

2017 年 08 月 22 日

公司研究·证券研究报告

视源股份 (002841.SZ)

动态分析

终端需求放缓抑制公司半年业绩，交互智能平板推动未来成长预期

投资要点

◆ **公司动态**：公司发布 2017 年中期业绩报告，上半年实现营业收入 37.2 亿元，同比上升 10.1%，毛利率 21.7%，同比上升 1.3 个百分点，归属于上市公司股东的净利润 3.09 亿元，同比下降 4.4%，每股收益 0.78 元，同比下降 12.3%。第二季度单季度实现销售收入 21.1 亿元，同比上升 8.9%，归属上市公司股东净利润 1.97 亿元，同比下降 14.0%。

点评：

➢ **下游需求放缓抑制公司收入增长，交互智能平板成为亮点**：2017 年上半年公司销售收入规模受到全球彩电市场出货总量同比下降的影响而放缓至 10.1% 的增长，其中作为主要收入来源的液晶显示主控板卡同比下滑 3.4%。值得关注的是，作为公司 2016 年以来重点推进的新产品智能交互平板在上半年的销售收入同比大幅度上升 28.0%，不仅在教育领域继续维持较高的市场份额，同时在会议交互领域也有了订单的有效增量。未来，上述两个行业在国家政策和市场需求进一步推动的状况下，公司的业绩有望获得新的增长空间。

➢ **毛利率保持稳健，研发投入影响净利润水平**：公司上半年整体毛利率同比上升 1.3 个百分点，主要是由于产品结构的变化所致。细分产品方面看，智能交互平板产品尽管毛利率同比下降了 0.5 个百分点为 29.9%，而液晶显示控制板卡则同比微升 0.1 个百分点为 15.2%。在收入增速放缓的情况下，公司仍然保持了在研发投入方面的支出，研发费用上半年同比大幅度上升 47.3%，使得费用率水平同比增加 1.6 个百分点达到了 12.5%，导致了净利润同比出现了下滑。

➢ **前三季度业绩维持增长，研发投入助力公司中长期发展**：公司前三季度的归属上市公司股东净利润同比变动为 0%~20%，维持正增长预期，存在汇率波动的风险。为应对汇率波动，公司也在积极进行外汇管理的工作，消除风险。从产品层面看，公司进一步加大在会议市场的投入，持续推进“MAXHUB”会议平板的业务开拓工作，而液晶显示板卡业务则有望随着下游终端市场库存降低后逐步进入复苏阶段，因此两大业务主线均有值得期待的预期，而研发投入和新业务拓展则对于长远发展起到积极影响。

◆ **投资建议**：我们公司预测 2017 年至 2019 年每股收益分别为 2.33、2.85 和 3.26 元。净资产收益率分别为 34.8%、32.3%和 28.9%，给予增持-A 建议，6 个月目标价为 81.60 元，相当于 2017 年至 2019 年 35.0、28.6 和 25.0 倍的动态市盈率。

◆ **风险提示**：下游液晶显示器需求不及预期；交互智能平板业务市场开拓不及预期；

电子元器件 | 电子设备 III

投资评级

增持-A(首次)

6 个月目标价

81.60 元

股价(2017-08-21)

71.46 元

交易数据

总市值 (百万元)

29,035.09

流通市值 (百万元)

2,894.13

总股本 (百万股)

406.31

流通股本 (百万股)

40.50

12 个月价格区间

22.87/105.00 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.59	-8.22	-2.74
绝对收益	8.6	2.82	

分析师

蔡景彦

SAC 执业证书编号：S0910516110001

caijingyan@huajinsec.cn

021-20377068

报告联系人

陈韵迷

chenyunmi@huajinsec.cn

021-20377060

相关报告

市场竞争加剧影响公司盈利能力；

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	5,996.1	8,237.9	10,374.6	12,874.4	15,970.3
同比增长(%)	39.1%	37.4%	25.9%	24.1%	24.0%
营业利润(百万元)	379.7	823.0	1,057.2	1,299.9	1,490.4
同比增长(%)	55.6%	116.8%	28.5%	23.0%	14.7%
净利润(百万元)	354.5	742.0	947.9	1,159.3	1,326.5
同比增长(%)	56.9%	109.3%	27.8%	22.3%	14.4%
每股收益(元)	0.87	1.83	2.33	2.85	3.26
PE	81.9	39.1	30.6	25.0	21.9
PB	35.9	23.3	10.7	8.1	6.3

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、季度业绩点评：下游市场需求影响营收利润增长	4
二、经营状况点评：海外业务稳健，交互智能平板增长可观	5
（一）海外业务收入毛利率显著提升，国内业务稳定增长	5
（二）主控板卡持平，交互智能平板业务大幅增长	5
（三）业绩指导：前三季度预期维持增长，新产品拓展顺利	6
三、投资建议	7
四、风险提示	7

图表目录

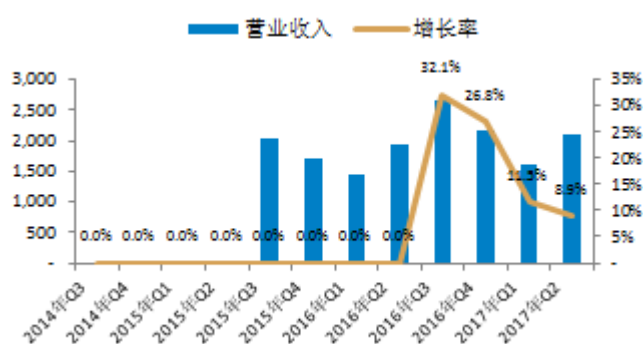
图 1：过往 12 个季度营业收入变动	4
图 2：过往 12 个季度盈利变动	4
图 3：过往 12 个季度毛利率及净利率变动	4
图 4：过往 12 个季度主要费用率变动	4
图 5：收入按市场细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）	5
图 6：毛利率按市场细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）	5
图 7：收入按产品细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）	5
图 8：毛利率按产品细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）	5

一、季度业绩点评：下游市场需求影响营收利润增长

公司 2017 年上半年销售收入实现 37.3 亿元，同比上升 10.0%，其中第二季度的销售收入 21.1 亿元，同比上升 8.9%。全球彩电市场需求小幅下滑，在 2016 年末库存较高以及面板、PCB 板等原材料价格上升的影响，下游终端行业市场的出货量有所下降，另外人民币汇率波动幅度较大，也是公司上半年收入增速有所下降的主要原因。营业收入增长速度有所下降，和净利润同比增速有所下降。

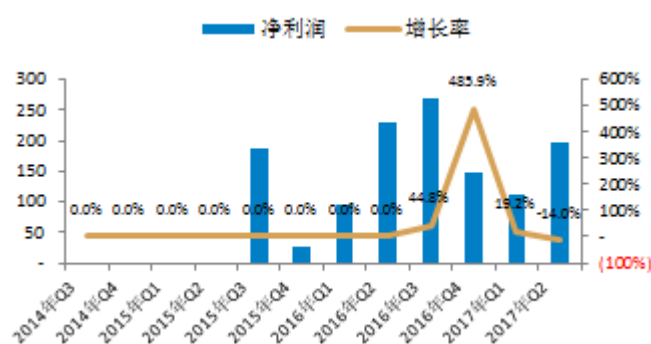
公司 2017 年上半年实现归属母公司股东净利润 3.09 亿元，同比下降 4.39%，其中第二季度的归属母公司股东净利润为 1.97 亿元，同比下降 14.0%。尽管收入增速放缓而研发投入持续增加使得公司的净利润出现下滑，但是对于公司长期发展仍然具有重要意义。

图 1：过往 12 个季度营业收入变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：过往 12 个季度盈利变动

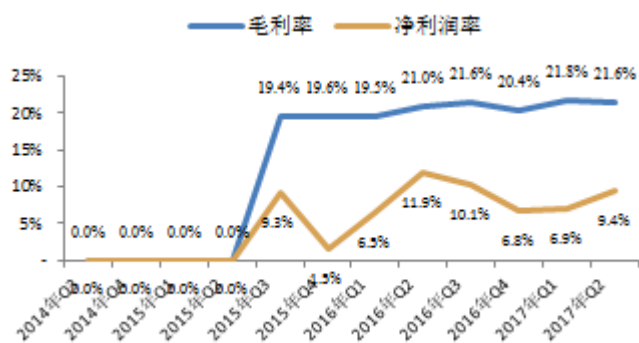


资料来源：Wind，华金证券研究所

公司 2017 年上半年主营业务毛利率为 21.7%，同比上升 1.3 个百分点，其中第二季度的毛利率为 21.6%，同比上升 0.6 个百分点，公司毛利率在过去五个季度保持在 20% 以上，主要得益于产品结构的调整，智能电视液晶控制板卡和交互智能平板业务等高毛利率业务占比提升。

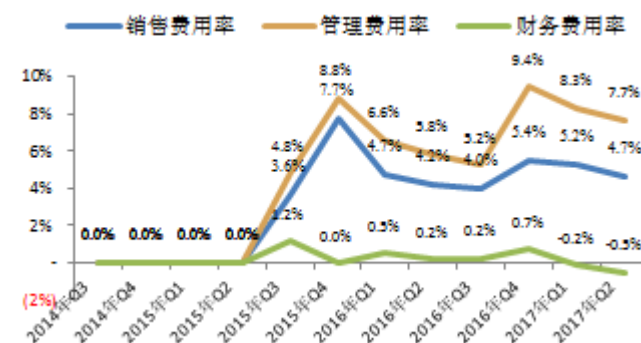
经营费用方面，上半年销售费用、管理费用、财务费用占收比分别为 6.3%、10.1%、-0.5%，其中第二季度的分别为 4.7%、7.7%、-0.5%。在上半年 2.96 亿的管理费用中，公司的研发投入达到 1.66 亿元，占据管理费用的 56.2%，占营业收入的 7.9%，研发费用同比增长 47.3%。虽然新业务开拓和技术研发方面的投入短期内会对公司盈利产生一定的影响，但该等投入对公司的长期持续发展具有重要意义，公司未来将根据发展战略持续加大该等投入。

图 3：过往 12 个季度毛利率及净利率变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：过往 12 个季度主要费用率变动



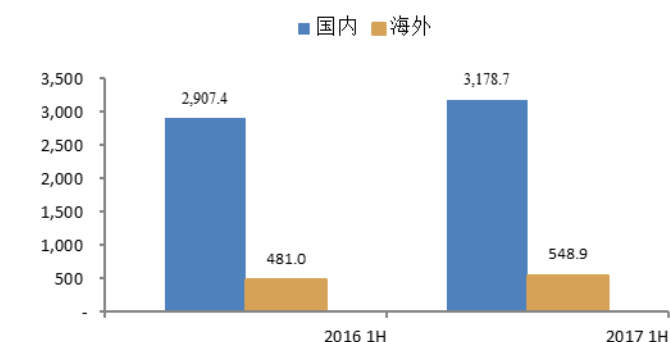
资料来源：Wind，华金证券研究所

二、经营状况点评：海外业务稳健，交互智能平板增长可观

（一）海外业务收入毛利率显著提升，国内业务稳定增长

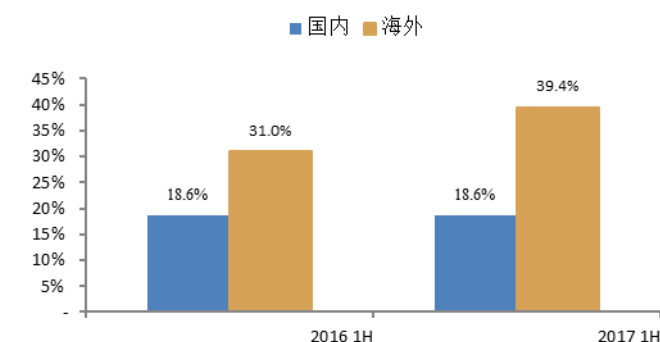
2017年上半年，公司海外市场销售收入5.5亿元人民币，同比上升14.1%，毛利率为39.4%，同比上升8.4个百分点。国内市场销售收入31.8亿元，同比上升9.3%，毛利率为18.6%，与去年上半年毛利率持平。公司在全球电视板卡业务市场占有率领先，尽管市场整体的需求有所放缓，但是公司依然通过客户的开拓获得了海外市场收入的稳步提升和毛利率的显著增加，人民币上半年的贬值也对于公司出货业务有正面推动作用。国内市场收入增速尽管有所放缓，但是公司在毛利率方面依然获得了有效的维持，因此公司的产业竞争力依然值得关注。

图5：收入按市场细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图6：毛利率按市场细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）

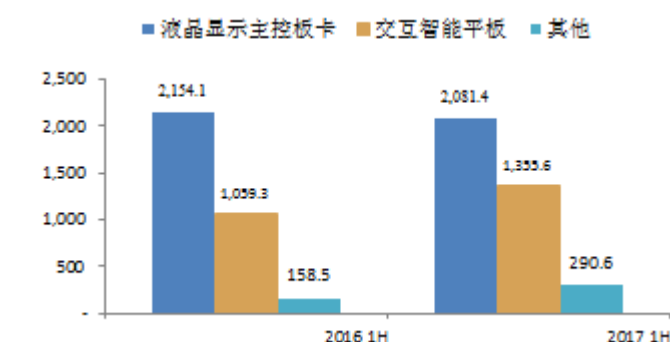


资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）主控板卡持平，交互智能平板业务大幅增长

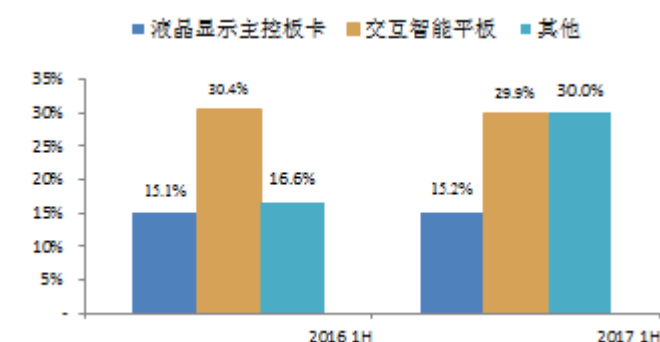
产品细分看，受全球彩电市场需求下滑影响，液晶显示主控板卡收入20.8亿元，同比下降3.4%，占总收入55.8%，仍然是公司收入的主要来源，交互智能平板收入为13.6亿元，同比增长28.0%，占总收入36.4%，占比较去年同期提升5.1个百分点。产品细分毛利率方面，液晶显示主控板卡毛利率为15.2%，同比下降0.1个百分点，交互智能平板的毛利率29.9%，同比下降0.5个百分点，受主要原材料价格持续上涨及人民币汇率大幅波动等因素的影响。

图7：收入按产品细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图8：毛利率按产品细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

（三）业绩指导：前三季度预期维持增长，新产品拓展顺利

公司预计在 2017 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润 5.9-7.1 亿元，变动幅度为 0%-20%，公司认为业务正常增长，业绩变动由于汇率波动对净利润的影响。为规避汇率波动风险，公司进行了外汇套期保值的操作，有效降低了人民币贬值对公司业绩的影响，未来将持续提升相关操作专业能力。

2017 年上半年，公司进一步加大在会议市场的投入，持续推进“MAXHUB”会议平板的业务开拓工作，而在教育领域，结合国家政策对教育市场智能装备的驱动力，公司高毛利率的交互智能平板将维持良性增长态势。在液晶显示控制板卡业务随着下游终端市场逐步复苏后，公司在两大主营业务驱动下有望获得业绩提升的更大空间，而新业务的拓张则对于公司的长远发展起到积极影响。

三、投资建议

我们公司预测 2017 年至 2019 年每股收益分别为 2.33、2.85 和 3.26 元。净资产收益率分别为 34.8%、32.3%和 28.9%，给予增持-A 建议，6 个月目标价为 81.60 元，相当于 2017 年至 2019 年 35.0、28.6 和 25.0 倍的动态市盈率。

四、风险提示

下游液晶显示器需求不及预期；
交互智能平板业务市场开拓不及预期；
市场竞争加剧影响公司盈利能力。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	5,996.1	8,237.9	10,374.6	12,874.4	15,970.3	年增长率					
减:营业成本	4,838.7	6,526.3	8,040.2	10,064.2	12,607.8	营业收入增长率	39.1%	37.4%	25.9%	24.1%	24.0%
营业税费	22.0	27.0	33.7	43.7	52.8	营业利润增长率	55.6%	116.8%	28.5%	23.0%	14.7%
销售费用	311.5	376.3	510.6	630.1	765.7	净利润增长率	56.9%	109.3%	27.8%	22.3%	14.4%
管理费用	405.7	554.5	824.1	920.1	1,161.7	EBITDA 增长率	65.5%	110.7%	25.0%	22.2%	14.4%
财务费用	20.7	32.9	-21.1	-33.8	-44.8	EBIT 增长率	69.1%	113.8%	21.1%	22.2%	14.2%
资产减值损失	31.1	42.1	4.0	4.0	4.0	NOPLAT 增长率	66.3%	112.5%	21.2%	22.2%	14.2%
加:公允价值变动收益	-	70.1	-	-	-	投资资本增长率	71.1%	-114.0	1558.9	-1.8%	-118.2
投资和汇兑收益	13.3	74.1	74.1	53.9	67.4	净资产增长率	54.5%	53.8%	118.2%	32.0%	27.7%
营业利润	379.7	823.0	1,057.2	1,299.9	1,490.4						
加:营业外净收支	23.6	26.1	26.3	25.3	25.9	盈利能力					
利润总额	403.3	849.1	1,083.6	1,325.3	1,516.3	毛利率	19.3%	20.8%	22.5%	21.8%	21.1%
减:所得税	48.7	107.0	135.4	165.7	189.5	营业利润率	6.3%	10.0%	10.2%	10.1%	9.3%
净利润	354.5	742.0	947.9	1,159.3	1,326.5	净利润率	5.9%	9.0%	9.1%	9.0%	8.3%
						EBITDA/营业收入	7.0%	10.8%	10.7%	10.5%	9.7%
						EBIT/营业收入	6.7%	10.4%	10.0%	9.8%	9.1%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	60.5%	56.3%	39.4%	39.7%	37.2%
货币资金	810.4	1,170.9	2,604.9	3,455.7	4,557.1	负债权益比	153.2%	129.1%	65.2%	66.0%	59.3%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.29	1.47	2.17	2.18	2.38
应收帐款	11.1	65.8	12.1	82.5	46.3	速动比率	0.95	0.99	1.81	1.71	1.98
应收票据	294.5	196.7	416.2	374.7	584.3	利息保障倍数	19.30	26.00	-49.13	-37.40	-32.30
预付帐款	17.1	16.7	34.6	25.9	47.9	营运能力					
存货	416.1	744.3	605.2	1,082.7	1,074.7	固定资产周转天数	0	0	0	0	0
其他流动资产	7.1	85.0	38.8	43.6	55.8	固定资本周转天数	11	15	16	15	13
可供出售金融资产	-	10.7	3.6	4.8	6.4	流动营业资本周转天数	-22	-20	-18	-18	-18
持有至到期投资	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	77	84	104	123	129
长期股权投资	22.5	1.4	1.4	1.4	1.4	应收帐款周转天数	1	2	1	1	1
投资性房地产	-	-	-	-	-	存货周转天数	23	25	23	24	24
固定资产	289.2	397.5	536.4	562.7	576.6	总资产周转天数	102	107	128	146	150
在建工程	55.0	6.9	56.9	106.9	106.9	投资资本周转天数	-2	-1	2	3	1
无形资产	90.1	100.4	140.6	177.4	211.0		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	41.5	63.5	48.2	47.9	47.2	费用率					
资产总额	2,054.5	2,859.8	4,498.8	5,966.3	7,315.6	销售费用率	5.2%	4.6%	4.9%	4.9%	4.8%
短期债务	-	-	-	-	-	管理费用率	6.8%	6.7%	7.9%	7.1%	7.3%
应付帐款	838.1	1,062.3	1,208.0	1,658.8	1,948.8	财务费用率	0.3%	0.4%	-0.2%	-0.3%	-0.3%
应付票据	0.5	6.9	32.1	15.7	22.6	三费/营业收入	12.3%	11.7%	12.7%	11.8%	11.8%
其他流动负债	364.8	480.7	473.2	649.4	702.3	投资回报率	-46.87	-38.00	-30.67	-	-
长期借款	-	-	20.0	-	-	ROE	43.8%	59.6%	34.8%	32.3%	28.9%
其他非流动负债	39.6	61.5	41.5	47.5	50.1	ROA	17.3%	25.9%	21.1%	19.4%	18.1%
负债总额	1,243.0	1,611.4	1,774.8	2,371.3	2,723.9	ROIC	-1545.1	-1919.2	16564	1220.0	1419.1
少数股东权益	2.2	3.5	3.7	4.0	4.3	分红指标	0.32	0.26	0.22	-	-
股本	66.0	363.0	406.3	406.3	406.3	DP(元)	-	0.42	0.58	0.71	0.82
留存收益	742.4	878.8	2,314.0	3,184.7	4,181.1	分红比率	0.0%	22.8%	25.0%	25.0%	25.0%
股东权益	811.6	1,248.4	2,724.0	3,595.0	4,591.8	股息收益率	0.0%	0.6%	0.8%	1.0%	1.1%
现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	354.6	742.1	947.9	1,159.3	1,326.5	EPS(元)	0.87	1.83	2.33	2.85	3.26
加:折旧和摊销	21.5	32.0	71.0	86.8	102.6	BVPS(元)	1.99	3.06	6.70	8.84	11.29
资产减值准备	31.1	42.1	-	-	-	PE(X)	81.9	39.1	30.6	25.0	21.9
公允价值变动损失	-	-70.1	-	-	-	PB(X)	35.9	23.3	10.7	8.1	6.3
财务费用	6.8	-12.3	-21.1	-33.8	-44.8	P/FCF	79.3	41.6	32.8	25.5	20.3
投资损失	-13.3	-74.1	-74.1	-53.9	-67.4	P/S	4.8	3.5	2.8	2.3	1.8
少数股东损益	0.2	0.1	0.2	0.3	0.3	EV/EBITDA	-	-	23.8	18.9	15.8
营运资金的变动	194.8	17.7	158.9	115.2	153.5	CAGR(%)	48.4%	21.4%	61.3%	48.4%	21.4%
经营活动产生现金流量	538.2	755.1	1,082.8	1,273.8	1,470.8	PEG	1.7	1.8	0.5	0.5	1.0
投资活动产生现金流量	-173.4	-103.6	-218.7	-147.3	-84.2	ROIC/WACC	-147.3	-182.9	1,578.8	116.3	135.3
融资活动产生现金流量	-77.2	-272.2	569.9	-275.7	-285.1	REP	-	-	-0.1	1.5	0.9

资料来源：贝格数据，华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

蔡景彦声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会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，也可能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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn