

公司研究/公告点评

2021年01月26日

电子/消费电子

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 108.64
目标价格(元): 137.22

胡剑 SAC No. S0570518080001
研究员 SFC No. BPX762
021-28972072
hujian@htsc.com

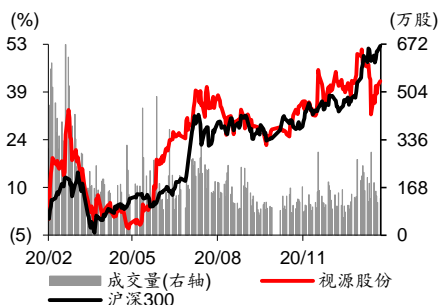
刘叶 SAC No. S0570519060003
研究员 SFC No. BKS183
021-38476703
liuye@htsc.com

李梓澎 SAC No. S0570120090023
联系人 lizipeng@htsc.com

相关研究

- 1《视源股份(002841 SZ,买入): Q3 收入增速转正, 起步拓展 2C 市场》2020.10
- 2《视源股份(002841 SZ,买入): 教育及商显逆势成长, 业绩环比改善》2020.08
- 3《视源股份(002841 SZ,买入): 压力年修内功, 筹谋在线教育/会议》2020.04

一年内股价走势图



资料来源: Wind

业绩逆势增长, 净利润超市场预期

视源股份(002841)

国内疫情以及 LCD 涨价冲击下, 业绩逆势增长, 归母净利润超市场预期
公司发布业绩快报, 20 年实现收入 171.44 亿元, 同比增长 0.54%, 归母净利润 19.04 亿元, 同比增长 18.22%, 扣非后归母净利润 18.06 亿元, 同比增长 19.08%。在疫情和面板涨价冲击之下, 归母净利润超出市场预期 (Wind 一致预期 16.40 亿元), 公司全年净利润率超过 11%, 创历史新高, 主要系: 1)公司通过拓展推广方式, 1H20 因疫情延后的订单在 2H20 加速兑现; 2)教育品牌 SEEWO 新品开拓见成效, 会议品牌 MAXHUB V5 新品带动 ASP 提升; 3)股权激励费用计提结束以及全年控费效果显著。我们预计 20-22 年 EPS 为 2.85/3.43/3.89 元, 目标价 137.22 元, 维持买入评级。

4Q20 单季营收延续正增长, 在疫情影响下审慎放缓募投项目进程

公司 4Q 单季营收 47.08 亿元, 同比增长 16.2%, 单季收入占全年比重同比提升 3.7pct, 4Q 单季归母净利润 5 亿元, 同比增长 153.8%, 单季扣非归母净利润 5.31 亿元, 同比增长 206.9%, 单季净利率达到 10.6%, 同比提升 5.76pct, 环比下降 3.3pct。据 20 年 12 月 25 日公告, 基于全球疫情下的施工、经营环境, 公司基于审慎角度, 决定将 19 年发行转债募投的“家电智能控制产品建设项目”和“人机交互技术研究中心建设项目”分别延期一年, 顺延至 22 年 3 月底完成, 有助于降低运营成本, 防控经营风险。

SEEWO 起步拓展 2C 教育市场, 教育场景数字化继续升级

如我们在 21 年年度策略报告《数字+科技的化学变化正发生》所述, 在数据要素市场化浪潮中, 以 5G、AI 为酶, 数据与科技正在城市管理、教育、医疗等场景中产生化学变化。如今, 希沃正基于多年积累的教室大屏的入口优势、教学软件的领先布局优势、对于教学场景的深入理解优势以及教师和学生用户的品牌认同优势, 在学校教学场景数字化的基础上助推家庭教育场景的数字化, 3Q20 公司已成功推出多款 C 端产品。据 20 年 12 月 25 日公告, 截至 20 年 12 月 20 日, 公司 19 年转债募投的智慧校园综合解决方案软件开发项目投入进度已达 96.69%, 继续强化自身软件端优势。

以屏为器显研发之力、行交互之道, 上调目标价, 维持买入评级

基于公司 20 年超市场预期的归母净利润表现, 我们将 21/22 年 19.68/22.00 亿元的归母净利润预期上调至 22.92/26.01 亿元, 参考可比公司 2021 年 Wind 一致预估值 27.78 倍 PE 估值, 考虑到公司具备领先的教育类软件布局和产品品类扩张的差异化竞争优势, 给予公司 2021 年 40 倍 PE 估值, 目标价 137.22 元 (前值: 117.78 元), 维持买入评级。

风险提示: 新产品市场开拓慢于预期; 交互平板市场竞争加剧。

公司基本资料

总股本 (百万股)	668.03
流通 A 股 (百万股)	400.51
52 周内股价区间 (元)	75.00-116.00
总市值 (百万元)	72,575
总资产 (百万元)	13,974
每股净资产 (元)	10.10

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	16,984	17,053	17,144	19,949	22,826
+/-%	56.28	0.41	0.54	16.36	14.42
归属母公司净利润 (百万元)	1,004	1,611	1,904	2,292	2,601
+/-%	45.32	60.41	18.22	20.34	13.51
EPS (元, 最新摊薄)	1.50	2.41	2.85	3.43	3.89
PE (倍)	72.27	45.05	38.11	31.67	27.90

