

证券研究报告—动态报告

信息技术

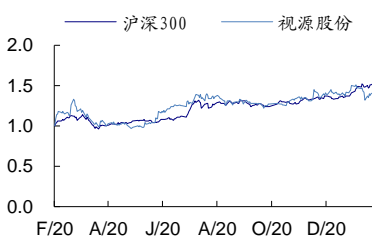
通信

视源股份(002841)
增持

20 年年报快报点评

(维持评级)

2021 年 01 月 26 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	668/401
总市值/流通(百万元)	72,575/43,511
上证综指/深圳成指	3,624/15,710
12 个月最高/最低(元)	117.44/72.37

相关研究报告:

《视源股份-002841-深度报告: 智能商显佼佼者, 持续创新蜕变》——2020-12-14
 《视源股份-002841-2019 年三季报点评: 交互平板龙头符合预期, 单季度毛利率创新高》——2019-10-28
 《视源股份-002841-2019 年半年报点评: 三季度业绩指引超预期, 教育+企业业务市占率进一步提升》——2019-08-26
 《视源股份-002841-2018 年报点评: 巩固板卡业务优势, 持续深耕交互平板市场》——2019-04-04
 《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

证券分析师: 程成

电话: 0755-22940300
 E-MAIL: chengcheng@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513040001

证券分析师: 陈彤

电话: 0755-81981372
 E-MAIL: chentong@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520080001

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
Q4 业绩超预期, 看好业务恢复和新市场放量

公司发布 2020 年业绩快报, 2020 年实现营收 171.44 亿元/+0.54%; 实现归母净利润 19.04 亿元/+18.22%, 业绩超市场预期, 表现优异。

● Q4 业绩增长 153%, 降本增效和费用管控成效显著

Q4 单季度增速环比持续改善明显。Q4 单季度实现营收 47.08 亿元/+16.2%; 实现归母净利润 5.00 亿元/+153.38%; 实现扣非后归母净利润 5.30 亿元/+206.71%。Q4 收入增速恢复主要受益于国内宏观环境回暖、公司产品结构优化和产品竞争力提升。业绩增速优于收入增速得益于公司新技术和新工艺导入下, 降本增效和费用管控效果优异。

● 20 年费用管控优异, 21 年新市场和新产品持续放量

2020 年全年受疫情影响, 收入端增长平缓。分业务来看, TV 板卡业务: 需求下半年持续回暖; **教育业务:** 公司在公立学校市场大屏的地位稳固, 并积极开拓教培、幼教、高职高教等新市场。疫情之下“停课不停学”的远程学习对录播系统和学生终端等新产品拉动明显, 且区域性统一采购的招标项目逐步开始增加。MAXHUB 业务: 伴随疫情后远程办公需求的拉动和用户习惯的培养, 有望加速增长。盈利端, 受原材料价格上涨和市场竞争加剧的影响, 毛利率预计稳中有降; 净利率实现逐年提升, 2018/2019/2020 年的净利率分别为 5.5%/8.9%/10.5%。盈利能力体现的是公司产品竞争力和管理层的经营管理能力, 超出市场预期。**展望 2021 年, 业务持续恢复是趋势, 新市场和新业务持续高增长, 业绩贡献占比提升, 基于公司优秀的供应链能力和市场竞争力, 我们对原材料涨价的不利影响持谨慎乐观态度。**

● 看好公司行业竞争力, 上调盈利预测, 维持“增持”评级

公司业务恢复和降本增效效果超预期, 我们上调盈利预测。原来预计公司 21-22 年营收为 196.9/225.7 亿元, 归母净利润为 18.6/22.6 亿元, 调整后 21-22 年营业收入为 197.4/232.6 亿元, 归母净利润为 21.1/25.8 亿元, 对应 PE 分别为 35/28 倍, 维持“增持”评级。

