

视源股份 (002841.SZ)

海外市场高增长，2H21 交互智能平板毛利率环比回升

买入

核心观点

21 年营收同比增长 23.9%，受原材料涨价影响归母净利润同比下降 10.7%。公司 21 年营收 212.26 亿元 (YoY +23.9%)，归母净利润 16.99 亿元 (YoY -10.7%)；其中 4Q21 营收 59.43 亿元 (YoY +26.6%)，归母净利润 4.77 亿元 (YoY -4.0%)。21 年营收稳健增长得益于：1) 海外市场交互智能平板营收同比增长 95%；2) 国内市场在 MAXHUB、希沃新品持续推广的带动下稳健增长；3) 部件业务新产品方向如 IoT 模组、生活电器板卡等取得快速增长。净利润下滑主要系面板、半导体等原材料涨价以及期间费用率同比提升 2.10pct 所致。

海外市场开拓成效显著，2H21 交互智能平板毛利率环比回升 2.75pct。部件业务中，2021 年液晶显示主控板卡营收 62.08 亿元 (YoY -2.38%)，毛利率 14.18% (YoY -2.90pct)，生活电器业务营收 5.05 亿元 (YoY +123%)，IoT 模组、投影板卡等新业务营收 2.93 亿元 (YoY +49%)。此外，2021 年交互智能平板营收 109.31 亿元 (YoY +36.99%)，其中海外市场营收 38.05 亿元 (YoY +94.87%)；毛利率 30.10% (YoY -2.45pct)，毛利率水平从 1H21 的 28.33% 回升至 2H21 的 31.08%，在面板降价周期中盈利能力环比改善的趋势明确。

21 年国内市场教育业务营收同比增长 20.53% 至 68.42 亿元。希沃在持续深耕 K12 公立学校市场的基础上，加速开拓幼教、高职教等市场。硬件方面，21 年希沃交互智能平板实现稳健增长，同时录播系统、智能讲台等数字化教学硬件收入也取得快速增长，根据 DISCIEN 数据，21 年希沃品牌占中国大陆教育 IFPD 市场销量的 47.5%。软件方面，希沃升级了信鸽教研信息化系统、集控管理系统以及希沃白板等核心软件，21 年末希沃白板中小学活跃教师用户超 460 万人，幼儿园活跃教师用户超 22 万人，21 年新增课件 1.7 亿个。

21 年国内市场企业业务营收同比增长 25.25% 至 17.41 亿元。根据 DISCIEN 数据，2021 年 MAXHUB 在中国大陆会议交互智能平板市场销量市占率 27.5%，连续 5 年位居第一，行业领先地位稳固。21 年 MAXHUB 在政企、金融、医疗、新零售、制造等领域建立标杆用户案例，如北京城市副中心、农业银行、工商银行、中国平安、华西医院、博洛尼等，同时增加百度、今日头条、抖音等流量渠道的投放覆盖面，赋能分销渠道共同提升产品及品牌的用户认知。

投资建议：交互智能平板龙头利润拐点显现，我们预计公司 22-24 年归母净利润同比增长 42.1%/24.3%/19.9% 至 24.14/30.01/35.99 亿元，参考 2022 年可比公司 Wind 一致预期均值 25.10 倍 PE 估值，给予公司 2022 年 24-25 倍预期 PE，对应目标价 86.92-90.54 元，维持“买入”评级。

风险提示：新业务开拓不及预期；需求不及预期；行业竞争加剧等。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	17,129	21,226	25,569	29,965	34,764
(+/-%)	0.4%	23.9%	20.5%	17.2%	16.0%
净利润(百万元)	1902	1699	2414	3001	3599
(+/-%)	18.0%	-10.7%	42.1%	24.3%	19.9%
每股收益(元)	2.85	2.55	3.62	4.50	5.40
EBIT Margin	11.1%	8.5%	10.0%	10.1%	10.4%
净资产收益率 (ROE)	26.4%	20.3%	24.6%	25.9%	26.2%
市盈率 (PE)	24.0	26.8	18.8	15.2	12.6
EV/EBITDA	25.0	26.7	18.9	16.3	13.9
市净率 (PB)	6.33	5.44	4.64	3.92	3.31

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

公司研究·财报点评

电子·消费电子

证券分析师：胡剑

021-60893306

hujian1@guosen.com.cn

S0980521080001

联系人：周靖翔

021-60375402

zhoujingxiang@guosen.com.cn

证券分析师：胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

联系人：李梓澎

0755-81981181

lizipeng@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	86.92 - 90.54 元
收盘价	68.25 元
总市值/流通市值	45523/30781 百万元
52 周最高价/最低价	149.81/62.91 元
近 3 个月日均成交额	165.25 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《视源股份-002841-动态点评：教育部提出实施基础教育数字化战略行动》——2022-02-18

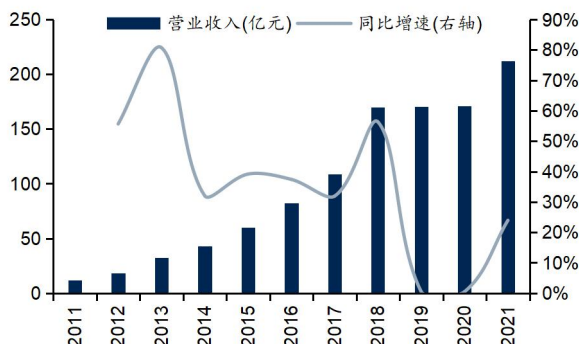
《视源股份-002841-2021 年业绩快报点评：21 年收入增长 24%，1Q22 盈利能力迎拐点》——2022-01-27

《视源股份-002841-深度报告：交互智能平板龙头，利润拐点显现》——2021-12-03

《视源股份-002841-2021 年三季报点评：营收稳健增长，毛利率环比回升》——2021-10-31

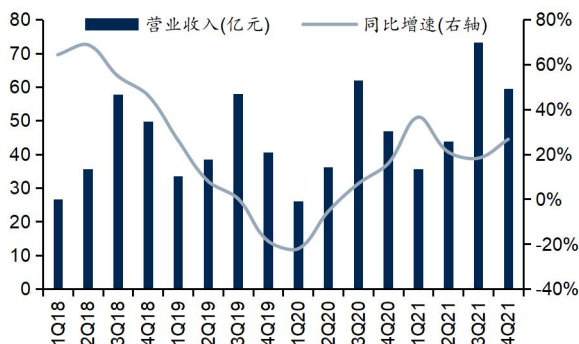
《视源股份-002841-2021 年半年报点评：缺料压力下新品开拓不息，1H 营收高增长》——2021-09-01

图1: 公司营业收入及同比增速



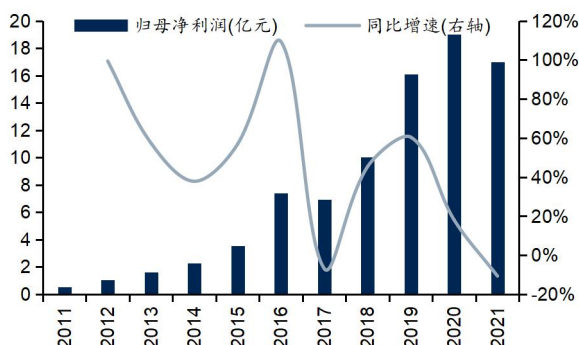
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季度营业收入及同比增速



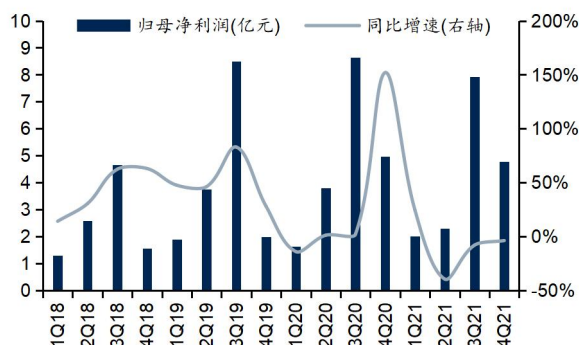
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及同比增速



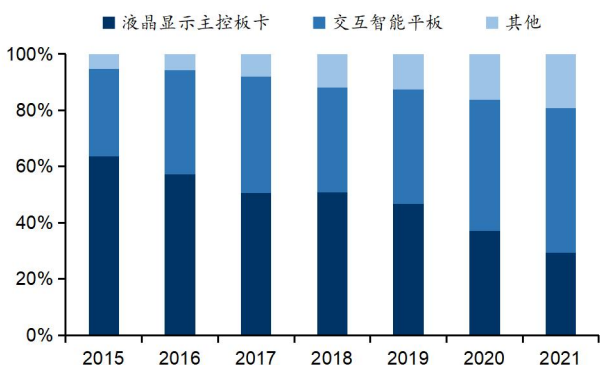
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季度归母净利润及同比增速



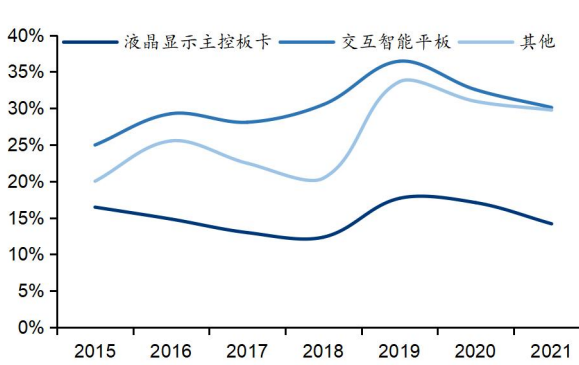
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司分产品营收结构



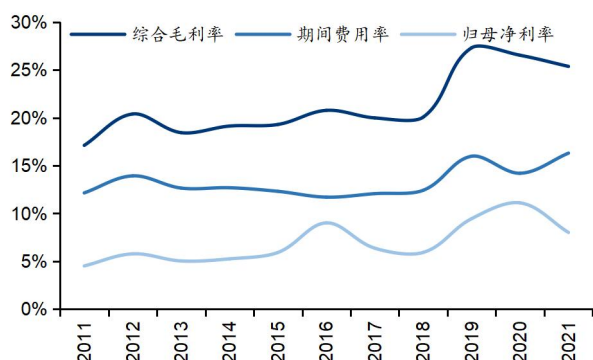
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司分产品毛利率



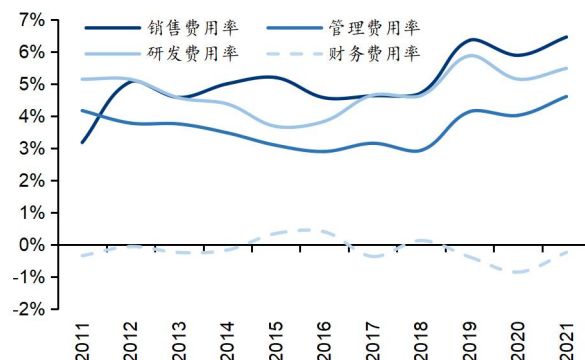
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 公司综合毛利率、归母净利率、期间费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司销售、管理、研发、财务费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议: 我们看好公司交互智能平板业务把握教育/会议场景数字化升级契机, 看好液晶显示主控板卡业务受益于电视智能化、高清化升级及白电新业务开拓, 预计 22-24 年公司营收同比增长 20.5%/17.2%/16.0%至 255.69/299.65/347.64 亿元, 归母净利润同比增长 42.1%/24.3%/19.9%至 24.14/30.01/35.99 亿元, 对应 PE 为 18.8/15.2/12.6 倍, 参考 22 年可比公司 Wind 一致预期均值 25.10 倍 PE 估值, 给予公司 22 年 24-25 倍预期 PE, 目标价 86.92-90.54 元, 维持买入评级。

表1: 可比公司估值比较 (股价为 2022 年 4 月 19 日数据)

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)				CAGR (20-23E)	PE (倍)				PEG (2022E)	总市值 (亿元)
			2020A	2021A/E	2022E	2023E		2020A	2021A/E	2022E	2023E		
002841	视源股份	68.25	2.85	2.55	3.62	4.50	16.5%	23.98	26.78	18.85	15.16	1.14	455
可比公司:													
002415	海康威视	41.52	1.45	1.81	2.11	2.51	20.3%	28.73	22.94	19.69	16.51	0.97	3917
300628	亿联网络	78.00	1.43	1.80	2.38	3.06	29.0%	54.66	43.26	32.71	25.48	1.13	704
600636	国新文化	7.39	0.35	0.49	0.61	0.68	24.7%	21.24	14.95	12.19	10.94	0.49	33
300559	佳发教育	10.87	0.53	0.21	0.52	0.65	7.2%	20.65	52.56	20.93	16.74	2.89	43
002230	科大讯飞	40.60	0.64	0.75	1.02	1.36	28.6%	63.44	54.37	39.99	29.80	1.40	944
均值			0.88	1.01	1.33	1.65	22.0%	37.74	37.62	25.10	19.89	1.38	

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测 注: 可比公司盈利预测均基于 Wind 一致预期

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	3829	4998	5965	7953	10057	营业收入	17129	21226	25569	29965	34764
应收款项	200	211	264	319	358	营业成本	12582	15839	18639	21751	25093
存货净额	1829	2383	2750	3233	3711	营业税金及附加	70	80	108	120	139
其他流动资产	473	559	706	814	940	销售费用	1008	1370	1667	1993	2335
流动资产合计	7027	8424	9967	12609	15365	管理费用	689	978	1181	1382	1601
固定资产	1539	1943	2253	2760	3345	研发费用	881	1163	1415	1692	1982
无形资产及其他	310	381	366	350	335	财务费用	(146)	(51)	(89)	(134)	(182)
投资性房地产	3579	4646	4646	4646	4646	投资收益	112	203	112	142	153
长期股权投资	106	113	122	130	139	资产减值及公允价值变动	(176)	(280)	(202)	(110)	(99)
资产总计	12560	15508	17354	20496	23830	其他收入	71	61	58	64	60
短期借款及交易性金融负债	798	1091	668	852	870	营业利润	2052	1831	2615	3257	3910
应付款项	2455	2989	3446	4111	4695	营业外净收支	21	27	25	24	25
其他流动负债	1695	2314	2630	3079	3595	利润总额	2073	1858	2640	3281	3935
流动负债合计	4948	6394	6744	8042	9161	所得税费用	161	154	219	272	327
长期借款及应付债券	0	200	160	112	78	少数股东损益	10	5	6	8	10
其他长期负债	292	383	471	561	651	归属于母公司净利润	1902	1699	2414	3001	3599
长期负债合计	292	583	631	673	729	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	5240	6978	7375	8716	9890	净利润	1912	1703	2420	3009	3609
少数股东权益	122	174	178	183	189	资产减值准备	(15)	139	92	67	92
股东权益	7198	8356	9801	11597	13751	折旧摊销	132	169	237	299	361
负债和股东权益总计	12560	15508	17354	20496	23830	公允价值变动损失	176	280	202	110	99
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	(146)	(51)	(89)	(134)	(182)
每股收益	2.85	2.55	3.62	4.50	5.40	营运资本变动	(2839)	(336)	384	626	640
每股红利	0.76	1.02	1.45	1.81	2.17	其它	2768	798	(5)	63	86
每股净资产	10.78	12.54	14.70	17.40	20.63	经营活动现金流	1988	2702	3242	4040	4704
ROIC	44%	33%	38%	45%	51%	资本开支	(459)	(685)	(826)	(968)	(1122)
ROE	26%	20%	25%	26%	26%	其它投资现金流	(1787)	(617)	(17)	(16)	(17)
毛利率	27%	25%	27%	27%	28%	投资活动现金流	(2246)	(1302)	(843)	(984)	(1140)
EBIT Margin	11%	8%	10%	10%	10%	权益性融资	(24)	22	0	0	0
EBITDA Margin	12%	9%	11%	11%	11%	负债净变化	0	200	(40)	(48)	(34)
收入增长	0%	24%	20%	17%	16%	支付股利、利息	(507)	(682)	(969)	(1205)	(1445)
净利润增长率	18%	-11%	42%	24%	20%	其它融资现金流	442	549	(423)	184	18
资产负债率	43%	46%	44%	43%	42%	融资活动现金流	(88)	89	(1432)	(1068)	(1460)
息率	1.1%	1.5%	2.1%	2.6%	3.2%	现金净变动	(371)	1463	967	1988	2104
P/E	24.0	26.8	18.8	15.2	12.6	货币资金的期初余额	3894	3524	4986	5953	7941
P/B	6.3	5.4	4.6	3.9	3.3	货币资金的期末余额	3524	4986	5953	7941	10045
EV/EBITDA	25.0	26.7	18.9	16.3	13.9	企业自由现金流	0	794	2142	2732	3192
						权益自由现金流	0	1543	1760	2991	3343

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 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 层

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