



智能板卡出货超预期，现金流充裕产业议价能力凸显

2019.04.03

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 2018 年年报, 2018 年实现营收 169.8 亿元, 同比增长 56.3%, 实现归母净利润 10.0 亿元, 同比增长 45.3%, 实现扣非归母净利润 9.4 亿元, 同比增长 36.1%, 实现基本每股收益为 1.55 元, 向全体股东每 10 股派发现金红利 5.41 元 (含税)。

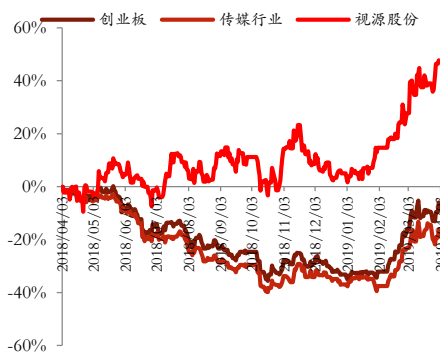
核心观点:

- **全年业绩高成长, 毛利率企稳回升, ROE (加权) 同增 2.64pct, 经营活动现金流同增 94.4%。**报告期内, 公司营收和归母净利润同比大幅增长, 归母净利润 5 年年复合增长率为 43.7%; 受益于上游原材料价格回落以及公司精细化运营, 公司综合毛利率同增 0.1pct; ROE (加权) 同增 2.64pct 至 34.1%, 资本效率进一步提升; 经营活动现金流同比大幅增长 94.4%, 龙头议价能力进一步凸显; 销售费用率和管理费用率和研发投入占比为 4.72%/2.93/4.65%, 均保持相对稳定的投入; 受仙视并表的影响, 公司存货同比增长 42%, 存货增长导致计提 1.57 亿元的减值准备, 同比增长 222%; 从整体来看, 公司业绩年复合保持高速增长, 毛利率、资本效率得到进一步优化, 持续高研发投入构筑壁垒, 我们持续看好公司后续保持健康高速增长。
- **液晶主板卡: 智能板卡占比超预期, 部件业务毛利率 18H2 回升明显, 市占率进一步提升。**公司 2018 年液晶主板卡实现营收 86.3 亿元, 同比增长 57%, 出货量为 7877 万片, 全球市占率从 2017 年的 28% 提升至 35%; 其中智能板卡出货量占比为 41%, 实现营收 56 亿元, 同比增长 116%, 考虑智能板卡客单价为普通板卡的 2.6 倍, 同时公司实行成本管控精细化运营, 全年板卡毛利率为 12.35%, 较 H1 的 11.74% 提高了 0.61pct。
- **交互智能板: 教育平板营收同增 36%, 会议平板营收同增 103%。**报告期内, 公司教育平板营收同增 36%, 18 年 Q4 国内市占率为 36.5%, 远高于行业主要竞争对手, 同时公司依托在教育行业长期积累的渠道和客户资源, 针对教育信息化不同场景推出了智慧黑板、电子白板、常态化智能录播系统、学生终端、易课堂等多元化产品, 丰富产品线拓宽盈利点。公司会议平板实现营收 6.4 亿元, 同增 103%, 18 年 Q4 市占率为 25%, 随着公司在全国范围大力推广, 后续有望保持高速增长。
- **盈利预测与估值:** 我们上调公司 2019-2021 年归母净利润为 14.2/20.0/28.5 亿元, 对应 EPS 为 2.17/3.06/4.35 元/股, 对应 PE 为 36/26/18 倍, 我们看好公司在多个显控领域进行业务孵化并不断取得较好成果, 以显控技术为基础, 不断拓展和重构主要的显控市场, 并进行产业链整合和生态链的垂直打造, 有望不断拓宽视源所面临的市场容量, 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, 孵化业务成熟周期不达预期。

强烈推荐 (维持)

传媒行业

公司股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
视源股份	15.32	42.65	32.56
传媒行业	9.23	33.97	19.25
沪深 300	11.88	42.76	24.29

