

视源股份（002841.SZ）跟踪报告

——板卡维稳，平板高成长， 孵化业务贡献弹性，预计19年毛利额35%成长

肖明亮（分析师）

叶锟（研究助理）

执业编号：A1310517070001

A1310117040003

邮 箱：xiaoml@gzgzhs.com.cn

yek@gzgzhs.com.cn

联系方式：020-88832290

020-88836101

2019年1月4日



- 教育行业特点：现金流好、抗周期、刚需、长期成长确定性强
- 各版块投资机会思考：回归教育本质，强化社会效益，注重教育公平，避免过度逐利。
 - **教育信息化**：科技赋能教育公平，关注教育信息化在内容和服务方面的机会：教育投入依然是财政支出的重心，按照教育支出占GDP维持在4%以上，且各级政府保证教育信息化经费占教育经费比例不低于8%的规定，将使得教育信息化支出规模持续稳定增长。在“三通两平台”接近尾声的背景下，未来教育信息化投入将向教育内容和平台服务等方向延伸，真正提高教育信息化实际使用水平，助力教育公平。
 - **幼教**：公办与普惠强化发力，民办园牌照与资质获取难度或加大。关注早教业务市场以及幼教服务、幼师培训业务的机会。
 - **民办学校**：禁止K12阶段的营利性办学，非K12阶段民办学校面临转营利性登记后的市场化运营压力，盈利水平将受影响，依然存在一定的优惠政策。
 - **K12课外培训**：当前依然处于全国整顿规范的后期，中小企业面临证照难题，监管政策趋严推动课外培训市场走向规范发展，企业规范成本提升。行业洗牌后龙头、规范企业投资价值依然值得关注。
 - **职业教育**：依然是政府大力推动和鼓励民营资本进入的领域，政策确定性最强。
 - **在线教育**：具有相关办学资质前提下，关注已实现规模化的在线培训细分龙头的投资价值。

目

录

1.公司简介

- 波士顿矩阵拆分公司4大业务板块
- 公司4大特点：重视研发+产业顶端+零应收政策+管理机制好

2.业务梳理

- 市场关注几大业务后续成长持续性
- 量价拆分，未来毛利额保持35%+成长

3.估值分析

- 2018-2020年归母净利润为9.37/13.77/19.99亿元，对应PE为38/26/18倍，给予19年35倍对应还有35%的空间

1.业务布局：围绕显控领域，现金牛+明星+孵化业务组合成长



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

成长性

成长中的明星——会议平板

- 推出主打产品Maxhub，2017年收入3.1亿元，YOY200%+，18年预计营收增长150%+，市占率25%
- 行业空间：中国2000万会议室，千亿潜在规模。
- 使用场景：线上+线下会议；
- 功能涵盖：一键传屏、会议记录、书写交互等功能提高会议效率。
- 腾讯、平安、南航、美的等大B用户均开始批量采购。

明星业务——教育平板

- 2017年收入YOY40%+，市占率40%（2018Q3），为交互智能板行业绝对龙头，18年营收增长超40%
- 希沃覆盖80万课室，触达2000万+中小學生，硬件成为重要流量入口；大力布局B端、C端付费软件服务，其中C端软件《班级优化大师》拥有用户400万，点评数3亿+。
- 行业天花板800万+间课室，目前交互智能板覆盖300万间，仍有成长空间。
- 产品实用接地气+完善售后服务+全国经销商渠道+大数据辅助教学构建壁垒。

多元孵化业务

- **汽车电子**：2017年营收亿元级别，后续将布局海外市场。
- **白电业务**：牵手老板集团进入智能厨电，同时积极布局智能冰箱、空调、洗衣机等显像板卡以及变频板卡产品。
- **智能医疗**：拥有智能体温计、血压计、检测器、信息化管理设备产品等。
- **成立研究院**：人工智能、VR/AR等

现金牛业务——液晶板卡业务

- 2017年收入YOY10%左右，市占率28%，公司为液晶板卡行业绝对龙头，18年预计营收增长50%，市占率达到35%。
- 电视厂商国产替代+行业专业分工细化+智能电视渗透率提升驱动成长。
- 考虑全球电视机总出货量维持稳定，预计公司液晶板卡业务保持7%左右速度成长。

市占率

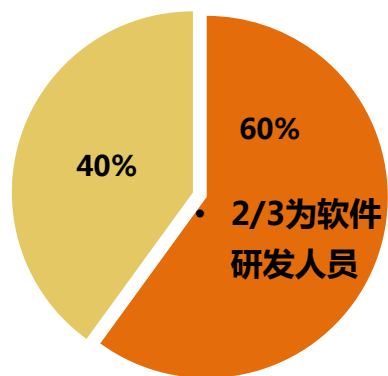
1.公司4大特点：重视研发+产业顶端+零应收政策+管理机制好



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

● 60%为研发人员，软件研发人员占比2/3

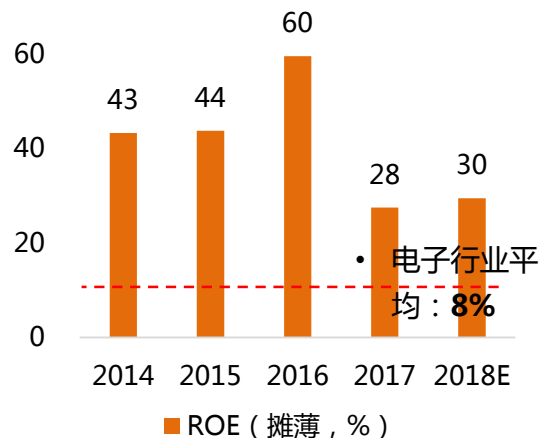
- 研发费用占比4%以上
- 公司目前拥有国家千人计划、杰青等专家加入
- 60%为研发技术人员



■ 研发人员 ■ 其它员工

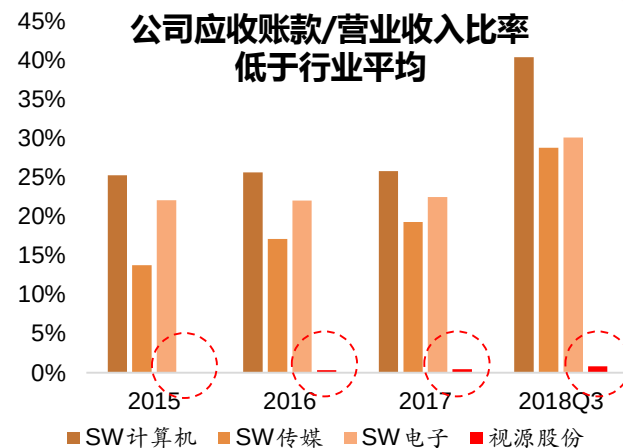
● 专注于微笑曲线顶端环节，ROE较高

- 公司专注于研发和品牌环节，把生产环节外包，专注于产品微笑最高的两个环节
- 公司历史上ROE接近30%以上，远高于电子行业平均水平



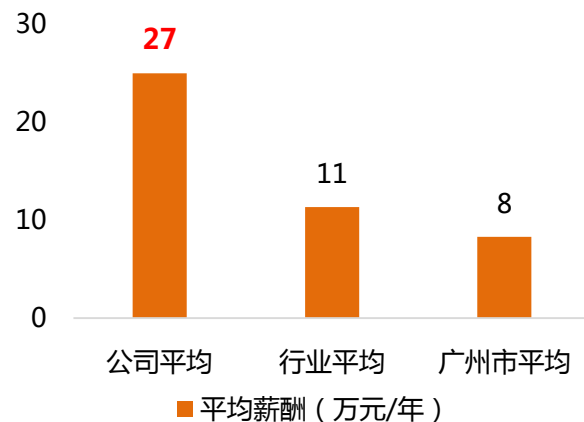
● 零应收账款政策，现金流好

- 公司凭借行业龙头优势，实行零应收账款政策，公司应收账款营收占比远低于行业水平。
- 基于公司综合实力优势，对于新业务有望产品依然保持零应收政策。



● 企业文化&管理机制好

- 初步测算公司人均薪资福利27万元/年，单位员工薪酬创利为0.94元，远高于行业以及地区平均水平。
- 30%以上员工通过持股平台和股权激励持有公司股份。
- 管理层分工清晰，高管轮岗。
- 私家托儿所、健身房、体检中心等，凸显价值观与人文关怀。



2.1现金牛业务TV板卡——高增长过后回归稳定成长

市场关注：18H1公司液晶板卡营收同比增长72%，我们预计全年增长50%以上，市场关注在全球电视机总出货量相对稳定背景下，公司液晶板卡业绩后续成长的持续性如何？

我们认为：公司液晶板卡业绩在经过18年高增长后，将回归8%左右的稳定增长

①根据我们**量价拆分**测算，受智能板卡占比的提升，公司液晶板卡出货量接近8000万块，市占率为35%，出货量增长28%（近两年复合增长率为13%，平滑之下属于合理水平），平均单价增长23%，显示单品价值提升明显。

