



2019-06-10

公司深度报告

买入/调高

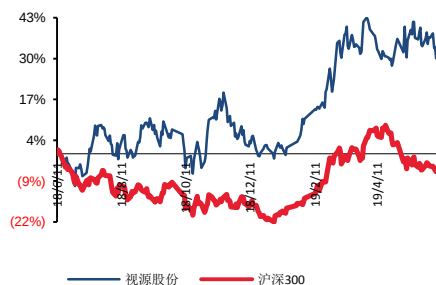
视源股份(002841)

昨收盘: 72.3

信息技术 技术硬件与设备

视源股份：快速崛起的电子新豪门

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	656/67
总市值/流通(百万元)	47,418/4,814
12个月最高/最低(元)	80.00/50.15

相关研究报告：

《太平洋证券—视源股份(002841.SZ)-年报点评：交互智能平板驱动公司高增长，汇兑损失影响公司利润》

证券分析师：刘翔

电话：021-61376547

E-MAIL: liuxiang@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517060001

报告摘要

快速崛起的电子行业新豪门。视源股份成立于2005年，2017年在A股上市，主营液晶电视板卡和智能交互平板的研发、生产和销售。公司是全球液晶电视板卡龙头，同时也是国内教育平板和会议平板市场的领头羊。公司盈利能力和成长能力均居行业TOP 7，2011年以来ROE和ROIC均保持在30%以上，期间收入和利润年增速也基本保持在30%以上。

公司竞争优势在于强大的创新能力、供应链管理能力和规模效应带来的成本优势。创新能力体现在公司人才储备以及行业绝对领先的专利优势。供应链管理是公司维持外协加工生产模式的保证，也是其高资产周转率和高ROE的来源。规模效应到来的产品成本优势使公司毛利率显著高于主要竞争对手。

板卡业务现金牛属性依旧，会议业务接力教育高增长。智能电视板卡占比的持续提升是公司板卡中短期的成长来源。智能家居，物联网的发展催生了**家电板卡**的需求。电视板卡和家电板卡在产品属性上有诸多相似之处，公司有望在家电板卡市场继续复制其在电视板卡上的成功之路。教育信息化2.0的推动是**教育平板**需求增长的主要动力。会议智能化需求的提升以及公司在会议市场渠道网络布局的完善，有望使**会议业务**成为公司成长的新引擎。

原材料成本下行、产品结构改善提升公司获利能力。面板和存储芯片是公司的主要原材料，需求低迷和新产能的集中投放使面板和存储芯片价格持续下行，公司原材料成本下降明显，未来公司毛利率有望上行。高毛利率平板收入占比的提升则进一步加强了毛利率上升趋势。

给予“买入”评级。我们预计公司2019-2021年净利润分别为13.78、19.01和26.55亿元，对应EPS为2.10、2.90和4.05元，增速分别为37.2%、37.9%和39.6%，对应PE为36.6X、26.6X和19.0X，给予“买入”评级。

风险提示：家电板卡市场开拓不及预期，教育平板和会议平板需求低于预期，行业竞争加剧风险。

盈利预测和财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	16984	21243	26854	33908
YOY	56.3%	25.1%	26.4%	26.3%
净利润(百万元)	1004	1378	1901	2655
yoy	45.3%	37.2%	37.9%	39.6%
每股收益(元)	1.53	2.10	2.90	4.05
市盈率(PE)		36.64	26.56	19.02

资料来源：太平洋证券研究院预测

投资案例

投资评级与估值

给予“买入”评级。我们预计公司 2019-2021 年净利润分别为 13.78、19.01 和 26.55 亿元，对应 EPS 为 2.10、2.90 和 4.05 元，增速分别为 37.2%、37.9%和 39.6%，对应 PE 为 36.6X、26.6X 和 19.0X，给予“买入”评级。

关键假设点

收入方面，假设板卡业务未来三年增速 18.9%、18.9%和 14.9%；教育平板渗透率稳步上升，公司教育收入增速分别为 20.7%、22.2%和 19.6%；企业平板需求和公司市场占有率逐年上升，收入增速分别为 67.1%、57.5%和 76.4%。

毛利率方面，假设部件业务毛利率保持在 12%稳定，教育和会议平板业务随着面板价格走低，毛利率未来三年上升为 31.5%、32.5%和 33.5%。

费用方面，假设管理费用分别为 2.97%、3.02%、2.99%；研发费用占比分别为 4.59%、4.61%、4.60%；销售费用假设为 4.64%、4.68%和 4.66%。

创新之处

1、代工模式成就高周转率，供应链管理是其核心竞争力。公司高周转率的原因在于公司采用委外加工的方式生产，在该生产模式下，公司无需对固定资产进行大量投资，因此公司资产较轻，从而造就了公司高周转率。委外加工生产模式成功的关键在于供应链管理能力，视源从 2005 年成立时就采用该生产模式，具备丰富的委外加工生产管理经验。此外，公司通过引进 Oracle EBS 等系统并加以改进用于管理采购、生产、库存、销售、物流等经营活动，进一步提高了供应链管理效率。

2、原材料成本下行提升公司获利能力。芯片和液晶面板是公司的重要原材料。DRAM、NAND Flash 自 2017 年 8 月开始持续下跌，且随着国内长江存储、合肥长鑫等存储器厂商进入规模量产，未来价格或仍将维持在地。面板方面，包括京东方合肥 10.5 代线、华星光电 11 代线、鸿海 10.5 代线的集中量产，造成 65 寸以上面板供给将大增，需求相对平稳的情况下，我们预计大尺寸面板价格将继续下行。芯片和液晶显示屏便是公司的重要原材料，存储芯片和面板价格的持续下行将直接推升公司的盈利能力。

股价表现的催化剂

教育和会议平板渗透率持续上升，原材料价格下跌。

目录

一、视源股份：全球知名的智能交互解决方案提供商	6
二、盈利能力和成长能力均居行业 TOP 7/232	7
（一）盈利水平位居行业前 2%	8
（二）成长能力处于行业前 3%	9
三、公司竞争优势：创新、供应链管理和规模效应	10
（一）创新能力是公司在竞争中胜出的关键	10
（二）优秀的供应链管理能力和公司又一核心竞争力	11
（三）规模效应带来成本优势	13
四、板卡业务现金牛属性依旧，会议业务接力教育高增长	13
（一）电视板卡：智能产品占比持续上升	13
（二）家电板卡：打破部件业务天花板	15
（三）未来教育：教育信息化 2.0 下的最大受益者	16
（四）会议服务：高效会议，智胜未来	18
五、原材料成本下行提升公司获利能力	19
（一）供需失衡，内存价格持续下行	19
（二）国内高世代产线集中投产，预计大尺寸面板价格维持低位	20
六、盈利预测与投资建议	22
（一）盈利预测	22
（二）投资建议	22
七、风险因素	22
附录 1：收入拆分表预测	23
附录 2：财务报表预测	24

