

中信证券研究部



姜娅
首席消费产业
分析师
S1010510120056



冯重光
教育行业分析师
S1010519040006

核心观点

随上游原材料供应紧张，近期多家半导体企业宣布涨价，带来行业成本的上升，而公司有望在保证相对稳定的供应的同时，通过产品结构和价格的优化，缓解面板、芯片等原材料涨价带来的成本压力，实现市场份额提升、收入增长的提速。基于此，我们上调 2021-22 年 EPS 预测至 3.57/4.66 元（原预测为至 3.44/3.89 元），上调至“买入”评级，参考公司历史估值中枢和行业可比公司估值情况，给予目标价 186 元（对应 2022 年 40 倍 PE）。

■ 原材料价格上涨，公司龙头优势凸显。受上游元器件产能紧缺、供应紧张影响，公司原材料价格一路上涨，4 月以来，包括瑞芯微、晶丰明源等数十家半导体原厂纷纷宣布对外涨价。原材料涨价带动了下游产品的涨价，以 60HZ 的液晶电视面板为例，50/55/65 寸的面板 3 月价格同比上涨 86%/77%/45%，面板价格自 2020 年 8 月起已经连续 8 个月实现同比上涨。视源股份作为行业龙头，凭借强供应链和议价能力，有望在保证相对稳定的供应的同时，通过产品结构和价格的优化，缓解面板、芯片等原材料涨价带来的成本压力，实现市场份额提升，和收入增长的提速。

■ 黑电板卡：2020 年低基数下，2021 年有望恢复。2020 年受疫情影响，全球电视出货量下滑 0.3%至 2.17 亿台（根据 TrendForce 集邦咨询）。随着疫情逐渐恢复以及 2021 年东京奥运会、2022 年北京冬奥会、卡塔尔世界杯的催化，全球电视市场有望恢复。根据集邦咨询预测，2021 年全球电视出货量达 2.23 亿台，同比增长 2.8%，同时 TV 板卡供应行业集中度有望进一步提升。考虑到需求复苏的预期，我们预计 2021 年公司 TV 板卡业务同比增长 20%+。

■ 整机业务：进一步开拓教育市场，会议市场需求旺盛。1) **教育平板：**2018-2021 年，教育信息化市场均处于较为平稳的状态，2021 年在“三个课堂”等政策的催化下，同时考虑到部分市场进入平板产品更换周期，公司凭借优秀的产品和强劲的渠道拓展能力，有望进一步巩固公立学校大屏市场份额。同时，公司积极开拓校外培训机构市场和职业教育市场，延展录播等硬件产品。市场的高景气度叠加上游涨价带来的产品终端售价提升，我们预计 2021 年公司教育业务增长有望达到 30%左右。2) **会议平板市场：**随着经济复苏、华为等新玩家入场，智能会议产品渗透有望提速，远程办公、视频会议等需求增加，商用会议平板市场预计延续快速增长趋势（根据奥维云网的数据，2020 前三季度商用会议平板行业销量同比增长 37%），公司旗下品牌 MAXHUB 望维持行业领先（2020 年上半年国内市场份额达 32.2%），我们预计公司会议平板业务 2021 年增长有望达到 40%-50%。

■ 孵化业务：白电板卡有望成为第四增长曲线。公司已成功在 TV 板卡、教育信息化、会议平板等市场成为行业领军者。白电板卡业务已孵化多年，按计划公司合肥产业园也将于今年投入使用，主要定位于白电业务的研发。我们判断，基于公司在供应链、设计能力和客户资源等维度的积累，白电业务有望较快崛起。

■ 风险因素：行业竞争加剧的风险，原材料价格波动的风险等。

■ 投资建议：随上游原材料供应紧张，近期多家半导体企业宣布涨价，带来行业成本的上升，而公司有望在保证相对稳定的供应的同时，通过产品结构和价格的优化，缓解面板、芯片等原材料涨价带来的成本压力，实现市场份额提升、收入增长的提速。基于此，我们上调 2021-22 年 EPS 预测至 3.57/4.66 元（原预测为 3.44/3.89 元），上调至“买入”评级，参考公司历史估值中枢和行业可比公司估值情况，给予目标价 186 元（对应 2022 年 40 倍 PE）。

视源股份	002841
评级	买入（上调）
当前价	146.17 元
目标价	186.00 元
总股本	668 百万股
流通股本	401 百万股
52 周最高/最低价	146.17/75.0 元
近 1 月绝对涨幅	14.46%
近 6 月绝对涨幅	22.61%
近 12 月绝对涨幅	51.82%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	16,983.69	17,052.70	17,144.26	22,384.89	26,573.30
营业收入增长率	56%	0%	1%	31%	19%



净利润(百万元)	1,004.27	1,610.91	1,904.49	2,387.31	3,114.18
净利润增长率	45%	60%	18%	25%	30%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.50	2.41	2.85	3.57	4.66
毛利率%	20%	27%	27%	27%	28%
净资产收益率 ROE%	29.51%	32.68%	30.03%	29.52%	29.92%
每股净资产 (元)	5.09	7.38	9.49	12.11	15.58
PE	90.15	56.20	47.54	37.92	29.07
PB	26.60	18.37	14.28	11.20	8.70

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2021 年 4 月 13 日收盘价

利润表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	16,984	17,053	17,144	22,385	26,573
营业成本	13,575	12,393	12,504	16,392	19,192
毛利率	20.1%	27.3%	27.1%	26.8%	27.8%
营业税金及附加	63	82	83	108	128
销售费用	802	1,084	998	1,276	1,515
营业费用率	4.7%	6.4%	5.8%	5.7%	5.7%
管理费用	498	705	680	873	1,036
管理费用率	2.9%	4.1%	4.0%	3.9%	3.9%
财务费用	22	(65)	(99)	(141)	(198)
财务费用率	0.1%	-0.4%	-0.6%	-0.6%	-0.7%
投资收益	(4)	20	40	40	40
营业利润	1,146	1,760	2,061	2,601	3,402
营业利润率	6.75%	10.32%	12.02%	11.62%	12.80%
营业外收入	21	38	23	27	30
营业外支出	8	12	9	10	10
利润总额	1,159	1,786	2,075	2,619	3,421
所得税	98	174	168	230	304
所得税率	8.4%	9.8%	8.1%	8.8%	8.9%
少数股东损益	57	1	2	2	3
归属于母公司股东的净利润	1,004	1,611	1,904	2,387	3,114
净利率	5.9%	9.4%	11.1%	10.7%	11.7%

资产负债表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	3,204	3,971	5,272	7,579	10,568
存货	1,556	1,433	1,483	1,906	2,243
应收账款	104	93	89	125	144
其他流动资产	502	2,066	2,073	2,096	2,123
流动资产	5,366	7,564	8,917	11,707	15,078
固定资产	880	949	1,025	1,010	840
长期股权投资	9	95	95	95	95
无形资产	217	281	281	281	281
其他长期资产	527	1,084	987	891	810
非流动资产	1,633	2,410	2,388	2,278	2,026
资产总计	6,999	9,973	11,305	13,984	17,103
短期借款	10	115	0	0	0
应付账款	1,945	1,863	1,947	2,455	2,916
其他流动负债	1,402	2,007	1,954	2,378	2,711
流动负债	3,357	3,984	3,901	4,833	5,627
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	119	970	970	970	970
非流动性负债	119	970	970	970	970
负债合计	3,476	4,954	4,871	5,803	6,597
股本	656	656	668	668	668
资本公积	811	787	775	775	775
归属于母公司所有者权益合计	3,403	4,929	6,341	8,087	10,409
少数股东权益	120	90	92	95	98
股东权益合计	3,524	5,019	6,434	8,181	10,506
负债股东权益总计	6,999	9,973	11,305	13,984	17,103

现金流量表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税后利润	1,061	1,612	1,906	2,390	3,117
折旧和摊销	84	127	214	264	287
营运资金的变化	435	394	13	392	378
其他经营现金流	202	240	-159	-125	-205
经营现金流合计	1,783	2,374	1,974	2,922	3,578
资本支出	-495	-470	-190	-150	-30
投资收益	-4	20	40	40	40
其他投资现金流	18	-1,675	-16	-4	-6
投资现金流合计	-482	-2,125	-166	-114	4
权益变化	164	0	0	0	0
负债变化	-16	918	-115	0	0
股利支出	-244	-355	-492	-642	-792
其他融资现金流	2	-115	99	141	200
融资现金流合计	-94	449	-507	-501	-593
现金及现金等价物净增加额	1,207	698	1,301	2,307	2,989

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	56.3%	0.4%	0.5%	30.6%	18.7%
营业利润增长率	50.8%	53.6%	17.1%	26.2%	30.8%
净利润增长率	45.3%	60.4%	18.2%	25.4%	30.4%
毛利率	20.1%	27.3%	27.1%	26.8%	27.8%
EBITDA Margin	7.1%	10.7%	12.8%	12.2%	13.2%
净利率	5.9%	9.4%	11.1%	10.7%	11.7%
净资产收益率	29.5%	32.7%	30.0%	29.5%	29.9%
总资产收益率	14.3%	16.2%	16.8%	17.1%	18.2%
资产负债率	49.7%	49.7%	43.1%	41.5%	38.6%
所得税率	8.4%	9.8%	8.1%	8.8%	8.9%
股利支付率	35.3%	30.5%	33.7%	33.2%	32.5%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告有任何疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、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。本研究报告仅为参考之用，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。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并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损失承担任何责任。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。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，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中信证券其它业务部门、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。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。