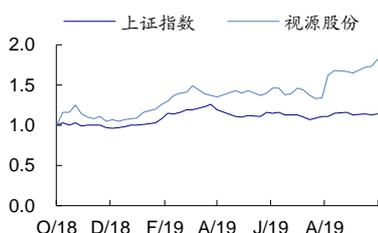


**证券研究报告—动态报告**
**信息技术**
**IT 硬件与设备**
**视源股份(002841)**
**增持**
**2019 年三季度点评**

(维持评级)

2019 年 10 月 28 日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	656/70
总市值/流通(百万元)	63,297/6,757
上证综指/深圳成指	2,955/9,556
12 个月最高/最低(元)	96.66/51.70

**相关研究报告:**

《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

《视源股份-002841-2018 年半年报点评: 业绩符合市场预期, 双主业持续稳健增长》——2018-08-30

《视源股份-002841-价值成长系列, 多元交互时代的新龙头》——2018-06-14

**证券分析师: 欧阳仕华**

电话: 0755-81981821

E-MAIL: ouyangsh1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517080002

**证券分析师: 高峰**

电话: 010-88005310

E-MAIL: gaofeng1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518070004

**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**

# 交互平板龙头符合预期, 单季度毛利率创新高

**● 19 年三季度业绩符合预期, 单季度毛利率创历史新高**

前三季度实现营收 130.01 亿元, 同比增长 8.32%; 实现归属于上市公司股东的净利润 14.14 亿元, 同比增长 66.32%, 扣非归母净利润 13.43 亿元, 同比增长 63.77%, 业绩处于半年报指引上限, 符合市场预期。公司预计 19 年全年归母净利润 14.56~17.07 亿元, 对应 Q4 单季度归母净利润 0.42~2.93 亿元。19Q3 单季度营收 57.97 亿元, 同比+0.22%, 19Q3 单季度毛利率 30.28%, 创历史新高, 比去年同期提高 8.06 个百分点。

**● 毛利率提升受益原材料降价, 三季度营收增速放缓**

公司的板卡业务受益于上游主要元器件等材料价格下行, 智能板卡出货量的显著提升, 以及研发投入带来的新材料和新工艺并导入优势供应商, 板卡业务毛利率有所提升。此外诸如液晶面板价格的持续下滑, 也带动公司交互平板业务毛利率提升。在传统市场增速下滑的背景下, 公司三季度营收增速有所放缓, 公司继续扩品类, 拓渠道, 保优势, 大力拓展非公立教育和会议市场, 力求整体增速稳定。

**● 公司的竞争地位稳固, 协同助力新业务发展**

教育交互平板具备刚需效应, 竞争格局已定, 现阶段增速略放缓, 公司从政策落地情况寻找新的需求。根据采购需求扩品类, 公司保持轻资产模式, 继续利用现有的优势保持稳定增长。依托软件+硬件结合优势开拓非财政支出的私立、培训等教育业务。Maxhub 继续拓展分销渠道, 持续开发大客户需求, 公司继续保持企业交互平板的龙头地位, 同时公司在智能家电、智慧医疗等领域持续投入, 充分发挥与主营业务的协同效应, 布局公司的可持续发展。

**● 风险提示。**

下游需求不达预期。市场竞争加剧, 新业务拓展不达预期。

**● 优秀的 TV 板卡及交互平板龙头, 维持“买入”评级**

预计公司 19/20/21 年实现归母净利润 16.02/20.67/24.75 亿元。EPS 2.44/3.15/3.77 元, 同比增速 59.5%/29.0%/19.7%, 当前股价对应 PE 39.5/30.6/25.6X, 公司估值略高于可比公司平均值, 公司作为优秀的 TV 板卡及交互平板龙头, 未来成长能力高于同行业, 维持“买入”评级。

**盈利预测和财务指标**

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	16,984	18,802	21,900	25,255
(+/-%)	56.3%	10.7%	16.5%	15.3%
净利润(百万元)	1004	1602	2067	2475
(+/-%)	45.3%	59.5%	29.0%	19.7%
摊薄每股收益(元)	1.53	2.44	3.15	3.77
EBIT Margin	12.1%	10.3%	11.2%	11.5%
净资产收益率(ROE)	29.5%	34.7%	33.4%	30.7%
市盈率(PE)	63.0	39.5	30.6	25.6
EV/EBITDA	31.5	32.4	26.0	22.3
市净率(PB)	18.60	13.70	10.23	7.84

