

证券研究报告—动态报告

信息技术

IT 硬件与设备

视源股份(002841)

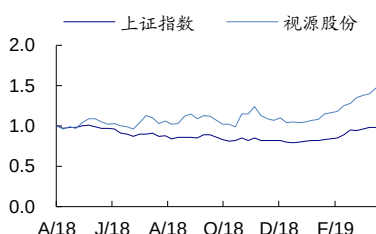
增持

2018 年报点评

(维持评级)

2019 年 04 月 04 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	656/67
总市值/流通(百万元)	51,733/5,252
上证综指/深圳成指	3,216/10,341
12 个月最高/最低(元)	84.17/48.76

相关研究报告:

《视源股份-002841-重大事件快评: 业绩超预期增长, 乘风起势的交互大平台》——2019-01-28

《视源股份-002841-2018 年半年报点评: 业绩符合市场预期, 双主业持续稳健增长》——2018-08-30

《视源股份-002841-价值成长系列, 多元交互时代的新龙头》——2018-06-14

证券分析师: 欧阳仕华

电话: 0755-81981821

E-MAIL: ouyangsh1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980517080002

证券分析师: 高峰

电话: 010-88005310

E-MAIL: gaofeng1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518070004

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

财报点评

巩固板卡业务优势, 持续深耕交互平板市场

● 业绩符合预期, 市场渠道进一步拓展完善

公司 18 年实现营收 169.84 亿元, 同比+56.28%, 归母净利润 10.04 亿元, 同比+45.32%, 扣非归母净利润 9.41 亿元, 同比+36.13%, 基本每股收益 1.55 元, 同比+43.52%, 业绩符合市场预期。面对复杂的国内外经济环境, 公司凭借产品和技术创新优势、供应链整合管理能力和规模优势、以及市场渠道进一步拓展完善, 继续保持了液晶显示主控板卡和交互智能平板的市场领先地位。

● 巩固板卡业务优势, 拓展家电智能控制组件

18 年公司板卡销量 7877 万片, 市占率 35.02%进一步提升。公司巩固和提升液晶显示主控板卡的领先优势, 并拓展家电智能控制组件产品、供应链服务等相关领域。持续提升 OEM 及国内品牌出货量, 并积极拓展与海外 ODM 客户的合作; 主动优化调整产品结构, 进一步提升智能板卡的出货占比。通过降本增效, 提升效率等方式打开部件业务的成长空间。

● 受益教育信息化政策红利, 企业服务业务打开长期成长空间

公司将充分享受教育信息化政策红利, 持续保持交互智能显示类核心产品的领先优势。公司持续丰富教育信息化硬件产品线, 同时加大服务体系建设, 构建以用户为主的全面服务能力, 满足教育信息化建设的更多市场需求。

企业服务业务方面, 公司帮助企业提升会议效率及运营效率, 部署企业级服务生态入口, 并开拓商用显示更多细分领域。支撑企业服务业务快速成长。

● 风险提示

一, 液晶显示板卡增速放缓, 下游电视需求不达预期。二, 交互平板市场竞争加剧, 政策变化导致的教育信息化推进不达预期。三, 新业务拓展不达预期。

● 公司受益教育信息化浪潮, 维持“增持”评级

预计 19/20/21 年归母净利润 14.11/19.04/25.65 亿元, EPS2.15/2.90/3.91 元, 同比增速 40.5%/34.9%/34.7%, 当前股价对应 PE 36.7/27.2/20.2X。行业可比公司 JFJY、LSC、四川长虹等 19/20 年平均 PE 35.93/28.18X, 公司估值与行业平均基本相同, 维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	16,984	21,699	26,480	32,584
(+/-%)	56.3%	27.8%	22.0%	23.1%
净利润(百万元)	1004	1411	1904	2565
(+/-%)	45.3%	40.5%	34.9%	34.7%
摊薄每股收益(元)	1.53	2.15	2.90	3.91
EBIT Margin	12.1%	7.3%	8.1%	8.9%
净资产收益率(ROE)	29.5%	32.7%	34.3%	35.5%
市盈率(PE)	51.5	36.7	27.2	20.2
EV/EBITDA	26.1	32.9	25.0	19.0
市净率(PB)	15.20	11.97	9.31	7.16

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

巩固板卡业务优势，持续深耕交互平板市场

业绩符合预期，市场渠道进一步拓展完善

公司 18 年实现营收 169.84 亿元，同比+56.28%，归母净利润 10.04 亿元，同比+45.32%，扣非归母净利润 9.41 亿元，同比+36.13%，基本每股收益 1.55 元，较上年同期+43.52%，业绩符合市场预期。面对复杂的国内外经济环境，公司凭借产品和技术创新优势、供应链整合管理能力和规模优势、以及市场渠道的进一步拓展完善，继续保持了液晶显示主控板卡和交互智能平板的市场领先地位。

