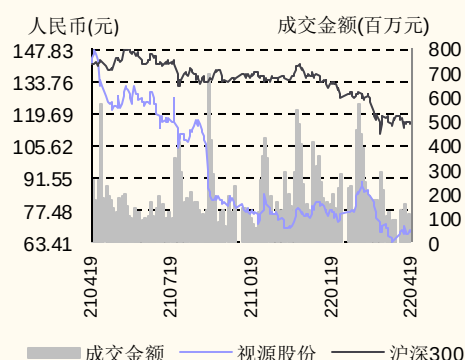


视源股份 (002841.SZ) 买入 (维持评级)
公司点评

市场价格 (人民币): 68.25 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)	454.92
年内股价最高最低(元)	147.89/63.41
沪深 300 指数	4135
深证成指	11633


相关报告

1. 《营收结构优化, 净利率短暂下滑且看未来 - 视源股份 2021H1 半 ... 》, 2021.8.20

新业务快速增长, 智能商显龙头盈利有望改善
公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	17,129	21,226	25,708	31,537	39,124
营业收入增长率	0.45%	23.91%	21.12%	22.67%	24.06%
归母净利润(百万元)	1,902	1,699	2,258	2,794	3,456
归母净利润增长率	18.04%	-10.65%	32.87%	23.79%	23.66%
摊薄每股收益(元)	2.846	2.549	3.387	4.192	5.184
每股经营性现金流净额	2.75	3.62	2.45	4.94	6.29
ROE(归属母公司)(摊薄)	26.42%	20.33%	22.70%	23.47%	24.06%
P/E	40.42	31.94	20.15	16.28	13.16
P/B	10.68	6.49	4.57	3.82	3.17

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 4 月 19 日, 公司发布 2021 年报, 21 年实现营收 212.26 亿元, 同比增长 23.9%; 实现归母净利润 16.99 亿元, 同比下降 10.65%; 扣非归母净利润 14.68 亿元, 同比下降 17.08%, 业绩基本符合预期。

经营分析

- **海外业务快速增长, 原材料涨价影响毛利率。**报告期内, 公司营收实现稳步增长, 其中海外业务 50 亿元, 同比增长 76.24%。分产品来看, TV 板卡业务收入较去年基本持平, 交互平板业务整体同比增长 37%, 新业务方面公司 LED 显示业务收入同比增长 50%, 生活电器业务同比增长 122.80%。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 1.17PP, 但整体影响已逐步缓解, 大尺寸液晶面板价格已于 21 年中回落, 21H2 毛利率较 21H1 增长 1.47PP, 叠加交互平板、新业务等高毛利产品占比提升, 公司整体毛利率将呈上升趋势。
- **加大对人员、研发及营销投入, 盈利短期承压。**报告期内, 公司实施股权激励计划, 股份支付费用同比增加 1.66 亿元; 社保缴费水平恢复、营销和技术人员有所增加, 社保费用同比增加 1.07 亿元; 加大研发投入, 研发费用增加 2.84 亿元; 加快市场开拓和品牌推广, 广告宣传费增加 6911 万元, 公司整体销售/研发/管理费用率同比增加 0.57PP/0.33PP/0.59PP, 21 年净利润承压, 净利率同比减少 3.13PP, 看好公司毛利率提升叠加龙头规模效应带来 22 年盈利改善机会。
- **非公开发行项目获批增强实力, 长期看好智能显示交互龙头发展。**公司非公开项目已于 4 月 6 日获批, 募集资金近 20 亿元用于交互智能显控产品项目, 为期 36 个月, 有望增强公司在交互平板业务实力。公司 21 年 TV 板卡全球市占率 31.57%, 教育平板产品希沃国内市占率 47.5%, MAXHUB 企业服务平板市占率 27.5%, 均处于龙头地位, 公司白电、LED 等部件新业务有望成为第二增长曲线, 海外业务重点发力将为公司打开新的增长空间。

