

逐季恢复得到确认，三季度实现正增长，市场领先地位依旧

买入 (维持)

2020 年 10 月 29 日

证券分析师 张良卫

执业证号: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证号: S0600517110002

021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

证券分析师 吴劲草

执业证号: S0600520090006

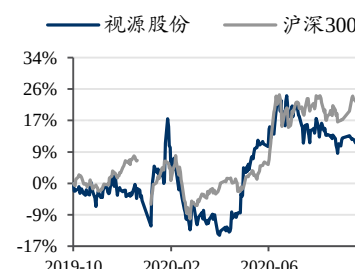
wujc@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	17,053	17,494	20,228	23,236
同比 (%)	0.4%	2.6%	15.6%	14.9%
归母净利润 (百万元)	1,611	1,688	1,988	2,278
同比 (%)	60.4%	4.8%	17.7%	14.6%
每股收益 (元/股)	2.41	2.53	2.98	3.41
P/E (倍)	41.90	39.98	33.95	29.63

投资要点

- 公司披露了 2020 年三季报，整体符合预期：其中单三季度实现营业收入 61.92 亿元，同比增长 6.81%，归属于上市公司股东的净利润 8.63 亿元，同比增长 1.67%。前三季度实现营业收入 124.36 亿元，同比下滑 4.34%，归属于上市公司股东的净利润 14.04 亿元，同比下滑 0.65%。
- Q3 毛利率同比有所下降，但费用率同比下降，利润率维持在历史较高水平。三季度毛利率为 25.76%，相比去年同期下滑 4.5pct，但净利率与去年同期基本持平，期间费用率同比下降 3.52pct 至 10.32%。毛利率我们判断主要受原材料价格上涨等因素影响，但费用端的优化修复了公司的利润率水平，其中销售费用、研发费用及财务费用均同比下降 1pct 左右。
- 板卡业务市场信心后续有望逐步得到恢复。全球 TV 市场近年来总体需求比较稳定，但 H1 受疫情影响需求受到一定压制，此外，包括主要体育赛道等的推迟和延期，也对 TV 销售造成负面影响。但我们判断情况正在好转，奥维睿沃(AVCRevo)《全球 TV 品牌出货月度数据报告》数据显示，2020 年 1-8 月，全球电视机品牌共出货 1.35 亿台，同比微增 0.7%，其中，北美出货增长 20%，将上半年低迷的电视市场从疫情的阴霾中拉出，带动全球电视出货回暖，市场信心有望逐步得到恢复。
- 会议平板市场份额持续提升，长期看好会议市场广阔的发展空间。公司会议交互智能平板产品具有较强的市场竞争力，当前仍处于拓市场阶段，依然看好后续该业务的长期成长。根据奥维云网发布数据，2020H1，而会议平板主要的下游需求产业中，第二产业中制造业呈现下滑态势，第三产业中信息技术服务业基本与去年持平，金融业增势迅猛。MAXHUB 产品在各主流尺寸段产品市场份额占比相对较高，其中在 55 英寸、65 英寸、75 英寸、86 英寸、98 英寸同类产品中销售份额均位居第一。上半年 MAXHUB 会议平板销量同比增速 56%，份额同比增速 2%，市场份额占比 32.2%，份额同比增速 9%。
- 维持公司“买入”评级：看好公司在品类拓展及产品创新下的长期成长潜力，预计公司 2020/2021/2022 年归母净利润分别为 16.88/19.88/22.78 亿元，对应 PE 为 40/34/30 倍，维持公司“买入”评级。
- 风险提示：元器件价格波动风险，汇率波动风险，需求低于预期，政策变动风险，行业竞争趋于激烈，系统性风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	101.01
一年最低/最高价	71.77/113.44
市净率(倍)	10.01
流通 A 股市值(百万元)	40436.63

基础数据

每股净资产(元)	10.09
资产负债率(%)	50.90
总股本(百万股)	668.21
流通 A 股(百万股)	400.32

相关研究

- 1、《视源股份 (002841)：三季度净利润接近预告上限，长期增长潜力依旧》2019-10-27
- 2、《视源股份 (002841)：业绩超预期，新场景拓展前景可期》2019-08-25

视源股份三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	7,564	8,320	10,810	11,978	营业收入	17,053	17,494	20,228	23,236
现金	3,971	4,270	6,645	7,285	减:营业成本	12,393	13,162	15,189	17,475
应收账款	93	110	125	144	营业税金及附加	82	73	85	102
存货	1,433	1,741	1,922	2,292	营业费用	1,084	927	1,092	1,278
其他流动资产	2,066	2,200	2,117	2,256	管理费用	705	1,732	2,003	2,300
非流动资产	2,410	2,495	2,704	2,929	财务费用	-65	-49	-86	-158
长期股权投资	95	179	263	346	资产减值损失	-163	-168	-194	-223
固定资产	949	973	1,099	1,224	加:投资净收益	20	20	20	20
在建工程	288	251	233	219	其他收益	12	12	14	16
无形资产	281	302	329	360	营业利润	1,760	1,850	2,173	2,498
其他非流动资产	797	790	781	781	加:营业外净收支	26	16	18	20
资产总计	9,973	10,815	13,514	14,907	利润总额	1,786	1,866	2,192	2,518
流动负债	3,984	3,768	5,125	4,883	减:所得税费用	174	176	202	238
短期借款	115	115	115	115	少数股东损益	1	1	2	2
应付账款	1,863	2,181	2,486	2,884	归属母公司净利润	1,611	1,688	1,988	2,278
其他流动负债	2,007	1,472	2,524	1,885	EBIT	1,725	1,772	2,053	2,329
非流动负债	970	817	671	527	EBITDA	1,852	1,861	2,155	2,439
长期借款	770	616	470	326					
其他非流动负债	201	201	201	201					
负债合计	4,954	4,585	5,796	5,410	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	90	92	94	96	每股收益(元)	2.41	2.53	2.98	3.41
					每股净资产(元)	7.09	8.90	11.13	13.79
归属母公司股东权益	4,929	6,138	7,625	9,402	发行在外股份(百万股)	656	668	668	668
负债和股东权益	9,973	10,815	13,514	14,907	ROIC(%)	26.4%	22.6%	22.1%	20.9%
					ROE(%)	32.1%	27.1%	25.8%	24.0%
					毛利率(%)	27.3%	24.8%	24.9%	24.8%
现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	9.4%	9.7%	9.8%	9.8%
经营活动现金流	2,374	871	3,211	1,423	资产负债率(%)	49.7%	42.4%	42.9%	36.3%
投资活动现金流	-2,125	-142	-277	-298	收入增长率(%)	0.4%	2.6%	15.6%	14.9%
筹资活动现金流	449	-430	-558	-485	净利润增长率(%)	60.4%	4.8%	17.7%	14.6%
现金净增加额	693	299	2,376	640	P/E	41.90	39.98	33.95	29.63
折旧和摊销	127	89	102	110	P/B	14.24	11.35	9.08	7.33
资本开支	470	2	126	141	EV/EBITDA	34.05	33.73	27.96	24.39
营运资本变动	394	-827	1,239	-772					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>