



**买入**

**25% ↑**  
目标价格:人民币 93.00

002841.CH

价格:人民币 74.22

目标价格基础:46倍 17年市盈率

板块评级:未有评级

# 视源股份

## 现金牛稳增, 明星产品高成长的优质企业

公司成立于2005年底, 以人为本, 本固邦兴。公司是A股市场中稀缺的管理优势凸显型公司, 2,046名员工平均年龄28岁, 60%研发占比, 人才活力打造核心竞争力; 公司为波士顿矩阵分析最佳型企业, “现金奶牛”液晶主控板卡业务保持全球龙头地位仍在稳定增长(未来复合增长率10~15%); 借力教育信息化+视频会议产品换代升级, “明星业务”交互智能平板进入快车道, 良好的内部孵化机制, 力保新业务接力成为未来明星业务。我们给予其首次评级买入, 目标价格93.00元。

### 支撑评级的要点

- 占公司主营57%的“现金奶牛”业务持续增长。公司是全球液晶显示主控板卡的龙头公司, 2016年, 全球液晶电视的年出货量在2.2-2.4亿台, 公司液晶显示主控板卡的销量为6,166.59万片, 市占率为26%~28%, 2016年该项业务的营业收入为47.15亿(同比增长23.76%)。未来驱动液晶显示板卡增长的推动力有两个: 1、全球智能电视需求不断增加, 带来智能板卡(价格提升)占比提升; 2、之前电视厂商自制板卡项目逐渐放出, 公司市占率有望进一步提升。
- 占公司主营37%的“明星业务”快速增长。2016年, 公司交互智能平板销量为28.83万台, 位居国内交互平板行业第一(市占率31.3%), 在教育领域已成功培育出自有品牌希沃seewo, 受国家教育信息化政策驱动, 希沃未来3年有望保持35%以上复合增长率。视频会议领域迅速卡位, MAXHUB接力CVTOUCH市场空间倍增, 未来销售渠道拓展若见成效, 业绩弹性极大。
- “问题业务”如智能硬件、医疗健康、人工智能受公司良好内部孵化机制以及主业协同效应驱动, 未来将逐步进入“明星业务”象限。公司良好的管理机制下目前没有“瘦狗业务”。

### 评级面临的主要风险

- 市场竞争加剧风险, 教育信息化推广不达预期风险。

### 估值

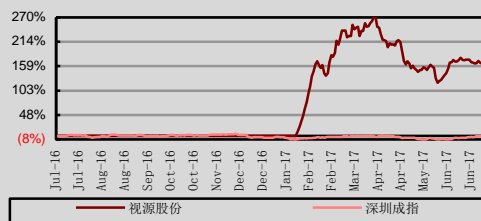
- 我们预计2017-19年每股收益分别2.04元、2.57元和3.05元, 同比增速11.7%、25.9%、18.8%。建议**买入**, 基于35倍2017年市盈率, 目标价93.00元。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币百万)	5,996	8,238	10,253	12,552	15,034
变动(%)	39	37	24	22	20
净利润(人民币百万)	354	742	823	1,036	1,231
全面摊薄每股收益(人民币)	0.872	1.826	2.040	2.567	3.051
变动(%)	56.9	109.3	11.7	25.9	18.8
全面摊薄市盈率(倍)	85.2	40.7	36.4	28.9	24.3
价格/每股现金流量(倍)	9.1	35.7	34.5	30.7	24.3
每股现金流量(人民币)	8.15	2.08	2.15	2.42	3.06
企业价值/息税折旧前利润(倍)	72.1	39.1	32.0	23.3	18.2
每股股息(人民币)	0.000	0.467	0.155	0.261	0.413
股息率(%)	n.a.	0.6	0.2	0.4	0.6

资料来源: 公司数据及中银证券预测

### 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	170.4	17.0	(26.9)	0.0
相对深证成指	167.8	10.2	(28.6)	(0.4)

发行股数(百万)	406
流通股(%)	10
流通股市值(人民币百万)	3,006
3个月日均交易额(人民币百万)	153
净负债比率(%) (2017E)	净现金
主要股东(%)	
黄正聪	12

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券  
以2017年6月30日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

电子: 计算机设备

吴砚靖

(8610)66229335

yanjing.wu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515070003

## 目录

<b>波士顿矩阵框架下的优质企业，奶牛类和明星类产品占比超九成.....</b>	<b>4</b>
奶牛类+明星类双主营共同驱动，成功打造全球一流企业.....	4
<b>全球液晶显示主控板卡龙头，板卡市场结构性变化保证量价提升.....</b>	<b>6</b>
智能电视时代到来，产品结构变化带来价格结构发生变化.....	7
厂商外购比例上升释放新增量，带来市占率进一步提升.....	8
<b>交互智能平板受需求+政策双轮驱动，教育+会议将成新蓝海</b>	<b>10</b>
国内交互智能平板需求主要来自于教育领域和会议商用领域	10
“希沃”系列主攻教育，品牌效应凸显，占领市场高地.....	11
会议领域迅速卡位，MAXHUB 接力 CVTOUCH 打造明星产品....	12
教育信息化+视频会议大势所趋，交互智能平板进入快车道...	13
政策推动力度大，交互智能平板在教育市场迎来黄金时代.....	14
<b>人才优势奠定核心竞争力，高产出效率保障持续增长.....</b>	<b>15</b>
<b>业绩持续高增长，应收账款/现金流状况极佳.....</b>	<b>16</b>
营业收入/归母净利润均保持较高速增长，盈利能力不断增强	16
销售管理制度完善，应收账款占比极低，现金流持续不断增加	17
<b>良好的内部孵化机制，静待下一个“明星业务”.....</b>	<b>18</b>
智能硬件：进军下一个千亿市场.....	18
医疗信息化：连接家庭和医疗机构，直击行业痛点.....	18
人工智能：推动主营产品创新.....	19
<b>估值与投资建议.....</b>	<b>20</b>
<b>研究报告中所提及的有关上市公司.....</b>	<b>22</b>

## 图表目录

图表 1. 奶牛类+明星类产品收入占比超过 94% .....	4
图表 2. 股权结构较为分散, 大股东合计持股比例高 .....	5
图表 3. 双主营收入占比合计达 94.55% .....	5
图表 4. 双主营收入不断上升, 移动智能终端有所下降 .....	5
图表 5. 公司液晶显示主控板卡覆盖区域广泛、产品线齐全 .....	6
图表 6. 液晶显示主控板卡收入中高速稳定增长 .....	7
图表 7. 液晶显示主控板卡市场份额持续显著提升 .....	7
图表 8. 全球液晶电视行业已接近饱和 .....	7
图表 9. 中国智能电视销量和渗透率显著提高 .....	7
图表 10. 智能电视板卡产量占比不断上升 .....	8
图表 11. 厂商外购增加市场新增量 .....	9
图表 12. 交互智能平板集电视、电脑、电子白板等功能于一体 .....	10
图表 13. 交互智能平板主要应用于教育领域和会议商用领域 .....	11
图表 14. 希沃交互智能平板产品丰富, 覆盖领域广阔 .....	11
图表 15. 希沃自主研发的多款系统软件, 提升用户体验 .....	11
图表 16. 希沃系列长期专注于教育领域 .....	12
图表 17. 交互智能平板助力教育信息化 .....	12
图表 18. 希沃市场份额高达 31.3%, 远远领先于竞争对手 .....	12
图表 19. MAXHUB 系列取代 CVTOUCH 进军会议领域 .....	12
图表 20. MAXHUB 价格优势明显 .....	12
图表 21. 中国交互智能平板替代电子平板趋势明显 .....	13
图表 22. 政策推动教育信息化与智能交互软硬件 .....	14
图表 23. 研发费用占营收比例稳定在 4% 左右 .....	15
图表 24. 近三年营业收入保持平稳增长 .....	16
图表 25. 近三年归母净利润加速增长 .....	16
图表 26. 近三年盈利能力不断提高 .....	16
图表 27. 完善的销售管理制度保障回款安全及时 .....	17
图表 28. 近五年应收账款占营收比例均低于 1% .....	17
图表 29. 经营现金流持续为正且不断增加 .....	17
图表 30. 公司大力研发智能家居、汽车电子等智能硬件 .....	18
图表 31. 公司大力研发智能家居、汽车电子等智能硬件 .....	19