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 视源股份盈利预测调整详情

	2020E			2021E			2022E		
	旧	新	变化	旧	新	变化	旧	新	变化
营业收入 (百万元)	17,527	17,144	-2.18%	19,838	19,949	0.56%	22,021	22,826	3.66%
毛利率	25.3%	26.4%	+1.1pct	24.3%	26.0%	+1.7pct	23.5%	25.0%	+1.5pct
期间费用率	14.0%	13.6%	-0.4pct	12.6%	12.5%	-0.1pct	11.8%	11.7%	-0.1pct
营业利润 (百万元)	1,862	2,093	12.39%	2,163	2,523	16.61%	2,423	2,868	18.35%
归母净利润 (百万元)	1,696	1,904	12.26%	1,968	2,292	16.47%	2,200	2,601	18.22%
EPS (元)	2.54	2.85	12.29%	2.94	3.43	16.50%	3.29	3.89	18.25%

资料来源: 华泰证券研究所

图表2: 可比公司 Wind 一致预期估值表 (截至 2021 年 1 月 25 日)

代码	公司	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)		PE (倍)	
				2020E	2021E	2020E	2021E
002415 CH	海康威视	67.65	6320.82	1.46	1.73	46.37	39.11
300628 CH	亿联网络	81.12	732.10	1.49	1.95	54.56	41.66
300010 CH	豆神教育	7.78	67.56	0.01	0.30	622.40	26.27
600636 CH	国新文化	12.47	55.73	0.48	0.65	25.82	19.24
300559 CH	佳发教育	12.24	48.90	0.71	0.97	17.15	12.65
平均				0.83	1.12	153.26	27.78

资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

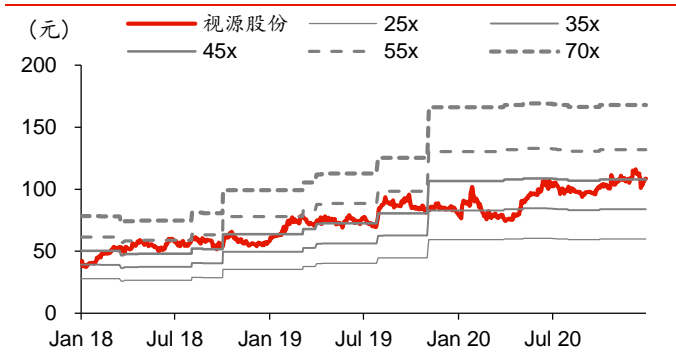
风险提示

新产品市场开拓慢于预期。公司传统电视板卡业务的份额已经做到全球第一, 未来提升空间有限, 新产品如白电板卡、互动平板的市场开拓速度直接影响公司的业绩增量规模, 而智能家居、教育信息化、办公信息化的推进进度仍具有一定不确定性。

交互平板市场竞争加剧。目前教育、会议用的交互平板市场仍处于方兴未艾阶段, 公司在国内市场领先地位稳固, 但是随着微软、谷歌等越来越多厂商的加入, 市场的竞争有加剧风险, 因此, 未来产品的价格和盈利能力具有不确定性。

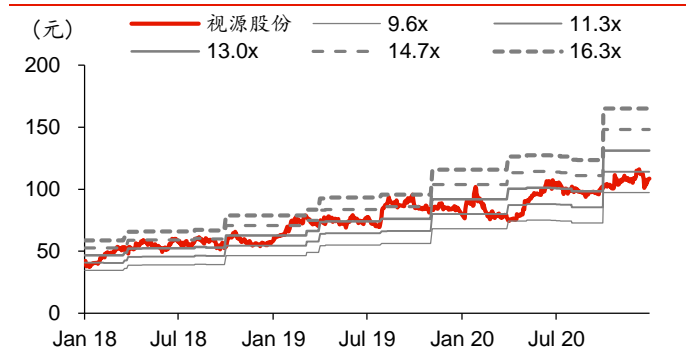
PE/PB - Bands

图表3: 视源股份历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表4: 视源股份历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	5,366	7,564	7,362	11,572	12,317
现金	3,204	3,971	4,286	7,856	8,343
应收账款	104.39	93.25	53.50	130.64	83.17
其他应收账款	21.86	14.87	36.75	19.43	45.17
预付账款	18.58	31.51	25.84	36.40	31.56
存货	1,556	1,433	1,269	1,909	1,908
其他流动资产	461.62	2,020	1,691	1,621	1,907
非流动资产	1,633	2,410	3,628	3,595	3,614
长期投资	8.65	95.49	114.80	142.12	176.52
固定投资	879.83	948.98	1,092	1,259	1,451
无形资产	217.32	280.90	302.33	329.04	360.08
其他非流动资产	527.16	1,084	2,119	1,864	1,627
资产总计	6,999	9,973	10,990	15,167	15,931
流动负债	3,357	3,984	2,763	5,198	3,906
短期借款	10.00	114.73	1.03	57.37	28.68
应付账款	1,945	1,863	1,543	2,521	2,234
其他流动负债	1,402	2,007	1,219	2,620	1,643
非流动负债	118.73	970.35	786.96	661.72	543.13
长期借款	0.00	769.51	637.59	508.11	381.91
其他非流动负债	118.73	200.84	149.37	153.62	161.22
负债合计	3,476	4,954	3,550	5,860	4,449
少数股东权益	120.34	90.44	92.07	94.04	96.27
股本	655.85	655.66	668.21	668.03	668.03
资本公积	810.70	787.37	1,781	1,776	1,776
留存公积	2,161	3,417	4,680	6,213	7,971
归属母公司股东权益	3,403	4,929	7,347	9,213	11,386
负债和股东权益	6,999	9,973	10,990	15,167	15,931