②从**市占率**来看，受公司产品、规模、效率等优势，随着国产替代以及专业分工的发展趋势，公司市占率从17年28%提升至18年的35%，我们预计后续保持稳定提升。

③从**客单价**来看，目前全球智能电视出货量占比60%以上，而公司内部智能板卡的出货量为35%，依然有提升空间；智能板块单价是普通板块的2-3倍，驱动平均单价的提升。

● 量价拆分成长——市占率+单价提升驱动后续成长

项目	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
液晶显示板卡-万元	282256.49	380952.7	471465.78	537985.3	824025.09	885576.66
YOY	35.38%	34.97%	23.76%	14.11%	53.17%	7.47%
液晶主控板卡-万片	3903.32	5467.94	6166.59	6208.00	7946.24	8184.63
YOY	30.83%	40.08%	12.78%	0.67%	28.00%	3.00%
智能板卡占比-%	-	0%	10%	25%	35%	40%
公司市占率	17%	24%	28%	27%	35%	36%
平均单价-元/片	72.31	69.67	76.45	84.10	103.70	108.20
YOY	3%	-4%	10%	10%	23%	4%

● TV板卡结构性机会：国产替代

电视品牌	2015	2016	2017
三星	22.21%	22.15%	19.52%
LGE	13.63%	13.04%	12.86%
海信	5.93%	6.15%	6.52%
TCL	6.07%	6.10%	5.82%
索尼	5.61%	5.41%	5.57%
前五名中资品牌占比	22.46%	23.18%	24.53%

2.2明星业务教育平板——短期看渗透率提升，长期看单课室Arpu值提升

市场关注：教育信息化硬件推广似乎接近尾声，市场关注后续教育平板业务高成长可持续情况？

我们认为：教育平板业务天花板仍高+单价提升+市占率&渗透率提升+软硬件多元化产品布局，维持30%左右速度增长

①行业天花板有800万+课室，目前行业累计出货量为300万台左右，教育平板普及率不到40%，仍有提量空间；同时第一波产品更新周期来临，每年将增加数十万间课室需求抬高天花板。奥维云网IWB数据显示，2018年预计交互智能平板出货量与销售额均维持20%以上增长，且预计IWB市场中智能平板的份额达到78%，显示智能平板替换电子白板趋势已经明确，更新市场可观。

②行业层面86寸和74寸大屏占比提升，公司产品平均单价有望小幅提升。

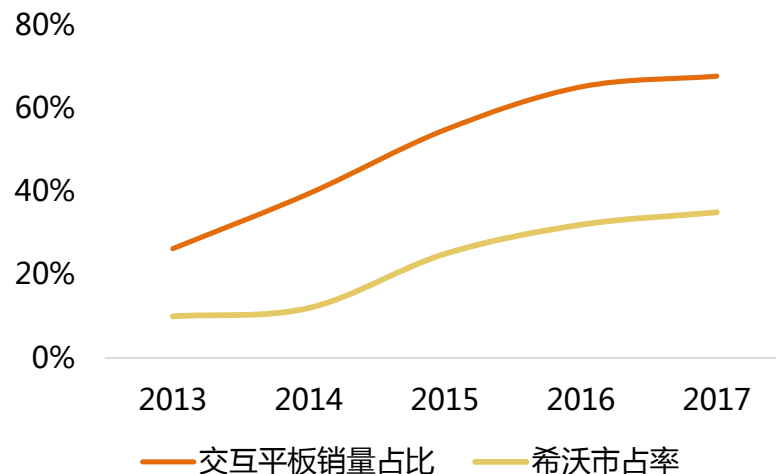
③公司成长享受希沃市占率和交互平板渗透率双提升红利。

④公司积极研发多元化教育硬件产品，同时成立学务、教务、校务三大事业部研发教学软件及系统，从长期来看有望提升单课室Arpu，贡献业绩弹性。

● 空间测算：800万+课室容量天花板高

项目	小学	中学	幼儿园	合计
学校数量（万所）	17.7	7.7	23.9	49.3
年级数（个）	6	6	3	
每年级班数（间）	4	4	3	
合计课室数量（万间）	424.8	184.8	215.1	824.7

