

以部件筑起基底，扬智能交互之势

——视源股份（002841）首次覆盖

增持（首次）

2023年12月27日

报告关键要素：

公司立足于主控板卡，发展于智能交互，作为两大行业国内龙头企业，不断丰富延伸产品矩阵，持续拓展教育业务、企业服务等细分市场，并依托国内业务所积累起的产品能力及良好口碑，不断将优质产品推向海外，为全球行业知名品牌提供服务。

投资要点：

部件业务：稳健发展筑起基底，积极探索新空间。公司凭借多年领域的软硬件技术积累，面向多应用场景进行技术创新和产品开发，不断丰富和延伸产品结构，通过产品和资源整合能力在细分市场逐步取得领先地位，已经成为全球领先的液晶显示主控板卡供应商，建立了较高的品牌认知度。除去固有的电视主控板卡，公司也在积极探索新的业务发展方向，例如为生活电器类产品提供变频控制器、智能显示模组、人机交互解决方案等，我们认为随着智能化的普及，生活电器业务市场空间较大，随着公司研发的投入，业务营收预计将维持可观增长。

智能交互平板：龙头优势显著，教育+企业双重动力助增长。公司在商显领域及教育领域均有产品布局，分别是2017年的企业服务业务品牌MAXHUB以及2008年的教育服务品牌希沃。均位列行业领先地位。

1) 教育：公司品牌优势显著，三端客户进行全面覆盖，To B及To G端学校教育市场以教育平板为核心，拓展软硬件端，全面布局智慧教室；To C端推出学习机，打造健康、智能的家庭学习空间。获得市场认证。

2) 企业：数字化趋势显著，市场扩展空间充足。MAXHUB持续迭代创新产品并优化提升服务，加强市场营销及品牌推广活动，细化分销渠道，推出了“X+计划”促进生态伙伴合作，目前国内主流会议软件厂商基本均已接入，如腾讯会议、钉钉会议、飞书会议、华为云会议等，合作推出优质定制化服务，增强客户黏性，巩固头部优势。

海外：抓住需求增加，探索增长路径。当前全球会议市场交互智能平板的渗透率还很低，市场仍处于初期阶段，空间较为充足。公司在积极维持存量市场份额的同时，抓住印度、欧洲部分国家教育信息化设备需求

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	20,990.27	21,785.06	24,960.67	28,950.55
增长比率(%)	-1.11	3.79	14.58	15.98
归母净利润(百万元)	2,072.42	1,820.92	2,146.67	2,642.11
增长比率(%)	21.98	-12.14	17.89	23.08
每股收益(元)	2.96	2.60	3.06	3.77
市盈率(倍)	14.65	16.67	14.14	11.49
市净率(倍)	2.54	2.32	1.99	1.70

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

基础数据

总股本(百万股)	701.24
流通A股(百万股)	482.52
收盘价(元)	42.75
总市值(亿元)	299.78
流通A股市值(亿元)	206.28

个股相对沪深300指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

分析师：夏清莹

执业证书编号：S0270520050001

电话：075583223620

邮箱：xiaqy1@wlzq.com.cn

研究助理：李中港

电话：17863087671

邮箱：lizg@wlzq.com.cn

增加带来的机遇，探索新的增长路径，其中 MAXHUB 与微软生态系统成为新硬件合作伙伴，加入微软 Teams Rooms，推出 MAXHUB XCore Kit，首批合作产品已经量产出货，扩大了海外企业服务市场，为智慧会议的全面发展注入更多创新活力。

盈利预测与投资建议：预计公司 2023-2025 年营收分别为 217.85/249.61/289.50 亿元，同比增速分别为 3.79%/14.58%/15.98%，归母净利润分别为 18.21/21.47/26.42 亿元，同比增速分别为-12.14%/17.89%/23.08%，对应 EPS 为 2.60/3.06/3.77 元，对应 12 月 24 日收盘价的 PE 为 16.67X/14.14X/11.49X。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险因素：宏观经济波动风险、主要原材料价格大幅上涨、下游需求不景气、行业竞争加剧、产品研发推广不及预期、海外市场开拓不及预期

正文目录

1 国内智能交互显示龙头，稳健与创新并存	5
1.1 发展历程：立足于主控板卡，发展于智能交互.....	5
1.2 主营业务：丰富延伸产品矩阵，重视技术创新和研发投入.....	5
1.3 股权架构：结构较为稳定.....	8
1.4 业绩分析：需求回落叠加行业竞争加剧，23Q3 业绩有所承压.....	9
2 部件业务：稳健发展筑起基底，积极探索新空间	10
3 智能交互平板：龙头优势显著，教育+企业双重动力助增长	13
3.1 教育：品牌优势显著，三端全面布局.....	14
3.2 企业：数字化趋势显著，市场扩展空间充足.....	16
4 海外：抓住需求增加，探索增长路径	18
5 盈利预测与投资建议	20
6 风险提示	21
图表 1: 公司主要发展历程.....	5
图表 2: 公司目前主营业务.....	6
图表 3: 公司专业领域及技术优势.....	7
图表 4: 公司研发人员数及占比.....	8
图表 5: 公司研发投入及占营收比.....	8
图表 6: 视源股份中央研究院研究领域.....	8
图表 7: 公司股权结构.....	9
图表 8: 2019-2023 前三季度营业收入及增速.....	9
图表 9: 2019-2023 前三季度归母净利润及增速.....	9
图表 10: 2019-2023 前三季度销售毛利率及净利率.....	10
图表 11: 2019-2023 前三季度三费表现情况.....	10
图表 12: 2019-2023H1 分业务营收占比及毛利率.....	10
图表 13: 液晶显示产业链.....	11
图表 14: 公司部件业务示例.....	11
图表 15: 公司部件业务布局情况.....	11
图表 16: 2020-2022 年公司液晶主控板卡销量在全球液晶电视出货量占比.....	12
图表 17: 市场智能电视销量占比情况.....	12
图表 18: 智能电视主控板卡占公司全年液晶电视主控板卡出货量比例情况.....	12
图表 19: 生活电器业务营收及同比.....	13
图表 20: 生活电器类产品解决方案.....	13
图表 21: 智能交互平板分类.....	13
图表 22: 2022 年中国会议平板品牌市占率.....	14
图表 23: 2022 年中国教育交互大屏市场品牌份额占比.....	14
图表 24: 希沃产品体系.....	14
图表 25: 2019-2022 年中国教育平板出货量.....	15
图表 26: 希沃智慧教室配套设备.....	15
图表 27: 2013-2021 年各种学校多媒体教室渗透率.....	15
图表 28: 希沃学习机.....	16
图表 29: MAXHUB 产品示例.....	16
图表 30: 中国企业数量及同比.....	17

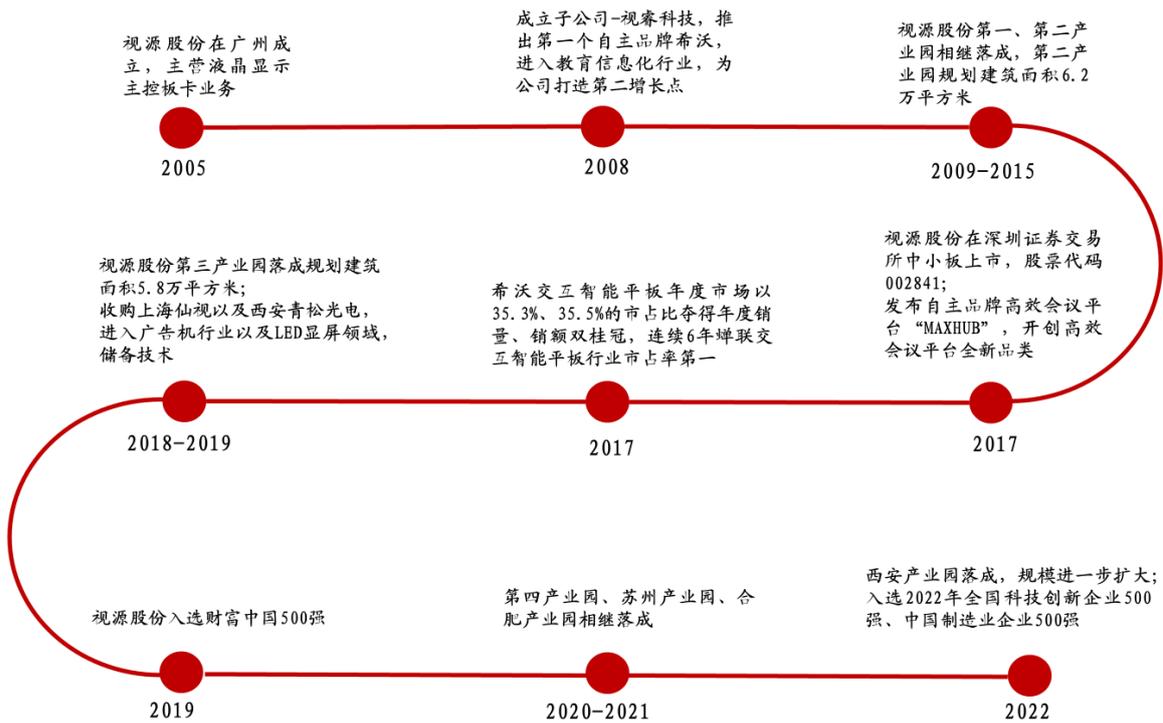
图表 31: 2019-2022 年中国商用平板出货量.....	17
图表 32: 2020-2023Q3 MAXHUB 市占率.....	17
图表 33: 2020-2023H1 企业服务营收及 YoY.....	17
图表 34: MAXHUB“X+计划”生态伙伴示例.....	18
图表 35: 2021-2027F 海外教育市场交互智能平板出货量预测.....	19
图表 36: 2021-2027F 海外会议市场交互智能平板出货量预测.....	19
图表 37: MAXHUB 和微软合作.....	20
图表 38: 公司盈利预测 (单位: 百万元).....	21
图表 39: 可比公司估值表.....	21

1 国内智能交互显示龙头，稳健与创新并存

1.1 发展历程：立足于主控板卡，发展于智能交互

广州视源电子科技有限公司是液晶显示主控板卡和智能交互平板龙头企业。广州视源电子科技有限公司（以下简称为“公司”）成立于2005年，主营液晶显示主控板卡业务。2008年，公司成立子公司-视睿科技，推出了第一个自主品牌希沃，打造交互智能平板系列产品，推出整体解决方案，自此进入教育信息化行业，为公司打造第二增长点。2017年，视源股份在深圳证券交易所中小板上市，3月发布自主品牌高效会议平台"MAXHUB"，开创高效会议平台全新品类，推出MAXHUB智能平板系列产品和整体解决方案；同年，希沃交互智能平板年度市场以35.3%、35.5%的市占比夺得年度销量、销额双桂冠，连续6年蝉联交互智能平板行业市占率第一。上市后，公司于2018年收购上海仙视电子科技有限公司51%股权，于2019年收购西安青松光电技术有限公司51%股权，进入广告机行业与LED显示屏领域，为公司后续产品服务的打造储备技术。2019年，视源股份入选财富中国500强，并于2020到2022年相继落成第四产业园、苏州产业园、合肥产业园、西安产业园，进一步扩大公司规模，并于2022年陆续入选2022年全国科技创新企业500强、2022中国制造业企业500强。

图表1:公司主要发展历程



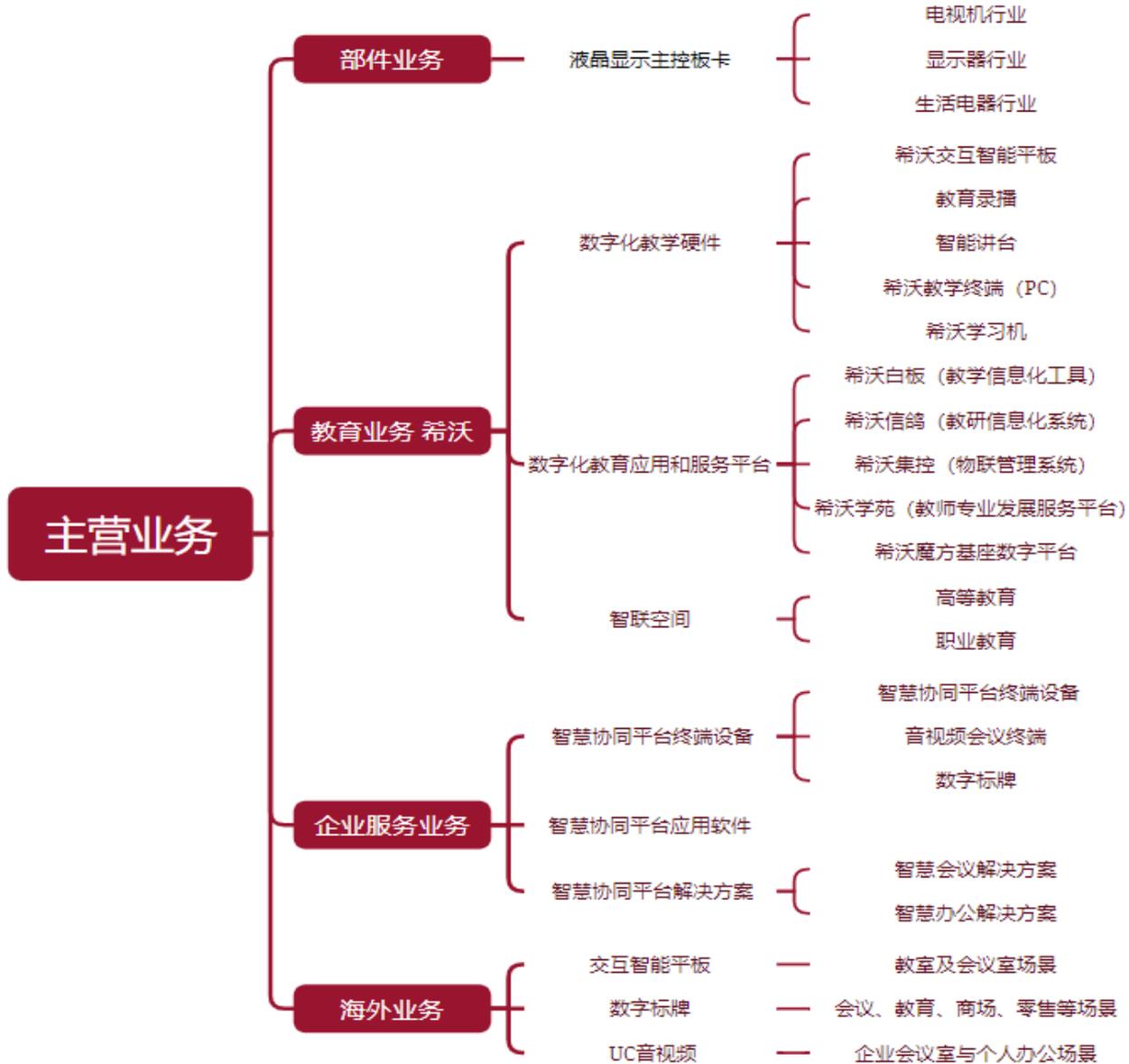
资料来源：公司官网、万联证券研究所

1.2 主营业务：丰富延伸产品矩阵，重视技术创新和研发投入

公司丰富延伸产品矩阵，持续拓展细分市场。公司主营业务具体分为部件业务（液晶显示主控板卡业务）、智能交互平板国内业务（教育业务、企业服务业务）和海外业务。其中部件业务的主要产品为液晶显示主控板卡，应用在电视机、显示器及生活电器行业；教育业务以希沃为主导品牌，覆盖学前教育，基础教育，高等教育以及职业教育，打造了包括数字化教学硬件，数字化教育应用和服务平台以及智联空间等产品；企业服务则是以MAXHUB依托交互智能会议平板、数字标牌、音视频会议终端及其它个人办公终端，以智慧协同平台应用为基础，搭建各类会议相关系统，提高企业会

议效率；同时公司依托国内业务所积累起的产品能力及良好口碑，不断将优质产品推向海外，为全球行业知名品牌提供服务，目前已覆盖教育、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。

图表2:公司目前主营业务



资料来源：公司公告、万联证券研究所

公司明确“以科技为先导、以创新为动力”发展思路，高度重视技术创新和研发投入。公司高度重视对创新成果的保护，建立了较为完善的知识产权保护和管理机制。截至2022年12月31日，公司拥有专利超过8000件（其中发明专利超1800件），拥有计算机软件著作权、作品著作权超过3000项。公司专利年申请量超过1900件，其中发明专利申请占比超过47%。同时，公司已有多项研究成果位居行业前列，并应用于公司教育业务、企业服务业务等实际场景，丰富并提升产品功能与体验，强化公司产品的综合竞争力。

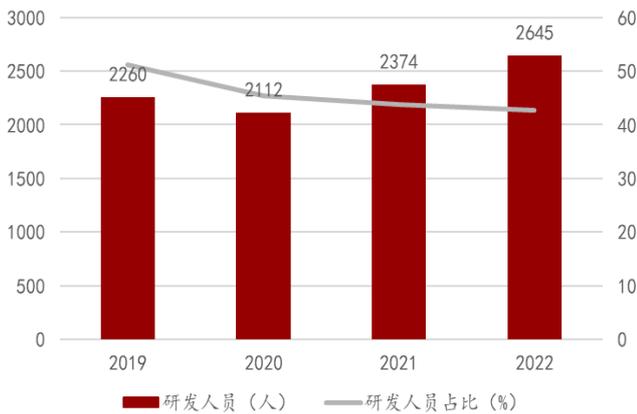
图表3:公司专业领域及技术优势

专业领域	技术优势
显示技术	1、多种护眼显示技术，具备满足符合德国莱茵 TÜV 眼部舒适度认证以及通过人眼视觉舒适度检测的能力
	2、具有超大尺寸、超高清显示模组自主开发能力
	3、具有显示相关的光学、材料、仿真、AI 算法的自研能力
触控技术	1、拥有高水平、跨专业的触觉技术研发团队，覆盖触觉 AI 算法、材料、工艺、电路系统、应用软件等关键领域
	2、具备完善的触觉技术开发流程，保障新技术新材料高质量投入使用
	3、致力于书写技术突破，实现行业领先的 16ms 超低书写延时，提升书写体验
	4、持续进行触控技术基础研究与创新技术预研，提供满足用户需要的新产品
音频技术	1、自研语音信号处理技术，在语音处理、AI 降噪、语音定位、回音消除、抗啸叫等关键技术有多年积累，能为视频会议场景提供良好的会议音频体验
	2、具备企业服务和教育等场景下终端设备的音频全链路设计、开发、生产能力
	3、基于教育领域的长期数据积累，自研教育场景下定制化的语音识别技术，大幅度提升各学科的识别效果，为课堂教学评估等应用提供关键技术支撑
视频技术	1、具有专业的视频技术研究团队，围绕视频会议场景，持续研发视频硬件及软件系统
	2、已推出双摄智能会议摄像方案、三摄 180° 全景摄像系统等多种视频摄像头，能满足不同使用场景
连接技术	1、多途径协同投屏技术，结合蓝牙，wifi，超声波等技术，使得传屏产品连接时更加便捷迅速，传屏时更加稳定可靠
	2、运用新型天线材料和工艺，采用透明天线及缝隙天线技术，使得整机无线通讯信号更加聚焦稳定
数据挖掘技术	拥有多模态数据挖掘的研究创新及算法研发能力，覆盖教育、招聘、质检等多个领域
自然语言处理技术	1、具备标点、拼写、语法的纠错系统研发能力，在文本纠错评测中的语法纠错赛道排名领先
	2、拥有自然语言理解、推理、生成的全链路研究创新能力，在数学应用题自动解题任务中达到行业领先水平
	3、具有多业务知识图谱半自动化构建能力，覆盖教育、招聘、供应链、风控等多个业务领域