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	1,783	2,374	256.53	4,283	731.14
净利润	1,061	1,612	1,906	2,294	2,603
折旧摊销	84.35	127.36	93.02	111.52	122.87
财务费用	21.57	(65.10)	(192.72)	(190.09)	(241.24)
投资损失	3.79	(20.46)	(30.17)	(19.19)	(16.51)
营运资金变动	435.02	393.73	(1,502)	2,108	(1,719)
其他经营现金	176.88	325.97	(18.00)	(20.78)	(18.88)
投资活动现金	(481.56)	(2,125)	(508.76)	(418.24)	79.81
资本支出	495.48	470.16	390.87	453.17	507.75
长期投资	35.92	(1,654)	(19.31)	(27.32)	(34.40)
其他投资现金	(22.01)	(0.39)	(98.58)	62.24	621.96
筹资活动现金	(93.86)	448.93	566.36	(294.44)	(323.99)
短期借款	10.00	104.73	(113.70)	56.34	(28.68)
长期借款	0.00	769.51	(131.92)	(129.49)	(126.19)
普通股增加	249.53	(0.18)	12.55	(0.18)	0.00
资本公积增加	(24.07)	(23.33)	993.42	(4.61)	0.00
其他筹资现金	(329.32)	(401.80)	(193.98)	(216.50)	(169.11)
现金净增加额	1,190	693.09	314.14	3,571	486.95

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	16,984	17,053	17,144	19,949	22,826
营业成本	13,575	12,393	12,613	14,764	17,124
营业税金及附加	62.59	82.11	66.57	78.32	92.60
营业费用	801.54	1,084	857.22	947.58	1,050
管理费用	497.98	705.03	685.78	748.09	821.73
财务费用	21.57	(65.10)	(192.72)	(190.09)	(241.24)
资产减值损失	(157.46)	(163.44)	(137.16)	(159.59)	(136.95)
公允价值变动收益	19.56	12.02	15.79	13.90	14.84
投资净收益	(3.79)	20.46	30.17	19.19	16.51
营业利润	1,146	1,760	2,093	2,523	2,868
营业外收入	20.78	38.47	27.59	26.71	25.85
营业外支出	7.74	12.09	8.15	8.11	8.75
利润总额	1,159	1,786	2,112	2,541	2,885
所得税	97.58	174.20	205.94	247.82	281.29
净利润	1,061	1,612	1,906	2,294	2,603
少数股东损益	56.77	1.38	1.63	1.97	2.23
归属母公司净利润	1,004	1,611	1,904	2,292	2,601
EBITDA	1,147	1,852	2,115	2,499	2,789
EPS (元, 基本)	1.50	2.41	2.85	3.43	3.89

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	56.28	0.41	0.54	16.36	14.42
营业利润	50.79	53.64	18.89	20.57	13.66
归属母公司净利润	45.32	60.41	18.22	20.34	13.51
获利能力 (%)					
毛利率	20.07	27.32	26.43	25.99	24.98
净利率	6.25	9.45	11.12	11.50	11.41
ROE	30.11	32.12	25.62	24.64	22.67
ROIC	(1,750)	550.24	61.23	264.98	95.64
偿债能力					
资产负债率 (%)	49.66	49.67	32.31	38.64	27.92
净负债比率 (%)	(88.84)	(59.83)	(46.48)	(76.15)	(67.16)
流动比率	1.60	1.90	2.66	2.23	3.15
速动比率	1.05	1.51	2.16	1.84	2.64
营运能力					
总资产周转率	2.84	2.01	1.64	1.53	1.47
应收账款周转率	231.16	172.56	233.66	216.67	213.51
应付账款周转率	7.86	6.51	7.41	7.27	7.20
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.50	2.41	2.85	3.43	3.89
每股经营现金流(最新摊薄)	2.67	3.55	0.38	6.41	1.09
每股净资产(最新摊薄)	5.09	7.09	10.71	13.51	16.76
估值比率					
PE (倍)	72.27	45.05	38.11	31.67	27.90
PB (倍)	21.33	15.32	10.14	8.04	6.48
EV_EBITDA (倍)	60.64	36.80	32.37	25.80	22.96

免责声明

分析师声明

本人，胡剑、刘叶，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师胡剑、刘叶本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场 10 号 41 楼(纽约 10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有 2021 年华泰证券股份有限公司

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com