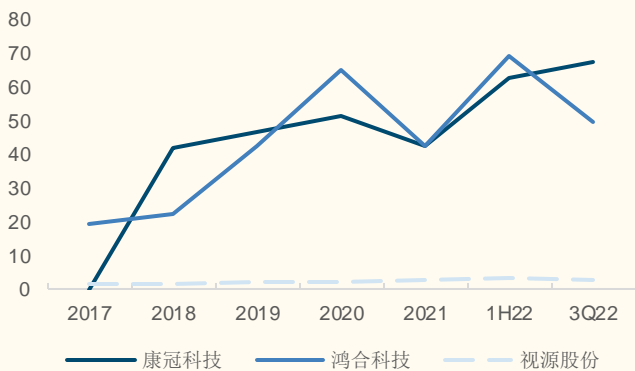


来源: wind, 国金证券研究所

1.2 供应链管理优势: 良好回款和库存控制确保现金流量稳定

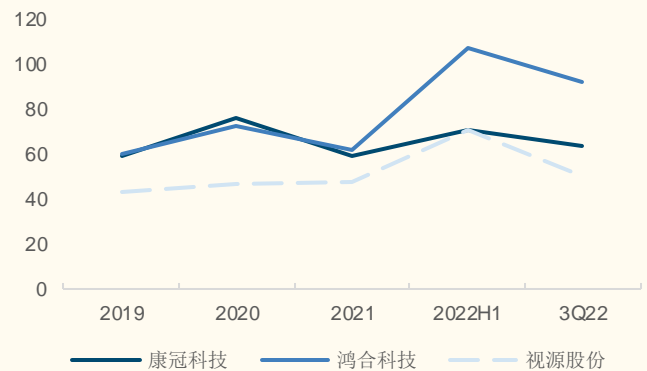
公司位于产业链中游, 采取“以销定产, 以产定购”、生产委外加工的轻资产运营模式。公司在精细化管理与供应链规模优势下, 应收账款周转天数维持在 2 天左右, 远低于行业 40-60 天的平均水平; 公司过去三年存货周转天数约为 45 天, 22 年积极备货, 周转天数上升至 70 天, 同期与行业可比公司相比, 均处于较低水平。

图表 4: 应收账款周转天数低于可比公司



来源: wind, 国金证券研究所

图表 5: 公司存货周转天数低于可比公司

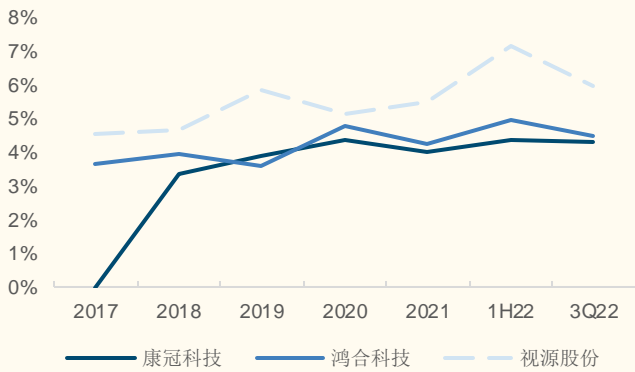


来源: wind, 国金证券研究所

1.3 研发优势: 研发驱动公司产品前瞻布局与工程技术优化

公司作为研发驱动型科技企业, 生产端采取委外加工的方式, 从而将更多的精力放在研发端, 研发人员占比接近 50%, 研发费用率与同行业公司相比处在领先地位。公司一方面依托中央研究院进行前瞻性基础研究及应用研究、另一方面依托中央工程院开展先进工程技术研究, 并应用于公司教育业务、企业服务业务等实际场景。截至 2021 年 12 月 31 日, 公司拥有专利超过 6700 件 (其中发明专利超 1600 件), 拥有计算机软件著作权、作品著作权超过 2400 项。在显示、触控、音视频、算法等核心领域具备技术领先优势。

图表 6: 研发费用率领先行业公司



来源: wind, 国金证券研究所

图表 7: 公司交互平板核心技术优势

领域	技术优势
显示技术	护眼显示; 超大尺寸模组自主开发; miniLED 背光开发
触控技术	覆盖触控材料、工艺、电路系统
音频技术	语音处理、回音消除; AI 降噪; 语音定位; 针对教育市场的顶置扬声器
视频技术	视频软硬件; 双摄智能会议摄像; 三摄 180° 全景摄像
电路技术	电路板自研; 热设计、EMC 设计、信号完整性设计
核心算法	图像处理器、视觉感知、阵列信号处理、语音交互; 多媒体融合感知与交互

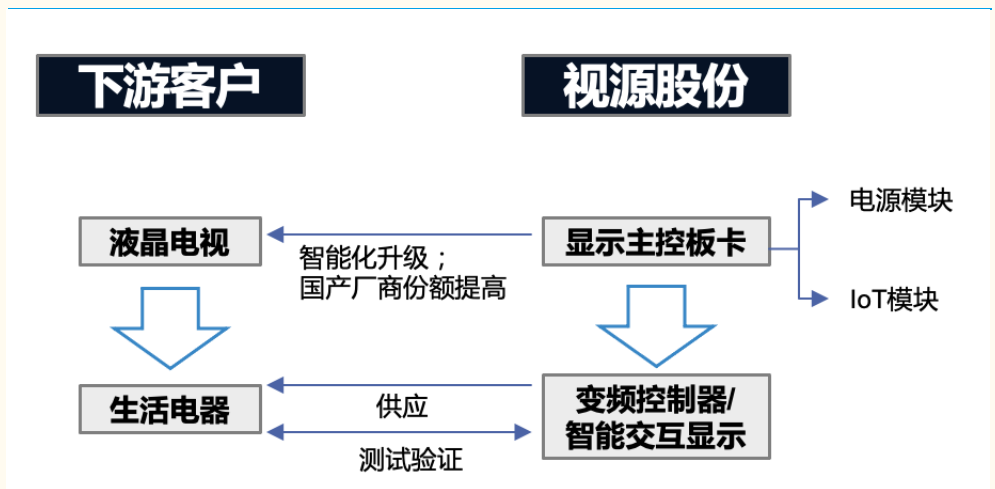
来源: 公司年报, 国金证券研究所

募集资金从技术研发与智能制造两方面巩固公司核心竞争力。2022 年非公开募资 19.95 亿元建设“交互智能显控产品智能制造基地建设项目”，开展显控产品、电子显示新材料及新工艺研发及生产业务，并打造智能主控板卡及交互智能整机等产品的智能化示范产线，提升供应链柔性，推动产业链实现精益制造。

二、传统板卡业务智能化升级，电器控制、IoT 模组等新业务拓展未来可期

液晶显示主控板卡业务下游维稳，智能化升级带来产品价值量小幅提升；同时伴随下游客户向家居智能化领域延伸，公司寻求家用电器和新部件等方向转型契机，有望突破部件业务成长瓶颈。

图表 8: 部件业务发展方向

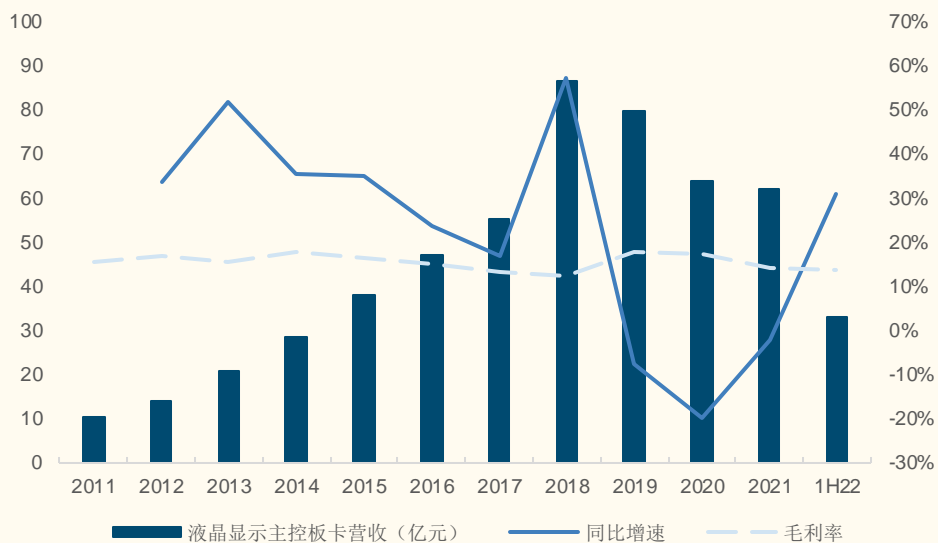


来源: 公司年报, 国金证券研究所

2.1 产能驱动彩电产业向国内转移，智能化驱动 TV 板卡品质升级

全球 TV 销量维稳，公司液晶电视显示板卡业务陷入成长瓶颈期。公司的液晶电视主控板卡已广泛应用于全球各种功能的液晶电视，覆盖从传统模拟电视、数字电视到带有丰富多媒体网络娱乐功能的智能电视。公司液晶显示主控板卡下游客户主要为电视整机厂商，目前已应用于 TCL、海信、海尔、康佳、长虹、创维、乐视、小米、微鲸、Vizio、夏普、东芝、松下等公司的产品，覆盖从传统模拟电视、数字电视到智能电视。2021 年液晶显示主控板卡等相关业务实现营业收入 70.7 亿元，同比基本持平。