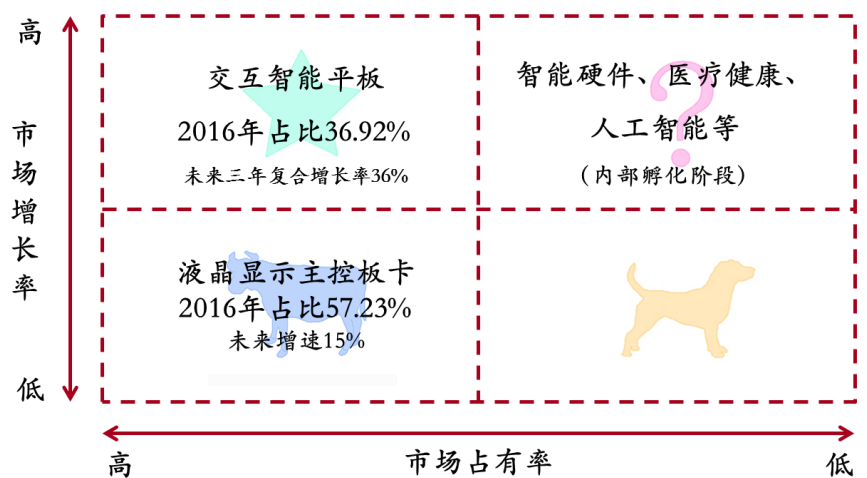
## 波士顿矩阵框架下的优质企业，奶牛类和明星类产品占比超九成

公司成立于2005年12月，注册资本为40,500万元，旗下拥有多家业务子公司。视源股份总部设在广州市黄埔区，并在上海、深圳、香港和海外设有技术服务中心。

公司是全球液晶显示主控板卡龙头供应商，2013年~2016年，公司液晶主控板卡销量分别为2,717万片、3,675万片、5,218万片、6,167万片，分别占各期全球出货的液晶电视使用主控板卡数量的12.94%、16.34%、23.26%、27.3%，市占率不断提升。同期，交互智能平板销量分别为37,216台、87,891台、166,271台、288,289台，位居国内交互平板行业第一。

根据波士顿矩阵分析，2016年，液晶显示主控板卡市场占有率达到27.3%，收入占比为57.23%，预计未来行业增长率为10~15%，为典型的奶牛类产品；交互智能平板市场占有率约为31.3%，收入占比为36.92%，预计未来三年行业复合增长率约为36%，为典型的明星类产品；其余产品如智能硬件、医疗健康、人工智能等尚处于内部孵化阶段，为问题类产品；公司没有瘦狗类产品。公司奶牛类和明星类产品收入占比超过94%，有少部分问题类产品，没有瘦狗类产品，为波士顿矩阵分析最佳型企业。

图表 1. 奶牛类+明星类产品收入占比超过 94%

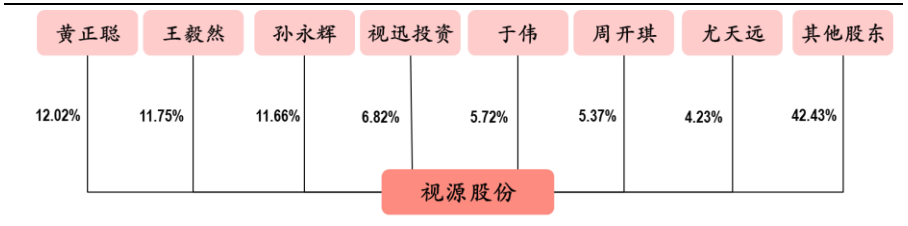


资料来源：公司年报，中银证券

### 奶牛类+明星类双主营共同驱动，成功打造全球一流企业

公司为全球领先的液晶显示主控板卡供应商和国内领先的交互智能平板供应商，主营业务为液晶显示主控板卡、交互智能平板、移动智能终端等电子产品的设计、研发和销售。公司于2017年1月在A股成功上市，目前第一大股东为黄正聪（董事长），持股5%以上的股东有6名，共计持股53.34%。

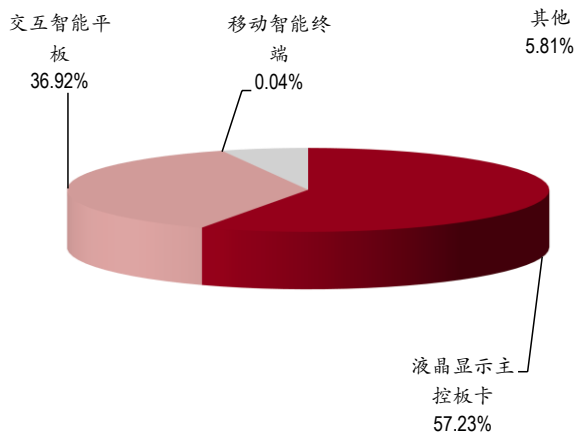
图表 2. 股权结构较为分散，大股东合计持股比例高



资料来源：公司一季报，中银证券

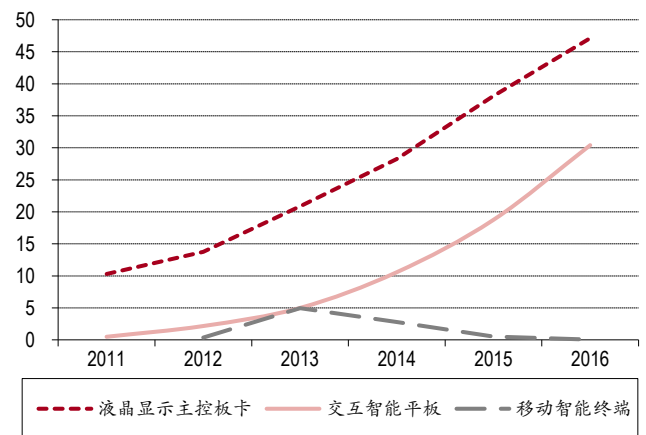
公司致力于提升电子产品更加丰富与高效的信息沟通体验，依托在显示驱动、信号处理、电源管理、人机交互、应用开发、系统集成等技术领域的开发经验，面向应用层面进行资源整合与产品开发，通过技术创新不断延伸和丰富产品结构，产品已广泛应用于消费电子领域和商用电子领域。2016 年，液晶显示主控板卡、交互智能平板、移动智能终端三项主营业务收入占比分别为 57.23%、36.92%、0.04%。其中，液晶显示主控板卡与交互智能平板收入占比合计达 94.55%，形成双主营模式。近几年液晶显示主控板卡、交互智能平板业务收入占比不断上升，移动智能终端有所下降。