● 希沃享受市占率+渗透率双提升



● 多产品布局提升单课室Arpu



2.2明星业务核心竞争力演变：品牌+产品+服务



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

1

产品先发优势

时间：2010年前后

背景：国家颁布教育信息化中长期发展纲要，教育平板处于0-1的发展阶段

公司优势：原主业是做TV板块，平移至教育交互智能板具有优势

结果：市占率10%左右，处于行业第一梯队

2

经销商优势

时间：2013-2015年前后

背景：行业涌入大量竞争者，进入价格战阶段

公司优势：立足产品质量，牵手联想建立售后服务平台，完善品牌商业体系

结果：市占率提升至20%以上

3

品牌+产品+服务

时间：2016至今

背景：公司龙头优势越来越明显

公司优势：①希沃已成为教育平板第一大品牌；②产品品质佳，良品率高，投标技术标评选分数高；③线上+线下产品服务到位

结果：市占率提至40%以上

2.3成长中的明星会议平板：切入会议平板蓝海，再次成为行业龙头



市场关注：会议平板17和18H1增速分别为200%+和150%+，会议平板高增速的持续性？

我们认为：目前会议平板行业处于0-1的成长阶段，未来3年保持100%增速具备合理性。

①**中国2000万间会议室，企业数量维持高速增长有望继续提高市场空间。**目前我国拥有2000万间会议室，敏感性测算行业规模超过1000亿元。**成长合理性评估：**我们预计会议平板未来保持100%增速，则至2020年Maxhub渗透率为1.83%，行业渗透率为7.33%，依然具有较大提升空间。

②**公司先发优势凸显：**目前公司产品MAXHUB市占率为25%，产品平移教育平板技术，技术先发优势明显

● 2000万个会议室，1000亿市场空间

Arpu 渗透率	2 万元	4 万元	6 万元	8 万元	10 万元
5%	200	400	600	800	1000
10%	400	800	1200	1600	2000
15%	600	1200	1800	2400	3000
20%	800	1600	2400	3200	4000
25%	1000	2000	3000	4000	5000

● 未来3年100%增长下合理性评估

	2017	2018E	2019E	2020E
Maxhub销量	19800	49500	99000	198000
YOY		150.00%	100.00%	100.00%
2020年累计（台）	366300			
假定市占率25%， 累计出货量（台）	1465200			
2000万会议室渗透率	7.33%			
Maxhub市场渗透率	1.83%			

2.4多元孵化业务——贡献业绩弹性



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

◆ 汽车电子：重点布局海外汽车前装市场

产品保证：国内首家获苹果系统认证：公司于2013年成立汽车电子事业部，目前已经获得海外知名汽车品牌前装市场订单；从产品端来看，公司为中国设计领域第一家拿到苹果carplay（苹果车载系统）认证的企业，构建产品壁垒。

2018年预计营收1亿元，已切入前装市场，后续弹性较大：考虑汽车电子前装产业进入壁垒较高，对产品品牌、品质要求较高，而一旦打入汽车电子行业后将获得较为稳定的成长机会，立足于产品凭借产品壁垒，实现产品出货量以及品类横向扩充双提升贡献业绩。

◆ 智能医疗：通过智能化提高医疗效率

布局科技+医疗，提高医疗效率有望获成长机会。智能医疗为公司下一个重要战略方向之一，公司通过成立全资子公司希科医疗，先后推出多参数生命体征检测仪、电子体温计、全自动血压计以及智能监护仪等，我们看好随着智能医疗行业、用户培育成熟，进入老龄化社会后带来的行业需求红利，公司通过立足于产品品质，不断丰富产品体系获得成长机会。

公司产品目前已经进入多家医疗机构做产品试点，后续有望贡献业绩弹性。

◆ 智能家居：立足科技改善生活体验

智能家居迎加速成长之际，牵手方太老板电器布局厨电智能加速产品成熟。公司从2013年开始布局智能家居产品研发，曾与百度、腾讯合作开发智能童鞋等产品，如今智能冰箱、智能洗衣机、智能空调渗透率持续上升，智能家居迎来高速成长期，细分产品的成熟有望带动用户对智能家居整体产品的认识，带来智能家居板块全面成长，公司目前积极布局包括智能厨电、智能镜面、智能音响等领域，且于近期与方大展开智能厨电领域合作。