图表 9: 公司液晶显示主控板卡营收及增速



来源: 公司年报, 国金证券研究所

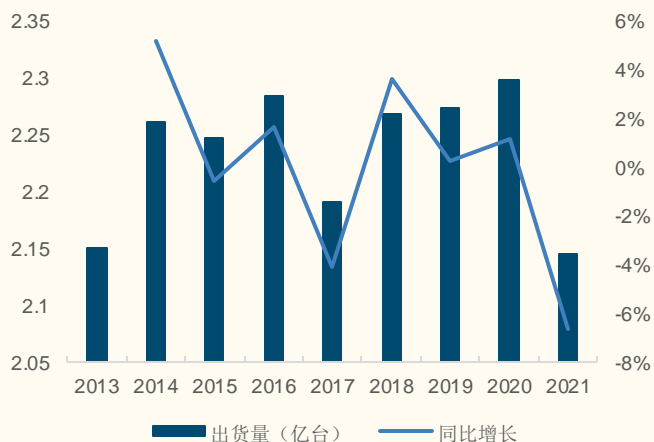
2021 年, 全球电视机市场出现下滑。依据奥维云网数据统计, 2019-2021 年全球液晶电视出货量为 2.26/2.28/2.15 亿台, 电视终端需求出现 5.7% 的下降, 但未来公司出货量的提升有以下两方面:

从市场参与者市场份额转换来看, 当前主要参与者有三类: 电视厂商自研, 代工厂, 品牌供应商。电视品牌方自研过程中, 需要承担相应的研发和供应链成本, 单位板卡成本在市场需求下行期会有提高。所以, LG 等厂商开始由自研转向外购。我们认为, 未来随着液晶板卡向超高清、智能化方向升级, 电视厂商外购需求将进一步释放。

从公司下游客户市场份额提升来看, 公司的液晶电视主控板卡的下游客户包括 TCL、海信、海尔、康佳、长虹、创维、小米等国产电视品牌商以及众多 OEM 和 ODM 厂商。我们认为, 液晶面板产能向国内转移, 也将带动液晶电视的国产化崛起, 进而驱动公司板卡出货量的提升。

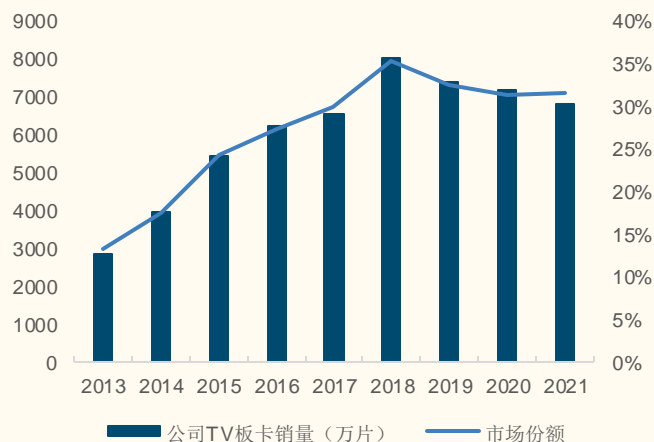
公司液晶电视主控板卡销量分别为 7332/7130/6772 万片, 分别占各期全球液晶电视主控板卡出货量的比例为 32.4%/31.2%/31.6%。公司自 18 年以来一直保持 30%+ 的市场份额, 全球龙头地位稳固。

图表 10: 全球液晶电视出货量出现波动



来源: 奥维云网, 国金证券研究所

图表 11: 公司电视板卡市场份额维持在 30% 以上

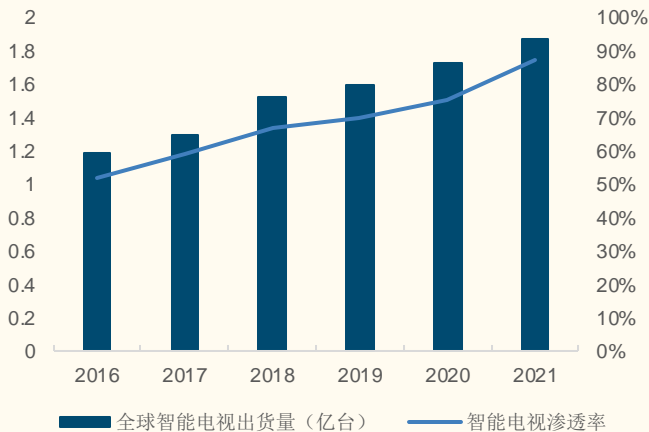


来源: 公司年报, 国金证券研究所

智能电视板卡占比提高将带动公司液晶电视主控板卡 ASP 提升。根据 IDC 及 AVC 数据, 全球智能电视出货量从 2016 年的 1.30 亿台提升至 2020 年的 2.14

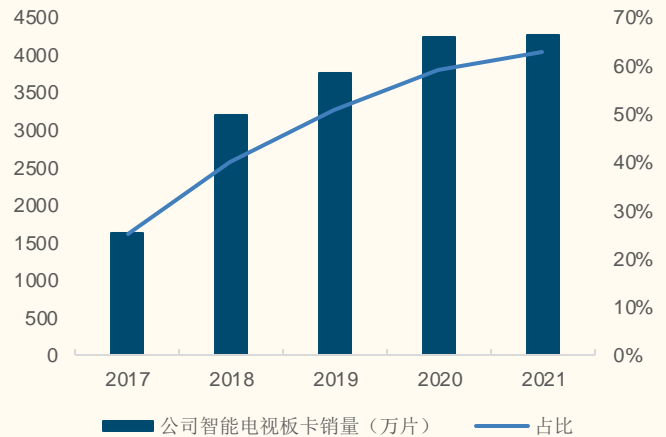
亿台，渗透率从 2016 年的 59.20% 提升至 2020 年的 93.47%。公司加速在 Mini-LED 驱动和 8K 领域的产品布局，其中 8K 产品已完成研发，Mini-LED 驱动已经完成与市场上大多数主控方案的适配。液晶电视主控板卡的产品结构取得进一步优化，智能电视主控板卡出货量占公司全年液晶电视主控板卡出货量的 66.88%，提升近 8 个百分点。智能化升级带动公司板卡均价在 2013-2018 年由 69 元提高到 108 元。其中，智能板卡的均价在 160-250 元，约是普通液晶电视板卡 60-120 元的两倍。我们认为，未来智能电视板卡占比提高将带动公司液晶电视主控板卡 ASP 提升。

图表 12: 全球智能电视渗透率提升



来源: Strategy Analytics, 国金证券研究所

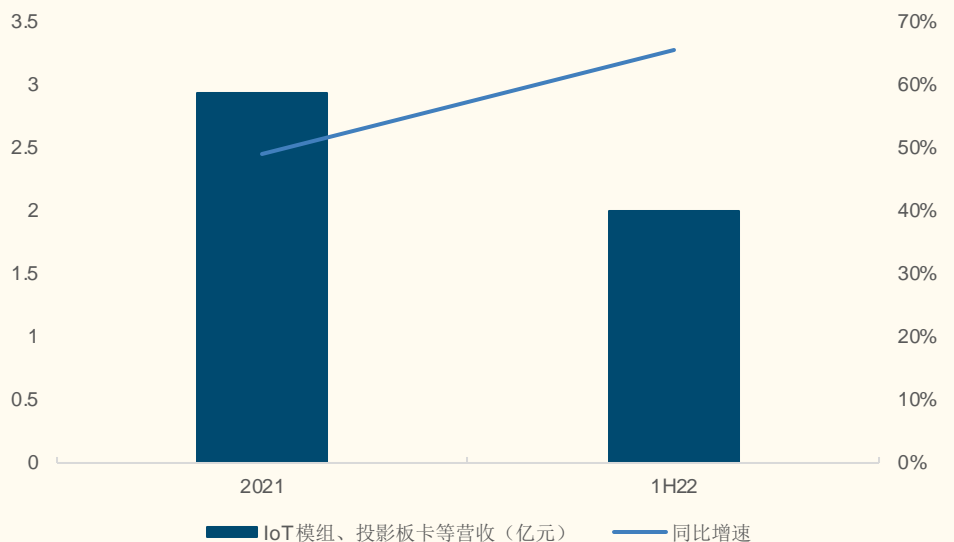
图表 13: 公司智能电视主控板卡占比提升



来源: 公司财报, 国金证券研究所

除液晶电视主控板卡外，公司已向液晶电视周边的电源模块和 IoT 模块等配套产品方向进行拓展。部件业务的新产品方向如 IoT 模组、投影板卡在 2021 年实现营业收入 2.9 亿元，同比增长 49%；2022 年上半年营收 1.9 亿元，同比增长 65.57%。

图表 14: IoT 模组、投影板卡等产品收入维持高增速



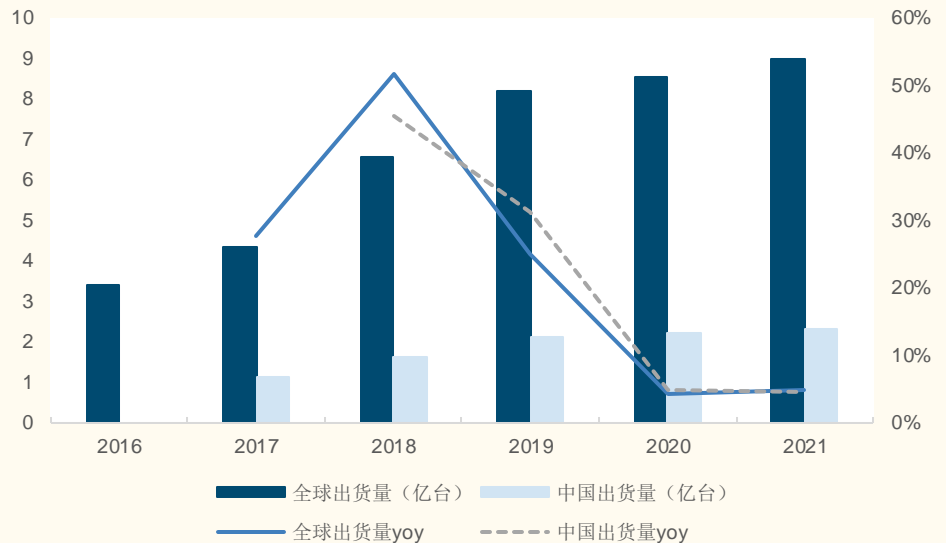
来源: 公司年报, 国金证券研究所

2.2 物联网长坡厚雪，智能家居等多场景应用打开部件业务未来成长空间

国内外智能家居市场规模增势良好，近两年出货量增速收紧。受疫情影响，近两年智能家居市场出货量增速有所下滑，据 IDC 数据显示，2021 年全球/中国智能家居市场设备出货量超过 8.95 亿台/2.3 亿台，预测 2022 年中国智能家居设备出货量将达 2.4 亿台，2025 年将接近 5.4 亿台；规模方面，据 Strategy

Analytics 和 CSHIA 数据显示，21 年全球/中国智能家居市场规模约 9001/5801 亿元，同比增长 12%/13%，16-21 年复合增长率 13%/17%，总体规模增速保持 10%以上水平。

图表 15: 全球和中国智能家居设备出货量及增速



来源: IDC, 国金证券研究所

公司在电视行业积累的技术领先、品牌优势和供应链资源是保证产品横向扩张发展的充分条件。

核心技术可实现复用: 生活电器业务基于行业领先的显示、控制、连接、语音等技术, 为客户提供高性价比的变频及智能交互解决方案, 同时与多个品牌客户建立联合实验室。

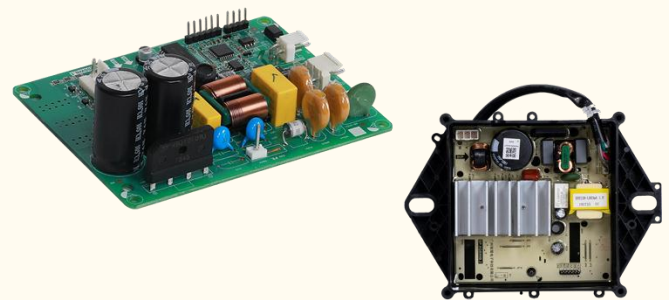
品牌优势及供应链资源可迁移至家电领域: 下游 TV 厂商客户纷纷转向家电领域, 公司在 TV 板卡市场的规模及渠道优势可实现复用。

图表 16: 公司生活电器类产品解决方案



来源: 公司年报, 国金证券研究所

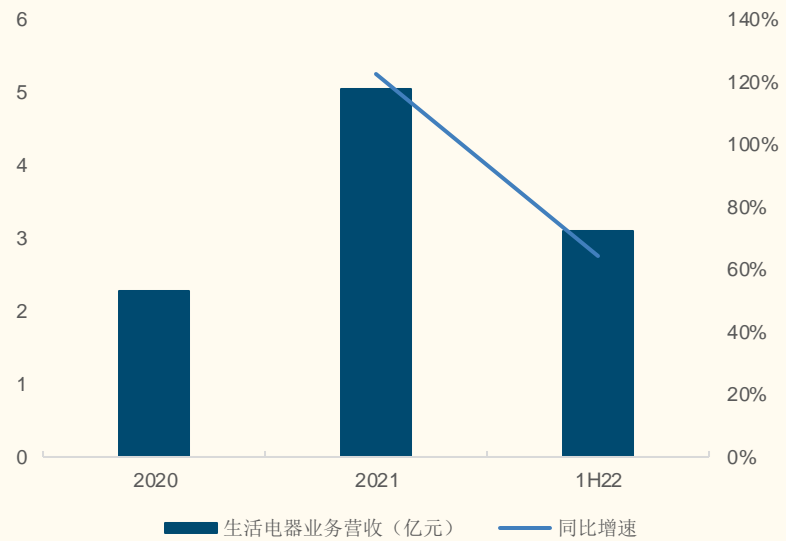
图表 17: 公司白家电组件



来源: 公司官网, 国金证券研究所

公司于 2014 年成立白家电组件事业部, 将液晶显示板卡的显示、控制等技术复用在家电领域, 提供融合多种交互模式和 AI 算法的彩屏显控模组与以自主变频算法为核心的电控组件, 支持 ODM、JDM、OEM 多种业务模式, 覆盖厨电、冰箱、洗衣机、空调、热泵和小家电等领域。2020 年 2.3 亿元, 2021 年, 生活电器类业务实现收入 5.05 亿元, 同比增长 122.8%。

图表 18: 生活电器业务增长势头强劲

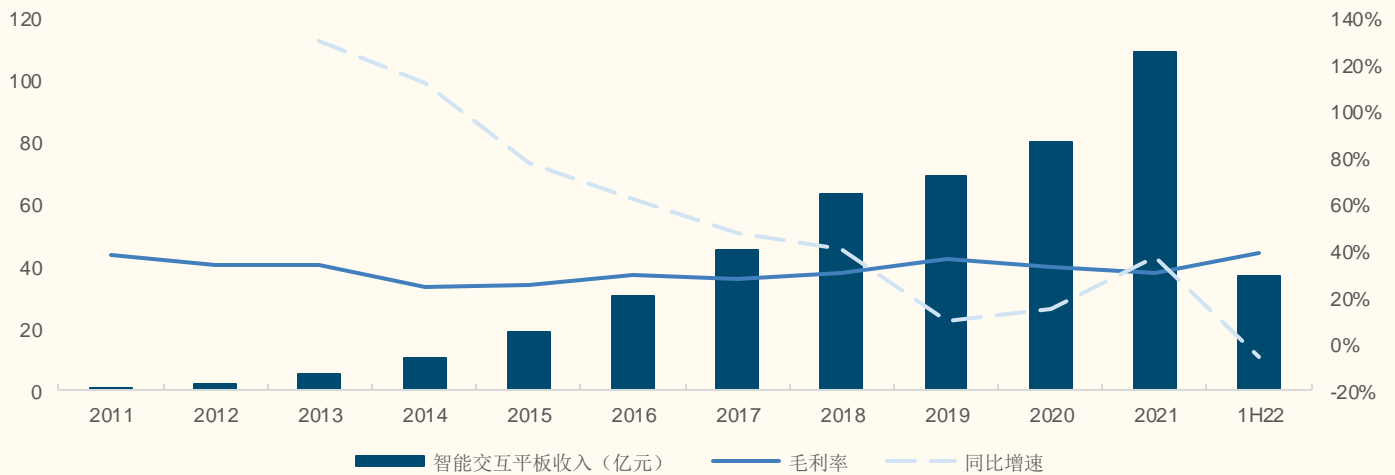


来源: 公司年报, 国金证券研究所

三、智能交互龙头出海加速, 国内交互平板需求有望回升

公司智能交互平板品牌希沃和 MAXHUB 连续多年在国内保持市占率第一位, 2021 年分别实现营收 68.4 亿元和 17.4 亿元。我们认为, 普教市场步入换机周期, 高职教市场迎政策驱动, 国内教育平板出货量有望在 23 年回升; 商用平板领域巨头入场, 将提高产品认可度, 加速市场导入。长期看, 海外交互平板市场一片蓝海, 公司加码渠道建设, 本土化 ODM 模式实现业务全球扩张。

图表 19: 2021 年公司交互平板业务收入 109 亿元, 近十年 CAGR 达 71%, 22 年毛利率回升



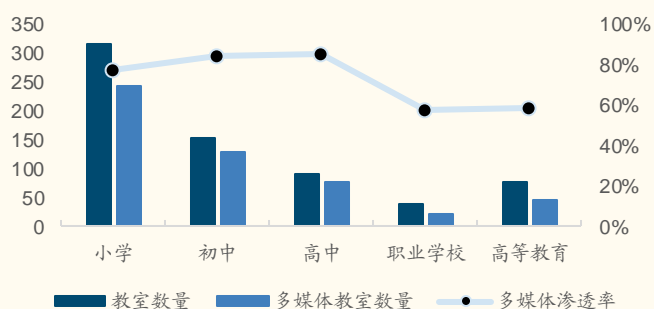
来源: 公司年报, 国金证券研究所

3.1 教育交互平板: 高职教市场渗透加速, 希沃坐稳行业龙头

3.1.1 下游需求: 普教市场步入换机周期, 高职教市场迎政策驱动

普教市场: 教育信息化程度较高, 换机周期驱动出货量。当前, 公立义务教育、幼教和高中的教育信息化市场已趋于饱和, 据教育部统计数据, 普教市场多媒体教室数量达到 450 万间, 多媒体渗透率达到 80% 左右。未来普教市场交互平板出货量提升驱动力来源于两个方面: 一是我国 K12 及高中教室数量稳步增加, 为新建学校配套信息化设施将带来稳定年复合增长率; 二是部分早期 K12 市场已进入换代过程, 我们测算, 当前存量市场替换能够带来超过 60 万台的出货量, 未来仍会随着整体市场保有量及渗透率的提高而增加。

图表 20: 2020 年教室数量及多媒体教室数量 (万间)



来源: 教育部, 国金证券研究所

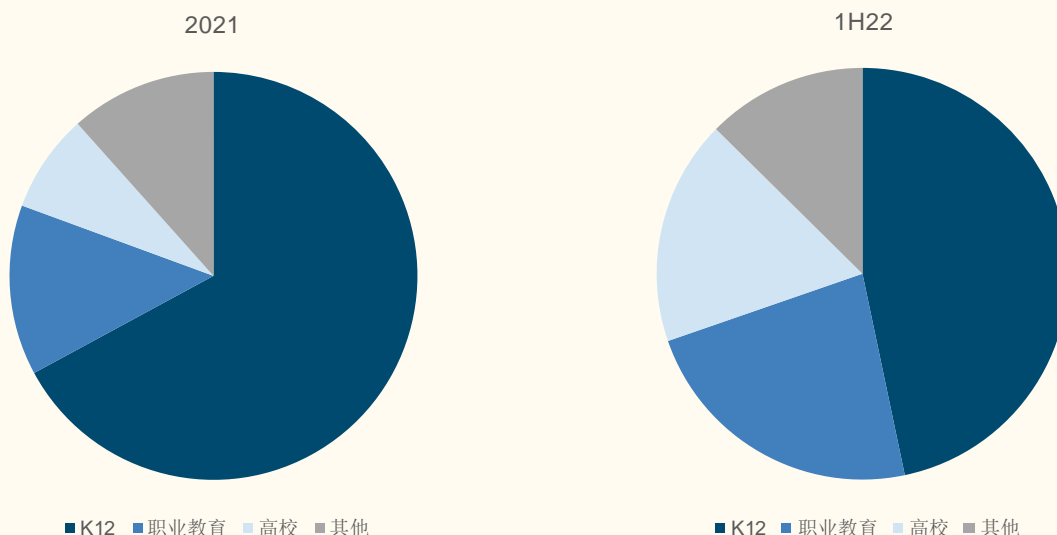
图表 21: 普教市场交互平板存量替换敏感性分析 (万)

平板渗透率	换机周期 (年)			
	4	5	6	7
76%	85.4	68.4	57.0	48.8
80%	89.9	72.0	60.0	51.4
84%	94.4	75.6	63.0	54.0
88%	98.9	79.2	66.0	56.5

来源: 教育部, 国金证券研究所

高职教市场: 交互平板渗透率仍有提升空间, 出货量占比维持增长。2021 年下半年“双减”政策的冲击使得教培市场进入寒冬和转型期, 但在上层政策和社会资本层面得到支持的职业教育市场进入发展快车道。根据教育部统计数据显示, 截至 20 年底, 我国高等院校和中职院校分别有教室 76.6/38.2 万间, 多媒体教室渗透率分别达到 58.8%/57.6%。2022 年上半年, K12 领域的市占率为 46.7%, 同比下降 25 个百分点; 职业教育和高效市占比分别达到 23%和 17.7%, 分别较去年同期提升 10/11PP, 预计未来占比将持续提升。

图表 22: 大陆教育交互平板市场 K12 占比下滑, 职业教育和高校占比上升



来源: 洛图科技, 国金证券研究所

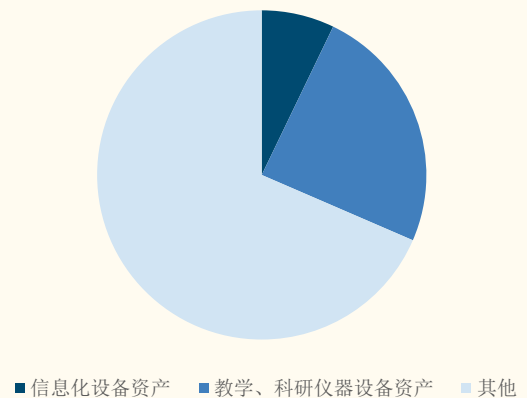
政府贴息再贷款政策催化, 投入资金有望超 150 亿元。9 月国务院与央行用专项再贷款与财政贴息配套支持高等教育和职业院校设备购置和更新改造。本次贷款总体规模 1.7 万亿, 中央财政贴息 2.5%, 期限为两年, 招标时间截止到 22 年底, 我们预计明后年国内高职教市场有望迎来交互平板出货量快速提升。截至 20 年底, 我国共有普通高等学校 2738 所、研究生培养机构 827 所和中职院校 7473 所, 累计 11038 所高职院校, 根据此次教育部通知, 每所高校贷款项目总投资不低于 2000 万元, 测算累计贷款额度将超过 2000 亿元。目前高校教育信息化设备总资产 1956 亿元, 占高校固定资产 2.7 万亿元的 7.1%, 我们预计此次投入教育信息化设备领域资金有望超过 150 亿元。

图表 23: 2020 年底高职教院校超万所

研究生培养机构	827
普通高校	594
科研机构	233
普通高等学校	2738
本科院校	1270
高职院校	1468
中职院校	7473
普通中专	3266
成人中专	991
职业高中	3216
合计	11038

来源: 教育部, 国金证券研究所

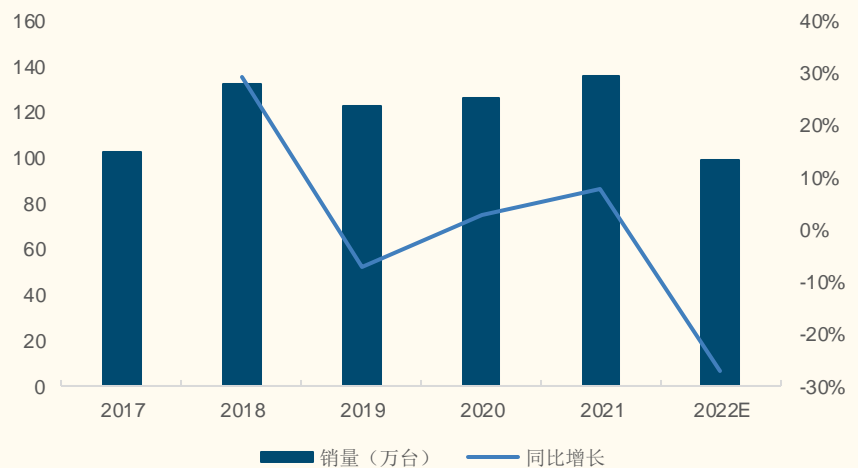
图表 24: 高校信息化设备资产占总资产的 7.1%



来源: 教育部, 国金证券研究所

整体而言, 22 年教育市场出货量未达预期, 23 年及之后有望迎来反转。2021 年, 教育交互平板整体市场出货 119 万台, 同比增长 7.6%; 2022 年前三季度出货量 77.6 万台, 同比下降 27%, 预计 2022 全年出货量 99 万台, 同比下降 27%。23 年有望在政策刺激与换机周期催化下, 迎来出货量回升。

图表 25: 22 年国内教育交互平板销量有小幅下滑

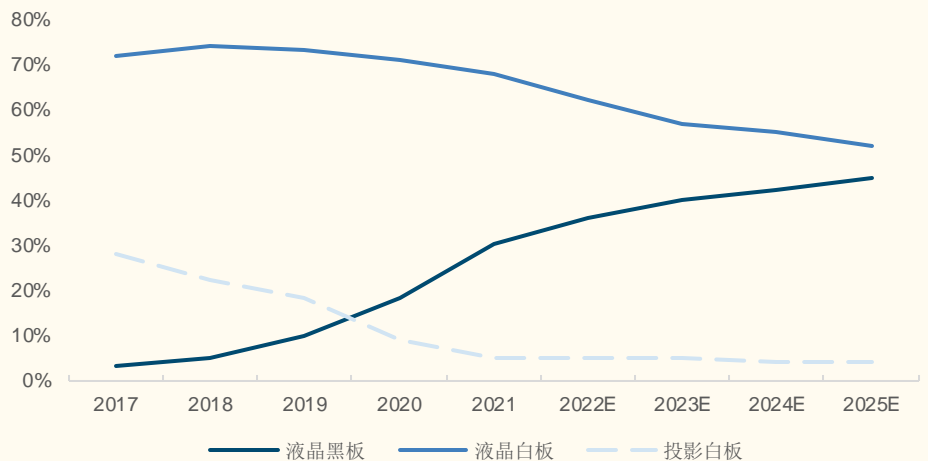


来源: 洛图科技, 国金证券研究所

3.1.2 产品趋势: 智能化、大屏化带动交互平板产品升级, 单价增加 30%+

产品结构由液晶白板向单价更高的智能黑板转移。随着电容触控技术在大尺寸的应用普及和红外产品的渗透, 液晶黑板的市场份额维持高增长。2021 年液晶黑板出货规模突破 40 万台, 占比接近三成。2022 上半年, 教育液晶白板出货量近 20 万台, 同比下降 40.5%; 液晶黑板出货规模接近 13 万台, 在行业整体销量下滑的背景下逆势增长 2.9%, 市占比达到 39%。智慧黑板单价 2.7 万元/台, 较液晶白板的 2 万元/台, 提高 35%左右。

图表 26: 触控、交互体验更优化的智慧黑板占比提升

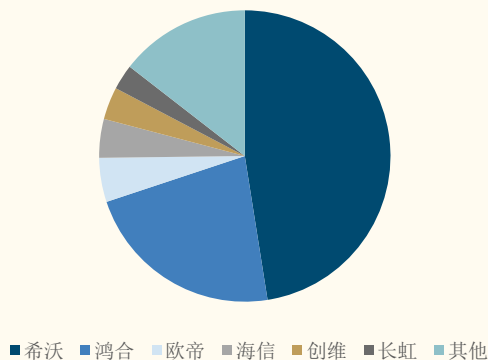


来源: 洛图科技, 国金证券研究所

3.1.3 公司: 希沃 To B&G 市场份额领先, 顺应教育数字化潮流拓展教育软件生态和 C 端产品

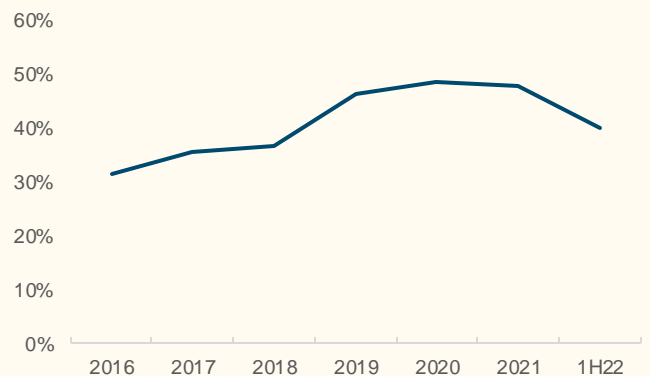
希沃多元化产品布局, 市场领先地位稳健。2021 年, 公司教育业务实现营业收入 68.42 元, 同比增长 20.53%。希沃陆续推出智慧黑板、智能讲台等新品, 满足教育信息化 2.0“互联网+教育”的多元需求。在我国教育信息化向 2.0 时代迈进的过程中, 希沃也陆续推出希沃云班牌、智慧黑板、常态化录播、希沃云屏、高教智能讲台等, 打造涵盖教学交互设备、教学辅助设备、教学环境支持的数字化场景硬件支持, 以满足教育信息化 2.0“互联网+教育”大平台建设的多元化需求。根据迪显咨询统计, 2021 年希沃教育市场品牌份额占中国大陆教育 IFPD 市场总销量的 47.5%, 2012-2021 年连续十年位列市场份额第一位。