图表 3. 双主营收入占比合计达 94.55%



资料来源：公司年报，中银证券

图表 4. 双主营收入不断上升，移动智能终端有所下降

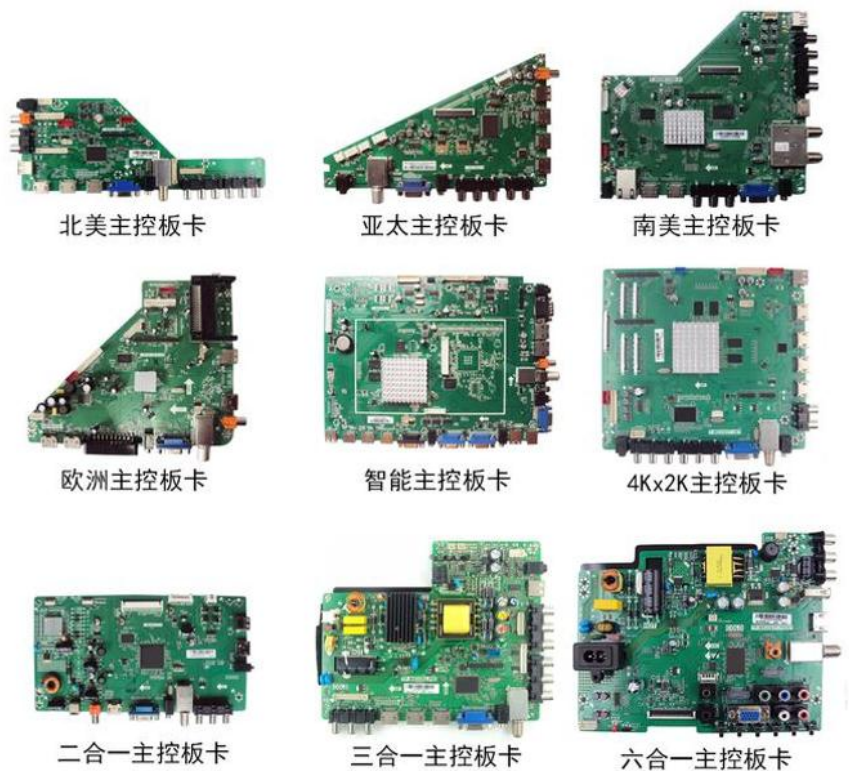


资料来源：公司年报，中银证券

## 全球液晶显示主控板卡龙头，板卡市场结构性变化保证量价提升

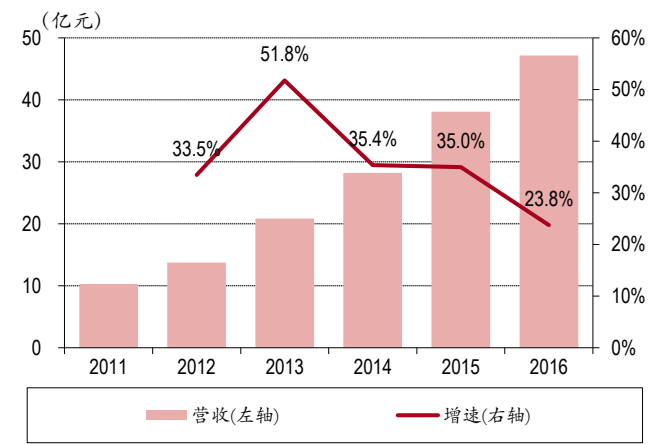
公司液晶显示主控板卡基于 Mstar、MTK、Realtek、Amlogic、RDA、海思等主流芯片平台，可支持亚太、欧洲、北美、南美等主流电视信号标准，已形成覆盖区域广泛、产品线齐全的液晶显示主控板卡产品体系，覆盖从传统模拟电视、数字电视到带有丰富多媒体网络娱乐功能的智能电视。公司液晶显示主控板卡已应用于 TCL、海信、海尔、康佳、长虹、创维、乐视、小米微鲸、Vizio、夏普、东芝、松下等公司的产品。

图表 5. 公司液晶显示主控板卡覆盖区域广泛、产品线齐全

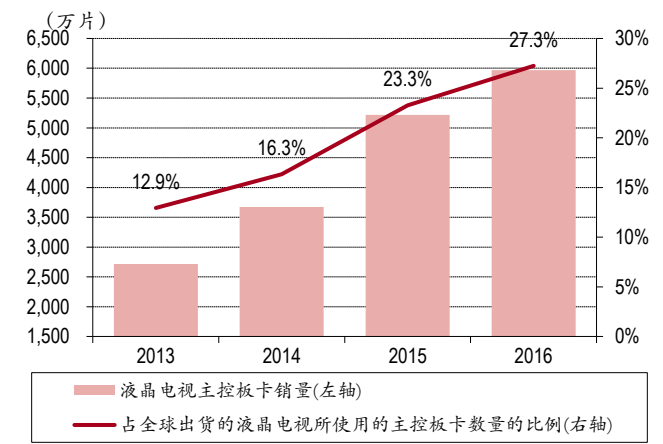


资料来源：招股说明书，中银证券

2016 年，公司液晶显示主控板卡业务收入达到 47.1 亿元，同比增长 23.8%，占比超过 57%。2011 年-2016 年液晶显示主控板卡业务营收 CAGR 为 35.6%，保持中高速稳定增长。2013 年-2016 年液晶电视主控板卡销量分别为 2,717 万片、3,675 万片、5,218 万片和 5,968 万片，分别占各期全球出货的液晶电视所使用的主控板卡数量的比例为 12.9%、16.3%、23.3%和 27.3%，市场份额持续提升，全球市场龙头地位稳固。

**图表 6. 液晶显示主控板卡收入中高速稳定增长**


资料来源：公司年报，中银证券

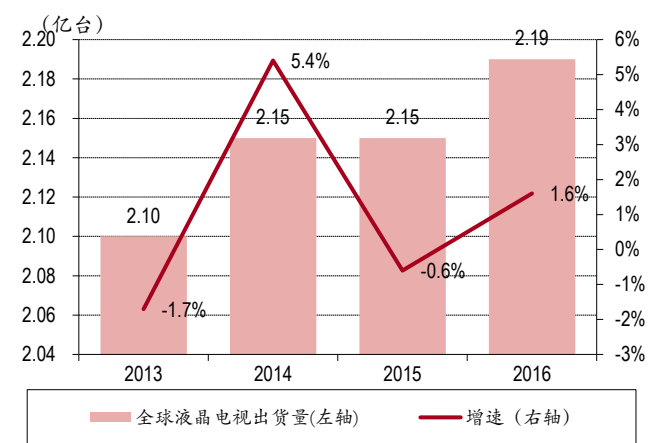
**图表 7. 液晶显示主控板卡市场份额持续提升**


资料来源：公司年报，中银证券

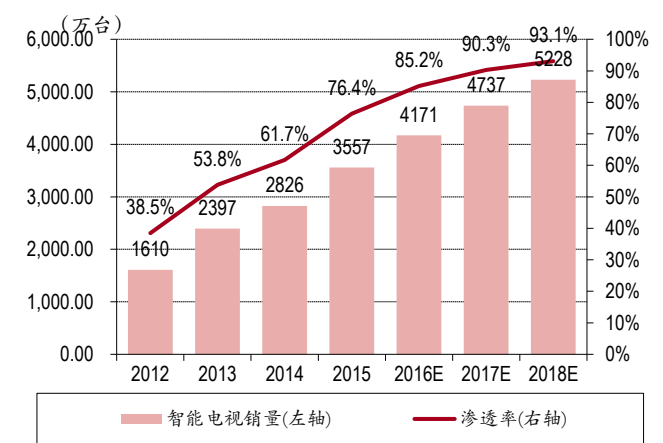
随着全球液晶电视出货量增长率放缓乃至持平或小幅下滑，驱动液晶板卡业务增长的因素有以下两条：

### 智能电视时代到来，产品结构变化带来价格结构发生变化

液晶电视市场接近饱和，中国电视市场已经进入智能时代。2013-2016 年全球液晶电视出货量约为 2.10、2.15、2.15、2.19 亿台，CAGR 仅为 1.4%，中国液晶电视出货量 CAGR 仅约为 0.2%，液晶电视市场已接近饱和。而智能电视出货量保持 10%-20% 的增速稳定增长，2016 年中国智能电视销量超过 4,000 万台，预计到 2018 年将超过 5,000 万台。2012 年至今，中国市场智能电视渗透率不断显著攀升，到 2016 年渗透率已超过 80%，预计到 2018 年将达到 93%。

