

日期: 2019年04月03日

行业: 教育



分析师: 周菁

Tel: 021-53686158

E-mail: zhoujing@shzq.com

SAC 证书编号: S0870518070002

基本数据 (2019.4.2)

报告日股价 (元)	79.80
12mth A 股价格区间 (元)	49.03-80.00
总股本 (百万股)	655.85
无限售 A 股/总股本	10.15%
流通市值 (亿元)	53.13
每股净资产 (元)	5.19
PBR (X)	15.38

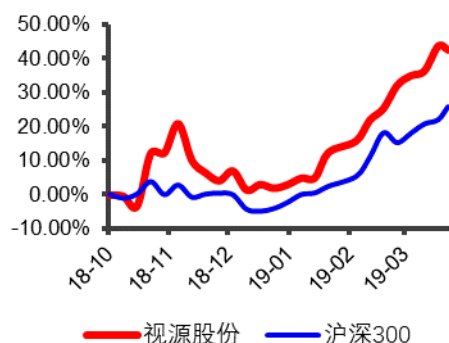
主要股东 (2018)

黄正聪	11.84%
王毅然	11.57%
孙永辉	11.48%
视讯投资	6.71%
于伟	5.64%

收入结构 (2018)

液晶显示主控板卡	50.82%
交互智能平板	37.23%
其他	11.95%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



业绩高增, 智能板卡加速出货, 交互平板毛利提升

■ 公司动态事项

公司发布2018年年报, 全年实现收入169.84亿元, 同增56.28%; 归属净利润为10.04亿元, 同增45.32%, EPS为1.55元/股, ROE=34.10%。公司拟每10股派现5.41元, 分红率约35%。

■ 事项点评

TV 板卡收入高增 57%, 毛利率降幅收窄

2018年公司液晶显示主控板卡收入86.31亿元, 同增57.07%, 收入占比50.82% (-6.26pct)。TV板卡业务收入大幅增长主要系: (1) 全球市占率大幅提高。一方面, 全球电视行业景气度回升带动液晶电视主控板卡出货量止跌回升, 2018年近2.25亿片, 同增2.53%。另一方面, 公司凭借技术和品质优势长年占据全球领先地位, 2018年TV板卡销量共8056.95万片, 同增29.76%, 其中液晶电视主控板卡销量7877.55万片, 同增30.41%, 全球市占率大幅提高6.73pct至35.02%。(2) 智能板卡出货量占比持续提高。2018年公司智能板卡销量3232.79万片, 同增103.69%, 占TV板卡总销量的40.12%, 同比大幅提高14.56pct。智能板卡销售单价为173元/片 (+6%), 约是传统板卡销售单价 (107元/片, +21%) 的1.6倍, 占比提升叠加单价较高, 带动收入端快速增长。全年TV板卡业务毛利率为12.35%, 同比继续下降0.62pct, 主要系部分原材料缺货涨价及人民币贬值影响, 但降幅有所收窄。

交互智能平板维持高增, 大尺寸占比提高带动毛利率提升

2018年公司交互智能平板收入63.23亿元, 同增40.81%, 维持高速增长态势, 收入占比37.23% (-4.09%)。(1) 教育交互智能平板品牌希沃收入56.76亿元, 同增36.02%, 市占率36.5% (+1.0pct), 产品装机量超过120万台, 保持行业龙头地位。报告期内, 公司将教育信息化产品体系升级为“数字化环境硬件+常态化教学应用软件+数据管理与服务软件”三大部分, 推出了智慧黑板、电子白板、常态化智能录播系统、学生终端、易课堂等软硬件新产品, 实现应用场景从教室向学校、学区延伸。(2) 会议交互智能平板品牌MAXHUB收入6.48亿元, 同增103.76%, 市占率25.4%。目前公司已完成MAXHUB全国一二三级渠道布局, 形成了分销渠道+行业及大客户营销+电商平台的销售模式, 2018年在全国范围内进行免费试用推广, 加深用户认知。全年交互智能平板业务毛利率为30.50%, 同比提高2.42pct, 主要大尺寸产品销售占比提高。具体来看, 交互智能平板2018年销量56.15万台, 同增40.38%, 销售单价约1.13万元/台, 略有提高0.30%, 但平均单台成本由0.81万元/台降至0.78万元/台, 降幅3.07%。

Q4 毛利率继续改善, 财务费用率上升, 存货跌价损失大增

全年来看公司综合毛利率为20.07% (+0.08pct), Q4毛利率17.95% (+0.42pct), 连续两个季度毛利率同比提升, 主要系Q3开始原材料成本上涨压力有所缓和。报告期公司销售费用率4.72% (+0.09pct), 销售人员大幅增长63.11%至672人; 管理费用率2.93% (-0.22pct), 其中股权激励费用摊销5890万元; 研发费用率4.64%, 与去年同期基本持平, 研发人员扩张32.14%至1768人, 占员工总数的53.11%; 财务费用率0.13%, 同比提高0.50pct, 主要系汇兑损失大幅增加。受财务费用率较大提升影响, 期间费用率合计提高0.36pct至12.42%。公司期末存

货跌价损失1.35亿元，同增192.32%，主要系原材料和库存商品计提存货跌价准备，资产减值损失合计达到1.57亿元，占利润总额的13.59%。公司全年实现归属净利润10.04亿元，同增45.32%，对应净利率5.91%（-0.45pct），其中Q4归属净利润为1.54亿元，同增62.11%，对应净利率3.09%（+0.30pct）。其中，上海仙视2018年归母净利润0.87亿元，并表贡献约0.44亿元。

成功发行可转债，扩大会议平板和家电板卡产能

公司成功发行可转债，募资总额9.42亿元，用于投资高效会议平台建设项目（建成达产将形成年产16万台产能）、家电智能控制产品建设项目（建成达产将形成年产280万片家电智能控制显示模组产能、1100万片家电智能控制板产能）、智慧校园综合解决方案软件开发项目（升级“易+”智慧校园整体解决方案，丰富教学模块和校园管理模块）、人机交互技术研究中心建设项目（增强语音识别和机器视觉等人机交互技术），将有助于公司提高会议交互智能平板产品的市占率，扩大家电智能控制组件业务的经营规模，强化教育软件研发能力，与智能交互平板结合，构建更完善先进的智慧校园综合解决方案。可转债初始转股价格76.25元/股。

投资建议

我们预计公司 2019-2021 年归属净利润分别为 13.73/19.38/26.57 亿元，对应 EPS 分别为 2.09/2.95/4.05 元/股，对应 PE 分别为 38/27/20 倍（按 2019/4/2 收盘价计算）。TV 板卡业务保持全球领先地位，市占率逐步提升，且智能板卡占比不断提高，改善毛利率，现金牛业务稳健，未来拓展家电领域有望打开成长天花板。交互智能平板业务国内龙头，希沃品牌优势突出，未来行业及品牌渗透率仍有较大提升空间；MAXHUB 处于开拓期，用户认知确立后有望迎来放量增长，且毛利率较高，产品结构优化将提振毛利。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

原材料成本上涨风险、业务拓展不及预期、市场竞争加剧风险、外汇套期保值的业务风险等。

数据预测与估值：

至 12 月 31 日（¥.百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	16983.69	21503.79	26962.79	33173.92
年增长率		26.61%	25.39%	23.04%
归属于母公司的净利润	1004.27	1372.85	1937.66	2657.21
年增长率		36.70%	41.14%	37.14%
每股收益（元）	1.55	2.09	2.95	4.05
PER（X）	51.48	38.12	27.01	19.70

资料来源：Wind，上海证券研究所（按最新股本摊薄，股价为 2019/4/2 收盘价）

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	3204	4301	5443	7555
应收和预付款项	349	684	606	980
存货	1556	1738	2328	2594
其他流动资产	258	258	258	258
长期股权投资	9	9	9	9
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	947	1217	1345	1303
无形资产和开发支出	253	253	253	253
其他非流动资产	423	334	321	321
资产总计	6999	8793	10562	13272
短期借款	10	536	0	0
应付和预收款项	3325	3614	4461	5171
长期借款	0	0	0	0
其他负债	141	86	86	86
负债合计	3476	4236	4547	5257
股本	656	656	656	656
资本公积	811	584	584	584
留存收益	1936	3125	4481	6341
归属母公司股东权益	3403	4364	5721	7581
少数股东权益	120	193	295	434
股东权益合计	3524	4557	6015	8015
负债和股东权益合计	6999	8793	10562	13272

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动产生现金流量	1783	1622	2548	3011
投资活动产生现金流量	-482	-450	-350	-200
融资活动产生现金流量	-94	157	-1056	-700
现金流量净额	1190	1329	1143	2111

利润表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	16984	21504	26963	33174
营业成本	13575	16879	20836	25223
营业税金及附加	63	79	99	122
营业费用	802	1054	1375	1758
管理&研发费用	1286	1677	2157	2720
财务费用	22	24	5	-31
资产减值损失	157	135	135	135
投资收益	-4	0	0	0
其他收益	43	45	45	45
营业利润	1146	1700	2400	3291
营业外收支净额	13	0	0	0
利润总额	1159	1700	2400	3291
所得税	98	255	360	494
净利润	1061	1445	2040	2797
少数股东损益	57	72	102	140
归属母公司股东净利润	1004	1373	1938	2657

财务比率分析

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
毛利率	20.07%	21.51%	22.72%	23.97%
EBIT/销售收入	6.26%	7.71%	8.67%	9.63%
销售净利率	6.00%	6.72%	7.56%	8.43%
ROE	28.29%	31.46%	33.87%	35.05%
资产负债率	47.30%	48.17%	43.05%	39.61%
流动比率	1.66	1.67	1.93	2.19
速动比率	1.07	1.20	1.35	1.64
总资产周转率	2.54	2.45	2.55	2.50
应收账款周转率	55.07	34.75	49.58	37.41
存货周转率	8.73	9.71	8.95	9.72

数据来源: WIND 上海证券研究所

分析师承诺

周菁

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。