

收入表现优于行业，平板盈利提升

视源股份(002841)

事件概述

4月25日，公司发布2022年报及2023年一季报：

2022年：公司实现营业收入209.9亿元，同比-1.1%，实现归母净利润20.7亿元，同比+22%，扣非归母净利润18.1亿元，同比+23.3%。

对应22Q4：公司实现营业收入49.4亿元，同比-16.8%，实现归母净利润4.8亿元，同比+0.6%，扣非归母净利润为3.9亿元，同比-5.6%。

23Q1：公司实现营业收入37.6亿元，同比-10.3%，实现归母净利润2.8亿元，同比-7.8%，扣非归母净利润2.1亿元，同比-18.5%。

分析判断：

► **收入端：整体表现优于行业**

分业务看：

1) 部件业务：

液晶显示主控板卡及相关：22年营收76亿元，同比+7.7%。根据公司22年年报，面对全球电视机消费需求收缩，公司及时调整产品布局，提升4K和智能电视领域产品占比，同时加速Mini LED驱动和8K领域产品布局，实现逆势增长。根据奥维云网，2022年全球电视机出货量为20255万台，同比下降5.6%。

生活电器业务：22年营收6.7亿元，同比+33.2%。根据公司22年年报，公司通过产品研发、市场差异化竞争和模式创新，不断提升海尔、海信、创维等大客户中的市场份额，国内外品牌客户出货量持续增长。

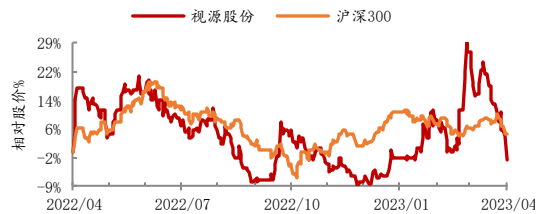
2) 教育业务：22年营收61亿元，同比-11.2%。根据公司22年年报，营收下滑主要受国内交互智能平板采购消费波动的影响。根据迪显咨询，2022年中国教育IFPD整体出货量下滑25.9%。

3) 企业服务业务：22年营收15.9亿元，同比-8.9%。根据公司2022年10月27日投资者调研纪要，受国内疫情影响，22H1国内会议市场有所波动，22Q3有所恢复但仍不及21年同期。根据迪显咨询，2022年中国IFPD会议市场整体出货量下滑13.9%。

4) 海外业务：22年营收37.8亿元，同比-6.1%。根据公司22年年报，营收波动主要受俄乌战争、通货膨胀、欧美央行连续大幅加息等因素影响。

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	63.2
股票代码：	002841
52周最高价/最低价：	89.5/58.3
总市值(亿)	443.18
自由流通市值(亿)	300.64
自由流通股数(百万)	475.70



分析师：陈玉卢

邮箱：chenyl@hx168.com.cn

SAC NO: S1120522090001

联系电话：

研究助理：喇睿萌

邮箱：larm@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：

5) 新业务拓展:

LED 显示业务: 22 年营收 5.1 亿元, 根据公司 22 年年报, 同比 +7.6%。公司积极布局国内外渠道市场, 持续加大在 LED 显示领域的研发和营销投入, 为会议室、报告厅、指挥中心等多个应用场景提供解决方案。

计算设备业务: 22 年营收 1.1 亿元, 同比 +178.4%。根据公司 22 年年报, 公司逐步向工控计算领域拓展, 为不同行业场景提供多种形态的计算机硬件产品、服务和综合解决方案。

电力电子业务: 22 年营收 0.8 亿元, 同比 +174.4%。根据公司 22 年年报, 该项业务目前该专注于储能领域核心部件、整机及系统的研发, 未来将持续加大投入, 逐步完善产品线并提升全球服务能力。

服务类机器人: 根据公司 22 年年报, 公司持续加大在机器人产业相关核心技术的自主研发投入, 部分产品已于 22 年下半年开始陆续出货。

► 业绩端: 平板盈利提升贡献业绩弹性

2022 年: 公司整体毛利率为 27.7%, 同比 +2.3pct, 归母净利率为 9.9%, 同比 +1.9pct, 扣非归母净利率 8.6%, 同比 +1.7pct。

对应 22Q4: 公司整体毛利率为 27.1%, 同比 +1.3pct, 归母净利率为 9.7%, 同比 +1.7pct, 扣非归母净利率 7.9%, 同比 +0.9pct。

分业务看:

1) **液晶显示主控板卡 (约 70 亿元):** 22 年毛利率 13.3%, 同比 -0.9pct。

2) **交互智能平板 (约 89 亿元):** 22 年毛利率 37.3%, 同比 +7.2pct。

3) **其他业务 (约 51 亿元):** 22 年毛利率 30.7%, 同比 +0.9pct。

根据公司 22 年年报及公司 2023 年 1 月 18 日投资者调研纪要, 公司盈利能力整体提升主要由于:

1) 22 年全球液晶显示面板价格回落, 增厚公司利润。2) 公司持续进行产品创新和产品结构优化。3) 公司通过加大解决方案营销和线上营销投入增强国际市场开拓力度, 提高主营产品对市场的影响力。4) 精细化管理, 实现降本控费与提质增效。

分区域看: 22 年国内毛利率 26.5%, 同比 +1pct, 国外毛利率 31.5%, 同比 +6.4pct, 公司海外业务持续加大研发投入, 优化产品结构, 持续推进自有品牌建设, 盈利水平提升明显。

► 23Q1

公司收入、利润波动我们预计主因内销受春节影响, 海外需求波动、通胀影响。盈利端, Q1 整体毛利率为 29.1%, 同比 +2.7pct, 归母净利率为 7.6%, 同比 +0.2pct, 扣非归母净利率 5.6%, 同比 -0.6pct。

投资建议

公司是一家以显示、交互控制和连接技术为核心的智能电子产品及解决方案提供商。部件业务方面，公司液晶电视主控板卡产品覆盖客户广泛，同时公司开拓生活电器类部件业务，大客户份额不断提升；教育业务方面，公司希沃品牌处于行业领先地位，公司积极运用人工智能技术进行产品创新，不断提高产品竞争力；企业服务业务方面，根据迪显咨询数据，公司 MAXHUB 品牌连续 6 年保持中国会议市场销量市占率第一，随着 23 年会议市场需求修复，公司企业服务业务有望回升；海外业务方面，公司与行业内公司 Zoom、Valarea 建立合作伙伴关系，同时积极开拓一带一路市场；新业务拓展方面，公司围绕主业拓展 LED 显示屏、专业计算设备、储能领域核心部件、整机及系统和服务类机器人业务，未来有望为公司带来新的业绩增长点。

我们预计 23-25 年公司收入分别为 250/292/340 亿元，同比分别+19%/+17%/+16%。预计 23-25 年归母净利润分别为 25/30/36 亿元，同比分别+22%/+20%/+17%，相应 EPS 分别为 3.59/4.32/5.06 元，以 23 年 4 月 26 日收盘价 63.2 元计算，对应 PE 分别为 18/15/12 倍，可比公司 23 年平均 PE 为 29 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

供应链波动、外汇套期保值的业务风险、新项目推进未达预期风险、行业空间测算偏差、第三方数据失真风险、研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险、客户认证不通过、汇率波动等。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	21,226	20,990	24,957	29,174	33,950
YoY (%)	23.9%	-1.1%	18.9%	16.9%	16.4%
归母净利润(百万元)	1,699	2,072	2,519	3,028	3,550
YoY (%)	-10.7%	22.0%	21.6%	20.2%	17.2%
毛利率 (%)	25.4%	27.7%	27.8%	28.3%	28.4%
每股收益 (元)	2.61	3.05	3.59	4.32	5.06
ROE	20.3%	17.4%	17.4%	17.3%	16.9%
市盈率	24.21	20.72	17.59	14.64	12.48

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 事件概述	5
2. 分析判断:	5
3. 投资建议	6
4. 风险提示	7

图表目录

图 1 可比公司估值表	7
-------------------	---

1. 事件概述

4月25日，公司发布2022年报及2023年一季报：

2022年：公司实现营业收入209.9亿元，同比-1.1%，实现归母净利润20.7亿元，同比+22%，扣非归母净利润18.1亿元，同比+23.3%。

对应22Q4：公司实现营业收入49.4亿元，同比-16.8%，实现归母净利润4.8亿元，同比+0.6%，扣非归母净利润为3.9亿元，同比-5.6%。

23Q1：公司实现营业收入37.6亿元，同比-10.3%，实现归母净利润2.8亿元，同比-7.8%，扣非归母净利润2.1亿元，同比-18.5%。

2. 分析判断：

► **收入端：整体表现优于行业**

分业务看：

1) 部件业务：

液晶显示主控板卡及相关：22年营收76亿元，同比+7.7%。根据公司22年年报，面对全球电视机消费需求收缩，公司及时调整产品布局，提升4K和智能电视领域产品占比，同时加速Mini LED驱动和8K领域产品布局，实现逆势增长。根据奥维云网，2022年全球电视机出货量为20255万台，同比下降5.6%。

生活电器业务：22年营收6.7亿元，同比+33.2%。根据公司22年年报，公司通过产品研发、市场差异化竞争和模式创新，不断提升海尔、海信、创维等大客户中的市场份额，国内外品牌客户出货量持续增长。

2) 教育业务：22年营收61亿元，同比-11.2%。根据公司22年年报，营收下滑主要受国内交互智能平板采购消费波动的影响。根据迪显咨询，2022年中国教育IFPD整体出货量下滑25.9%。

3) 企业服务业务：22年营收15.9亿元，同比-8.9%。根据公司2022年10月27日投资者调研纪要，受国内疫情影响，22H1国内会议市场有所波动，22Q3有所恢复但仍不及21年同期。根据迪显咨询，2022年中国IFPD会议市场整体出货量下滑13.9%。

4) 海外业务：22年营收37.8亿元，同比-6.1%。根据公司22年年报，营收波动主要受俄乌战争、通货膨胀、欧美央行连续大幅加息等因素影响。

5) 新业务拓展：

LED显示业务：22年营收5.1亿元，根据公司22年年报，同比+7.6%。公司积极布局国内外渠道市场，持续加大在LED显示领域的研发和营销投入，为会议室、报告厅、指挥中心等多个应用场景提供解决方案。

计算设备业务：22年营收1.1亿元，同比+178.4%。根据公司22年年报，公司逐步向工控计算领域拓展，为不同行业场景提供多种形态的计算机硬件产品、服务和综合解决方案。

电力电子业务：22 年营收 0.8 亿元，同比+174.4%。根据公司 22 年年报，该项业务目前该专注于储能领域核心部件、整机及系统的研发，未来将持续加大投入，逐步完善产品线并提升全球服务能力。

服务类机器人：根据公司 22 年年报，公司持续加大在机器人产业相关核心技术的自主研发投入，部分产品已于 22 年下半年开始陆续出货。

► **业绩端：平板盈利提升贡献业绩弹性**

2022 年：公司整体毛利率为 27.7%，同比+2.3pct，归母净利率为 9.9%，同比+1.9pct，扣非归母净利率 8.6%，同比+1.7pct。

对应 22Q4：公司整体毛利率为 27.1%，同比+1.3pct，归母净利率为 9.7%，同比+1.7pct，扣非归母净利率 7.9%，同比+0.9pct。

分业务看：

- 1) 液晶显示主控板卡（约 70 亿元）：22 年毛利率 13.3%，同比-0.9pct。
- 2) 交互智能平板（约 89 亿元）：22 年毛利率 37.3%，同比+7.2pct。
- 3) 其他业务（约 51 亿元）：22 年毛利率 30.7%，同比+0.9pct。

根据公司 22 年年报及公司 2023 年 1 月 18 日投资者调研纪要，公司盈利能力整体提升主要由于：

1) 22 年全球液晶显示面板价格回落，增厚公司利润。2) 公司持续进行产品创新和产品结构优化。3) 公司通过加大解决方案营销和线上营销投入增强国际市场开拓力度，提高主营产品市场影响力。4) 精细化管理，实现降本控费与提质增效。

分区域看：22 年国内毛利率 26.5%，同比+1pct，国外毛利率 31.5%，同比+6.4pct，公司海外业务持续加大研发投入，优化产品结构，持续推进自有品牌建设，盈利水平提升明显。

► **23Q1**

公司收入、利润波动我们预计主因内销受春节影响，海外需求波动、通胀影响。盈利端，Q1 整体毛利率为 29.1%，同比+2.7pct，归母净利率为 7.6%，同比+0.2pct，扣非归母净利率 5.6%，同比-0.6pct。

3.投资建议

公司是一家以显示、交互控制和连接技术为核心的智能电子产品及解决方案提供商。部件业务方面，公司液晶电视主控板卡产品覆盖客户广泛，同时公司开拓生活电器类部件业务，大客户份额不断提升；教育业务方面，公司希沃品牌处于行业领先地位，公司积极运用人工智能技术进行产品创新，不断提高产品竞争力；企业服务业务方面，根据迪显咨询数据，公司 MAXHUB 品牌连续 6 年保持中国会议市场销量市占率第一，随着 23 年会议市场需求修复，公司企业服务业务有望回升；海外业务方面，公司与行业内公司 Zoom、Valarea 建立合作伙伴关系，同时积极开拓一带一路市场；新业务拓展方面，公司围绕主业拓展 LED 显示屏、专业计算设备、储能领域核心部件、整机及系统和服务类机器人业务，未来有望为公司带来新的业绩增长点。

我们预计 23-25 年公司收入分别为 250/292/340 亿元，同比分别+19%/+17%/+16%。预计 23-25 年归母净利润分别为 25/30/36 亿元，同比分别+22%/+20%/+17%，相应 EPS 分别为 3.59/4.32/5.06 元，以 23 年 4 月 26 日收盘价

63.2 元计算，对应 PE 分别为 18/15/12 倍，可比公司 23 年平均 PE 为 29 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

图 1 可比公司估值表

股票代码	公司	股价（元）	EPS			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
001308.SZ	康冠科技	35.69	3.12	3.79	4.39	11.44	9.42	8.13
002955.SZ	鸿合科技	24.78	1.82	2.21	2.68	13.63	11.19	9.23
002230.SZ	科大讯飞	56.98	0.76	1.09	1.47	74.67	52.43	38.83
600060.SH	海信视像	22.49	1.48	1.68	1.91	15.18	13.37	11.75
	平均值					28.73	21.60	16.99
002841.SZ	视源股份	63.2	3.58	4.32	5.23	17.63	14.61	12.08

资料来源：Wind，华西证券研究所，数据截至 2023 年 4 月 26 日；注：可比公司盈利预测均为 Wind 一致预测；

4. 风险提示

供应链波动、外汇套期保值的业务风险、新项目推进未达预期风险、行业空间测算偏差、第三方数据失真风险、研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险、客户认证不通过、汇率波动等。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	20,990	24,957	29,174	33,950	净利润	2,121	2,578	3,099	3,633
YoY (%)	-1.1%	18.9%	16.9%	16.4%	折旧和摊销	214	214	245	273
营业成本	15,183	18,015	20,924	24,298	营运资金变动	94	-137	-391	-630
营业税金及附加	107	127	149	173	经营活动现金流	2,366	2,611	2,891	3,188
销售费用	1,389	1,622	1,925	2,275	资本开支	-946	-792	-788	-784
管理费用	988	1,148	1,357	1,596	投资	-4,000	-1,039	-708	-1,024
财务费用	-115	-34	-58	-95	投资活动现金流	-4,878	-1,587	-1,208	-1,467
研发费用	1,281	1,497	1,750	2,071	股权募资	2,152	0	0	0
资产减值损失	-179	-140	-150	-150	债务募资	172	450	220	400
投资收益	224	250	292	347	筹资活动现金流	2,126	351	106	274
营业利润	2,326	2,808	3,384	3,973	现金净流量	-272	1,376	1,789	1,996
营业外收支	-1	16	14	10					
利润总额	2,326	2,824	3,398	3,982	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	205	246	299	349	成长能力				
净利润	2,121	2,578	3,099	3,633	营业收入增长率	-1.1%	18.9%	16.9%	16.4%
归属于母公司净利润	2,072	2,519	3,028	3,550	净利润增长率	22.0%	21.6%	20.2%	17.2%
YoY (%)	22.0%	21.6%	20.2%	17.2%	盈利能力				
每股收益	3.05	3.59	4.32	5.06	毛利率	27.7%	27.8%	28.3%	28.4%
					净利率	9.9%	10.1%	10.4%	10.5%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	10.3%	10.2%	10.8%	10.7%
货币资金	4,742	6,117	7,907	9,902	净资产收益率 ROE	17.4%	17.4%	17.3%	16.9%
预付款项	50	59	69	80	偿债能力				
存货	1,857	2,907	2,615	3,875	流动比率	2.09	2.01	2.14	2.20
其他流动资产	8,787	9,441	9,799	10,397	速动比率	0.81	0.83	0.99	1.05
流动资产合计	15,436	18,525	20,390	24,254	现金比率	0.64	0.66	0.83	0.90
长期股权投资	166	189	216	251	资产负债率	39.6%	40.3%	36.3%	35.5%
固定资产	1,830	2,100	2,339	2,564	经营效率				
无形资产	396	434	476	507	总资产周转率	1.18	1.11	1.11	1.11
非流动资产合计	4,713	6,187	7,630	9,037	每股指标 (元)				
资产合计	20,148	24,712	28,020	33,291	每股收益	3.05	3.59	4.32	5.06
短期借款	1,967	2,267	2,567	2,867	每股净资产	17.03	20.62	24.94	30.00
应付账款及票据	2,880	4,155	3,749	4,553	每股经营现金流	3.37	3.72	4.12	4.55
其他流动负债	2,537	2,797	3,193	3,628	每股股利	1.05	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	7,385	9,220	9,510	11,048	估值分析				
长期借款	100	250	170	270	PE	20.72	17.59	14.64	12.48
其他长期负债	493	493	493	493	PB	3.47	3.06	2.53	2.11
非流动负债合计	593	743	663	763					
负债合计	7,978	9,963	10,173	11,811					
股本	701	701	701	701					
少数股东权益	229	288	359	442					
股东权益合计	12,171	14,749	17,847	21,481					
负债和股东权益合计	20,148	24,712	28,020	33,291					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

陈玉卢：家电行业首席分析师，南开大学管理学学士和硕士，2022年8月加入华西证券，自2016年起有多年行业研究经验，复合背景，擅长自上而下进行宏观判断，自下而上挖掘投资价值，曾任职东北证券，担任家电首席分析师与银行首席分析师。

喇睿萌：家电行业研究助理，2023年3月加入华西证券，此前就职于中泰证券、东兴证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。