

# 视源股份 (002841.SZ)

智能交互领域龙头，教育及会议业务持续受益行业增长

## 核心观点:

● **显示板卡业务龙头地位稳固，教育及会议应用业务持续受益行业成长**  
公司以液晶显示主控板卡业务起家，基于板卡业务领域的优势，公司积极向下游业务拓展，其中教育用以及会议用交互智能平板是视源股份重点拓展的下游业务。根据奥维云网的数据，公司板卡与交互智能平板市占率分别占据全球和国内市场的第一位。

(1) **公司教育用交互智能平板品牌希沃产品优势突出，周边软硬件产品矩阵丰富，平板+系统+应用构建智慧教室整体解决方案，学校与教师对希沃的粘性进一步增强，将持续保持行业龙头地位。**政策利好及财政经费投入推动教育信息化 2.0 加速，保守估算校内+校外教育用交互智能平板目前市场空间近千亿，新建校推进、教育信息化渗透率提升、产品升级带来客单价提升将推动行业持续增长。希沃借助产品、渠道以及售后服务体系的优势将继续维持龙头地位 (18 年市占率为 36.5%)，拥抱行业高速增长红利。

(2) **公司高品质硬件 MAXHUB 打开企业用交互智能平板市场，智能会议解决方案粘住企业用户，未来持续受益行业发展。**从海外会议信息化服务商 ZOOM 发展经验来看，整体智能会议信息化解决方案能够大幅提升会议效率，企业用户粘性持续增强。大客户以及长尾客户持续贡献营收，整体渗透空间大。借鉴海外发展，我们认为国内会议潜在空间广阔，硬件+平台整体解决方案厂商将享受行业发展红利。公司 MAXHUB 作为行业龙头 (18 年市占率 25.4%)，持续领跑整个行业。

● **投资建议：长期竞争优势突出，有望持续成长为全球领先企业**  
业务方面，视源股份作为液晶显示板卡以及交互智能平板领域的龙头，长期成长动力清晰。财务方面，基于外协加工以及严格的回款把控，公司现金回流有效且稳定，现金流健康；资产周转能力强，造就高于行业水平的 ROE。我们预计公司 19-21 年 EPS 分别为 2.04/2.68/3.63 元，最新收盘价对应 PE 为 36/27/20 倍。考虑视源股份龙头地位以及教育用以及会议用智能交互平板行业未来需求增长的空间，给予 2019 年 40 倍 PE，根据我们的盈利预测，公司 19-21 年归母净利润复合增速 33.2%，对应 PEG 约 1.2 倍，对应合理价值 81.6 元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。

## 风险提示

智能板卡发展不及预期风险；教育与企业会议交互智能平板销售不及预期风险；行业竞争加剧风险；假设偏差导致行业空间测算误差。

## 盈利预测:

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	10,868	16,984	21,887	27,325	33,658
增长率 (%)	31.9	56.3	28.9	24.8	23.2
EBITDA (百万元)	832	1,343	1,589	2,108	2,812
净利润 (百万元)	691	1,004	1,340	1,756	2,379
增长率 (%)	-6.9	45.3	33.5	31.1	35.4
EPS (元/股)	1.70	1.53	2.04	2.68	3.63
市盈率 (P/E)	42.63	37.16	35.86	27.36	20.20
市净率 (P/B)	11.75	10.97	10.14	7.40	5.41
EV/EBITDA	32.98	25.41	27.55	19.91	14.03

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

## 公司评级

买入

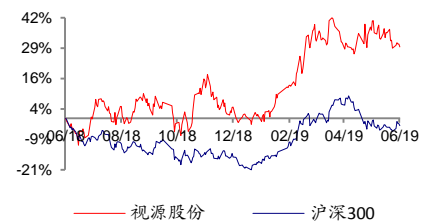
当前价格	72.65 元
合理价值	81.6 元

报告日期 2019-06-15

## 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	655.85/66.58
总市值/流通市值 (百万元)	47647/4837
一年内最高/最低 (元)	80.00/50.15
30 日日均成交量/成交额 (百万)	0.79/59.28
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	-2.41/23.84

## 相对市场表现



## 分析师:

旷实



SAC 执证号: S0260517030002

SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

## 分析师:

许兴军



SAC 执证号: S0260514050002

SFC CE No. BOI544



021-60750532



xuxingjun@gf.com.cn

## 相关研究:

联系人: 王帅 0755-23953620

wshuai@gf.com.cn

联系人: 叶敏婷 021-60759783

yeminting@gf.com.cn

## 目录索引

一、视源股份：国内领先的智能交互解决方案服务商 .....	5
二、智能显示板卡：核心业务，业务向下游延伸基础 .....	8
2.1 行业角度：终端电视超高清智能化需求推动行业发展 .....	8
2.2 显示板卡龙头强者恒强，支撑业务向下游延伸 .....	11
三、交互智能平板品牌希沃：教育交互平板拥抱信息化 2.0，公司优势凸显将持续领先 .....	14
3.1 教育信息化：政策利好，经费充足，应用场景从校内到校外延伸 .....	14
3.2 希沃：技术优势支撑硬件品牌，教育生态粘住用户 .....	20
四、交互智能平板品牌 MAXHUB：会议平板市场高速增长，公司持续领跑行业 .....	24
4.1 会议信息化规模：会议平板市场需求持续增长，带来会议效率提升 .....	24
4.2 MAXHUB：智能解决会议需求，品牌渠道以及客户资源优势明显 .....	26
五、智能控制组件：公司立足智能交互显示，积极拓展新领域 .....	29
六、公司治理：持续研发投入，管理文化自由 .....	33
6.1 战略布局：研发投入助力纵向产业一体，孵化器模式拓展横向多元平台 .....	33
6.2 运营模式：销售渠道多元，生产加工外包，财务政策谨慎 .....	34
6.3 管理文化：股权彰显分享与激励理念，注重员工自由与关怀 .....	36
盈利预测与投资评级 .....	38
营收拆分 .....	38
估值情况 .....	39
风险提示 .....	41

## 图表索引

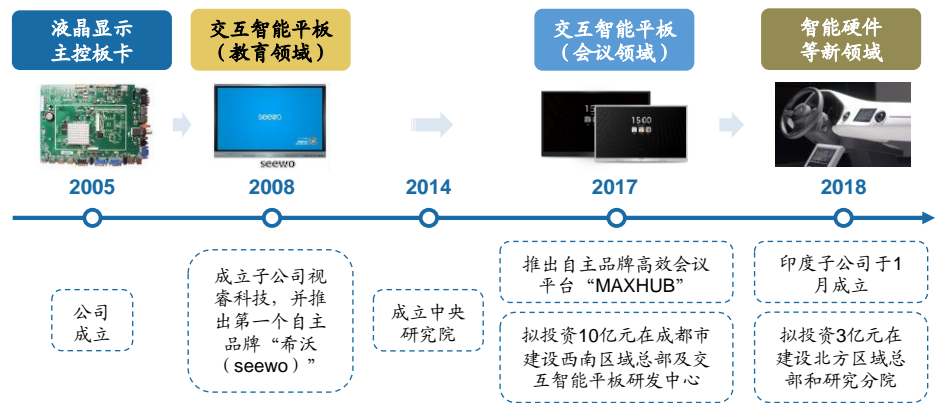
图 1: 视源股份业务发展历史概览.....	5
图 2: 视源股份营业收入.....	5
图 3: 视源股份归母净利.....	5
图 4: 视源股份现阶段主营产品.....	6
图 5: 视源股份各项业务营收占比.....	7
图 6: 视源股份各业务毛利率情况.....	7
图 7: 视源股份历年营业收入按地区划分情况.....	7
图 8: 网络电视界面示意图.....	8
图 9: 智能电视界面示意图.....	8
图 10: 中国智能电视渗透率逐步提升.....	9
图 11: 2019Q1 大尺寸面板 4K 渗透率饱和.....	10
图 12: 京东方展示的 8K 电视面板产品.....	10
图 13: 智能板卡结构上比非智能板卡更为复杂.....	11
图 14: 公司智能板卡平均价格高于非智能板卡.....	11
图 15: 公司智能板卡出货量占比不断提升.....	11
图 16: 公司智能板卡营收占比不断提升.....	11
图 17: 视源股份液晶显示主控板卡市占率位于全球第一且稳步提升.....	12
图 18: 以显示为核心, 产品不断向新领域横向延伸.....	12
图 19: 交互智能平板示意图.....	13
图 20: 交互智能平板产业链.....	13
图 21: 教育信息化 2.0.....	17
图 22: 全国教育经费总投入(亿元).....	17
图 23: 国家财政性教育经费(亿元).....	17
图 24: 教育信息化经费投入估算.....	18
图 25: 教育经费总投入分配占比.....	18
图 26: 2018H1 中国大陆 IWB 市场以义务教育为主.....	19
图 27: 希沃的 IWB 市场占有率(销量)逐步提升.....	21
图 28: 希沃的 IWB 市场占有率(销售额)逐步提升.....	21
图 29: 希沃产品体系.....	21
图 30: 希沃致力提供智慧教育整体解决方案.....	22
图 31: 教育信息化产业中购买者和使用者分离.....	22
图 32: 交互式智能平板政府招标和中标公告数(条).....	22
图 33: 希沃品牌在各省的服务网点数量.....	23
图 34: 公司会议在中国会议市场占比最大.....	24
图 35: 全国实有企业(含分支机构)数量稳步增长.....	24
图 36: 2018 年中国会议平板销量快速增长.....	25
图 37: 2018 年中国会议平板销售额快速增长.....	25
图 38: ZOOM 产品体系.....	25
图 39: 参加 ZOOM 会议的人数.....	26

图 40: 通过 ZOOM 系统参会时间.....	26
图 41: MAXHUB 国内市占率位列第一.....	27
图 42: MAXHUB 智能会议解决方案.....	27
图 43: MAXHUB 与下游优质客户开展紧密合作.....	28
图 44: 智能冰箱示意图.....	29
图 45: 智能抽油烟机示意图.....	29
图 46: 汽车中的车载显示屏类型.....	30
图 47: 视源股份智慧病房护理整体解决方案——智护屏.....	31
图 48: 餐饮行业解决方案.....	32
图 49: 电梯显示解决方案.....	32
图 50: 公司涵盖上游板卡到下游平板显示, 并积极布局人工智能基础技术.....	33
图 51: 公司研发费用率近期呈现回升.....	34
图 52: 公司研发人员数量增加.....	34
图 53: 视源股份孵化器孵化的优秀项目一览.....	34
图 54: 视源股份销售渠道多样化.....	35
图 55: 公司液晶显示主控板卡销售渠道占比.....	35
图 56: 公司交互智能平板销售渠道占比.....	35
图 57: 视源股份历年前五大外协厂商加工费金额情况.....	35
图 58: 视源股份应收账款周转天数远低于行业平均.....	36
图 59: 视源股份收入转化为现金的效率较高.....	36
图 60: 视源股份 PE-Bands.....	40
表 1: 公司各产品下游客户.....	7
表 2: 教学信息化发展趋势.....	14
表 3: 教育信息化相关政策.....	14
表 4: 教育用交互智能平板单价.....	20
表 5: 教育用交互智能平板市场空间测算.....	20
表 6: 希沃信鸽软件产品可用于数字化分析与决策.....	22
表 7: MAXHUB 在全国地区分布众多线下体验厅.....	28
表 8: 2019Q1 公司十大股东明细.....	37
表 9: 视源股份两次股权激励计划情况介绍.....	37
表 10: 视源股份盈利预测.....	38
表 11: 视源股份可比公司估值情况(市值统计截止 2019.6.14 收盘).....	39

## 一、视源股份：国内领先的智能交互解决方案服务商

广州视源电子科技有限公司成立于2005年12月，总部位于广州市黄埔区，于2017年1月在深圳证券交易所中小板上市。公司以液晶显示主控板卡业务起家，随后积极向下游领域延伸，于2008年和2017年相继推出核心品牌希沃、MAXHUB等交互智能平板产品。至今为止，公司已成为国内领先的以显控技术为核心的智能交互解决方案服务商。公司在显示驱动、信号处理、电源管理、人机交互、应用开发、系统集成等领域具备深厚的技术积累，产品广泛应用于家电、教育、企业服务领域，且应用场景仍在不断拓宽。

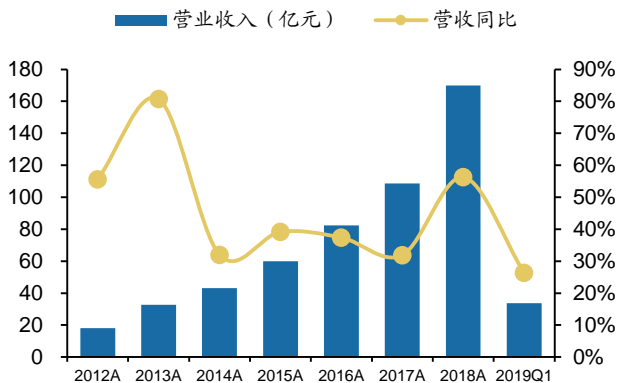
图 1：视源股份业务发展历史概览



数据来源：公司官网，招股说明书，广发证券发展研究中心

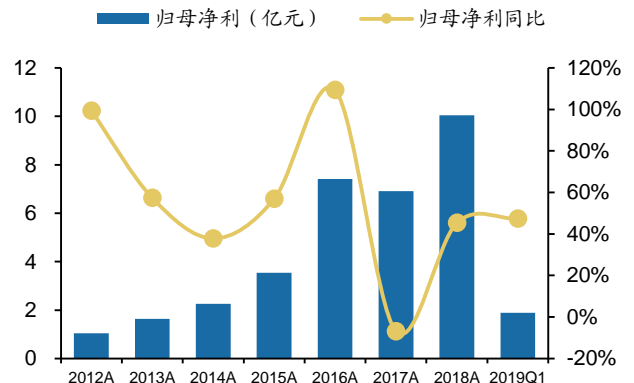
收入方面，公司 2018 年实现营业收入 169.84 亿元，2012-2018 年营收复合增速高达 56.7%。利润方面，2018 年实现归母净利润 10.04 亿元，公司 2012-2018 年归母净利润复合增速高达 60.7%。2017 年因液晶屏、芯片、PCB、分立器件等原材料价格上升以及汇率波动因素，归母净利润出现同比下滑。随着公司成本控制精细化管理推进，以及公司在供应商选型以及物料导入上持续的精力投入，原材料价格上涨带来的成本压力一定程度上得到了缓解，2018 年增长态势延续。

图 2：视源股份营业收入



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 3：视源股份归母净利润



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

目前公司主营业务分为液晶显示主控板卡、交互智能平板以及其他产品(智能家居、汽车电子、健康医疗)三大板块,其中以主控板卡与交互智能平板产品为主(2017、2018年二者合计占比分别达92%、88%)。

