

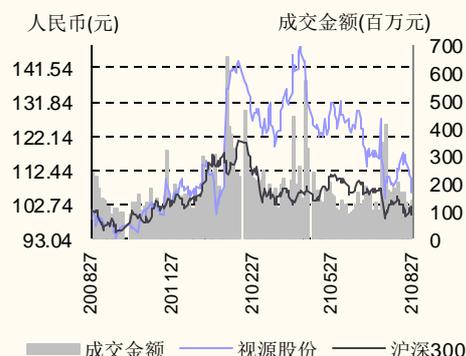
视源股份 (002841.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 106.20 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	6.67
已上市流通 A 股(亿股)	4.51
总市值(亿元)	707.88
年内股价最高最低(元)	147.89/93.04
沪深 300 指数	4827
深证成指	14437



相关报告

1. 《平板逆势增长, H2 有望整体回暖-国金通信-视源股份 2020 中...》, 2020.8.30

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

金晶 联系人
jinjing@gjzq.com.cn

营收结构优化, 净利率短暂下滑且看未来

公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	17,053	17,129	19,834	22,794	26,071
营业收入增长率	0.41%	0.45%	15.79%	14.92%	14.38%
归母净利润(百万元)	1,611	1,902	1,584	2,009	2,616
归母净利润增长率	60.41%	18.04%	-16.70%	26.82%	30.24%
摊薄每股收益(元)	2.457	2.846	2.376	3.014	3.925
每股经营性现金流净额	3.11	2.52	2.18	3.37	4.38
ROE(归属母公司)(摊薄)	32.68%	26.42%	19.52%	21.63%	24.00%
P/E	34.88	40.42	44.69	35.24	27.06
P/B	11.40	10.68	8.72	7.62	6.49

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 2021年8月28日, 公司发布2021年半年报。2021年上半年实现营收79.63亿元, 同比增长27.5%; 实现归母净利润4.3亿元, 同比下降20.51%; 扣非归母净利润3.18亿元, 同比下降28.42%, 业绩略低于预期。

经营分析

- **营收恢复疫情前水平, 业务调整优化盈利结构。**报告期内, 公司营收同比增长27.5PP, 较19H1增长10.51PP, 已完全恢复至疫情前状态, 其中平板业务占比较20H1增长6.3PP, 液晶电视板卡业务占比下降10.63PP, 21H1平板业务毛利率高于板卡业务12.64PP, 营收结构整体优化, 除此之外, 公司其他主营业务收入15.39亿元, 主要包括白电板卡业务等, 毛利率近29%。随着公司平板业务及其他主营业务等高毛利业务占比提升, 未来公司盈利结构将被持续优化。
- **积极拓展销售渠道, 原材料涨价大幅影响盈利。**由于上游“缺芯少屏”原材料价格波动, 报告期内公司毛利率较20年整体下滑2.09PP。除此之外, 公司大力拓展传统业务客户群, 并加大对平板业务线下线上销售渠道投入, 报告期内公司销售费用同增48.84%, 管理费用同增25.51%, 整体导致21H1扣非归母净利润同降28.42%, 但随着原材料价格及销售渠道稳定, 公司未来净利率有望回升。
- **持续看好智能电视及教育平板业务, 长期看好新业务增长曲线。**公司报告期内传统电视板卡业务战略调整, 智能电视板卡出货量占比63.8%, 同增8.06PP, 未来板卡业务有望受益于智能电视需求提升; 受益于教育信息化改革及远程办公趋势加深, 平板业务将持续增长。公司新业务白电板卡等业务, 未来随着智能家电渗透率提升, 有望成为公司新增长曲线。

盈利调整及投资建议

■ 由于公司盈利情况发生较大变化, 我们调整了盈利预期。我们预计公司21-23年营业收入为198.34/227.94/260.71亿元, 归母净利润为15.84 (-24.78%)/20.09 (-20.37%)/26.16亿元, 目标价120元, 维持买入评级。