**图表 8. 全球液晶电视行业已接近饱和**


资料来源：WitsView 报告，中银证券

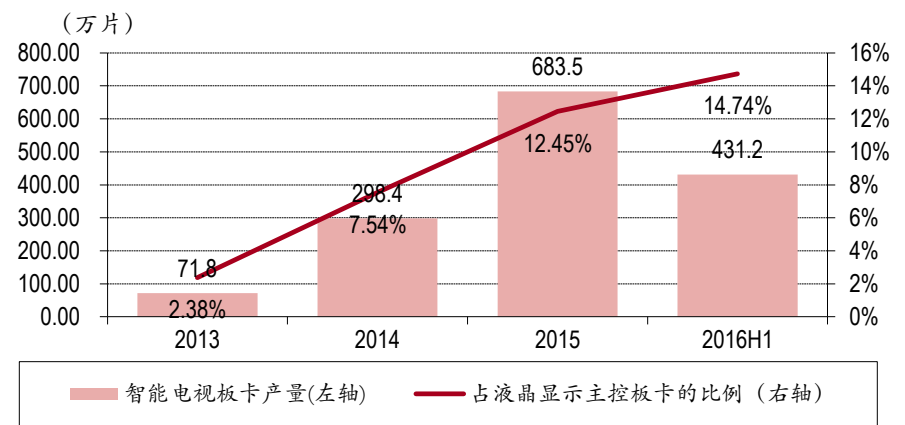
**图表 9. 中国智能电视销量和渗透率显著提高**


资料来源：中国产业信息网，中银证券

**公司智能电视板卡业务加速上升。**公司积极与国内视频播控牌照方、海外网络视频服务商、互联网应用提供方等进行合作，不断推出新型互联网智能电视板卡产品。2013年-2016年1-6月智能板卡产量分别达71.8、298.4、683.5、431.2万片，占液晶显示主控板卡的比例分别为2.38%、7.54%、12.45%和14.74%，预计2016年的全年产量接近1,000万片。2013年-2016年1-6月，公司智能电视板卡销售收入分别为1.15、4.41、8.80、6.47亿元。

**智能电视板卡市场份额提升空间大，结构调整打开新增长通道。**2016年，中国智能电视出货量超过4,000万台，根据HIS统计数据，全球智能电视出货量超过1亿台。公司智能电视板卡国内市场份额不足25%，全球市场份额不足10%，公司未来在智能电视板卡市场份额有很大的提升空间。同时，智能板卡市场均价在200元到300元之间，而普通板卡仅为70-80元，智能板卡平均价格为普通板卡的3倍左右，毛利空间明显加大。伴随着公司板卡产品结构向智能电视方向转型升级，液晶显示主控板卡业务将打开新增长通道。

**图表 10. 智能电视板卡产量占比不断上升**



资料来源：招股说明书，中银证券

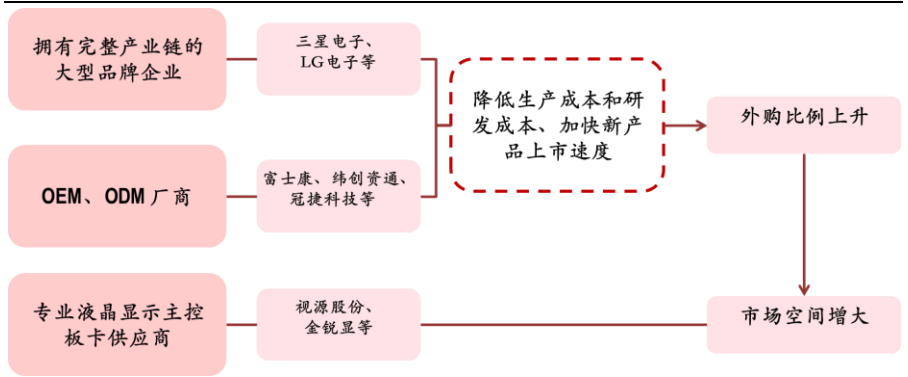
### 厂商外购比例上升释放新增量，带来市占率进一步提升

生产液晶显示主控板卡的企业有三类：一类是拥有完整产业链的大型品牌企业，如三星电子、LG电子等；第二类是为品牌厂商提供设计、生产服务的OEM、ODM厂商，如富士康、纬创资通、冠捷科技等；第三类是为第一类、第二类企业提供快速研发设计与生产服务的专业液晶显示主控板卡供应商，如视源股份、金锐显等。

近年来，三星、LG等液晶显示产品大品牌厂商以及部分OEM、ODM厂商为降低生产成本和研发成本、加快新产品上市速度，纷纷加大了液晶显示主控板卡的外购比例。未来，随着液晶显示产业分工的进一步专业化与精细化，液晶显示主控板卡外购业务将逐步加大，公司作为专业液晶显示主控板卡供应商以及凭借行业龙头地位，未来发展空间将进一步增大。



图表 11. 厂商外购增加市场新增量



资料来源：招股说明书，中银证券

## 交互智能平板受需求+政策双轮驱动，教育+会议将成新蓝海

公司以液晶显示主控技术为基础，结合多点触摸交互技术、数字信号处理技术与计算机软硬件技术，开发出具有自主知识产权的集电视、电脑、电子白板等功能于一体的交互智能平板——希沃系列、CVTOUCH系列和MAXHUB系列商用显示产品，具有超高清液晶显示、多点触摸、快速响应、多功能一体化、低能耗、长寿命等特点。

图表 12. 交互智能平板集电视、电脑、电子白板等功能于一体



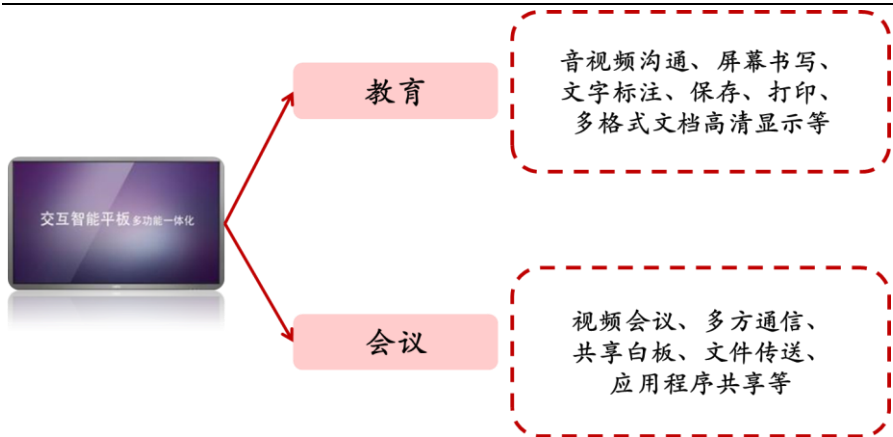
资料来源：招股说明书，中银证券

### 国内交互智能平板需求主要来自于教育领域和会议商用领域

在教育市场，我国近年来大力推进教育信息化建设，利用先进的信息化手段和工具，实现从环境（网络基础、设备、课室等）、资源（课件、视频、电子图书等）到活动（教、学、管理、沟通、办公等）的全部数字化，为师生提供开放式的数字化教学环境，最终实现教育过程的全面信息化，从而达到提升教育管理水平和效率的目的。交互智能平板满足了音视频沟通、多格式文档高清显示、屏幕书写、文字标注、保存、打印等需求，充分契合国内教育信息化的市场需求。

