

收入增长超预期，研发投入+汇兑损益短期压制业绩

2018.02.08

强烈推荐

(维持)

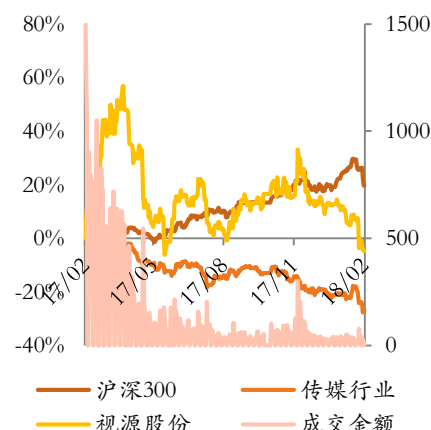
传媒行业

肖明亮(分析师) **叶锐(研究助理)**
 电话: 020-88832290 020-88836101
 邮箱: xiaoml@gzgzhs.com.cn yek@gzgzhs.com.cn
 执业编号: A1310517070001 A1310117040003

事件: 公司发布业绩快报: 公司 2017 年实现营收 108.7 亿元, 同比增长 31.96%, 实现归母净利润 7.06 亿元, 同比减少 4.79%。

核心观点:

- **交互智能板延续高成长，研发投入+汇兑损益压制短期业绩。**报告期内公司营收保持快速增长，主要由于明星业务交互智能板在教育实现渗透率+市占率双提升以及会议领域业务拓展成效显著；归母净利润同比小幅下降，主要因为 1) 受人民币走势大幅反转上涨，汇兑损益对公司产生近 1 亿元的负向影响；2) 公司原材料上涨，毛利率同比下降；3) 新业务以及研发投入增。我们按季度做收入拆分，2017Q4 实现营收 34.08 亿元，同比增长 56.3%，归母净利润同比减少 27.71%，主要是因为净利润率同比减少 4.09pct，环比减少 5.29pct，考虑确认相关管理费用原因，公司历年 Q4 净利润率均环比下降 3-7pct，2017Q4 主要因为新业务持续推广、研发投入增加以及毛利率下降导致净利润率同比下降影响单季业绩。
- **短期看交互智能板成长稳定，长期看孵化产品贡献业绩弹性。从短期来看，**公司交互智能板 2017 年 Q3 市占率 38.6%国内领先，凭借优秀的产品+渠道+售后服务等核心优势，有望实现渗透率及市占率的双提升，产品 5 年更替周期+产品革新+品类扩充有望持续提升行业价值。会议领域公司于 2017 年推出 MAXHUB 有望实现超过 4 亿营收 (YOY+233%)，后续有望通过持续拓宽销售渠道实现更大的业绩成长。从长期来看，公司立足于教育板块硬件的优势，积极布局教育软件服务，在 B 端有望通过推出增值服务充分享受行业成长红利；经测算希沃已触达千万级别用户，后续有望通过推出 C 端付费产品获得业绩弹性。同时公司通过构建内部孵化体系，积极在智能硬件、智能医疗、人工智能领域布局，目前汽车电子获苹果许可牵手大众汽车，厨电牵手方大，我们认为孵化产品对应市场空间巨大，随着孵化产品逐渐成熟，有望给公司带来极大业绩弹性。
- **盈利预测与估值:** 我们下调公司 2017 年归母净利润至 7.1 亿元，预计公司 2017-2019 年归母净利润为 7.1/10.4/13.5 亿元，对应 EPS 为 1.95/2.86/3.71 元/股，对应 PE 为 31/21/17 倍。考虑公司 2017 年受汇兑损益影响构筑业绩平台期、液晶板卡业绩扎实构建安全垫、交互智能板成长确定性强、教育软件付费+孵化业务贡献业绩弹性，结合行业可比公司估值，我们给予公司 18 年 30 倍 PE，对应仍有 40%的空间，维持强烈推荐评级。
- **风险提示:** 液晶板卡业务大幅下跌，教育信息化政策推进不达预期。

公司股价走势

股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
视源股份	-13.7	-17.8	-7.8
传媒行业	-7.7	-14.9	-15.2
沪深 300	-2.6	-0.6	8.5

