

视源股份 (002841)

公司研究/简评报告

中报业绩符合预期，交互智能平板成重要增长点

简评报告/电子元器件

2017 年 08 月 21 日

一、事件概述

近期，视源股份发布 2017 年半年报：(1) 2017 年上半年实现营收 37.28 亿元，同比增长 10.01%；归属于上市公司股东的净利润 30981.73 万元，同比下降 4.39%；扣非净利润为 29176.80 万元，同比增长 9.99%；EPS 为 0.78 元，扣非 EPS 为 0.73 元；(2) 公司预计 2017 年 1-9 月归母净利润同比上升 0%~20%，变动区间为 59447.30 万元~71336.76 万元。

二、分析与判断

➤ 中报业绩符合预期，受汇率变动影响，中报业绩下修，坚定看好公司未来前景

1、(1) 公司在中报业绩预告修正公告中预测，2017 年上半年归母净利润的变动区间为 29,162.71 万元至 32,403.01 万元，同比下降 0~10%，本次业绩落入区间均值附近；(2) 公司综合毛利率为 21.67%，同比上升 1.31 个百分点。(3) 两大业务板块：液晶显示主控板卡/交互智能平板，同比增速分别为 -3.37%/27.97%；收入占比分别为 55.84%/36.36%；毛利率分别为 15.15%/29.90%，毛利率分别同比增长 0.06%/-0.55%。(4) 期间费用率为 12.48%，同比提升 1.56 个百分点。销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 4.90%/7.94%/-0.36%，分别上升 0.46 个百分点、上升 1.77 个百分点、下降 0.67 个百分点。

2、公司二季度营业收入 21.09 亿元，同比增长 8.88%，综合毛利率为 21.58%，同比上升 0.56 个百分点。期间费用率为 11.83%，同比提升 1.58 个百分点，其中销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 4.65%/7.67%/-0.50%，分别上升 0.43 个百分点、上升 1.83 个百分点、下降 0.68 个百分点。

3、公司业绩同比略微下滑的主要原因：1) 受 2016 年末彩电整机厂商库存较高以及上半年淡季影响，全球彩电市场需求小幅下滑；2) 人民币汇率大幅波动；3) 主要原材料价格上涨导致成本上升。报告期内，公司研发投入 16639.40 万元，同比增长 47.33%，新增研发费用主要用于人才招聘和技术研发投入。

4、我们认为，随着公司改变外汇风险管理手段，汇率变动对公司业绩影响将逐步减小。下半年是电视机销售的旺季，同时暑期是教育领域中智能交互平板的批量出货旺季，下半年公司业绩将重回增长轨道。彩电厂商将 LCD 主控板卡业务外包给第三方企业是大势所趋，随着 IPO 募投项目的推进、智能电视渗透率提升，公司液晶显示主控板块市场份额将进一步提升，营收将持续增长。

➤ 智能交互平板市场领导者，市场份额持续提升，MAXHUB 将成新增长点

1、报告期内，公司希沃 (SEEWO) 品牌在国内教育市场占有率达到 30.9%，提高了 1.5 个百分点；新推出 MAXHUB 在线会议平台，现已开始量产推广，该平台提供智能无线协作、多人多屏互动等功能，并集成办公应用。此外，公司还拥有 CVTOUCH 平台，在传统市场上拥有一定市场占有率。

2、我们认为，产品性能和用户体验是智能交互平板的关键要素，大量研发投入将为产品带来差异化、高品质的产品体验，公司产业地位进一步稳固，市场份额持续提升。随着下游商务应用市场逐步开拓，MAXHUB 有望成为继希沃和 CVTOUCH 品牌之后的明星产品，成为智能交互平板业务的新增长点。

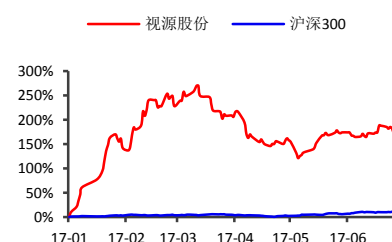
强烈推荐 维持评级

合理估值： 83.3—95.2 元

交易数据 2017-8-18

收盘价 (元)	66.74
近 12 个月最高/最低	104.36/22.73
总股本 (百万股)	406.31
流通股本 (百万股)	40.50
流通股比例 (%)	10%
总市值 (亿元)	271
流通市值 (亿元)	27

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：郑平

执业证号： S0100516050001
 电话： (8610)8512 7512
 邮箱： zhengping@mszq.com

研究助理：胡独巍

执业证号： S0100116080101
 电话： (8610)8512 7512
 邮箱： huduwei@mszq.com

相关研究

1. 《视源股份 (002841)：中报受汇率影响下修，期待下半年增长态势》20170717

➤ 新设子公司，布局医疗、智能家居行业，加强公司技术能力

报告期内，公司新设苏州视源、视源门诊、北京视源、广州易家等子公司。其中广州视源门诊为智能医疗相关业务，现已获得相关资质，能对外提供一定服务；易家智能提供智能家居相关业务，相关业务已开始盈利。我们认为，公司拥有丰富技术储备，新业务板块适应市场变化趋势，能为公司未来增长提供新动力。

➤ 重申观点：IPO 募投项目夯实智能电视板卡和交互智能白板业务，竞争力将进一步提升

1、报告期内，公司完成 IPO，募投项目为智能电视板卡产品中心建设项目（达产后新增 1100 万片智能电视主控板卡和 300 万片智能机顶盒板卡的产能，建设期 2 年）、交互智能平板产品扩建项目（达产后新增 7.8 万台，建设期 2 年）、信息化系统建设项目。

