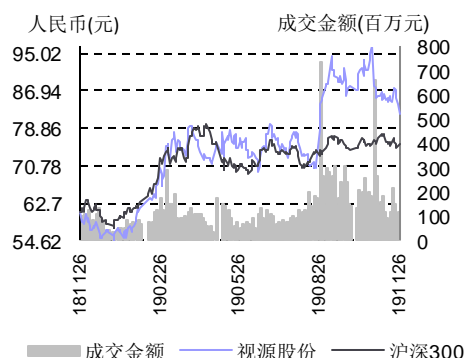


市场价格 (人民币): 81.90 元
 目标价格 (人民币): 110.80-110.80 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	6.56
已上市流通 A 股(亿股)	.70
总市值(亿元)	536.99
年内股价最高最低(元)	87.78/81.90
沪深 300 指数	3892
中小板综	8965



公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	1.701	1.532	2.412	3.037	3.869
每股净资产(元)	6.17	5.19	6.79	8.62	10.94
每股经营性现金流(元)	2.26	2.72	2.47	3.21	4.39
市盈率(倍)	42.63	37.14	33.95	26.96	21.17
净利润增长率(%)	-6.86%	45.32%	57.49%	25.92%	27.36%
净资产收益率(%)	27.56%	29.51%	35.50%	35.25%	35.37%
总股本(百万股)	406.31	655.48	655.66	655.66	655.66

来源: 公司年报、国金证券研究所

屏显龙头，智能交互大放异彩

投资逻辑

- **液晶显示主控板卡龙头，以屏为器向下游延伸。**当前液晶显示主控板卡市场较为成熟，预计 2019-2020 年市场规模增速在 8% 左右，主要需求来自于超高清电视和智能电视对普通液晶电视的替代。公司是全球最大的液晶显示主控板卡厂商，2018 年全球出货量市占率超 35%（其中智能电视板卡出货量占比达 41%），未来将充分受益行业向超高清和智能化方向的发展。凭借在显控技术领域的核心优势，公司积极向显示板卡下游智能交互领域延伸，逐步拓展出教育信息化智能交互品牌希沃和网络会议智能交互品牌 MAXHUB，两者在各自细分领域销售市占率均拔得头筹。
- **教育信息化 2.0 时代，希沃优势突出有望充分受益行业发展。**政策推动下，国内教育信息化行业进入黄金发展期，预计未来三年教育信息化支出有望维持 10% 左右的年均增速。教育信息化 2.0 时代，以智能交互产品为核心载体的智慧教室是教育信息化主要建设方向，希沃是教育用智能交互平板龙头品牌，产品矩阵及内容生态丰富，客户粘性较强，全产业链优势下具备更强盈利能力，2018 年销售市占率 36.5% 排名第一，未来将充分受益行业高速增长红利。我们预计，2019-2021 年希沃营收 CAGR 将达 25.6%。
- **网络会议市场一片蓝海，MAXHUB 有望延续辉煌。**根据 IDC，2018 年网络会议市场渗透率仅 10%，市场虽小（规模 1.81 亿美元）但增速较快，预计未来三年 CAGR 将达 20%。65 寸以上智能交互平板为国内网络会议市场主流需求（占比达 71%），MAXHUB 主攻 65/75/86 寸大屏市场，拥有包括东风日产、阿里巴巴、腾讯等大终端客户在内的超过 200 家用户，连续两年排名位居首位（2018 年销售市占率 25.40%），龙头优势突出，未来有望实现持续高速增长。我们预计，2019-2021 年 MAXHUB 营收 CAGR 将达 54.9%。

盈利预测与估值：

- 预计公司 2019-2021 年实现营收 199.7、233.6、271.5 亿元，实现归母净利润 15.8、19.9、25.4 亿元，对应 PE 分别为 34x、27x、21x，采用分部估值法，给予公司 2020 年合理目标估值 727 亿元，对应目标价 110.8 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：

- 液晶电视出货量不及预期；智慧教室建设推进不及预期；远程会议行业发展不及预期；原材料价格大幅波动；应收账款大幅提升；巨量限售股解禁。

罗露 联系人
luolu@gjzq.com.cn

孟林 联系人
menglin@gjzq.com.cn

唐川 分析师 SAC 执业编号: S1130517110001
tangchuan@gjzq.com.cn

内容目录

一、研发驱动的显示板卡和智能交互平板龙头	4
1.1 公司简介：显示板卡龙头，引领智能交互赛道	4
1.2 研发驱动型公司，长期发展具备牢固基础	5
二、全球液晶电视出货量增速平缓，未来公司主要受益于超高清和智能电视渗透率提升	7
2.1 5G 叠加政策驱动，超高清替代拉动液晶显示主控板卡增长	7
2.2 智慧生活时代智能电视有望放量，智能电视板卡稳步增长	9
三、教育信息化 2.0 质变时代，希沃领跑智慧教室建设	11
3.1 教育信息化：定位“基建”，政策加码助力，市场潜力大	11
3.2 智慧教室是教育信息化重要载体	12
3.3 公司是教育智能交互平板龙头，多指标领先国内主要竞争对手	13
四、会议市场一片蓝海，MAXHUB 有望延续辉煌	17
4.1 会议交互平板渗透率仅 10%，会议市场规模增长潜力巨大	17
4.2 会议市场需求以大屏和多场景化为趋势，MAXHUB 全产业链优势凸显	18
五、盈利预测与估值	19
5.1 盈利预测	19
5.2 估值分析	20
六、风险提示	21

图表目录

图表 1：公司营收保持快速增长	4
图表 2：公司扣非归母净利保持快速增长	4
图表 3：公司智能交互平板业务收入占比逐渐提升	4
图表 4：高毛利率的智能交互平板业务带动公司综合毛利率小幅提升	4
图表 5：公司研发投入增速高于鸿合	5
图表 6：公司研发投入收入比高于鸿合	5
图表 7：公司研发人员数量及占比均高于鸿合	5
图表 8：近三年公司在全国各地业务拓展情况	6
图表 9：预计全球液晶电视出货量维持 1% 增速	7
图表 10：预计全球液晶电视显示板卡市场规模维持 8% 左右增速	7
图表 11：省市出台相关超高清配套政策	7
图表 12：超高清视频的场景运用	8
图表 13：预计 2021 年我国超高清视频产业总市值将接近 25000 亿元	8
图表 14：预计 2019 年底超高清电视销量占彩电销售量的比重为 80%	8
图表 15：视源分地区营业收入分布	9

图表 16: 预计 2021 年智能电视激活量突破 2.6 亿台.....	9
图表 17: 2018 年累计新增 3200 万智能电视终端.....	10
图表 18: 预计 2020 年智能电视渗透率反超传统电视.....	10
图表 19: 2018 年国产品牌智能电视渗透率近 73%.....	10
图表 20: 2018 年国产品牌新增智能电视渗透率近 74%.....	10
图表 21: 教育信息化相关重大政策文件时间表.....	11
图表 22: 教育信息化经费测算过程.....	12
图表 23: 国家教育信息化经费测算结果.....	12
图表 24: 各地政府积极建设智慧教室项目.....	13
图表 25: 智慧教室项目全面铺开建设（部分项目）.....	13
图表 26: 2017 年中国大陆 IWB 市场细分行业结构.....	14
图表 27: 2018 年中国大陆 IWB 市场细分行业结构.....	14
图表 28: 希沃全教育信息化产品布局.....	14
图表 29: 总营收对比（亿元）.....	15
图表 30: 智能交互平板营收对比（亿元）.....	15
图表 31: 智能交互平板销量（万台）.....	15
图表 32: 智能交互平板毛利率对比.....	15
图表 33: 产品单价对比.....	15
图表 34: 公司与鸿合存货周转天数对比.....	16
图表 35: 公司与鸿合经营性净现金流对比.....	16
图表 36: 公司与鸿合 ROE 对比.....	16
图表 37: 公司与鸿合 ROA 对比.....	16
图表 38: 我国网络会议市场以 20% 以上增速增长.....	17
图表 39: 2018 年会议平板销量和销售额超过 100% 的增长.....	17
图表 40: 65 英寸会议平板产品应用占首位，市场份额为 38.2%.....	18
图表 41: MAXHUB 覆盖全会议市场.....	18
图表 42: 公司收入预测.....	19
图表 43: 液晶电视面板价格走势（美金/片）.....	20
图表 44: 公司毛利率预测.....	20
图表 45: 鸿合科技 PEG 预测（Wind 一致预期）.....	21
图表 46: 视源 vs 鸿合应收账款情况.....	21

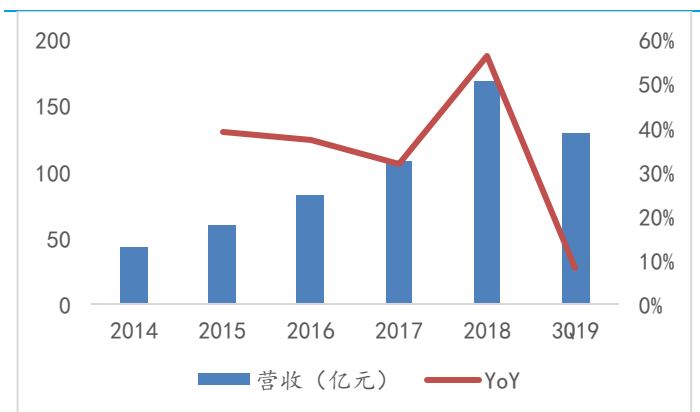
一、研发驱动的显示板卡和智能交互平板龙头

1.1 公司简介：显示板卡龙头，引领智能交互赛道

公司是全球液晶显示主控板卡和国内智能交互平板龙头。公司主营业务为液晶显示主控板卡、智能交互平板、移动智能终端等电子产品的设计、研发和销售。公司液晶显示主控板卡下游客户主要为电视整机厂商，目前已应用于 TCL、海信、海尔、康佳、长虹、创维、乐视、小米、微鲸、Vizio、夏普、东芝、松下等公司的产品，覆盖从传统模拟电视、数字电视到智能电视，2018 年全球出货量第一，市占率超 35%。基于液晶显示主控技术，结合多点触摸交互技术、数字信号处理技术等，公司向下游拓展进军智能交互赛道，相继开发了教育信息化智能交互平板希沃（seewo）以及会议平台 MAXHUB。当前，希沃和 MAXHUB 在各自细分领域全国市占率均为第一（2018 年希沃销售额全国市占率 36.5%，MAXHUB 销售额全国市占率 25.4%）。