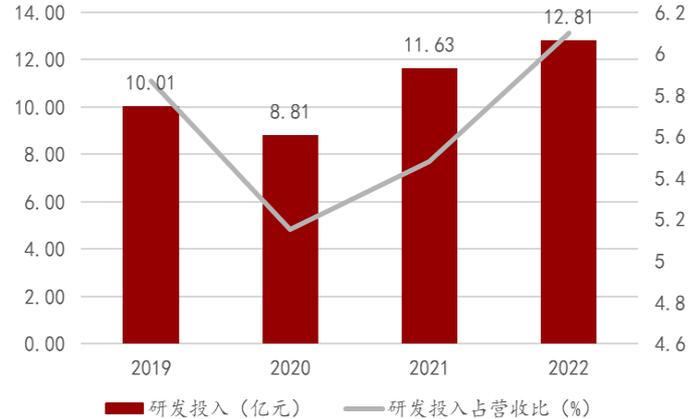
资料来源：公司公告、万联证券研究所

研发团队持续扩张，“三院一站”提供强大竞争力。公司在研发方向持续吸收优秀人才，加强研发团队建设，近年来团队持续扩充，于2022年增加至2645人，占公司员工总人数的42.7%，研发投入增至12.81亿元，占营收6.10%。从公司的“三院一站”研发团队结构来看，包含中央研究院、中央工程院、创新设计院以及博士后科研工作站，汇聚上百位国内外专业博士与资深专家。其中，中央研究院作为前瞻性基础研究及应用研究机构，主要研究方向为视觉计算、语音信号信息处理、触觉技术、数据挖掘、自然语言处理等；中央工程院作为公司的先进工程技术研究机构，主要研究方向为工程材料、创新工艺、射频技术、光学、智能制造以及计算机辅助工程等；创新设计院旨在以设计思维驱动企业发展与创新，开展对工业设计、交互设计、用户使用场景和行为特征等方向的研究；博士后科研工作站，目前在站博士后17位，是公司高层次人才培养基地和行业前沿科技创新平台。强有力的研发队伍给公司产品的持续研发迭代注入不竭动力，是公司产品保持竞争力的关键。

图表4:公司研发人员数及占比



图表5:公司研发投入及占营收比



资料来源: iFinD, 公司公告, 万联证券研究所

资料来源: iFinD, 公司公告, 万联证券研究所

图表6:视源股份中央研究院研究领域

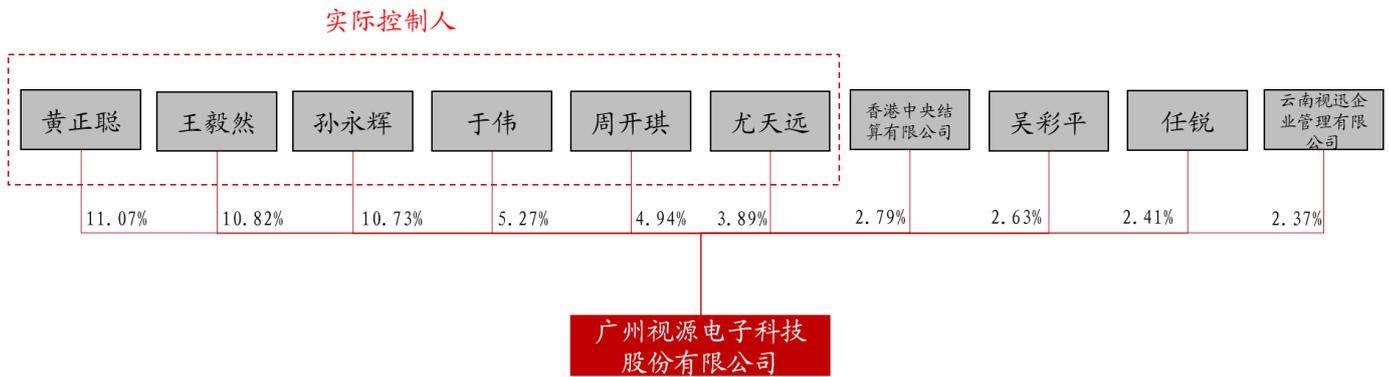
<p>触觉研究</p> <p>未来,触手可及</p> <p>触觉团队致力于研究与“触”相关的物理原理、电子器件和软件算法,持续提升触觉在人机交互中的用户体验;目前内设三个方向:传感(电容、红外)、反馈(电驱马达)和感知(AI算法),涵盖了与触觉相关的全链条研究。</p>	<p>机器视觉</p> <p>让机器看清楚懂世界</p> <p>致力于图像处理、图像理解、视频理解等计算机视觉问题的算法研究,并借助公司在多个行业的深厚积累,未来将研究成果应用于教育、企业服务、智能家居、工业自动化、泛安防等垂直领域场景。</p>	<p>生物医学信号处理</p> <p>让科技守卫健康</p> <p>致力于研究和开发医疗健康领域的生物特征采集、影像设备以及自动分析工具,来协助医生高效准确地采集和处理海量健康医疗信息。研究方向包括医学图像处理及分析算法领域、光学影像系统领域、生物信号采集和分析领域。</p>
<p>创新工程</p> <p>让这个世界变得更有意思</p> <p>创新工程团队致力于打造世界一流的算法应用解决方案,将研究院核心的算法和技术应用到软硬件产品中。除了过硬的编码技能,我们还拥有出色的用户体验设计、硬件工程、项目管理、质量控制、运维工程,可以快速地地进行实验和创新。</p>	<p>语音信号信息处理</p> <p>能听会说好声音</p> <p>致力于声学结构设计、麦克风阵列信号处理、语音识别和理解、语音合成、声场重构等科学问题的理论研究,构建完整的语音生态技术链条,赋能公司的TV、教育、企业服务、智能家居等战略性业务,提升业务竞争力。</p>	<p>文档图像分析与识别</p> <p>让机器读懂世界</p> <p>文档图像分析与识别致力于图文理解以及轨迹理解的研究工作,让机器看懂文字、理解轨迹,实现更智能的人机交互。涉及的研究领域包括有文档图像处理、版面分析、内容识别与理解、轨迹拟合、轨迹辨识等相关课题。</p>
<p>自然语言处理</p> <p>让机器懂你</p> <p>通过对自然语言处理的各种技术的深入研究,打造出领先的英语学习工具、高度可扩展的对话平台、智能检索及分析系统、高质量的翻译系统,这些方向将不断扩展边界,丰富内涵,建立起研究与业务的良性迭代。</p>	<p>数据挖掘</p> <p>数据驱动认知与业务决策</p> <p>在大数据和万物互联的时代,我们致力于挖掘结构化、半结构化、非结构化数据中的潜在价值,驱动基于知识的认知与业务决策、提升用户体验。研究方向包括大数据挖掘、图文多模态挖掘、知识图谱与推理、搜索推荐、决策优化,相关研究成果已应用于教育、医疗、供应链、智能招聘等业务领域,如课件质量审核、图文鉴黄鉴暴、AI评语、个性化学习、需求预测等。</p>	<p>空间感知</p> <p>只做最好的</p> <p>致力于机器人的环境感知、信息融合、运动控制、轨迹规划、导航定位、人机交互等核心算法研究,提升机器人的智能水平。研究成果已应用于在工业机械臂、商用服务机器人等产品中。</p>

资料来源: 视源股份中央研究院官网, 万联证券研究所

1.3 股权架构: 结构较为稳定

公司股权结构稳定,管理层持股比例较高。公司无控股股东,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,合计持股比例为46.72%,是公司的共同实际控制人。其中王毅然、黄正聪、于伟现任公司董事,周开琪现任公司副董事长、总经理,管理层持股比例较高。

图表7:公司股权结构

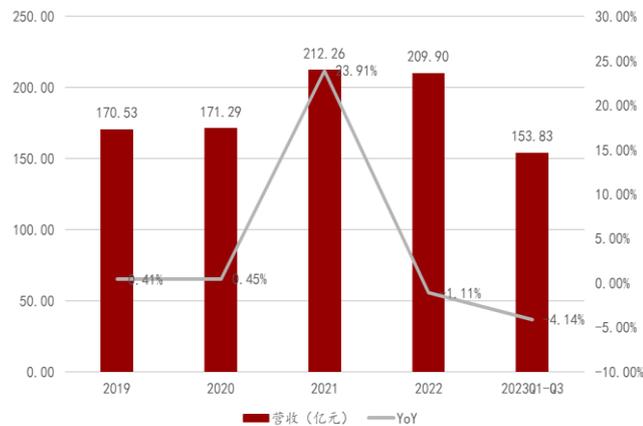


资料来源:公司公告、万联证券研究所

1.4 业绩分析: 需求回落叠加行业竞争加剧, 23Q3 业绩有所承压

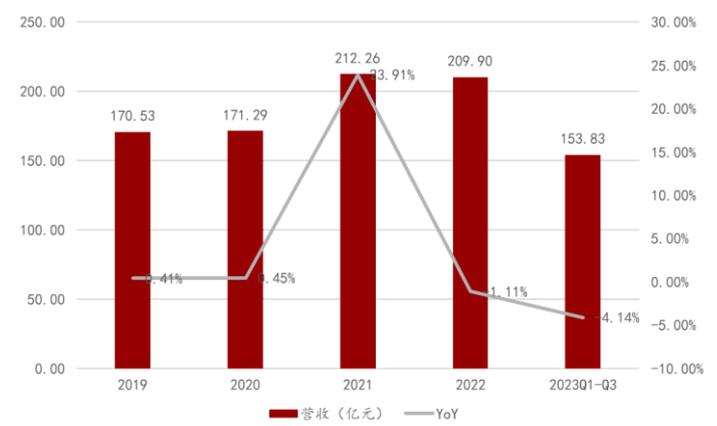
需求回落叠加行业竞争加剧, 业绩有所承压。从2019年至2023年前三季度的业绩表现情况来看, 营业收入在2021年实现较大幅度增长, 主要是公司各项业务表现都较为亮眼, 全球液晶显示面板的供应趋于宽松, 面板价格明显回落为公司主营的交互智能平板及液晶显示主控板卡收入增长提供了较强动力, 而在2023年由于企业远程会议需求回落、教育产品竞争加剧等影响, 前三季度整体营收略微回落4.1%; 同样或是受到出货均价下降及原材料面板价格提升等影响, 公司教育业务利润端发挥也不及预期, 整体归母净利润表现承压, 但从历史表现来看, 公司增长势头较为稳健, 我们预计随着技术更新, 产品迭代, 外部环境复苏, 需求回暖, 公司2024年业绩有望修复。

图表8:2019-2023 前三季度营业收入及增速



资料来源: iFinD、公司公告、万联证券研究所

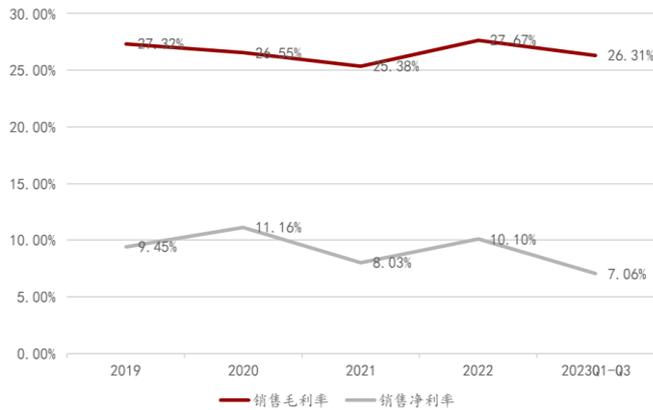
图表9:2019-2023 前三季度归母净利润及增速



资料来源: iFinD、公司公告、万联证券研究所

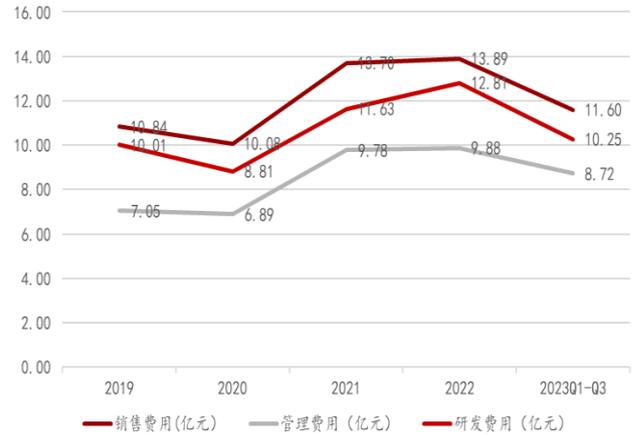
毛利率微幅缩减, 维持研发投入。公司2023年前三季度毛利率及净利率均呈现不同程度的下跌, 毛利率的下降主要是受到教育平板行业竞争加剧, 整体营收有所缩减, 毛利率较高的交互智能平板业务营收占比下降的影响; 从三费来看, 公司自2021年起变维持在较高水平, 其中公司一直保持研发人才引进、增加新技术和新产品研发投入步伐, 研发费用在2022年有显著增长。

图表10:2019-2023 前三季度销售毛利率及净利率



资料来源: iFinD, 公司公告, 万联证券研究所

图表11:2019-2023 前三季度三费表现情况



资料来源: iFinD, 公司公告, 万联证券研究所

图表12:2019-2023H1 分业务营收占比及毛利率

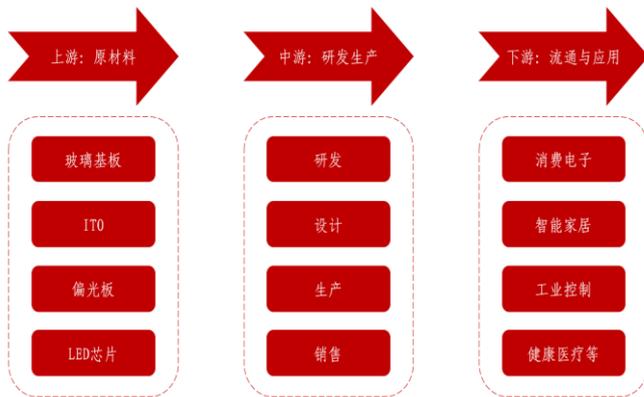
	2019	2020	2021	2022	2023H1
毛利率					
交互智能平板	36.44%	32.55%	30.10%	37.27%	38.02%
液晶显示主控板卡	17.66%	17.08%	14.18%	13.33%	16.94%
各业务营收占比					
交互智能平板	40.71%	46.58%	51.50%	42.40%	33.17%
液晶显示主控板卡	46.66%	37.12%	29.25%	33.44%	35.87%

资料来源: ifind, 公司公告, 万联证券研究所

2 部件业务: 稳健发展筑起基底, 积极探索新空间

液晶显示主控板卡是指用来控制液晶显示屏幕中驱动晶体的电路板, 它是液晶显示屏幕的核心组件之一。该产品主要包括主控芯片、驱动芯片、存储芯片、USB接口、HDMI接口等, 具有控制显示内容、调节画面亮度、对比度以及平衡显示颜色等功能。从液晶显示产业链来看, 公司主营的液晶显示主控板卡业务处于产业链中游, 是整个产业链的核心, 属于技术密集型、资本密集型产业, 并将其应用到液晶电视、各类显示器等产品, 客户包括小米、TCL、海信、创维、海尔、长虹、康佳、SHARP等液晶电视品牌商以及液晶电视行业的OEM、ODM厂商, 并逐步拓展到生活电器、新能源、电力电子等领域。

图表13:液晶显示产业链



资料来源：一代书生规划院、万联证券研究所

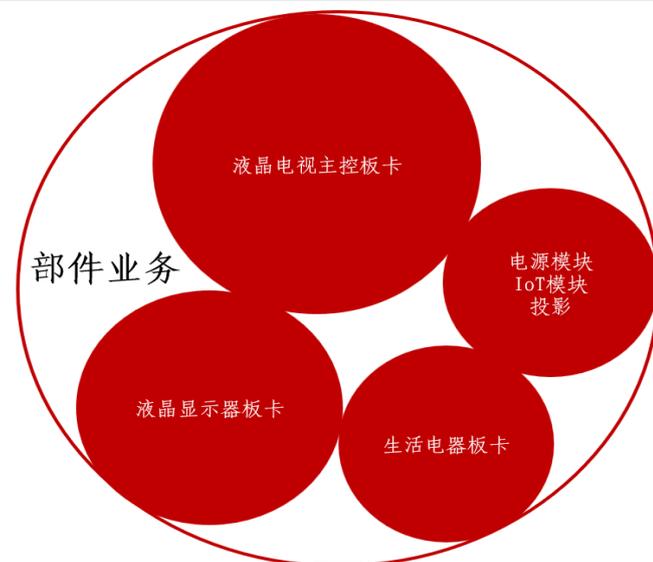
图表14:公司部件业务示例



资料来源：公司官网、万联证券研究所

作为全球领先液晶显示主控板卡供应商，建立品牌认知度。自2005年成立以来，公司一直从事液晶显示主控板卡产品的设计、研发与销售工作，分别在电视机行业、显示器行业及生活电器类行业有所布局。公司凭借多年领域的软硬件技术积累，面向多应用场景进行技术创新和产品开发，不断丰富和延伸产品结构，通过产品和资源整合能力在细分市场逐步取得领先地位，已经成为全球领先的液晶显示主控板卡供应商，建立了较高的品牌认知度。因此，当前液晶显示主控板卡业务较为稳定，为公司贡献稳定现金流。