在会议市场，我国近年来倡导要精简会议、改进会议形式，提倡召开电视电话会议和网络视频会议。视频会议系统的建设对于提高工作效率、解放办公空间约束、节约运营成本、建设节约型社会具有重要作用。交互智能平板很好地满足了视频会议、多方通信、共享白板、文件传送、应用程序共享等需求，主要替代现有的电子白板和视频会议产品，广泛用于政府部门、事业单位和企业的日常办公。

图表 13. 交互智能平板主要应用于教育领域和会议商用领域



资料来源：招股说明书，中银证券

### “希沃”系列主攻教育，品牌效应凸显，占领市场高地

2008 年公司全资子公司视睿电子利用在液晶显示驱动、板卡设计、软件开发等方面积累的竞争优势，进入人机交互智能应用领域，推出了希沃交互智能平板系列产品和整体解决方案，覆盖国内各省市，并出口到全球多个国家和地区。

希沃交互智能平板是集成了大屏高清显示、交互式电子白板、电脑电视音响和网络传输等多项功能于一身的多媒体教学演示与操作平台。而且搭配了希沃自主研发的教学白板、智能助教、微课制作等多款系统软件，可以任意调用海量的多媒体资源，被广泛应用于教育教学、商务会议、主题展示等领域。

图表 14. 希沃交互智能平板产品丰富，覆盖领域广阔



资料来源：公司官网，中银证券

图表 15. 希沃自主研发的多款系统软件，提升用户体验



资料来源：公司官网，中银证券

希沃深耕信息化教育服务领域，已经打造为教育领域交互智能平板第一品牌，在全国已有超过 1,000 个合作服务网点、覆盖超过 700 个城市。近三年交互智能平板的销售收入年均复合增长率高达 93.86%。2016 年，希沃交互智能平板市场份额高达 31.3%，同比上升 5.7 个百分点，领先主要竞争对手鸿合近 8 个百分点，稳居行业龙头。在主要尺寸 65”以及 70”-79”中，希沃分别以 34.7%和 34.6%的高份额占据领先地位。尤其在 70-79”中，希沃市场极为强势，以 34.6%的高占比高出第二名达 14.6 个百分点。

图表 16. 希沃系列长期专注于教育领域



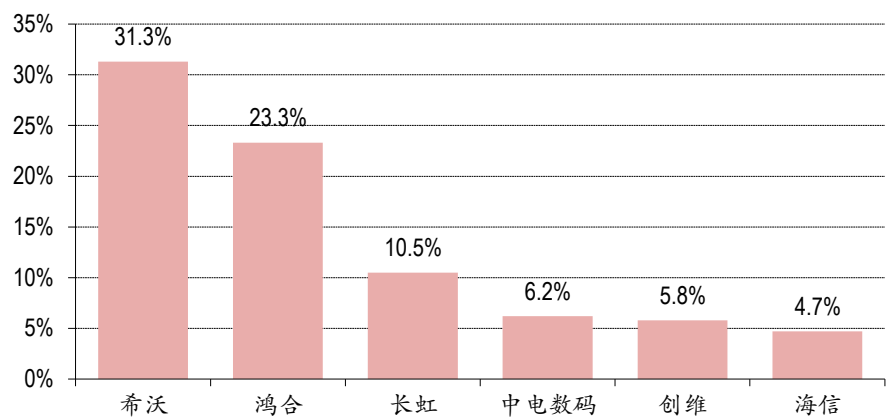
资料来源：公司官网，中银证券

图表 17. 交互智能平板助力教育信息化



资料来源：公司官网，中银证券

图表 18. 希沃市场份额高达 31.3%，远远领先于竞争对手



资料来源：奥维云网，中银证券

### 会议领域迅速卡位，MAXHUB 接力 CVTOUCH 打造明星产品

受益于希沃系列的技术经验，公司先后开发出 CVTOUCH 和 MAXHUB 两个系列主攻会议商用领域。最新发布的 MAXHUB 系列，较 CVTOUCH 在性能和用户体验等各方面均有较大提升，而且在同一尺寸拥有标准版、旗舰版、增强版三个系列，价格定位不同，覆盖客户群体更广。

技术+价格+拓展三大优势有望将 MAXHUB 打造为新明星产品。公司认为 MAXHUB 系列领先市场竞争产品半年，压感技术（电磁+电容触控）领先于微软；主要竞争产品 Surface Hub（微软）售价约为 MAXHUB 系列的 2-5 倍，MAXHUB 价格优势非常明显，卡位国内市场；MAXHUB 搭载万得 ows 系统，性能可以无限扩张，后期软件层面拓展成为优势。

图表 19. MAXHUB 系列取代 CVTOUCH 进军会议领域



资料来源：公司官网，中银证券

图表 20. MAXHUB 价格优势明显

微软	视源股份	
Surface Hub	CVTOUCH	MAXHUB
		55英寸售价7999元
55英寸售价 58611 元	65 英寸售价 14999 元	65 英寸售价 13999 元
80英寸售价 143281 元	75 英寸售价 26999 元	75 英寸售价 23999 元
	85 英寸售价 69999 元	86英寸售价 49999 元 (标准版)

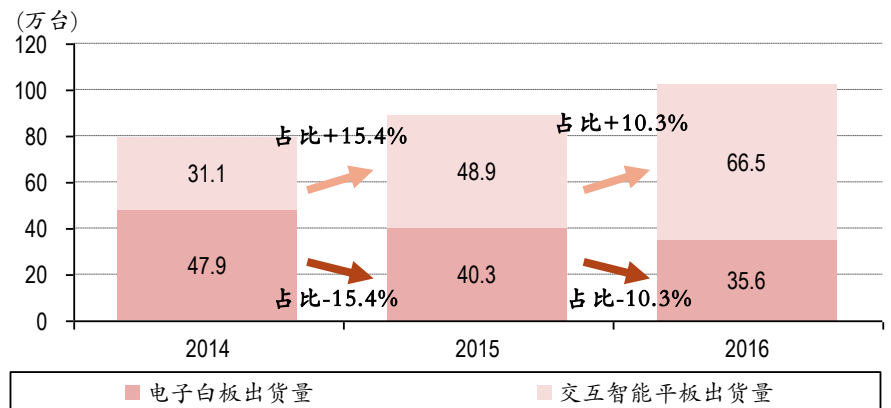
资料来源：公司官网，微软官网，中银证券

## 教育信息化+视频会议大势所趋，交互智能平板进入快车道

教育信息化投入仍有较大上升空间，交互智能平板替代电子白板趋势明显。2016年我国教育经费总投入3.88万亿元，教育信息化投入仅900亿元，未来还有较大上升空间。根据奥维云网发布的商用显示市场研究报告，2016年中国教育IWB市场（含投影式电子白板和交互智能平板）规模达到135亿元，同比增长16.9%。其中交互智能平板出货量达66.5万台，同比增长36%，市场份额占比达65%，较上一年显著提高10个百分点，电子白板市场份额相应明显萎缩。

市场处于高速增长阶段，公司市占率将进一步提升。国内K12教室超过800万间，交互智能平板替换周期约为5年，2017年-2018年是建设高速增长年份，增长弹性高，市场复合增长率预计达到36%。希沃品牌效应显现，2016年市占率31.3%，远远领先于竞争对手鸿合（占比22%），公司未来市占率有望达到50%，预计稳态阶段每年约60万台出货量，支撑收入规模至少40亿。

图表 21. 中国交互智能平板替代电子白板趋势明显



资料来源：奥维云网，中银证券

交互智能平板在会议市场的需求进入快速增长期。据 Future Source 发布的最新数据，2016年全球IWB市场同比增长11%，2017年仍将保持两位数的增长。全球会议室数量是教室数量的两倍以上，市场容量较大，近两年相关企业和上游面板厂家在会议市场的参与度明显提高，推广力度加强。2011年全球视频会议市场规模为15.70亿美元，到2016年全球视频会议市场规模达到约41.50亿美元。