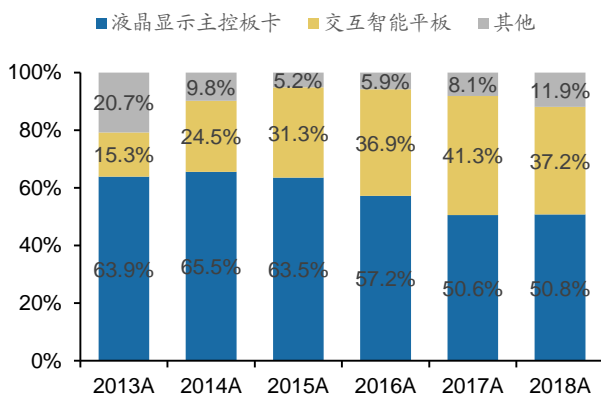
- **液晶显示主控板卡** (2018年营收86.31亿,占比50.8%,毛利率12.4%): 是公司基于Mstar、MTK、Realtek、Amlogic、RDA、海思等主流芯片平台推出的液晶电视的主控板卡系列产品,是液晶电视的核心部件之一。公司技术积累深厚、供应链体系成熟、客户资源优质(TCL、海信、海尔、康佳、长虹、创维、小米等液晶电视品牌商以及众多液晶电视行业OEM和ODM厂商),拥有领先竞争实力,2018年全球市占率超过35%(全球第一,相比2017年全球市占率进一步提升)。目前公司的板卡在传统电视领域的基础上,积极向白色家电领域延伸。
- **交互智能平板** (2018年营收63.23亿,占比37.2%,毛利率30.5%): 是公司以液晶显示主控技术为基础,结合其他软硬件技术开发出的交互式显示产品,是液晶显示主控板卡的下游应用。公司的交互智能平板有两个品牌,一是用于教育领域的希沃(seewo)品牌(运营主体为公司旗下全资子公司广州视睿电子科技有限公司),二是服务于企业会议领域的MAXHUB品牌(运营主体为公司旗下全资子公司广州视臻信息科技有限公司),2018年国内市占率均为第一。
- **其他: 智能家电、智慧医疗、商业显示等** (2018年营收20.29亿,占比11.9%,毛利率20.4%): 公司智能交互解决方案的应用领域延伸。公司持续在智能家电以及智慧医疗等领域投入,并于2018年2月收购上海仙视电子科技有限公司完成了商业显示相关领域的并购整合。上海仙视是数字标牌供应商龙头企业,2018年实现营收12.93亿元,实现归母净利0.87亿元。

图 4: 视源股份现阶段主营产品



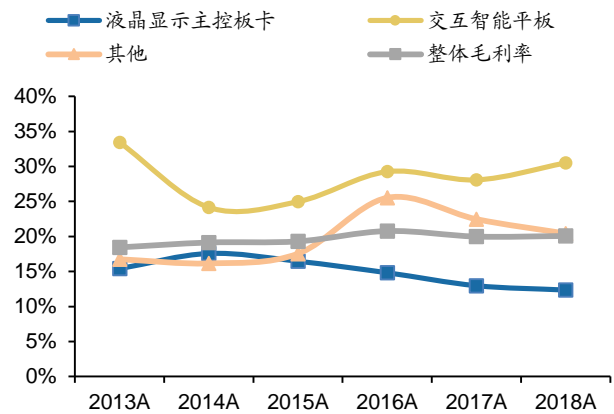
数据来源: 公司官网, 招股说明书, 广发证券发展研究中心

图 5: 视源股份各项业务营收占比



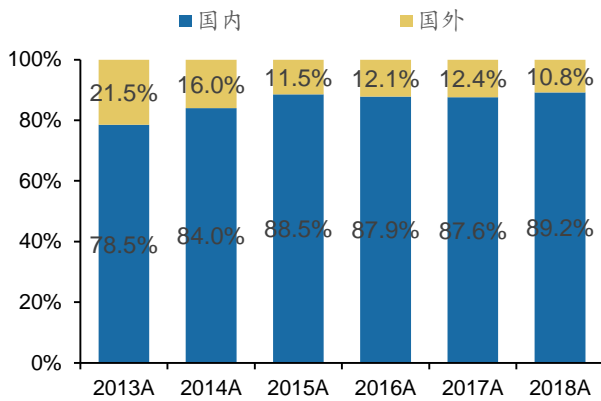
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 6: 视源股份各业务毛利率情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 7: 视源股份历年营业收入按地区划分情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 1: 公司各产品下游客户

产品系列	下游客户 (不完全统计)
液晶显示主控板卡	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
希沃交互智能平板	已成功应用于清华大学、北京大学、南开大学、上海市实验幼儿园、广州同德小学、山西省实验中学等院校的多媒体教室和实验室, 以及第16届亚运会、第9届中国企业领袖年会、2011西安世界园艺博览会、中央电视台等的交互展示及查询系统
MAXHUB交互智能平板	中国平安、腾讯、阿里巴巴、南方航空等多家全球500强企业

数据来源: 公司官网, 招股说明书, 广发证券发展研究中心

## 二、智能显示板卡：核心业务，业务向下游延伸基础

### 2.1 行业角度：终端电视超高清智能化需求推动行业发展

#### 智能电视大势所趋，市场空间不断提升

根据IHS数据，全球电视终端出货量已经进入稳定区间，但从结构来看，智能电视的占比不断提升。从需求端来看，智能电视能够带给消费者更加优异的操作体验。不同于传统电视只能在固定的时间段被动接收节目信息，网络电视可连接网络，获取互联网的资源，以实现视频内容的拓宽和体验的提升。智能电视则更进一步，具备了独立的操作系统，支持用户自行安装和卸载各类应用软件。消费者除了浏览互联网超高清视频、体验影院般的视觉效果之外，还可实现游戏、学习、购物、缴费等多种功能。创新功能的搭载以及其带来的更佳体验带动了消费者对智能电视强劲的需求，助力智能电视的渗透率不断提升。

图 8：网络电视界面示意图



数据来源：ZCOOL，广发证券发展研究中心

图 9：智能电视界面示意图

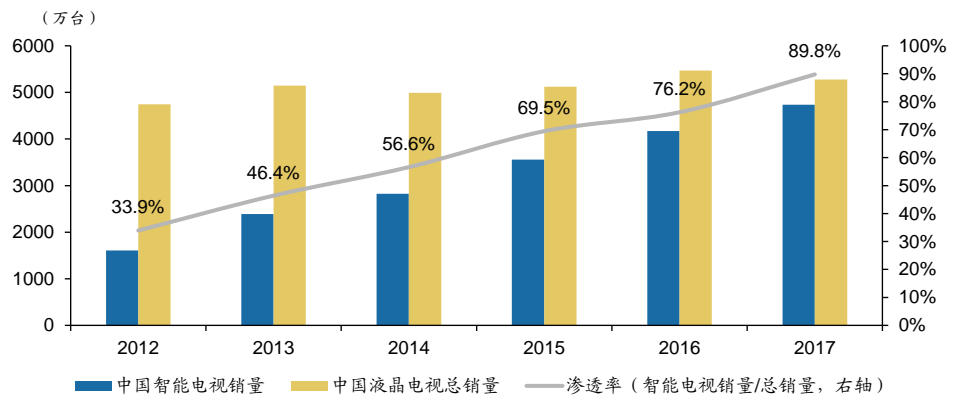


数据来源：ZCOOL，广发证券发展研究中心

智能电视渗透率近年来快速提升，未来市场空间仍将继续成长。根据前瞻研究院统计，2017年国内智能电视销量达4736.5万台，占国内液晶电视总销量5276.5万台的89.8%，预计在2018年占比突破90%，而在2012年该比率仅有34%。展望未来，一方面我们认为智能电视销量占总销量的比率仍有进一步提升的空间，另一方面考虑到全球市场巨大的存量替换空间，我们认为智能电视将进一步推动消费者对存量电视的替换，实现进一步的成长。



图 10: 中国智能电视渗透率逐步提升



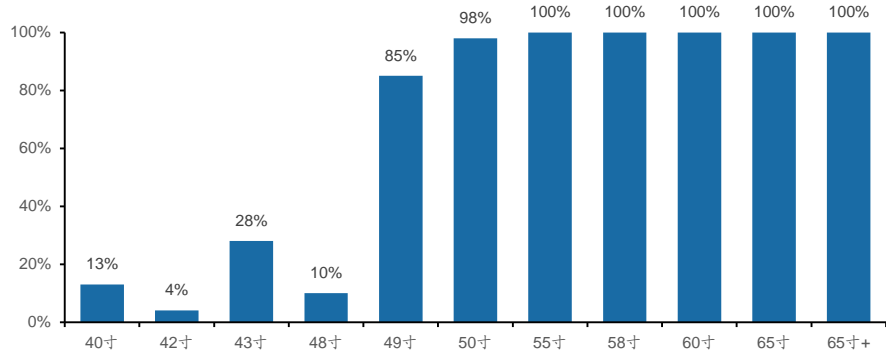
数据来源: 产业在线, 前瞻产业研究院, 广发证券发展研究中心

### 超高清视频发展规划发布, 超高清电视产业化推进

政策层面来看, 2019年3月, 工信部、国家广播电视总局以及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)》(简称“《行动计划》”), 提出将按照“4K先行, 兼顾8K”的总体技术路线, 大力推进超高清视频产业发展和相关领域的应用, 是我国继视频数字化、高清化新一轮重大技术革新。硬件端的重点任务包括推进超高清电视等重点产品的产业化, 预计到2020年符合高动态范围(HDR)、宽色域、三维声、高帧率、高色深要求的4K电视终端销量要占到电视总销量的40%以上; 到2022年要全面普及4K电视终端。8K电视终端销量要占到电视总销量的5%以上。同时《行动计划》还提出加快广播电视、文教娱乐、安防监控、医疗健康以及智能交通等领域的创新应用。政策鼓励的重点创新应用领域与目前视源股份下游应用场景相契合。

从数据上来看, 4K电视(屏幕分辨率达3840\*2160像素的超高清电视)近年来快速发展, 渗透率不断提升。奥维云网数据显示, 在55寸及以上的电视产品中目前4K的渗透率已达100%。展望未来, 我们认为55寸以下的电视产品4K渗透率仍将进一步提升, 带动UHD面板的渗透率提升, 同时液晶电视大屏化也将进一步拓宽4K电视的市场空间, 超高清进一步推进。按照《行动计划》的规划目标, 预计到2020年符合高动态范围(HDR)、宽色域、三维声、高帧率、高色深要求的4K电视终端销量要占到电视总销量的40%以上; 到2022年要全面普及4K电视终端。

图 11: 2019Q1大尺寸面板4K渗透率饱和



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

4K之后8K电视则将成为液晶电视下一个“风口”所在。8K电视是指屏幕分辨率达到7680x4320像素的电视产品, 拥有4K电视的4倍分辨率, 是超高清发展的下一个方向。目前面板厂商和品牌厂商都在大力推进, 部分厂商如京东方等已经逐步导入了8K面板的量产。按照《行动计划》的规划目标, 到2022年8K电视终端销量要占到电视总销量的5%以上, 8K电视规模有望迎来快速提升。

图 12: 京东方展示的8K电视面板产品



数据来源: 中关村在线, 广发证券发展研究中心

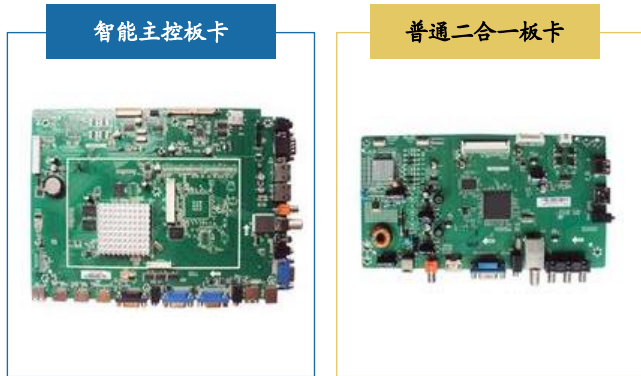
### 电视智能化与超高清推动上游板卡智能化, 提升板卡价值量

智能电视与超高清电视对上游液晶显示主控板卡提出了更高的要求, 推动板卡智能化进程。智能电视所用的板卡除了具备传统板卡的基础功能之外, 还需要具备高性能的处理器、搭载操作系统、提供网络模块与数据接口、以及集成传感器、通信、语音等模块, 从而实现创新应用搭载与人机交互增强的目的, 同时UHD超高清电视所用板卡需要支持更高级的解码技术, 这些都让智能板卡在结构上相比传统板卡变得更加复杂。我们认为, 在下游智能与超高清电视渗透率进一步提升的大背景下, 智能板卡的渗透率也将不断提升。

同时, 板卡智能化进程推动了价值量的提升。智能板卡由于结构上更加复杂、技术上难度提升, 生产工序也提出了更高的要求, 人工成本也相应提升, 从而单位加工

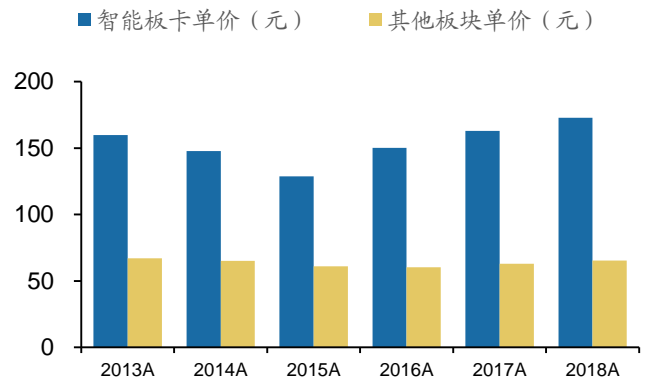
成本高于传统板卡。反应到产品售价上，智能板卡价格会达到传统板卡的2-3倍（以视源股份产品为例，2018年公司智能板卡平均售价是非智能板卡的2.6倍）。随着智能板卡渗透率的进一步提升，我们认为液晶显示主控板卡的平均价值量也将迎来提升，进一步推动主控板卡厂商的业绩增长。

图 13: 智能板卡结构上比非智能板卡更为复杂



数据来源：公司官网，招股说明书，广发证券发展研究中心

图 14: 公司智能板卡平均价格高于非智能板卡

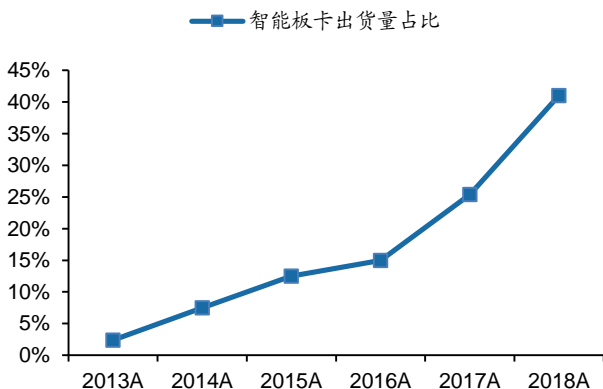


数据来源：公司官网，招股说明书，广发证券发展研究中心

## 2.2 显示板卡龙头强者恒强，支撑业务向下游延伸

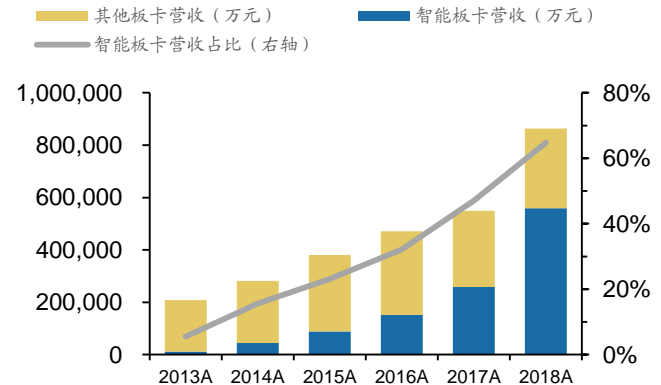
视源股份作为全球液晶显示主控板卡的龙头企业，将持续受益于行业红利。相比其他竞争对手而言，公司深耕液晶显示领域多年，在技术与人才储备上积累深厚，推出三合一和智能板卡等产品引领行业发展方向，目前公司智能板卡出货量和营收占比已从2012年的2.4%和5.5%提升至2018年的41.0%和64.8%。客户资源方面，公司下游客户有TCL、海信、海尔、康佳、长虹、创维、小米、微鲸、Vizio、夏普、东芝、松下等知名企业。同时公司是全球规模最大的液晶显示主控板卡龙头企业，市占率从2013年的12.9%提升至2018年的35.0%以上，稳居全球第一。