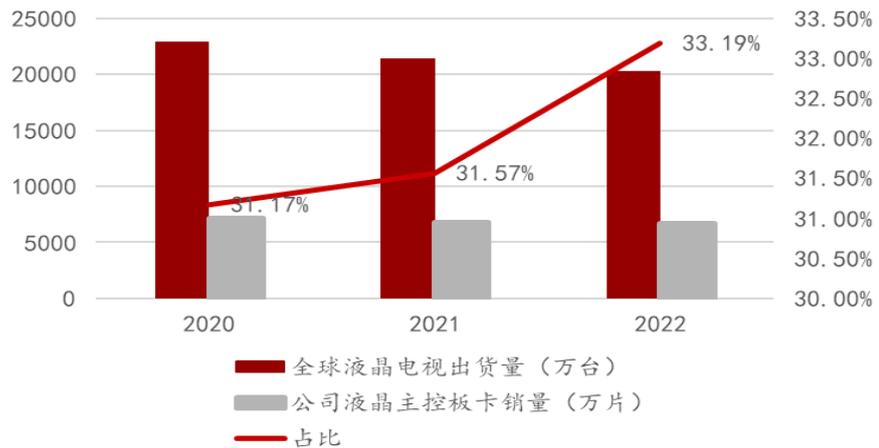
图表15:公司部件业务布局情况



资料来源：公司公告、万联证券研究所

政策助力行业发展，公司位居领先地位。自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）》，开始大力推进超高清视频产业发展及相关领域应用，截至2022年，我国超高清视频产业总体规模超过4万亿元，国家的政策带动以视频为核心的行业智能化转型升级，为液晶显示主控板卡行业带来持续的发展机会。依据奥维云网数据统计，全球液晶电视2022年出货量为2.64亿台，公司液晶电视主控板卡销量为6722.06万片，占比逐年攀升至33.19%。这标志着公司立足于研发创新、精益化管理和品质管控，已经处于全球液晶电视主控板卡行业领先地位。

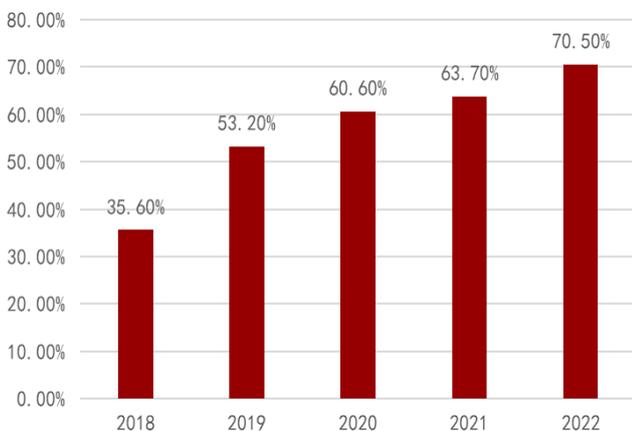
图表16:2020-2022 年公司液晶主控板卡销量在全球液晶电视出货量占比



资料来源：公司公告、奥维云网、万联证券研究所

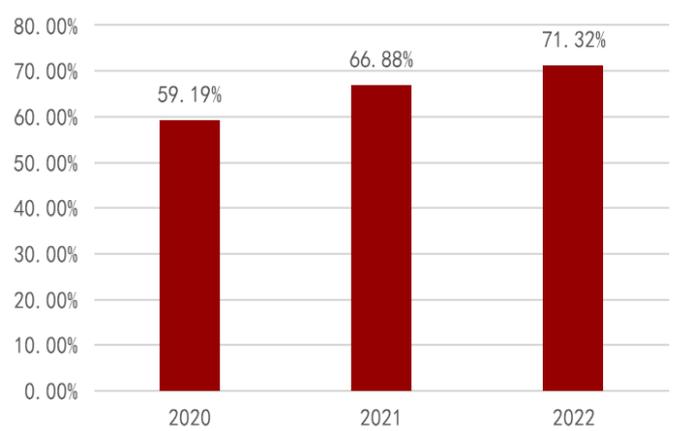
公司发力智能化主控板卡优化产品结构。近年来，全球液晶电视需求整体趋于稳定，依据奥维云网数据统计，2018-2022年全球电视年出货量总体在2.10亿台至2.30亿台区间小幅波动，为了寻求市场增量，同时伴随着液晶显示主控芯片技术的进步以及互联网技术的发展，开放式平台、智能操作系统、各类应用app在智能电视领域逐步渗透、普及，进一步推动传统电视向智能电视升级，全球智能电视出货量占比不断提升，于2022年增至70.50%，进而带动液晶显示主控板卡向网络化、智能化方向发展，公司也逐步开始优化产品结构，智能化主控板卡占公司全年液晶电视主控板卡出货量比例提升至71.32%。

图表17:市场智能电视销量占比情况



资料来源：奥维云网、万联证券研究所

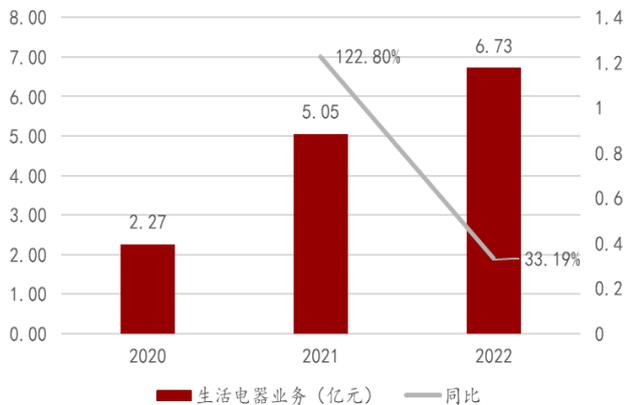
图表18:智能电视主控板卡占公司全年液晶电视主控板卡出货量比例情况



资料来源：公司公告、万联证券研究所

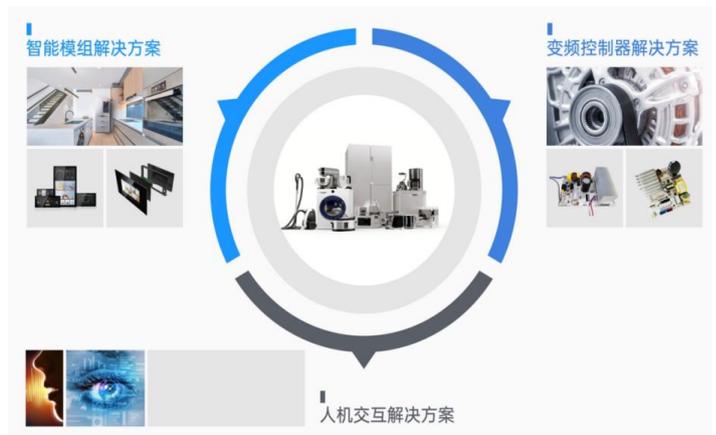
积极探索生活电器等多项业务，提升综合竞争力。除去固有的电视主控板卡，公司也在积极探索新的业务发展方向，例如为生活电器类产品提供变频控制器、智能显示模组、人机交互解决方案等，业务范围包括冰箱、空调、洗衣机、厨电、小家电等品类，依托在智能算法、声学、热学、射频等基础领域的技术能力和在器件研究领域的积累，助力国内外家电品牌进一步提高产品的差异化创新能力，提升综合竞争力，近年来保持较高速增长，于2022年同比增长33.19%至6.73亿元。我们认为随着智能化的普及，生活电器业务市场空间较大，随着公司研发的投入，业务营收预计将维持可观增长。

图表19:生活电器业务营收及同比



资料来源:公司公告,万联证券研究所

图表20:生活电器类产品解决方案



资料来源:公司公告,万联证券研究所

3 智能交互平板: 龙头优势显著, 教育+企业双重动力助增长

智能交互平板是以高清液晶屏为显示和操作平台,具备书写、批注、绘画、多媒体娱乐、网络会议等功能,融入了人工智能、云计算、大数据等多项技术,适用于一对多交互显示场景的产品,主要分为商用类及教育类。在商用领域,集成了电子白板、投影机、音箱、电视和电脑等办公设备,使得占用空间最小化、高分辨率、高对比度和高亮度弥补了传统投影仪在显示效果上的不足,提升视觉效果,还可实现远程会议、多方通信及应用共享;在教育领域,集成了大尺寸液晶显示、音视频播放、触控交互和教学应用软件,针对不同阶段学生群体需求有着多样化的产品选择,人机交互技术和人工智能场景技术提升了学生在课堂上的趣味性和互动性,其内置的教学应用更是减轻了老师的教学负担。

图表21:智能交互平板分类

产品分类	代表厂商与产品系列	代表产品图片
智能交互显示平板	商用类智能交互平板	SMART Board Pro系列 华为企业智慧屏IdeaHub系列 鸿合Newline商用会议平板系列 视源MAXHUB会议平板系列
	教育类智能交互平板	Promethean ActivPanel 元素系列 SMART Board MX系列 鸿合HiteVision智能交互平板系列 视源希沃交互智能平板系列

资料来源:头豹研究院,万联证券研究所

深耕希沃及MAXHUB品牌,位列行业领先地位。公司在商显领域及教育领域均有产品布局,分别是2017年的企业服务业务品牌MAXHUB以及2008年的教育服务品牌希沃。前者以“激发高效力量、成就高绩效组织”为核心理念,持续迭代创新产品并优化提升服务,布局更加广泛的渠道和服务覆盖,加强市场营销及品牌推广活动,截至

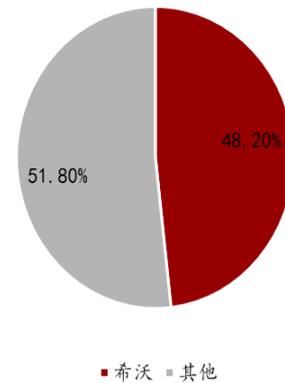
2022年年末已有超80%的中国500强企业使用MAXHUB，交互智能平板中国会议市场销量市占率提升至27.9%，连续6年保持中国市场份额第一的领先优势；后者围绕着To G端开拓基础教育、职业教育与高等教育市场及To C端学习机突家庭教育市场，凭借在硬件产品、销售渠道、以及教师发展服务等方面拥有的综合竞争优势，截止2022年年底品牌份额占中国教育IFPD市场总销量的48.2%，位居行业领先地位。

图表22:2022年中国会议平板品牌市占率



资料来源：奥维云网、万联证券研究所

图表23:2022年中国教育交互大屏市场品牌份额占比



资料来源：迪显咨询、万联证券研究所

3.1 教育：品牌优势显著，三端全面布局

希沃作为教育数字化应用工具和服务提供商，始终坚持“以用户为核心”，围绕“教室、教师、教学、学生”，结合通信、大数据、物联网、人工智能等先进技术和教育数字化领域前沿理论研究成果，为用户提供专业的教育信息化应用工具和常态化应用培训服务等。

学校教育市场及家庭教育市场两手抓。希沃品牌主攻To G/To B端的学校教育市场，围绕国家教育数字化战略部署，以数字化教学环境建设为基础，以教学过程应用数据覆盖为核心，以教师数字素养发展支持，推动教育治理数字化；从2022年开始，顺应个性化学习的发展趋势，希沃开始布局To C端家庭教育市场，推出类纸护眼大屏学习机，给消费者带来健康、智能的个性化学习环境，改善家庭数字化学习体验。

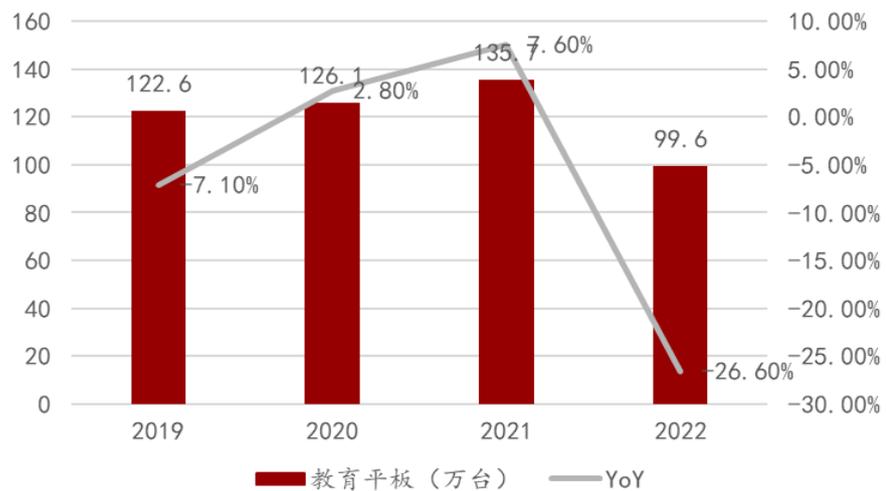
图表24:希沃产品体系



资料来源：公司公告、万联证券研究所

教育交互平板为希沃品牌主线，市场虽受经济环境影响下滑，但品牌优势显著市占率凸显。2022年在中国社会经济大环境面临着诸多阻力的情况下，疫情反复导致市场主体消费收缩、居民消费降级、企业过冬意识强烈、中国企业和产品国际化难度增加，交互平板市场表现有所下滑，但是从2023年前三季度市场占比表现来看，希沃以54.6%的市占比稳居首位，对于市场集中度较高且竞争格局稳定的教育平板市场来说，产品稳定性及服务及时性更为重要，希沃作为传统教育品牌，优势更为显著，预计随着经济复苏，需求有所释放，公司业务营收将有所回升。

图表25:2019-2022年中国教育平板出货量



资料来源：洛图科技、万联证券研究所

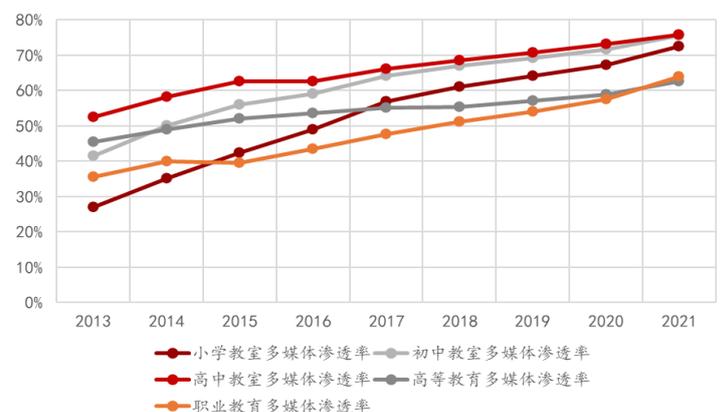
以教育平板为核心，拓展软硬件端，全面布局智慧教室。从2013年至2021年各种学校多媒体教室渗透率来看，智慧教室是一种必然趋势，得益于教育行业的强劲需求和国家相关政策的支持，中国教育信息化行业有望持续发展，同时2022年是我国教育数字化转型关键之年，《教育部2022年工作要点》明确提出“实施国家教育数字化战略行动”，并将这一工作列入教育部年度工作重点，围绕着教育平板为核心，希沃全面推动信息技术与教育教学深度融合的发展机遇，拓展智慧教室、智慧校园场景的更多软硬件设备，主要包括教育录播、智能讲台、希沃教学终端（PC）、配套数字化教育应用及服务平台等，其中根据迪显咨询数据显示，希沃录播2022年出货量位居市场第一，市占率达27%，表现突出，我们预计未来随着信息化步伐持续迈进，希沃教育市场发展空间较大。

图表26:希沃智慧教室配套设备



资料来源：公司官网、万联证券研究所

图表27:2013-2021年各种学校多媒体教室渗透率



资料来源：教育部、iFind、万联证券研究所

希沃学习机加快C端布局，受到市场认证。除夯实现有的To B/To G业务外，公司加快C端布局，推出希沃学习机，不断拓展C端产品矩阵，围绕家庭教育场景，打造健康、智能的家庭学习空间。学习机内嵌希沃的APP，能够联动老师课件、同步课堂课程，还有AI伴读、护眼等功能，其品牌在校内的极高知名度，受到学生和家長信赖，赋能C端收入增长迅速。根据2022年年报数据显示，针对家庭教育推出的第二代学习机产品，也取得了显著的市场突破，在618和双十一期间名列学习机品类（天猫+京东）榜单第一，获得市场认证，于三季度推出新一代大屏学习机W3，新品采用第三代护眼技术与3A类纸工艺，涵盖交互式动画绘本、5A启蒙成长课程、随堂学同步课等特色功能。我们预计随着产品的更新迭代及销售渠道拓展，同时受到教育交互平板市场驱动，未来有望保持良好增长态势，获取更大的市场份额。

图表28:希沃学习机

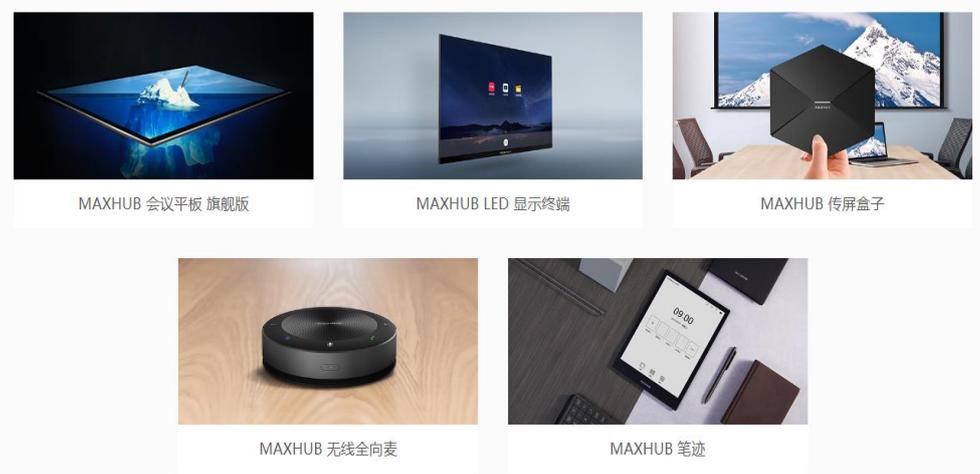


资料来源：希沃官网、万联证券研究所

3.2 企业：数字化趋势显著，市场扩展空间充足

MAXHUB聚焦于智慧协同领域，以智能会议平板为核心，搭配音视频会议终端、个人协作终端、数字标牌、客户端协作软件等多种终端设备和软件应用，满足本地会议、远程视频会议、多方多端协同等需求，针对不同规模企业、不同类型组织提供差异化解决方案，为用户带来显示、交互、协同的一体化体验，全面提升会议效率、办公效率和运营效率，助力组织实现数字化转型。