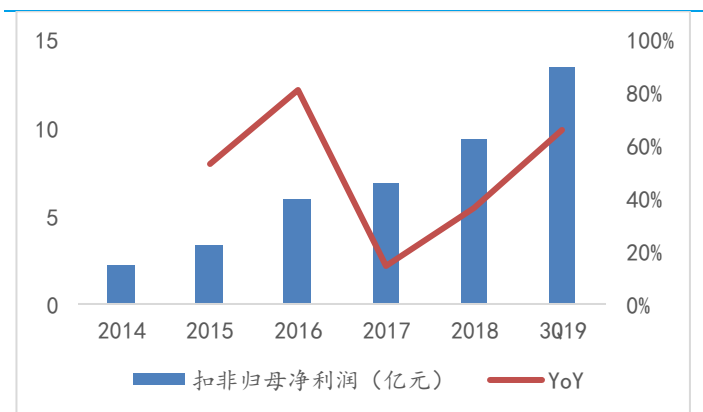
财务表现亮眼，过去五年收入、净利快速增长。2014-2018 年，公司营收 CAGR 达 39.1%，扣非归母净利润 CAGR 达 43.7%，均实现高速增长。2017 年营收增长、扣非归母净利下滑是由部分关键原材料价格上升及汇率波动等导致。2019 年上半年由于宏观经济下滑、行业需求放缓，公司液晶显示主控板卡业务和智能交互平板业务均受到一定影响，整体收入和利润增速略有放缓。

图表 1：公司营收保持快速增长



来源：公司年报，国金证券研究所

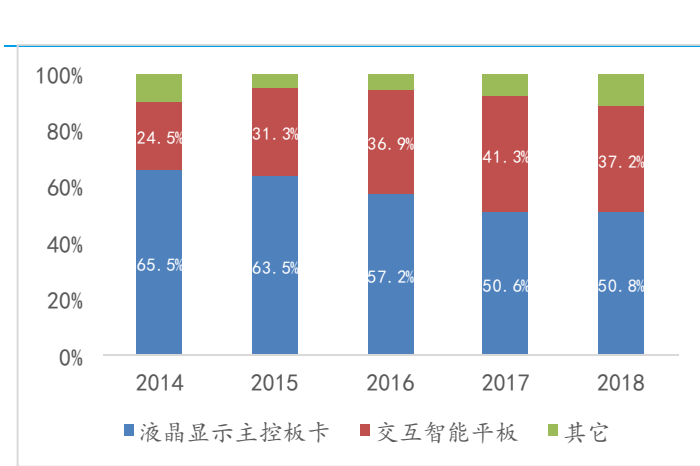
图表 2：公司扣非归母净利润保持快速增长



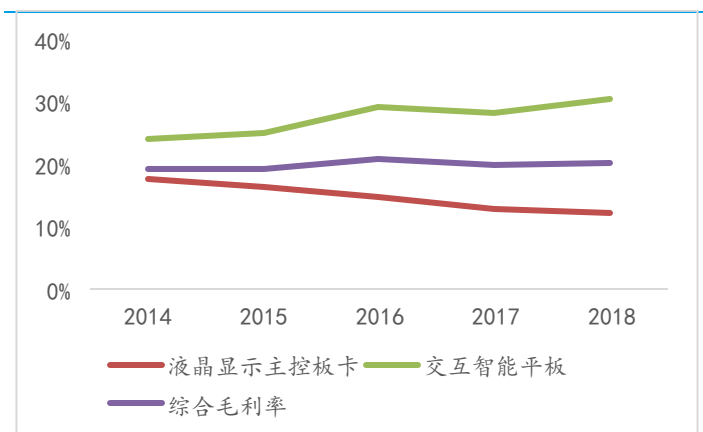
来源：公司年报，国金证券研究所

智能交互平板业务快速发展，为公司业绩增长主要驱动力。受益于教育信息化行业红利，希沃出货量保持快速增长，带动公司智能交互平板业务收入占比从 2014 年的 24.5% 提升至 2018 年的 37.2%，而液晶显示主控板卡业务收入占比由 2014 年的 63.9% 下降至 2018 年的 50.8%。由于智能交互平板业务毛利率水平较高，随着该业务收入占比提升，公司整体毛利率水平也有所提升。

图表 3：公司智能交互平板业务收入占比逐渐提升



图表 4：高毛利率的智能交互平板业务带动公司综合毛利率小幅提升



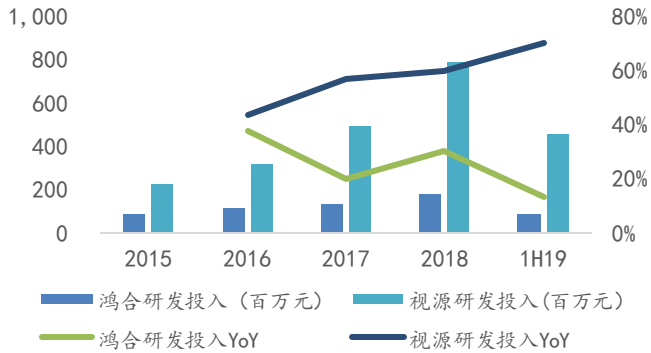
来源：公司年报，国金证券研究所

来源：公司年报，国金证券研究所

1.2 研发驱动型公司，长期发展具备牢固基础

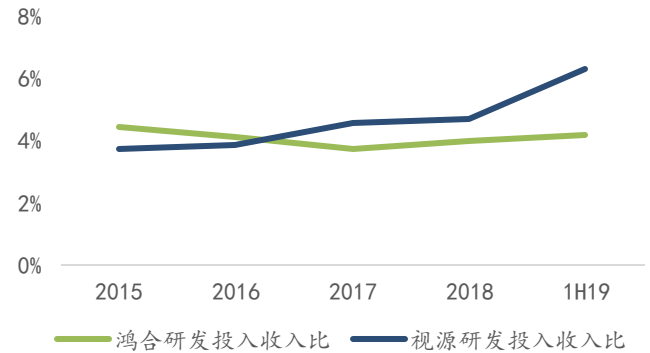
公司专注产品研究，研发投入远高于主要竞争对手鸿合科技。公司提倡以科技为先导、以创新为动力，保持研发投入连年增长，成果显著：公司为广州连续两年专利量第一的企业，2018 年公司专利申请量超过 1700 件，发明专利申请占比超过 40%。同时公司高度重视知识产权保护，截止 2018 年底公司拥有专利超过 3,000 项，拥有计算机软件著作权、作品著作权超过 900 项。我们认为，与国内主要竞争对手相比，公司致力于现有产品核心技术及未来新技术方向的深入研究，未来将凭借显著的技术优势保持行业领先的地位。

图表 5：公司研发投入增速高于鸿合



来源：公司年报，国金证券研究所

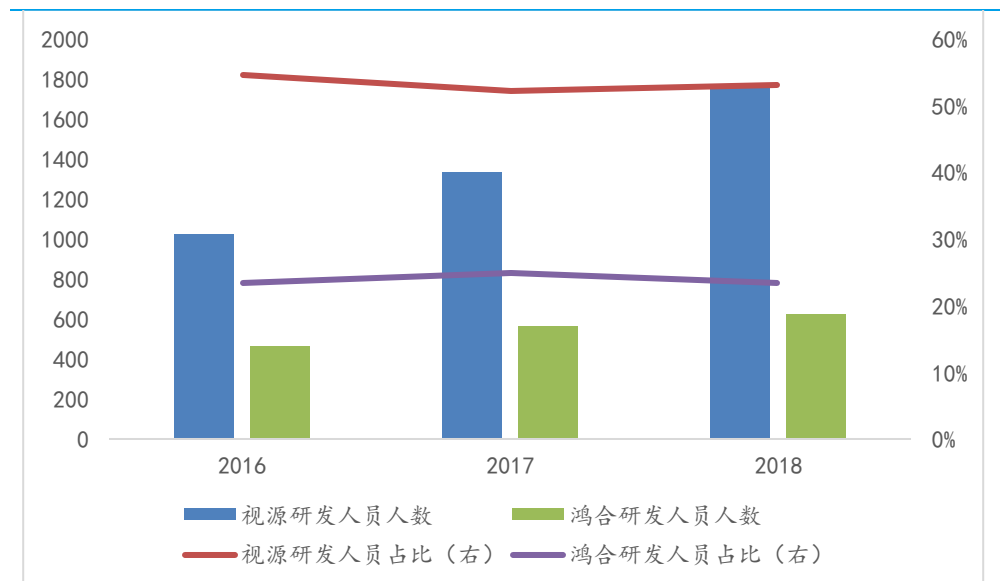
图表 6：公司研发投入收入比高于鸿合



来源：公司年报，国金证券研究所

公司员工以研发技术人员为主，中央研究院汇集专家资源，技术实力雄厚。公司研发技术人员占比 60% 以上，相比于竞争对手更注重技术力量的储备与培育。2014 年公司成立中央研究院汇集国内外资深博士和专家，目前已形成近百人规模，主要负责把握研究方向和前沿领域，实现从研发到落地。中央研究院的部分研发成果已应用在产品中，如人脸识别和麦克风阵列技术在 MAXHUB 会议场景中的应用、语音识别在智能家居场景中的应用、搜索推荐技术在 Seewo 教育大数据中的应用等。

图表 7：公司研发人员数量及占比均高于鸿合



来源：公司年报，国金证券研究所

设立多区域研发中心，注重产学研一体化优化研发内驱力。近3年公司在重庆、成都、北京、合肥等地开展产学研一体化项目，投入共计23.5亿元。公司是在广东地区起家，区域优势主要在华南和华东地区，2016年收入占比分别为41%和31%，未来公司将拓展事业版图，主要发力西南和北方地区，力求形成北方、西南和沿海三大战略区点。我们认为，公司全国区域研发布局有利于充分利用各区域资源优势，继续扩大技术与产品优势。

图表8：近三年公司在全国各地业务拓展情况

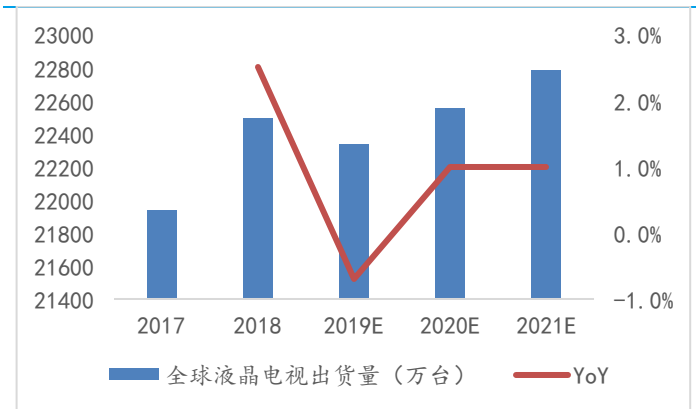
时间	投资区域	项目	内容	金额
2019.01	合肥	“视源学生智慧终端研发中心项目”	开展学生智慧终端等产品的研发、设计、销售及相关产品测试实	5亿元
2018.09	重庆	“视源科技研发中心和结算中心项目”	设立西南区研发中心和结算中心，开展智能交互整机、多媒体常态化录播系统等多媒体设备相关业务的研发、销售	3.5亿元
2018.06	北京	建设北方区域总部和研究分院	开展希沃教育机、MAXHUB会议机、智能体征采集设备、智能导航中控系统等智能交互产品的研发、测试和销售	3亿元
2017.11	合肥	建设家电智能控制产品建设项目	白色家电智能控制组件、智能小家电、物联网控制模块等产品的研发、设计	5亿元
2017.10	成都	建设西南区域总部及智能交互平板研发中心	开展公司在西南区域的运营管理、结算以及教育和商务类智能交互平板、汽车中控智能平台等多媒体终端及智能硬件产品的研发	10亿元