2.5原材料成本见顶，毛利率有望触底反弹

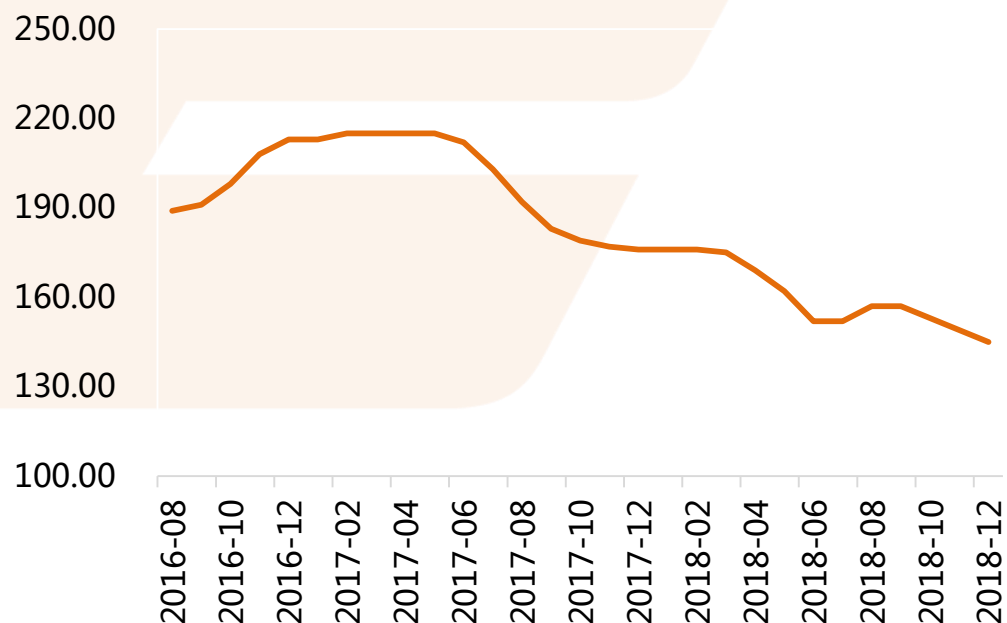
市场关注：TV板块毛利率持续下滑，从2015年的16.4%下降到2018年H1的11.7%，后续毛利率走势？