图 15: 公司智能板卡出货量占比不断提升



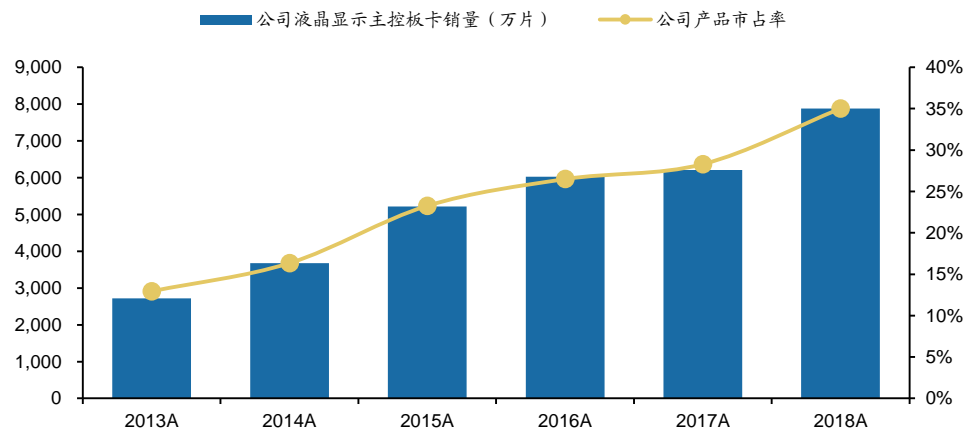
数据来源：招股说明书，公司年报，广发证券发展研究中心

图 16: 公司智能板卡营收占比不断提升



数据来源：招股说明书，公司年报，广发证券发展研究中心

图 17: 视源股份液晶显示主控板卡市占率位于全球第一且稳步提升



数据来源: 公司官网, 招股说明书, 广发证券发展研究中心

公司在智能板卡上的优势是业务向下游延伸的关键。智能交互显示行业以显示媒介为载体, 下游应用领域广泛, 潜在市场空间大, 因此积极往下游其他领域延伸, 是厂商做大规模实现持续成长的重要方向。其中交互智能平板是视源股份重点拓展的下游业务。

图 18: 以显示为核心, 产品不断向新领域横向延伸



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

交互智能平板又称交互式液晶一体机 (IWB, Interactive White Board, 中文为交互显示产品或互动式电子白板), 是以高清或超高清液晶屏显示, 具备书写、批注、绘图、屏幕捕获、多媒体播放、多屏互动、视频会议、文件管理、白板共享、智能浏览、远程控制等功能的一体机设备, 产品融合了人机交互、液晶显示、多媒体信息处理、网络传输等多项技术, 集成了电视、电脑、投影机、触摸屏、电子白板等产品多种功能, 通过针对各行业定制开发的应用软件, 在教育、会议、媒体、广告、交通、金融、酒店、医疗等商用显示领域都有着广泛的应用。

随着国民经济的持续稳定增长和社会发展进程的加快, 商用大屏显示市场需求日益增加, 大屏显示技术和市场也逐步发展起来, 教育、会议、媒体、广告等行业对大屏显示设备的需求不断增长。与零售终端市场相比, 商用显示市场有着独特的市场特性, 各行业用户应用环境差异较大, 客户需求差异化特征明显。视源股份目前重

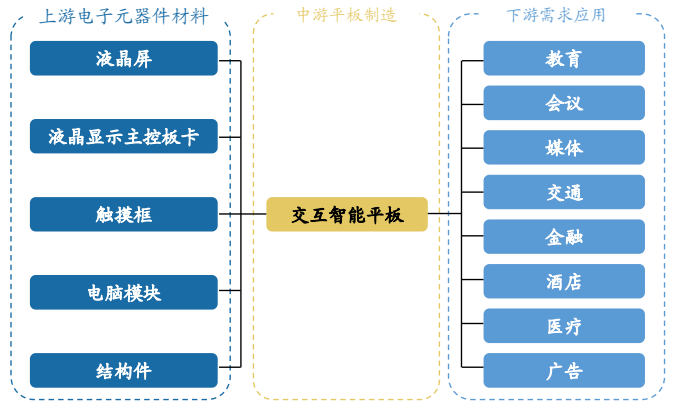
点开拓在教育以及会议场景的应用。

图 19: 交互智能平板示意图



数据来源: 公司20190307公告, 广发证券发展研究中心

图 20: 交互智能平板产业链



数据来源: 公司官网, 招股说明书, 广发证券发展研究中心

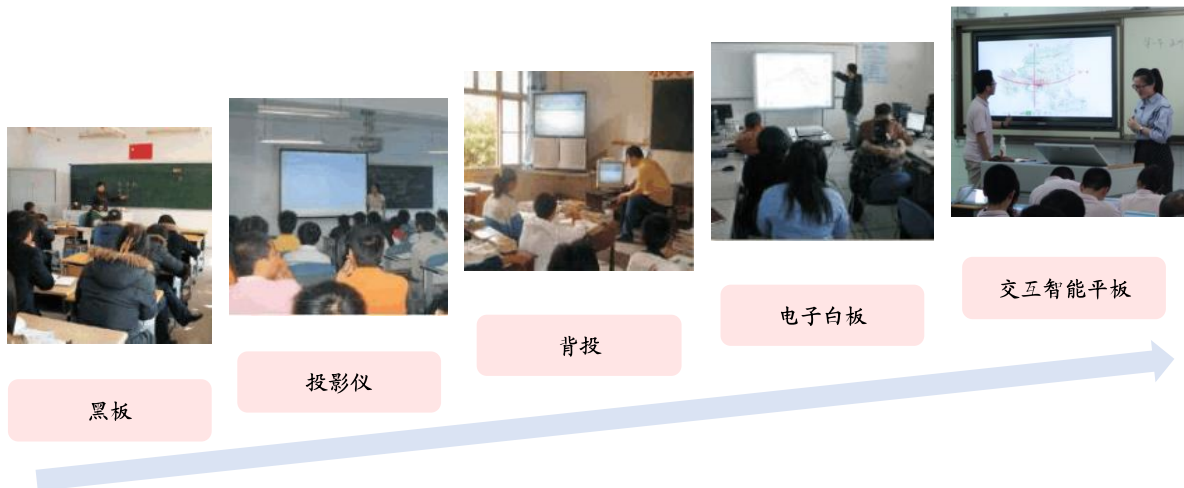
### 三、交互智能平板品牌希沃：教育交互平板拥抱信息化

#### 2.0，公司优势凸显将持续领先

##### 3.1 教育信息化：政策利好，经费充足，应用场景从校内到校外延伸

教育是交互智能平板最主要的应用领域之一，以IWB为代表的软硬件产品符合教育模式变革发展趋势。交互智能平板集合了触控显示与操作与数据传输功能，可供教师在课堂上与学生互动、实时对学生表现作出评价以及实现资料共享等多种操作，提高教学效果与学生兴趣；而其他软硬件产品则可实现智能阅卷、获取教学数据及时做出评估反馈等，有助于后续教学活动的改善和进步。当下，在政策财政推动叠加技术进步的背景下，交互智能平板等信息技术产品一方面将于教室应用中持续渗透，另一方面将从教室走向全校园，市场空间将进一步迎来快速提升。

表 2：教学信息化发展趋势



数据来源：希沃官网，百度文库，广发证券发展研究中心

##### 政策：政策层面持续推动教育信息化，国家经费持续投入

从“三通两平台”到“三全两高一”，教育信息化在2.0时代快速发展。教育信息化是指在教育领域（教育管理、教育教学和教育科研）全面深入地运用现代信息技术来促进教育改革与发展的过程。2010年7月，中共中央、国务院印发了《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010-2020年）》，首次提出信息技术对教育发展具有革命性影响；2012年3月，教育部发布《教育信息化十年发展规划（2011-2020年）》，教育信息化工作正式开启，我国进入教育信息化1.0时代。2018年4月教育部正式印发《教育信息化2.0行动计划》，教育信息化进入2.0时代。

表 3：教育信息化相关政策

名称	颁布时间	颁布机构	相关内容
《国家中长期教育改革和发展规划纲要	2010年7月	教育部	加快教育信息基础设施建设，把教育信息化纳入国家信息化发展整体战略。提前部署教育信息网络。

〈2010-2020年〉

《教育部办公厅关于成立教育信息化领导小组的通知》	2011年8月	教育部	成立“教育部信息化领导小组”。下设教育信息化推送办公室。具体负责教育信息化推进工作
《教育部关于开展教育信息化试点工作的通知》	2012年1月	国务院	用4年左右时间,总体完成100个左右区域试点和1600所左右学校试点
《教育信息化十年发展规划〈2011-2020〉》	2012年3月	教育部	推进信息技术与教学融合。建设智能化教学环境,提供优质数字教育资源和软件工具。利用信息技术开展启发式、探究式、讨论式、参与式教学。鼓励发展性评价。探索建立以学习者为中心的教学新模式。倡导网络校际协作学习。提高信息化教学水平。
全国教育信息化工作电视电话会议	2012年9月	教育部、国务院	刘延东同志在会上强调:“十二五”期间,要建设好“三通两平台”这个教育信息化建设的核心目标与标志工程,以这次会议为起点,教育信息化以“三通两平台”为标志的建设工程在全国普遍实施。
《关于进一步加强教育管理信息化工作的通知》	2013年7月	教育部	明确教育信息化的建设目标:即建设教育管理信息系统,建成国家教育管理公共服务平台,加强两集建设,推动五级应用,加大推进力度,保证经费投入
《关于全面改善贫困地区义务教育薄弱学校基本办学条件的意见》	2013年12月	教育部、国发委、财政部	推进农村学校教育信息化,要逐步提升农村学校信息化基础设施与教育信息化应用水平,加强教师信息技术应用能力培训,推进信息技术在教育教学的深入应用,使农村地区是省边界共享优质数字教育资源
《2014年教育信息化工作要点》	2014年3月	教育部	对2014年教育信息化工作核心目标作出指示,主要包括完成8.5万所中西部中小学宽带网络接入。探索建立系统推进基础性资源和个性化资源开发应用。全面完成国家、省级教育信息化中心建设。
《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》	2015年6月	教育部	探索新型教育服务供给方式鼓励互联网企业与社会教育机构根据市场需求开发数字教育资源。鼓励学校利用数字教育资源及教育服务平台,探索基础教育、职业教育等教育公共服务提高新方式
《教育部2016年工作要点》	2016年2月	教育部	加快推动信息技术与教育教学融合创新发展,大力推进“三通两平台”建设与应用。深入开展“一师一优课,一课一名师”活动。加快推进“网络学习空间人人通”。提高师生信息素养,普及信息化教学常态应用
《中国国民经济和社会发展“十三五”规划纲要》	2016年3月	国务院	加快实施“三通两平台”建设工程。继续支持农村中小学信息化基础设施建设。通过购买服务建设国家级优质教育资源平台。以职业教育和应用型高等教育为重点,发展现在远程教育和在线教育。
《教育信息化“十三五”规划》	2016年6月	教育部	要建立健全教师信息技术应用能力标准,将信息化教学能力培养纳入师范生培养课程体列入高校和中小学办学水平评估、校长考评的指标体系。信息化教学能力将纳入学校办学水平考评体系
《教育部2017年工作要点》	2017年1月	教育部	完善“三通两平台”建设与应用,基本实现各级各类学校互联网全覆盖。深入开展“一师一优课,一课一名师”活动。开展系统性精品在线公共课程、核心课程群建设。完成1000万教师信息技术培训任务
《2017年教育信息化工作要点》	2017年2月	教育部	要基本实现具备条件的学校互联网全覆盖。国家教育资源公共服务体系服务用户超过7000万人。支持全国200万个以上的班级实现资源共享,力争网络学习空间开通数量超过7500万个。完成全国中小学教师信息技术培训任务
2017年全国教育信息化工作会议	2017年4月	教育部	提出积极引导产业界,与学校联合起来。开发适用、好用、易用的应用软件和工具软件。为广大师生提供技术支撑和保障

《2018 年教育信息化和网络安全工作要点》	2018 年 3 月	教育部	加强对教育系统网络安全和信息化工作的统筹协调。完善顶层设计，出台信息化 2.0 行动计划。印发加快推进“网络学习空间人人通”的指导意见。进一步健全政策体系。
《教育信息化 2.0 行动计划》	2018 年 4 月	教育部	通过实施教育信息化 2.0 行动计划，到 2022 年基本实现“三全两高一”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。
《高等学校仍共智能创新行动计划》	2018 年 4 月	教育部	一是到 2020 年，基本完成适应新一代人工智能发展的高校科技创新体系和学科体系优化布局；二是到 2025 年，高校在新一代人工智能领域科技创新能力和人才培养质量显著提升，取得一批具有国际重要影响的原创成果；三是到 2030 年高校成为建设世界主要人工智能创新中心的核心力量和引领新一代人工智能发展的人才高地
《网络学习空间建设与应用指南》	2018 年 5 月	教育部	“网络学习空间人人通”是“三通两平台”的重要组成部分，是构成网络化、数字化、个性化、终身化的教育体系与推动教育教学创新的有效途径。为推动网络学习空间的深入发展，规范网络学习空间的建设与应用，促进教学方式与学习方式变革，创新教育服务模式与管理体制机制而订立
中小学数字校园建设规范（试行）	2018 年 5 月	教育部	《规范》明确，数字校园建设的总体要求是坚持“深化应用，融合创新”的基本思想，采用云服务模式统一规划。分步实施，以促进区域的均衡发展和学校教育的质量提升。实现校园环境数字化、信息系统互联互通、用户信息素养提升和学习方式和教育教学模式创新

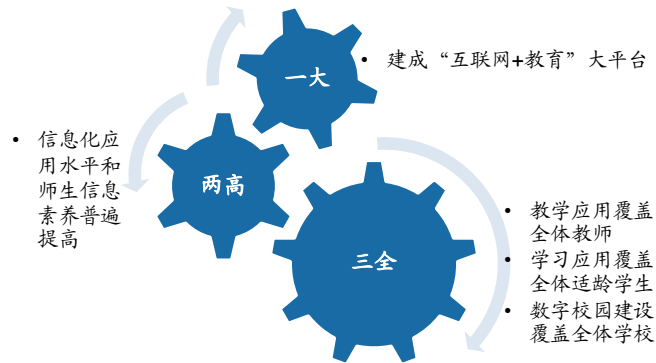
数据来源：国务院，教育部，广发证券发展研究中心

**教育信息化1.0:** 至2018年初，教育信息化1.0在一系列政策推动下，已经取得了众多成就，包括“三通两平台”方面的进展：（1）宽带网络校校通：全国中小学互联网接入率从25%提高到90%；（2）优质资源班班通：多媒体教室的比例从不足40%增加到83%；（3）网络学习空间人人通：教师和学生网络学习空间数量从60万个激增到6300多万个；以及“两平台”（教育资源公共服务平台、教育管理公共服务平台）的重大进展等。这一阶段完成了信息技术教学起步和应用，带动了以交互智能平板为代表的多媒体设备产品的初步发展，我国教育信息化的支出也从2013年的1959亿元增至2017年的2731亿元。