来源：公司公告，国金证券研究所

二、全球液晶电视出货量增速平缓，未来公司主要受益于超高清和智能电视渗透率提升

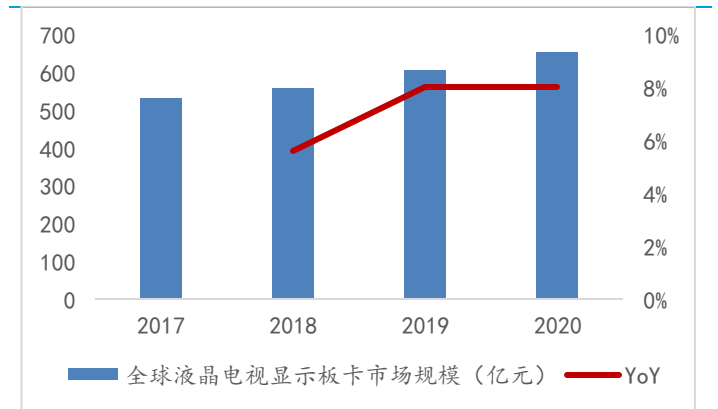
未来液晶显示板卡的需求主要来源于超高清电视和智能电视的替换需求。从2019年上半年电视出货量来看，整个液晶电视行业维持相对稳定，预测未来几年液晶电视出货量增量在1%左右。根据IHS DisplaySearch，预计2019、2020年全球液晶电视显示板卡市场规模增速在8%左右。行业增长的动力主要来源于：1)超高清电视的替代；2)智能电视渗透率的提高。

图表 9：预计全球液晶电视出货量维持1%增速



来源：奥维睿沃，分析师预测、国金证券研究所

图表 10：预计全球液晶电视显示板卡市场规模维持8%左右增速



来源：IHS DisplaySearch，国金证券研究所

2.1 5G 叠加政策驱动，超高清替代拉动液晶显示主控板卡增长

政策完善、部省合力，超高清行业发展提速，2022年我国超高清视频产业总体规模有望超4万亿元。2019年上半年，工信部、国家广播电视总局、中央广播电视总台三部门联合印发了《超高清视频产业发展行动计划（2019—2022年）》，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。北京、上海、安徽、湖南、重庆、四川、青岛等地区紧跟发布相应政策，部省合力助力超高清视频产业发展。我们认为在政策的驱动下，以视频为核心的行业智能化转型升级将加速，为液晶显示主控板卡行业带来新的发展机会。

图表 11：省市出台相关超高清配套政策

省市	内容
广东省	以“国家超高清视频产业发展试验区”建设为目标，布局建设4K超高清视频产业示范区和4K电视全国广播影视产业示范区，加快超高清视频产业创新中心、演示展示中心平台建设
北京市	面向国内系列重大活动和体育赛事，推动企业开展“5G+超高清”行业应用示范，打造国家级内容生产基地和协同创新平台
上海市	以建设“五个中心”和“四大品牌”为目标，着力建设超高清视频内容融合平台，实施“5G+4K/8K+AI”应用示范工程
安徽省	充分发挥“人工智能+文化创意+特色应用”优势，以深化“屏-芯-端”协同联动为目标，持续打造国家级新型显示创新中心、“芯火”双创基地等平台
湖南省	以“112”工程为目标，继续打造湖南卫视和马栏山视频文创产业园生态平台，构建“制造+内容+传输+应用”全产业链体系
重庆市	大力推进成为全国重要的4K面板、4K终端产品、4K芯片生产基地，积极开播超高清电视频道，创建全国超高清视频产业示范基地
四川省	以超高清视频前端技术为支撑，成立超高清视听制作研发（四川）基地，建设校企基地和联合实验室，实现“内容、应用、产业”三位一体协同发展
青岛市	在终端设备生产、内容供给、网络承载以及应用示范等方面全面发力，着力推进超高清视频产业创新中心、内容制作基地、内容云平台、设备和终端产业制造基地建设，打造“一带四核”产业集聚区

来源：《超高清视频产业发展行动计划（2019~2022年）》，国金证券研究所

5G 加速超高清视频应用落地。2019 年上半年，超高清视频与 5G 融合在广播电视、新媒体、远程直播、远程医疗、智能工业控制等领域形成众多标杆型案例。目前超高清视频应用成为运营商及 5G 商用相关方探索的最大亮点，未来超高清视频叠加 5G 将成为新的生活模式。我们认为目前超高清产业土壤、内驱力已具备，超高清视频应用趋势即将到来。

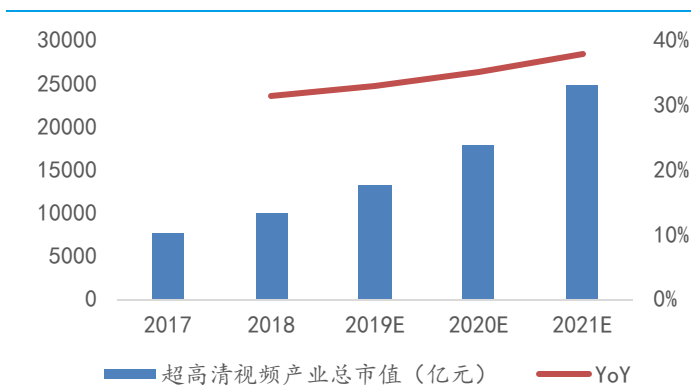
图表 12：超高清视频的场景运用

领域	应用	时间
工业控制	青岛开展基于 5G 的自动化港口试点，结合高清视频，实现了复杂环境下集装箱远程抓取与自动化运输	2019.01
广播电视	在春晚直播中，深圳、长春分会场的 4K 超高清电视信号通过 5G 试验网络进行了实时回传	2019.02
远程直播	世界移动通信大会上，中国联通、华为、京东方等企业协同合作实现了“5G+8K”远程直播	2019.02
文教娱乐	中央广播电视总台采用 5G+4K 直播方式对全国两会全程报道，开启了信息化服务新模式	2019.03
医疗健康	中国移动、华为联合中国人民解放军总医院，成功完成全国首例“5G+超高清”远程手术	2019.03

来源：公开资料整理，国金证券研究所

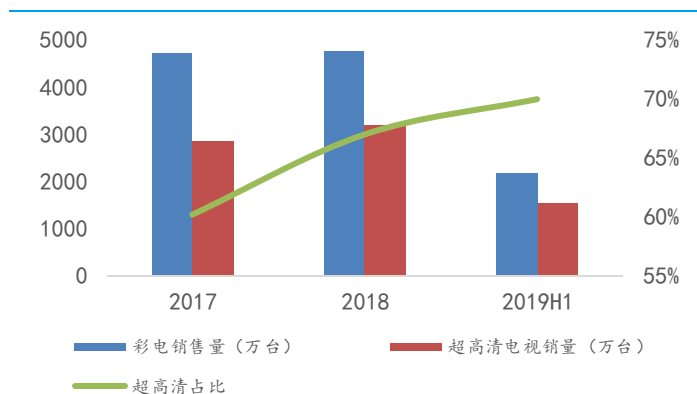
受益超高清产业发展，超高清电视替代需求逐渐旺盛。苏宁数据显示，从 2017 年开始消费者对于彩电换新的需求几乎都集中在超高清电视。2018 年，超高清电视销量 3189 万台，占彩电销量比重达 67%；三大电信运营商 4K 机顶盒用户数达到 1.5 亿，19 年上半年超高清占比达 70%。从国家的推动力度和超高清电视的销量来看，我们认为消费者对超高清电视换新的旺盛需求将持续，预计 2019 年全年超高清电视销量占比有望突破 80%。

图表 13：预计 2021 年我国超高清视频产业总市值将接近 25000 亿元



来源：工信部，国金证券研究所

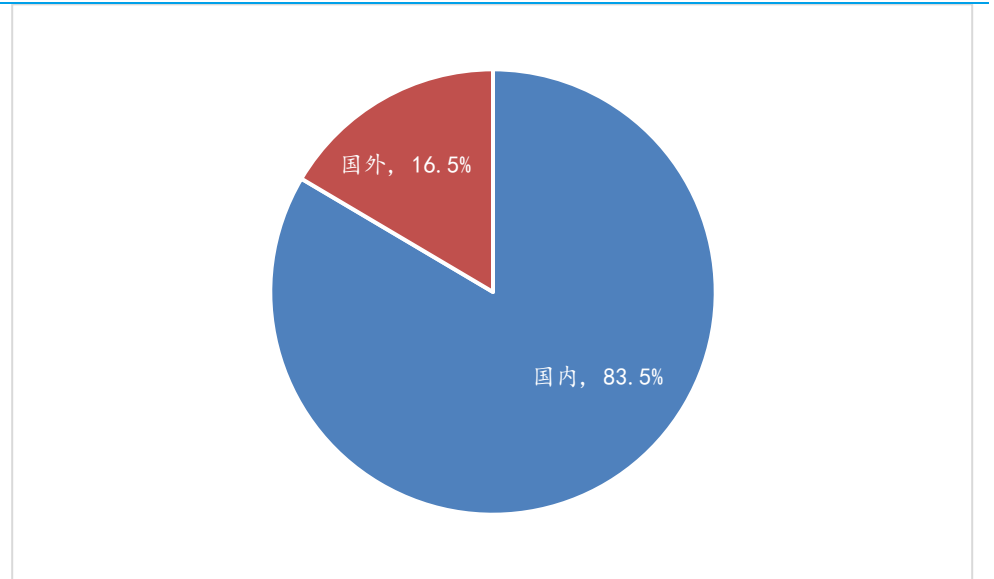
图表 14：预计 2019 年底超高清电视销量占彩电销售量的比重为 80%



来源：中国电子商会，国金证券研究所

国产品牌在超高清领域占比超 40%，公司液晶显示平板业务出货量有保障。2018 年 TCL、创维、康佳、长虹等 4 家彩电企业 4K 电视机产量 2195 万台，4K 产品占比大幅提升至 40% 以上。2019 年一季度上述 4 家彩电企业 4K 电视销量 648.9 万台，同比增长 44.4%，国产超高清产业生态逐渐走上成熟。国产品牌在超高清电视领域占比提升，对于下游客户群主要是国产电视厂商的视源而言，未来出货量有充分保障。