2、我们认为，随着募投项目的陆续达产，公司将提升智能电视板卡和交互智能板卡产能规模及实力，进一步满足下游客户快速增长的订单需求。

➤ 重申观点：股权激励绑定员工与公司利益，为公司长期增长打下基础

1、4 月 26 日，公司完成 2017 年限制性股票首次授予，公司向 460 名员工以 47.65 元/股的价格授予限制性股票 281.25 万股，预留 47.50 万股，总限制性股票约占股份总额 0.82%，授予对象为核心管理人员和核心员工。

2、业绩考核目标为：以 2016 年营收为基数，2017/2018/2019 年营收增长率分别不低于 20%/40%/60%。12 个月、24 个月、36 个月后解锁比例分别为 40%/30%/30%。个人绩效考核条件为当年考核结果优秀/良好/合格，分别解除 100%/80%/60%。

3、我们认为，公司股权激励授予员工范围广，时间较长，将员工个人利益与公司未来发展深度绑定，激发员工积极性，保障公司长期发展。

三、盈利预测与投资建议

公司是全球领先的液晶显示主控板卡供应商和交互智能平板供应商，受益智能交互平板未来长期发展潜力和智能电视渗透率持续提升。同时，公司在深耕以视频交互为核心功能的教育及会议信息化应用市场，市场空间超万亿。

考虑实施股权激励的影响，预计公司 2017~2019 年 EPS 分别为 2.38 元、3.06 元、3.85 元。基于公司业绩增长的弹性和行业领军地位，可给予公司 2017 年 35~40 倍 PE，未来 12 个月的合理估值为 83.3 元~95.2 元，维持公司“强烈推荐”评级。

四、风险提示：

1、电视市场下滑；2、智能交互平板需求不及预期；3、募投项目进展不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	8,238	10,899	13,844	17,423
增长率（%）	37.4%	32.3%	27.0%	25.9%
归属母公司股东净利润（百万元）	742	968	1,243	1,564
增长率（%）	109.3%	30.4%	28.4%	25.9%
每股收益（元）	2.04	2.38	3.06	3.85
PE（现价）	32.7	28.0	21.8	17.3
PB	19.5	8.5	6.1	4.5

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	8,238	10,899	13,844	17,423
营业成本	6,526	8,590	10,911	13,841
营业税金及附加	27	37	47	59
销售费用	376	490	616	732
管理费用	555	708	886	1,045
EBIT	754	1,073	1,384	1,746
财务费用	33	(29)	(28)	(25)
资产减值损失	42	48	60	47
投资收益	74	54	42	38
营业利润	823	1,080	1,395	1,762
营业外收支	26	22	21	20
利润总额	849	1,105	1,420	1,788
所得税	107	137	177	223
净利润	742	968	1,243	1,565
归属于母公司净利润	742	968	1,243	1,564
EBITDA	786	1,113	1,434	1,805

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1171	3307	4780	6595
应收账款及票据	249	380	449	579
预付款项	17	25	30	39
存货	744	735	945	1194
其他流动资产	85	85	85	85
流动资产合计	2279	4546	6307	8515
长期股权投资	1	0	0	0
固定资产	398	537	667	800
无形资产	110	103	99	92
非流动资产合计	580	591	574	563
资产合计	2860	5138	6881	9078
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	994	1114	1427	1805
其他流动负债	10	10	10	10
流动负债合计	1550	1885	2385	3017
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	61	61	61	61
非流动负债合计	61	61	61	61
负债合计	1611	1946	2447	3079
股本	363	406	406	406
少数股东权益	3	4	4	5
股东权益合计	1248	3191	4434	5999
负债和股东权益合计	2860	5138	6881	9078

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	37.4%	32.3%	27.0%	25.9%
EBIT 增长率	80.3%	42.3%	29.0%	26.1%
净利润增长率	109.3%	30.4%	28.4%	25.9%
盈利能力				
毛利率	20.8%	21.2%	21.2%	20.6%
净利润率	9.0%	8.9%	9.0%	9.0%
总资产收益率 ROA	25.9%	18.8%	18.1%	17.2%
净资产收益率 ROE	59.6%	30.4%	28.0%	26.1%
偿债能力				
流动比率	1.5	2.4	2.6	2.8
速动比率	1.0	2.0	2.2	2.4
现金比率	0.8	1.8	2.0	2.2
资产负债率	0.6	0.4	0.4	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	1.2	0.8	1.0	0.9
存货周转天数	32.4	31.2	31.6	31.5
总资产周转率	3.4	2.7	2.3	2.2
每股指标 (元)				
每股收益	2.04	2.38	3.06	3.85
每股净资产	3.43	7.85	10.90	14.75
每股经营现金流	2.08	2.97	3.68	4.54
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	32.7	28.0	21.8	17.3
PB	19.5	8.5	6.1	4.5
EV/EBITDA	33.0	21.4	15.6	11.4
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	742	968	1,243	1,565
折旧和摊销	74	87	109	105
营运资金变动	88	201	212	238
经营活动现金流	755	1,206	1,497	1,845
资本开支	157	72	66	68
投资	48	1	0	0
投资活动现金流	(104)	(46)	(24)	(30)
股权募资	2	975	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	(272)	975	0	0
现金净流量	379	2,136	1,473	1,815

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

郑平，TMT组组长。中国人民大学管理学博士，中国石油大学商学院MBA导师，中央民族大学创业导师；拥有近十年TMT领域研究经验，2016年加盟民生证券。

胡独巍，电子研究助理。北京大学微电子学与固体电子学硕士，北京大学微电子学学士，2016年加盟民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。