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

## 交互平板龙头三季度符合预期，单季度毛利率创新高

### 19年三季度业绩符合预期，单季度毛利率创历史新高

公司19年前三季度实现营收130.01亿元，比上年同期增长8.32%；实现归属于上市公司股东的净利润14.14亿元，比上年同期增长66.32%，扣非归母净利润13.43亿元，同比增长63.77%，业绩处于半年报指引上限，符合市场预期。公司预计19年全年归母净利润14.56~17.07亿元，对应Q4单季度归母净利润0.42~2.93亿元。

公司2019年前三季度毛利率为27.91%，比上年同期增加6.96个百分点。净利率10.93%，同比增加3.52个百分点。

19Q3单季度营收57.97亿元，同比+0.22%，19Q3单季度毛利率30.28%，创历史新高，比去年同期提高8.06个百分点。

**表1：公司营收及归母净利润情况**

	2015年前三季度	2016年前三季度	2017年前三季度	2018年前三季度	2019年前三季度
营收(亿元)	42.77	60.58	74.63	120.02	130.01
同比增速(%)		41.64%	23.20%	60.83%	8.32%
归母净利润(亿元)	3.49	6.62	6.68	9.66	15.61
同比增速(%)		89.33%	0.99%	44.56%	61.59%
扣非归母净利(亿元)	3.29	5.95	5.96	8.50	14.14
同比增速(%)		80.57%	0.28%	42.53%	66.32%

资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

公司19年前三季度实现经营活动现金流净额28.14亿元，同比+116.39%。加权ROE 34.18%，同比增加5.66个百分点。销售期间费用率15.1%，同比增加3.33个百分点。

**表2：公司的盈利能力情况**

	2016年前三季度	2017年前三季度	2018年前三季度	2019年前三季度
毛利率(%)	20.90	21.11	20.95	27.91
净利率(%)	9.81	7.98	7.42	10.93
销售期间费用率(%)	10.30	11.18	11.77	15.10
ROE(%)	62.39	32.79	29.70	34.98

资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

19年前三季度公司营业周期50天，同比增加0.09天。存货周转天数48天，同比增加0.04天。应收帐周转天数2.2天，同比增加0.05天。总资产周转率1.46次，同比减少0.38次。

**表3：公司的营运能力**

	2016年前三季度	2017年前三季度	2018年前三季度	2019年前三季度
营业周期	34.57	50.66	50.02	50.11
存货周转天数	34.05	48.72	47.87	47.91
应收账款周转天数	0.53	1.94	2.15	2.20
固定资产周转率	18.36	17.67	18.92	14.31
总资产周转率	2.42	1.80	1.84	1.46

资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

### 毛利率提升受益原材料降价，三季度营收增速放缓

公司的板卡业务受益于上游主要元器件等材料价格下行，公司智能板卡出货量的显著提升，以及研发投入带来的新材料和新工艺并导入优势供应商，板卡业务毛利率有所提升，此外诸如液晶面板价格的持续下滑，也带动公司交互平板业务毛利率提升。在传统市场增速下滑的背景下，公司三季度营收增速有所放缓，公司继续扩品类，拓渠道，保优势，大力拓展非公立教育和会议市场，力求整体增速稳定。

### 公司的竞争地位稳固，协同助力新业务发展

教育交互平板具备刚需效应，竞争格局已定，现阶段增速略放缓，公司从政策落地情况寻找新的需求，根据采购需求扩品类，公司保持轻资产模式，继续利用现有的优势保持稳定增长。依托软件+硬件结合优势开拓非财政支出的私立、培训等教育业务。Maxhub 继续拓展分销渠道，持续开发大客户需求，公司继续保持企业交互平板的龙头地位，同时公司在智能家电、智慧医疗等领域持续投入，充分发挥与主营业务的协同效应，布局公司的可持续发展。

### 优秀的 TV 板卡及交互平板龙头，维持“买入”评级

我们预计公司 19/20/21 年实现归母净利润 16.02/20.67/24.75 亿元。EPS 2.44/3.15/3.77 元，同比增速 59.5%/29.0%/19.7%，当前股价对应 PE 39.5/30.6/25.6X，行业可比公司鸿合科技，19/20/21 年行业平均 PE 30/24/20X，公司估值略高于可比公司平均值，公司作为优秀的 TV 板卡及交互平板龙头，未来成长能力高于同行业，维持“买入”评级。

表 4：可比公司估值情况

证券代码	证券简称	收盘价(元)	总市值(亿元)	预测每股收益 EPS			预测 PE		
				19E	20E	21E	19E	20E	21E
002841.SZ	视源股份	96.54	632.97	2.44	3.15	3.77	39.57	30.65	25.61
002955.SZ	鸿合科技	57.92	79.49	2.92	3.52	4.15	19.81	16.46	13.96
	平均值						30	24	20

资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理(视源股份为国信证券经济研究所预测)

## 风险提示

- 一，液晶显示板卡增速放缓，下游电视需求不达预期。
- 二，交互平板市场竞争加剧，政策变化导致的教育信息化推进不达预期。
- 三，新业务拓展不达预期。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	3204	3926	5666	7769	营业收入	16984	18802	21900	25255
应收款项	327	618	720	830	营业成本	13575	13686	15862	18227
存货净额	1556	1569	1818	2089	营业税金及附加	63	62	72	83
其他流动资产	279	564	657	758	销售费用	802	940	1095	1263
<b>流动资产合计</b>	<b>5366</b>	<b>6677</b>	<b>8861</b>	<b>11446</b>	管理费用	498	2171	2418	2787
固定资产	947	982	1011	1020	财务费用	22	(89)	(120)	(168)
无形资产及其他	217	209	200	191	投资收益	(4)	30	30	30
投资性房地产	460	460	460	460	资产减值及公允价值变动	(138)	(140)	(140)	(140)
长期股权投资	9	8	8	7	其他收入	(738)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>6999</b>	<b>8337</b>	<b>10540</b>	<b>13125</b>	营业利润	1146	1922	2462	2953
短期借款及交易性金融负债	24	2	2	2	营业外净收支	13	25	25	25
应付款项	1955	2054	2381	2736	<b>利润总额</b>	<b>1159</b>	<b>1947</b>	<b>2487</b>	<b>2978</b>
其他流动负债	1377	1339	1544	1776	所得税费用	98	249	298	357
<b>流动负债合计</b>	<b>3357</b>	<b>3395</b>	<b>3927</b>	<b>4514</b>	少数股东损益	57	95	122	146
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1004</b>	<b>1602</b>	<b>2067</b>	<b>2475</b>
其他长期负债	119	134	149	164					
<b>长期负债合计</b>	<b>119</b>	<b>134</b>	<b>149</b>	<b>164</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>3476</b>	<b>3529</b>	<b>4076</b>	<b>4678</b>	净利润	1004	1602	2067	2475
少数股东权益	120	187	272	375	资产减值准备	109	10	(2)	(1)
股东权益	3403	4621	6192	8072	折旧摊销	73	123	142	161
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6999</b>	<b>8337</b>	<b>10540</b>	<b>13125</b>	公允价值变动损失	138	140	140	140
					财务费用	22	(89)	(120)	(168)
					营运资本变动	717	(503)	101	119
					其它	(66)	57	87	103
					<b>经营活动现金流</b>	<b>1975</b>	<b>1428</b>	<b>2535</b>	<b>2996</b>
					资本开支	(384)	(300)	(300)	(300)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					<b>投资活动现金流</b>	<b>(391)</b>	<b>(300)</b>	<b>(300)</b>	<b>(300)</b>
					权益性融资	164	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(245)	(384)	(496)	(594)
					其它融资现金流	(73)	(22)	0	0
					<b>融资活动现金流</b>	<b>(398)</b>	<b>(407)</b>	<b>(496)</b>	<b>(594)</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>1186</b>	<b>722</b>	<b>1740</b>	<b>2103</b>
					货币资金的期初余额	2018	3204	3926	5666
					货币资金的期末余额	3204	3926	5666	7769
					企业自由现金流	2281	1014	2101	2527
					权益自由现金流	2208	1069	2207	2675

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