图表 15：视源分地区营业收入分布

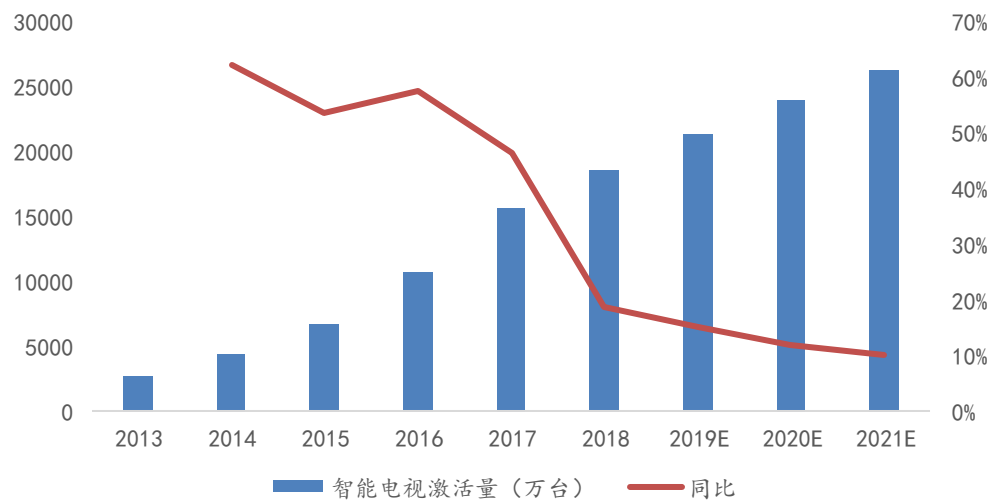


来源：公司 2019 年半年报，国金证券研究所

2.2 智慧生活时代智能电视有望放量，智能电视板卡稳步增长

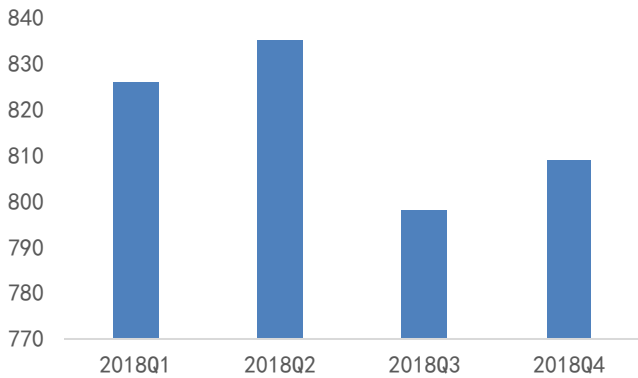
智能电视保有量快速提升，预计 2020 年渗透率将超传统电视。智慧生活从 2013 年提及至今，5 年内智能电视的渗透率已提升至 30%。我们认为，随着 5G 全面商用，智能电视的替换有望加速，未来三年有望以每年 8% 的比例渗透市场，至 2021 年激活量有望突破 2.6 亿台。

图表 16：预计 2021 年智能电视激活量突破 2.6 亿台



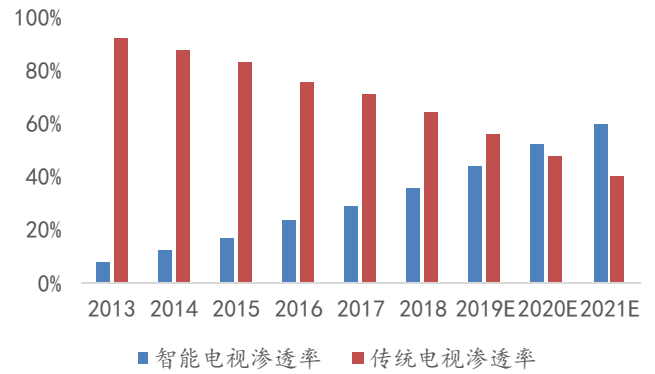
来源：勾正数据，国金证券研究所

图表 17: 2018 年累计新增 3200 万智能电视终端



来源: 勾正数据, 国金证券研究所

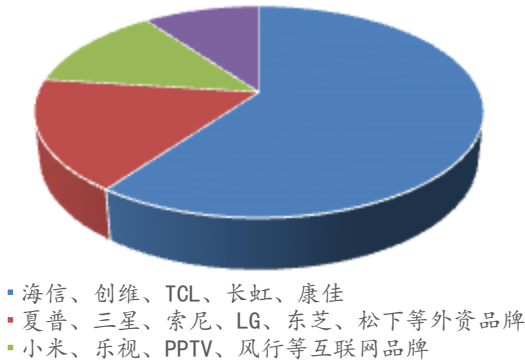
图表 18: 预计 2020 年智能电视渗透率反超传统电视



来源: 勾正数据, 分析师预测, 国金证券研究所

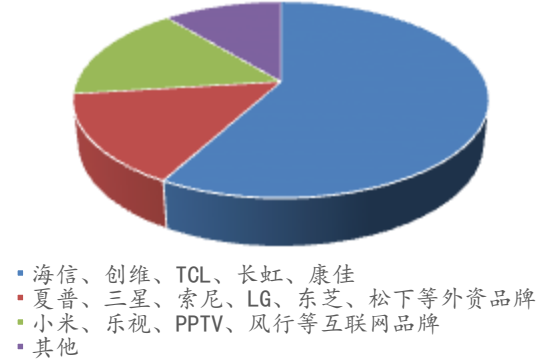
国产品牌在智能电视中占主导, 公司智能电视板卡出货量有望继续提升。2018 年公司智能电视板卡出货量为 3232.79 万片, 占液晶电视主控板卡出货量 41.04%, 营收同比提升 116.13%。公司智能电视主控板卡的客户主要是 TCL、海信、海尔、康佳、长虹、创维、小米等国产品牌商, 目前国产品牌在智能电视领域渗透率超 70%。我们认为, 在智能电视需求激增以及国产品牌主导双重因素下, 公司智能电视板卡出货量有望继续提升。

图表 19: 2018 年国产品牌智能电视渗透率近 73%



来源: 公开资料整理, 国金证券研究所

图表 20: 2018 年国产品牌新增智能电视渗透率近 74%



来源: 公开资料整理, 国金证券研究所

三、教育信息化 2.0 质变时代，希沃领跑智慧教室建设

3.1 教育信息化：定位“基建”，政策加码助力，市场潜力大

全球范围看，信息化是全球教育发展的确定性方向。教育信息化自上世纪 90 年代开始，对教育发展产生了革命性影响，已逐渐成为全球趋势。无论是美国、英国、日本等发达国家，还是土耳其、俄罗斯、印度等新兴市场国家，都提出本国的教育信息化发展战略。如美国，自 1996 年就通过国家教育技术计划指导教育信息化工作，鼓励学校利用智能交互显示产品进行互动式教育，以技术改进教育。我国在 1999 年发布的《关于深化教育改革，全面推进素质教育的决定》中要求“大力提高教育技术手段的现代化水平和教育信息化程度”，首次将教育信息化列为一项教育方面的重要方针政策。新世纪以来，我国出台了一系列推进教育信息化快速发展的政策和规划，并不断加大教育经费的财政支出力度。

国内教育信息化行业有着较强增长力预期。我们认为，教育信息化的行业性质，更接近于“基建”，我们将其定义为“教育中的基建”，而近年来政策的大力支持，教育基建发展迅速，未来或将持续保持快速增长。从 2007 年的教育部出台的《教育部关于做好国家教育考试考务管理与服务平台相关工作的通知》到 2012 年的提出建设三通两平台（即“宽带网络校校通、优质资源班班通、网络学习空间人人通”），再到 2018 年 4 月教育部印发的《教育信息化 2.0 行动计划》（要求“到 2022 年基本实现‘三全两高一一大’的发展目标，即教学应用覆盖全体教师、学习应用覆盖全体适龄学生、数字校园建设覆盖全体学校，信息化应用水平和师生信息素养普遍提高，建成‘互联网+教育’大平台”），教育信息化开始迈入 2.0 时代，不同于注重技术装备建设的教育信息化 1.0 时代，教育信息化 2.0 更加注重软件、平台、管理和服务体系的建设。一系列教育改革顶层设计和具体实施纲要都鲜明指出中国教育产业将长期致力于将信息技术与教育资源深度融合，不断推进教育信息化建设，从而持续改善提升教育管理现代化水平的产业发展趋势。2019 年 2 月 23 日，中共中央、国务院印发了《中国教育现代化 2035》，十大战略任务之一“加快信息化时代教育变革”中特别提到“建设智能化校园，统筹建设一体化智能化教学、管理与服务平台”，更是对教育信息化行业的优秀企业给出了明确的信心支持，进一步激发了市场潜力。

图表 21：教育信息化相关重大政策文件时间表

时间	政策文件	重点内容
2007 年 3 月	《教育部关于做好国家教育考试考务管理与服务平台相关工作的通知》	教育部部署国家教育考试考务管理与服务平台总体工作任务和要求。
2010 年 7 月	《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010-2020 年）》	加大教育投入，完善投入机制，提高国家财政性教育经费支出占国内生产总值比例，2012 年达到 4%。加快教育信息基础设施建设，构建国家教育管理信息系统。
2011 年 2 月	《教育部财政部关于大力推进国家教育考试标准化考点建设工作的通知》	为了加快推进国家教育考试标准化考点建设工作，结合本地实际，统筹规划、科学合理编制省（区、市）标准化考点建设规划及实施方案。
2012 年 3 月	《教育信息化十年发展规划（2011-2020 年）》	发展任务中明确指出，推进信息技术与教育深度融合，实现教育资源共享，提高教育管理现代化水平。行动计划中指出推动优质数字教育和学校信息化建设，实施教育管理信息系统建设行动以及教育信息基础能力建设等一系列举措。
2014 年 11 月	《构建利用信息化手段扩大优质教育资源覆盖面有效机制的实施方案》	通过构建利用信息化手段扩大教育资源覆盖面的有效机制，加快推进教育信息化“三通两平台”建设与应用，实现各级各类学校宽带网络的全覆盖，优质数字教育资源的共建共享，信息技术与教育教学的全面深度融合
2016 年 6 月	《教育信息化“十三五”规划》	2020 年基本建成与国家教育现代化发展目标相适应的教育信息化体系；基本实现教育信息化；基本形成具有国际先进水平、信息技术与教育融合创新发展的中国特色教育信息化发展路子
2017 年 12 月	《教育部关于数字教育资源公共服务体系建设与应用的指导意见》	总体目标是到 2020 年，基本建成覆盖全国、互联互通、用户统一、共治共享、协同服务的具有中国特色的数字教育资源公共服务体系，基本实现“全国一体系、资源体系通、一人一空间、应用促教学”。

2018年2月	《2018年教育信息化和网络安全工作要点》	发展“互联网+教育”，实现教育信息化2.0升级。/设立5个以上“智慧教育示范区”。
2018年4月	《教育信息化2.0行动计划》	2022年基本实现“三全两高一大大”的发展目标，推动教育变革，发展基于互联网的教育服务新模式、探索信息时代教育治理新模式。
2018年4月	《中小学数字校园建设规范（试行）》	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，以促进区域教育的均衡发展和学校教育的质量提升。
2019年2月	《中国教育现代化2035》	加快信息化时代教育变革：建设智能化校园，统筹建设一体化智能化教学、管理与服务平台。利用现代技术加快推动人才培养模式改革，实现规模化教育与个性化培养的有机结合。