公司基本资料

总市值 (亿元)	523.36
总股本 (亿股)	6.55
流通股比例	10.16%
资产负债率	49.99%
大股东	黄正聪
大股东持股比例	11.84%

相关报告

*广证恒生-传媒行业-视源股份(002841)深度报告-板卡维稳, 平板高成长, 孵化业务贡献弹性, 预计 19 年毛利额 35% 成长-20180104

*广证恒生-传媒行业-视源股份(002841)三季报点评: 三季报延续高成长, 持续围绕“显控+”布局-20181029

*广证恒生-传媒行业-视源股份(002841)半年报点评: 营收高速增长现金流大幅改善, 视源生态进一步完善-20180830

*广证恒生-传媒行业-视源股份(002841)深度报告-板卡维稳, 平板高成长, 孵化业务贡献弹性, 预计 19 年毛利额 35% 成长-20190104

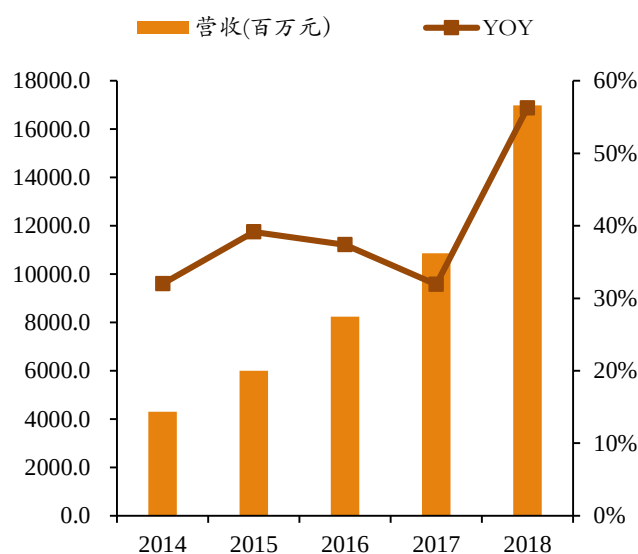
*广证恒生-传媒行业-视源股份(002841)业绩快报点评: 全年业绩超预期, 原材料下行或继续改善毛利率-20190127

主要财务指标	2018E	2019	2020	2021
营业收入(百万元)	16983.69	22145.19	28636.39	36833.32
同比(%)	56.28%	30.39%	29.31%	28.62%
归属母公司净利润	1004.27	1424.73	2007.10	2852.11
同比(%)	45.32%	41.87%	40.88%	42.10%
毛利率(%)	20.07%	21.19%	22.30%	23.31%
ROE(%)	33.23%	32.52%	32.55%	33.70%
每股收益(元)	1.53	2.17	3.06	4.35
P/E	52.11	36.73	26.08	18.35
P/B	15.39	10.36	7.66	5.52
EV/EBITDA	4.32	29.36	21.16	15.04