盈利调整及投资建议

- 结合公司最新业绩, 我们预计公司 22-24 年营业收入为 257 (+12.72%) /315 (+21.15%) /391 亿元, 归母净利润为 22.58 (+12.39%) /27.94 (+6.8%) /34.56 亿元, 对应 PE 20X/16X/13X, 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。

罗露

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

金晶

 联系人
jinjing@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	17,053	17,129	21,226	25,708	31,537	39,124
增长率		0.4%	23.9%	21.1%	22.7%	24.1%
主营业务成本	-12,393	-12,582	-15,839	-18,955	-23,233	-28,827
%销售收入	72.7%	73.5%	74.6%	73.7%	73.7%	73.7%
毛利	4,659	4,547	5,387	6,753	8,304	10,297
%销售收入	27.3%	26.5%	25.4%	26.3%	26.3%	26.3%
营业税金及附加	-82	-70	-80	-103	-126	-156
%销售收入	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-1,084	-1,008	-1,370	-1,671	-2,050	-2,543
%销售收入	6.4%	5.9%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%
管理费用	-705	-689	-978	-1,157	-1,419	-1,761
%销售收入	4.1%	4.0%	4.6%	4.5%	4.5%	4.5%
研发费用	-1,001	-881	-1,163	-1,414	-1,703	-2,074
%销售收入	5.9%	5.1%	5.5%	5.5%	5.4%	5.3%
息税前利润 (EBIT)	1,787	1,899	1,795	2,409	3,006	3,763
%销售收入	10.5%	11.1%	8.5%	9.4%	9.5%	9.6%
财务费用	65	146	51	33	80	144
%销售收入	-0.4%	-0.9%	-0.2%	-0.1%	-0.3%	-0.4%
资产减值损失	0	0	0	-160	-204	-288
公允价值变动收益	12	-25	14	0	0	0
投资收益	20	112	203	200	200	200
%税前利润	1.1%	5.4%	10.9%	7.9%	6.4%	5.2%
营业利润	1,760	2,052	1,831	2,492	3,091	3,829
营业利润率	10.3%	12.0%	8.6%	9.7%	9.8%	9.8%
营业外收支	26	21	27	25	25	25
税前利润	1,786	2,073	1,858	2,517	3,116	3,854
利润率	10.5%	12.1%	8.8%	9.8%	9.9%	9.9%
所得税	-174	-161	-154	-252	-312	-385
所得税率	9.8%	7.8%	8.3%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	1,612	1,912	1,703	2,266	2,804	3,469
少数股东损益	1	10	5	8	10	13
归属于母公司的净利润	1,611	1,902	1,699	2,258	2,794	3,456
净利率	9.4%	11.1%	8.0%	8.8%	8.9%	8.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,612	1,912	1,703	2,266	2,804	3,469
少数股东损益	1	10	5	8	10	13
非现金支出	127	147	197	168	213	298
非经营收益	-23	-73	-240	-128	-187	-211
营运资金变动	489	-152	749	-672	464	634
经营活动现金净流	2,206	1,834	2,410	1,634	3,295	4,190
资本开支	-468	-438	-661	-673	-675	-675
投资	-1,667	-1,883	-725	446	0	0
其他	11	75	83	200	200	200
投资活动现金净流	-2,125	-2,246	-1,302	-27	-475	-475
股权募资	0	25	22	0	0	0
债权募资	918	424	275	-441	-429	-288
其他	-474	-561	-234	-741	-881	-1,024
筹资活动现金净流	444	-112	63	-1,182	-1,310	-1,312
现金净流量	525	-524	1,171	425	1,510	2,404