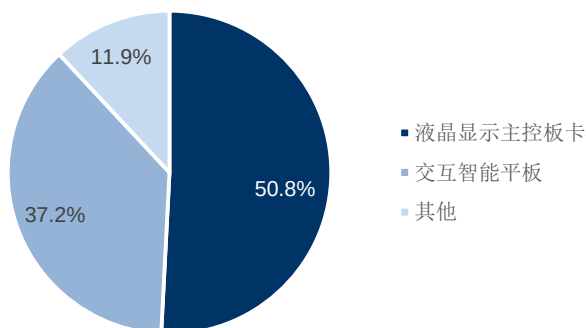
图表目录

图 1：按产品分，2018 年公司各板块收入占比	6
图 2：按产品分，2018 年公司各板块毛利占比	6
图 3：视源股份历史沿革	6
图 4：视源股份股权结构	7
图 5：视源股份历史营收情况，百万元	9
图 6：视源股份历年扣非净利润情况，百万元	9
图 7：2011-2018 年电子行业 7 年收入 CAGR 前 7 名	10
图 8：2011-2018 年电子行业 7 年利润 CAGR 前 6 名	10
图 9：2018 年，公司和竞争对手的人员构成	10
图 10：公司和平板领域竞争对手专利比较（2018 年）	10
图 11：视源健康管理中心	11
图 12：视源内部幼儿园	11
图 13：视源主要产品生产流程	12
图 14：视源 EMC 实验室	12
图 15：视源和达华智能电视主板毛利率比较	13
图 16：视源和鸿合的交互平板毛利率比较	13
图 17：微鲸 55Pro 电视拆解	14
图 18：视源股份部件业务主要产品	14
图 19：全球 LCD 电视出货量	14
图 20：全球智能电视占比	14
图 21：视源板卡份额预测	15
图 22：公司板卡出货量，万片	15
图 23：智能家电市场蓬勃发展	15
图 24：贫困地区的中学，通过交互平板与成都七中同步上课	16
图 25：华中师大一附中老师通过交互平板给学生上课	16
图 26：视源教育产品体系	17
图 27：国内企业数量，万家	18
图 28：企业会议室中的交互平板	18
图 29：视源 MAXHUB 智能会议解决方案	18
图 30：会议交互平板市场份额	18
图 31：现货平均价：DRAM:DDR3 4Gb 512Mx8 1600MHz，美元	19
图 32：全球智能手机出货量，百万台	19
图 33：NAND FLASH 大厂技术量产进程	20
图 34：合肥长鑫重要时间节点	20
图 35：49 寸、55 寸 LCD 面板价格，美元	21
图 36：65 寸 LCD 面板价格，美元	21

一、视源股份：全球知名的智能交互解决方案提供商

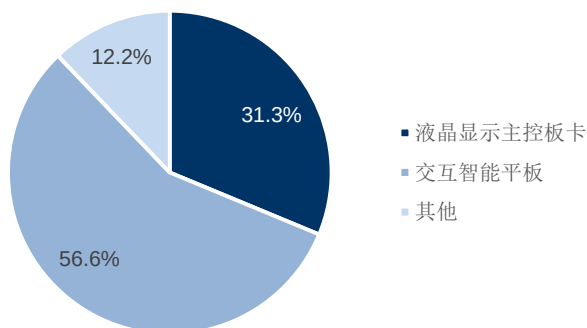
主营业务：视源股份主要从事液晶显示主控板卡和交互智能平板的设计、研发与销售。公司主要产品包括液晶电视主控板卡、面向教育市场的希沃（seewo）交互智能平板、面向企业市场的 MAXHUB 高效会议平台。2018 年公司液晶电视主控板卡全球市场占有率为 35.02%，排名第一；教育市场交互智能平板销售额市占率 36.05%；企业市场智能平板销售额市占率 25.40%。

图 1：按产品分，2018 年公司各板块收入占比



资料来源：公司官网，太平洋证券研究院

图 2：按产品分，2018 年公司各板块毛利占比



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

历史沿革：公司成立于 2005 年；2008 年，视源成立子公司——视睿科技，并推出第一个自主品牌希沃（seewo）；2017 年 1 月，深交所上市；2017 年 3 月，发布自主品牌高效会议平台“MAXHUB”。

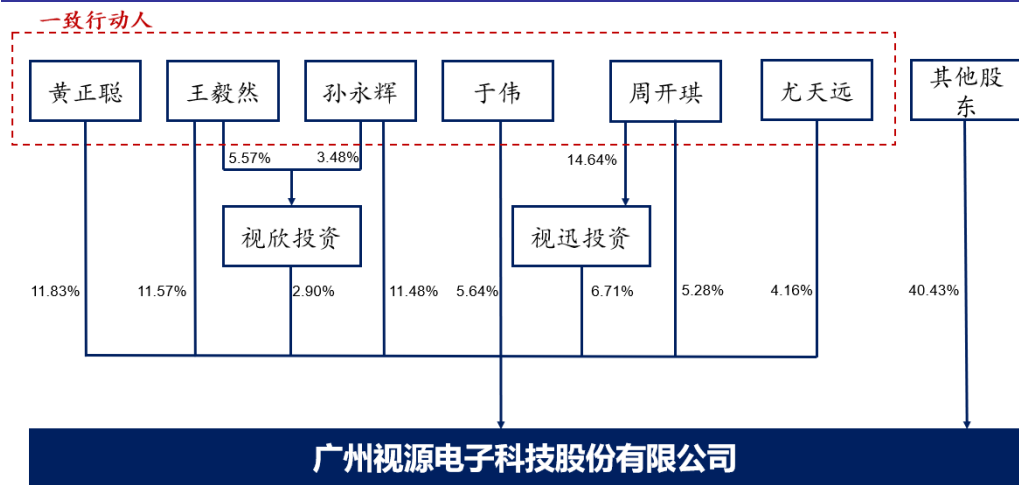
图 3：视源股份历史沿革



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

股权结构：黄正聪、王毅然、孙永辉、于伟、周开琪、尤天远为一致行动人，合计持有公司股份 51.2%，共同构成公司的实际控制人。其中，王毅然现任公司董事长，黄正聪、孙永辉、于伟、尤天远现任公司董事，周开琪现任公司副总经理。

图 4：视源股份股权结构



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

二、盈利能力和成长能力均居行业 TOP 7/232

回顾历史财务数据，我们发现，视源过去几年无论在盈利能力还是成长能力上都是 A 股电子公司中的佼佼者。**盈利能力方面**，2018 年公司 ROE、ROIC、ROA 分别排名电子行业第 5、2 和 7 名，自由现金占收入比重在 7.6%，排名全行业第 11。**成长能力方面**，公司过去 7 年收入、利润复合增速分别为 46.7%和 52.5%，在电子行业中位居第 7 和第 6 位。

表 1：视源股份历史财务表现

指标	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2018 年电子行业排名
ROE	39.2%	55.3%	56.2%	50.3%	51.6%	61.0%	31.5%	32.0%	5/232
ROIC	47.3%	70.7%	54.4%	46.5%	52.1%	71.0%	35.2%	33.5%	2/232
ROA	15.1%	22.0%	19.3%	18.5%	20.9%	30.2%	17.7%	17.8%	7/232
FCFF/营收	6.2%	6.4%	9.2%	3.3%	6.1%	7.3%	5.4%	7.6%	11/232
7 年收入增速	-	55.6%	80.7%	32.0%	39.1%	37.4%	31.9%	56.3%	7/232
7 年利润增速	-	99.3%	57.4%	37.8%	56.9%	109.3%	-6.9%	45.3%	6/232

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

注 1：上述收入、增速排名为上市公司 7 年复合增速排名

注 2：公司样本参考申万电子行业

注 3：FCFF 排名剔除了自由现金流为负的企业

注 4：收入利润增速排名剔除了依靠外延并购获得成长的企业

(一) 盈利水平位居行业前 2%

ROE：2018 年，视源股份扣非后加权 ROE 为 32%，在整个电子行业中仅仅处于隆利科技、亚世光电、工业富联和海康威视之后，位居全行业第五。回顾公司历年 ROE 水平，除 2017 年外远高于 30%。