数据来源：公司公告、广证恒生

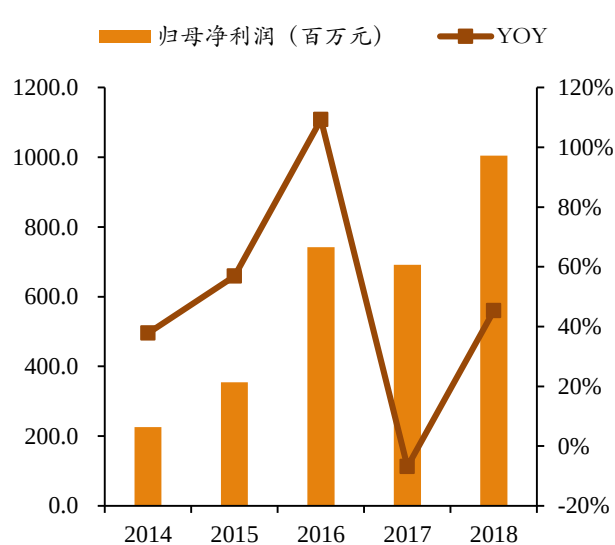


图表1. 公司近年来营收规模及其增速



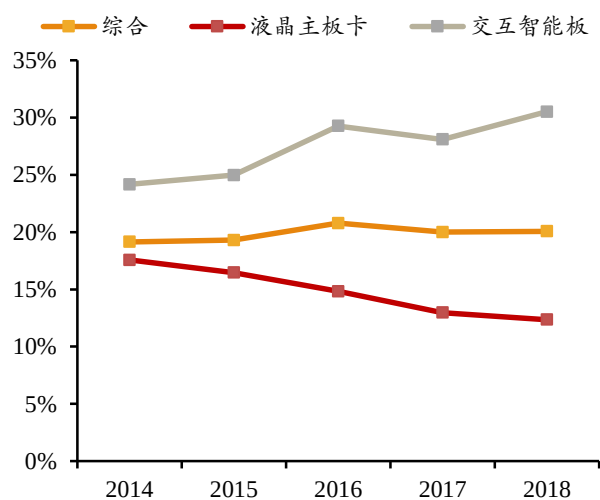
资料来源：公司公告、广证恒生

图表2. 公司近年来归母净利润规模及其增速



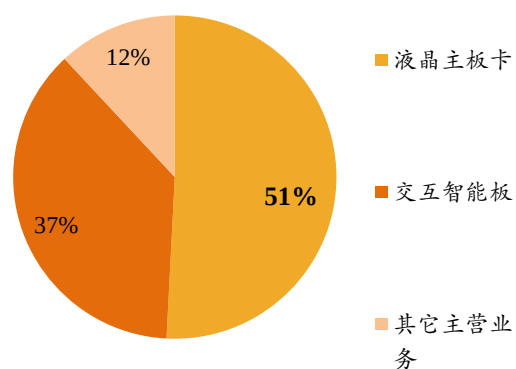
资料来源：公司公告、广证恒生

图表3. 公司近年来主要业务毛利率



资料来源：公司公告、广证恒生

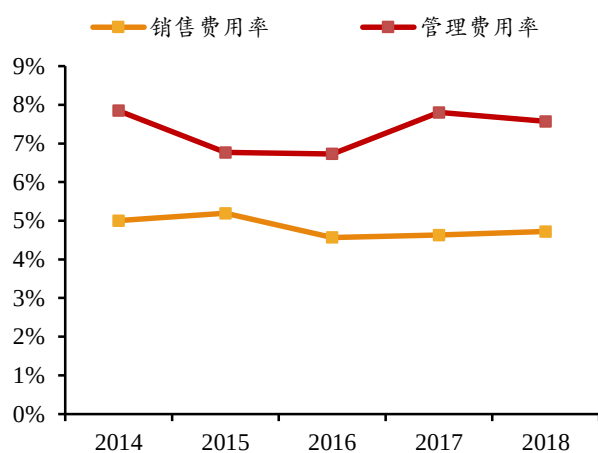
图表4. 公司 2018 年营收结构



资料来源：公司公告、广证恒生

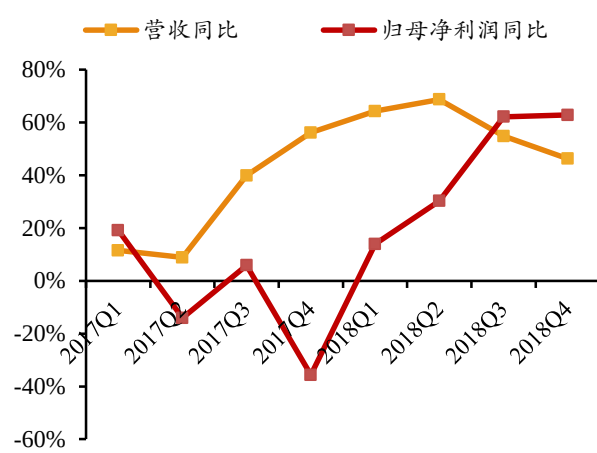


图表5. 公司近年来费用率情况



资料来源：公司公告、广证恒生

图表6. 公司单季营收及归母净利润同比增长率



资料来源：公司公告、广证恒生



盈利预测表：

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	5366	6441	7921	10417	营业收入	16984	22145	28636	36833
现金	3204	3298	2649	2539	营业成本	13575	17452	22251	28247
应收账款	104	136	176	226	营业税金及附加	63	85	108	140
其它应收款	22	20	22	21	营业费用	802	1107	1546	1989
预付账款	19	20	19	19	管理费用	498	1772	2348	3131
存货	1556	1920	2670	3672	财务费用	22	-48	-44	-38
其他	462	1048	2385	3939	资产减值损失	157	157	157	157
非流动资产	1633	2046	2781	4095	公允价值变动收益	20	0	0	0
长期投资	9	5	7	6	投资净收益	-4	0	0	0
固定资产	880	1219	1517	1784	营业利润	1146	1620	2270	3208
无形资产	217	253	299	353	营业外收入	21	21	20	20
其他	527	569	958	1952	营业外支出	8	7	7	7
资产总计	6999	8487	10702	14512	利润总额	1159	1633	2283	3221
流动负债	3357	3151	3504	4578	所得税	98	144	201	283
短期借款	10	0	0	0	净利润	1061	1490	2082	2937
应付账款	0	754	377	566	少数股东损益	57	65	75	85
其他	3347	2397	3127	4012	归属母公司净利润	1004	1425	2007	2852
非流动负债	119	98	101	106	EBITDA	1196	1677	2361	3335
长期借款	0	0	0	0	EPS（摊薄）	1.53	2.17	3.06	4.35
其他	119	98	101	106					
负债合计	3476	3250	3606	4684	主要财务比率				
少数股东权益	120	185	260	345	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
股本	656	656	656	656	成长能力				
资本公积	811	811	811	811	营业收入增长率	56.3%	30.4%	29.3%	28.6%
留存收益	2161	3585	5370	8016	营业利润增长率	50.8%	41.4%	40.1%	41.3%
归属母公司股东权益	3400	5052	6836	9483	归属于母公司净利润增长率	45.3%	41.9%	40.9%	42.1%
负债和股东权益	6999	8487	10702	14512	获利能力				
					毛利率	20.1%	21.2%	22.3%	23.3%
现金流量表					净利率	6.2%	6.7%	7.3%	8.0%
					ROE	33.2%	32.5%	32.5%	33.7%
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	ROIC	29.7%	28.6%	29.8%	30.6%
经营活动现金流	1785	272	-22	528	偿债能力				
净利润	1061	1425	2007	2852	资产负债率	49.7%	38.3%	33.7%	32.3%
折旧摊销	84	91	122	152	净负债比率	0.70%	0.20%	0.23%	0.21%
财务费用	22	-48	-44	-38	流动比率	1.60	2.04	2.26	2.28
投资损失	4	0	0	0	速动比率	1.14	1.43	1.50	1.47
营运资金变动	435	-1170	-1775	-1533	营运能力				
其它	179	-26	-332	-905	总资产周转率	2.84	2.86	2.98	2.92
投资活动现金流	-482	-435	-449	-473	应收账款周转率	231.16	184.15	183.49	183.06
资本支出	-495	-415	-382	-398	应付账款周转率	17.99	46.27	39.33	59.91
长期投资	-36	4	-1	1	每股指标（元）				
其他	50	-25	-66	-76	每股收益（最新摊薄）	1.53	2.17	3.06	4.35
筹资活动现金流	-94	257	-177	-166	每股经营现金流（最新摊薄）	2.72	0.41	-0.03	0.81
短期借款	10	-10	0	0	每股净资产（最新摊薄）	5.18	7.70	10.42	14.46
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股股本增加	250	0	0	0	P/E	52.11	36.73	26.08	18.35
资本公积金增加	-24	0	0	0	P/B	15.39	10.36	7.66	5.52
其他	-329	267	-177	-166	EV/EBITDA	4.32	29.36	21.16	15.04
现金净增加额	1210	93	-648	-111					

团队成员介绍：

肖明亮：江西高安人，武汉大学传媒+会计学复合背景，目前担任 TMT 副团队长，传媒和教育行业负责人，4 年传媒行业研究经验。持续跟踪覆盖文化传媒和教育领域，在文娱、教育、营销服务、出版发行等细分领域积累了较丰富的研究经验，重视产业链研究分析，致力于从产业供需分析以及产业链的边际变化挖掘投资价值，多次受邀参加全国性峰会论坛论坛交流、上市企业战略咨询交流以及企业战略咨询委托等。

叶锐：广东梅州人，华东师范大学法学硕士，具有新财富团队实习及大型泛娱乐上市公司投资部工作经验，近 3 年产业和行业研究经验，主要研究教育及泛娱乐方向。

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。