来源：教育部，国务院，国金证券研究所

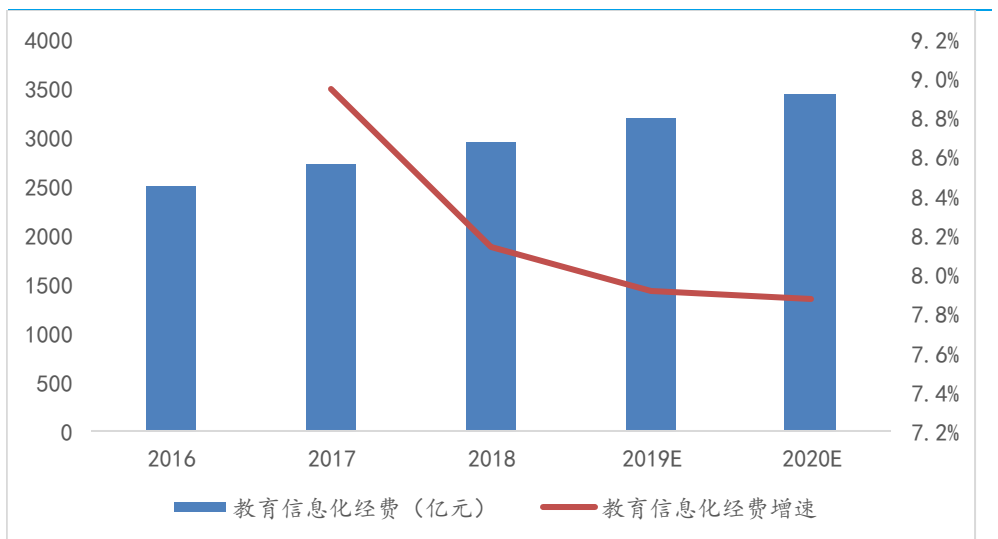
国家加强教育信息化建设经费投入，2020年市场规模或将超3000亿。根据我们的测算，基于国家在教育投入中加大对教育信息化的倾斜，我们预计未来教育信息化经费财政性教育经费比重不会低于2016-2018的3年最低水平（4.11%），同时未来名义GDP增速预测值同样为2015-2017年最低值（7.88%），据此，可以建立起测算模型。根据测算结果，国家教育信息化支出经费2020年保守估计将达3445亿元，结果显示教育信息化经费支出未来将会保持较快增长，增长幅度在6%到8%区间浮动，未来教育信息化行业将会持续得到国家财政扶持，这对于行业企业发挥大有裨益。

图表 22：教育信息化经费测算过程

	2016	2017	2018	2019E	2020E
GDP (亿元)	740060.8	820754.3	900309.5	971253.9	1047788.7
名义 GDP 增长率	7.88%	10.90%	9.69%	7.88%	7.88%
国家财政性教育经费 (亿元)	31396	34204	36990	39919	43064
财政性教育经费占 GDP 比重	4.24%	4.17%	4.11%	4.11%	4.11%
教育信息化经费占财政性教育经费比重	8%	8%	8%	8%	8%
教育信息化经费 (亿元)	2512	2736	2959	3193	3445
教育信息化经费增速		8.94%	8.15%	7.92%	7.88%

来源：国家统计局，国金证券研究所测算

图表 23：国家教育信息化经费测算结果



来源：国家统计局，国金证券研究所

3.2 智慧教室是教育信息化重要载体

教育 2.0 强调智慧教育，教育信息化朝智能化教学深化。《教育信息化 2.0 行动计划》首次提出智慧教育，丰富教学方式、教学体验，目前在国家产业政策的支持及财政性教育经费的保障下，教育信息化行业迎来快速发展机遇。希沃定位于教育信息化应用工具提供商，注重灵活运用技术来支持学习过程、增强学习效果，符合智慧教育的要求，在教育 2.0 时代竞争力凸显。

政策注重教室“互动化”建设，智慧教室将逐步替代多媒体教室。教育信息化 1.0 完成教育电子化，全国中小学互联网接入率达 88%，多媒体教室达 290 万间，占比达 80%，普通教室配备多媒体教学设备的学校比例达 60%。随着教育信息化 2.0 的提出，《教育部关于加快建设高水平本科教育全面提高人才培养能力的意见》提到大力推进智慧教室建设，智慧教室的建设必须以学生为主导，未来几年多屏幕智慧教室互动化将是建设重点。北京、上海和宁波等地都相继开启了智慧教育的探索，福建、重庆、山东等各省也积极跟进智慧教室的建设工作。我们认为，随着教育 2.0 的推进，智慧教室将全面铺开建设，教育领域的智能交互平板需求将持续提升。

图表 24：各地政府积极建设智慧教室项目

地区	项目
福建省	宁德师范学院、厦门集美新城图书馆、福州马尾区教育局、福州市船政小学、莆田市职业技术学院、福州市高级中学进行智慧项目建设
重庆	女子职业高级中学、水利电力职业技术学院、重庆市邮电大局、徐悲鸿中心进行智慧教室项目建设
山东	山东大学、威海市水产学校进行智慧教室项目招标
河南	警察学院、质量工程职业学院、洛阳经济学学校进行智慧教室建设招标
西安	西安市长安区教育中心、灞桥区教育局进行智慧项目建设
江西	南昌大学进行智慧教室项目招标

来源：公开资料整理，国金证券研究所

19 年起智慧教室设备采购进入密集期。2019 年一季度公开收集到的智慧教室招标信息达 400 条以上，智慧教室项目逐渐进入快速发展期。

图表 25：智慧教室项目全面铺开建设（部分项目）

城市	招标单位	招标内容	中标金额（万元）
宁夏银川市	二十一小学	智慧教室设备采购	173.9
来宾市	翠屏小学	录播智慧教室设备	131.5
闽江市	闽江师范高等专科学校	智慧教室设备采购	90.7
济南市	章丘中等职业学校	智慧教室设备采购	65.89
安陆市	实验小学	智慧教室设备采购	26.5
漳州市	角美中心小学	智慧教室设备采购	25.75

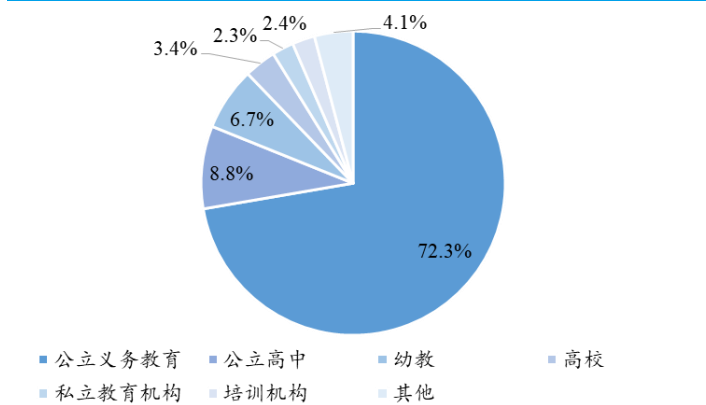
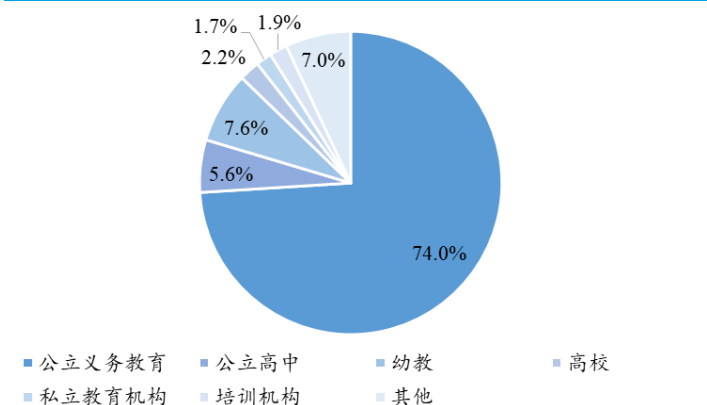
来源：招标信息网，国金证券研究所

3.3 公司是教育智能交互平板龙头，多指标领先国内主要竞争对手

公立义务教育是智能交互平板最主要的下游应用领域。根据 AVC 数据，2018 年，全国教育交互信息平板下游细分中，公立义务教育市场占比达到 72.3%，为最主要的细分市场。公立高中、幼教、高校市场分列二至四位。

图表 26：2017 年中国大陆 IWB 市场细分行业结构

图表 27：2018 年中国大陆 IWB 市场细分行业结构



来源：AVC，国金证券研究所

来源：AVC，国金证券研究所

希沃注重智慧教育生态搭建，走在教育 2.0 前端。希沃以“用户”为核心，突破过往单一智能交互平板产品的业务模式，立足“教师、教室、教学”不同应用场景，基本实现了教育信息化应用工具的全面覆盖。公司目前拥有在线课程超 50 种，在 K12 领域提供信息化教学培训，帮助教师提升信息化教学能力，推动信息技术与教育融合。我们认为，目前希沃已经形成以智能交互平板作为核心设备配套相关周边产品和服务的生态圈，全产业链模式是其主要亮点，未来有望凭借其优秀的产品力、生态立充分受益行业增长红利。

图表 28：希沃全教育信息化产品布局



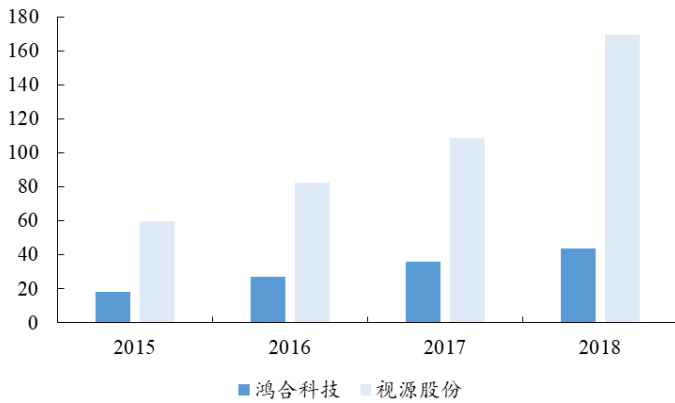
来源：公司官网，国金证券研究所

行业排名第一，市占率超 36%。希沃易课堂已覆盖全国 700 多所学校，为超过 2 万位老师、10 万名学子提供服务。2018 年希沃交互智能平板产品实现营业收入 56.76 亿元，同比增长 36.02%，占公司营业收入 33.42%。根据奥维云网《2018 年 Q4 中国 B2B IWB 市场研究报告》统计，希沃智能交互平板在 2018 年中国大陆智能交互平板排名居首，销售额市占率为 36.50%。

对比 A 股主要竞争对手鸿合科技，公司在收入体量、盈利能力、运营效率等多方面领先。

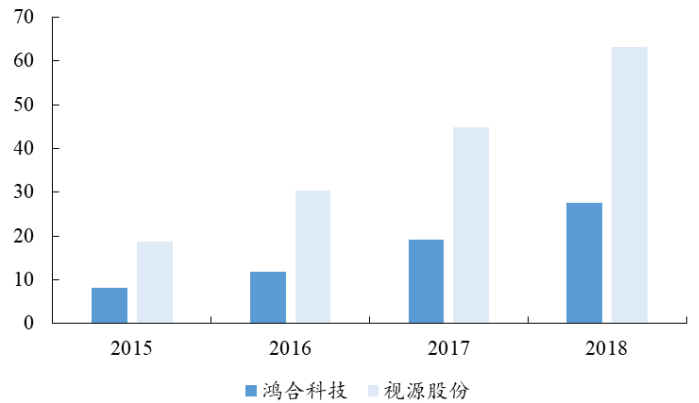
收入对比：2018 年，公司总营收 169.84 亿元，其中和鸿合科技直接同业竞争的智能交互平板营收 63.23 亿元；同期鸿合科技总营收 43.78 亿元，主要是教育业务，其中智能交互平板营收 27.65 亿元。从销售量来看，2016-2018 年鸿合科技智能交互平板销量为 13.9、20.0、29.4 万台，公司销量则为 28.8、40.0、56.2 万台，几乎是鸿合的两倍。