表 2：电子行业扣非后加权 ROE 排名

ROE 排名	证券名称	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
1	隆利科技	0.0%	0.0%	0.0%	58.2%	45.7%	63.0%	40.1%	38.8%
2	亚世光电	0.0%	0.0%	44.1%	22.3%	32.7%	36.2%	29.0%	33.8%
3	工业富联	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	26.9%	20.6%	19.0%	33.3%
4	海康威视	23.3%	27.3%	30.0%	34.8%	33.7%	33.9%	34.1%	32.9%
5	视源股份	39.2%	55.3%	56.2%	50.3%	51.6%	61.0%	31.5%	32.0%
6	锐科激光	0.0%	0.0%	0.0%	5.4%	10.9%	36.9%	69.0%	31.2%
7	博通集成	0.0%	0.0%	0.0%	51.1%	42.3%	30.2%	31.4%	30.2%
8	信维通信	11.0%	0.1%	-10.7%	8.8%	22.3%	28.0%	26.7%	29.7%
9	恒铭达	0.0%	0.0%	0.0%	48.9%	30.8%	30.6%	30.7%	25.7%
10	德赛电池	43.4%	45.1%	44.4%	34.5%	25.5%	23.2%	23.0%	24.4%

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

ROIC：为了剔除财务杠杆对 ROE 指标的影响(公司可以通过增加杠杆率来提高 ROE)，我们选取 ROIC 指标来评估视源的资本回报率情况。2018 年视源 ROIC 为 33.5%，在电子行业中仅次于锐科激光的 33.8%。如果参考历史 ROIC 表现，视源则是当之无愧的 A 股电子公司 NO.1。

表 3：电子行业 ROIC 排名

ROIC 排名	证券名称	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
1	锐科激光	0.0%	0.0%	0.0%	7.0%	11.5%	28.3%	62.1%	33.8%
2	视源股份	47.3%	70.7%	54.4%	46.5%	52.1%	71.0%	35.2%	33.5%
3	博通集成	0.0%	0.0%	0.0%	36.3%	38.9%	40.8%	32.7%	33.2%
4	亚世光电	0.0%	0.0%	23.8%	26.5%	34.5%	41.5%	29.1%	32.6%
5	隆利科技	0.0%	0.0%	0.0%	21.7%	17.2%	41.3%	39.8%	29.4%
6	盈趣科技	0.0%	0.0%	32.4%	55.0%	47.0%	65.5%	76.1%	28.8%
7	海康威视	22.3%	26.7%	29.6%	34.2%	31.5%	29.5%	28.4%	27.5%
8	恒铭达	0.0%	0.0%	0.0%	38.8%	27.2%	26.7%	29.9%	25.6%
9	工业富联	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	23.7%	20.5%	28.3%	25.6%
10	欧普照明	24.4%	46.5%	34.6%	19.1%	23.7%	18.9%	19.4%	21.7%

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

FCFF：2018 年视源自由现金流占营收比重为 7.6%，2011 年以来自由现金流全为正

数。2018 年自由现金流占比排名全行业 48 名。但在历年自由现金流都为正的股票样本中，2018 年水平排名行业第 11 位。

表 4：电子行业 FCFF/营收

FCFF/营收排名	证券名称	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
1	森霸传感		18.9%	23.0%	24.6%	7.3%	31.5%	32.2%	30.7%
2	法拉电子	20.9%	23.3%	19.0%	13.5%	15.2%	23.4%	15.5%	26.4%
3	三环集团	7.4%	5.7%	19.3%	27.9%	15.6%	17.7%	5.0%	22.0%
4	盈趣科技	0.0%	0.0%	15.2%	15.2%	13.7%	16.0%	24.3%	19.0%
5	依顿电子	10.2%	15.9%	18.9%	7.4%	15.7%	14.9%	14.3%	15.2%
6	海康威视	18.0%	13.3%	13.7%	18.0%	7.5%	16.6%	13.6%	14.2%
7	华微电子	16.0%	11.4%	2.0%	0.0%	10.0%	0.5%	2.7%	13.8%
8	中颖电子	12.1%	3.0%	2.2%	10.0%	8.4%	15.7%	19.2%	12.0%
9	圣邦股份		19.8%	22.5%	20.7%	15.8%	14.9%	20.3%	10.5%
10	永新光学				12.2%	18.4%	4.1%	13.4%	7.7%
11	视源股份	6.2%	6.4%	9.2%	3.3%	6.1%	7.3%	5.4%	7.6%

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

（二）成长能力处于行业前 3%

视源 2011 年以来一直维持高速增长，收入增速始终保持在 30%以上，扣非净利润增速除 2017 年低于 30%外，都高于 30%。且公司增长全部来源于内涵增长，而非外延并购。

图 5：视源股份历史营收情况，百万元



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图 6：视源股份历年扣非净利润情况，百万元



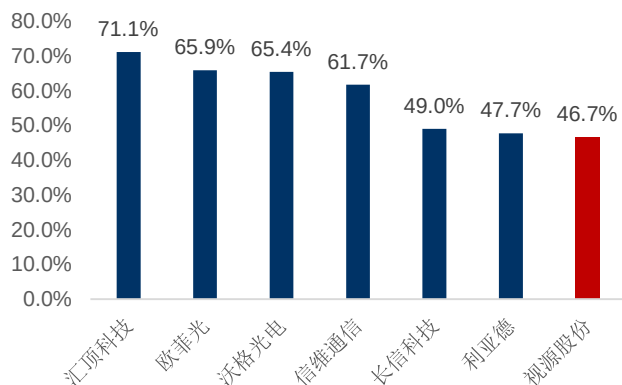
资料来源：Wind，太平洋证券研究院

7 年收入复合增速 46.7%，位居电子行业第 7。剔除电子行业中以并购为主的增长样本，视源 46.7% 的 7 年收入复合增速（2011-2018）仅仅落后于汇顶科技、欧菲光、沃格光电、信维通信、长信科技和利亚德，排名电子行业第 7。

7 年利润 CAGR 52.5% 行业第六。2011-2018 年，视源 7 年利润 CAGR 52.5%，远高于

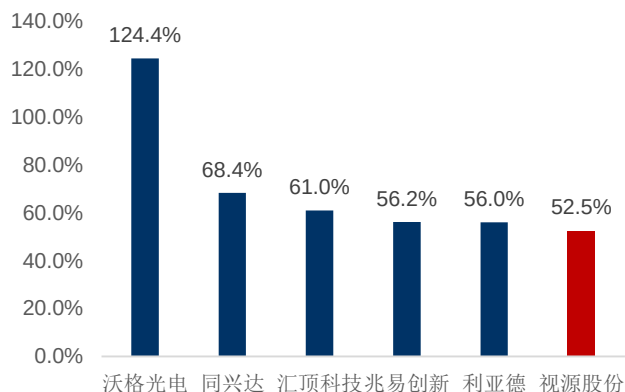
行业增速，在整个电子行业中位居第六，排在前面的分别为沃格光电、同兴达、汇顶科技、兆易创新和利亚德。

图 7：2011-2018 年电子行业 7 年收入 CAGR 前 7 名



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图 8：2011-2018 年电子行业 7 年利润 CAGR 前 6 名



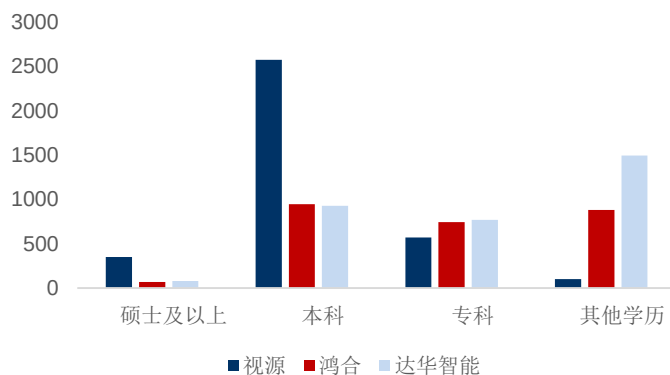
资料来源：Wind，太平洋证券研究院

三、公司竞争优势：创新、供应链管理和规模效应

（一）创新能力是公司在竞争中胜出的关键

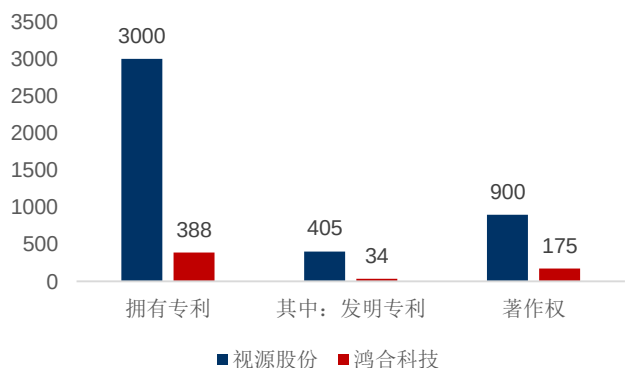
人才储备支撑公司持续创新。公司人才储备充裕，2018 年公司 3597 名员工中，技术人员占比在 59%，员工中本科以上学历占比在 81.3%。数量众多的优秀人才使公司获得了持续的创新能力。截至 2018 年 12 月 31 日，公司拥有专利超过 3,000 项（其中发明专利 405 项），拥有计算机软件著作权、作品著作权超过 900 项。2018 年，公司专利年申请量超过 1700 件，其中发明专利申请占比超过 40%。

图 9：2018 年，公司和竞争对手的人员构成



资料来源：各公司年报，太平洋证券研究院

图 10：公司和平板领域竞争对手专利比较（2018 年）



资料来源：各公司年报，太平洋证券研究院

行业领先的薪酬水平是吸引人才的基石。2018 年公司平均薪酬 29.5 万，在整个中

万电子行业中排第 16 位，不仅高于竞争对手鸿合的 15.9 万，也高于海康威视、大族激光、闻泰科技等企业。此外，公司福利待遇也非常完善，投资 6000 多万元建立了高规格的体检中心，员工、家属、父母都可免费体检；健身康体中心、大型影院、高级音乐厅、运动场、有高规格的特色幼儿园，解决了员工的部分生活顾虑。

图 11：视源健康管理中心



资料来源：公司新闻，太平洋证券研究院

图 12：视源内部幼儿园



资料来源：公司新闻，太平洋证券研究院

（二）优秀的供应链管理是公司又一核心竞争力

高周转率是公司常年维持高 ROE 和 ROIC 的首要原因。2018 年公司销售净利率只有 6.25%，排名行业中游，但依靠超高的资产周转率（电子行业排 2/232），公司 ROA 达到了 17.76%，位列电子行业第 7 名。再加上处于行业中上水平的权益乘数，使公司 ROE 和 ROIC 常年维持在行业前茅。更加难能可贵的是公司基本没有金融负债，杠杆率全靠经营负债取得，很好的说明了公司低风险以及在行业内的议价能力。

表 5：视源股份 ROE 杜邦分析

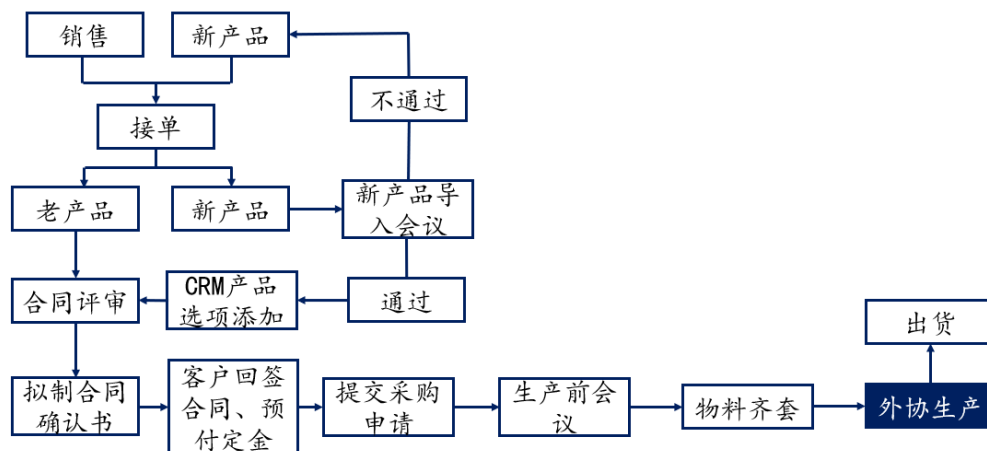
证券代码	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2018 排名
ROE	55.3%	56.2%	50.3%	51.6%	61.0%	31.5%	32.0%	5/232
ROIC	26.7%	29.6%	34.2%	31.5%	29.5%	28.4%	27.5%	2/232
ROS	5.8%	5.0%	5.2%	5.9%	9.0%	6.3%	6.2%	125/232
AT	3.81	3.84	3.53	3.53	3.35	2.78	2.84	2/232
EM	3.25	3.23	2.82	2.55	2.39	2.08	2.02	81/232

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

代工模式成就高周转率，供应链管理是其核心竞争力。公司高周转率的原因在于公司采用委外加工的方式生产，在该生产模式下，公司无需对固定资产进行大量投资，因此公司资产较轻，从而造就了公司高周转率。在该生产模式下，虽然无需过多的固定资产投资，但由于公司不直接参与产品生产，因此为了控制产品品质、生产成本以

及按时交货，委托公司需要具备较强的供应链管理能力。

图 13：视源主要产品生产流程



资料来源：视源股份招股说明书，太平洋证券研究院

视源竞争力就在于此。（1）公司虽然采用代工模式，但最重要的质量检测环节由视源自己负责；（2）公司从 2005 年成立时就采用该生产模式，具备丰富的委外加工生产管理经验。（3）公司通过引进 Oracle EBS 等系统并加以改进用于管理采购、生产、库存、销售、物流等经营活动。公司通过信息化手段实现了供应链各个环节的信息实时搜集与管理控制，实现了商务流、信息流、物流和资金流的同步，提高了公司的运营效率。

图 14：视源 EMC 实验室

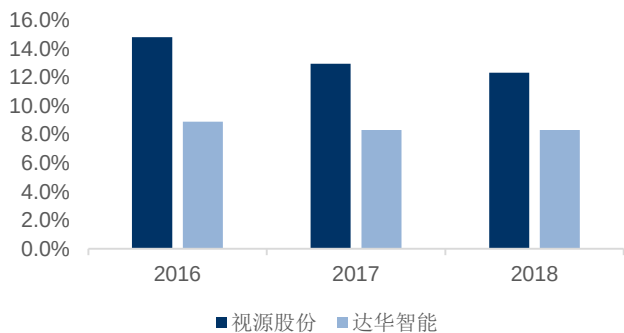


资料来源：公司官网，太平洋证券研究院

（三）规模效应带来成本优势

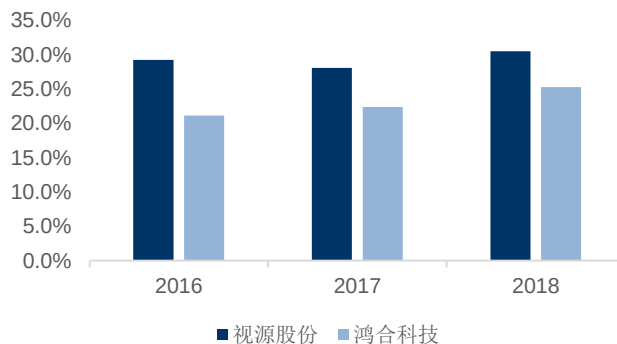
规模化采购造就产品成本优势。视源是全球电视板卡龙头，2018 年公司电视板卡出货 7877.55 万片，全球市场占有率超 35%。同时公司也是国内教育和会议平板市场的领头羊，2018 年公司在教育和会议平板市场的占有率分别为 36.5%和 25.4%。较高的市场占有率使得公司在原材料采购上具有成本优势，直接表现为公司毛利率均高于主要竞争对手。