行业发展方向以公司为代表的整体解决方案供应商为主。提供交互智能平板产品的企业主要有两类：一类是传统的电视厂商，包括创维、长虹等，此类厂商依托在家用显示领域的品牌与规模优势，以提供交互智能平板整机为主；另外一类是依托自身的软硬件技术优势为客户提供专业化的整体解决方案供应商，包括视源股份、北京鸿合盛视等。未来，商用显示市场将步入行业细分的应用阶段，应用越来越专业化，要求交互智能平板供应商不仅具备过硬的软硬件技术水平，更要对所应用行业有着深刻理解，才能提供有针对性的行业解决方案。

## 政策推动力度大，交互智能平板在教育市场迎来黄金时代

近年来，国家各部门相继颁布各项文件推动教育信息化的发展以及智能交互软硬件在教育、办公、医疗等关键领域的普及和推广。2012年，教育部发布的《教育信息化十年发展规划（2011年-2020年）》明确指出要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，倡导网络校际协作学习。2013年，教育部、发改委等部门联合发布文件大力推进农村学校教育信息化。2016年3月，国务院发布的《“十三五”规划》中提出通过购买服务建设国家级优质教育资源平台，发展现代远程教育和在线教育。2016年7月，国务院发布《“十三五”国家科技创新规划》，要求提升智能交互在设备和系统方面的原始创新能力，并在教育、办公、医疗等关键行业形成示范应用。

**图表 22. 政策推动教育信息化与智能交互软硬件**

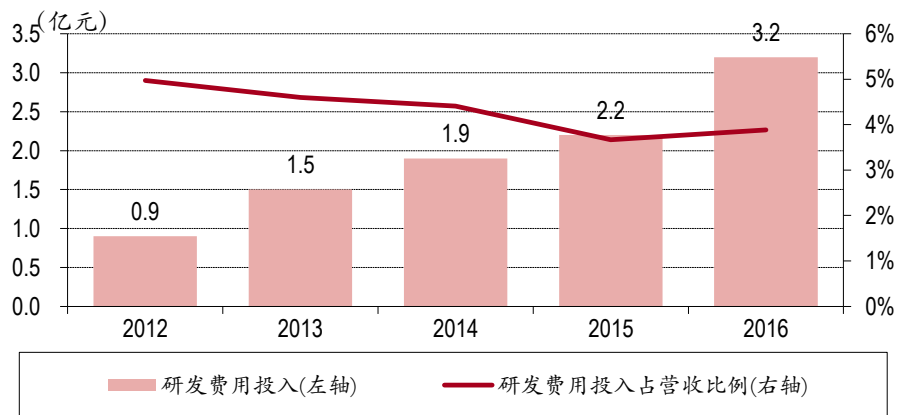
发布时间	发布机构	文件名称	主要内容
2012年2月	工信部	《电子信息制造业“十二五”规划》	加快发展新型平板显示、传感器等关键元器件
2012年3月	教育部	《教育信息化十年发展规划》	推进信息技术与教学融合，建设智能化教学环境，提供优质数字教育资源和软件工具，倡导网络校际协作学习
2012年7月	国务院	《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》	加快建设新型显示等新一代信息技术，推进信息技术创新、新兴应用拓展和网络建设的互动结合
2013年12月	教育部、 发改委等	《关于全面改善贫困地区义务教育薄弱学校基本办学条件的意见》	推进农村学校教育信息化，逐步提升农村学校信息化基础设施与教育信息化应用水平，推进信息技术在教育教学中的深入应用
2016年3月	国务院	《“十三五”规划》	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，发展现代远程教育和在线教育
2016年7月	国务院	《“十三五”国家科技创新规划》	形成智能交互的共性基础软硬件平台，提升智能交互在设备和系统方面的原始创新能力，并在教育、办公、医疗等关键行业形成示范应用

资料来源：招股说明书，中银证券

## 人才优势奠定核心竞争力，高产出效率保障持续增长

截至 2016 年底，公司拥有技术人员 1,297 人，占公司员工总数的 63.4%；研究生及以上学历有 187 人，占比 9.1%，本科学历 1,422 人，占比 69.5%。2016 年，研发费用占营收的 3.8%，高于同行业平均水平（3%），近五年均稳定在 4% 水平上下。公司拥有销售人员 416 人，人均创造营收收入 1,980 万元，高产出效率保障业绩持续高增长。

图表 23. 研发费用占营收比例稳定在 4% 左右



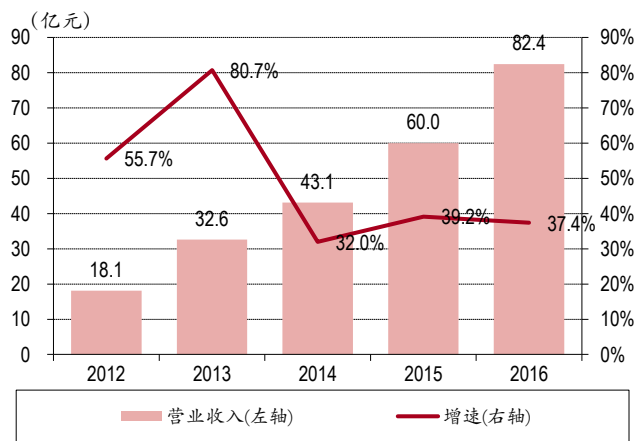
资料来源：万得数据，中银证券

## 业绩持续高增长，应收账款/现金流状况极佳

### 营业收入/归母净利润均保持较高速增长，盈利能力不断增强

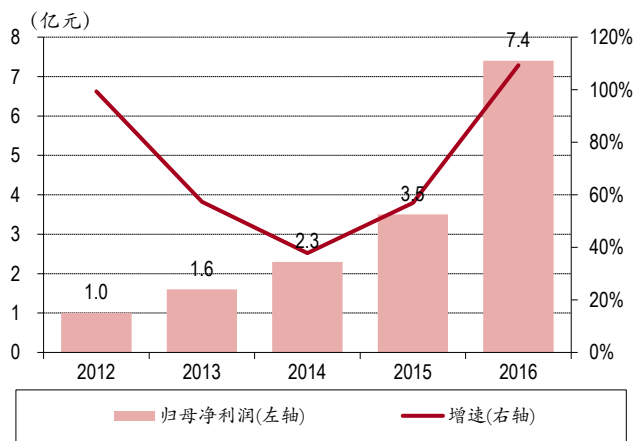
公司 2012 年-2016 年营收分别为 18.1、32.6、43.1、60.0、82.4 亿元，增速分别为 55.7%、80.7%、32.0%、39.2%、37.4%，近三年呈现以中高速平稳增长趋势。2012 年-2016 年归母净利润分别为 1.0、1.6、2.3、3.5、7.4 亿元，增速分别为 99.4%、57.4%、37.8%、56.9%、109.3%，近三年呈现加速增长趋势。近五年营收和净利润均保持较高速增长，营收 CAGR 为 46%，归母净利润 CAGR 为 65%。2012 年-2016 年净利率分别为 5.77%、5.03%、5.24%、5.91%、9.01%，近三年盈利能力不断显著提高。