图表 29：总营收对比（亿元）



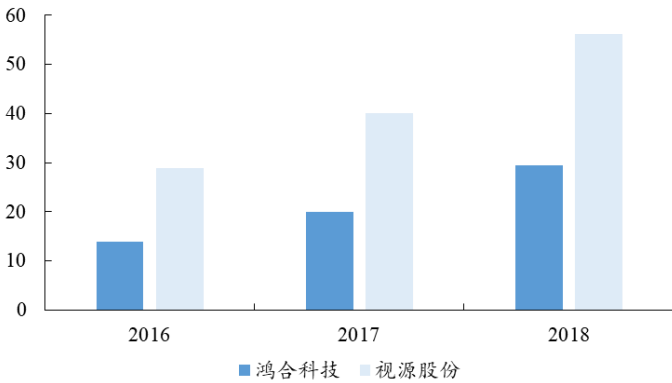
来源：wind，国金证券研究所

图表 30：智能交互平板营收对比（亿元）



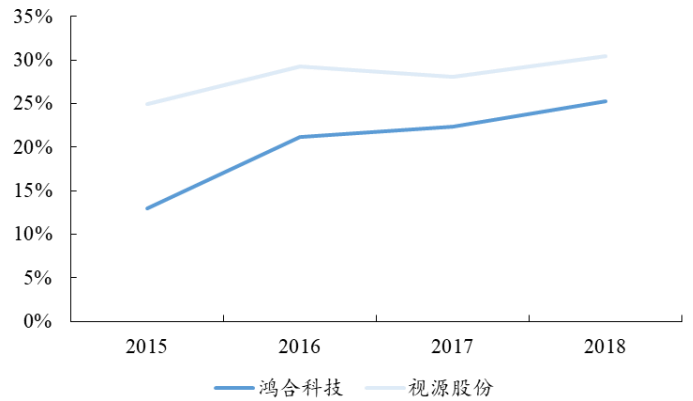
来源：wind，国金证券研究所

图表 31：智能交互平板销量（万台）



来源：各公司年报，国金证券研究所

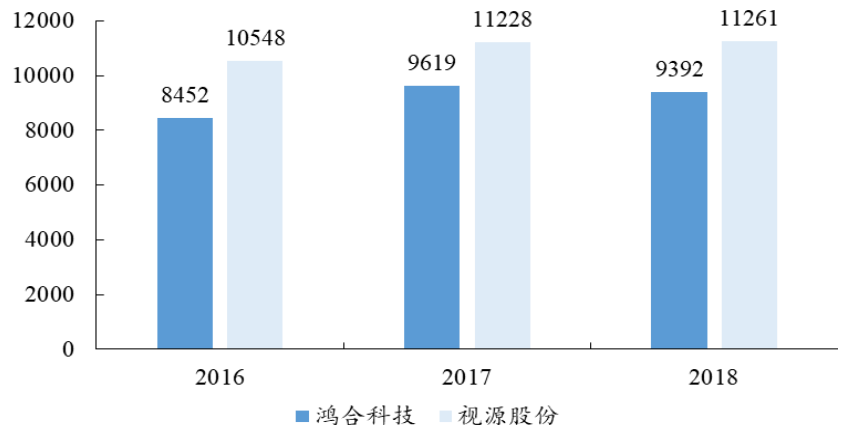
图表 32：智能交互平板毛利率对比



来源：招股说明书，wind，国金证券研究所

产品单价对比：从产品单价来看，2016-2018 年公司智能交互平板的单价分别为 10548、11228、11261 元，同期鸿合的智能交互平板的单价分别为 8452、9619、9392 元，前者比后者相对高出 24.8%、16.7%和 19.9%，显示公司产品竞争力突出。

图表 33：产品单价对比



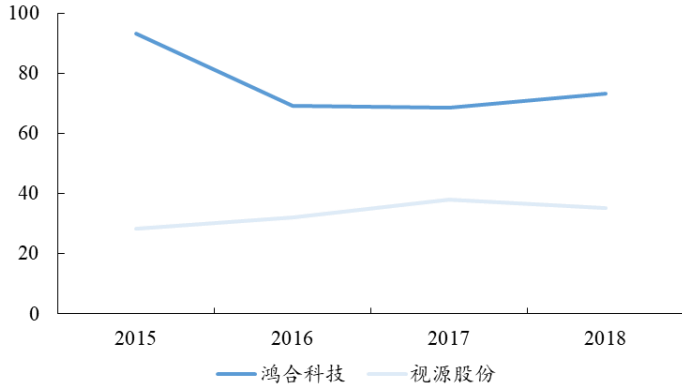
来源：招股说明书，视源股份年报，国金证券研究所

存货周转天数对比：2016-2018 年，鸿合科技存货周转天数保持在 70 天左右，而公司仅为 35 天左右。公司在产品流转上占优的原因主要有两方面：1) 公司的电视机主控板卡业务采购、生产、销售周期都较短；2) 鸿合智能交互设备以

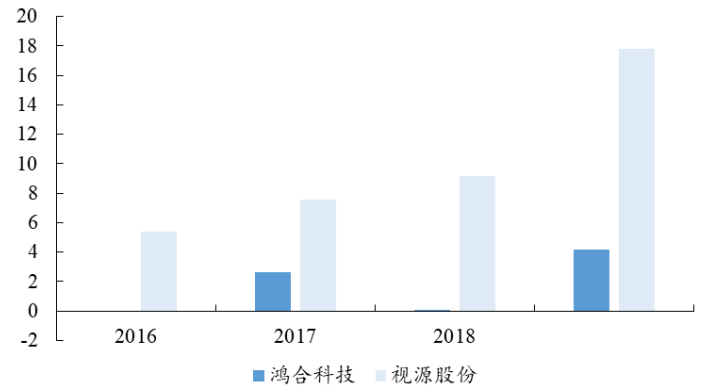
自产为主，而公司的产品完全委托加工生产，自产模式下的存货水平要高于委托加工。

经营性现金流对比：公司的盈利质量非常高，2016-2018 年每年经营性净现金均高于净利润，而同期鸿合股份则波动相对较大。

图表 34：公司与鸿合存货周转天数对比



图表 35：公司与鸿合经营性净现金流对比

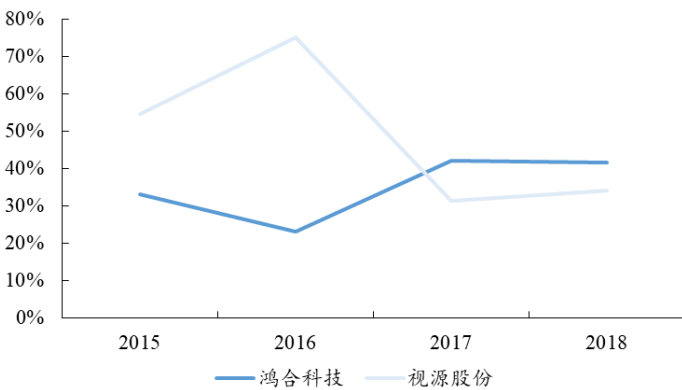


来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

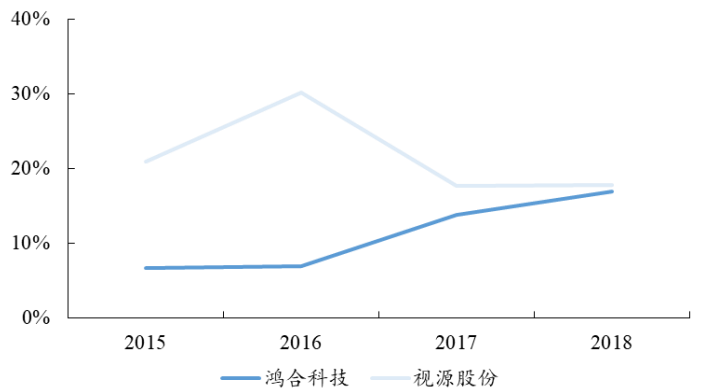
资产回报率对比：ROE 维度上，公司于 2017 年之前 ROE 一直领先于鸿合科技，2017 年由于上市融资导致 ROE 下滑，预计 2019 年随着鸿合上市将再度反超。ROA 维度上，公司则一直领先于鸿合科技。

图表 36：公司与鸿合 ROE 对比



来源：wind，国金证券研究所

图表 37：公司与鸿合 ROA 对比



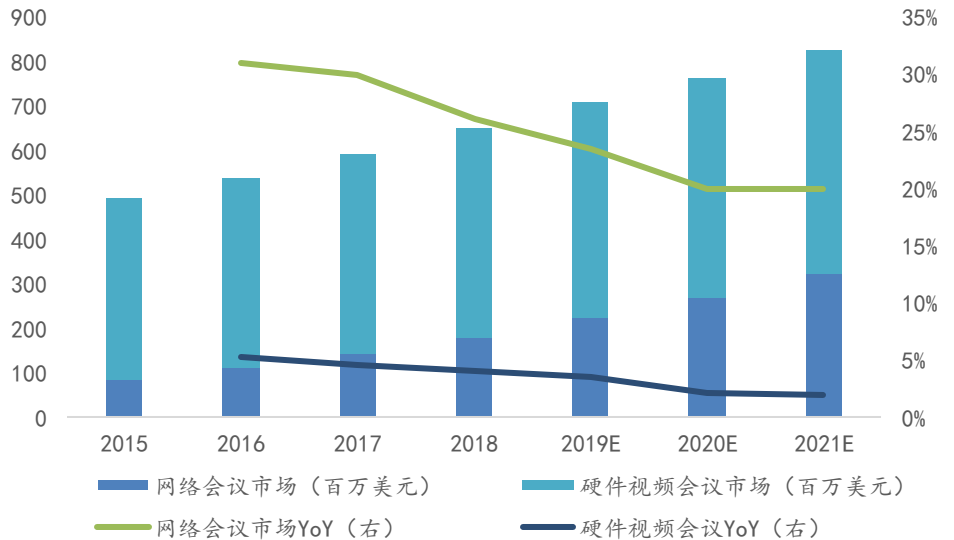
来源：wind，国金证券研究所

四、会议市场一片蓝海，MAXHUB 有望延续辉煌

4.1 会议交互平板渗透率仅 10%，会议市场规模增长潜力巨大

网络会议逐步崛起，会议交互平板需求空间大。目前企业等机构组织重视会议效率以提升运营效率，网络会议是大趋势。根据 IDC 数据，2018 年我国网络会议市场规模为 1.81 亿美元，同比增长 26%，预计未来三年将以超过 20% 复合增长率增长，网络会议设备需求激增。智能交互平板集成电脑、投影机、触摸屏、电子白板等产品功能，能够满足视频会议、多方通信、共享白板、文件传送、应用程序共享等需求，因此最为受益，有望迎来快速发展期。