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	3,971	3,829	4,998	5,415	6,921	9,321
应收款项	477	558	334	459	541	645
存货	1,433	1,829	2,383	2,368	2,693	3,088
其他流动资产	1,682	811	709	768	890	1,018
流动资产	7,564	7,027	8,424	9,011	11,044	14,071
%总资产	75.8%	55.9%	54.3%	53.8%	56.7%	60.6%
长期投资	606	3,354	4,222	4,223	4,223	4,223
固定资产	1,237	1,539	1,943	2,543	3,143	3,743
%总资产	12.4%	12.3%	12.5%	15.2%	16.1%	16.1%
无形资产	400	420	491	595	697	799
非流动资产	2,410	5,534	7,083	7,741	8,441	9,141
%总资产	24.2%	44.1%	45.7%	46.2%	43.3%	39.4%
资产总计	9,973	12,560	15,508	16,751	19,486	23,213
短期借款	115	798	1,091	728	300	12
应付款项	2,531	2,805	3,369	3,699	4,534	5,624
其他流动负债	1,339	1,345	1,935	1,698	2,002	2,385
固定负债	3,984	4,948	6,394	6,126	6,836	8,022
长期贷款	0	0	200	200	200	200
其他长期负债	970	292	383	297	350	422
负债	4,954	5,240	6,978	6,622	7,385	8,643
普通股股东权益	4,929	7,198	8,356	9,947	11,908	14,364
其中：股本	656	668	667	667	667	667
未分配利润	3,149	4,555	5,529	7,120	9,082	11,538
少数股东权益	90	122	174	182	192	205
负债股东权益合计	9,973	12,560	15,508	16,751	19,486	23,213

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	2.457	2.846	2.549	3.387	4.192	5.184
每股净资产	7.517	10.773	12.536	14.922	17.865	21.549
每股经营现金净流	3.365	2.745	3.615	2.451	4.944	6.287
每股股利	0.750	1.000	0.900	1.000	1.250	1.500
回报率						
净资产收益率	32.68%	26.42%	20.33%	22.70%	23.47%	24.06%
总资产收益率	16.15%	15.14%	10.96%	13.48%	14.34%	14.89%
投入资本收益率	27.30%	21.55%	16.71%	19.57%	21.43%	22.88%
增长率						
主营业务收入增长率	0.41%	0.45%	23.91%	21.12%	22.67%	24.06%
EBIT增长率	41.97%	6.24%	-5.46%	34.16%	24.78%	25.21%
净利润增长率	60.41%	18.04%	-10.65%	32.87%	23.79%	23.66%
总资产增长率	42.49%	25.94%	23.47%	8.02%	16.32%	19.13%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.1	2.4	2.5	2.5	2.5	2.5
存货周转天数	44.0	47.3	48.5	48.0	47.0	46.0
应付账款周转天数	56.1	59.1	56.0	55.0	55.0	55.0
固定资产周转天数	20.3	28.5	27.4	29.7	30.0	28.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-91.50%	-47.51%	-43.73%	-44.53%	-53.26%	-62.68%
EBIT利息保障倍数	-27.5	-13.0	-35.0	-72.1	-37.7	-26.1
资产负债率	49.67%	41.72%	44.99%	39.53%	37.90%	37.24%

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	2	8	13	21	34
增持	0	0	1	2	1
中性	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.07	1.17	1.08

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-08-30	买入	102.03	120.00 ~ 120.00
2	2021-08-29	买入	106.20	N/A

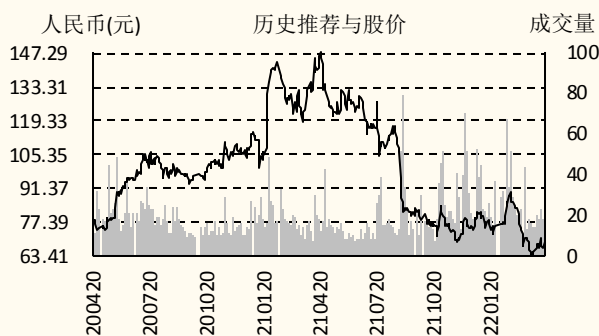
来源：国金证券研究所

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: 中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402