**教育信息化2.0:** 教育信息化2.0是建立在1.0时代的基础上，致力于信息技术与教育模式的深度融合与创新，到2020年完成“三全两高一”的基本目标：（1）“三全”：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；（2）“两高”：信息化应用水平普遍提高、师生信息素养普遍提高；（3）“一大”：互联网+教育大平台。我们预计，在国家对教育领域的支持持续大力推进的背景下，教育信息化在2.0时代将加速发展，投入将进一步增长，这些举措将进一步推动以交互智能平板为代表的信息技术产品的深入应用，推动软硬件产品市场空间的进一步提升。



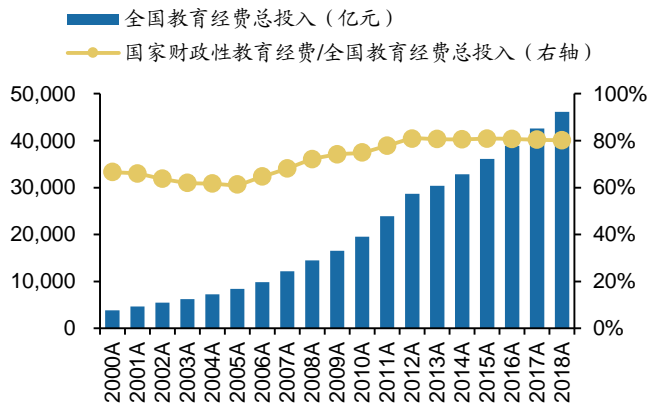
图 21: 教育信息化2.0



数据来源：教育部，广发证券发展研究中心

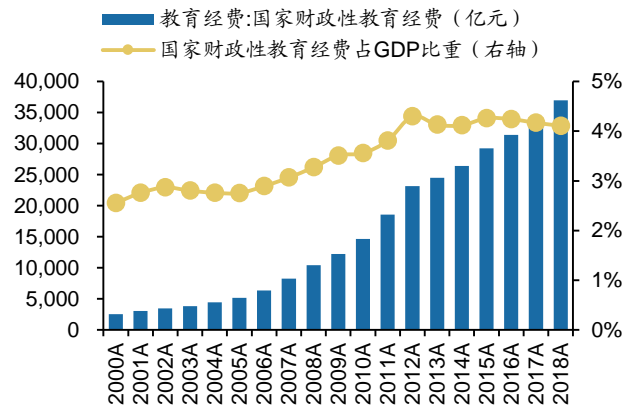
从经费投入上来看，2018年教育信息化经费投入估算已达3690亿元，教育信息化经费投入呈现逐年增长的态势。根据教育部发布的《2018年全国教育经费统计快报》来看，2018年全国教育经费总投入为46,135亿元，同比增长8.39%。其中，国家财政性教育经费为36,990亿元，同比增长8.13%。2018年国家财政性教育经费占GDP比重为4.11%，自2012年以来一直维持在4%以上。2011年教育部明确提出：“各级政府在教育经费中按不低于8%的比例列支教育信息化经费，保障教育信息化拥有持续、稳定的政府财政投入”，若以此比例估算教育信息化经费投入规模，到2018年全国教育信息化教育经费投入规模已达3690亿元。并且随着教育信息化2.0推进，经费投入还会持续增长。

图 22: 全国教育经费总投入（亿元）



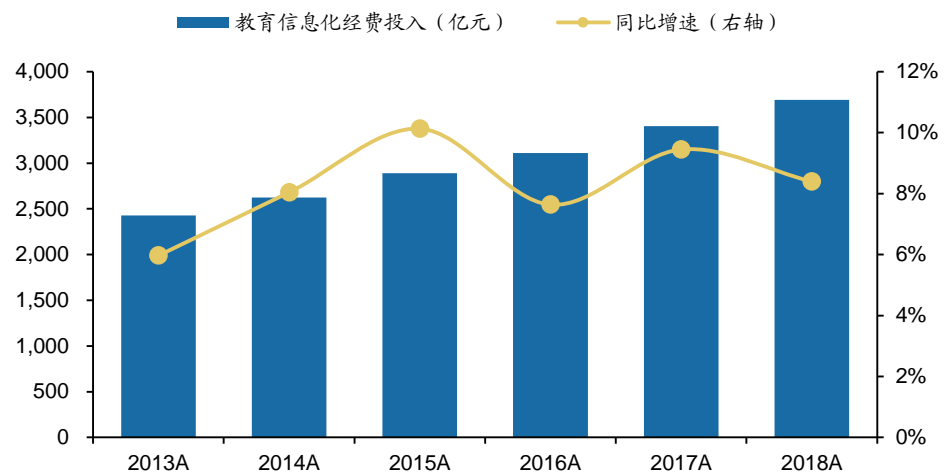
数据来源：教育部，国家统计局，广发证券发展研究中心

图 23: 国家财政性教育经费（亿元）



数据来源：教育部，国家统计局，广发证券发展研究中心

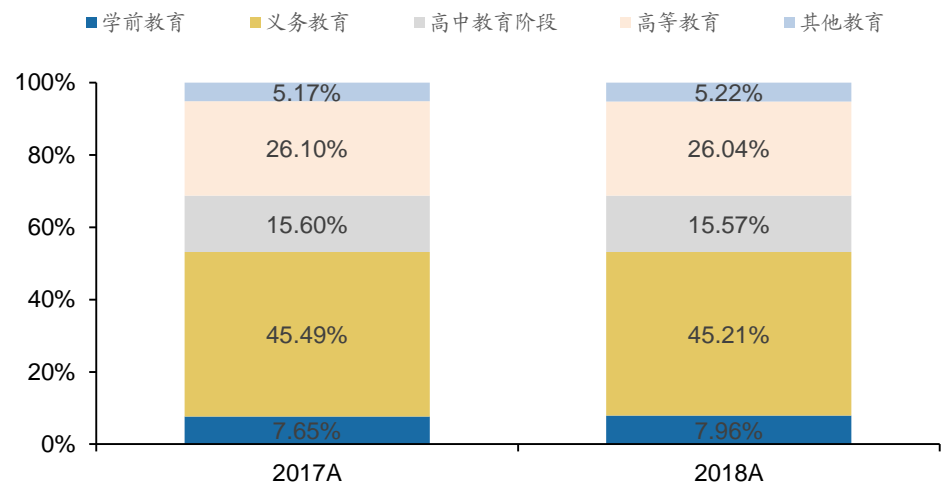
图 24: 教育信息化经费投入估算



数据来源: 教育部, 广发证券发展研究中心

教育经费分配结构上, 义务教育阶段占近一半经费。从教育经费的具体分配结构来看, 根据教育部披露的《全国教育经费执行情况统计公告》, 2018年教育经费总投入在学前教育、义务教育、高中阶段教育、高等教育和其他教育间的分配占比分别为7.96%、45.21%、15.57%、26.04%、5.22%。教育信息化投入作为教育经费重点用途之一, 我们认为在各阶段教育中的分配与整体教育经费的分配结构大致相当。义务教育阶段以及高等教育阶段的占比排前, 高中阶段、学前教育以及其他教育次之。

图 25: 教育经费总投入分配占比



数据来源: 教育部, 广发证券发展研究中心

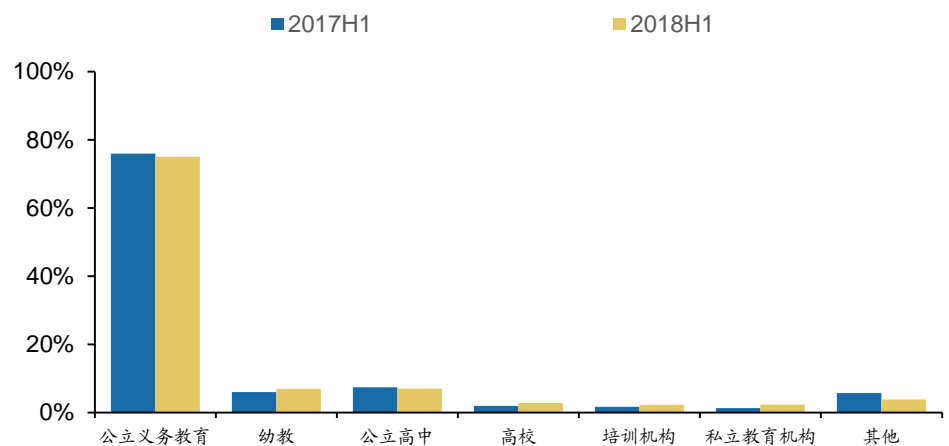
### 教育用交互智能平板空间测算

在政策以及经费的支持下, 校园教育信息化装备的采购预算较为充足, 交互智能平板是智慧教室建设的重要入口。根据中国教育装备采购网披露的信息, 学校基础设

施招中标采购内容主要包含教室建设、宿舍建设、餐厅建设、文化建设、绿化建设等装备设施。从产品线来看，教室招中标数量居于首位，中标数量大。信息化教室建设过程中，智慧教室的搭建承担着让教学更高效、智能的任务。各学校积极推进智慧教室的建设，集“黑板”、“投影机”、“电子白板”、“智能平板”为一体的交互智能平板是智慧教室的重要入口之一。

**基教对于交互智能平板需求持续增长，高中、幼教、高校以及培训机构未来将持续渗透。**从应用场景来看，交互智能平板在教育领域的应用场景除了从小学到高校的校内场景之外，还有包括幼儿园、K12培训机构、素质教育培训机构、职业教育培训机构等非学历制学校应用场景。我们认为交互智能平板在各教育领域的渗透方向将与教育经费的分配占比一致，渗透将从公立到私立，从学历制到非学历制。根据奥维云网的数据，2018H1中国大陆用于公立义务教育的IWB占比达到75%，分布情况与教育经费的分配占比结构一致。公立义务教育阶段在交互智能平板保有量市场中虽然份额最高，但根据中国教育装备采购网披露的最新数据，基础教育阶段仍是交互智能平板最主要的需求方。2019年5月基教智能平板市场政府采购需求份额达53.12%，基础教育阶段对于交互智能平板的需求仍在持续增长。未来高中、幼教、高校以及培训机构将是重点渗透的方向。

图 26: 2018H1 中国大陆 IWB 市场以义务教育为主



数据来源：奥维云网，广发证券发展研究中心

我们认为交互智能平板市场增长点主要在以下几方面，可以分校内市场以及校外市场来看：

校内市场的增长点主要在于：（1）存量硬件的更新换代：交互智能平板在2010年左右进入教育场景，当前存量市场存在较强的更新换代需求，硬件产品在功能以及尺寸上的升级也将拉动存量市场的更新换代需求；（2）未渗透的存量校：包括私立以及公立，以幼教、高中、高校为主，义务教育阶段渗透率也在持续提升；（3）新建校以及存量校扩建带来的新增教室。

除了校内市场，校外培训机构也是未来交互智能平板重点拓展的领域。根据教育部对于K12校外培训机构的专项整治工作来看，2018年下来全国共摸排校外培训机构40.11万所，98.9%的问题机构完成整改。专项整治工作的数据表明全国规模以上的校外培训机构数量在40万所以上，并且随着专项整治工作的推进，校外培训机构的

建设也会更加规范化；在激烈的市场竞争下信息化教室的建设也是培训机构提高招生竞争力的因素之一。除了K12校外培训机构之外，职业教育培训机构也是交互智能平板重点的校外应用场景。随着双师模式的推进，K12以及职业教育校外培训机构的双师教室建设也将带来大量硬件需求。

单价方面，我们选取市占率排前的希沃以及鸿合科技交互智能平板单价进行说明。以智能教育平板总的销售收入/销量作为教育用交互智能平板单价，2018年希沃平均单价为11421元，鸿合科技智能交互平板单价为9392元。综合考虑品牌以及型号尺寸的差异，我们保守估算小学、初中、高中以及高校等校内市场采购均价为10000元/台，幼教以及培训机构采购均价为8000元/台。

**表 4: 教育用交互智能平板单价**

	2016A	2017A	2018A
<b>希沃</b>			
销售收入(万元)	293,476	417,294	567,591
销量(估)(万台)	28.83	37.50	49.70
平均单价(估)(元)	10,180	11,128	11,421
<b>鸿合科技智能交互平板</b>			
销售收入(万元)	117,643	192,295	276,495
销量(万台)	13.92	19.99	29.44
平均单价(元)	8,451	9,620	9,392

数据来源：视源股份年报，鸿合科技招股说明书，奥维云网，广发证券发展研究中心

基于以上假设，我们保守估算教育用交互智能平板潜在市场空间超过927亿，随着新建校推进（入学率提升以及小班化推动）、教育信息化渗透率提高、产品升级带来的单价提升，市场规模还将持续提高。以上测算仅考虑国内市场，未来海外市场也将持续为国内厂商贡献营收增量。

**表 5: 教育用交互智能平板市场空间测算**

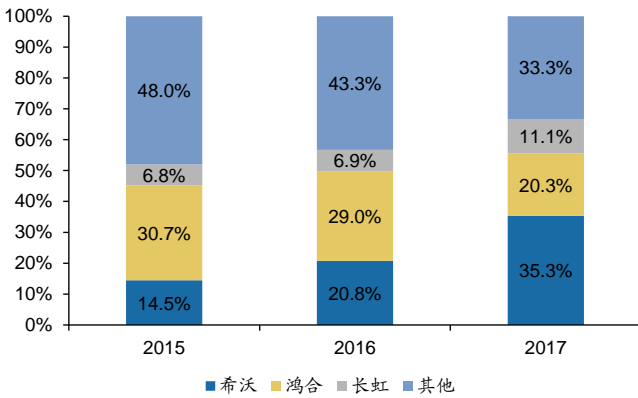
阶段	2018年年底学校数(所)	平均单所学校需求数量(台)	单价(元/台)	市场规模(亿元)
幼儿园	266,700	5	8,000	106.7
小学	161,800	30	10,000	485.4
初中	52,000	25	10,000	130.0
高中	13,700	25	10,000	34.3
高校	2,663	40	10,000	10.7
培训机构	400,000	5	8,000	160.0
合计				927

数据来源：教育部，广发证券发展研究中心

### 3.2 希沃：技术优势支撑硬件品牌，教育生态粘住用户

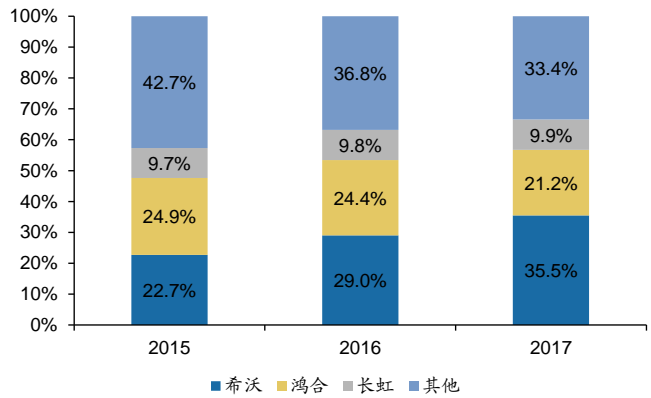
希沃品牌目前是IWB市场的龙头企业，市占率位列第一。奥维云网数据显示，希沃品牌成长迅速，销量和销售额的市场份额分别从2015年的14.5%和22.7%迅速提升至2017年的35.3%和35.5%。2018年希沃销售额市占率进一步提升到36.5%。