公司基本资料

总市值(亿元)	249.1
总股本(亿股)	4.1
流通股比例	10.0%
资产负债率	56.3%
大股东	黄正聪
大股东持股比例	11.9%

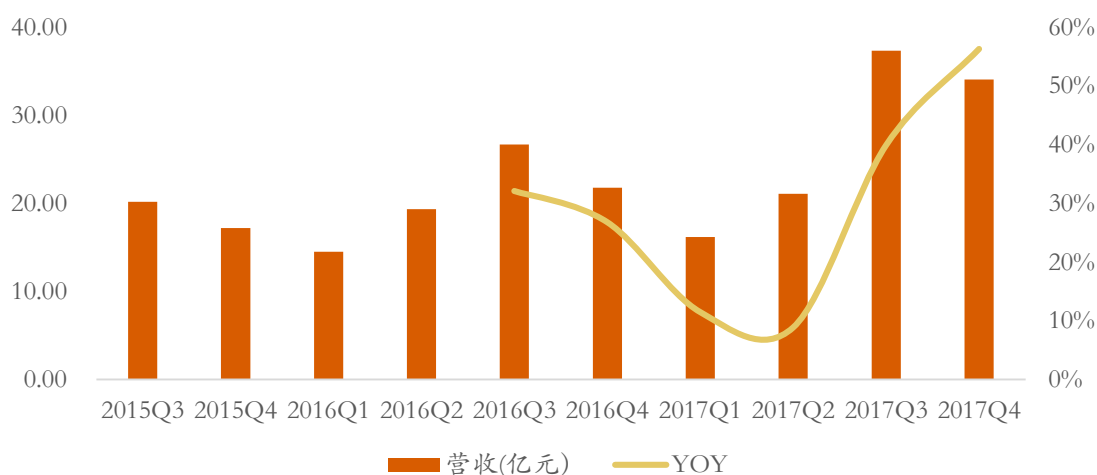
相关报告

*广证恒生-传媒行业-视源股份(002841)深度报告-成长中的龙头，教育生态打造与产品边界延伸贡献弹性-20180122

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	8237.94	10851.38	13152.95	15935.87
同比(%)	37.39%	31.72%	21.21%	21.16%
归母净利润	741.96	708.83	1038.52	1346.69
同比(%)	109.32%	-4.47%	46.51%	29.67%
毛利率(%)	20.78%	20.62%	21.15%	21.97%
ROE(%)	72.03%	48.57%	53.55%	51.60%
每股收益(元)	2.04	1.95	2.86	3.71
P/E	29.99	31.39	21.43	16.52
P/B	17.92	13.34	10.09	7.39
EV/EBITDA	-1.35	24.80	16.43	12.30

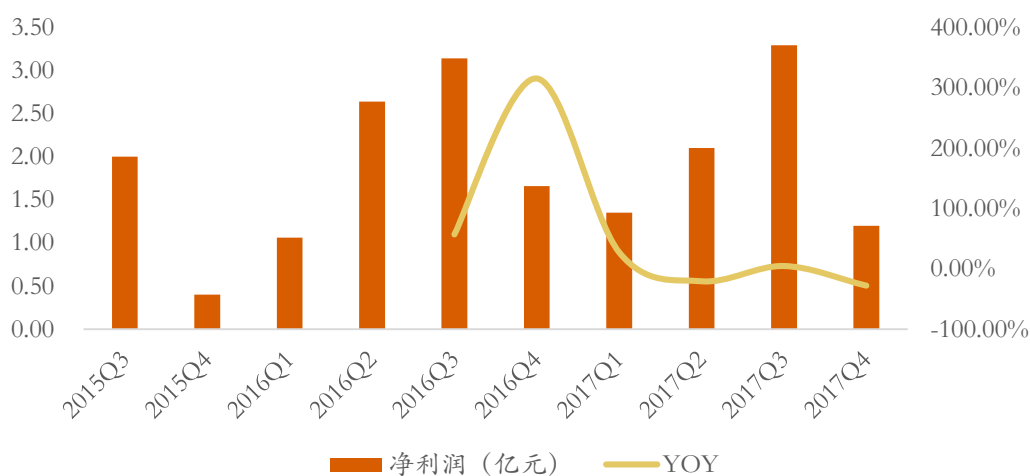


图表 1. 公司历年单季净利润及其增速



资料来源：公司公告、广证恒生

图表 2. 公司历年单季净利润及其增速



资料来源：公司公告、广证恒生

图表 3. 公司历年单季度期间费用率以及净利润率

	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4
销售费用率	3.64%	7.70%	4.73%	4.22%	4.03%	5.43%	5.22%	4.65%	4.05%	
管理费用率	4.82%	8.85%	6.61%	5.84%	5.25%	9.43%	8.30%	7.67%	6.20%	
财务费用率	1.15%	-0.05%	0.50%	0.18%	0.24%	0.73%	-0.17%	-0.50%	-0.37%	
三费合计	9.61%	16.50%	11.84%	10.24%	9.52%	15.59%	13.35%	11.82%	9.88%	
净利润率	9.90%	2.33%	7.30%	13.63%	11.76%	7.61%	8.34%	9.96%	8.81%	3.52%

资料来源：公司公告、广证恒生

附录：公司财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2279	2596	3111	3836	营业收入	8238	10851	13153	15936
现金	1171	1818	2636	3353	营业成本	6526	8614	10371	12435
应收账款	52	19	28	30	营业税金及附加	27	35	45	53
其它应收款	14	14	12	13	营业费用	376	564	723	876
预付账款	17	8	6	10	管理费用	555	781	894	1116
存货	744	502	156	166	财务费用	33	-22	-33	-45
其他	282	235	273	263	资产减值损失	42	40	41	40
非流动资产	580	478	524	551	公允价值变动收益	70	-100	0	0
长期投资	1	1	1	1	投资净收益	74	43	48	51
固定资产	398	395	401	409	营业利润	823	781	1160	1512
无形资产	100	101	101	103	营业外收入	31	30	30	30
其他	81	-20	21	38	营业外支出	5	4	4	5
资产总计	2860	3074	3635	4387	利润总额	849	808	1186	1536
流动负债	1550	1362	1380	1325	所得税	107	100	148	191
短期借款	0	0	0	0	净利润	742	708	1038	1346
应付账款	987	861	924	892	少数股东损益	0	-1	-1	-1
其他	563	501	456	433	归属母公司净利润	742	709	1039	1347
非流动负债	61	41	48	50	EBITDA	864	824	1194	1536
长期借款	0	0	0	0	EPS（摊薄）	2.04	1.95	2.86	3.71
其他	61	41	48	50					
负债合计	1611	1404	1427	1376	主要财务比率				
少数股东权益	3	3	2	1	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
股本	363	363	363	363	成长能力				
资本公积	0	0	0	0	营业收入增长率	37.4%	31.7%	21.2%	21.2%
留存收益	879	1305	1843	2647	营业利润增长率	116.8%	-5.1%	48.5%	30.3%
归属母公司股东权益	1242	1668	2206	3010	归属于母公司净利润增长率	109.3%	-4.5%	46.5%	29.7%
负债和股东权益	2860	3074	3635	4387	获利能力				
					毛利率	20.8%	20.6%	21.1%	22.0%
现金流量表					净利率	9.0%	6.5%	7.9%	8.4%
					ROE	72.0%	48.6%	53.6%	51.6%
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	ROIC	58.4%	41.2%	45.7%	43.4%
经营活动现金流	757	905	1316	1230	偿债能力				
净利润	742	709	1039	1347	资产负债率	56.3%	45.7%	39.3%	31.4%
折旧摊销	32	39	42	45	净负债比率	0.10%	0.21%	0.13%	0.15%
财务费用	33	-22	-33	-45	流动比率	1.47	1.91	2.25	2.89
投资损失	-74	-43	-48	-51	速动比率	0.99	1.54	2.14	2.77
营运资金变动	88	127	320	-66	营运能力				
其它	-63	95	-2	0	总资产周转率	3.35	3.66	3.92	3.97
投资活动现金流	-104	1	-30	-15	应收账款周转率	301.60	305.59	562.24	549.51
资本支出	-157	-40	-70	-55	应付账款周转率	7.58	9.32	11.62	13.69
长期投资	-48	7	-1	-2	每股指标（元）				
其他	101	34	41	41	每股收益(最新摊薄)	2.04	1.95	2.86	3.71
筹资活动现金流	-272	-259	-468	-497	每股经营现金流(最新摊薄)	2.09	2.49	3.63	3.39
短期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.42	4.59	6.08	8.29
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股本增加	297	0	0	0	P/E	29.99	31.39	21.43	16.52
资本公积金增加	-46	0	0	0	P/B	17.92	13.34	10.09	7.39
其他	-524	-259	-468	-497	EV/EBITDA	-1.35	24.80	16.43	12.30
现金净增加额	381	647	818	717					

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

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所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所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所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所有限公司”，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。