图表29:MAXHUB 产品示例



资料来源：公司官网、万联证券研究所

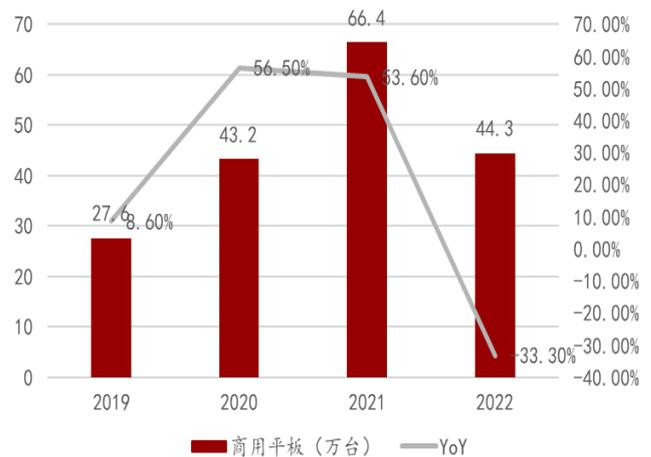
商用平板市场处于初级阶段，经济复苏有望推高市场规模。与教育交互平板市场面临相同的情况，在大环境消极的情况下，企业支出收缩和消费降级成为整个社会的共识之后，在面对远程视频会议和协同办公的需求时，用户首先会考虑将现有会议设备通过外设进行功能扩充，而非直接更新替换为交互平板，这对原本就处于相对初级阶段的商用市场来说，打击较为沉重，2022年出货量同比大幅减少，但是基于目标用户中国企业数量正在稳步增长，随着经济政策持续落地，我们考虑到该市场相对偏小的大盘基数，对整体产业发展持有乐观态度，预计中小企业用户在疫后的信心重燃和积极入局的交互平板品牌竞争，这供需两端的因素叠加会推高整体市场规模。

图表30:中国企业数量及同比



资料来源：工信部、公司公告、万联证券研究所

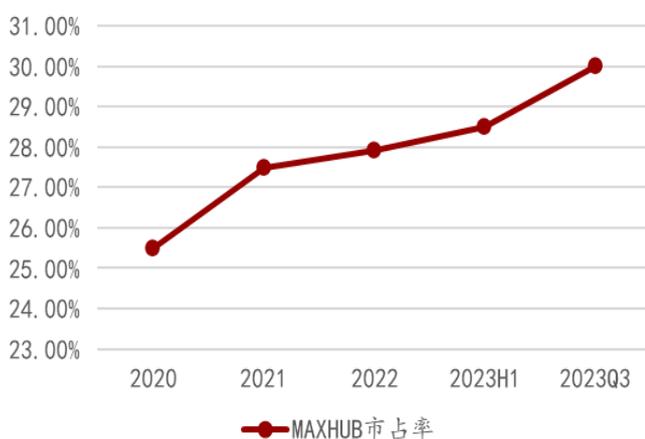
图表31:2019-2022年中国商用平板出货量



资料来源：洛图科技、万联证券研究所

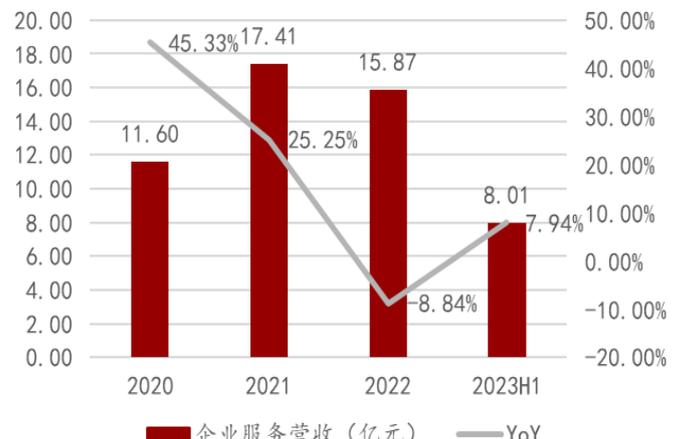
MAXHUB市占率稳居第一，头部优势显著。MAXHUB以“激发高效力量、成就高绩效组织”为核心理念，持续迭代创新产品并优化提升服务，布局更加广泛的渠道和服务覆盖，加强市场营销及品牌推广活动，市场领先地位得到进一步稳固，近年来市场市占率稳步提升，在2023年Q3升至30%，连续6年保持国内会议平板市场份额第一，头部优势显著，带动公司企业服务实现较高营收。

图表32:2020-2023Q3 MAXHUB 市占率



资料来源：迪显咨询、公司公告、万联证券研究所

图表33:2020-2023H1 企业服务营收及 YoY



资料来源：公司公告、万联证券研究所

深化分销渠道架构，促进生态伙伴合作，巩固头部优势。MAXHUB品牌在原有的分销架构基础上，对经销商采用“选育用留”的方式稳固推进，孕育出一批头部的合作伙伴，加强线上营销推广投放力度，在政企、金融、医疗、制造、高职教、新零售等多个领域建立了标杆用户案例，截至2022年年末，已有超80%的中国500强企业使用；

除去拓宽用户群体，MAXHUB推出了“X+计划”促进生态伙伴合作，目前国内主流会议软件厂商基本均已接入，如腾讯会议、钉钉会议、飞书会议、华为云会议等，合作推出优质定制化服务，增强客户黏性，巩固头部优势。

图表34:MAXHUB “X+计划” 生态伙伴示例



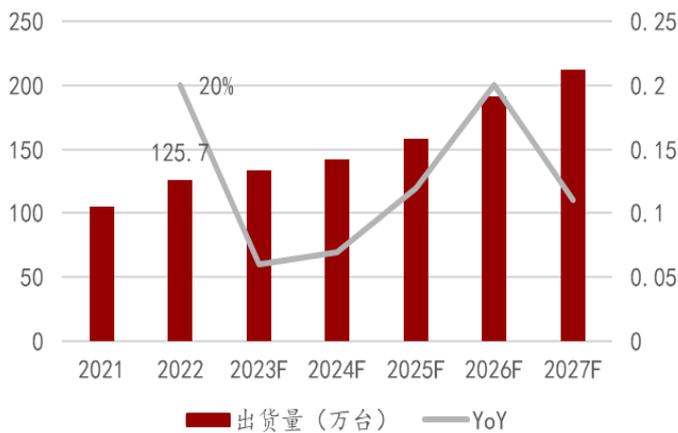
资料来源：公司官网、万联证券研究所

数字化趋势显著，多项政策刺激市场增长。2022年1月，国务院发布的《“十四五”数字经济发展规划》指出，到2025年，数字经济迈向全面扩展期，规划中明确提出加快推进产业数字化转型、提升数字产业化水平。2022年政府工作报告首次将数字经济单独成段描述，明确提出“加强数字中国建设整体布局”，数字经济战略地位不断提升；2022年6月，国务院印发《关于加强数字政府建设的指导意见》，明确提出加快一体化协同办公体系建设，这将加速智慧协同领域的发展。多项政策促进企业加速迈出数字化转型，我们预计MAXHUB凭借自身商用显示平板行业龙头优势，在智慧协同领域收获较为可观的增量空间。

4 海外：抓住需求增加，探索增长路径

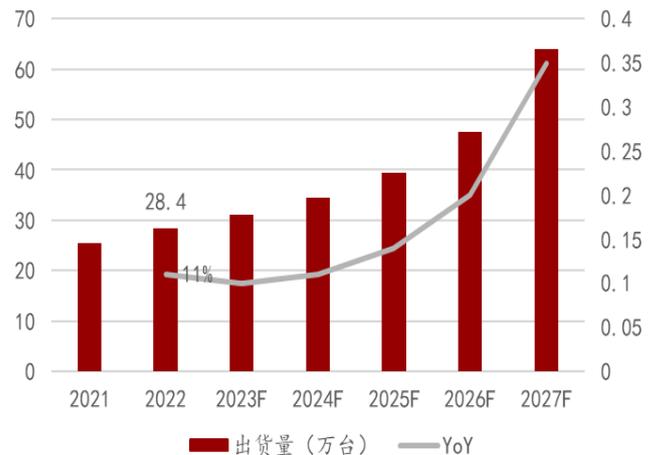
海外交互平板市场增量空间较为充足。从市场规模来看，根据迪显咨询数据显示，2022年海外教育市场及会议交互智能平板的出货量为125.7万台、28.4万台，增速为20%、11%，未来5年预估复合增长率为11%、18%。随着全球各主要经济体在教育信息化领域的引领与发展，发展中国家近些年也不断出现国家级政府主导的教育信息化建设项目，整个海外教育市场对交互智能平板产品的需求潜力巨大，海外的教育信息化市场还有广阔的发展空间；对于海外的企业服务市场，尤其是以欧美为主的公司，很多都存在远程办公的习惯，会议场景中也越来越多的使用交互智能平板。当前全球会议市场交互智能平板的渗透率还很低，市场仍处于初期阶段，空间较为充足。

图表35:2021-2027F 海外教育市场交互智能平板出货量预测



资料来源: 迪显咨询、公司公告、万联证券研究所

图表36:2021-2027F 海外会议市场交互智能平板出货量预测



资料来源: 迪显咨询、公司公告、万联证券研究所

受大环境影响海外需求有所回落, 公司积极应对, 23年下半年营收好转。从公司表现来看, 全球经济增长仍存在不确定性, 尤其发达经济体增长持续放缓。从需求端看, 2022年受外部环境的影响, 教育信息化与企业数字化设备需求大幅增长, 但2022年下半年起至2023年上半年内, 需求迅速回落至正常水平, 公司海外业务因此受到一定影响。2023年上半年, 海外业务整体同比下滑34.82%。为积极应对外部环境带来的困难, 公司海外ODM业务一方面持续加大研发投入、优化产品结构, 不断提升用户体验, 增强客户粘性; 另一方面, 持续拓展新客户和新市场, 发掘新的增长点。海外ODM业务持续保障产品综合竞争力, 在积极维持存量市场份额的同时, 抓住印度、欧洲部分国家教育信息化设备需求增加带来的机遇, 探索新的增长路径, 在23年下半年主要合作品牌出货量显著增长, 带动营收显著好转,