图 27: 希沃的IWB市场占有率 (销量) 逐步提升



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图 28: 希沃的IWB市场占有率 (销售额) 逐步提升



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

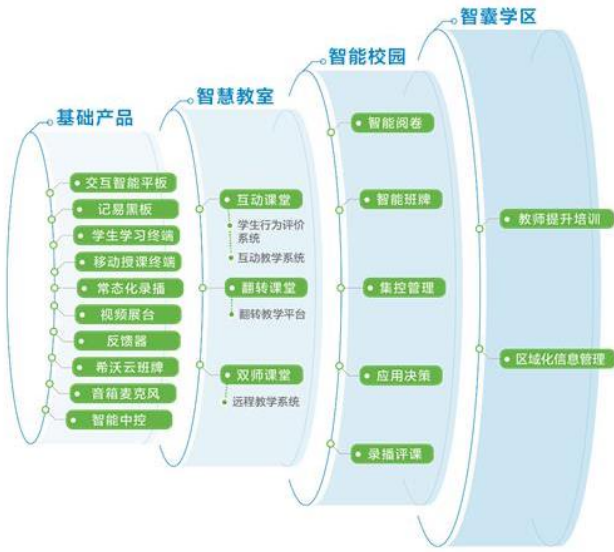
不仅仅是硬件, 更是教学生态, 周边软硬件配套以增强用户粘性。希沃的产品体系不仅包含交互智能平板以及配套硬件, 还包含数字管理服务系统以及教学常态化应用。随着教育信息化的持续推进, 学校等产品实际使用者的体验将越来越重要。而希沃在交互智能平板以外的软硬件产品上也具有深厚积累, 打造了信鸽软件、云班牌等一系列周边产品, 帮助学校与教师获取数据并进行分析等, 增强了用户体验, 提高了用户的粘性。展望未来, 希沃将拥抱教育信息化2.0的浪潮, 开始从“三教”(为教师在教室内提供教学应用高效工具)向“三务”(学务、教务、校务)延展, 不仅仅打造智慧教室, 还要致力提供智能校园和智囊学区的整体解决方案, 周边软硬件产品矩阵将不断丰富, 进一步增强学校与教师对希沃产品的粘性。

图 29: 希沃产品体系



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

图 30: 希沃致力提供智慧教育整体解决方案



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

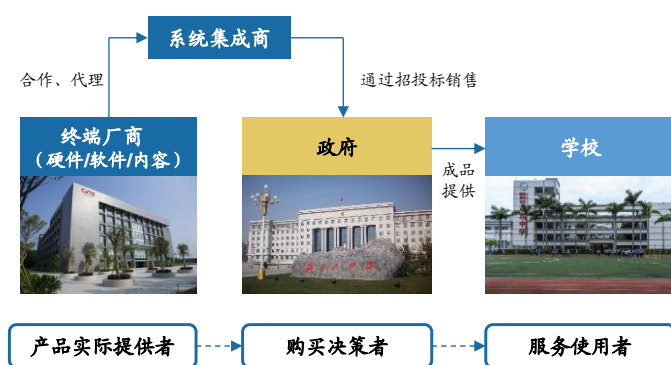
表 6: 希沃信鸽软件产品可用于数字化分析与决策



数据来源: 希沃 (seewo) 官网, 广发证券发展研究中心

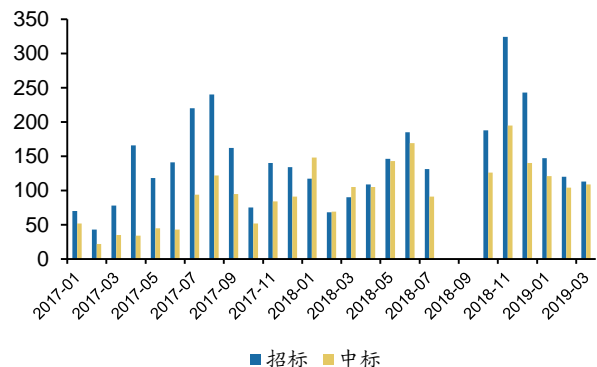
在强大的硬件+系统+软件产品组合下, 希沃构建了独特的品牌溢价, 在教学装备独特的采购流程中建立了良好的产品口碑。在整个教育信息化产业链中, 视源股份等终端厂商是产品的提供者, 其需要和系统集成商一起合作去参与招投标环节 (由于教育市场的地域分散性和政府付款周期的存在, 与专业集成商合作是较为经济的方式), 政府是购买的决策者, 决定要购买哪个品牌的产品, 再把产品提供给实际使用者——学校。因此政府的偏好 in 交互智能平板的销售中地位更加重要, 而希沃相比其他竞争对手, 产品技术含量高、返修率低、性价比高, 在全国各地区的政府招投标中屡屡斩获千万级别的大单, 实现快速成长, 同时在自己市场份额提升的过程中, 希沃也逐步建立起了自己独特的品牌溢价。未来, 希沃还将持续向私立学校以及培训机构渗透, 通常私立学校以及培训机构采购的渠道会参照公立学校的渠道。希沃在TO G业务中积累的良好口碑将有利于希沃业务向私立学校以及培训机构渗透。

图 31: 教育信息化产业中购买者和使用者分离



数据来源: 教育装备采购网, 广发证券发展研究中心

图 32: 交互式智能平板政府招标和中标公告数 (条)

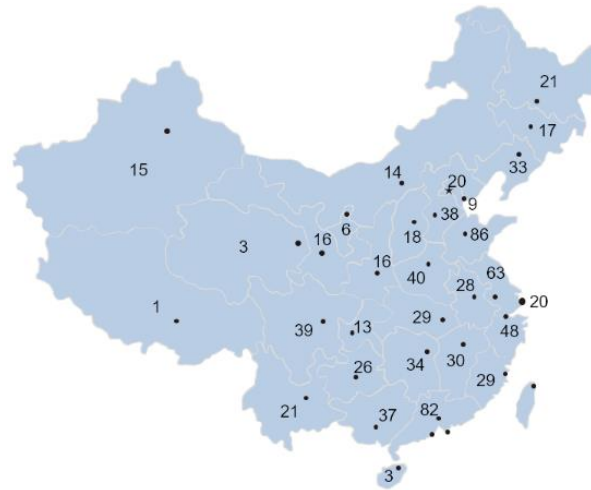


数据来源: 教育装备采购网, 广发证券发展研究中心

(注: 2018年8月及9月数据缺失)

**售后服务。**目前希沃已经在全国范围内建立了密集的服务网点网络，并承诺一二级城市预约48小时内上门服务，边远地区也可预约上门服务，同时服务的速度与质量均得到下游学校客户的充分肯定与赞赏。展望未来，我们认为产品、品牌以及售后服务方面的优势仍将是希沃抢占市场份额的重要竞争力，希沃在交互智能平板市场中有望实现强者恒强与市占率的进一步提升。

图 33: 希沃品牌在各省的服务网点数量



数据来源：希沃（seewo）官网，广发证券发展研究中心

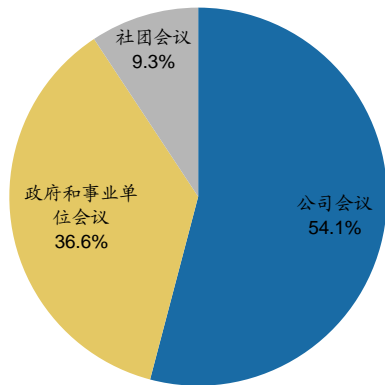
## 四、交互智能平板品牌 MAXHUB：会议平板市场高速增长，公司持续领跑行业

相比教育领域，交互智能平板在企业中的应用较小。根据奥维云网数据，2018Q1 IWB在企业领域的应用不足4%。但展望未来，我们认为公司MAXHUB品牌交互智能平板将在企业会议领域实现高速增长。

### 4.1 会议信息化规模：会议平板市场需求持续增长，带来会议效率提升

企业会议在中国会议市场中占据最为重要的地位，2017年公司会议占据国内会议市场54.1%的比例，远超政府、事业单位和社团会议。近年来企业数量（尤其是中小企业数量）的迅速增加给企业会议服务市场带来了发展机会，根据国家工商总局统计，至2018年12月，全国实有企业（含分支机构）的数量已达3474.2万户，达到2012年底1366.6万户的2倍以上。我们认为国内众多的企业数量将给交互智能平板带来巨大的潜在空间，根据奥维云网报告，2016年中国会议室数量就已经超过2000万间。以一间会议室配置一台单价10000元的交互智能平板，会议市场交互智能平板渗透率50%保守测算，国内会议用交互智能平板潜在市场规模超过1000亿。展望未来，我们预计国内企业数量仍将进一步增加，交互智能平板等企业会议服务的潜在市场空间将进一步拓宽。

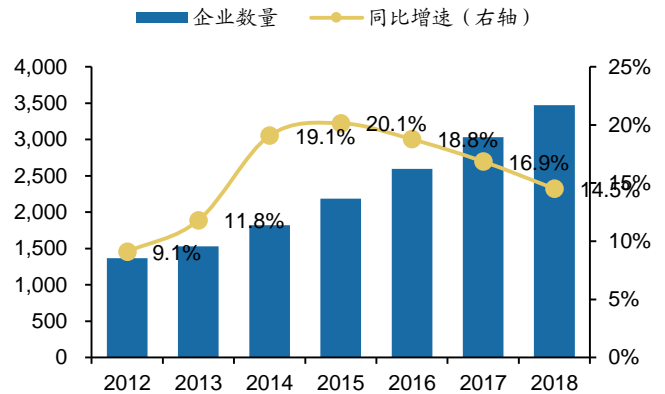
图 34：公司会议在中国会议市场占比最大



数据来源：皓丽，广发证券发展研究中心

（注：图中数据为2017年数据）

图 35：全国实有企业（含分支机构）数量稳步增长



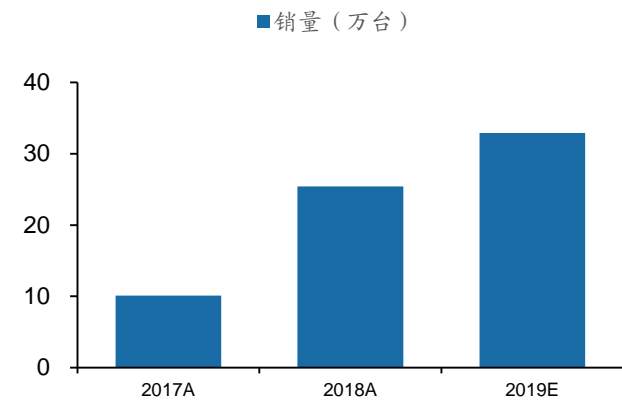
数据来源：国家工商总局，广发证券发展研究中心

从数据上来看，目前会议平板市场规模仍然较小，但增长速度较快。奥维云网数据显示，2017年全年国内会议平板销售量和销售额分别为10.1万部和20.57亿元，2018年达到25.4万部和54.8亿元，同比分别增长151%和166%。我们认为会议平板的高速成长势头仍将延续。根据奥维云网的预测，2019年全年的销售量和销售额将分别达到32.9万部和76.8亿元。

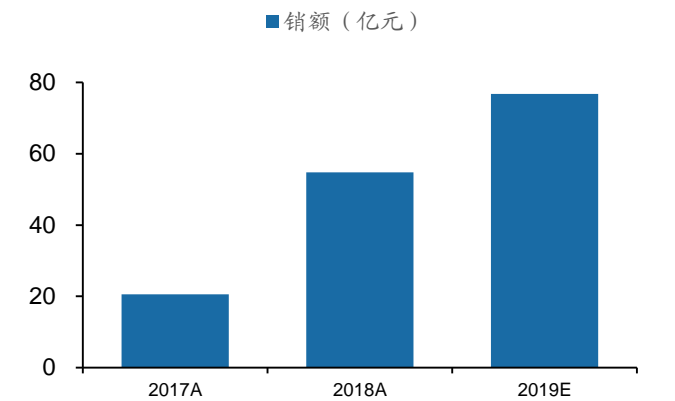


图 36: 2018年中国会议平板销量快速增长

图 37: 2018年中国会议平板销售额快速增长



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

### 从会议SaaS服务商ZOOM发展看会议信息化市场发展情况

对于会议信息化未来的发展空间, 市场一直有所疑问。一是对于会议信息化向中小企业渗透可能性的疑问, 二是对于会议场景下使用交互智能品牌等产品的必要性疑问(即可替代性)。对于该点疑问, 我们通过分析会议SaaS服务商ZOOM的发展来解答。

ZOOM成立于2011年, 是一家会议SaaS服务商, 主要提供视频优先的通信平台, 产品体系包括Zoom Meetings (包括Zoom Chat), Zoom Room, Zoom Conference Room Connector, Zoom Phone, Zoom Video Webinars, Zoom for Developers等。企业的价值主张是让基于ZOOM系统的会议能够比面对面会议更高效、体验更好。服务对象覆盖教育、金融、医疗健康、传媒、地产、非盈利组织等各场景。

图 38: ZOOM产品体系



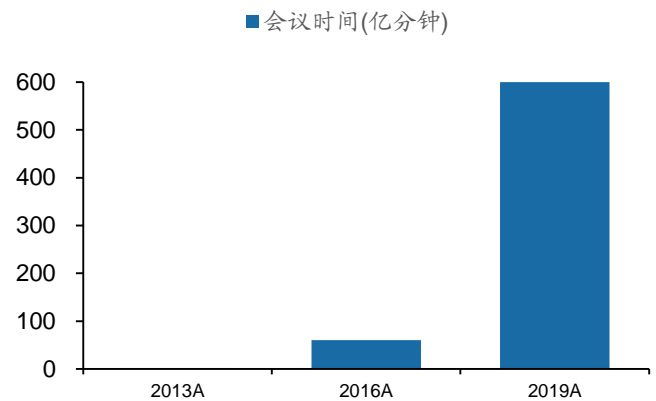
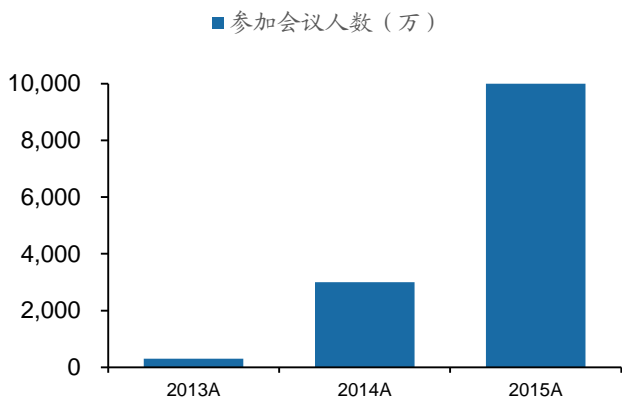
数据来源: ZOOM招股说明书, 广发证券发展研究中心

