

证券研究报告—动态报告/公司快评

信息技术

IT 硬件与设备

视源股份 (002841)

动态点评

买入

(调高评级)

2021年08月21日

教育场景数字化孕育新蓝海，发力开拓 2C 教育市场

证券分析师：胡剑

hujian1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980521080001

证券分析师：陈彤

0755-81981372

chentong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520080001

证券分析师：许亮

0755-81981025

xuliang1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518120001

证券分析师：唐泓翼

021-60875135

tanghy@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980516080001

事项：

视源股份：教育场景数字化有望孕育新蓝海，希沃软硬件发力、2B+2C 发力有望打造教育数字化龙头。

我们预计 21/22/23 年公司营收同比增长 16.6%/14.5%/13.7%至 199.70/228.67/259.96 亿元，归母净利润同比增长 19.2%/17.5%/13.3%至 22.66/26.62/30.15 亿元，当前股价对应 PE 分别为 34.4/29.3/25.9 倍。考虑到教育信息化 2.0 不断推进，教育场景数字化有望孕育新蓝海，以及视源产品品类扩张、发力 2C 教育市场的竞争优势，我们认为公司估值相比于行业平均水平仍有上升空间，上调至“买入”评级。

评论：

■ 视源股份：专注内在实力提升，打造软硬件技术能力领先的研发驱动型企业

液晶主控板卡龙头开疆扩土，拓展教育/会议交互平板把握数字化升级契机。视源股份成立于 2005 年，公司以液晶电视主控板卡起家，自 2013 年起便位居液晶电视主控板卡销量全球第一。2008 年创立子品牌希沃（教育信息化应用工具提供商），布局教育交互智能平板，根据奥维云网，2011 年起希沃产品销售额连续九年为国内第一。2017 年公司创立子品牌高效会议平台 MAXHUB，布局商用交互智能平板，根据奥维云网，该品牌成立至今连续三年销售额位居大陆会议市场第一。2018-2019 年先后收购国内领先液晶商显公司上海仙视 51% 股权、国内 LED 显示领军企业青松光电 51% 股权，以拓展公司技术储备及业务布局；2020 年 10 月，希沃推出小墨、网课学习机等产品拓展 2C 端市场，促进家庭教育场景的数字化升级。

图 1：视源股份发展历程



资料来源：视源股份官网，国信证券经济研究所整理

视源股份的主营业务为液晶显示主控板卡和交互智能平板等显控产品的设计、研发与销售，产品已广泛应用于家电领域、教育信息化领域、企业服务领域等。

- **部件业务：**公司部件业务的主要产品目前为液晶显示主控板卡，液晶显示主控板卡是液晶显示产品的核心部件之一，承载显示驱动、信号处理、控制电路、电源管理、系统菜单、核心应用等重要功能。目前公司的液晶电视主控板卡已广泛应用于全球各种功能的液晶电视，覆盖从传统模拟电视、数字电视到带有丰富多媒体网络娱乐功能的智能电视，下游客户包括 TCL、海信、海尔、康佳、长虹、创维、小米等液晶电视品牌商以及液晶电视行业众多 OEM 和 ODM 厂商。根据年报，2020 年公司液晶电视主控板卡出货量 7130.09 万片，占全球液晶电视主控板卡全年出货量的 31.17%，继续保持市场领先优势。

图 2：视源股份部件业务产品



资料来源：视源股份官网，国信证券经济研究所整理

- **教育业务（希沃）：**希沃提供的教育信息化应用工具与服务主要分为四大类：数字化教学硬件、数字化教学应用、教学小数据管理系统、教师专业发展服务，紧紧围绕“教师、教室、教学”的“三教”定位，从教学应用场景出发，区分学段、线上线下，区分校内与校外，多维度构建完整的教育信息化应用场景。2020 年 10 月希沃相继推出希沃小墨和网课学习机两款 2C 产品，在教育场景数字化的背景下，我们看好希沃向 2C 方向延伸，为用户提供触手可及的服务。根据迪显咨询数据，2020 年希沃凭借在产品、销售和服务等方面的综合竞争优势，交互智能平板产品销量占中国大陆教育类交互智能平板市场总销量的 48.2%，继续位居首位。