图表 24. 近三年营业收入保持平稳增长



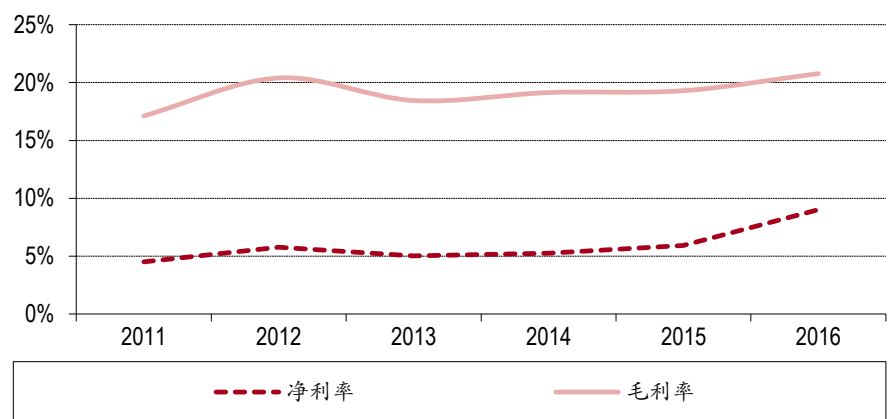
资料来源：万得数据，中银证券

图表 25. 近三年归母净利润加速增长



资料来源：万得数据，中银证券

图表 26. 近三年盈利能力不断提高



资料来源：万得数据，中银证券

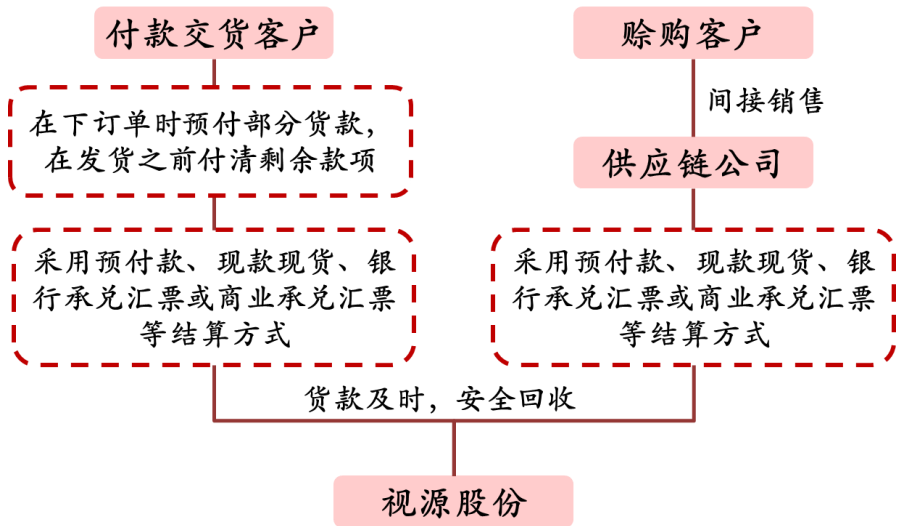


### 销售管理制度完善，应收账款占比极低，现金流持续不断增加

公司建立了比较完善的销售管理制度，对于采用预付款、现款现货、银行承兑汇票或商业承兑汇票结算方式的客户，公司会直接进行销售，客户在下订单时即被要求预付部分货款，并在发货之前付清剩余款项；对于希望采用赊购方式的客户，公司会通过供应链公司间接销售，供应链公司与本公司采用预付款、现款现货或银行承兑汇票的结算方式，从而保证了公司货款及时、安全回收。

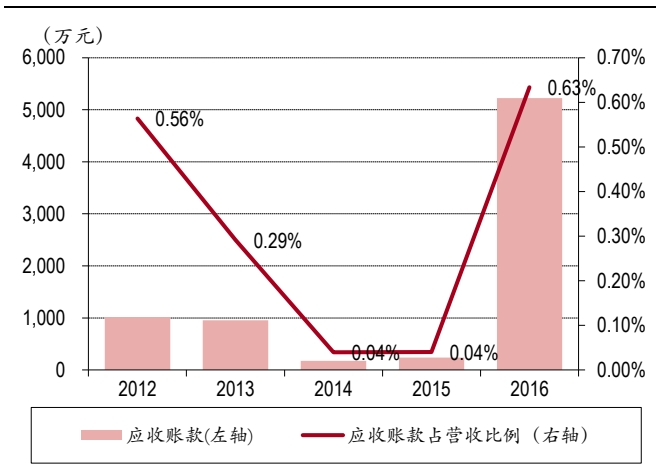
2012-2016年，公司应收账款分别为1,018、952、173、240、5,223万元，占营收比例分别为0.56%、0.29%、0.04%、0.04%、0.63%，近五年应收账款占营收比例均低于1%，维持极低位置。2012-2016年经营现金流净额分别为1.38、3.94、2.70、5.38、7.55亿元，持续为正且不断增加，现金流状况极佳。

图表 27. 完善的销售管理制度保障回款安全及时



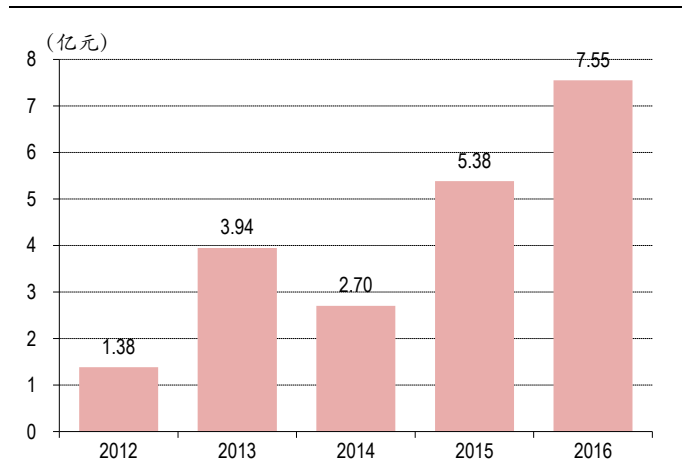
资料来源：招股说明书，中银证券

图表 28. 近五年应收账款占营收比例均低于 1%



资料来源：万得数据，中银证券

图表 29. 经营现金流持续为正且不断增加



资料来源：万得数据，中银证券

## 良好的内部孵化机制，静待下一个“明星业务”

公司在主营业务不断创新发展的基础上，借助多年科技产品的研发技术优势与经验，积极开拓新产品与新市场。未来公司目标在智能硬件、人工智能以及医疗信息化等领域实现新的突破，不断打造出公司新的增长引擎。

### 智能硬件：进军下一个千亿市场

根据 Markets and Markets 发布的报告显示，全球智能家居市场规模将在 2022 年达到 1,220 亿美元，2016-2022 年年均增长率预测为 14%。2017 年中国智能家居市场规模将达到近 1,000 亿元，近三年市场增长率均在 40% 以上。

2013 年公司成立全资子公司睿鑫电子作为智能硬件孵化器，利用视源股份在液晶显示板卡以及交互智能平板产品上积累的科技硬件产品的技术经验，大力拓展智能硬件业务，开发出从穿戴、居家到出行的多项智能产品。睿鑫曾和百度、腾讯合作开发了智能童鞋等产品，现阶段在定位服务、时尚首饰、智能家居等领域进行深入研究和开发。2013 年公司成立汽车电子事业部，专注于提供领先的汽车电子整体解决方案，目前已经为国内外多家整车制造商提供产品和服务。依托平台资源，公司的智能硬件业务拥有稳定的供应和管理体系。

图表 30. 公司大力研发智能家居、汽车电子等智能硬件



资料来源：公司官网，中银证券

### 医疗信息化：连接家庭和医疗机构，直击行业痛点

根据 IDC 统计，2014 年我国医疗信息化总花费规模为 223.12 亿元，2015 年增长至 243.60 亿元，预计 2020 年我国医疗信息化总花费规模将达到 430.6 亿元，期间复合增长率为 11.1%。公司全资子公司希科医疗拥有自主知识产权的核心专利技术，专注于移动医疗信息化，智能硬件研发，致力于通过结合移动医疗和互联网技术，将专业医疗设备应用于医院的同时，为家庭提供专业健康管理服务，打造连接家庭和医疗机构的桥梁，为即将到来的老龄化社会提供有效的家庭医疗基础设施及专业化、个性化的医疗服务。从智能体温计到输液监护仪，希科的尖端智能技术提高了移动医疗硬件设备的监测精准度和使用便捷度。除此之外，希科还推出了无线体征信息采集管理系统，突破医疗运用的传统领域。

