

公司研究/中报点评

2019年08月25日

电子元器件/元件 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 71.22
合理价格区间(元): 84.83~92.10

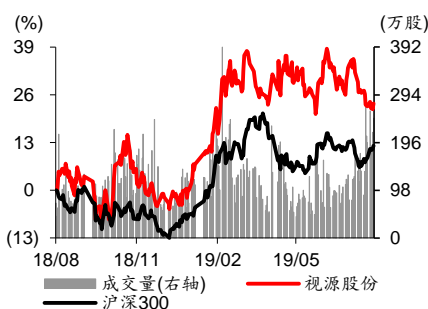
胡剑 执业证书编号: S0570518080001
研究员 021-28972072
hujian@htsc.com

刘叶 执业证书编号: S0570519060003
研究员 021-38476072
liuye@htsc.com

相关研究

- 1 《视源股份(002841,买入): 19Q1 业绩超预期, 上半年展望乐观》2019.04
- 2 《视源股份(002841,买入): 以屏为器显研发之力、行交互之道》2019.03
- 3 《视源股份(002841,买入): 软件强化竞争力, 教育市场潜力足》2019.01

一年内股价走势图



资料来源: Wind

优秀一如既往, Q3 指引大超预期

视源股份(002841)

上半年业绩略超预期, Q3 业绩指引大幅超预期, 维持买入评级

视源上半年实现营收 72.05 亿元(YoY+15.85%), 归母净利润 5.64 亿元(YoY+46.46%), 扣非后归母净利润 5.35 亿元(YoY+45.73%), 略超市场预期, 主要系上游原材料价格下跌造成的盈利能力改善, 19H1 公司毛利率 25.99%, 同比提升 6.22pct。此外, 公司预计 1-9 月归母净利润 12.32-14.48 亿元, 同比增长 45%-70%, 对应 19Q3 单季归母净利润 6.68-8.84 亿元, 同比增长 43.66%-90.11%, 大幅超出市场预期。基于公司毛利率的趋势性改善, 我们将公司 EPS 预期由 2.21/3.01/4.12 元调整至 2.42/3.30/4.07 元, 对应目标价由 78.55-83.23 上调至 84.83-92.10 元, 维持买入评级。

板卡毛利率大幅改善, 基于智能电视渗透率提升, 营收增长空间犹存

19H1 公司板卡营收 39.14 亿元(YoY+8.83%), 在去年同比增长 72.77% 的高基数前提下依然实现正增长, 超出市场预期。19H1 智能电视板卡营收 28.37 亿元(YoY+20.97%), 出货量占到整体的 47.15%, 同比提升 11.7pct。同时, 公司通过新技术、新工艺的导入, 加速优势供应商及物料寻源导入的速度, 叠加被动元件、PCB 等部分电子原材料价格的下跌, 实现板卡毛利率提升 6.8pct 达到 18.54%。我们认为, 仅仅凭借智能电视渗透率的提升, 公司 19-21 年板卡营收增速仍有望达到 22.83%/14.18%/9.15%。

希沃深度理解教育场景, 以软件为重要卖点的硬件有望抢占更大市场份额

19H1 希沃交互平板营收 20.96 亿元(YoY+14.15%), 根据 AVC 数据, 在大陆教育 IWB 销额同比下滑 12.7% 的背景下, 希沃销售额市占率提升 3.4pct 达到 40.40%, 稳居榜首。我们认为, 当前的希沃已完成了从单一硬件商向教育信息化应用工具提供商的角色转变, 在硬件同质化竞争加剧之际, 我们认为学生们更需要的是屏幕这扇窗背后的内容资源, 老师们更需要的是轻松推开这扇窗的培训与服务, 因此视源的战略格局、执行力与服务意识优势凸显, 公司以软件为重要卖点的硬件有望抢占更大市场份额。

MAXHUB 在 5G 时代的远程会议场景中前景可期, 品类扩张进行时

19H1 公司 MAXHUB 交互平板营收 3.42 亿元(YoY+39.66%), 根据 AVC 数据, MAXHUB 销额市占率提升 4.7pct 达到 32.4%, 维持市场第一。面对 5G 远程会议应用场景, 公司在交互平板基础上开拓出会议门牌、AI 无线麦克风、笔迹及会议管理软件等产品, 将 MAXHUB 业务拓宽到全流程的会议解决方案, 品类扩张战略逐步落地。

能力边界广泛的交互大屏王者, 上调目标价, 维持买入评级

基于公司上半年超预期的业绩表现和毛利率水平, 我们将公司 19-21 年业绩预期由 14.5/19.77/27.01 亿元调整至 15.9/21.62/26.68 亿元, 参考可比公司 19 年平均 26.87 倍 PE 估值, 考虑到视源在软件、AI 等领域的全面技术布局及 19 年业绩高增速预期, 给予公司 19 年 35-38 倍 PE 估值, 对应目标价由 79.61-84.03 元上调至 84.83-92.10 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)	655.85
流通 A 股 (百万股)	68.19
52 周内股价区间 (元)	52.40-80.00
总市值 (百万元)	46,709
总资产 (百万元)	8,490
每股净资产 (元)	5.91

资料来源: 公司公告

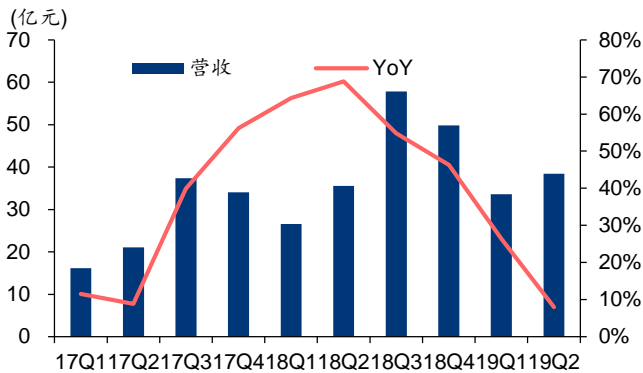
经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	10,868	16,984	21,331	25,391	29,450
+/-%	31.92	56.28	25.60	19.03	15.99
归属母公司净利润 (百万元)	691.08	1,004	1,590	2,162	2,668
+/-%	(6.86)	45.32	58.28	36.00	23.43
EPS (元, 最新摊薄)	1.05	1.53	2.42	3.30	4.07
PE (倍)	68.49	47.13	29.78	21.89	17.74

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

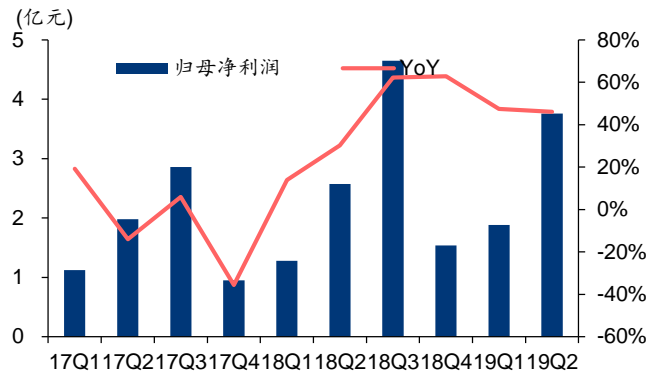
投资建议

图表1：视源股份季度营收数据



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表2：视源股份季度归母净利润数据



资料来源：Wind、华泰证券研究所

基于公司上半年超预期的业绩表现和毛利率水平，我们将公司 19-21 年板卡业务毛利率由 13.74%、13.47%、13.64%上调至 17.50%、17.43%、17.27%，19-21 年交互智能平板营收增速由 41.67%、40.12%、30.00%下调至 30.20%、28.50%、25.70%。综上预计公司 19-21 年营收分别为 213.31 亿元、253.91 亿元、294.5 亿元，对应 19-21 年归母净利润由 14.50、19.77、27.01 调整至 15.90、21.62、26.68 亿元。

图表3：营收拆分预计

		2017	2018	2019E	2020E	2021E
液晶显示主控板卡	收入(亿元)	54.95	86.31	106.02	121.05	132.13
	营收 YOY	16.54%	57.07%	22.83%	14.18%	9.15%
	毛利率(%)	12.97%	12.35%	17.50%	17.43%	17.27%
白电板卡	收入(亿元)	0.00	/	2.84	5.68	9.94
	营收 YOY	/	/	100.00%	100.00%	75.00%
	毛利率(%)	/	/	15.02%	15.24%	15.13%
交互智能平板	收入(亿元)	44.91	63.23	85.98	110.49	138.89
	营收 YOY	32.30%	40.80%	30.20%	28.50%	25.70%
	毛利率(%)	28.08%	30.50%	31.70%	32.40%	33.50%
其他	收入(亿元)	8.82	20.29	21.30	22.37	23.49
	营收 YOY	56.52%	196.64%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率(%)	18.00%	20.42%	20.92%	20.72%	20.54%
总营收(亿元)		108.68	169.84	213.31	253.91	294.50
综合毛利率		19.99%	20.07%	22.43%	22.34%	22.32%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

参考五家可比公司 19 年平均 26.87 倍 PE 估值水平，考虑到公司在教育软件、远程办公软件、AI 等领域的全面技术布局以及 19 年 58% 的业绩高速增长预期，给予公司 2019 年 35-38 倍 PE 估值，对应目标价由 79.61-84.03 元上调至 84.83-92.10 元，维持买入评级。

图表4：可比公司盈利预测与估值 (EPS 数据为 Wind 一致预期中值)

可比公司	股价 (元)	EPS (元)		PE (倍)	
		2019E	2020E	2019E	2020E
海康威视	31.68	1.39	1.70	22.82	18.67
佳发教育	21.41	0.72	1.10	29.61	19.42
亿联网络	63.38	1.89	2.38	33.56	26.64
立思辰	9.31	0.31	0.37	30.45	25.46
三爱富	9.44	0.53	0.60	17.93	15.75
平均				26.87	21.19

资料来源：Wind，华泰证券研究所，价格为 2019-8-23 日收盘价

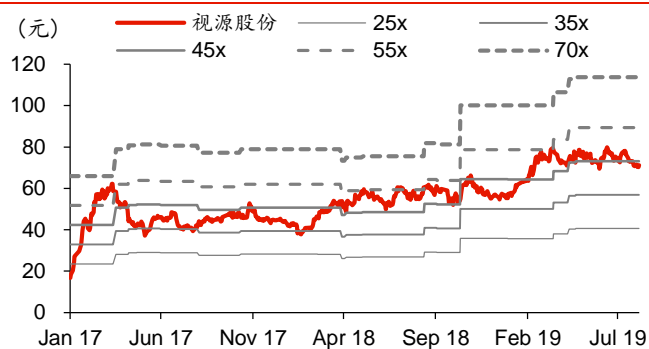
风险提示

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。

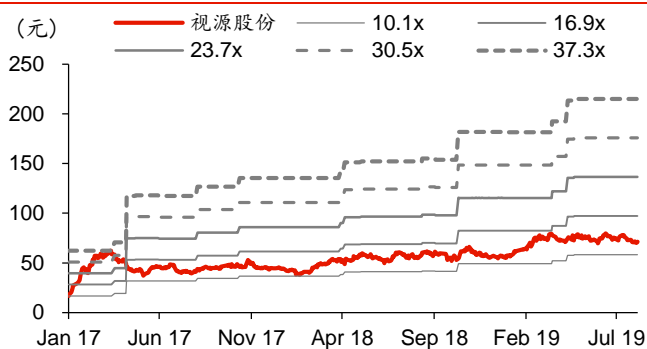
PE/PB - Bands

图表5: 视源股份历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表6: 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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	4,115	5,366	7,315	9,644	12,544
现金	2,018	3,204	4,326	6,005	8,329
应收账款	0.00	0.00	75.80	116.56	118.39
其他应收账款	26.98	21.86	37.49	47.19	56.79
预付账款	20.90	18.58	46.83	51.21	59.71
存货	1,093	1,556	1,792	2,287	2,668
其他流动资产	955.20	566.01	1,036	1,137	1,312
非流动资产	837.18	1,633	1,878	2,466	3,009
长期投资	0.90	8.65	0.90	0.90	0.90
固定投资	495.18	879.83	1,284	1,757	2,242
无形资产	128.01	217.32	217.32	217.32	217.32
其他非流动资产	213.09	527.16	375.72	490.54	548.76
资产总计	4,952	6,999	9,192	12,110	15,552
流动负债	2,376	3,357	3,793	4,542	5,314
短期借款	0.00	10.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	1,521	1,955	2,628	3,179	3,764
其他流动负债	855.89	1,392	1,165	1,364	1,550
非流动负债	53.92	118.73	58.81	65.56	68.49
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	53.92	118.73	58.81	65.56	68.49
负债合计	2,430	3,476	3,852	4,608	5,382
少数股东权益	13.47	120.34	120.34	120.34	120.34
股本	406.31	655.85	655.85	655.85	655.85
资本公积	834.77	810.70	810.70	810.70	810.70
留存公积	1,400	2,161	3,753	5,915	8,583
归属母公司股东权益	2,508	3,403	5,220	7,382	10,050
负债和股东权益	4,952	6,999	9,192	12,110	15,552

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	917.09	1,783	1,443	2,135	2,694
净利润	689.94	1,061	1,590	2,162	2,668
折旧摊销	54.25	84.35	79.66	117.83	161.76
财务费用	(40.03)	21.57	(104.39)	(212.73)	(295.59)
投资损失	(29.91)	3.79	(26.17)	(30.15)	(34.73)
营运资金变动	32.58	435.02	(347.34)	81.78	178.72
其他经营现金	210.25	176.88	251.83	16.91	15.80
投资活动现金	(730.25)	(481.56)	(628.38)	(669.85)	(665.27)
资本支出	328.93	495.48	700.00	700.00	700.00
长期投资	416.74	(35.92)	(9.75)	0.00	0.00
其他投资现金	15.42	(22.01)	61.87	30.15	34.73
筹资活动现金	680.88	(93.86)	307.23	212.73	295.59
短期借款	0.00	10.00	(10.00)	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	43.31	249.53	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	834.77	(24.07)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(197.21)	(329.32)	317.22	212.73	295.59
现金净增加额	845.99	1,190	1,122	1,678	2,325

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	10,868	16,984	21,331	25,391	29,450
营业成本	8,696	13,575	16,545	19,719	22,877
营业税金及附加	43.19	62.59	77.74	95.67	108.94
营业费用	503.18	801.54	1,158	1,320	1,507
管理费用	342.55	497.98	1,884	2,064	2,291
财务费用	(40.03)	21.57	(104.39)	(212.73)	(295.59)
资产减值损失	48.83	157.46	40.68	43.87	44.46
公允价值变动收益	(89.61)	19.56	0.00	0.00	0.00
投资净收益	29.91	(3.79)	26.17	30.15	34.73
营业利润	759.75	1,146	1,756	2,391	2,952
营业外收入	15.65	20.78	20.07	21.64	24.06
营业外支出	7.64	7.74	6.97	6.51	7.04
利润总额	767.76	1,159	1,769	2,406	2,969
所得税	77.82	97.58	179.29	243.84	300.97
净利润	689.94	1,061	1,590	2,162	2,668
少数股东损益	(1.14)	56.77	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	691.08	1,004	1,590	2,162	2,668
EBITDA	773.98	1,251	1,731	2,296	2,818
EPS (元, 基本)	1.70	1.53	2.42	3.30	4.07

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	31.92	56.28	25.60	19.03	15.99
营业利润	(7.69)	50.78	53.26	36.15	23.50
归属母公司净利润	(6.86)	45.32	58.28	36.00	23.43
获利能力 (%)					
毛利率	19.99	20.07	22.43	22.34	22.32
净利率	6.36	5.91	7.45	8.51	9.06
ROE	27.56	29.51	30.45	29.29	26.55
ROIC	142.03	6,271	148.59	132.13	130.81
偿债能力					
资产负债率 (%)	49.08	49.66	41.91	38.05	34.61
净负债比率 (%)	0.15	0.70	0	0	0
流动比率	1.73	1.60	1.93	2.12	2.36
速动比率	1.25	1.09	1.43	1.59	1.83
营运能力					
总资产周转率	2.78	2.84	2.63	2.38	2.13
应收账款周转率	368.73	1,162	401.86	246.87	233.44
应付账款周转率	6.94	7.81	7.22	6.79	6.59
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.05	1.53	2.42	3.30	4.07
每股经营现金流(最新摊薄)	1.40	2.72	2.20	3.26	4.11
每股净资产(最新摊薄)	3.82	5.19	7.96	11.26	15.32
估值比率					
PE (倍)	68.49	47.13	29.78	21.89	17.74
PB (倍)	18.87	13.91	9.07	6.41	4.71
EV_EBITDA (倍)	56.78	35.11	25.39	19.14	15.59

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“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。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，不构成所述证券的买卖出价或征价。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。

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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。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。

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力。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。

本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。

全资子公司华泰金融控股（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：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

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

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