风险提示

■ 电视板卡需求持续下下滑; 交互平板竞争加剧; 新业务拓展不及预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	16,984	17,053	17,129	19,834	22,794	26,071
增长率		0.4%	0.4%	15.8%	14.9%	14.4%
主营业务成本	-13,575	-12,393	-12,582	-14,933	-17,033	-19,360
%销售收入	79.9%	72.7%	73.5%	75.3%	74.7%	74.3%
毛利	3,409	4,659	4,547	4,901	5,761	6,711
%销售收入	20.1%	27.3%	26.5%	24.7%	25.3%	25.7%
营业税金及附加	-63	-82	-70	-83	-96	-109
%销售收入	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-802	-1,084	-1,008	-1,388	-1,550	-1,695
%销售收入	4.7%	6.4%	5.9%	7.0%	6.8%	6.5%
管理费用	-498	-705	-689	-992	-1,026	-1,043
%销售收入	2.9%	4.1%	4.0%	5.0%	4.5%	4.0%
研发费用	-788	-1,001	-881	-1,091	-1,185	-1,304
%销售收入	4.6%	5.9%	5.1%	5.5%	5.2%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	1,259	1,787	1,899	1,347	1,904	2,561
%销售收入	7.4%	10.5%	11.1%	6.8%	8.4%	9.8%
财务费用	-22	65	146	40	48	76
%销售收入	0.1%	-0.4%	-0.9%	-0.2%	-0.2%	-0.3%
资产减值损失	-157	168	153	190	87	62
公允价值变动收益	20	12	-25	0	0	0
投资收益	-4	20	112	120	120	120
%税前利润	n.a	1.1%	5.4%	7.0%	5.5%	4.2%
营业利润	1,146	1,760	2,052	1,697	2,158	2,819
营业利润率	6.7%	10.3%	12.0%	8.6%	9.5%	10.8%
营业外收支	13	26	21	25	25	25
税前利润	1,159	1,786	2,073	1,722	2,183	2,844
利润率	6.8%	10.5%	12.1%	8.7%	9.6%	10.9%
所得税	-98	-174	-161	-138	-175	-227
所得税率	8.4%	9.8%	7.8%	8.0%	8.0%	8.0%
净利润	1,061	1,612	1,912	1,584	2,009	2,616
少数股东损益	57	1	10	0	0	0
归属于母公司的净利润	1,004	1,611	1,902	1,584	2,009	2,616
净利率	5.9%	9.4%	11.1%	8.0%	8.8%	10.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,061	1,612	1,912	1,584	2,009	2,616
少数股东损益	57	1	10	0	0	0
非现金支出	242	-40	-6	-20	125	192
非经营收益	-33	-23	-73	-126	-69	-72
营运资金变动	513	489	-152	21	184	192
经营活动现金净流	1,783	2,038	1,681	1,459	2,249	2,929
资本开支	-482	-468	-438	-434	-435	-435
投资	-21	-1,667	-1,883	-22	-6	-10
其他	22	11	75	120	120	120
投资活动现金净流	-482	-2,125	-2,246	-336	-321	-325
股权募资	164	0	25	0	0	0
债权募资	-16	918	424	397	-209	95
其他	-259	-474	-561	-736	-911	-1,075
筹资活动现金净流	-111	444	-112	-338	-1,120	-980
现金净流量	1,190	358	-677	785	808	1,624

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	3,204	3,971	3,829	4,614	5,422	7,045
应收款项	330	477	558	773	924	1,082
存货	1,556	1,433	1,829	2,408	2,747	3,092
其他流动资产	276	1,682	811	886	916	952
流动资产	5,366	7,564	7,027	8,681	10,008	12,171
%总资产	76.7%	75.8%	55.9%	59.3%	61.7%	65.5%
长期投资	18	606	3,354	3,421	3,427	3,437
固定资产	947	1,237	1,539	1,785	1,991	2,158
%总资产	13.5%	12.4%	12.3%	12.2%	12.3%	11.6%
无形资产	279	400	420	464	506	546
非流动资产	1,633	2,410	5,534	5,951	6,205	6,421
%总资产	23.3%	24.2%	44.1%	40.7%	38.3%	34.5%
资产总计	6,999	9,973	12,560	14,631	16,212	18,592
短期借款	24	115	798	1,278	1,069	1,163
应付款项	2,384	2,531	2,805	3,121	3,510	3,932
其他流动负债	949	1,339	1,345	1,777	1,976	2,192
固定负债	3,357	3,984	4,948	6,177	6,554	7,287
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	119	970	292	218	248	281
负债	3,476	4,954	5,240	6,395	6,802	7,568
普通股股东权益	3,403	4,929	7,198	8,114	9,288	10,902
其中股本	656	656	668	668	668	668
未分配利润	2,021	3,149	4,555	5,471	6,644	8,258
少数股东权益	120	90	122	122	122	122
负债股东权益合计	6,999	9,973	12,560	14,631	16,212	18,592

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	1.532	2.457	2.846	2.376	3.014	3.925
每股净资产	5.192	7.517	10.773	12.174	13.935	16.356
每股经营现金净流	2.720	3.109	2.516	2.184	3.367	4.384
每股股利	0.600	0.540	0.750	1.000	1.250	1.500
回报率						
净资产收益率	29.51%	32.68%	26.42%	19.52%	21.63%	24.00%
总资产收益率	14.35%	16.15%	15.14%	10.83%	12.39%	14.07%
投入资本收益率	32.46%	27.30%	21.55%	13.00%	16.69%	19.30%
增长率						
主营业务收入增长率	56.28%	0.41%	0.45%	15.79%	14.92%	14.38%
EBIT增长率	61.86%	41.97%	6.24%	-29.06%	41.37%	34.47%
净利润增长率	45.32%	60.41%	18.04%	-16.70%	26.82%	30.24%
总资产增长率	41.35%	42.49%	25.94%	16.49%	10.81%	14.68%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.6	2.1	2.4	4.0	4.0	4.0
存货周转天数	35.6	44.0	47.3	55.0	54.0	53.0
应付账款周转天数	46.4	56.1	59.1	60.0	59.0	58.0
固定资产周转天数	18.9	20.3	28.5	29.1	28.7	27.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-90.25%	-91.50%	-47.51%	-45.93%	-51.00%	-57.40%
EBIT利息保障倍数	58.4	-27.5	-13.0	-34.0	-40.0	-33.5
资产负债率	49.66%	49.67%	41.72%	43.71%	41.96%	40.70%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	4	7	12	31
增持	0	1	3	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.20	1.30	1.25	1.00

来源：聚源数据

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

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
2	2020-08-30	买入	102.03	120.00 ~ 120.00

来源：国金证券研究所



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：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402