图 15：视源和达华智能电视主板毛利率比较



资料来源：各公司年报，太平洋证券研究院

图 16：视源和鸿合的交互平板毛利率比较



资料来源：各公司年报，太平洋证券研究院

四、板卡业务现金牛属性依旧，会议业务接力教育高增长

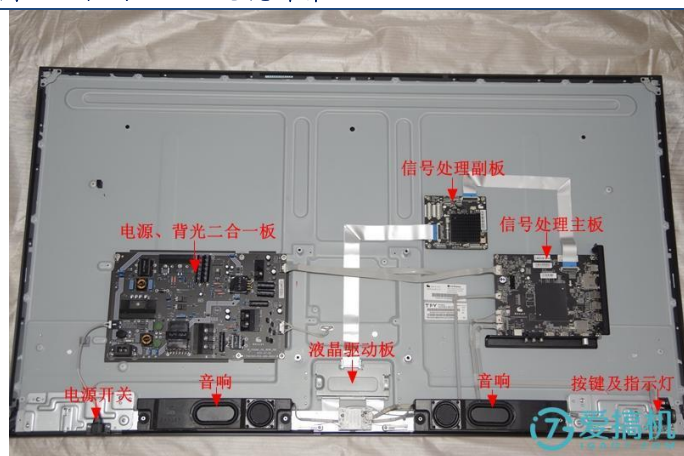
公司部件业务主要为客户提供液晶电视主控板卡、TV电源、白家电控制组件等核心部件及定制化的解决方案。未来部件业务的增长主要来源于**智能电视板卡渗透率**和**公司份额的上升**、白电市场的开拓。

交互智能平板业绩增长驱动力来源于**教育市场交互平板渗透率的上升**、**会议市场平板渗透率**和**市场份额的增加**。

（一）电视板卡：智能产品占比持续上升

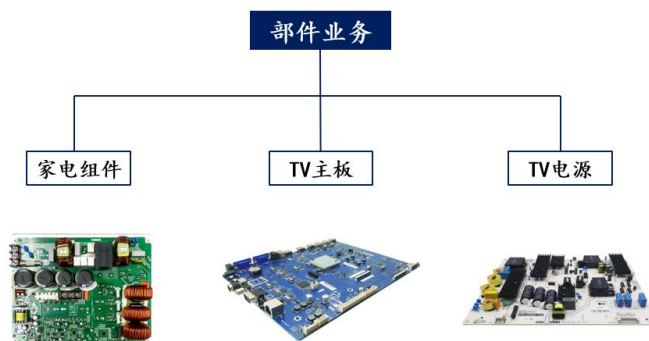
液晶显示主控板卡是液晶显示产品的核心部件。液晶显示主控板卡是液晶显示产品的核心部件之一，承载着显示驱动、信号处理、控制电路、电源管理、系统菜单、核心应用等重要功能，主要应用于全球各种功能的液晶电视。液晶显示主控板卡的性能可影响液晶显示产品的图像质量、画面流畅程度、音视频效果、节电特性等指标。

图 17：微鲸 55Pro 电视拆解



资料来源：爱搞机网，太平洋证券研究院

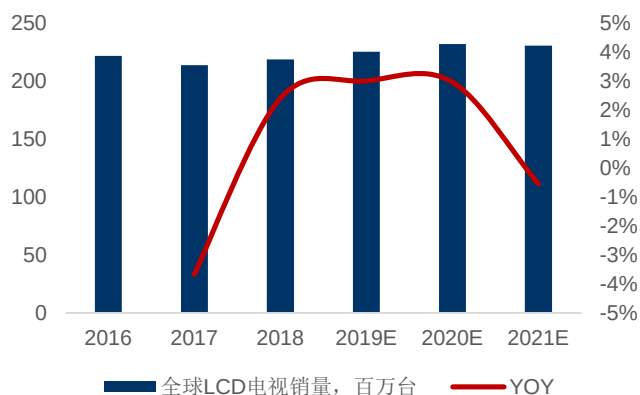
图 18：视源股份部件业务主要产品



资料来源：视源官网，太平洋证券研究院

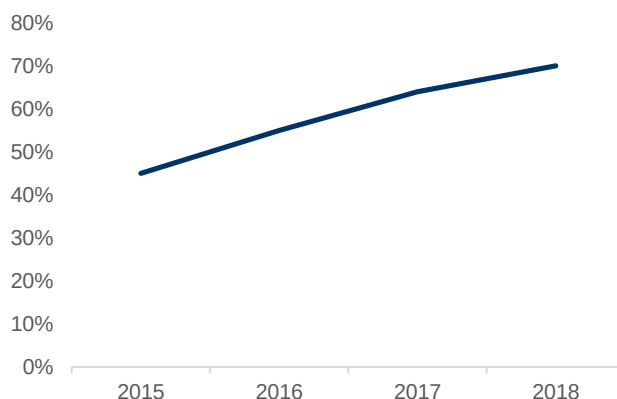
智能电视占比逐步提高，板卡市场稳步成长。根据 IHS 统计，2018 年全球 LCD 电视出货量为 2.19 亿台，其中智能电视渗透率大致在 70%。因此，全球所需液晶电视板卡为 2.19 亿片，智能板卡预计需要 1.37 亿片。参考视源 2018 年数据，智能板卡价值是非智能板卡的 2.6 倍，未来随着智能电视渗透率的提升，电视板卡市场将继续稳步成长。

图 19：全球 LCD 电视出货量



资料来源：IHS，太平洋证券研究院

图 20：全球智能电视占比



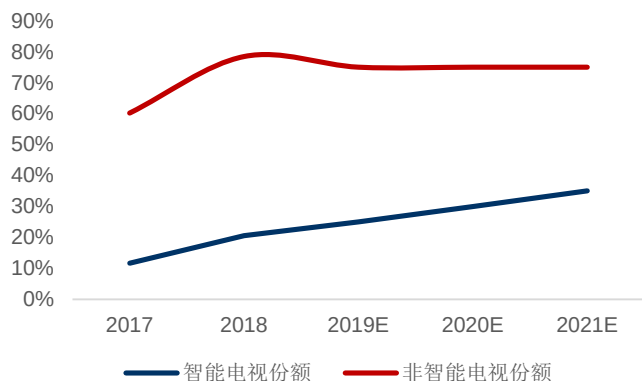
资料来源：IHS，太平洋证券研究院

电视制造分工专业化趋势愈加明显，专业板卡厂商份额望持续上升。液晶显示板卡生产企业主要包括品牌厂商、OEM & ODM 厂商和专业板卡厂商三类。近年来，液晶显示产品品牌厂商和 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，加大了液晶显示主控板卡的外购比例，专业板卡厂商份额将持续上升。

2018 年视源股份的非智能和智能电视板卡份额预计分别为 75.5% 和 20.6%。我们认为，随着品牌厂商对板卡外购比例的上升，视源智能电视板卡份额预计将继续扩大，

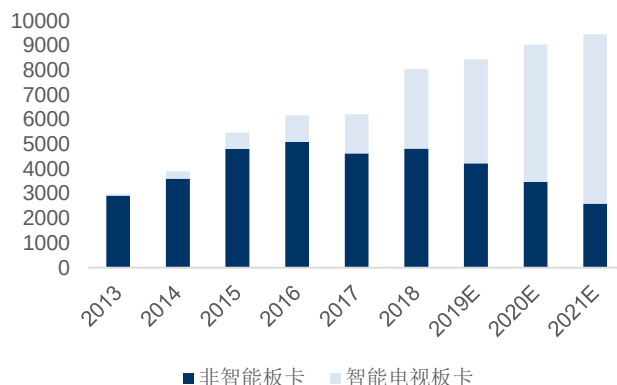
进一步改善公司产品结构并拉动公司部件业务收入增长。

图 21：视源板卡份额预测



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院预测

图 22：公司板卡出货量，万片

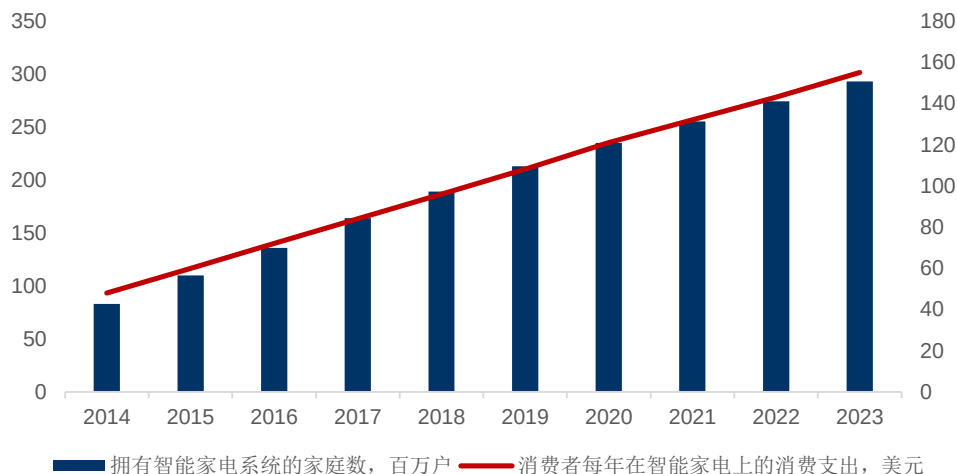


资料来源：公司公告，太平洋证券研究院预测

（二）家电板卡：打破部件业务天花板

智能家电市场蓬勃发展，控制组件需求走高。在消费升级的背景下，消费者对智能家电的消费能力与消费意愿逐渐增强。移动互联网和电子产业的快速发展为智能家电市场的壮大提供了技术支持。根据 IHS 预测，中国智能家电使用家庭将在 2025 年达到 2832 万，基于该用户群体产生的智能家电具有巨大的价值与前景。家电智能控制组件是智能家电实现智能控制的核心部件，是家电产品的大脑和人机交互窗口，智能家电市场的快速发展必然带来智能控制组件市场需求的快速增长。

图 23：智能家电市场蓬勃发展



资料来源：Strategy Analytics，太平洋证券研究院

公司通过可转债项目切入家电控制组件市场，打破部件业务天花板。2019 年 3 月

7日视源发布可转债募资方案，拟投资2.8亿元切入家电控制组件市场，项目建成达产后将形成年产家电智能控制显示模组280万片的出货能力，形成年产家电智能控制板1100万片的出货能力。项目建设期2年，达产后预计可以新增销售收入14.2亿元，新增税后利润1亿元。

表 6：智能家电控制项目投入产出情况

投资金额	建设期（年）	新增产能	新增销售收入	新增税后利润
284.78	2	家电智能控制显示模组 280 万片，家电控制板 1100 万片	1420.09	100.10

资料来源：公司可转债募集说明书，太平洋证券研究院

我们认为，电视板卡和家电板卡在产品属性上有诸多相似之处，凭借在液晶电视智能控制方面积累的技术基础、人才基础、供应链资源和客户资源，公司有望在家电板卡市场继续复制其在电视板卡上的成功之路。

（三）未来教育：教育信息化 2.0 下的最大受益者

教育信息化全面推进，教育平板需求持续释放。2018年4月教育部印发《教育信息化2.0行动计划》，希望通过教育信息化建设，全面提升师生信息素养，努力构建互联网+条件下的人才培养模式。作为教育信息化的应用终端和数据入口，教育平板是教育信息化建设的基础设施。教育信息化建设的推进，必将推动教育平板需求的释放。

图 24：贫困地区的中学，通过交互平板与成都七中同步上课



资料来源：《这块屏幕可能改变命运》，太平洋证券研究院预测

图 25：华中师大一附中老师通过交互平板给学生上课



资料来源：公司官网，太平洋证券研究院预测

依据以下假设，我们测算2019-2021年全国教育交互平板需求分别为166、197和229万台，同比增速分别为21.9%、18.6%和16.3%。

➢ 假设1：未来学前班到研究生学生人数每年增加2%；

- 假设2：参考教育部的学校校舍建设标准每个班级人数平均为50人；
- 假设3：受教育信息化建设推进，未来三年学校教育平板渗透率每年上升5%。

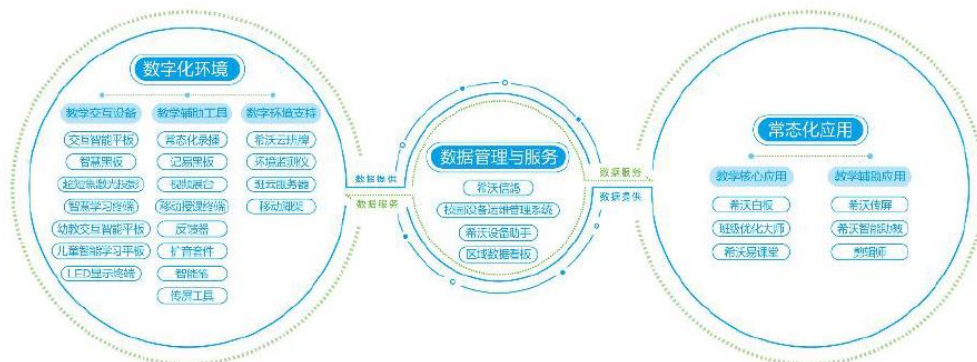
表 7：国内教育平板需求预测，万

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
学生总数/万人	24712	24754	25119	25478	26089	26498	27028	27569	28120
yoy		0.2%	1.5%	1.4%	2.4%	1.6%	2.0%	2.0%	2.0%
每个班级人数	50	50	50	50	50	50	50	50	50
教室数量/万	494	495	502	510	522	530	541	551	562
yoy		0.2%	1.5%	1.4%	2.4%	1.6%	2.0%	2.0%	2.0%
交互平板渗透率	5.1%	9.6%	13.2%	18.1%	19.9%	25.7%	30.7%	35.7%	40.7%
交互平板需求	25	48	67	92	104	136	166	197	229
yoy		89.5%	39.3%	38.5%	12.6%	31.2%	21.9%	18.6%	16.3%

资料来源：教育部、视源股份公告，太平洋证券研究院预测

领先的教育信息化应用工具提供商，教育信息化2.0的最大受益者。视源2009年创办教育品牌希沃，是国内交互智能平板品类首创者，2012年-2018年连续7年蝉联中国交互智能平板行业市占率桂冠。目前公司在教育方面产品包括交互平板、学生平板、教学应用软件等。我们认为，依托公司优秀的产品设计、品牌知名度、庞大的销售服务网络（核心的代理商100家，二级的经销商2000家），视源将成为教育信息化2.0推进的最大受益者。

图 26：视源教育产品体系



资料来源：公司年报，太平洋证券研究院

2018年，视源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%，市占率36.50%。假设未来三年公司市占率维持在37%，且国内教育市场平板需求参考上文估计，同时我们假设随着产品功能增加（数据管理类软件）单价每年增加5%，我们预计2019-2020年视源教育业务收入分别为71.95、89.91和110.04亿元，同比增速分别为26.8%、25.0%和22.4%。

(四) 会议服务：高效会议，智胜未来

国内企业数量不断飙升，刺激企业会议市场发展。根据国家市场监督管理总局数据，2018年全国共有企业3474万家，同比增加14.5%。企业数量增长带来的是企业会议室数量的不断攀升。奥维云网数据显示，2016年中国会议室数量已超2000万，且还在持续增长。会议室的激增及电子产业的发展，驱动会议市场变革，更具科技含量的会议平板开始进驻企业会议室，逐渐取代传统设备，会议设备开始向智能交互平板过渡。

图 27：国内企业数量，万家



资料来源：市场监督管理总局，太平洋证券研究院预测

图 28：企业会议室中的交互平板



资料来源：MAXHUB 官网，太平洋证券研究院

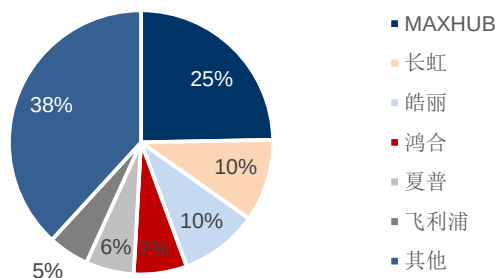
会议平板专家，市占率领先行业。视源2017年3月推出高效会议平台MAXHUB正式进军会议市场。MAXHUB平台从会前、会中、会后三方面对会议方案进行考虑和管理。通过会议平板、会议门牌、笔迹、无线全向麦、演讲台等智能产品互联，实现会议资料、创造产出与企业数据的打通，实现了会前准备一步到位、会中协作高效流畅、会后执行有效的高效工作场景。2017、2018年MAXHUB收入为3.18、6.48亿元，市场占有率分别为24.7%和25.4%，均高居当年会议平板市场首位。

图 29：视源 MAXHUB 智能会议解决方案



资料来源：MAXHUB 官网，太平洋证券研究院

图 30：会议交互平板市场份额



资料来源：奥维云网，太平洋证券研究院

渠道网络初具规模，份额攀升值得期待。会议市场中，除少数大企业采购量较大，大部分客户为中小客户，单一客户对平板需求较小，有点类似于To C市场。因此销售渠道成为平板厂商的核心竞争力。视源股份目前组建了大客户直销、经销（全国已建立31个办事处，同时与PC经销商展开合作）、网店销售（天猫、京东）三种销售渠道，销售网络初具规模。我们认为，依托公司优秀的产品、庞大的销售网络，未来公司在会议市场的份额有望向教育市场份额看齐。

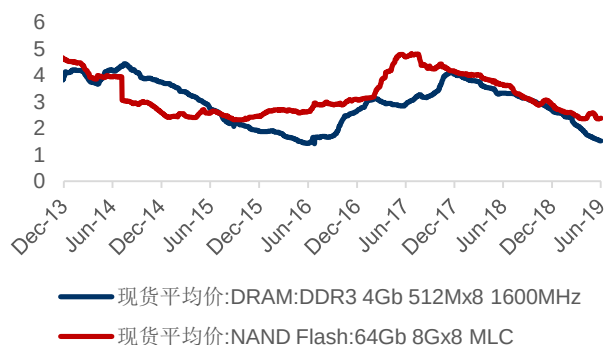
五、原材料成本下行提升公司获利能力

2018H1，芯片、分立器件和液晶显示屏占公司生产成本比例分别为40.8%、24.2%和19.2%。我们认为，主要原材料价格的持续走低将提升公司未来的盈利能力。（1）DRAM、NAND Flash自2017年8月开始持续下跌，且随着国内长江存储、合肥长鑫等存储器厂商进入规模量产，未来价格或仍将维持在地。 （2）国内高世代面板产线的集中投产使液晶面板价格持续走低。

（一）供需失衡，内存价格持续下行

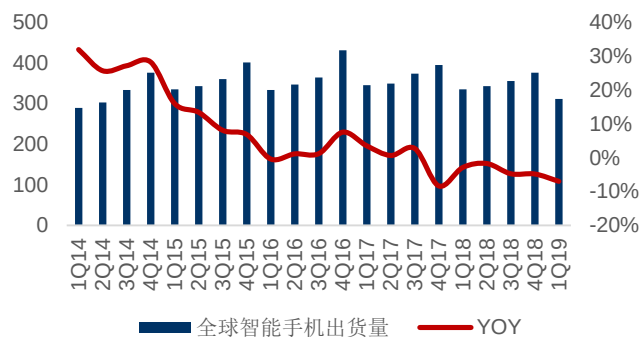
供给方面，在上一轮内存涨价潮后，三星、SK海力士、镁光三巨头的都进行了大幅扩产，且良品率也随着技术的升级大大提高。再加上三星、西部数据、美光等开始陆续量产96层NAND，行业供给大增。需求方面，内存需求大户智能手机销量持续走低使内存需求没有如原先预期释放。供需失衡导致DRAM、NAND Flash自2017年8月开始持续下跌。

图 31：现货平均价:DRAM:DDR3 4Gb 512Mx8 1600MHz，美元



资料来源：DRAMexchange，太平洋证券研究院

图 32：全球智能手机出货量，百万台



资料来源：IDC，太平洋证券研究院

国内长江存储、合肥长鑫等存储器厂商逐步量产，未来存储器价格仍有较大的下行压力。NAND Flash发展主力长江存储，2019年底前将依照进程正式量产64层Xtacking 3D NAND产品，2020年后其产能规划将逐步放大。合肥长鑫将于3Q19量产8Gb LPDDR4，预计年底实现产能2万片/月。

图 33：NAND Flash 大厂技术量产进程



资料来源：TrendForce，太平洋证券研究院

图 34：合肥长鑫重要时间节点



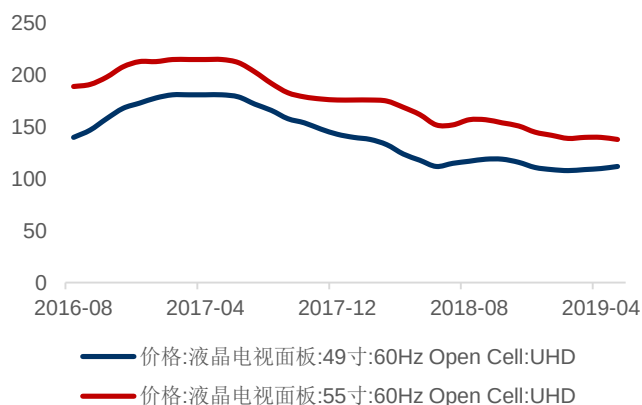
资料来源：爱集微，太平洋证券研究院

(二) 国内高世代产线集中投产，预计大尺寸面板价格维持低位

供过于求，LCD面板价格持续走低。2017年以来，包括京东方、华星光电、惠科等

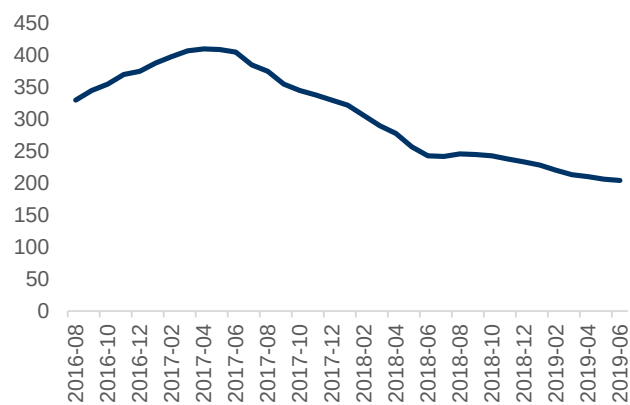
在内的国内面板厂新产能陆续释放，以液晶电视为代表的下游需求则相对低迷，导致行业供给过剩，大LCD面板价格进入下行通道。

图 35：49 寸、55 寸 LCD 面板价格，美元



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图 36：65 寸 LCD 面板价格，美元



资料来源：群智咨询，太平洋证券研究院

今年仍处于国内高世代产线集中投放期，我们预计未来大尺寸 LCD 面板（65 寸以上）将继续维持在低位。包括华星光电 11 代线、惠科滁州 8.6 代线、鸿海 10.5 代线、惠科绵阳 8.6 代线量产，还有去年投产的京东方 10.5 代线。京东方合肥 G10.5、华星光电 G11 以及鸿海 G10.5 主要生产 65 寸以上面板，它们的满产或量产意味着 65 寸以上面板供给将大增，需求相对平稳的情况下，我们预计大尺寸面板价格预计将继续维持在地位。