图表 31. 公司大力研发智能家居、汽车电子等智能硬件



资料来源：公司官网，中银证券

### 人工智能：推动主营产品创新

随着数据爆炸式增长和计算能力成倍提高，基于神经网络的深度学习算法在越来越多的人工智能领域取得突破性进展，人工智能技术开始大量应用于更多的产品中。公司于 2014 年设立中央研究院，大力投入到人工智能领域的研究，逐步在机器视觉、语音识别、医疗影像、自然语言处理和机器人控制等领域取得良好进展，并不断应用在实际业务中，使智能交互平板、智能显控、液晶电视主板、车载显示、智能音箱等产品在市场中更具竞争力。

## 估值与投资建议

我们预计 2017-2019 年净利润分别为 8.23、10.36、12.31 亿元，对应每股收益分别 2.04 元、2.57 元和 3.05 元，同比增速 11.7%、25.9%、18.8%。我们认为公司良好的管理优势是保证公司长期竞争力的重要基石，我们看好公司在全球的部件厂商的卡位优势，以及近期交互智能平板在教育及会议领域的高成长性。公司作为 A 股相对稀缺的管理优势凸显、财务指标健康的优质公司，理应长期享受高估值溢价。

首次给予公司**买入**评级。

**损益表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	5,996	8,238	10,253	12,552	15,034
销售成本	(4,861)	(6,553)	(8,267)	(10,078)	(12,100)
经营费用	(728)	(943)	(1,204)	(1,443)	(1,682)
<b>息税折旧前利润</b>	<b>407</b>	<b>742</b>	<b>782</b>	<b>1,031</b>	<b>1,252</b>
折旧及摊销	(20)	(30)	(30)	(36)	(41)
<b>经营利润(息税前利润)</b>	<b>387</b>	<b>712</b>	<b>752</b>	<b>994</b>	<b>1,211</b>
净利息收入/(费用)	(21)	(33)	16	17	24
其他收益/(损失)	37	170	184	210	235
<b>税前利润</b>	<b>403</b>	<b>849</b>	<b>952</b>	<b>1,222</b>	<b>1,470</b>
所得税	(49)	(107)	(112)	(148)	(179)
少数股东权益	0	0	16	37	60
<b>净利润</b>	<b>354</b>	<b>742</b>	<b>823</b>	<b>1,036</b>	<b>1,231</b>
<b>核心净利润</b>	<b>358</b>	<b>745</b>	<b>858</b>	<b>1,113</b>	<b>1,354</b>
每股收益(人民币)	5.371	2.044	2.040	2.567	3.051
核心每股收益(人民币)	5.419	2.054	2.127	2.759	3.355
每股股息(人民币)	0.000	0.467	0.155	0.261	0.413
收入增长(%)	39	37	24	22	20
息税前利润增长(%)	69	84	6	32	22
息税折旧前利润增长(%)	65	82	5	32	21
每股收益增长(%)	57	(62)	(0)	26	19
核心每股收益增长(%)	58	(62)	4	30	22

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**现金流量表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	403	849	952	1,222	1,470
折旧与摊销	20	30	30	36	41
净利息费用	21	33	(16)	(17)	(24)
运营资本变动	207	427	45	468	119
税金	(48)	(107)	(112)	(148)	(179)
其他经营现金流	(64)	(477)	(30)	(585)	(194)
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>538</b>	<b>755</b>	<b>869</b>	<b>975</b>	<b>1,234</b>
购买固定资产净值	(0)	10	90	40	70
投资减少/增加	0	95	164	187	212
其他投资现金流	(173)	(208)	(172)	(85)	(145)
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(173)</b>	<b>(104)</b>	<b>82</b>	<b>142</b>	<b>137</b>
净增权益	0	(169)	(63)	(105)	(167)
净增债务	(5)	0	11	88	(99)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(73)	(130)	3,003	(54)	(198)
<b>融资活动产生的现金流</b>	<b>(77)</b>	<b>(272)</b>	<b>3,004</b>	<b>32</b>	<b>(242)</b>
现金变动	288	379	3,956	1,149	1,129
期初现金	520	810	1,171	5,126	6,276
公司自由现金流	365	651	951	1,117	1,371
权益自由现金流	381	685	947	1,188	1,249

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**资产负债表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	817	1,256	5,165	6,319	7,461
应收帐款	306	263	420	443	581
库存	416	744	638	1,045	1,017
其他流动资产	17	17	36	25	46
<b>流动资产总计</b>	<b>1,556</b>	<b>2,279</b>	<b>6,259</b>	<b>7,833</b>	<b>9,104</b>
固定资产	344	404	461	454	473
无形资产	90	100	103	115	125
其他长期资产	62	55	47	56	64
<b>长期资产总计</b>	<b>496</b>	<b>560</b>	<b>612</b>	<b>624</b>	<b>661</b>
<b>总资产</b>	<b>2,055</b>	<b>2,860</b>	<b>6,877</b>	<b>8,459</b>	<b>9,765</b>
应付帐款	735	994	1,094	1,493	1,619
短期债务	0	0	10	99	0
其他流动负债	468	556	666	755	906
<b>流动负债总计</b>	<b>1,203</b>	<b>1,550</b>	<b>1,771</b>	<b>2,346</b>	<b>2,525</b>
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	40	61	41	48	50
股本	66	363	404	404	404
储备	742	879	4,644	5,606	6,671
<b>股东权益</b>	<b>808</b>	<b>1,242</b>	<b>5,047</b>	<b>6,010</b>	<b>7,074</b>
少数股东权益	2	3	18	55	115
<b>总负债及权益</b>	<b>2,055</b>	<b>2,860</b>	<b>6,877</b>	<b>8,459</b>	<b>9,765</b>
每股帐面价值(人民币)	12.25	3.42	12.51	14.89	17.53
每股有形资产(人民币)	10.88	3.14	12.25	14.61	17.22
每股净负债/(现金)(人民币)	(12.28)	(3.23)	(12.68)	(15.31)	(18.35)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**主要比率(%)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	6.8	9.0	7.6	8.2	8.3
息税前利润率(%)	6.5	8.6	7.3	7.9	8.1
税前利润率(%)	6.7	10.3	9.3	9.7	9.8
净利率(%)	5.9	9.0	8.0	8.3	8.2
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.3	1.5	3.5	3.3	3.6
利息覆盖率(倍)	18.7	21.6	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.9	1.0	3.2	2.9	3.2
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	13.8	36.3	36.4	28.9	24.3
核心业务市盈率(倍)	13.7	36.1	34.9	26.9	22.1
目标价对应核心业务市盈率(倍)	17.2	45.3	43.7	33.7	27.7
市净率(倍)	6.1	21.7	5.9	5.0	4.2
价格/现金流(倍)	9.1	35.7	34.5	30.7	24.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	72.1	39.1	32.0	23.3	18.2
<b>周转率</b>					
存货周转天数	28.6	32.3	30.5	30.5	31.1
应收帐款周转天数	12.9	12.6	12.2	12.6	12.4
应付帐款周转天数	36.8	38.3	37.2	37.6	37.8
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	0.0	22.8	7.6	10.2	13.5
净资产收益率(%)	53.3	72.4	26.2	18.7	18.8
资产收益率(%)	20.0	25.3	13.6	11.4	11.7
已运用资本收益率(%)	13.3	18.0	6.5	4.6	4.6

资料来源: 公司数据及中银证券预测

## 研究报告中所提及的有关上市公司

视源股份 (002841.CH/人民币 74.01, 买入)

以2017年7月3日当地货币收市价为标准  
本报告所有数字均四舍五入

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；  
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；  
未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371