

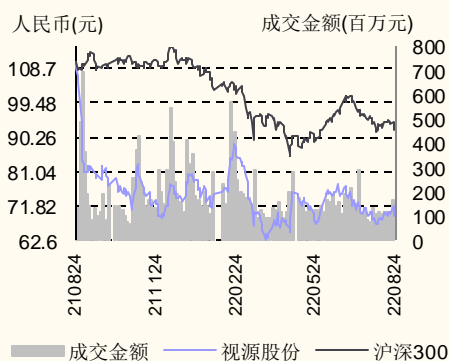
视源股份 (002841.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 69.05 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	6.96
已上市流通 A 股(亿股)	6.67
总市值(亿元)	480.60
年内股价最高最低(元)	110.14/62.60
沪深 300 指数	4082
深证成指	12096



相关报告

- 1.《盈利持续改善, 新业务打开第二增长曲线-国金通信-视源股份 22...》, 2022.7.12
- 2.《新业务快速增长, 智能商显龙头盈利有望改善-国金通信-视源股份...》, 2022.4.20
- 3.《营收结构优化, 净利率短暂下滑且看未来-视源股份 2021H1 半...》, 2021.8.29

罗露

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

金晶

联系人
jinjing@gjzq.com.cn

全球化+新业务扩张加速, 盈利上行趋势明显

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	2,262	2,776	3,406
归母净利润增长率	18.04%	-10.65%	33.15%	22.73%	22.68%
摊薄每股收益(元)	2.846	2.549	3.250	3.989	4.894
每股经营性现金流净额	2.97	4.05	2.90	4.47	5.65
ROE(归属母公司)(摊薄)	26.42%	20.33%	19.03%	20.13%	21.08%
P/E	40.42	31.94	21.24	17.31	14.11
P/B	10.68	6.49	4.04	3.48	2.97

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2022年8月24日, 公司发布2022年半年报。2022年上半年实现营收89.8亿元, 同比增长12.8%; 实现归母净利润6.7亿元, 同比增长57.4%; 扣非归母净利润5.6亿元, 同比增长76%, 业绩略超预期。

经营分析

- **海外交互平板和新产品收入增速亮眼, 盈利能力明显改善。**报告期内, 公司营收同比增长12.8%, 拆分来看, 新产品和海外交互平板业务表现亮眼, IoT模组和投影板卡实现营收1.9亿, 同比+65.6%; 生活电器主攻变频控制和家电智能交互解决方案, 实现营收3.1亿, 同比+65%; 海外交互平板实现营收21亿元, 同比+44%。国内教育和商用平板, 市场疲软, 行业整体出货量均下滑超过30%, 公司相应业务同比下降24.5%/2.7%。盈利方面, 公司22H1净利润6.7亿元, 同比+57.4%, 利润增长主要源于毛利率水平的修复, 整体毛利率27.24%, 同比+2.78%。
- **商教领域新品频出, 上游面板价格回落带动公司毛利率提升。**5月, 希沃发布第六代智能黑板等九大数字化产品及服务, MAXHUB发布V6系列平板及周边产品, 提供从终端硬件到系统、服务的全套数字化解决方案, 带动产品单价提升。上游主要原材料价格回落, 8月32/43/55/65吋面板均价分别为27/51/84/110美元/片, 对应去年7月最高位回落69/63/63/62%。当前上游面板厂商下调稼动率, 但考虑到下游主力彩电需求疲软, 供需关系难以在短期内恢复平衡, 面板价格回弹可能性不高, 公司有望保持高毛利率水平。
- **海外市场高景气度持续, 国内市场有望复苏。**当前海外智能交互平板市场处于渗透率早期, 国外政府教育信息化政策执行期至30年, 海外需求有望继续保持。国内教育市场迎来第三季度的集中采购, 商用平板处于产品投入期, 公司ODM与自有品牌战略并进, 充分发挥自身品牌龙头优势、成本优势和产业生态优势, 有望在整体市场扩张过程中, 抢占更多市场份额。

投资建议

- 我们看好公司作为智能显示交互龙头发力整机出海与新业务, 扩大收入规模, 同时面板价格回落提升盈利能力。我们预计公司22-24年归母净利润22.6/27.8/34.1亿元, 对应PE21x/17x/14x, 维持“买入”评级。

风险提示

- 电视板卡需求持续下滑; 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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	17,053	17,129	21,226	25,708	31,537	39,124	货币资金	3,971	3,829	4,998	6,566	8,229	10,588
增长率		0.4%	23.9%	21.1%	22.7%	24.1%	应收款项	477	558	334	459	541	645
主营业务成本	-12,393	-12,582	-15,839	-18,955	-23,233	-28,827	存货	1,433	1,829	2,383	2,443	2,932	3,560
%销售收入	72.7%	73.5%	74.6%	73.7%	73.7%	73.7%	其他流动资产	1,682	811	709	768	890	1,018
毛利	4,659	4,547	5,387	6,753	8,304	10,297	流动资产	7,564	7,027	8,424	10,236	12,592	15,811
%销售收入	27.3%	26.5%	25.4%	26.3%	26.3%	26.3%	%总资产	75.8%	55.9%	54.3%	56.9%	59.7%	63.2%
营业税金及附加	-82	-70	-80	-103	-126	-156	长期投资	606	3,354	4,222	4,223	4,223	4,223
%销售收入	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	1,237	1,539	1,943	2,543	3,143	3,743
销售费用	-1,084	-1,008	-1,370	-1,671	-2,050	-2,543	%总资产	12.4%	12.3%	12.5%	14.1%	14.9%	15.0%
%销售收入	6.4%	5.9%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	无形资产	400	420	491	595	747	849
管理费用	-705	-689	-978	-1,157	-1,419	-1,761	非流动资产	2,410	5,534	7,083	7,741	8,491	9,191
%销售收入	4.1%	4.0%	4.6%	4.5%	4.5%	4.5%	%总资产	24.2%	44.1%	45.7%	43.1%	40.3%	36.8%
研发费用	-1,001	-881	-1,163	-1,414	-1,703	-2,074	资产总计	9,973	12,560	15,508	17,977	21,083	25,002
%销售收入	5.9%	5.1%	5.5%	5.5%	5.4%	5.3%	短期借款	115	798	1,091	12	12	12
息税前利润 (EBIT)	1,787	1,899	1,795	2,409	3,006	3,763	应付款项	2,531	2,805	3,369	3,699	4,534	5,624
%销售收入	10.5%	11.1%	8.5%	9.4%	9.5%	9.6%	其他流动负债	1,339	1,345	1,935	1,698	2,001	2,382
财务费用	65	146	51	-1	-70	-109	流动负债	3,984	4,948	6,394	5,410	6,547	8,019
%销售收入	-0.4%	-0.9%	-0.2%	0.0%	0.2%	0.3%	长期贷款	0	0	200	200	200	200
资产减值损失	-168	-153	-292	-85	-40	-55	其他长期负债	970	292	383	297	350	422
公允价值变动收益	12	-25	14	0	0	0	负债	4,954	5,240	6,978	5,906	7,097	8,641
投资收益	20	112	203	200	200	200	普通股股东权益	4,929	7,198	8,356	11,888	13,794	16,156
%税前利润	1.1%	5.4%	10.9%	7.9%	6.5%	5.3%	其中：股本	656	668	667	696	696	696
营业利润	1,760	2,052	1,831	2,522	3,096	3,799	未分配利润	3,149	4,555	5,529	7,096	9,002	11,364
营业利润率	10.3%	12.0%	8.6%	9.8%	9.8%	9.7%	少数股东权益	90	122	174	182	192	205
营业外收支	26	21	27	0	0	0	负债股东权益合计	9,973	12,560	15,508	17,977	21,083	25,002
税前利润	1,786	2,073	1,858	2,522	3,096	3,799	比率分析						
利润率	10.5%	12.1%	8.8%	9.8%	9.8%	9.7%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-174	-161	-154	-252	-310	-380	每股指标						
所得税率	9.8%	7.8%	8.3%	10.0%	10.0%	10.0%	每股收益	2.457	2.846	2.549	3.250	3.989	4.894
净利润	1,612	1,912	1,703	2,270	2,786	3,419	每股净资产	7.517	10.773	12.536	17.080	19.819	23.213
少数股东损益	1	10	5	8	10	13	每股经营现金净流	3.620	2.974	4.053	2.904	4.473	5.649
归属于母公司的净利润	1,611	1,902	1,699	2,262	2,776	3,406	每股股利	0.750	1.000	0.900	1.000	1.250	1.500
净利率	9.4%	11.1%	8.0%	8.8%	8.8%	8.7%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	32.68%	26.42%	20.33%	19.03%	20.13%	21.08%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	16.15%	15.14%	10.96%	12.58%	13.17%	13.62%
净利润	1,612	1,912	1,703	2,270	2,786	3,419	投入资本收益率	27.30%	21.55%	16.71%	17.62%	19.02%	20.41%
少数股东损益	1	10	5	8	10	13	增长率						
非现金支出	295	301	489	93	49	65	主营业务收入增长率	0.41%	0.45%	23.91%	21.12%	22.67%	24.06%
非经营收益	-23	-73	-240	-117	-185	-185	EBIT增长率	41.97%	6.24%	-5.46%	34.16%	24.78%	25.21%
营运资金变动	489	-152	749	-225	463	633	净利润增长率	60.41%	18.04%	-10.65%	33.15%	22.73%	22.68%
经营活动现金净流	2,374	1,988	2,702	2,021	3,114	3,932	总资产增长率	42.49%	25.94%	23.47%	15.92%	17.28%	18.59%
资本开支	-468	-438	-661	-708	-760	-710	资产管理能力						
投资	-1,667	-1,883	-725	0	0	0	应收账款周转天数	2.1	2.4	2.5	2.5	2.5	2.5
其他	11	75	83	200	200	200	存货周转天数	44.0	47.3	48.5	48.0	47.0	46.0
投资活动现金净流	-2,125	-2,246	-1,302	-508	-560	-510	应付账款周转天数	56.1	59.1	56.0	55.0	55.0	55.0
股权募资	0	25	22	1,966	0	0	固定资产周转天数	20.3	28.5	27.4	29.7	30.0	28.8
债权募资	918	424	275	-1,157	0	0	偿债能力						
其他	-469	-537	-208	-747	-885	-1,059	净负债/股东权益	-91.50%	-47.51%	-43.73%	-52.83%	-57.49%	-63.56%
筹资活动现金净流	449	-88	89	62	-885	-1,059	EBIT利息保障倍数	-27.5	-13.0	-35.0	2,100.5	43.0	34.5
现金净流量	693	-371	1,463	1,575	1,668	2,363	资产负债率	49.67%	41.72%	44.99%	32.86%	33.66%	34.56%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	3	15	22	50
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	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	2020-08-30	买入	102.03	120.00 ~ 120.00
2	2021-08-29	买入	106.20	N/A
3	2022-04-20	买入	68.25	N/A
4	2022-07-12	买入	70.72	N/A

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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，而不应对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、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

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