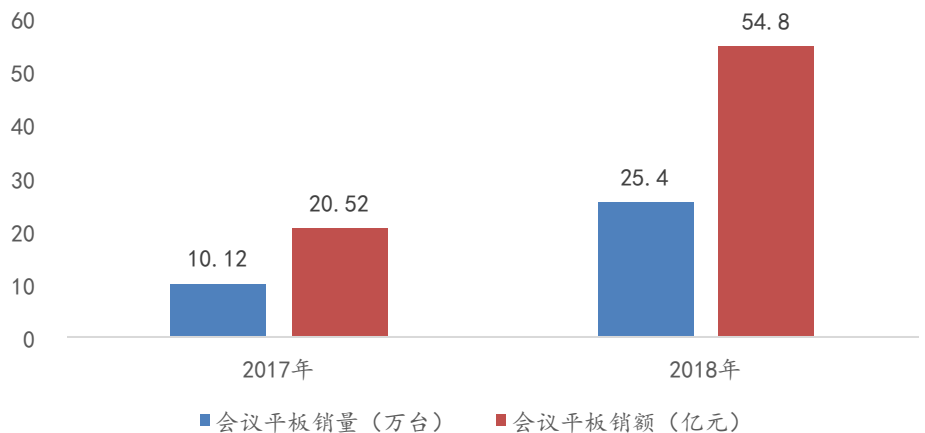
图表 38：我国网络会议市场以 20% 以上增速增长



来源：IDC，国金证券研究所

会议平板市场放量，MAXHUB 市占率第一。会议市场空间广阔，根据奥维云网，2016 年全球会议室数量超过 1 亿间，中国会议室数量超过 2,000 万间，随着会议服务市场的逐步兴起，会议智能交互产品将优先受益，目前市场正处于快速起步阶段。当前我国商用平板市场高速增长，2018 年商用平板销量 25.4 万台，同比增长 151%；销售额 54.8 亿元，同比增长 167%。MAXHUB 智能交互平板产品 2017、2018 连续两年在中国会议市场智能交互平板排名位居首位，18 年市占率为 25.40%。

图表 39：2018 年会议平板销量和销售额超过 100% 的增长

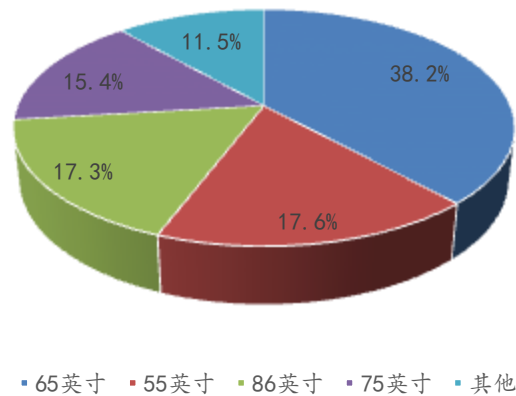


来源：奥维睿沃，国金证券研究所

4.2 会议市场需求以大屏和多场景化为趋势，MAXHUB 全产业链优势凸显

65/75/86 英寸平板占比 70.9%，MAXHUB 主打大屏满足市场需求。会议室的面积对应会议交互平板购买的尺寸：55 英寸（<10 人）、65 英寸（10~20 人）、75 英寸（20~30 人）、86 英寸（>30 人）。目前我国会议室平均面积为 35 m²，使用人数 10~30 人，因此 65 和 75 英寸产品将为我国会议平板主流。奥维睿沃的数据显示，65/75/86 寸大屏产品占主导地位：65 英寸会议平板产品应用占据首位，市场份额为 38.2%，86 英寸和 75 英寸产品涨幅最大分别增长 8.7% 和 4.5%，市占率为 17.3% 和 15.4%。随着会议分场景功能应用，洽谈室主要用 55 英寸和 65 英寸产品，中小型会议室以 65 英寸、75 英寸产品为主，MAXHUB 主要深耕 65/75/86 大屏市场，最为受益行业发展趋势。

图表 40：65 英寸会议平板产品应用占首位，市场份额为 38.2%



来源：奥维睿沃，国金证券研究所

MAXHUB 拥有产业链优势，有望复制公司在教育平板领域的辉煌。公司作为会议智能交互平板整机品牌厂商，从产业链来看，与上游原材料、部件供应商企业关系密切，同时通过供应链管理的模式与下游系统集成商、区域经销商渠道商保持着良好的财务关系，产业链优势明显。公司拥有招商银行、东风日产、网易、南方基金、阿里巴巴、腾讯、合生元、东方航空、金地地产等大终端客户，产品广泛应用于金融、医疗、通信等行业。我们认为，公司会议交互平板业务将引领行业增长，未来有望复制希沃在教育平板领域的辉煌。

图表 41：MAXHUB 覆盖全会议市场



来源：公司官网，国金证券研究所

五、盈利预测与估值

5.1 盈利预测

收入假设：液晶显示主控板卡、教育智能交互平板以及会议智能交互平板业务收入假设如下。

- **液晶显示主控板卡：**根据奥维云网 2019 年 6 月《全球 TV 品牌出货月度数据报告》统计，2019 年上半年全球液晶电视出货量约为 9,815.90 万台，同比下降 0.70%，叠加上游重要原材料供需不平衡的影响，全球液晶电视行业呈现量、价齐跌的形势。我们认为，随着超高清电视以及智能电视的渗透率提升，全球液晶电视出货量有望企稳回升。根据 IHS DisplaySearch，预计 2019-2021 年全球液晶电视显示板卡市场规模维持平稳增长，增速在 8% 左右。我们预计 2019-2021 年该业务收入增速分别为 8.0%/8.8%/8.8%。
- **教育智能交互平板：**在政策驱动下，国内教育信息化行业整体处于高景气阶段，虽然上半年 IWB 产品市场销售量和销售额双下滑，但行业中长期增长逻辑不变。围绕教育智能交互平板展开的教育信息化业务为公司业绩的主要增长点，我们预计 2019-2021 年该业务收入增速分别为 30.0%/25.6%/21.3%。
- **会议智能交互平板：**会议服务市场仍具备广阔市场发展空间，伴随 5G 时代的到来，协同办公、远程会议、高清视频等需求将逐步向上，会议平板市场有望迎来爆发式增长。公司 MAXHUB 产品力突出，市占率排名第一，作为细分龙头有望充分受益行业发展。我们预计 2019-2021 年该业务收入增速分别为 60%/55%/50%。

图表 42：公司收入预测

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
液晶显示主控板卡营收（百万元）	4,715	5,495	8,631	9,322	10,142	11,034
YoY	23.8%	16.5%	57.1%	8.0%	8.8%	8.8%
智能交互平板营收（百万元）	3,041	4,491	6,323	8,415	10,873	13,650
YoY	62.17%	47.7%	40.8%	33.1%	29.2%	25.5%
希沃营收（百万元）	2,935	4,173	5,676	7,379	9,268	11,242
YoY	56.5%	42.2%	36.0%	30.0%	25.6%	21.3%
MAXHUB 营收（百万元）	107	318	648	1,036	1,606	2,409
YoY	-	197.0%	103.8%	60%	55%	50%
其他营收（百万元）	482	882	2,029	2,232	2,344	2,461
YoY	74.32%	83.0%	130.0%	10%	5%	5%
总营收（百万元）	8,238	10,868	16,984	19,968	23,359	27,146
YoY	37.39%	31.9%	56.3%	17.6%	17.0%	16.2%

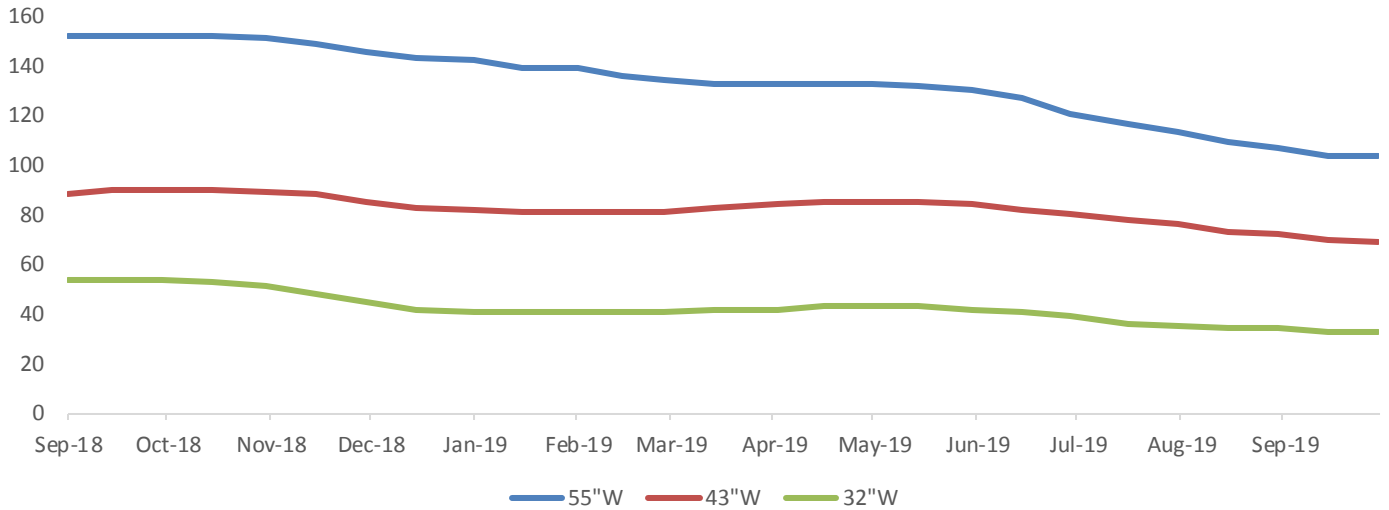
来源：公司年报，国金证券研究所

毛利率假设：液晶显示主控板卡、智能交互平板毛利率假设如下。

- **液晶显示主控板卡：**液晶显示主控板卡原材料主要包括芯片、分立器件、PCB 等，上半年部分原材料价格下调，公司液晶显示主控板卡业务毛利率大幅提升。但我们预计原材料价格仍将下行，据此推测 2019-2021 年公司液晶显示主控板卡业务毛利率为 17.5%/15.0%/13.0%。
- **智能交互平板：**智能交互平板主要原材料为液晶面板，近两年各尺寸液晶面板单价均有不同程度的下降，其中大尺寸液晶面板单价下跌趋势尤为明显，受此影响公司上半年智能交互平板业务毛利率同比提升

3.18 pct。根据国金证券创新技术与企业服务研究中心的预测，2020-2021 年液晶面板单价有望企稳，同时随着公司智能交互平板业务规模扩大，规模效应提升，据此预计 2020-2021 年公司智能交互平板业务毛利率为 31.0%/31.5%/31.5%。