我们认为：目前公司TV板块主要成本模块存储芯片价格见顶，显示屏价格处于下降区间，我们判断毛利率将触底回升。

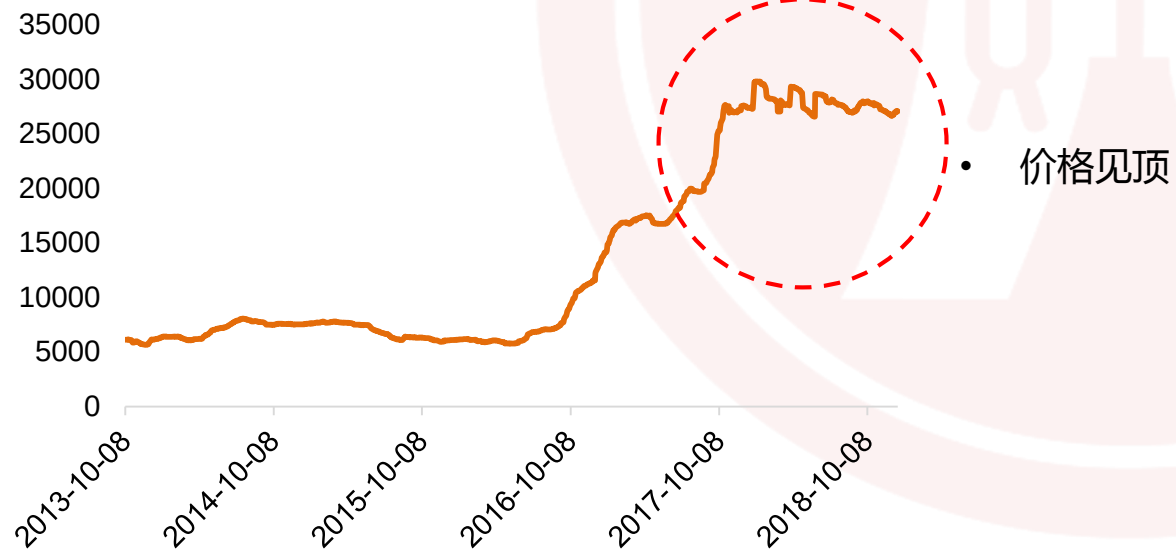
①显示屏价格从2016年峰值以来处于下降区间；

②存储芯片价格指数从2016年开始处于高速上升趋势，2018年以来保持相对平稳状态，价格见顶，后续毛利率有望触底回升。

● 显示屏价格处于下降区间



● 存储芯片价格指数见顶



3.营收测算：未来3年毛利额保持35%以上增长

• 预计19-20年整体营收维持30%以上，毛利率触底回升，驱动毛利额35%以上增长。其中：

- ①液晶主板卡营收维持个位增长，毛利率触底回升，毛利额保持10%左右增长
- ②交互智能板营收保持40%以上增长，会议平板由于毛利率更高，驱动毛利率提升
- ③其它业务主要包含孵化业务板块，考虑汽车电子后续贡献弹性，有望实现高速增长。

	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营收-亿元	27.67	40.31	59.44	82.35	106.85	164.39	211.53	275.58
YOY		46%	47%	39%	30%	54%	29%	30%
毛利额-亿元	5.36	7.83	11.41	16.78	20.90	34.63	47.63	65.12
YOY		46%	46%	47%	25%	66%	38%	37%
分业务-亿元								
液晶显示板卡	20.85	28.23	38.10	47.15	53.80	82.40	88.56	95.09
YOY		35%	35%	24%	14%	53%	7%	7%
毛利率	15.40%	17.60%	16.50%	14.80%	12.90%	11.80%	12.00%	12.20%
毛利额-亿元	3.21	4.97	6.29	6.98	6.94	9.72	10.63	11.60
交互智能板	4.99	10.57	18.75	30.41	44.91	67.34	96.60	135.65
YOY		112%	77%	62%	48%	50%	43%	40%
毛利率	33.40%	24.20%	24.90%	29.30%	28.10%	33.40%	33.80%	34.00%
毛利额-亿元	1.67	2.56	4.67	8.91	12.62	22.49	32.65	46.12
其它业务收入	1.83	1.51	2.59	4.79	8.14	14.65	26.38	44.84
YOY		-17%	71%	85%	70%	80%	80%	70%
毛利率	26.30%	20.30%	17.40%	18.60%	16.40%	16.50%	16.50%	16.50%
毛利额-亿元	0.48	0.31	0.45	0.89	1.34	2.42	4.35	7.40

3.估值分析：19年目标价75元/股，还有35%空间

- 考虑毛利率有望触底回升，我们上调公司2019-2020年归母净利润水平，预计2018-2020年归母净利润为9.37/13.76/19.99亿元，对应EPS为1.44/2.12/3.08元/股，对应PE为38/26/18倍，结合行业平均PE和PEG，给予19年35倍估值，对应目标价75元/股，还有35%的空间。
- 考虑公司TV板卡构筑安全垫，教育&会议维持相对高成长，公司毛利率筑底，孵化业务有望在19年贡献可观业绩，目前公司现金充裕，给予强烈推荐。

重要财务指标	单位:百万元			
主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	10867.61	16730.93	21486.40	27970.10
同比(%)	31.92%	53.95%	28.42%	30.18%
归属母公司净利润	691.08	937.97	1376.05	1999.61
同比(%)	-6.86%	35.72%	46.71%	45.32%
毛利率(%)	19.99%	21.12%	22.52%	23.27%
ROE(%)	36.66%	31.67%	35.01%	37.67%
每股收益(元)	1.06	1.44	2.12	3.08
P/E	32.85	38.73	26.40	18.17
P/B	9.05	10.89	8.41	6.12
EV/EBITDA	3.64	29.98	20.30	13.62

代码	简称	总市值	PE			PEG		
			2018	2019	2020	2018	2019	2020
002621	三垒股份	57.81	90.06	54.42	43.78	0.37	0.86	1.86
300559	佳发教育	54.21	40.74	28.94	21.36	0.51	0.73	0.62
600661	昂立教育	58.40	37.03	29.02	23.32	1.34	1.07	0.97
603377	东方时尚	74.38	26.59	21.29	17.70	1.42	0.87	0.89
002607	亚夏汽车	394.00	42.37	30.31	24.63	0.53	0.76	0.99
平均值			47.36	32.79	26.16	0.83	0.86	1.07

广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电 话：020-88836132，020-88836133

邮 编：510623



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中 性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回 避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

致谢！