图 3：视源股份教育业务——希沃



资料来源：视源股份官网，国信证券经济研究所整理

- **企业服务业务 (MAXHUB):** 公司企业服务业务以 MAXHUB 交互智能平板为核心产品, 搭配会议周边多款硬件产品及服务, 为用户提供智能会议解决方案。MAXHUB 不仅推出了会议平板、LED 显示终端、会议门牌、传屏盒子、演讲台等 MAXHUB 智慧办公硬件产品, 还依托云服务、数据服务, 通过 MAXHUB 会议管理小程序、MAXHUB 文档实现会前、会中、会后全场景协作式智能会议管理, 为用户带来书写、展示、协同的一体化体验, 营造高效协同的办公方式。根据奥维云网数据, 2020 年 MAXHUB 交互智能平板实现中国大陆市场销量市占率 25.5%, 继续保持中国大陆市场份额第一的领先优势。

图 4: 视源股份企业服务业务——MAXHUB

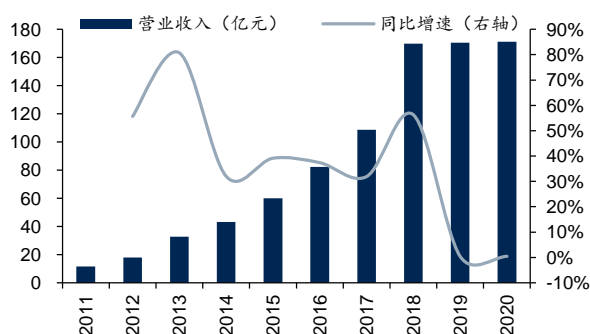


资料来源: 视源股份官网, 国信证券经济研究所整理

■ **产品结构持续优化, 降本增效、精准控费延续净利润高增长态势**

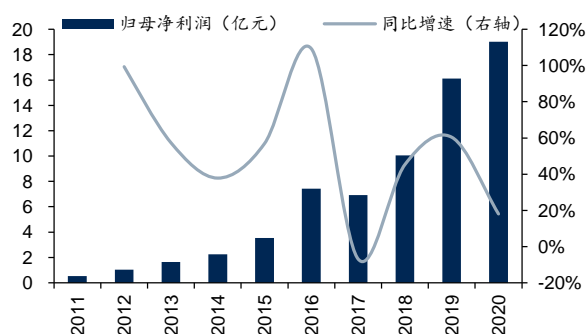
需求疲软下 18-20 年营收持平, 净利率上升支撑归母净利润持续增长。 受益于交互平板市场需求增加、公司显控板卡产品升级, 根据 Wind, 2011-2020 年视源营收/归母净利润从 11.60/0.52 亿元增长至 171.29/19.02 亿元 (CAGR: 34.9%/49.1%), 其中仅 2017 年视源归母净利润出现同比下跌 (-6.9%), 主因电子行业原材料上涨及人民币兑美元汇率波动。2019-2020 年, 受全球电视行业整机和零部件均价下降、“农村义务教育薄弱学校改造计划”进入尾期后国内教育交互智能平板市场需求下降及 2020 年疫情冲击需求端的影响, 公司营收增长乏力, 但 2019/2020 年归母净利润分别同比增长 60.4%/18.2%, 其主要驱动力来自于视源较强的精细化管理和控费能力。

图 5: 视源股份营业收入及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

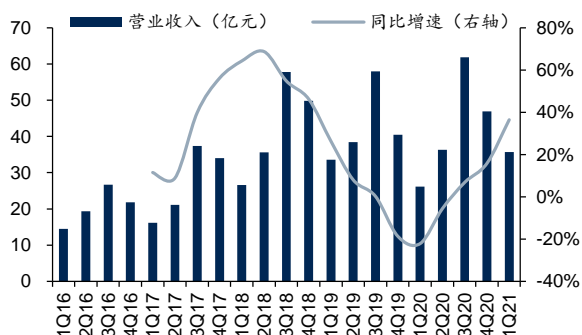
图 6: 视源股份归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

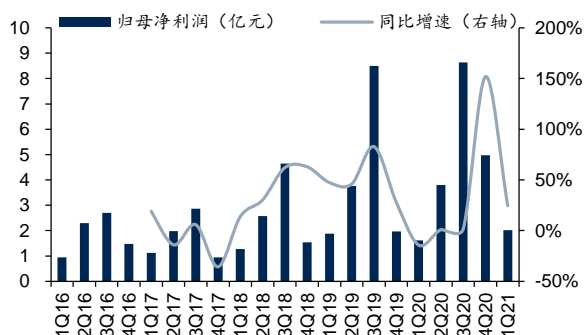
分季度来看，随着 2020 年下半年疫情趋稳后需求回暖，根据 Wind 数据，3Q20 公司营收同比增速由负转正，当季营收/归母净利润同比增长 6.81%/1.67%至 61.92/8.63 亿元，营收和净利润规模均创单季新高。受益于产品推广方式拓展以及内部精细化管理加强，4Q20 公司营收/归母净利润同比增长 15.83%/151.88%至 46.93/4.97 亿元，净利润同比增幅显著高于营收，得益于公司不断加强运营管理，在导入新技术、新工艺、精细化管理措施实现降本增效的同时不断加大费用管控力度、提升资金管理收益。1Q21 公司营收/归母净利润同比增长 36.49%/24.50%至 35.71/2.01 亿元，主要得益于下游需求的逐步恢复以及公司产品结构的优化升级。

图 7：视源股份单季度营业收入及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 8：视源股份单季度归母净利润及同比增速

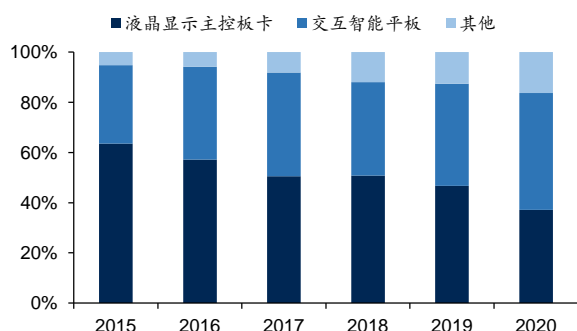


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

产品结构优化带动 2015-2019 年毛利率提升，但 2020 年在 LCD 涨价的冲击下毛利率有所下降。公司的主营业务包括液晶显示主控板卡和交互智能平板，2020 年营收占比分别为 37.12%和 46.58%。公司液晶显示主控板卡业务产品结构持续优化，表现为智能电视主控板卡出货量占比从 2017 年的 25.56%提升至 2020 年的 59.19%；在此背景下公司液晶显示主控板卡毛利率也从 2017 年的 12.97%提升至 2020 年的 17.08%；2020 年在半导体、PCB、阻容器件、接插件等原材料出现不同程度的供应紧张、价格上行的背景下，公司液晶显示主控板卡毛利率仍维持在较高水平。此外，2020 年公司交互智能平板业务毛利率 32.55%，同比下降 3.89pct，主要受 2020 年 LCD 面板价格快速上涨因素影响，但毛利率仍维持在较高水平。

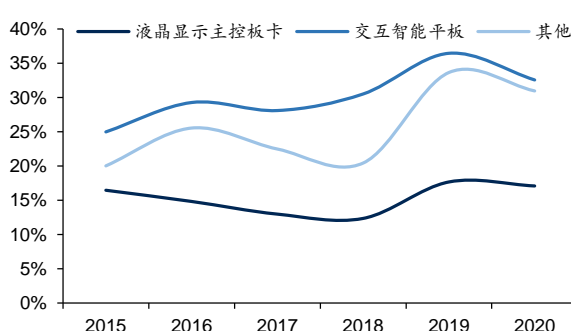
精细化管理及成本管控使得 2020 年净利率逆势增长。尽管原材料成本增加导致公司 2020 年毛利率承压，但得益于工艺升级、精细化管理带来的降本增效以及公司良好的费用管控能力，2020 年公司期间费用率同比下降 1.78pct 至 14.20%，带动营业利润率、归母净利率同比增长 1.7pct、1.7pct 至 12.0%、11.1%。

图 9：视源股份营业收入按业务分布



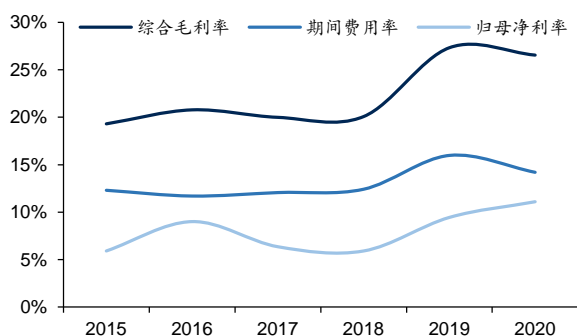
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 10：视源股份分业务毛利率



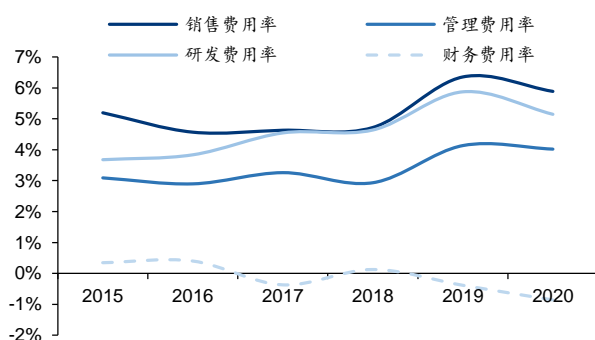
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 11: 视源股份综合毛利率、期间费用率及归母净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 12: 视源股份期间费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

■ 教育信息化 2.0 强调软硬件平台建设, 教育场景数字化孕育新蓝海

2018 年教育信息化迈入 2.0 时代, 智慧校园建设迎来快速增长点, 高教及中小学信息化硬件设备市场前景广阔。2018 年 4 月, 教育部印发《教育信息化 2.0 行动计划》, 提出“以人工智能、大数据、物联网等新兴技术为基础, 依托各类智能设备及网络, 积极开展智慧教育创新研究和示范, 推动新技术支持下教育的模式变革和生态重构”的智慧教育创新发展行动。我们认为, 在教育信息化 2.0 一系列政策指引和新冠疫情的助推下, “智慧教育”即以政府主导、学校与企业共同参与构建的线上、线下现代教育信息化服务体系正加速推进。

图 13: 从教育信息化 1.0 “三通两平台”到教育信息化 2.0 “八项行动计划”



资料来源: 亿欧智库, 国信证券经济研究所整理

智慧校园建设提速, 高教及中小学信息化硬件设备市场空间广阔。随着《教育信息化 2.0 行动计划》的颁布, 各省市陆续制定智慧校园建设目标, 山东省在《山东省教育信息化 2.0 行动计划 (2019-2022)》中提出 2022 年全省智慧校园渗透率超 80%, 安徽省在 2018 年“安徽省中小学智慧学校建设现场推进会”中提出 2022 年智慧校园建设达标学校超 50%, 重庆市在 2019 年《重庆市智慧教育五年工作方案 (2018-2022)》中提出到 2022 年建成市级智慧校园建设示范学校 500 所。基于此, 我们认为, 在一系列政策的指引下我国智慧校园的建设将提速, 进而拉升教育信息化硬件设备的市场需求, 以视源股份为代表的智能教育装备供应商有望迎来良好的发展机遇。

表 1: 部分省市智慧校园建设政策目标

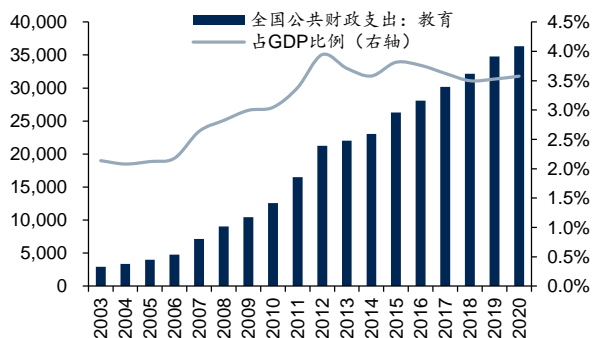
时间	方案	内容
2018 年 1 月	“安徽省中小学智慧学校建设现场推进会”	2022 年智慧校园建设达标学校超 50%，力争实现中小学智慧校园全覆盖。
2019 年 2 月	《重庆市智慧教育五年工作方案（2018—2022 年）》	2020 年，建成市级智慧教育应用示范区县 5 个、市级智慧校园建设示范学校 350 所。2022 年，建成市级智慧教育应用示范区县 10 个、市级智慧校园建设示范学校 500 所。
2019 年 8 月	《山东省教育信息化 2.0 行动计划（2019—2022）》	2022 年全省智慧校园覆盖率达到 80%，初步构建起支撑个性化教学的智慧教育环境。
2019 年 12 月	《宝鸡市教育信息化 2.0 行动实施方案》	到 2022 年实现数字校园建设全覆盖，建成 20 所左右“智慧校园”示范校。

资料来源：中国教育部，国信证券经济研究所整理

全国公共财政教育支出不断增长，从资金层面支撑教育信息化硬件设备需求增长。从教育装备采购资金支持层面来看，根据国家统计局，2006-2012 年我国公共财政教育经费开支占 GDP 比例快速提升，从 2.18% 增至 3.94%。尽管这一占比自 2012 年起进入相对稳定阶段，但我国每年公共财政教育支出仍保持 6.94% 的年复合平均增速，2020 年全国公共财政教育支出达到 3.63 万亿元，同比增长 4.43%，占 2020 年全国 GDP 的 3.58%。

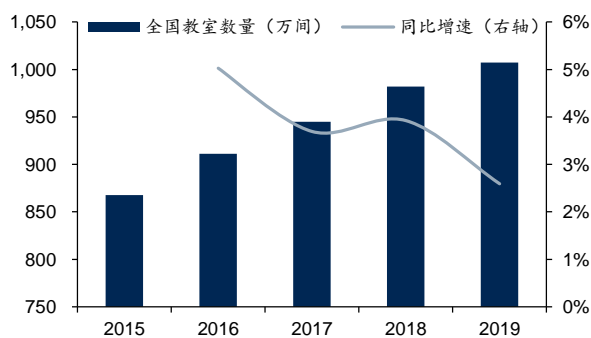
我国 K12 教育阶段及高等教育教室数稳步增加。从学生人数与教室数量对比来看，根据教育部统计年鉴，2019 年全国 K12 教育阶段教室数同比增长 2.7% 至 895.2 万间，其中学前教育阶段拥有教室 172.9 万间（YoY: 3.0%），小学阶段拥有教室 407.1 万间（YoY: 1.4%），初中教育阶段拥有教室 199.1 万间（YoY: 4.1%），高中阶段则拥有教室 116.1 万间（YoY: 4.3%）。除 K12 教室外，2019 年我国高等教育（含专科、本科、硕士、博士等）拥有教室 74.0 万间，同比增长 3.4%；中等职业学校还拥有教室 38.3 万间。总计来看，2019 年全国 K12 教育、中等职业及高等教育学校共拥有教室 1007 万间，同比增长 2.6%。

图 14: 全国公共财政教育经费及同比增速



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图 15: 全国教室数量及同比增速



资料来源：中国教育部，国信证券经济研究所整理

■ 希沃 2B 产品体系逐步成熟龙头地位稳固，顺势教育数字化拓展 2C 市场

希沃推出 2C 教育产品，助力家庭教育场景数字化。2020 年 10 月以来希沃相继推出希沃小墨和网课学习机两款 2C 产品，其中：希沃小墨实现四本合一，深入渗透到学生备考学习的每个环节，并基于 AI 智能技术算法，切实帮助学生形成收录错题、解析、发现知识薄弱点到回顾重做的学习模式；希沃网课学习机适配了百款网课 APP，并通过硬件高配置实现沉浸式学习，相对于其他功能复杂的学习机，希沃网课学习机更能直接的保证学生学习的专注和投入。

我们看好希沃在学校教学场景数字化的基础上助推家庭教育场景的数字化，基于希沃：1) 多年积累的教室大屏的入口优势；2) 教学软件的领先布局优势；3) 对于教学场景的深入理解优势以及教师和学生用户的品牌认同。以希沃网课学习机为例，我们认为，希沃不仅是打造了一款“网课神器”，更是在家庭打造了一种学习环境，助推家庭教育场景数字化。2020 年以来，在疫情蔓延的背景下，网课成了连接学生与知识的重要纽带，这对孩子、老师、家长都是一场严峻的考验，希沃网课学习机：1) 15.6 英寸大屏，附带立式支架，固定在桌面上为培养孩子慎独的能力；2) 把竖屏的应用兼容到横屏上面，为孩子提供最好的观课体验；3) 提供全套线上直播方案，确保教学进度不受疫情影响。

图 16: 希沃小墨



资料来源: 希沃官网, 国信证券经济研究所整理

图 17: 希沃网课学习机



资料来源: 希沃官网, 国信证券经济研究所整理

在 2B 市场, 希沃龙头地位稳固。根据年报, 2020 年公司交互智能平板产品在教育市场实现营业收入 68.19 亿元, 同比增长 10.99%; 根据迪显咨询数据, 2020 年中国大陆教育交互智能平板市场销量同比增长 8.8%, 销售额同比下降 5.7%, 但希沃凭借在产品、销售和服务等方面的综合竞争优势, 实现希沃交互智能平板产品占中国大陆教育交互智能平板市场总销量的 48.2%, 继续位居首位。我们认为, 在 2B 市场希沃继续深耕中小学 (K12) 公立校市场, 快速开拓幼教、教培、高职教市场, 继续由公立教育市场的中小学段向其他学段以及非公立教育市场延展。

- 携手英特尔推出全新数字高校综合解决方案: 2021 年 5 月, 希沃携手英特尔推出全新数字高校综合解决方案, 从课前、课中、课后全环节赋能高等教育教学环境信息化、智能化建设, 为师生教、学、评、管提供高效、流畅的体验。“无意外”的课前: 上课前, 老师通过希沃品课给学生发布课程通知、预习通知以及下发课程资料, 学生收到通知后可及时调整上课路线、预习重点; “无边界”的课中: 上课中, 希沃提出构建“教师端+小组端+学生端”多屏智能硬件环境, 利用希沃品课和物联平台实现多屏联动, 增强研讨课堂上师生之间、生生之间的互动性; “有踪迹”的课后: 上课后, 希沃加入了共享学习空间方案, 学生可以利用教学一体机协同无线传屏、视频会议软件等进行多人在线项目协作。我们认为, 希沃数字高校综合解决方案将帮助高校打造“全连接的智能教学空间”, 推动高校教学环境信息化、智能化升级, 以技术助推高校教育教学提质创新发展。

图 18: 希沃数字高校综合解决方案“无边界”的课中



资料来源: 希沃官网, 国信证券经济研究所整理

图 19: 希沃数字高校综合解决方案“有踪迹”的课后



资料来源: 希沃官网, 国信证券经济研究所整理

- 承担企业社会责任, 发起“千里课堂”计划, 让城乡孩子同上一节课: 新冠疫情的到来, 城乡教育信息化的差距让“数字鸿沟”的体现更为显著。根据中国发展研究基金会, 疫情期间能按时上网课的比例低于县城约 26 个百分点, 农村学生的电脑拥有率仅 7.3%, 村级学校教师开展信息化教学的比例低于县级学校近 50 个百分点。2020 年 7 月, 希沃发起“千里课堂”计划, 该计划由视源公益基金会和中国社会福利基金会联合发起, 由南方周末公益基金执行, 旨在解决城乡之间教育资源不均衡的问题。

图 20: 视源股份发起“千里课堂”计划



资料来源: 希沃官网, 国信证券经济研究所整理

图 21: 2020 年希沃公益行连续第五年开启



资料来源: 希沃官网, 国信证券经济研究所整理

投资建议: 上调至“买入”评级

我们预计 21/22/23 年公司营收同比增长 16.6%/14.5%/13.7%至 199.70/228.67/259.96 亿元, 核心数据假设如下:

液晶显示主控板卡: 我们预计 21/22/23 年公司液晶显示主控板卡营收同比增长 4.5%/8.0%/12.1%, 其中液晶电视板卡营收同比增长 2.0%/3.3%/4.2%, 白色家电板卡营收同比增长 145.0%/120.0%/100.0%; 预计 21/22/23 年公司液晶显示主控板卡毛利率 17.3%/17.4%/17.4%, 基本保持平稳。

交互智能平板: 我们预计 21/22/23 年公司交互智能平板营收同比增长 26.8%/18.6%/14.2%, 其中教育类交互智能平板营收同比增长 22.0%/14.0%/10.0%, 商用类交互智能平板营收同比增长 55.0%/40.0%/30.0%; 预计 21/22/23 年公司交互智能平板毛利率 33.0%/33.1%/33.1%。

我们预计 21/22/23 年公司期间费用率同比小幅增长至 14.4%/14.5%/14.7%; 综上, 我们预计 21/22/23 年公司归母净利润同比增长 19.2%/17.5%/13.3%至 22.66/26.62/30.15 亿元。

表 2: 视源股份主营业务收入及毛利率预测

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (亿元)	169.84	170.53	171.29	199.70	228.67	259.96
液晶显示主控板卡	86.31	79.58	63.59	66.43	71.75	80.46
液晶电视	86.31	79.15	62.49	63.73	65.81	68.59
白色家电		0.43	1.10	2.70	5.93	11.87
交互智能平板	63.23	69.42	79.79	101.17	120.01	137.05
教育	56.76	61.44	68.19	83.19	94.84	104.32
商用	6.48	7.98	11.60	17.98	25.17	32.73
其他	20.29	21.53	27.91	32.10	36.91	42.45
同比增速 (%)	56.3%	0.4%	0.4%	16.6%	14.5%	13.7%
液晶显示主控板卡	57.1%	-7.8%	-20.1%	4.5%	8.0%	12.1%
液晶电视	57.1%	-8.3%	-21.0%	2.0%	3.3%	4.2%
白色家电			158.3%	145.0%	120.0%	100.0%
交互智能平板	40.8%	9.8%	14.9%	26.8%	18.6%	14.2%
教育	36.0%	8.2%	11.0%	22.0%	14.0%	10.0%
商用	103.8%	23.3%	45.3%	55.0%	40.0%	30.0%
其他	130.0%	6.1%	29.6%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率 (%)	20.1%	27.3%	26.5%	27.5%	27.8%	27.9%
液晶显示主控板卡	12.3%	17.7%	17.1%	17.3%	17.4%	17.4%
交互智能平板	30.5%	36.4%	32.5%	33.0%	33.1%	33.1%
其他	20.4%	33.6%	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

表 3: 视源股份未来 3 年盈利预测表

单位: 亿元	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	169.84	170.53	171.29	199.70	228.67	259.96
营业成本	135.75	123.93	125.82	144.82	165.11	187.50
销售费用	8.02	10.84	10.08	11.87	13.84	16.13
管理费用	4.98	7.05	6.89	7.79	9.05	10.49
研发费用	7.88	10.01	8.81	9.97	11.58	13.50
财务费用	0.22	-0.65	-1.46	-0.81	-1.31	-1.89
营业利润	11.46	17.60	20.52	24.50	28.79	32.65
利润总额	11.59	17.86	20.73	24.70	29.02	32.87
归母净利润	10.04	16.11	19.02	22.66	26.62	30.15
EPS (元)	1.53	2.46	2.85	3.40	3.99	4.52
ROE (%)	29.51%	32.68%	26.42%	25.43%	24.37%	22.88%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

我们选择豆神教育、亿联网络、海康威视、科大讯飞作为可比公司,参考可比公司 2021 年平均 PE 估值 43.83 倍(Wind 一致预期),考虑到视源股份产品品类扩张、发力 2C 教育市场的竞争优势,给予公司 2021 年 45-50 倍 PE 估值,当前股价对应 PE 分别为 34.4/29.3/25.9 倍。我们认为公司股票价值在 152.98-169.98 元之间,相对于公司目前股价有 30.73%-45.26%溢价空间,上调至“买入”评级。

表 4: 同类公司估值比较

代码	简称	股价 (8月19日)	EPS (元)			PE			PB	PEG	总市值 (百万元)
			2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E			
002841	视源股份	117.02	2.85	3.40	3.99	41.02	34.42	29.30	10.84	2.07	78000
同类公司:											
300010	豆神教育	4.88	-2.96	0.16	0.48	-1.65	30.48	10.16	5.56	0.98	4237
300628	亿联网络	87.01	1.43	1.87	2.42	60.97	46.53	35.96	15.10	1.59	78569
002415	海康威视	54.91	1.45	1.79	2.16	38.00	30.64	25.42	9.53	1.45	512629
002230	科大讯飞	52.40	0.64	0.77	1.05	81.88	67.69	50.03	9.52	2.25	120548
均值						44.80	43.83	30.39	9.93	1.57	

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

■ 风险提示

新业务开拓不及预期的风险:考虑到公司液晶电视主控板卡市场份额 2013 年起便位居全球第一,未来份额提升空间有限,我们预期公司未来业绩增长主要来源于白色家电板卡、交互智能平板、人工智能等新产品、新业务。如果公司新业务开拓不及预期,存在公司业绩增长不及预期的风险。

教育信息化、远程办公的推进进度存在不确定性:希沃品牌产品的销售与教育信息化的推进存在较大相关性,MAXHUB 品牌的销售则受益于远程办公的趋势,如果教育信息化、远程办公的推进不及预期,存在公司产品销售不及预期的风险。

交互智能平板市场竞争加剧的风险:目前交互智能平板市场仍处于快速发展阶段,虽然希沃、MAXHUB 分别在教育类、商用类交互智能平板市场处于领先地位,但随着微软、谷歌等厂商加入竞争,存在交互智能平板市场竞争加剧的风险,未来公司产品的价格、盈利能力存在一定的不确定性。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	3829	4665	7120	9633
应收款项	200	268	307	349
存货净额	1829	2100	2393	2716
其他流动资产	473	565	639	731
流动资产合计	7027	8315	11197	14189
固定资产	1539	1673	1824	1986
无形资产及其他	310	297	285	272
投资性房地产	3579	3579	3579	3579
长期股权投资	106	142	186	216
资产总计	12560	14006	17071	20243
短期借款及交易性金融负债	798	312	408	506
应付款项	2455	2460	2950	3392
其他流动负债	1695	1819	2192	2471
流动负债合计	4948	4592	5551	6369
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	292	372	456	541
长期负债合计	292	372	456	541
负债合计	5240	4964	6007	6911
少数股东权益	122	131	142	154
股东权益	7198	8911	10922	13178
负债和股东权益总计	12560	14006	17071	20243

关键财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	2.85	3.40	3.99	4.52
每股红利	0.76	0.83	0.98	1.14
每股净资产	10.80	13.37	16.39	19.77
ROIC	30%	29%	37%	52%
ROE	26%	25%	24%	23%
毛利率	27%	27%	28%	28%
EBIT Margin	11%	12%	12%	12%
EBITDA Margin	12%	13%	13%	13%
收入增长	0%	17%	15%	14%
净利润增长率	18%	19%	17%	13%
资产负债率	43%	36%	36%	35%
息率	0.6%	0.7%	0.8%	1.0%
P/E	41.0	34.4	29.3	25.9
P/B	10.8	8.8	7.1	5.9
EV/EBITDA	41.0	31.8	27.9	25.3

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	17129	19970	22867	25996
营业成本	12582	14482	16511	18750
营业税金及附加	70	84	100	109
销售费用	1008	1187	1384	1613
管理费用	1570	1788	2076	2412
财务费用	(146)	(81)	(131)	(189)
投资收益	112	43	58	71
资产减值及公允价值变动	(176)	(155)	(161)	(164)
其他收入	71	52	54	58
营业利润	2052	2450	2879	3265
营业外净收支	21	20	22	21
利润总额	2073	2470	2902	3287
所得税费用	161	192	225	255
少数股东损益	10	12	14	16
归属于母公司净利润	1902	2266	2662	3015

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1902	2266	2662	3015
资产减值准备	(15)	28	10	15
折旧摊销	132	181	216	250
公允价值变动损失	176	155	161	164
财务费用	(146)	(81)	(131)	(189)
营运资本变动	(2839)	(194)	551	364
其它	22	(19)	1	(2)
经营活动现金流	(622)	2417	3601	3804
资本开支	(225)	(486)	(525)	(578)
其它投资现金流	809	(21)	(22)	(22)
投资活动现金流	573	(542)	(591)	(630)
权益性融资	25	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(507)	(554)	(651)	(759)
其它融资现金流	896	(485)	96	98
融资活动现金流	(93)	(1039)	(555)	(661)
现金净变动	(142)	836	2455	2513
货币资金的期初余额	3971	3829	4665	7120
货币资金的期末余额	3829	4665	7120	9633
企业自由现金流	(1181)	1740	2821	2905
权益自由现金流	(285)	1330	3038	3177

相关研究报告

- 《视源股份-002841-20 年年报快报点评：Q4 业绩超预期，看好业务恢复和新市场放量》 ——2021-01-27
- 《视源股份-002841-深度报告：智能商显佼佼者，持续创新蜕变》 ——2020-12-14
- 《视源股份-002841-2019 年三季度报点评：交互平板龙头符合预期，单季度毛利率创新高》 ——2019-10-28
- 《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

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。

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