表 8：2019、2020 年新增面板产线整理

产线	预计量产时间	投资金额	设计产能	目前状况
华星光电 T6 深圳 G11	2019Q1	538	140	爬坡
惠科滁州 G8.6	2019Q2	240	120	投产
鸿海广州 G10.5	2019Q3	610	90	在建
惠科绵阳 G8.6	2020Q1	240	120	在建
京东方 B12 武汉 G10.5	2020Q1	460	120	在建
华星光电 T7 深圳 G11	2021Q1	426	90	在建

资料来源：太平洋证券研究院

面板价格走低，提升公司平板盈利能力。参考公司 maxhub 淘宝店和 Seewo 官网，交互智能平板产品主要是 55 寸以上产品，包括 55、65、75、80 寸等产品。根据公司公告显示，单位液晶屏成本占公司交互平板材料成本的 50% 左右。因此，大尺寸面板价格降价将直接提升公司平板获利能力。

以 2018H1 数据为基数，假设面板价格分别下降 5%、10%、15%、20%，与此同时平板单价分别下降 2%、5%、8% 和 10%。再假设其他成本不变，我们测算公司交互平板平均毛

利率将上升至34.9%、35.9%、36.9%和38.7%。

表 9：面板价格变化对公司交互平板毛利率弹性测算

项目	2018H1	5%	10%	15%	20%
单价	10978	10758	10429	10099	9880
单位面板成本	6321	6005	5689	5373	5057
单位其他材料成本	810	810	810	810	810
单位加工成本	185	185	185	185	185
毛利率	33.4%	34.9%	35.9%	36.9%	38.7%

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院测算

六、盈利预测与投资建议

（一）盈利预测

基于以下假设，我们预测公司 2019-2021 年的收入分别为 212.43、268.54 和 339.08 亿元；归母净利润分别为 13.78、19.01、26.55 亿元；EPS 为 2.10、2.90、4.05 元。

- 假设板卡业务未来三年增速 18.9%、18.9%和 14.9%；教育收入增速分别为 20.7%、22.2%和 19.6%；企业收入增速分别为 67.1%、57.5%和 76.4%。
- 假设部件业务毛利率保持在 12%稳定，教育和会议平板业务随着面板价格走低，毛利率未来三年上升为 31.5%、32.5%和 33.5%。
- 假设管理费用分别为 2.97%、3.02%、2.99%；研发费用占比分别为 4.59%、4.61%、4.60%；销售费用假设为 4.64%、4.68%和 4.66%。

（二）投资建议

给予“买入”评级。我们预计公司 2019-2021 年净利润分别为 13.78、19.01 和 26.55 亿元，对应 EPS 为 2.10、2.90 和 4.05 元，增速分别为 37.2%、37.9%和 39.6%，对应 PE 为 36.6X、26.6X 和 19.0X，给予“买入”评级。

七、风险因素

家电板卡市场开拓不及预期，教育平板和会议平板需求低于预期，行业竞争加剧风险。

附录 1：收入拆分表预测

业务分类	项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
合计	营业收入	10868	16984	21243	26854	33908
	YOY	31.9%	56.3%	25.1%	26.4%	26.3%
	营业成本	8696	13575	16903	21200	26491
	毛利	2172	3409	4340	5654	7418
	毛利率	20.0%	20.1%	20.4%	21.1%	21.9%
板卡业务	收入	5495	8631	10265	12209	14033
	yoy	16.5%	57.1%	18.9%	18.9%	14.9%
	成本	4782	7566	9033	10744	12349
	毛利率	13.0%	12.3%	12.0%	12.0%	12.0%
教育业务	收入	4173	5676	6853	8375	10020
	yoy	0.0%	36.0%	20.7%	22.2%	19.6%
	成本	3001	3945	4694	5653	6663
	毛利率	28.1%	30.5%	31.5%	32.5%	33.5%
企业业务	收入	318	648	1082	1705	3006
	yoy	0.0%	103.8%	67.1%	57.5%	76.4%
	成本	229	450	741	1151	1999
	毛利率	28.1%	30.5%	31.5%	32.5%	33.5%
其他	收入	882	2029	3044	4566	6848
	yoy	83.0%	130.0%	50.0%	50.0%	50.0%
	成本	684	1615	2435	3653	5479
	毛利率	22.5%	20.4%	20.0%	20.0%	20.0%

资料来源：太平洋证券研究院预测

附录 2：财务报表预测

资产负债表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E	利润表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	5366	7140	9609	12961	营业收入	16984	21364	27182	34489
货币资金	3204	3946	6174	8682	营业成本	13575	16943	21362	26861
应收款项	327	612	751	917	营业税金及附加	63	78	102	128
存货	1556	1998	2522	3155	销售费用	802	991	1272	1607
其他流动资产	279	584	163	207	管理费用	498	643	829	1041
非流动资产	1633	1936	2253	2545	研发费用	788	981	1254	1587
长期股权投资	9	9	9	10	财务费用	22	5	(5)	7
固定资产	947	1258	1583	1884	资产减值损失	157	102	102	102
无形资产及其他	217	209	200	191	其他收益	43	46	44	45
资产总计	6999	9077	11862	15506	投资收益	-4	13	5	9
流动负债	3357	4258	5408	6806	营业利润	1146	1646	2306	3189
短期借款及交易性金融负债	24	14	15	16	营业外净收支	13	11	12	11
应付款项	1955	2632	3320	4176	利润总额	1159	1656	2318	3201
其他流动负债	1377	1612	2073	2614	所得税	98	139	195	270
非流动负债	119	152	189	230	净利润	1061	1517	2122	2931
长期借款	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1004	1436	2009	2774
应付债券	0	0	0	0	少数股东损益	57	81	114	157
其他非流动负债	119	152	189	230	每股收益	1.53	2.19	3.06	4.23
负债合计	3476	4410	5598	7036					
股本	656	656	656	656	现金流量表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
归属于母公司所有者权益合计	3403	4487	6006	8102	净利润	1004	1436	2009	2774
少数股东权益	120	179	259	369	资产减值准备	109	57	47	51
所有者权益合计	3524	4667	6265	8471	折旧摊销	73	125	150	175
负债和股东权益总计	6999	9077	11862	15506	公允价值变动损失	(157)	(102)	(102)	(102)
					财务费用	22	5	(5)	7
关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E	营运资本变动	717	(30)	992	645
收入增长	56%	26%	27%	27%	其它	(66)	2	32	59
净利润增长率	45%	43%	40%	38%	经营活动现金流	1680	1488	3129	3602
毛利率	20%	21%	21%	22%	资本开支	(679)	(384)	(412)	(416)
EBIT Margin	7%	8%	9%	9%	其它投资现金流	0	0	0	0
EBITDA Margin	8%	9%	9%	10%	投资活动现金流	(687)	(384)	(412)	(417)
ROIC	62%	74%	112%	171%	权益性融资	164	0	0	0
ROE	30%	32%	33%	34%	负债净变化	0	0	0	0
ROS	6%	7%	7%	8%	支付股利、利息	(245)	(351)	(490)	(678)
AT	243%	235%	229%	222%	其它融资现金流	517	(11)	2	1
EM	199%	194%	189%	183%	融资活动现金流	193	(362)	(489)	(677)
每股红利	0.37	0.54	0.75	1.03	现金净变动	1186	742	2228	2508
EPS	1.53	2.19	3.06	4.23	货币资金的期初余额	2018	3204	3946	6174
P/E	47.22	33.03	23.60	17.09	货币资金的期末余额	3204	3946	6174	8682
P/B	13.93	10.57	7.90	5.85	企业自由现金流	1264	1295	2894	3395
EV/EBITDA	38.22	27.95	21.10	15.82	权益自由现金流	1782	1365	3011	3566

资料来源：Wind，太平洋证券研究院预测

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。