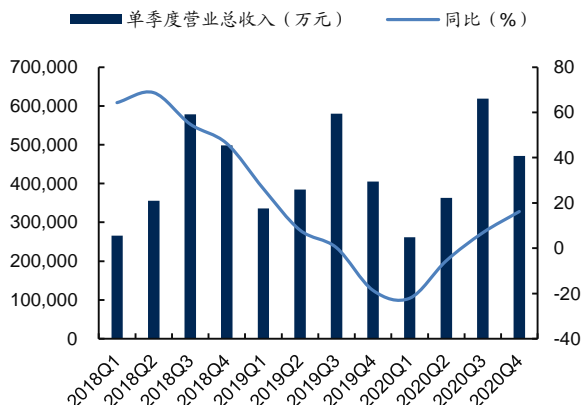
● 风险提示: 原材料涨价影响产品毛利率; 市场竞争加剧; 并购整合风险; 新市场拓展不及预期等。
盈利预测和财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	16,984	17,053	17,144	19,737	23,258
(+/-%)	56.3%	0.4%	0.5%	15.1%	17.8%
净利润(百万元)	1,004	1,611	1,904	2,106	2,580
(+/-%)	5.9%	60.4%	18.2%	10.6%	22.5%
摊薄每股收益(元)	1.53	2.46	2.85	3.15	3.86
EBIT Margin	12.1%	16.4%	12.0%	11.2%	11.5%
净资产收益率(ROE)	29.5%	32.7%	29.9%	26.5%	26.1%
市盈率(PE)	37.1	43.8	38.1	34.5	28.1
EV/EBITDA	31.0	26.0	35.4	32.6	27.3
市净率(PB)	19.41	14.30	11.42	9.15	7.35

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

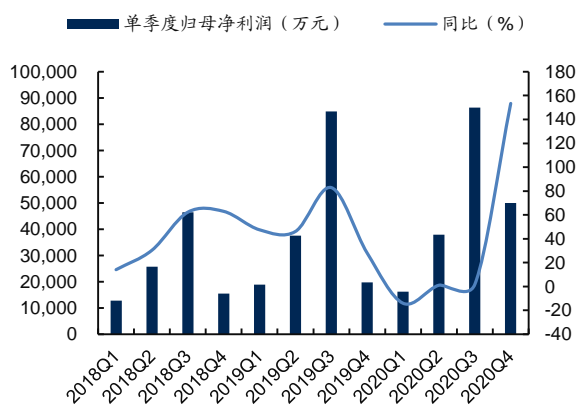
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 公司 2018Q1-2020Q4 营收及增速 (万元、%)



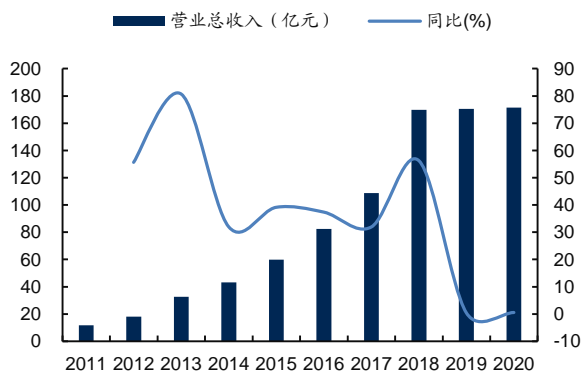
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 2: 公司 2018Q1-2020Q4 归母净利润及增速 (万元、%)



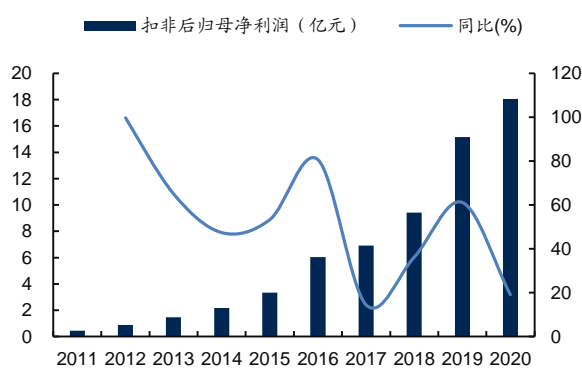
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 3: 公司 2012-2020 年度营收及同比增速 (亿元、%)



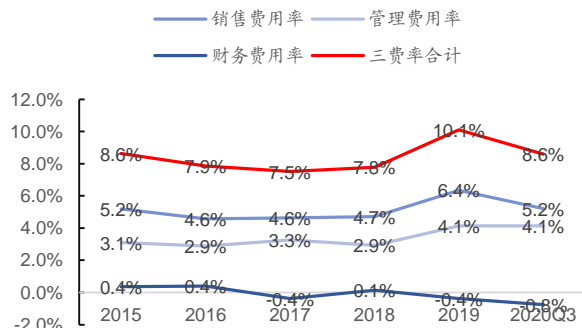
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所分析师整理

图 4: 公司 2012-2020 归母净利润及同比增速 (亿元、%)



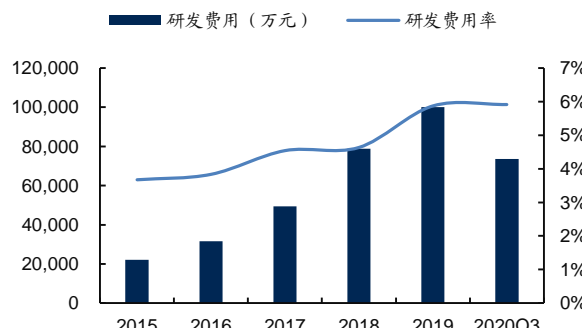
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所分析师整理

图 5: 公司费用率变动情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所分析师整理

图 6: 公司研发费用及研发费用率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所分析师整理

表 1: 可比公司的估值对比 (截止至 2021 年 1 月 25 日)

股票代码	简称	PE (TTM)	总市值(亿元)	EPS			PE			评级
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
002955.SZ	鸿合科技	38.36	48.62	0.69	1.68	2.07	29.80	12.24	9.93	无评级
300628.SZ	亿联网络	58.09	732.10	1.46	1.95	2.57	55.56	41.60	31.56	买入
	平均	48.23	390.36	1.08	1.82	2.32	42.68	26.92	20.75	
002841.SZ	视源股份	45.31	725.75	2.85	3.15	3.86	38.14	34.48	28.14	买入

资料来源: WIND 一致预测、国信证券经济研究所分析师预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	3971	6240	7657	9487	营业收入	17053	17144	19737	23258
应收款项	159	399	341	387	营业成本	12393	12584	14635	17053
存货净额	1433	1486	1693	1983	营业税金及附加	82	63	73	86
其他流动资产	494	343	395	465	销售费用	1084	857	987	1233
流动资产合计	7564	8967	10660	12897	管理费用	705	1589	1827	2221
固定资产	1237	1325	1429	1421	财务费用	(65)	(86)	(130)	(193)
无形资产及其他	281	271	260	250	投资收益	20	70	75	86
投资性房地产	797	797	797	797	资产减值及公允价值变动	175	(130)	(120)	(120)
长期股权投资	95	108	108	108	其他收入	(1290)	0	0	0
资产总计	9973	11469	13255	15473	营业利润	1760	2077	2300	2824
短期借款及交易性金融负债	115	1200	800	200	营业外净收支	26	26	26	26
应付款项	2139	2051	2331	2808	利润总额	1786	2103	2326	2850
其他流动负债	1730	1494	1820	2224	所得税费用	174	198	219	268
流动负债合计	3984	4745	4951	5232	少数股东损益	1	2	2	2
长期借款及应付债券	770	(0)	(0)	(0)	归属于母公司净利润	1611	1904	2106	2580
其他长期负债	201	276	276	276					
长期负债合计	970	275	275	275					
负债合计	4954	5021	5227	5507					
少数股东权益	90	92	93	95					
股东权益	4929	6356	7936	9871					
负债和股东权益总计	9973	11469	13255	15473					

现金流量表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1611	1904	2106	2580
资产减值准备	10	50	13	2
折旧摊销	111	143	175	198
公允价值变动损失	(175)	130	120	120
财务费用	(65)	(86)	(130)	(193)
营运资本变动	368	(340)	418	477
其它	(9)	(49)	(11)	(1)
经营活动现金流	1915	1838	2819	3376
资本开支	(572)	(401)	(401)	(301)
其它投资现金流	(1506)	1006	(75)	0
投资活动现金流	(2165)	592	(476)	(301)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(359)	(476)	(526)	(645)
其它融资现金流	1734	1085	(400)	(600)
融资活动现金流	1016	(161)	(926)	(1245)
现金净变动	767	2269	1417	1830
货币资金的期初余额	3204	3971	6240	7657
货币资金的期末余额	3971	6240	7657	9487
企业自由现金流	2424	1261	2198	2789
权益自由现金流	4158	2423	1916	2363

关键财务与估值指标				
	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	2.46	2.85	3.15	3.86
每股红利	0.55	0.71	0.79	0.97
每股净资产	7.52	9.51	11.88	14.77
ROIC	65%	37%	39%	65%
ROE	33%	30%	27%	26%
毛利率	27%	27%	26%	27%
EBIT Margin	16%	12%	11%	11%
EBITDA Margin	17%	13%	12%	12%
收入增长	0%	1%	15%	18%
净利润增长率	60%	18%	11%	23%
资产负债率	51%	45%	40%	36%
息率	0.5%	0.7%	0.7%	0.9%
P/E	44.2	38.1	34.5	28.1
P/B	14.5	11.4	9.1	7.4
EV/EBITDA	26.3	35.4	32.6	27.3

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