图表 27: 2021 年希沃教育平板市场份额领先



来源: 迪显咨询, 国金证券研究所

图表 28: 希沃市占率稳步提升



来源: 迪显咨询, 公司年报, 国金证券研究所

构建软件生态, 提供全方位应用服务, 增加客户粘性。公司围绕数字化教训硬件希沃交互平板, 打造希沃信鸽、希沃集控、希沃学苑等数字化教育应用和服务平台, 实现对不同教育场景的个性化支持。截止 2022 年 6 月 30 日, 中小学希沃白板活跃教师用户规模数超过 470 万人, 幼儿园希沃白板活跃教师用户数超过 20 万人。已上线的 EN5 课件总数达 3.9 亿份, 2022 年上半年新增课件 1.8 亿份。

图表 29: 围绕数字化教学硬件打造希沃产品生态

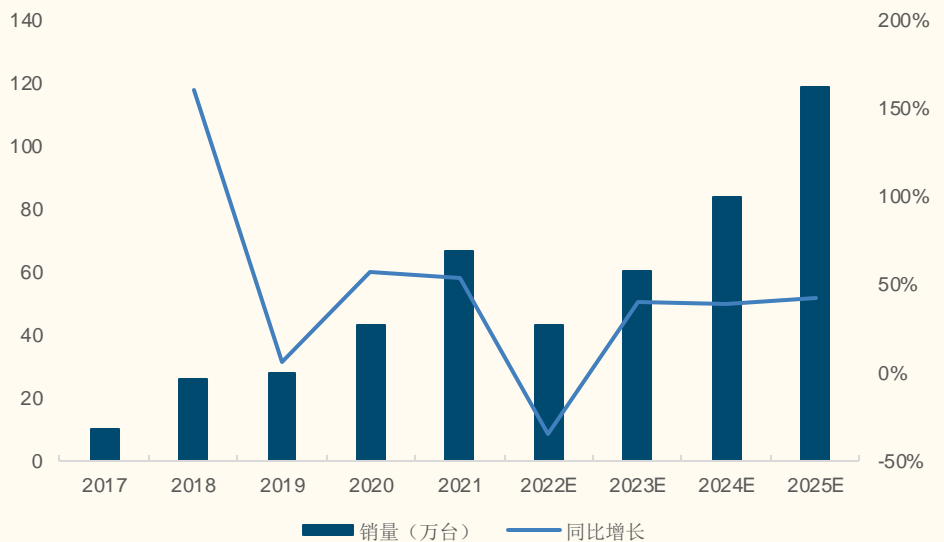


来源: 公司年报, 国金证券研究所

3.2 企业服务会议平板: Maxhub 定位智慧协同平台, 助力企业数字化转型

企业信息化转型, 会议平板市场有望迎来高增。疫情催生线上会议需求, 2021 年国内商用交互平板的出货量达到 66.4 万台, 同比增长 53.6%。但 22 年受企业削减支出影响, 前三季度出货量同比下降 30%。长期看, 企业信息化转型的脚步仍会持续, 根据 AVC 数据, 中国会议室数量超过 2000 万间, 国内会议大屏累计出货不足 200 万台, 渗透率不到 10%, 随着市场对远程沟通场景接受度进一步提升, 未来商用平板市场的应用范围及行业渗透水平会进一步增长。

图表 30: 国内商用平板出货量 (万台)



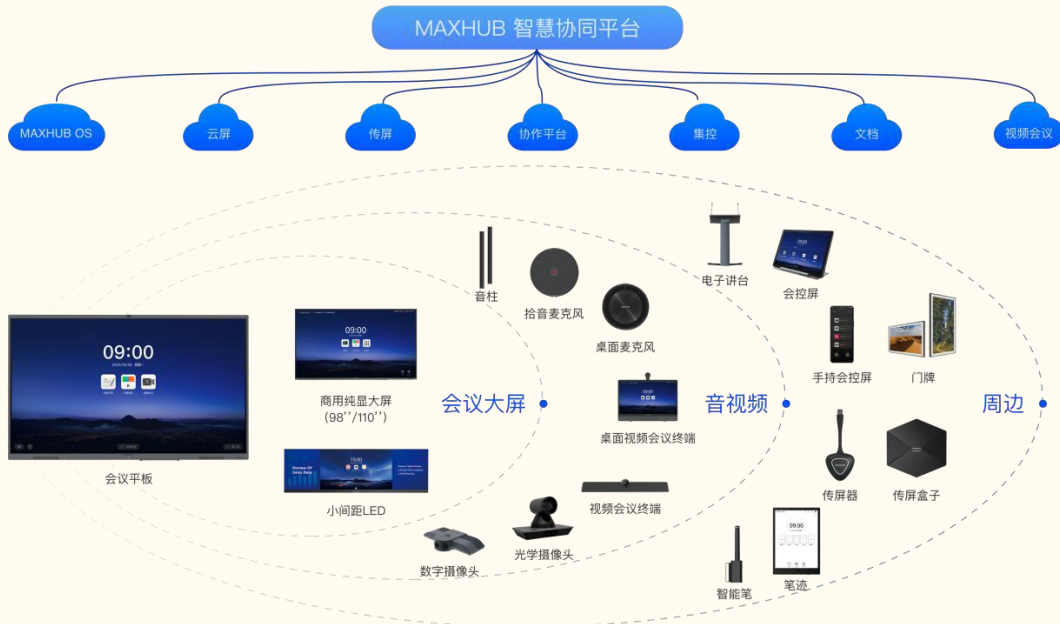
来源: AVC, 洛图科技, 国金证券研究所

Maxhub 定位企业会议硬件+平台供应商, 产业链优势助推公司复刻希沃辉煌。公司以交互智能会议平板为基础硬件设备, 集成计算能力、多点触控、网络连接、音视频采集能力于一体, 实现投屏演示、交互白板书写、文件演示、视频会议等功能, 涵盖 55 寸到 110 寸的不同尺寸。

从产业链来看, 与上游原材料、部件供应商企业关系密切, 同时通过供应链管理的模式与下游系统集成商、区域经销商渠道商保持着良好的财务关系, 产业

链优势明显。公司已为腾讯会议、钉钉、华为云会议推出专款产品，开拓国内企业会议服务市场。此外，公司拥有上海电气、农业银行、银河证券、上汽集团、华润集团、东风日产、网易、南方航空、南方电网等大终端客户，产品广泛应用于金融、医疗、通信等行业。我们认为，公司会议交互平板业务将引领行业增长，未来有望复制希沃在教育平板领域的辉煌。

图表 31: Maxhub 智慧协同平台



来源：公司年报，国金证券研究所

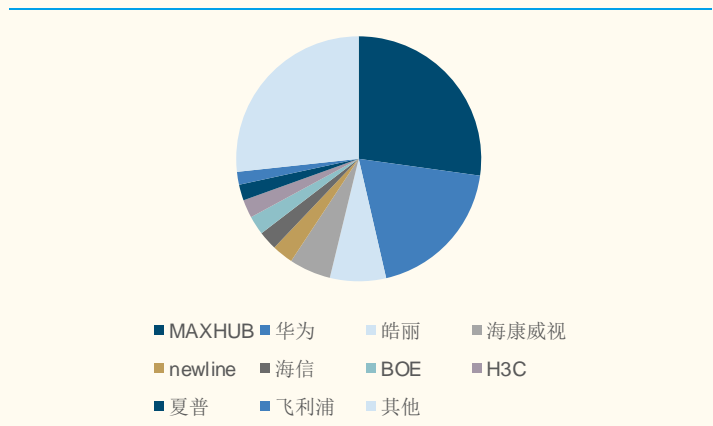
巨头玩家入场做大蛋糕，MAXHUB 竞争优势凸显。目前企业会议平板市场仍处于渗透率早期，华为、海康威视等巨头厂商纷纷发布会议平板产品进入市场，我们认为，一方面验证市场高景气度，另一方面也会建立用户认可度，加速产品的市场导入。市场格局方面，MAXHUB 依旧保持行业领先地位，2021 年市占率 27.2%；搭载鸿蒙系统的华为 idealhub 一经发布，便受到市场热捧，市占率达到 19.2%。我们认为，在品牌优势和生态效应催化下，市场份额有望向头部厂商集中。

图表 32: 华为发布 idealhub 系列会议平板产品



来源：华为发布会，国金证券研究所

图表 33: 2021 年 MAXHUB 市占率领先



来源：迪显咨询，公司年报，国金证券研究所

3.3 海外交互平板市场进入渗透率快速提升期，公司整机出海加速

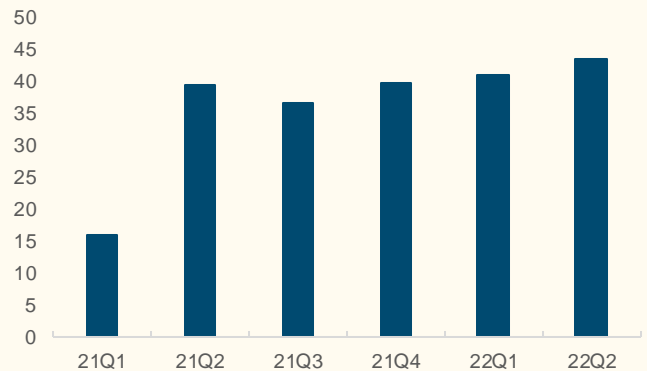
欧美各国密集发布教育恢复计划，推动海外 IFPD 市场高增长。总体来看，海外教育信息化政策在 2020-2021 期间密集发布，带动行业旺盛需求，2021 年海外智能交互平板出货量 130 万台，同比增长 80.5%，1Q22 出货量 40.9 万台，同比增长 159%。海外仍处于交互智能平板导入早期，疫情后政策支持教育信息化转型力度较大，根据政策实施计划来看，市场高景气度有望持续五年以上。

图表 34：海外教育经费拨款政策

国家	时间	资金	用途	周期
德国	2019	65亿欧元	提升德国教育信息化水平	2019-2024
印度	2020	GDP的6%	推出《国家教育政策2020》，推动印度学校和高等教育大规模转型，促进在线教育和数字教育的发展	2020-2030
土耳其	2021下半年		7.85万台IFPD标案	
荷兰	2021.2	92亿欧元	增加对高等院校的教育资金，保证教学质量	
美国	2020.3	2800亿美元	2020年3月发起307.5亿美元，12月追加819亿美元	
	2020	310亿美元	《医疗法案》预计向全国各地的学生、学校、机构和各州提供310亿美元的紧急教育资金	
	2021.3	1700亿美元	公共教育专项资金，加强学生支持服务力度	五年一个周期
		40亿美元	公共高等教育机构，协助其实时远程学习	
		70亿美元	弥补数字鸿沟，帮助学校确保所有K-12学生拥有互联网设备确保远程学习，为符合条件的学校和图书馆提供配套的设备	
英国	2021.3	7亿英镑	教育恢复计划：重点关注扩大一对一和小组学习项目，同时支持弱势儿童在早期环境中的发展，并为最需要帮助的学生提供暑期补习。其中，公立中小学3亿、中小学补偿2亿、暑期中学生2亿	
意大利/欧盟	2021	175亿欧元	用于新建校、改善教室、远程教育	2022-2026

来源：迪显咨询，国金证券研究所

图表 35：2021Q2 起海外 IFPD 出货量上升（万台）

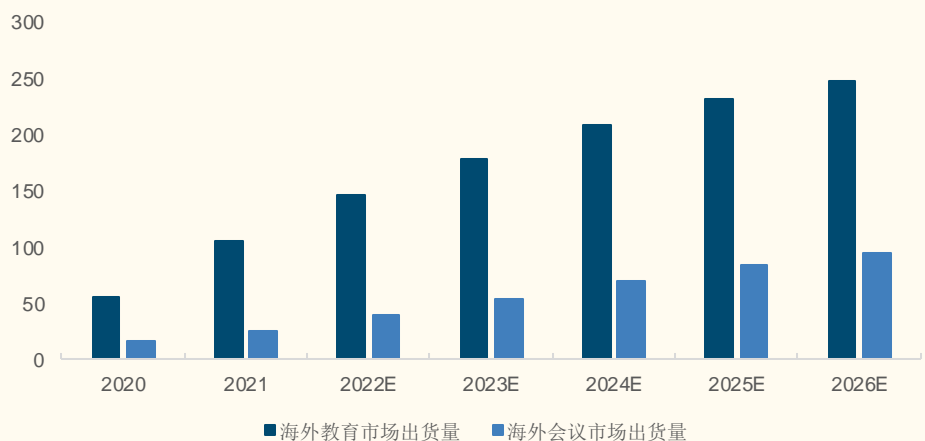


来源：迪显咨询，国金证券研究所

教育市场：依据迪显咨询的报告显示，教育市场交互智能平板在全球 6150 间教室的渗透率仅为 16%。2021 年海外教育市场交互智能平板的出货量为 105.1 万台，增速为 90%，未来 5 年海外教育市场交互智能平板的预估复合增长率为 19%。

会议市场：对于海外的企业服务市场，尤其是以欧美为主的公司，很多都存在远程办公的习惯，会议场景中也越来越多的使用交互智能平板，近两年的疫情更是加速了这一趋势。当前全球会议室数量 7500 万间，但交互智能平板的渗透率不到 3%，市场仍处于初期阶段。依据迪显咨询的报告显示，2021 年海外会议市场交互智能平板的出货量为 25.5 万台，增速为 53%，未来 5 年海外会议市场交互智能平板的预估复合增长率为 30%。

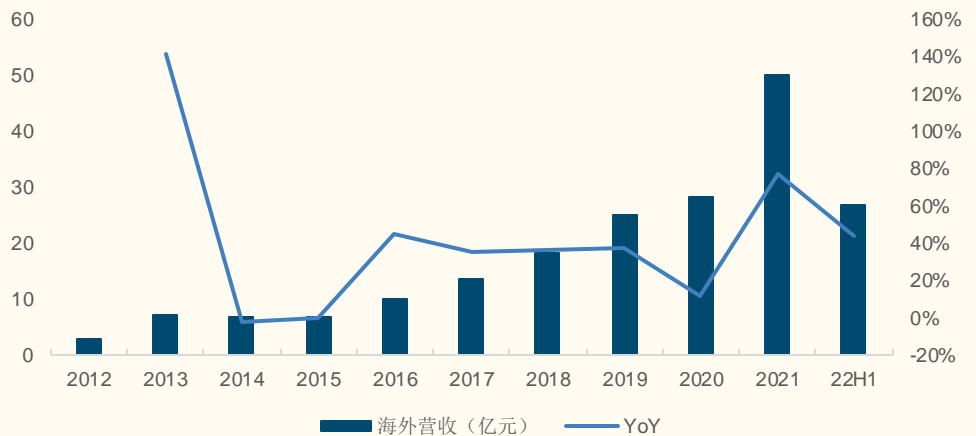
图表 36：海外交互平板出货量预测（万台）



来源：迪显咨询，国金证券研究所

伴随海外平板市场的兴起，公司迎来全球化扩张机遇。公司依托自身在技术、品牌和规模方面的优势，积极拓展与海外客户的合作，以 ODM 和自有品牌两种模式投入市场，海外地区业务收入占比逐年提升。2021 年，公司实现交互智能平板等终端产品在海外市场的营业收入 40.26 元，同比增长 95.55%，其中主力产品智能交互平板实现营收 38.05 亿元，同比增长 94%。

图表 37: 海外地区收入及增速

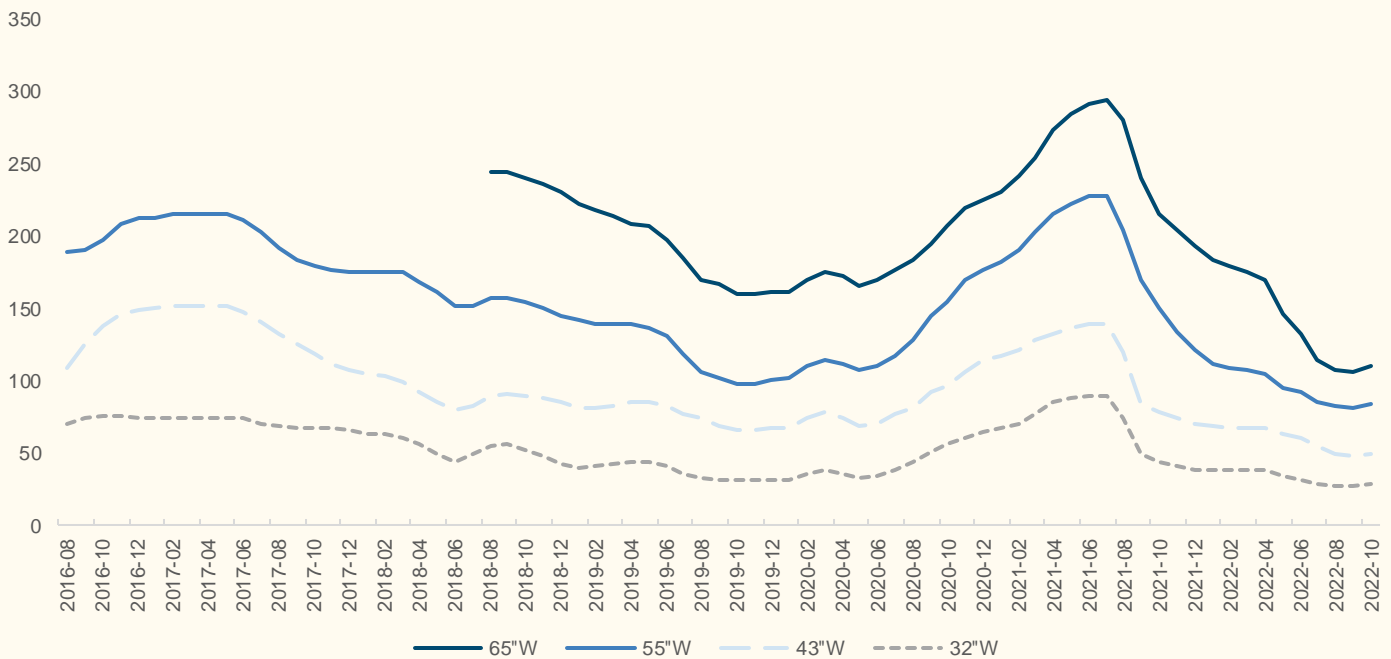


来源: 公司年报, 国金证券研究所

3.4 上游面板价格回落, 公司盈利能力回升

液晶显示面板价格高位回落, 三季度趋稳。在经历了 20 年 6 月至 21 年 7 月长达 13 个月的景气周期后, LCD 面板价格快速下跌, 其中 32/43/55/65 英寸 LCD 面板价格分别较高位下跌 68%/64%/64%/62%。三季度跌幅收窄, 并在 11 月出现价格的小幅回升。

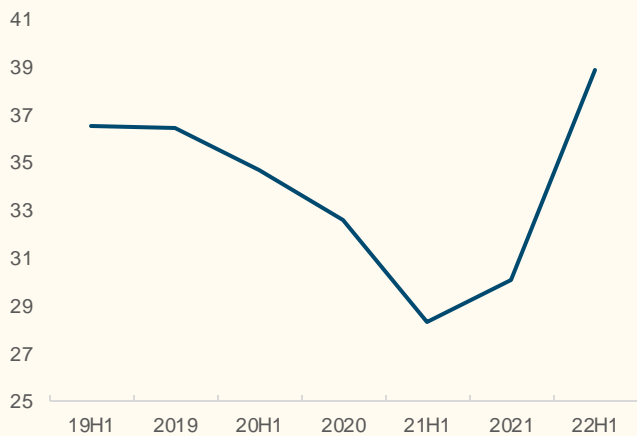
图表 38: LCD TV 面板价格高位回落后企稳 (美元/片)



来源: witsview, wind, 国金证券研究所

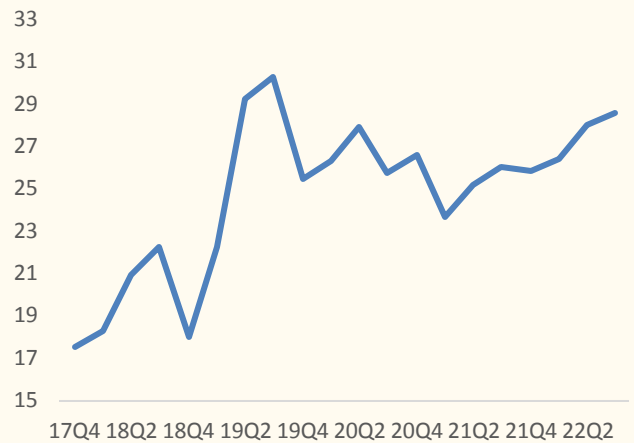
伴随着 LCD 面板价格从高点逐步回落, 公司 22H1 交互智能平板毛利率同比提升 10.56PP, 同时也带动公司综合毛利率逐季度提升, 21Q4 至 22Q3 综合毛利率分别为 25.85%/26.37%/28.01%/28.59%。

图表 39: 交互智能平板毛利率回升(%)



来源: wind, 国金证券研究所

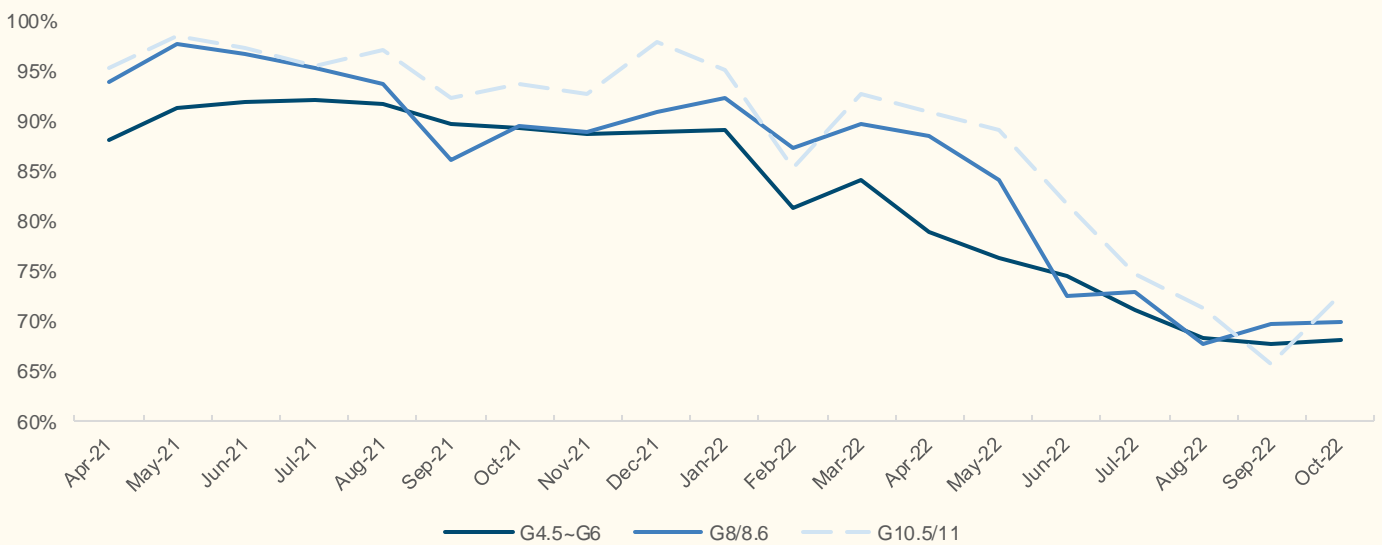
图表 40: 季度毛利率水平边际改善 (%)



来源: wind, 国金证券研究所

面板周期性减弱, 公司高毛利水平有望维持。面板产业出现周期性特点的根本原因是投资产能转化成供给所需要的时间与需求变化的时间不匹配。上游面板厂商不断下调稼动率, 加大去库存力度, 但以液晶电视为主的终端需求疲软。我们预计, 若无外界重大因素刺激, 未来面板价格趋稳, 行业周期性减弱, 价格波动幅度变小。

图表 41: 中国大陆 LCD 面板产线稼动率



来源: CINNO Research, 国金证券研究所

四、盈利预测与估值

4.1 收入及毛利率预测

液晶显示主控板卡业务: 公司液晶电视主控板卡业务及时调整产品布局, 提升 4K 和智能电视领域的产品占比, 同时加速在 Mini-LED 驱动和 8K 领域的产品布局, 其中 8K 产品已完成研发, Mini-LED 驱动已经完成与市场上大多数主控方案的适配, 预计在 ASP 上涨的带动下, 公司液晶显示板卡业务 22-24 年将保持 2% 的正增长。22 年上游高价原材料未出清, 毛利率仍维持低位 13%, 后续随着上游电子元器件价格回落以及智能电视板卡等高端产品占比增加, 带动毛利率提高至 14%/15%。

交互智能平板业务: 海外交互平板市场需求旺盛, 进入渗透率规模扩张阶段; 国内教育市场迎来换机周期、政策刺激和产品升级等多因素驱动; 受益于企业

数字化转型，会议平板市场将保持高增。公司希沃和 MAXHUB 凭借品牌优势和渠道优势，将继续保持市场份额领先。预计 22-24 年交互平板营收增速为 4.8%/24.8%/21.7%。自 21Q3 以来，上游原材料 LCD 面板价格高位回落，参考上半年我们预计 22 年全年毛利率为 37%。考虑到价格向下游传导，同时市场竞争加剧，预计 23-24 年毛利率为 35%/34%。

其他主营业务：公司围绕 TV 板卡和整机产品的新部件业务，尚处于成长初期基数小，如家电控制器、IoT 模组和 LED 显示等，预计 22-24 年家电控制器增速 65%/60%/50%、LED 显示维持增速 45%、IoT 模组和投影板卡增速 45%/40%/35%，预计 22-24 年毛利率 28.5%/28%/27%。

图表 42：公司收入及毛利率预测

亿元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总营收	170.53	168.94	212.26	233.44	283.70	344.14
液晶显示主控板卡	79.6	63.6	62.1	63.3	64.6	65.9
交互智能平板	69.4	79.8	109.3	114.5	142.9	174.0
教育	61.4	68.2	84.1	79.0	98.1	114.5
商用	8.0	11.6	25.6	35.5	44.8	59.5
其他主营	21.5	25.6	40.9	55.6	76.2	104.3
数字标牌、会议周边		0.8	1.8	3.2	5.7	10.2
LED 显示		3.2	4.8	6.9	10.0	14.5
家电控制器		2.3	5.1	8.3	13.3	20.0
IoT 模组、投影板卡		2.0	2.9	4.2	5.9	8.0
其他		17.3	26.4	33.0	41.2	51.5
同比增速						
总营收		-0.9%	25.6%	10.0%	21.5%	21.3%
液晶显示主控板卡		-20.1%	-2.4%	2.0%	2.0%	2.0%
交互智能平板		14.9%	37.0%	4.8%	24.8%	21.7%
教育		11.0%	23.3%	-6.1%	24.2%	16.7%
商用		45.4%	120.5%	38.8%	26.2%	32.7%
其他主营		18.7%	59.9%	36.1%	37.0%	36.9%
数字标牌、会议周边			116.0%	80.0%	80.0%	80.0%
LED 显示		16.9%	49.8%	45.0%	45.0%	45.0%
家电控制器			122.5%	65.0%	60.0%	50.0%
IoT 模组、投影板卡			48.7%	45.0%	40.0%	35.0%
其他			52.2%	25.0%	25.0%	25.0%
毛利率						
总营收	27.3%	26.6%	25.4%	28.5%	28.3%	28.2%
液晶显示主控板卡	17.7%	17.1%	14.2%	13.0%	14.0%	15.0%
交互智能平板	36.4%	32.6%	30.1%	37.0%	35.0%	34.0%
其他主营	33.6%	31.0%	29.8%	28.5%	28.0%	27.0%

来源：公司年报，国金证券研究所

期间费用率预测：公司进行 C 端网课学习机运营推广和交互平板业务海外布局，加大运营团队搭建和渠道销售投入，预计 22 年销售费用率和管理费用率提升；23-24 年收入增长摊薄费用率，预计每年分别下降 1/2PP。研发方面，公司注

重研发投入，不断加码新型显示交互、新材料研发和智能制造等方向，确保技术行业领先，预计 22-24 年研发费用率分别为 6.2%/6.0%/5.8%。

综上，我们预计公司 22-24 年归母净利润分别为 21.62/27.04/33.84 亿元，对应 EPS 分别为 3.11/3.89/4.86。

图表 43: 公司期间费用率预测预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	6.4%	5.9%	6.5%	6.8%	6.6%	6.4%
管理费用率	4.1%	4.0%	4.6%	4.8%	4.7%	4.6%
研发费用率	5.9%	5.1%	5.5%	6.2%	6.0%	5.8%

来源：公司年报，国金证券研究所

4.2 公司估值与投资建议

我们采用 PE 估值法对公司进行估值，选取 4 家行业可比公司鸿合科技、拓邦股份、亿联网络和科大讯飞。23 年 4 家可比公司的 PE 估值中位数与平均数分别为 19.4/21.4。

我们认为，上游面板价格高位回落，公司利润压制因素逐步消退，盈利能力迎来边际改善。同时海外高毛利交互平板产品出海加速，也将进一步提高公司盈利水平。公司作为行业领先龙头，享有估值溢价，我们给予公司 23 年 PE 24 倍，目标市值 649 亿元，对应目标价 93 元/股，维持“买入”评级。

图表 44: 可比公司 PE 估值

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS(万得一致预测均值)			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
002955	鸿合科技	28.75	1.49	1.88	2.28	19.25	15.29	12.62
002139	拓邦股份	11.20	0.47	0.67	0.92	23.89	16.82	12.21
300628	亿联网络	69.20	2.46	3.15	4.04	28.08	21.98	17.11
002230	科大讯飞	34.85	0.80	1.11	1.47	43.55	31.49	23.76
	中位数					25.99	19.40	14.87
	平均数					28.69	21.40	16.42
002841	视源股份	65.09	3.11	3.70	4.56	20.95	17.60	14.29

来源：wind，国金证券研究所（注：股价为 2022 年 11 月 18 日收盘价）

五、风险提示

供应链波动风险：公司上游原材料主要为半导体元器件和面板，若行业供需关系变化导致产品短缺或价格波动，将给公司带来生产经营和成本端压力。

汇率波动风险：公司全球化扩张过程中，海外收入规模持续提升，若人民币与外币汇率波动，则会对公司财务状况造成不利影响。

市场竞争加剧风险：众多 ICT 和家电厂商涌入智能交互平板市场，若行业竞争加剧，将不利于公司收入扩张和盈利释放。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	17,053	17,129	21,226	23,344	28,370	34,414	货币资金	3,971	3,829	4,998	8,896	10,769	13,010
增长率	0.4%	23.9%	10.0%	21.5%	21.3%		应收款项	477	558	334	417	487	567
主营业务成本	-12,393	-12,582	-15,839	-16,699	-20,330	-24,695	存货	1,433	1,829	2,383	2,152	2,565	3,050
%销售收入	72.7%	73.5%	74.6%	71.5%	71.7%	71.8%	其他流动资产	1,682	811	709	5,125	5,243	5,365
毛利	4,659	4,547	5,387	6,645	8,040	9,719	流动资产	7,564	7,027	8,424	16,589	19,065	21,992
%销售收入	27.3%	26.5%	25.4%	28.5%	28.3%	28.2%	%总资产	75.8%	55.9%	54.3%	78.2%	75.6%	74.1%
营业税金及附加	-82	-70	-80	-117	-142	-172	长期投资	606	3,354	4,222	801	1,401	2,001
%销售收入	0.5%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	1,237	1,539	1,943	2,743	3,543	4,343
销售费用	-1,084	-1,008	-1,370	-1,587	-1,872	-2,202	%总资产	12.4%	12.3%	12.5%	12.9%	14.0%	14.6%
%销售收入	6.4%	5.9%	6.5%	6.8%	6.6%	6.4%	无形资产	400	420	491	595	747	849
管理费用	-705	-689	-978	-1,121	-1,333	-1,583	非流动资产	2,410	5,534	7,083	4,619	6,169	7,669
%销售收入	4.1%	4.0%	4.6%	4.8%	4.7%	4.6%	%总资产	24.2%	44.1%	45.7%	21.8%	24.4%	25.9%
研发费用	-1,001	-881	-1,163	-1,447	-1,702	-1,996	资产总计	9,973	12,560	15,508	21,208	25,234	29,662
%销售收入	5.9%	5.1%	5.5%	6.2%	6.0%	5.8%	短期借款	115	798	1,091	3,155	4,244	4,860
息税前利润 (EBIT)	1,787	1,899	1,795	2,373	2,990	3,766	应付款项	2,531	2,805	3,369	3,692	4,491	5,452
%销售收入	10.5%	11.1%	8.5%	10.2%	10.5%	10.9%	其他流动负债	1,339	1,345	1,935	1,888	2,137	2,578
财务费用	65	146	51	-80	-123	-136	流动负债	3,984	4,948	6,394	8,735	10,872	12,890
%销售收入	-0.4%	-0.9%	-0.2%	0.3%	0.4%	0.4%	长期贷款	0	0	200	200	200	200
资产减值损失	-168	-153	-292	-76	-35	-46	其他长期负债	970	292	383	283	328	384
公允价值变动收益	12	-25	14	18	0	0	负债	4,954	5,240	6,978	9,218	11,401	13,474
投资收益	20	112	203	150	150	150	普通股股东权益	4,929	7,198	8,356	11,808	13,641	15,982
%税前利润	1.1%	5.4%	10.9%	6.3%	5.0%	4.0%	其中：股本	656	668	667	696	696	696
营业利润	1,760	2,052	1,831	2,385	2,982	3,733	未分配利润	3,149	4,555	5,529	6,996	8,830	11,170
营业利润率	10.3%	12.0%	8.6%	10.2%	10.5%	10.8%	少数股东权益	90	122	174	182	192	205
营业外收支	26	21	27	0	0	0	负债股东权益合计	9,973	12,560	15,508	21,208	25,234	29,662
税前利润	1,786	2,073	1,858	2,385	2,982	3,733							
利润率	10.5%	12.1%	8.8%	10.2%	10.5%	10.8%							
所得税	-174	-161	-154	-215	-268	-336							
所得税率	9.8%	7.8%	8.3%	9.0%	9.0%	9.0%							
净利润	1,612	1,912	1,703	2,170	2,714	3,397							
少数股东损益	1	10	5	8	10	13							
归属于母公司的净利润	1,611	1,902	1,699	2,162	2,704	3,384							
净利率	9.4%	11.1%	8.0%	9.3%	9.5%	9.8%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,612	1,912	1,703	2,170	2,714	3,397	每股指标						
少数股东损益	1	10	5	8	10	13	每股收益	2.457	2.846	2.549	3.107	3.885	4.862
非现金支出	295	301	489	84	44	56	每股净资产	7.517	10.773	12.536	16.965	19.599	22.962
非经营收益	-23	-73	-240	-72	107	162	每股经营现金净流	3.620	2.974	4.053	3.404	4.780	6.243
营运资金变动	489	-152	749	186	462	729	每股股利	0.750	1.000	0.900	1.000	1.250	1.500
经营活动现金净流	2,374	1,988	2,702	2,369	3,327	4,345	回报率						
资本开支	-468	-438	-661	-5,158	-960	-910	净资产收益率	32.68%	26.42%	20.33%	18.31%	19.82%	21.18%
投资	-1,667	-1,883	-725	3,422	-600	-600	总资产收益率	16.15%	15.14%	10.96%	10.20%	10.71%	11.41%
其他	11	75	83	150	150	150	投入资本收益率	27.30%	21.55%	16.71%	14.04%	14.86%	16.11%
投资活动现金净流	-2,125	-2,246	-1,302	-1,586	-1,410	-1,360	增长率						
股权募资	0	25	22	1,986	0	0	主营业务收入增长率	0.41%	0.45%	23.91%	9.98%	21.53%	21.30%
债权募资	918	424	275	1,986	1,089	616	EBIT增长率	41.97%	6.24%	-5.46%	32.18%	26.01%	25.93%
其他	-469	-537	-208	-850	-1,127	-1,356	净利润增长率	60.41%	18.04%	-10.65%	27.28%	25.03%	25.17%
筹资活动现金净流	449	-88	89	3,122	-38	-741	总资产增长率	42.49%	25.94%	23.47%	36.76%	18.98%	17.54%
现金净流量	693	-371	1,463	3,905	1,879	2,245	资产管理能力						
							应收账款周转天数	2.1	2.4	2.5	2.5	2.5	2.5
							存货周转天数	44.0	47.3	48.5	48.0	47.0	46.0
							应付账款周转天数	56.1	59.1	56.0	65.0	65.0	65.0
							固定资产周转天数	20.3	28.5	27.4	32.7	33.3	32.8
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-91.50%	-47.51%	-43.73%	-46.55%	-46.02%	-49.37%
							EBIT利息保障倍数	-27.5	-13.0	-35.0	29.7	24.3	27.6
							资产负债率	49.67%	41.72%	44.99%	43.46%	45.18%	45.43%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	13	20	34	56
增持	0	2	2	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.13	1.09	1.06	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-08-29	买入	106.20	N/A
2	2022-04-20	买入	68.25	N/A
3	2022-07-12	买入	70.72	N/A
4	2022-08-24	买入	70.56	N/A
5	2022-10-27	买入	67.75	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402