表 1: 公司营收及归母净利润情况

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
营收 (亿元)	43.09	59.96	82.38	108.68	169.84
同比增速 (%)		39.15%	37.39%	31.92%	56.28%
归母净利润 (亿元)	2.44	3.80	8.23	7.60	11.46
同比增速 (%)		55.58%	116.78%	-7.69%	50.79%
扣非归母净利 (亿元)	2.26	3.54	7.42	6.91	10.04
同比增速 (%)		56.92%	109.32%	-6.86%	45.32%

资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

公司 18 年实现经营活动现金流净额 17.83 亿元，同比增加 94.38%。资产负债率 49.66%，同比增加 0.58 个百分点。加权平均净资产收益率 34.10%，同比增加 2.64 个百分点。销售毛利率 20.07%，同比增加 0.08 个百分点，销售净利率 20.45%，同比增长 3.14 个百分点。销售期间费用率 12.42%，同比增加 0.35 个百分点。

表 2: 公司的盈利能力情况

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
毛利率 (%)	19.14	19.30	20.78	19.99	20.07
净利率 (%)	5.24	5.91	9.01	6.35	6.25
销售期间费用率 (%)	12.68	12.31	11.70	12.06	12.42
ROE 加权 (%)	52.11	53.26	72.23	36.83	33.98

资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

分产品来看:

18 年公司液晶显示板卡收入 86.31 亿元，同比+57.08%，毛利率 12.35%，同比减少 0.62 个百分点。公司液晶电视主控板卡全年出货量为 7,877.55 万片，占全球液晶电视主控板卡 2018 年出货量比重超 35%;其中，智能电视板卡 2018 年全年出货量为 3,232.79 万片，占公司全年液晶电视主控板卡出货量 41.04%;智能板卡营业收入 55.90 亿元，同比提升 116.13%。

18 年公司希沃交互智能平板营收 56.76 亿元，同比+36.02%，希沃交互智能平板在 2018 年中国大陆交互智能平板排名居首，销售额市占率为 36.50%。

2018 年，公司交互智能平板产品在会议市场实现营业收入 6.47 亿元，同比增长 103.76%，公司高效会议平台 MAXHUB 在中国大陆会议市场交互智能平板排名居首，MAXHUB 交互智能平板销售额市占率为 25.40%。

公司整体交互智能平板营收 63.23 亿元，同比+57.08%，毛利率 30.5%，同比+2.42%。

新业务方面，18 年 3 月公司将上海仙视纳入合并报表范围，2018 年，上海仙

视实现营业收入 12.92 亿元，同比增长 334.14%；实现归属于母公司（上海仙视）的净利润 8,692.56 万元，同比增长 98.66%。

费用端，销售费用 8.02 亿元，同比+59.29%。管理费用 4.98 亿元，同比+45.38%，财务费用 0.22 亿元，同比+153.89%，主要是汇兑损益与利息收入变化。研发费用 7.88 亿元，同比+55.86%。

从营运能力上看，18 年公司营业周期 36.68 天，同比减少 2.93 天。存货周转天数 35.12 天，同比减少 2.91 天。应收帐周转天数 1.56 天，同比减少 0.01 天。总资产周转率 2.84 次，同比增加 0.06 次。

表 3：公司的营运能力

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
营业周期	30.75	28.47	33.20	39.61	36.68
存货周转天数	30.28	28.35	32.00	38.04	35.12
应收账款周转天数	0.47	0.12	1.19	1.57	1.56
固定资产周转率（%）	50.03	31.94	23.99	24.35	24.70
总资产周转率（%）	3.53	3.53	3.35	2.78	2.84
资产负债率（%）	60.93	60.50	56.35	49.08	49.66

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

巩固板卡业务优势，拓展家电智能控制组件

18 年公司板卡销量 7877 万片，市占率 35.02%进一步提升。公司把握显示技术变革和智能交互需求机遇，巩固和提升液晶显示主控板卡的领先优势，并拓展家电智能控制组件产品、供应链服务等相关领域。持续提升 OEM 及国内品牌出货量，并积极拓展与海外 ODM 客户的合作；加大对智能产品研发资源的投入，主动优化调整产品结构，进一步提升智能板卡的出货占比。通过降本增效，提升效率等方式打开部件业务的成长空间。