使用ZOOM之后带来会议效率大幅提升, 未来渗透空间仍大。根据招股说明书中披露的信息, 客户在使用了ZOOM的产品之后使用频次会大大提升。如BAYADA(一

家家健康中心)在用其他产品的时候,一星期的会议数少于100次,换用了Zoom之后,平均一周会议增至2000次。我们认为使用后会议次数的猛增反映了客户对于会议信息化系统提高会议效率以及便捷性的认可,同时还体现了用户粘性在不断加强。从用户方面来看,根据公司招股说明书的信息,在2019财年ZOOM有5.08万个多于10人的企业用户,这些用户贡献了78%的营收;而对ZOOM营收贡献在10万美元以上的344家大客户总共贡献了30%的营收,344家大客户中有55%的客户在开始付费之前至少体验了一次免费会议的服务;2019财年世界500强公司中超过一半的公司至少试过一次收费的会议,其中只有4%的企业为ZOOM贡献营收超过10万美元。未来ZOOM可渗透的空间仍大,一方面是大客户的付费转化空间仍大;二是从ZOOM的客户结构可以看出中小规模的企业带来营收长尾效应,未来随着更多的小企业开始使用ZOOM会议信息化系统,营收将持续增长。

图 39: 参加ZOOM会议的人数

图 40: 通过ZOOM系统参会时间



数据来源: ZOOM招股说明书, 广发证券发展研究中心

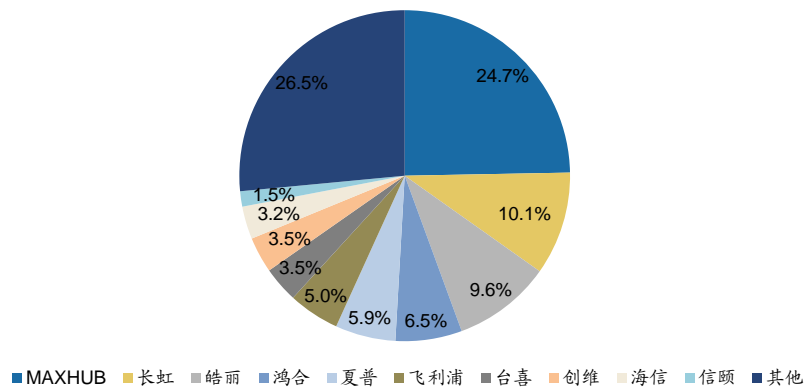
数据来源: ZOOM招股说明书, 广发证券发展研究中心

ZOOM高速增长的用户数以及用户使用频次反映了企业用户对于会议信息化解决方案的需求增长情况。同时从ZOOM发展也能看到,会议场景下,硬件+系统的整体会议信息化解决方案才能满足企业用户的完整需求。硬件是入口,而整体智能解决方案才是粘住用户关键。

#### 4.2 MAXHUB: 智能解决会议需求, 品牌渠道以及客户资源优势明显

国内来看,目前企业会议平板市场竞争格局相对教育领域而言较为分散,MAXHUB占据龙头地位。根据奥维云网数据,2017年Top 3企业平板品牌市占率为44.4%,其中MAXHUB的市占率为24.7%,排名第一。到2018年,MAXHUB在大陆会议市场交互智能平板销售市占率进一步提升到25.4%。

图 41: MAXHUB国内市占率位列第一



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心 (注: 图中占比数据为2017年的市场份额情况)

**MAXHUB智能解决会议需求, 产品性价比、渠道与服务、客户资源及品牌优势明显**

MAXHUB能够实现通过一个工作平台整合会议中的各类设备(包括会议平板、会议门牌以及无线全向麦等智能硬件), 实现会议从组织、到协作、到有效执行、再到会议资产沉淀的会前、会中、会后各环节工作整合, 实现各硬件以及数据互联, 有效帮助企业提高运营管理效率。我们认为, MAXHUB从2017年初推出到快速成长为行业龙头的过程中, 以高品质硬件打开市场, 以智能会议解决方案粘住企业用户, 核心竞争优势是其产品性价比、渠道与服务、客户资源以及建立起来的品牌优势, 未来将凭借这些优势继续领跑整个行业。

图 42: MAXHUB智能会议解决方案



数据来源: MAXHUB官网, 广发证券发展研究中心

- **更高的性价比。**MAXHUB与微软、Google等国外知名企业的交互智能平板产品相比，在功能以及质量上差异不大，但MAXHUB售价远低于国外知名品牌，凸显出极高的性价比。
- **渠道与服务方面，**视源股份致力打造以经销商渠道、战略客户拓展、电商销售三位一体的销售体系，目前已经建立起全国范围的经销商网络，MAXHUB在全国地区也分布着众多线下体验厅，为客户提供及时服务。

表 7: MAXHUB在全国地区分布众多线下体验厅

地区	城市	具体地址	地区	城市	具体地址
华南地区	广州总部	广州市经济技术开发区科珠路192号	华中地区	武汉	武汉市东湖高新区关山大道332号保利国际中心2605室
	南昌	南昌市高新区紫阳大道3399号云中城(B座)4808室		长沙	长沙市开福区湘江中路万达广场C3栋3109/3110
	南宁	南宁市东葛路延长线118号青秀万达西三栋1908		郑州	郑州郑东新区金水东路众旺路交叉口楷林中心7座603
	福州	福建省福州市台江区曙光路132号申发大厦1805室		合肥	合肥市蜀山区望江西路与合作化路交叉口华润五彩国际2301室
	厦门	福建省厦门市思明区七星西路178号七星大厦27楼2706单元		沈阳	沈阳市和平区南京南街汇锦金融中心908室
华北地区	北京	北京市海淀区知春路甲48号盈都大厦A座12A	东北地区	长春	长春市净月经济开发区乙十四路伟峰·生态新城11#办公楼902号
	石家庄	河北省石家庄市中山西路356号中电信息大厦写字楼9层		哈尔滨	哈尔滨市哈尔滨大街640号金爵万象2号楼1711室
	太原	太原市南中环街529号清控创新基地B座0708室	西北地区	西安	西安市曲江新区曲江文化创意大厦3楼
	呼和浩特	内蒙古呼和浩特市如意开发区如意和大街万铭总部基地2号楼901室		乌鲁木齐	乌鲁木齐市经济技术开发区玄武湖路555号万达中心3115
华东地区	上海办事处	上海市徐汇区田州路99号9号楼709室	西南地区	兰州	甘肃省兰州市城关区万达中心1606室
	济南办事处	济南市高新区汉峪金谷3区1号楼2002		成都	成都市高新区天府大道中段香年广场T2栋1606-1608
	青岛办事处	青岛崂山区秦岭路18号2号楼613		昆明	云南省昆明市盘龙区现代广场现代商务中心13B
	南京办事处	南京市江宁区清水亭西路9号俊杰科创大厦1201室		贵阳	贵阳市南明区花果园中央商务区2号一单元1204室
	杭州办事处	杭州市毛家桥路中天MCC写字楼1号楼401-405		重庆	重庆市江北区江北嘴滨二道462号保利中心B5-5F

数据来源: MAXHUB官网, 广发证券发展研究中心

- **客户资源与品牌优势。**MAXHUB自2017年3月推出以来，受到国内外知名企业如中国平安、腾讯、阿里巴巴、南方航空等的广泛认可，目前MAXHUB产品已经进入许多全球500强企业的会议室，在实现高速增长的同时，建立了强大的客户资源壁垒与提升了MAXHUB的品牌壁垒。

图 43: MAXHUB与下游优质客户开展紧密合作



数据来源: MAXHUB官网, 广发证券发展研究中心

## 五、智能控制组件：公司立足智能交互显示，积极拓展新领域

智能控制组件是指独立完成某一类特定感知、计算与控制任务的嵌入式计算机单元，是家电、电动工具、园林工具、智能家居、工业设备、医疗器械、汽车电子等产品的主要部件。公司立足核心技术，致力开拓智能控制组件更广的应用领域，包括智能家电产品、汽车电子产品以及健康医疗产品等。公司家电智能控制组件是集液晶显示控制、语音控制、变频驱动等一体的智能家电整体解决方案，是智能家电产品中的核心部件，涉及家用电器包括空调、厨电、冰箱等。除此之外，公司还于2018年2月收购上海仙视电子科技有限公司，后者是数字标牌供应商龙头企业。

### 智能家居：未来渗透率持续提升，带动公司交互显示产品放量

智能家居产品相比普通家电而言，融合了自动控制、物联网、计算机等技术，具备多样化功能，可有效提升消费者的使用体验。如智能冰箱可以对食品进行智能化管理、并将信息及时传送给用户，智能抽油烟机可自动感知工作环境、接受用户远程指令等。同时，家电市场竞争格局较为稳定且竞争环境较为激烈，智能家电产品也符合家电厂商差异化营销的诉求。人机交互是智能家居的重要组成部分，大多数智能家居产品需要屏幕来作为显示媒介，因此智能交互显示屏是智能家居的重要组成部分，其市场空间将在智能家居出货量加速成长的背景下迎来高速增长。公司早在2013年成立了子公司广州睿鑫电子科技有限公司，持续加紧布局智能家电领域。在智能家电领域的布局主要在两个方面，一是液晶显示主控板卡从电视领域王白色家电领域延伸，二是已经联合下游家电厂商推出了智能厨电等智能交互显示产品，未来有望给公司带来明显业绩增量。

图 44：智能冰箱示意图



数据来源：CES2018，广发证券发展研究中心

图 45：智能抽油烟机示意图



数据来源：OFweek，广发证券发展研究中心

### 汽车电子：市场空间广阔，车载显示迎来蓝海增长

在汽车电动化、网络化、自动化趋势驱动下，汽车电子在汽车中的成本占比不断提升，市场空间广阔。根据中投顾问的统计，汽车电子成本从20世纪90年代的约15%提升至2015年的40%，预计到2020年这一比率将持续提升至50%，根据盖世汽车研究院预计，全球和中国的汽车电子市场规模将在2022年达到21,399亿元和9,783亿元，未来5年的复合增速分别为6.7%和10.6%。

人机交互界面（HMI）是汽车电子的重要组成成分，智能交互显示屏是其中最为重要的交互媒介。未来车载娱乐系统与自动驾驶功能都将依赖于人与汽车之间的信息传递，由此带动了各种类型的车载显示屏的需求增加，同时车载显示也将朝着智能化的技术路线发展。目前车载显示屏有中控大屏、抬头显示（HUD，将信息直接投影到驾驶员前面挡风玻璃上）、后座娱乐系统、车载导航、行车记录仪、仪表盘、智能后视镜等多种类型。

预计车载显示未来将持续成长。根据IHS的统计，车用显示面板2018年全球出货量将达1.65亿片，同比增12.1%，中控显示面板和仪表显示面板将以每年5%-10%的速度稳定成长，抬头显示器和电子后视镜用面板则将会有两位数的高速成长。公司早在2013成立汽车电子事业部，目前已经为国内外多家整车制造商提供产品和服务，推出FVW8010智能车载影音导航等汽车电子产品系列，未来有望成为新的业绩增长点。

图 46：汽车中的车载显示屏类型



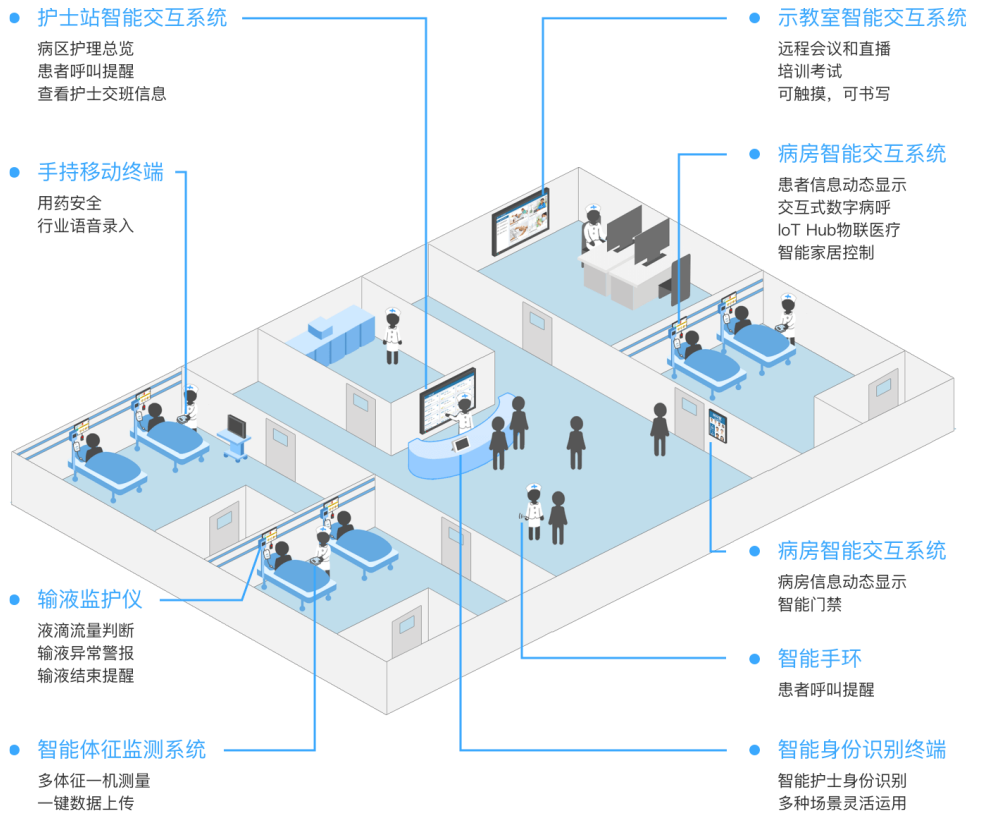
数据来源：贤集网，广发证券发展研究中心

### 健康医疗：顺应智慧医疗趋势，智护屏方案有望迎来高成长

在政策与人工智能+大数据等技术的推动下，医疗信息化水平不断提升，智慧医疗将成为医疗领域的下一个重要趋势，市场将迎高速增长。根据智研咨询的统计，2017年国内医疗信息化市场规模共375.2亿元，同比增12.4%，其中硬件规模为250.6亿元，同比增9.3%。中国数字医疗网的数据则显示2017年中国人工智能+医疗市场规模超过130亿元，预计2018年将达200亿元。

智能医疗的发展将拉动公司医疗交互显示产品的需求，公司积极布局将迎来持续收益。公司于2013年成立广州希科医疗器械科技有限公司，专注医疗显示领域，目前主营业务为智慧病房护理整体解决方案、多参数生命体征监测仪aVS01、电子体温计、放射诊断与会诊教学类整体解决方案等，这些智能交互显示的软硬件产品适应智能医疗与信息化时代，未来有望迎来持续健康的业绩增长。

图 47：视源股份智慧病房护理整体解决方案——智护屏



数据来源：希科官网，广发证券发展研究中心

### 商业显示：推进并购整合，收购数字标牌龙头，应用场景丰富

视源股份于2018年2月收购上海仙视电子科技有限公司，上海仙视是数字标牌供应商龙头企业，以数字标牌产品研发、销售为主营业务，分众传媒是主要客户。根据奥维咨询数据，公司在国内数字标牌市场连续10年销量第一；根据IDC数据统计，2018Q2上海仙视在全球数字标牌市场中市场份额仅次于三星以及LG电子，排名第三。上海仙视能够提供数字标牌的全面解决方案，不仅提供各个尺寸的显示终端，同时提供各种联网的信息发布技术、后续的网络维护等增值服务。应用场景包括餐饮行业电子餐牌、零售店铺智慧屏、电梯显示（客户包括分众传媒等）、银行营业厅显示解决方案等。2018年，上海仙视实现营收12.93亿元，同比增长334.14%；实现归母净利8,692.56万元，同比增长98.66%。随着分众传媒等电梯媒体龙头放慢扩张节奏，电梯显示场景的增速预计会回落，其他领域有望成为公司商业显示新的增长点。

图 48: 餐饮行业解决方案



数据来源: 上海仙视官网, 广发证券发展研究中心

图 49: 电梯显示解决方案



数据来源: 上海仙视官网, 广发证券发展研究中心



## 六、公司治理：持续研发投入，管理文化自由

### 6.1 战略布局：研发投入助力纵向产业一体，孵化器模式拓展横向多元平台

智能交互显示行业是技术密集型行业，产品技术水平是决定产品竞争实力的重要因素，需要厂商在上游基础技术上有足够的积累，同时智能交互显示行业也是劳动密集型行业，积极往上游方向延伸，有利于降低成本进一步发挥竞争优势。

公司以研发为核心，垂直一体化布局智能交互显示产业链。公司非常注重技术的积累和人才的培养，于2014年成立中央研究院，研究视觉计算、信号处理、机器人控制与系统、自然语言处理和语音识别等方向，部分产品已经在公司产品如MAXHUB平板上得到应用，未来将继续致力于人工智能的发展。近年来公司研发投入占营业收入的比重也一直维持在4%左右。截止2018年12月31日，公司拥有专利超过3000项（其中发明专利405项），计算机软件著作权、作品著作权、软件产品登记证书超过900项，研发人员达公司总员工的一半以上。2018年度，公司专利年申请量就超过1700件，其中发明专利占比超过40%。

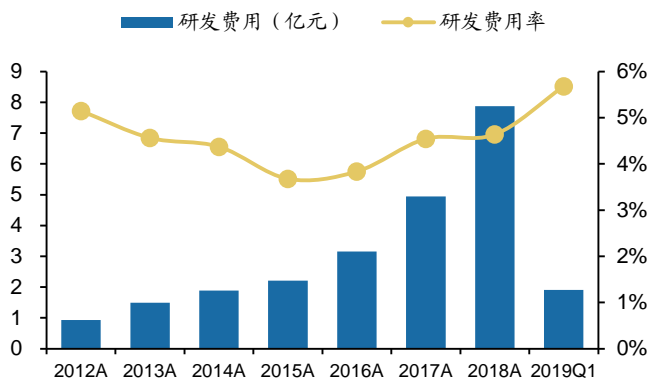
得益于公司在研发的深厚积累，目前公司的业务布局已经涵盖上游液晶显示主控板卡到下游平板显示，未来将通过研发投入继续巩固垂直一体化的优势。

图 50：公司涵盖上游板卡到下游平板显示，并积极布局人工智能基础技术



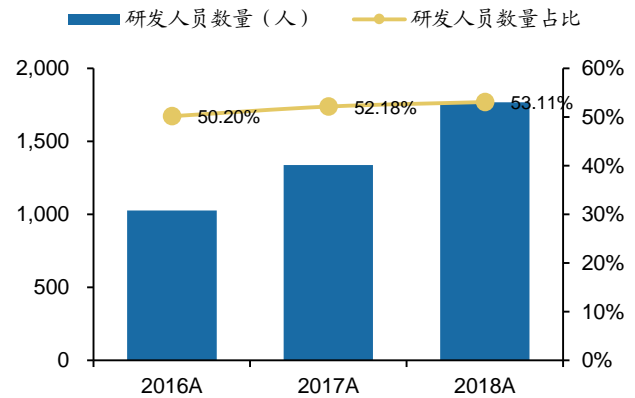
数据来源：公司官网，招股说明书，广发证券发展研究中心

图 51: 公司研发费用率近期呈现回升



数据来源：公司年报，招股说明书，广发证券发展研究中心

图 52: 公司研发人员数量增加



数据来源：公司年报，招股说明书，广发证券发展研究中心

公司借助独特的孵化器模式，不断积极扩展新领域以打造智能交互显示大平台。公司的孵化器依托于公司的技术与供应链积累，为创业者提供支持与服务，拥有超过3000平方米的办公空间，为创业团队提供投融资、供应链采购、提供展业创业指导建议、研发实验室与实验设备、财税法务基础知识培训、办公配套、市场推广等服务，目前已经孵化出希沃、MAXHUB、睿鑫、希科等优秀项目，公司也实现了下游平板显示向教育和企业会议等领域的延伸并取得了市场占有率第一的成绩，未来将继续孵化优秀项目，实现往智能家居、汽车电子、医疗等新领域扩张。

图 53: 视源股份孵化器孵化的优秀项目一览

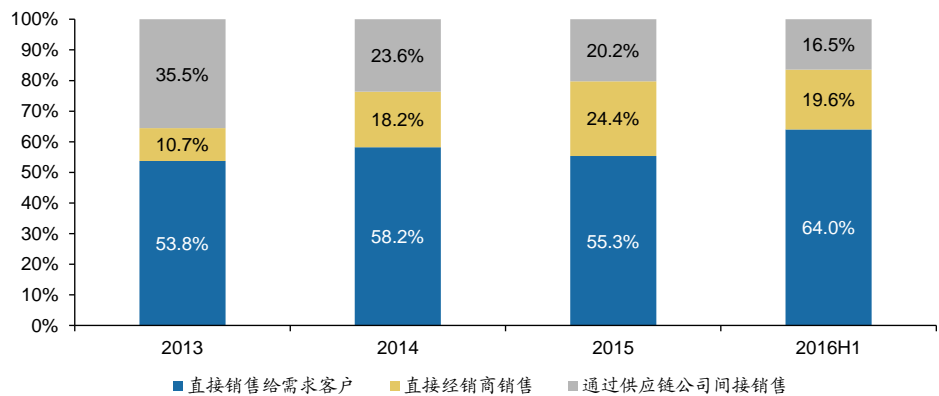


数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

## 6.2 运营模式：销售渠道多元，生产加工外包，财务政策谨慎

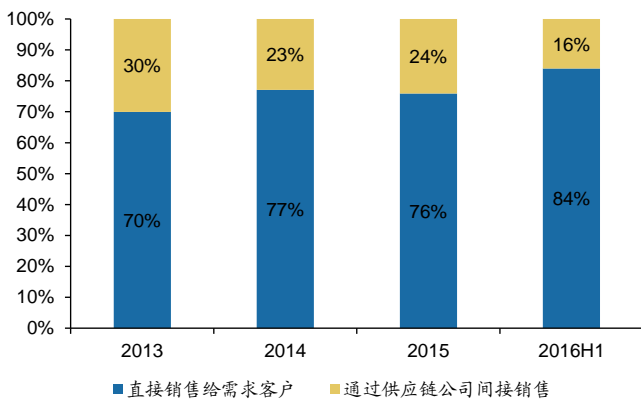
智能交互显示的终端使用者是学校、企业等，因此销售实力也是公司能否在这个行业获得优势的重要因素。公司销售渠道多元化，销售实力强劲。目前公司拥有直接销售给需求客户、直接通过经销商销售以及通过供应链公司间接销售等方式，其中液晶显示主控板卡属于基础零部件产品，定制化属性较强，公司多采取直接销售，而下游的交互智能平板则面向消费客户，销售方式更加多样化，其中主要通过经销商渠道销售，而无论是公司的希沃还是MAXHUB品牌，都在全国范围内建立起了强大的经销商与服务网点网络，在销售渠道上公司具备深厚的积累与实力。

图 54: 视源股份销售渠道多样化



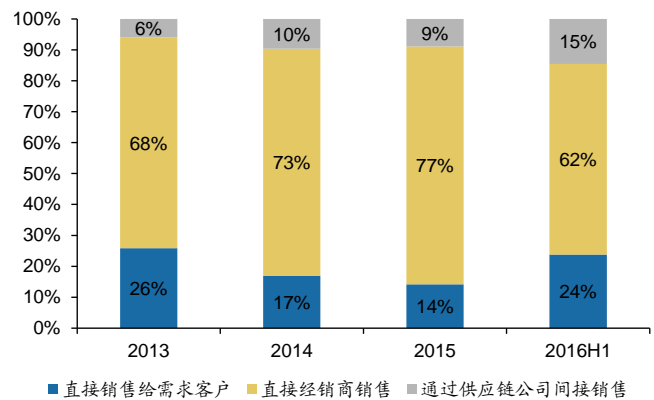
数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

图 55: 公司液晶显示主控板卡销售渠道占比



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

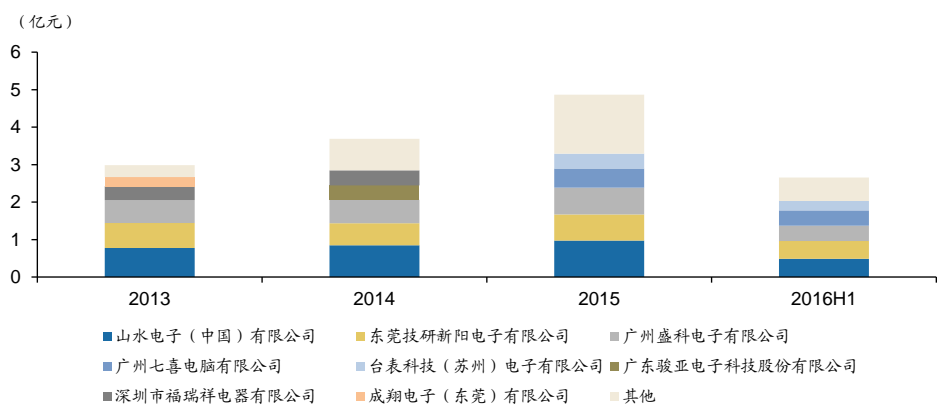
图 56: 公司交互智能平板销售渠道占比



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

与一般的制造生产企业不同, 公司除电视游戏外, 均采用外协加工的方式生产, 由公司提供主要原材料, 制造加工环节则由外协厂商负责, 公司向其支付加工费用。这种委外加工的生产模式保证了公司能将绝大部分资源投入到技术研发和销售服务环节, 从而加强公司的技术以及销售两大核心竞争力, 实现竞争优势的进一步扩大。

图 57: 视源股份历年前五大外协厂商加工费金额情况

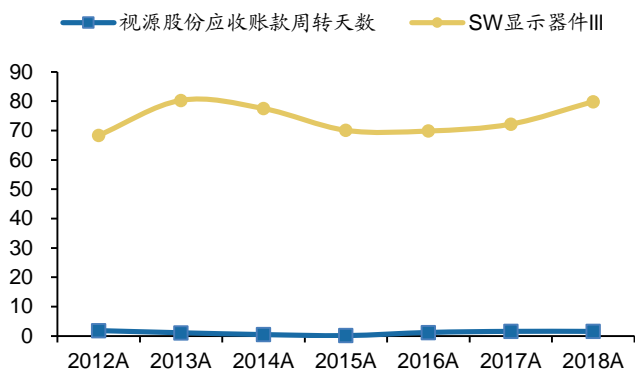


数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

智能交互行业具备技术与劳动密集型的特点，叠加公司外协加工的模式，决定了资产周转情况直接影响公司运营情况，同时现金有效回流也直接影响公司的稳健经营。而公司在财务政策上非常谨慎，一般要求客户在下订单时预付部分货款，在发货之前付清剩余货款，因此保证了现金回流的有效性和稳定性，提高了资产周转效率，也造就了公司的高ROE水平。

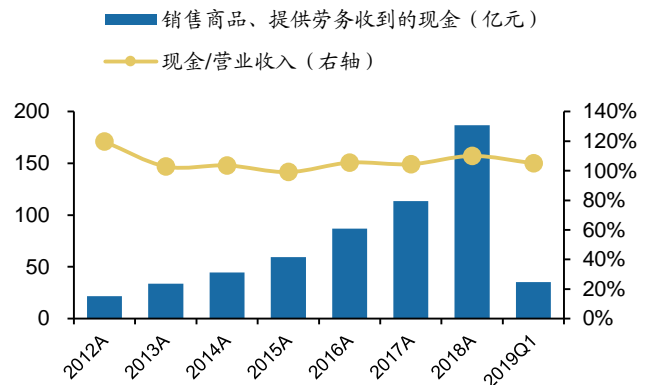
2018年公司的应收账款周转天数平均仅1.56天，远低于行业平均水平80天，同时公司的现金流量表也显示公司销售时回收现金的能力较强，也得益于公司强大的资产周转能力，公司2018年ROE（摊薄）高达29.51%。

图 58：视源股份应收账款周转天数远低于行业平均



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 59：视源股份收入转化为现金的效率较高



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

### 6.3 管理文化：股权彰显分享与激励理念，注重员工自由与关怀

液晶显示主控板卡以及交互智能平板行业对于公司的管理水平也提出了很高的要求，厂商需要具备较强的管理能力才能不断应对行业的挑战，持续取得健康成长，公司在这一方面表现非常优秀。

**股权结构与股权激励彰显分享与激励理念，提升员工激情。**根据2018年报，公司目前实际控制人为其中黄正聪、王毅然、孙永辉、于伟、周开琪、尤天远6位自然人（于2011年6月和2012年1月签订《一致行动协议》以及补充协议，同意共同作为一致行动人行使股东权利），6人分别为公司高管或创始人，同时十大股东的其他名单分别为其他创始人、高管和核心员工共同出资设立的持股公司，可以看出公司股权相对分散，具有分享理念。同时公司还于2017年4月和2018年7月推出两次股权激励计划，分别涵盖公司464名和682名员工，以良好的分享与激励机制激发高管与员工积极工作并取得成就的动力。

**另一方面，公司管理文化较为自由，注重员工关怀。**公司信奉自由、平等、包容、分享、进取等价值观，员工工作环境与工作方法非常自由，同时公司还设立还为员工提供医疗和教育资源，让员工能够专注于工作，增强了公司的凝聚力。

**表 8: 2019Q1公司十大股东明细**

排名	股东名称	持股数量(亿股)	持股比例	股本性质	备注
1	黄正聪	0.78	11.8%	限售流通A股	董事
2	王毅然	0.76	11.6%	限售流通A股	董事, 提名委员会委员
3	孙永辉	0.75	11.5%	限售流通A股	董事
4	广州视迅投资管理有限公司	0.44	6.7%	限售流通A股	核心员工共同出资设立的持股公司
5	于伟	0.37	5.6%	限售流通A股	创始人, 董事, 薪酬与考核委员会委员
6	周开琪	0.35	5.3%	限售流通A股	创始人, 副总经理
7	尤天远	0.27	4.2%	限售流通A股	董事, 审计委员会委员
8	吴彩平	0.23	3.4%	限售流通A股	创始人
9	广州视欣投资管理有限公司	0.19	2.9%	限售流通A股	核心员工共同出资设立的持股公司
10	任锐	0.17	2.6%	限售流通A股	创始人, 监事会主席
	合计	4.3	65.6%		

数据来源: 公司2019Q1财报, 广发证券发展研究中心

**表 9: 视源股份两次股权激励计划情况介绍**

时间	2017年4月	2018年7月
授予对象	464人	682人
授予数量	329.5万股(首次授予282万股+预留47.5万股), 占公告时公司股本总额0.12%	500万股(首次授予463.5万股+预留36.5万股), 占公告时公司股本总额0.77%
授予价格	48.07元, 经2016年度分红调整为47.65元.	26.28元
解锁条件	(首次授予)以2016年营业收入为基数, 2017-2019年营收增速分别不低于20%、40%、60% (预留)以2016年营业收入为基数, 2018-2019年营收增速分别不低于40%、60%	(首次授予)以2017年营业收入为基数, 2018-2020年营收增速分别不低于20%、40%、60% (预留)以2017年营业收入为基数, 2019-2020年营收增速分别不低于40%、60%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## 盈利预测与投资评级

### 营收拆分

从短期和长期两个维度来看公司三大主营，我们认为视源股份的成长性均值得期待。

- **液晶显示主控板卡**：行业空间方面，随着液晶电视向智能化与高清化方向发展，上游主控板卡也将往智能化方向发展延伸，智能板卡渗透率提升带来板卡市场的平均价格的增加；区域竞争方面，中国仍将是全球主控板卡的重要生产基地，国内液晶显示主控板卡厂商有望进一步承接全球产能；产业垂直格局方面，液晶显示主控板卡外包将是未来趋势，板卡厂商将进一步承接电视整机厂商的板卡产能。而公司作为全球龙头企业，将凭借更强的规模、技术、人才以及客户优势实现强者恒强。
- **交互智能平板——希沃品牌**：国家政策推动、技术进步、新高考改革催化等因素将推动教育信息化2.0，拓宽IWB市场空间，而IWB市场中，交互智能平板将凭借其性能优势持续替代投影式电子白板份额，实现渗透率的持续提升。公司希沃品牌将凭借强大的产品实力以及成长过程中建立的品牌优势、用以增强用户粘性的周边软硬件配套、以及售后服务优势等重要核心竞争力，维持IWB市占率第一的地位并有望进一步提升市占率。
- **交互智能平板——MAXHUB品牌**：国内众多且数量逐渐增多的企业将给交互智能平板带来巨大的潜在空间，在企业会议领域，交互智能平板将凭借其性能优势持续替代投影仪的市场份额，下游其他领域的延伸与海外会议市场也带来了新的蓝海空间。公司MAXHUB品牌则将凭借产品性价比、渠道与服务、客户资源以及建立起来的品牌优势，维持国内市占率第一的地位，持续领跑整个行业。

公司还积极布局智能家居、汽车电子、健康医疗等领域，长期来看，有望在未来成为新的业绩增长点，同时公司核心竞争实力突出，给公司的持续成长提供了有力的支撑和保障。我们认为，公司短期业绩维持高速增长态势，长期核心竞争实力突出，有望实现持续成长，看好公司成长为全球领先智能交互平台型企业的远景。预计公司19-21年EPS分别为2.04/2.68/3.63元，2019/6/14收盘价对应PE为36/27/20倍。

表 10: 视源股份盈利预测

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>液晶显示主控板卡营收 (万元)</b>	<b>549,461</b>	<b>863,109</b>	<b>1,041,605</b>	<b>1,242,938</b>	<b>1,487,972</b>
YoY	16.54%	57.08%	20.68%	19.33%	19.71%
毛利率	12.97%	12.35%	13.50%	13.50%	14.00%
<b>交互智能平板营收 (万元)</b>	<b>449,073</b>	<b>632,342</b>	<b>934,047</b>	<b>1,265,830</b>	<b>1,642,924</b>
YoY	47.66%	40.81%	47.71%	35.52%	29.79%
毛利率	28.08%	30.50%	31.00%	31.50%	32.00%
其中:					
教育用-希沃营收 (万元)	417,294	567,591	818,466	1,095,926	1,411,004
YoY	42.19%	36.02%	44.20%	33.90%	28.75%
会议用-MAXHUB 营收 (万元)	31,779	64,751	115,581	169,904	231,919

YoY	—	103.76%	78.50%	47.00%	36.50%
其他营收 (万元)	<b>88,227</b>	<b>202,918</b>	<b>213,064</b>	<b>223,717</b>	<b>234,903</b>
YoY	83.0%	130.0%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	22.47%	20.42%	21.00%	21.50%	22.00%
合计营收 (万元)	<b>1,086,761</b>	<b>1,698,369</b>	<b>2,188,715</b>	<b>2,732,485</b>	<b>3,365,799</b>
YoY	31.92%	56.28%	28.87%	24.84%	23.18%
整体毛利率	19.99%	20.07%	21.70%	22.49%	23.34%

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

## 估值情况

我们选取佳发教育、鸿合科技作为视源股份可比公司。其中佳发教育为教育信息化领域公司，主要提供教学、管理、考试全业务线的智慧教育全线产品。基于Wind一致预期，佳发教育2019年估值为28.6xPE。鸿合科技是商显领域智能解决方案提供商，重点布局教育领域，公司于2019年5月23日登陆A股。基于Wind一致预期，鸿合科技2019年估值为19.5xPE。佳发教育着重教育信息化领域，相比而言视源股份业务范围更广，业务围绕显示板卡+交互智能平板两大主营开展。与鸿合科技相比，视源股份与鸿合科技均在教育用交互智能平板领域有所布局，按照奥维云网披露的数据，2017年视源股份销量市占率为35.3%，鸿合科技销量市占率为20.3%，视源股份作为行业龙头销量市占率相比鸿合科技高出15pct。考虑视源股份业务范围更广，在商显领域积极拓展教育、会议以及智能家居等应用场景，并且在教育用以及会议用等细分领域市占率均排第一，我们认为视源股份相比可比公司应当享受一定估值溢价。

考虑视源股份龙头地位以及教育用以及会议用智能交互平板行业未来需求增长的空间，我们给予视源股份2019年40倍PE，根据我们的盈利预测，视源股份19-21年归母净利复合增速33.2%，对应PEG为1.2倍，对应合理价值81.6元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。

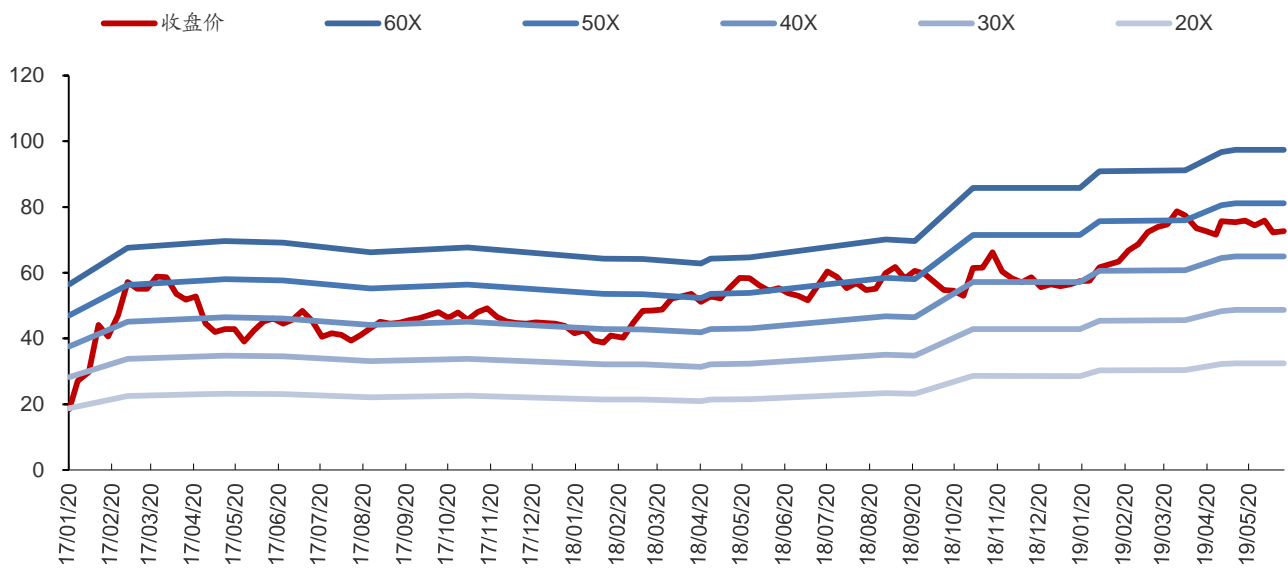
表 11：视源股份可比公司估值情况（市值统计截止2019.6.14收盘）

公司 名称	公司 代码	市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)			PE估值水平		
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
佳发教育	300559.SZ	55.55	20.85	0.88	0.73	1.08	38.98	28.56	19.31
鸿合科技	002955.SZ	79.87	58.20	3.27	2.99	3.66	—	19.46	15.90
<b>视源股份</b>	<b>002841.SZ</b>	<b>476.47</b>	<b>72.65</b>	<b>1.53</b>	<b>2.04</b>	<b>2.68</b>	<b>37.16</b>	<b>35.86</b>	<b>27.36</b>

数据来源：Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

(注：佳发教育及鸿合科技一致预期来自 Wind 一致预期)

图 60: 视源股份PE-Bands



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心



## 风险提示

- (1) 智能板卡发展不及预期风险, 原材料价格上升导致板卡业务毛利率下降的风险;
- (2) 教育与企业会议交互智能平板销售不及预期风险;
- (3) 交互智能平板行业竞争加剧风险;
- (4) 在进行行业空间测算时, 对于交互智能平板平均客单价以及平均每所学校或每家企业对于交互智能平板需求数量的假设误差导致的行业空间计算结果出现偏差。

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>4,115</b>	<b>5,366</b>	<b>7,700</b>	<b>10,093</b>	<b>13,188</b>
货币资金	2,018	3,204	5,258	7,044	9,569
应收及预付	445	327	550	698	838
存货	1,093	1,556	1,602	2,052	2,473
其他流动资产	558	279	290	299	308
<b>非流动资产</b>	<b>837</b>	<b>1,633</b>	<b>2,082</b>	<b>2,534</b>	<b>2,932</b>
长期股权投资	1	9	9	9	9
固定资产	495	880	1,226	1,575	1,885
在建工程	103	67	82	94	98
无形资产	128	217	305	396	480
其他长期资产	110	460	460	460	460
<b>资产总计</b>	<b>4,952</b>	<b>6,999</b>	<b>9,782</b>	<b>12,627</b>	<b>16,121</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,376</b>	<b>3,357</b>	<b>3,825</b>	<b>4,858</b>	<b>5,891</b>
短期借款	0	10	0	0	0
应付及预收	1,965	2,638	3,033	3,846	4,658
其他流动负债	412	709	792	1,012	1,233
<b>非流动负债</b>	<b>54</b>	<b>119</b>	<b>1,061</b>	<b>1,061</b>	<b>1,061</b>
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	942	942	942
其他非流动负债	54	119	119	119	119
<b>负债合计</b>	<b>2,430</b>	<b>3,476</b>	<b>4,885</b>	<b>5,918</b>	<b>6,952</b>
股本	406	656	656	656	656
资本公积	835	811	811	811	811
留存收益	1,400	2,161	3,501	5,257	7,637
归属母公司股东权益	2,508	3,403	4,740	6,497	8,876
少数股东权益	13	120	156	212	293
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,952</b>	<b>6,999</b>	<b>9,782</b>	<b>12,627</b>	<b>16,121</b>

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>10,868</b>	<b>16,984</b>	<b>21,887</b>	<b>27,325</b>	<b>33,658</b>
营业成本	8,696	13,575	17,138	21,179	25,801
营业税金及附加	43	63	98	123	151
销售费用	503	802	1,182	1,585	2,019
管理费用	343	498	766	956	1,178
研发费用	505	788	1,204	1,503	1,851
财务费用	-40	22	-63	-92	-115
资产减值损失	49	157	66	101	98
公允价值变动收益	-89.61	19.56	0.00	0.00	0.00
投资净收益	29.91	-3.79	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>760</b>	<b>1,146</b>	<b>1,496</b>	<b>1,970</b>	<b>2,674</b>
营业外收支	8.01	13.04	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>768</b>	<b>1,159</b>	<b>1,496</b>	<b>1,970</b>	<b>2,674</b>
所得税	78	98	120	158	214
<b>净利润</b>	<b>690</b>	<b>1,061</b>	<b>1,376</b>	<b>1,812</b>	<b>2,460</b>
少数股东损益	-1	57	36	56	81
<b>归属母公司净利润</b>	<b>691</b>	<b>1,004</b>	<b>1,340</b>	<b>1,756</b>	<b>2,379</b>
EBITDA	832	1343	1589	2108	2812
EPS (元)	1.70	1.53	2.04	2.68	3.63

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>917</b>	<b>1,783</b>	<b>1,664</b>	<b>2,367</b>	<b>3,088</b>
净利润	690	1,061	1,376	1,812	2,460
折旧摊销	54	84	90	129	155
营运资金变动	62	513	132	324	365
其它	111	125	66	102	107
<b>投资活动现金流</b>	<b>-730</b>	<b>-482</b>	<b>-539</b>	<b>-580</b>	<b>-553</b>
资本支出	-328	-482	-539	-580	-553
投资变动	-418	-21	0	0	0
其他	16	22	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>681</b>	<b>-94</b>	<b>929</b>	<b>-1</b>	<b>-9</b>
银行借款	0	-16	-10	0	0
股权融资	855	164	0	0	0
其他	-175	-242	939	-1	-9
<b>现金净增加额</b>	<b>868</b>	<b>1,207</b>	<b>2,054</b>	<b>1,786</b>	<b>2,525</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>1,165</b>	<b>2,011</b>	<b>3,204</b>	<b>5,258</b>	<b>7,044</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>2,011</b>	<b>3,201</b>	<b>5,258</b>	<b>7,044</b>	<b>9,569</b>

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	31.9	56.3	28.9	24.8	23.2
营业利润增长	-7.7	50.8	30.6	31.7	35.8
归母净利润增长	-6.9	45.3	33.5	31.1	35.4
<b>获利能力</b>					
毛利率	20.0	20.1	21.7	22.5	23.3
净利率	6.3	6.2	6.3	6.6	7.3
ROE	27.6	29.5	28.3	27.0	26.8
<b>偿债能力(%)</b>					
资产负债率	49.1	49.7	49.9	46.9	43.1
净负债比率	0.1	0.3	9.8	7.6	5.9
流动比率	1.73	1.60	2.01	2.08	2.24
速动比率	1.26	1.13	1.59	1.65	1.81
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	2.78	2.84	2.61	2.44	2.34
应收账款周转率	32.30	46.38	42.34	41.40	42.47
存货周转率	9.46	10.25	10.70	10.32	10.43
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.70	1.53	2.04	2.68	3.63
每股经营现金流	2.26	2.72	2.54	3.61	4.71
每股净资产	6.17	5.19	7.23	9.91	13.53
<b>估值比率</b>					
P/E	42.63	37.16	35.86	27.36	20.20
P/B	11.75	10.97	10.14	7.40	5.41
EV/EBITDA	32.98	25.41	27.55	19.91	14.03

## 广发传媒行业研究小组

- 旷 实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
- 朱可夫：分析师，香港科技大学经济学硕士，中国人民大学金融学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 叶敏婷：联系人，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心
- 吴 桐：联系人，武汉大学金融学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 徐呈隽：联系人，复旦大学世界经济学硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。