

视源股份 (002841.SZ)

19Q3 单季净利同增 82.79%，盈利水平进一步提升

核心观点:

● 视源股份发布三季报，净利保持高增长

公司发布三季报，19年前三季度合计实现营收 130.01 亿元，同增 8.32%；实现归母净利 14.14 亿元，同增 66.32%。19Q3 单季度实现营收 57.97 亿元，同增 0.22%，环比增长 50.8%；实现归母净利 8.49 亿元，同增 82.79%。Q3 适逢暑假，是教育采购的旺季，业务季节性较明显。根据公司三季报中披露的全年业绩指引，预计全年实现归母净利 14.56~17.07 亿元，同比增长 45%~70%。

● 盈利能力进一步提升，当前毛利水平具有一定稳定性

前三季度整体毛利率为 27.9%，相比去年同期增加 7.0pct。前三季度整体净利率为 10.9%，相比去年同期增加 3.8pct。单季度来看，Q3 单季整体毛利率为 30.3%，相比去年 Q3 提高 8.1pct，相比今年 Q2 环比提高 4.3pct，环比提升预计主要是因为毛利率水平较高的平板业务营收占比持续提升。单季度净利率为 14.7%，相比去年 Q3 提高 7.2pct，相比今年 Q2 环比提高 6.8pct。公司单季度管理费用率、销售费用率、研发费用率环比均有一定下滑，盈利水平持续提升。我们认为公司板卡以及交互智能平板的毛利率提升主要源于高配置产品占比提高以及部分原材料成本下降，当前毛利水平具有一定的稳定性。

● 销售商品回笼资金速度快，营业收入收现能力强且稳定

截止 19/9/30，公司账上应收票据余额为 5.12 亿元，同增 151.11%，增长较快主要是因为与供应商结算由收票背书改为直接银承开票，应收票据继续持有。本期末账上预付款项 3886 万元，同增 109.14%，主要是因为募投项目高效会议平台建设项目、智慧校园综合解决方案软件开发等项目带来的固定资产采购预付款。募投项目建设目前有序开展。现金流方面，前三季度经营活动产生的现金流量净额为 28.14 亿元，同增 116.39%，主要是因为销售商品收到的现金增加所致，公司销售商品回笼资金速度快，营业收入收现能力强且稳定。

● 投资建议：维持“买入”评级

我们预计公司 19-20 年归母净利分别为 16.2/18.8/21.2 亿元。EPS 分别为 2.46/2.86/3.23 元，19/10/25 收盘价对应 PE 为 39.2/33.7/29.8 倍。考虑板卡产品配置不断优化，交互智能平板市场份额持续提升，公司龙头地位进一步加强，我们调整对公司的估值判断，我们给予视源股份 2019 年 40 倍 PE，对应合理价值 98.4 元/股，维持“买入”评级。

● 风险提示

(1) 原材料成本波动；(2) 行业竞争加剧；(3) 大额解禁。

盈利预测:

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10,868	16,984	19,438	21,936	25,562
增长率(%)	31.9	56.3	14.5	12.8	16.5
EBITDA(百万元)	832	1,343	1,901	2,175	2,454
净利润(百万元)	691	1,004	1,615	1,877	2,119
增长率(%)	-6.9	45.3	60.8	16.3	12.9
EPS(元/股)	1.70	1.53	2.46	2.86	3.23
市盈率(P/E)	42.63	37.16	39.21	33.72	29.87
市净率(P/B)	11.75	10.97	12.24	8.98	6.90
EV/EBITDA	32.98	25.41	30.90	26.24	22.43

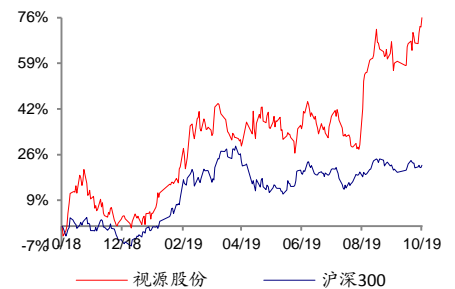
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	96.54 元
合理价值	98.40 元
前次评级	买入
报告日期	2019-10-27

相对市场表现



分析师:

旷实



SAC 执证号: S0260517030002

SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

相关研究:

视源股份(002841.SZ):各项 2019-08-25

业务毛利率提升带动净利高速增长，Q3 预计净利仍保持高速增长

视源股份(002841.SZ):智能 2019-06-15

交互领域龙头，教育及会议业务持续受益行业增长

联系人:

叶敏婷 021-60759783

yeminting@gf.com.cn

资产负债表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	4,115	5,366	7,650	9,624	11,993
货币资金	2,018	3,204	5,538	7,207	9,247
应收及预付	445	327	486	559	635
存货	1,093	1,556	1,340	1,567	1,815
其他流动资产	558	279	286	291	296
非流动资产	837	1,633	2,060	2,512	2,910
长期股权投资	1	9	9	9	9
固定资产	495	880	1,226	1,575	1,885
在建工程	103	67	82	94	98
无形资产	128	217	305	396	480
其他长期资产	110	460	438	438	438
资产总计	4,952	6,999	9,711	12,136	14,903
流动负债	2,376	3,357	3,252	3,761	4,366
短期借款	0	10	0	0	0
应付及预收	1,965	2,638	2,583	2,980	3,453
其他流动负债	412	709	669	781	913
非流动负债	54	119	1,131	1,131	1,131
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	942	942	942
其他非流动负债	54	119	189	189	189
负债合计	2,430	3,476	4,383	4,892	5,497
股本	406	656	656	656	656
资本公积	835	811	811	811	811
留存收益	1,400	2,161	3,776	5,653	7,772
归属母公司股东权益	2,508	3,403	5,175	7,052	9,171
少数股东权益	13	120	153	192	235
负债和股东权益	4,952	6,999	9,711	12,136	14,903

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	10,868	16,984	19,438	21,936	25,562
营业成本	8,696	13,575	14,332	16,171	18,931
营业税金及附加	43	63	87	99	115
销售费用	503	802	1,166	1,316	1,534
管理费用	343	498	875	987	1,150
研发费用	505	788	1,166	1,316	1,534
财务费用	-40	22	-65	-95	-114
资产减值损失	49	157	116	89	92
公允价值变动收益	-90	20	0	0	0
投资净收益	30	-4	0	0	0
营业利润	760	1,146	1,791	2,082	2,351
营业外收支	8	13	0	0	0
利润总额	768	1,159	1,791	2,082	2,351
所得税	78	98	143	167	188
净利润	690	1,061	1,648	1,916	2,163
少数股东损益	-1	57	33	38	43
归属母公司净利润	691	1,004	1,615	1,877	2,119
EBITDA	832	1343	1901	2175	2454
EPS (元)	1.70	1.53	2.46	2.86	3.23

现金流量表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	917	1,783	1,710	2,250	2,603
净利润	690	1,061	1,648	1,916	2,163
折旧摊销	54	84	90	129	155
营运资金变动	62	513	-162	116	184
其它	111	125	135	90	102
投资活动现金流	-730	-482	-505	-580	-553
资本支出	-328	-482	-539	-580	-553
投资变动	-418	-21	0	0	0
其他	16	22	34	0	0
筹资活动现金流	681	-94	1,128	-1	-9
银行借款	0	-16	-10	0	0
股权融资	855	164	0	0	0
其他	-175	-242	1,138	-1	-9
现金净增加额	868	1,207	2,333	1,670	2,040
期初现金余额	1,165	2,011	3,204	5,538	7,207
期末现金余额	2,011	3,201	5,538	7,207	9,247

主要财务比率

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入增长	31.9	56.3	14.5	12.8	16.5
营业利润增长	-7.7	50.8	56.4	16.3	12.9
归母净利润增长	-6.9	45.3	60.8	16.3	12.9
获利能力					
毛利率	20.0	20.1	26.3	26.3	25.9
净利率	6.3	6.2	8.5	8.7	8.5
ROE	27.6	29.5	31.2	26.6	23.1
ROIC	139.9	344.6	226.0	191.4	191.2
偿债能力					
资产负债率	49.1	49.7	45.1	40.3	36.9
净负债比率	0.1	0.3	9.8	7.9	6.4
流动比率	1.73	1.60	2.35	2.56	2.75
速动比率	1.26	1.13	1.93	2.13	2.32
营运能力					
总资产周转率	2.78	2.84	2.33	2.01	1.89
应收账款周转率	32.30	46.38	42.34	41.40	42.47
存货周转率	9.46	10.25	10.70	10.32	10.43
每股指标 (元)					
每股收益	1.70	1.53	2.46	2.86	3.23
每股经营现金流	2.26	2.72	2.61	3.43	3.97
每股净资产	6.17	5.19	7.89	10.75	13.98
估值比率					
P/E	42.63	37.16	39.21	33.72	29.87
P/B	11.75	10.97	12.24	8.98	6.90
EV/EBITDA	32.98	25.41	30.90	26.24	22.43

广发传媒行业研究小组

旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
朱可夫：资深分析师，香港科技大学经济学硕士，中国人民大学金融学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。
叶敏婷：联系人，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心
徐呈隽：联系人，复旦大学世界经济学硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。
吴桐：联系人，武汉大学金融学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大 道8号国金中心一期16 楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。
广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。
广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。
本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。
本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。
研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。