受益教育信息化政策红利，企业服务业务打开长期成长空间

《中国教育现代化 2035》明确提出要加快信息化时代教育变革，并提出确保财政一般预算教育经费支出逐年只增不减，保证国家财政性教育经费支出占国内生产总值比例不低于 4%。公司将充分享受教育信息化政策红利，持续保持交互智能显示类核心产品的领先优势。伴随着公司持续丰富教育信息化硬件产品线，加上后台各类应用程序的支撑，满足教育信息化建设的更多市场需求。同时加大服务体系建设，构建以用户为主的全面服务能力。

企业服务业务方面，采用“端-网-云”构建 MAXHUB 高效会议平台产品架构，软硬结合深化会议场景，帮助企业提升会议效率及运营效率，部署企业级服务生态入口，并开拓商用显示更多细分领域。支撑企业服务业务快速成长。

公司受益教育信息化浪潮，维持“增持”评级

我们认为 TV 板卡成长动能仍在，教育平板和会议平板成长空间巨大，新业务智能家电、智慧医疗、商显等领域拓展潜力十足。预计 19/20/21 年归母净利润 14.11/19.04/25.65 亿元，EPS2.15/2.90/3.91 元，同比增速 40.5%/34.9%/34.7%，当前股价对应 PE 36.7/27.2/20.2X，我们选取教育信息化行业可比公司 JFJY、LSC、四川长虹等 19/20 年平均 PE 35.93/28.18X，公司估值与行业平均基本相同，但考虑公司是国内显示板卡、教育交互平板及会议平板的龙头，且未来稳定增长能力强劲，维持“增持”评级。

表 4: 可比公司估值情况

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	预测每股收益 EPS		预测 PE	
				19E	20E	19E	20E
	JFJY	49.85	69.9	1.38	2.02	36.12	24.68
	LSC	10.81	93.87	0.36	0.45	30.03	24.02
600839.SH	四川长虹	3.68	170	0.09	0.1	40.89	36.80
002841.SZ	视源股份	78.88	517	2.15	2.9	36.69	27.20
	平均值					35.93	28.18

资料来源:wind 一致预期, 视源股份盈利为国信证券经济研究所预测,其余均为 wind 一致预期

风险提示

- 一, 液晶显示板卡增速放缓, 下游电视需求不达预期。
- 二, 交互平板市场竞争加剧, 政策变化导致的教育信息化推进不达预期。
- 三, 新业务拓展不达预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	3204	3732	5116	7016	营业收入	16984	21699	26480	32584
应收款项	327	713	871	1071	营业成本	13575	17301	20912	25472
存货净额	1556	1986	2401	2926	营业税金及附加	63	72	87	108
其他流动资产	279	651	794	978	销售费用	802	1042	1271	1564
流动资产合计	5366	7082	9181	11991	管理费用	498	1701	2074	2550
固定资产	947	1076	1197	1299	财务费用	22	(86)	(111)	(152)
无形资产及其他	217	209	200	191	投资收益	(4)	50	50	50
投资性房地产	460	460	460	460	资产减值及公允价值变动	(138)	(30)	(30)	(30)
长期股权投资	9	8	8	7	其他收入	(738)	0	0	0
资产总计	6999	8835	11047	13949	营业利润	1146	1690	2266	3061
短期借款及交易性金融负债	24	2	2	2	营业外净收支	13	25	25	25
应付款项	1955	2601	3144	3832	利润总额	1159	1715	2291	3086
其他流动负债	1377	1599	1936	2363	所得税费用	98	219	275	370
流动负债合计	3357	4202	5082	6196	少数股东损益	57	84	112	151
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1004	1411	1904	2565
其他长期负债	119	134	149	164					
长期负债合计	119	134	149	164	现金流量表（百万元）				
负债合计	3476	4336	5231	6360		2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	120	179	258	364	净利润	1004	1411	1904	2565
股东权益	3403	4320	5558	7225	资产减值准备	109	27	15	16
负债和股东权益总计	6999	8835	11047	13949	折旧摊销	73	123	142	161
					公允价值变动损失	138	30	30	30
					财务费用	22	(86)	(111)	(152)
					营运资本变动	717	(279)	194	237
					其它	(66)	32	64	90
					经营活动现金流	1975	1344	2349	3098
					资本开支	(384)	(300)	(300)	(300)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(391)	(300)	(300)	(300)
					权益性融资	164	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(245)	(494)	(666)	(898)
					其它融资现金流	(73)	(22)	0	0
					融资活动现金流	(398)	(516)	(666)	(898)
					现金净变动	1186	528	1383	1901
					货币资金的期初余额	2018	3204	3732	5116
					货币资金的期末余额	3204	3732	5116	7016
					企业自由现金流	2281	924	1916	2640
					权益自由现金流	2208	977	2013	2774

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032