MAXHUB联手微软, 拓宽海外企业服务市场。公司除去在国内与腾讯、钉钉、华为云会议等多家企业进行合作外, 在海外也迈出了结实的一步, MAXHUB与微软生态系统成为新硬件合作伙伴, 加入微软Teams Rooms, 推出MAXHUB XCore Kit, 将企业传统会议室升级为智能Teams会议室, 提升企业跨国沟通协同的效率。此次MAXHUB与微软的强强联手, 不仅为用户带来更专业、高效的远程视频会议体验, 同时也象征着MAXHUB全球化生态布局的日趋完善, 初步实现海内外都可以使用MAXHUB进行高效协同的品牌阶段性目标。目前, MAXHUB音视频完备的会议解决方案也正在陆续通过微软Teams的认证, 首批合作产品已经量产出货, 期待未来给用户带来更广泛的产品方案选择, 为智慧会议的全面发展注入更多创新活力。

图表37:MAXHUB 和微软合作



资料来源：MAXHUB公众号、万联证券研究所

5 盈利预测与投资建议

我们将公司业务分为三大板块进行预测，分别是液晶显示主控板卡业务、交互智能平板业务及其他业务，其中交互智能平板业务分为海外和国内，其他业务包含LED、生活电器、IoT模组等创新业务，分业务盈利预测如下：

1) 液晶显示主控板卡：由于公司液晶显示主控板卡业务和电视出货量息息相关，根据TrendFroce数据，2023年电视出货量下跌2.1%，同时结合公司2023年上半年业务表现情况，我们预测液晶显示主控板卡业务2023年营收下跌5%，毛利率为13.5%，在2024年恢复至2022年水平，增长5%，并在2025年维持增长率，毛利率将微幅回升至14.00%左右。

2) 交互智能平板业务（国内）：公司教育、企业服务业务凭借在产品品牌效应、销售和服务等方面的综合竞争优势，希沃及MAXHUB品牌排名继续位居行业首位，国内市占率处于头部，维持领先优势，公司持续运营，整体营收稳步回升，我们预测2023-2025年增长率分别为5.00%、8.00%、10.00%。

3) 交互智能平板业务（海外）：全球经济增长仍存在不确定性，尤其发达经济体增长持续放缓。从需求端看，2022年下半年起至2023年上半年内，需求迅速回落至正常水平，公司海外业务因此受到一定影响，但在2023年下半年公司海外库存消耗，整体市场开始提货，同时叠加MAXHUB与微软合作产品已经开始量产出货，我们预测2023年整体营收较2023H1跌幅缩减至10%，结合海外市场未来复合增长率，我们预计2024年-2025年维持15%的增长空间。

由于交互智能平板业务海内外毛利率差距较小，统一考虑，一直处于较为稳定的水平，我们预测毛利率为35%左右。

4) 其他业务：公司其他主营业务主要为视源基于板卡和整机产品之外的创新孵化，LED业务、生活电器等业务，结构变动速度较快，发展时间较短，但整体来看发展态势良好，我们预测2023-2025年增长率为25.00%、30.00%、30.00%，毛利率预期稳定在30%左右。

图表38:公司盈利预测(单位:百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
液晶等相关业务	7,018.90	6,667.95	7,001.35	7,351.42
液晶显示主控板卡	7,018.90	6,667.95	7,001.35	7,351.42
YoY	13.06%	-5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	13.33%	13.50%	14.00%	14.00%
交互智能平板业务	8,899.90	8,777.78	9,718.19	10,885.67
交互智能平板终端(海外)	3,780.78	3,402.70	3,913.11	4,500.07
YoY	-6.08%	-10.00%	15.00%	15.00%
交互智能平板终端(国内)	5,119.12	5,375.08	5,805.09	6,385.59
YoY	-28.16%	5.00%	8.00%	10.00%
毛利率	37.27%	35.00%	35.00%	35.00%
其他	5,071.46	6,339.33	8,241.13	10,713.47
整体 YoY	24.09%	25.00%	30.00%	30.00%
毛利率	30.65%	30.00%	30.00%	30.00%
总营业收入	20,990.27	21,785.06	24,960.67	28,950.55
YoY	-1.11%	3.79%	14.58%	15.98%
总归母净利润	2,072.42	1,820.92	2,146.67	2,642.11
YoY	21.98%	-12.14%	17.89%	23.08%

资料来源:公司公告、万联证券研究所

综合来看,我们预计公司2023-2025年营收分别为217.85/249.61/289.50亿元,同比增速分别为3.79%/14.58%/15.98%,归母净利润分别为18.21/21.47/26.42亿元,同比增速分别为-12.14%/17.89%/23.08%,对应EPS为2.60/3.06/3.77元,对应12月24日收盘价的PE为16.67X/14.14X/11.49X。首次覆盖,给予“增持”评级。

图表39:可比公司估值表

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE			
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
002955	鸿合科技	72.78	1.69	1.65	2.35	2.95	13.91	18.78	13.18	10.49
003019	宸展光电	34.35	1.77	1.18	2.08	2.03	12.06	17.84	10.14	10.38
300628	亿联网络	358.92	2.42	1.69	2.03	2.43	25.09	16.44	13.59	11.61
	中位值		1.77	1.65	2.08	2.43	13.91	17.84	13.18	10.49
	均值		1.96	1.51	2.15	2.47	17.02	17.69	12.30	10.83
002841	视源股份	303.57	2.96	2.60	3.06	3.77	14.65	16.67	14.14	11.49

资料来源:同花顺iFinD、万联证券研究所

注:1.市值数据统计时间截至于2023.12.24;2.可比公司2023-2025年EPS、PE预测值为同花顺统计的机构一致预测,视源股份预测取自于我们团队预测。

6 风险提示

宏观经济波动风险、主要原材料价格大幅上涨、下游需求不景气、行业竞争加剧、产品研发推广不及预期、海外市场开拓不及预期。

利润表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	20990	21785	24961	28951
同比增速 (%)	-1.11	3.79	14.58	15.98
营业成本	15183	15911	18107	20897
毛利	5807	5874	6854	8053
营业收入 (%)	27.67	26.96	27.46	27.82
税金及附加	107	109	150	174
营业收入 (%)	0.51	0.50	0.60	0.60
销售费用	1389	1438	1647	1969
营业收入 (%)	6.62	6.60	6.60	6.80
管理费用	988	1089	1298	1505
营业收入 (%)	4.71	5.00	5.20	5.20
研发费用	1281	1351	1597	1853
营业收入 (%)	6.10	6.20	6.40	6.40
财务费用	-115	23	-15	-41
营业收入 (%)	-0.55	0.10	-0.06	-0.14
资产减值损失	-179	-127	-132	-2
信用减值损失	-11	0	0	0
其他收益	82	64	91	104
投资收益	224	180	202	202
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	36	0	0	0
资产处置收益	17	15	16	16
营业利润	2326	1996	2353	2914
营业收入 (%)	11.08	9.16	9.43	10.06
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	2326	1996	2353	2914
营业收入 (%)	11.08	9.16	9.43	10.06
所得税费用	205	170	200	262
净利润	2121	1826	2153	2651
营业收入 (%)	10.10	8.38	8.63	9.16
归属于母公司的净利润	2072	1821	2147	2642
同比增速 (%)	21.98	-12.14	17.89	23.08
少数股东损益	48	5	6	9
EPS (元/股)	2.96	2.60	3.06	3.77

基本指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	2.96	2.60	3.06	3.77
BVPS	17.03	18.65	21.71	25.48
PE	14.65	16.67	14.14	11.49
PEG	0.67	-1.37	0.79	0.50
PB	2.54	2.32	1.99	1.70
EV/EBITDA	18.07	11.41	9.08	6.61
ROE	17.35%	13.93%	14.10%	14.79%
ROIC	12.28%	11.70%	11.75%	12.41%

资产负债表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	4742	7989	10347	13077
交易性金融资产	818	1091	1080	1139
应收票据及应收账款	248	175	201	233
存货	1857	1989	2263	2322
预付款项	50	32	36	42
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	7720	4271	4607	4953
流动资产合计	15436	15547	18535	21765
长期股权投资	166	169	172	175
固定资产	1830	1892	1943	2076
在建工程	895	1270	1390	1640
无形资产	396	426	456	486
商誉	90	90	90	90
递延所得税资产	384	487	487	487
其他非流动资产	952	1191	1083	828
资产总计	20148	21071	24157	27547
短期借款	1967	2167	2377	2587
应付票据及应付账款	2880	2718	3093	3251
预收账款	0	0	0	0
合同负债	1026	1089	1248	1448
应付职工薪酬	493	398	453	522
应交税费	113	218	250	290
其他流动负债	2872	2696	2958	3230
流动负债合计	7385	7119	8002	8740
长期借款	100	150	200	200
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	58	61	61	61
其他非流动负债	435	430	430	430
负债合计	7978	7760	8692	9431
归属于母公司的所有者权益	11941	13076	15223	17865
少数股东权益	229	235	241	251
股东权益	12171	13311	15464	18116
负债及股东权益	20148	21071	24157	27547

现金流量表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流净额	2366	1051	2371	2824
投资	-4000	-481	115	195
资本性支出	-946	-743	-484	-584
其他	68	3955	200	199
投资活动现金流净额	-4878	2731	-169	-190
债权融资	-987	1	0	0
股权融资	2152	31	0	0
银行贷款增加 (减少)	1159	250	260	210
筹资成本	-640	-830	-105	-114
其他	443	-2	0	0
筹资活动现金流净额	2126	-551	155	96
现金净流量	-272	3263	2358	2729

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场