图表 43：液晶电视面板价格走势（美金/片）



来源：witsview，国金证券研究所

图表 44：公司毛利率预测

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
液晶显示主控板卡毛利率	14.8%	13.0%	12.4%	17.5%	15.0%	13.0%
智能交互平板毛利率	29.3%	28.1%	30.5%	31.0%	31.5%	31.5%
其他业务毛利率	18.6%	16.4%	20.4%	20.0%	20.0%	20.0%
综合毛利率	20.8%	20.0%	20.1%	23.5%	23.2%	22.9%

来源：公司年报，国金证券研究所

我们预测公司 2019-2021 年归属母公司股东净利润为 15.82/19.92/25.37 亿元，EPS 为 2.41/3.04/3.87 元，同比增速为 57.4%/25.9%/27.4%。

5.2 估值分析

我们采用分部估值法对公司液晶显示主控板卡业务和智能交互平板业务分别进行估值。对具体每块业务进行估值时，主要考虑公司的 PEG 指标以确定业务估值的合理性。在拆分公司的利润结构时，我们假设公司的净利润结构跟毛利润结构基本一致，以此来测算净利润水平和未来三年增速。

- **液晶显示主控板卡**：我们预测，2020 年公司液晶显示主控板卡业务净利润为 5.59 亿元，2019-2021 年复合增速为 23.0%，给予 2020 年 23 倍 PE，合理估值 129 亿元。
- **智能交互平板**：我们预测，2020 年公司智能交互平板业务净利润为 12.60 亿元，2019-2021 年复合增速为 45.5%，给予 2020 年 45 倍 PE，合理估值 567 亿元。
- **其他业务**：我们预测，2020 年公司其他业务净利润为 1.72 亿元，2019-2021 年复合增速为 18.0%，给予 2020 年 18 倍 PE，合理估值 31 亿元。

综上，我们认为公司合理估值为 727 亿元，对应目标价 110.8 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 45：鸿合科技 PEG 预测 (Wind 一致预期)

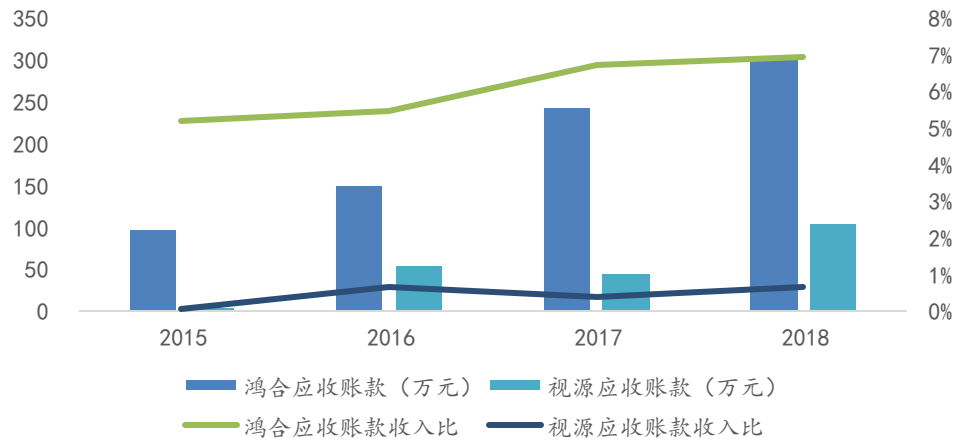
	2018A	2019E	2020E	2021E
归母净利润 (亿元)	3.36	3.98	4.71	5.57
总股本 (亿股)	1.37	1.37	1.37	1.37
EPS (元)	2.45	2.90	3.43	4.06
同比增长率	64.6%	18.4%	18.4%	18.2%
PE	-	18.8	15.9	13.5
PEG	-	1.03	0.86	0.74

来源：wind，国金证券研究所

六、风险提示

- 液晶电视出货量不及预期，可能直接导致公司液晶电视主控板卡出货量不及预期，进而导致公司收入不及预期；
- 智慧教室建设推进不及预期，可能直接导致公司教育智能交互平板出货量不及预期，进而导致公司收入不及预期；
- 远程会议行业发展不及预期，可能直接导致公司会议智能交互平板出货量不及预期，进而导致公司收入不及预期；
- 原材料价格大幅波动，可能导致公司毛利率大幅波动，进而影响我们的盈利预测；
- 应收账款大幅提升风险：公司通过“预付货款，发货前付清全款”的方式严格控制财务坏账，但未来可能存在多种因素导致应收账款大幅提升（如供应链管理不及预期、行业盈利能力下降等），进而可能导致公司经营性现金流受到严重影响。

图表 46：视源 vs 鸿合应收账款情况



来源：公司年报，国金证券研究所

- 巨量限售股解禁：2020年1月20日，公司首发原股东限售股解禁，本次解禁限售股份数量共 58,080.00 万股，占解禁后流通股的 89.25%、总股本的 88.58%。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	8,238	10,868	16,984	19,968	23,359	27,146	货币资金	1,171	2,018	3,204	3,230	4,231	6,188
增长率		31.9%	56.3%	17.6%	17.0%	16.2%	应收账款	263	451	330	465	544	633
主营业务成本	-6,526	-8,696	-13,575	-15,282	-17,944	-20,919	存货	744	1,093	1,556	1,561	1,807	2,106
% 销售收入	79.2%	80.0%	79.9%	76.5%	76.8%	77.1%	其他流动资产	102	552	276	1,115	1,136	863
毛利	1,712	2,172	3,409	4,686	5,415	6,227	流动资产	2,279	4,115	5,366	6,371	7,718	9,790
% 销售收入	20.8%	20.0%	20.1%	23.5%	23.2%	22.9%	% 总资产	79.7%	83.1%	76.7%	79.7%	81.0%	83.9%
营业税金及附加	-27	-43	-63	-74	-91	-109	长期投资	12	8	18	18	18	18
% 销售收入	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	404	598	947	1,186	1,331	1,359
销售费用	-376	-503	-802	-1,098	-1,168	-1,357	% 总资产	14.1%	12.1%	13.5%	14.8%	14.0%	11.6%
% 销售收入	4.6%	4.6%	4.7%	5.5%	5.0%	5.0%	无形资产	110	147	279	418	461	503
管理费用	-555	-848	-498	-799	-818	-814	非流动资产	580	837	1,633	1,622	1,810	1,881
% 销售收入	6.7%	7.8%	2.9%	4.0%	3.5%	3.0%	% 总资产	20.3%	16.9%	23.3%	20.3%	19.0%	16.1%
研发费用	0	0	-788	-1,198	-1,285	-1,357	资产总计	2,860	4,952	6,999	7,993	9,529	11,670
% 销售收入	0.0%	0.0%	4.6%	6.0%	5.5%	5.0%	短期借款	2	4	24	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	754	778	1,259	1,517	2,054	2,589	应付款项	1,418	2,184	3,066	2,984	3,247	3,777
% 销售收入	9.2%	7.2%	7.4%	7.6%	8.8%	9.5%	其他流动负债	131	189	266	354	417	492
财务费用	-33	40	-22	66	77	108	流动负债	1,550	2,376	3,357	3,338	3,665	4,269
% 销售收入	0.4%	-0.4%	0.1%	-0.3%	-0.3%	-0.4%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-42	-49	-157	95	-9	14	其他长期负债	61	54	119	80	93	109
公允价值变动收益	70	-90	20	0	0	0	负债	1,611	2,430	3,476	3,418	3,758	4,378
投资收益	74	30	-4	1	0	0	普通股股东权益	1,245	2,508	3,403	4,455	5,650	7,172
% 税前利润	8.7%	3.9%	n.a	0.1%	0.0%	0.0%	其中：股本	363	406	656	656	656	656
营业利润	823	760	1,146	1,725	2,172	2,766	未分配利润	807	1,302	2,021	2,970	4,165	5,687
营业利润率	10.0%	7.0%	6.7%	8.6%	9.3%	10.2%	少数股东权益	3	13	120	120	120	120
营业外收支	26	8	13	0	0	0	负债股东权益合计	2,860	4,952	6,999	7,993	9,529	11,670
税前利润	849	768	1,159	1,725	2,172	2,766	比率分析						
利润率	10.3%	7.1%	6.8%	8.6%	9.3%	10.2%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-107	-78	-98	-143	-180	-230	每股指标						
所得税率	12.6%	10.1%	8.4%	8.3%	8.3%	8.3%	每股收益	2.044	1.701	1.532	2.412	3.037	3.869
净利润	742	690	1,061	1,582	1,992	2,537	每股净资产	3.430	6.172	5.189	6.793	8.615	10.936
少数股东损益	0	-1	57	0	0	0	每股经营现金净流	2.080	2.257	2.718	2.468	3.214	4.394
归属于母公司的净利润	742	691	1,004	1,582	1,992	2,537	每股股利	0.420	0.600	0.541	0.965	1.215	1.547
净利率	9.0%	6.4%	5.9%	7.9%	8.5%	9.3%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	59.60%	27.56%	29.51%	35.50%	35.25%	35.37%
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	总资产收益率	25.94%	13.96%	14.35%	19.79%	20.90%	21.73%
净利润	742	690	1,061	1,582	1,992	2,537	投入资本收益率	52.12%	27.64%	32.46%	30.41%	32.64%	32.56%
少数股东损益	0	-1	57	0	0	0	增长率						
非现金支出	74	103	242	8	131	126	主营业务收入增长率	37.39%	31.92%	56.28%	17.57%	16.98%	16.21%
非经营收益	-149	62	-33	73	0	0	EBIT 增长率	80.26%	3.18%	61.86%	20.52%	35.36%	26.06%
营运资金变动	88	62	513	-44	-15	219	净利润增长率	109.32%	-6.86%	45.32%	57.49%	25.92%	27.36%
经营活动现金净流	755	917	1,783	1,619	2,108	2,881	总资产增长率	39.20%	73.15%	41.35%	14.20%	19.21%	22.48%
资本开支	-157	-328	-482	-170	-310	-210	资产管理能力						
投资	48	-418	-21	-820	0	300	应收账款周转天数	1.2	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
其他	5	16	22	1	0	0	存货周转天数	32.4	38.6	35.6	35.0	35.0	35.0
投资活动现金净流	-104	-730	-482	-989	-310	90	应付账款周转天数	48.1	52.4	46.4	45.0	40.0	40.0
股权募资	2	855	164	103	0	0	固定资产周转天数	17.6	16.6	18.9	17.2	15.4	13.6
债权募资	0	0	-16	-74	0	0	偿债能力						
其他	-262	-196	-259	-633	-797	-1,015	净负债/股东权益	-99.28%	-79.90%	-90.25%	-70.59%	-73.33%	-84.86%
筹资活动现金净流	-260	659	-111	-604	-796	-1,015	EBIT 利息保障倍数	22.9	-19.4	58.4	-22.9	-26.6	-24.0
现金净流量	392	846	1,190	26	1,002	1,957	资产负债率	56.35%	49.08%	49.66%	42.76%	39.44%	37.51%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	9	9	16	19
增持	0	3	3	7	10
中性	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.25	1.25	1.38	1.40

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

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

最终评分与平均投资建议对照：

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

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15% 以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5% 以上。

特别声明:

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

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

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

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

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

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH