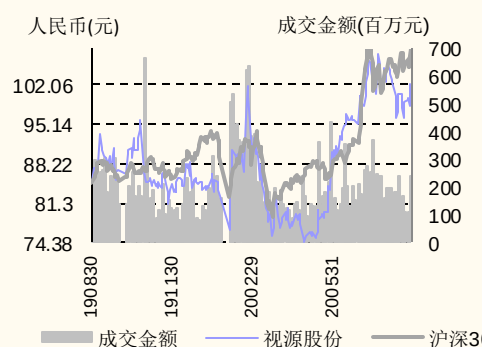


视源股份 (002841.SZ) 买入 (维持评级)
公司点评

市场价格 (人民币): 102.03 元
目标价格 (人民币): 120.00-120.00 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股) 6.68
已上市流通 A 股(亿股) 3.99
总市值(亿元) 681.72
年内股价最高最低(元) 105.41/96.15
沪深 300 指数 4844
中小板综 13021


相关报告

1. 《屏显龙头, 智能交互大放异彩-视源股份首次覆盖报告》, 2019.11.27

罗露 分析师 SAC 执业编号: S1130520020003
luolu@gjzq.com.cn

陈蓉芳 联系人
chenrongfang@gjzq.com.cn

平板逆势增长, H2 有望整体回暖
公司基本情况 (人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	16,984	17,053	17,997	20,896	23,800
营业收入增长率	56.28%	0.41%	5.54%	16.11%	13.90%
归母净利润(百万元)	1,004	1,611	1,720	2,106	2,523
归母净利润增长率	45.32%	60.41%	6.77%	22.43%	19.84%
摊薄每股收益(元)	1.532	2.457	2.574	3.152	3.777
每股经营性现金流净额	2.72	3.61	3.04	4.13	4.86
ROE(归属母公司)(摊薄)	29.51%	32.68%	29.55%	29.41%	29.09%
P/E	37.14	34.88	39.63	32.37	27.01
P/B	10.96	11.40	11.71	9.52	7.86

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 公司发布半年报, 实现营业收入 62.45 亿元, 同比下降 13.32%; 实现归母净利润 5.41 亿元, 同比下降 4.13%; 扣非归母净利润 4.44 亿元, 同比下降 16.98%。总体符合预期。

经营分析

- **疫情冲击板卡业务, 平板业务逆疫情增长。**2020H1 公司营收和归母净利润同比下滑 13.32%/4.13%, 主因是全球电视机市场需求下降, 导致板块业务的下滑。公司板卡/平板/其他业务结构占比为 45%/40%/15%, H1 同比增速为 -33.94%/8.69%/18.38%。2020H1 毛利率较去年同期提升 1.28%, 主要为高毛利率的平板业务结构占比提升所致。费用方面, 报告期内公司销售、管理和财务费用分别增长 -13.13%/2%/57.55%, 财务费用大幅增长的原因是可转债利息和短期借款利息增加。报告期内公司研发投入稳步上升, 同比增长 6.87%。公司积极应对疫情冲击, H2 有望回暖。
- **巩固板卡龙头优势, 交互智能平板稳步提升。**1) **智能板卡渗透率提升。**2020H1 公司液晶板卡出货量全球占比 30.84%; 其中智能板卡出货量 1582.74 万片, 占公司液晶板卡出货量的 55.75%, 同比提升 8.6%。2) **教育平板持续领先。**报告期内, 希沃推出针对高校场景的交互智能平板及多款硬件产品, 积极布局开拓高职高教市场, 销售额市占率为 40.6%, 大陆教育平板市场位居第一。3) **企业服务平板生态构建。**MAXHUB 发布全新 V5 系列产品, 与钉钉、华为、腾讯云等合作构建了开放式生态系统, 销售渠道线上线下打通。上半年 MAXHUB 销售额市占率 32.2%, 继续保持份额第一的领先优势。4) **新业务拓展顺利。**公司推出 FreDream 衣物护理机; LED 显示业务上半年发展较快; 持有西安青松股权比例提升至 67%。
- **业务结构调整, H2 有望整体回暖。**Q2 单季度归母净利润已实现正增长, 预计公司 H2 营收回暖, 下半年看好公司交互平板在教育及企业服务市场的快速增长。

盈利调整及投资建议

- 受疫情影响, 我们调整了 20-21 年的盈利预期。预计公司 20-22 年归母净利润 17.20 (-14.6%)/21.06(-17.0%)/25.23 亿元, EPS 分别为 2.58/3.15/3.78 元, 维持“买入”评级。

风险提示

- 电视板卡需求持续下滑; 交互平板业务竞争加剧; 新产品拓展不及预期。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	10,868	16,984	17,053	17,997	20,896	23,800
增长率		56.3%	0.4%	5.5%	16.1%	13.9%
主营业务成本	-8,696	-13,575	-12,393	-12,992	-15,016	-17,059
%销售收入	80.0%	79.9%	72.7%	72.2%	71.9%	71.7%
毛利	2,172	3,409	4,659	5,005	5,880	6,741
%销售收入	20.0%	20.1%	27.3%	27.8%	28.1%	28.3%
营业税金及附加	-43	-63	-82	-90	-104	-119
%销售收入	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-503	-802	-1,084	-1,080	-1,254	-1,428
%销售收入	4.6%	4.7%	6.4%	6.0%	6.0%	6.0%
管理费用	-848	-498	-705	-810	-919	-1,000
%销售收入	7.8%	2.9%	4.1%	4.5%	4.4%	4.2%
研发费用	0	-788	-1,001	-1,224	-1,358	-1,476
%销售收入	0.0%	4.6%	5.9%	6.8%	6.5%	6.2%
息税前利润 (EBIT)	778	1,259	1,787	1,802	2,244	2,719
%销售收入	7.2%	7.4%	10.5%	10.0%	10.7%	11.4%
财务费用	40	-22	65	-4	-97	-138
%销售收入	-0.4%	0.1%	-0.4%	0.0%	0.5%	0.6%
资产减值损失	-49	-157	-168	-59	-8	-8
公允价值变动收益	-90	20	12	0	0	0
投资收益	30	-4	20	56	65	75
%税前利润	3.9%	n.a	1.1%	3.0%	2.8%	2.7%
营业利润	760	1,146	1,760	1,840	2,254	2,703
营业利润率	7.0%	6.7%	10.3%	10.2%	10.8%	11.4%
营业外收支	8	13	26	30	35	40
税前利润	768	1,159	1,786	1,870	2,289	2,743
利润率	7.1%	6.8%	10.5%	10.4%	11.0%	11.5%
所得税	-78	-98	-174	-150	-183	-219
所得税率	10.1%	8.4%	9.8%	8.0%	8.0%	8.0%
净利润	690	1,061	1,612	1,720	2,106	2,523
少数股东损益	-1	57	1	0	0	0
归属于母公司的净利润	691	1,004	1,611	1,720	2,106	2,523
净利率	6.4%	5.9%	9.4%	9.6%	10.1%	10.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	690	1,061	1,612	1,720	2,106	2,523
少数股东损益	-1	57	1	0	0	0
非现金支出	103	242	291	176	135	142
非经营收益	62	-33	-23	-62	-74	-89
营运资金变动	62	513	489	162	541	610
经营活动现金净流	917	1,783	2,369	1,996	2,708	3,186
资本开支	-328	-482	-468	-129	-105	-80
投资	-418	-21	-1,667	1,250	0	-100
其他	16	22	11	57	65	75
投资活动现金净流	-730	-482	-2,125	1,178	-40	-105
股权募资	855	164	0	-140	76	0
债权募资	0	-16	918	-195	0	0
其他	-196	-259	-474	-726	-877	-1,044
筹资活动现金净流	659	-111	444	-1,061	-801	-1,044
现金净流量	846	1,190	689	2,113	1,867	2,037

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,018	3,204	3,971	6,084	7,952	9,989
应收账款	451	330	477	354	411	468
存货	1,093	1,556	1,433	1,899	2,155	2,403
其他流动资产	552	276	1,682	1,021	1,081	1,141
流动资产	4,115	5,366	7,564	9,358	11,599	14,001
%总资产	83.1%	76.7%	75.8%	82.7%	85.4%	87.1%
长期投资	8	18	606	104	104	204
固定资产	598	947	1,237	1,257	1,248	1,212
%总资产	12.1%	13.5%	12.4%	11.1%	9.2%	7.5%
无形资产	147	279	400	413	424	435
非流动资产	837	1,633	2,410	1,964	1,987	2,082
%总资产	16.9%	23.3%	24.2%	17.3%	14.6%	12.9%
资产总计	4,952	6,999	9,973	11,322	13,585	16,083
短期借款	4	24	115	0	0	0
应付款项	1,740	2,384	2,531	3,009	3,682	4,414
其他流动负债	633	949	1,339	1,444	1,665	1,886
流动负债	2,376	3,357	3,984	4,453	5,346	6,300
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	54	119	970	958	988	1,019
负债	2,430	3,476	4,954	5,411	6,335	7,318
普通股股东权益	2,508	3,403	4,929	5,821	7,160	8,674
其中：股本	406	656	656	656	656	656
未分配利润	1,302	2,021	3,149	4,181	5,444	6,958
少数股东权益	13	120	90	90	90	90
负债股东权益合计	4,952	6,999	9,973	11,322	13,585	16,083

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	1.701	1.532	2.457	2.574	3.152	3.777
每股净资产	6.172	5.192	7.517	8.711	10.716	12.982
每股经营现金净流	2.257	2.720	3.614	3.044	4.130	4.860
每股股利	0.000	0.000	0.000	1.049	1.285	1.540
回报率						
净资产收益率	27.56%	29.51%	32.68%	29.55%	29.41%	29.09%
总资产收益率	13.96%	14.35%	16.15%	15.19%	15.50%	15.69%
投入资本收益率	27.64%	32.46%	27.30%	24.79%	25.72%	26.21%
增长率						
主营业务收入增长率	31.92%	56.28%	0.41%	5.54%	16.11%	13.90%
EBIT增长率	3.18%	61.86%	41.97%	0.80%	24.56%	21.14%
净利润增长率	-6.86%	45.32%	60.41%	6.77%	22.43%	19.84%
总资产增长率	73.15%	41.35%	42.49%	13.53%	19.99%	18.39%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.6	1.6	2.1	2.0	2.0	2.0
存货周转天数	38.6	35.6	44.0	55.0	54.0	53.0
应付账款周转天数	52.4	46.4	56.1	70.0	75.0	80.0
固定资产周转天数	16.6	18.9	20.3	19.2	16.1	13.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-79.90%	-90.25%	-91.50%	#####	#####	#####
EBIT利息保障倍数	-19.4	58.4	-27.5	416.7	23.1	19.7
资产负债率	49.08%	49.66%	49.67%	47.79%	46.63%	45.50%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-11-27	买入	81.90	110.80~110.80

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH