

海外+创新业务高速增长，静待盈利拐点出现

2022 年 04 月 20 日

**分析师：马天诣**

执业证号：S0100521100003

电话：021-80508466

邮箱：matianyi@mszq.com

研究助理：于一铭

执业证号：S0100121090001

电话：021-80508468

邮箱：yuyiming@mszq.com

➤ **事件概述** 2022 年 4 月 19 日，公司发布 2021 年年度报告，实现营业收入 212.26 亿元，同比增长 23.91%；实现归母净利润 16.99 亿元，同比下降 10.65%；实现扣非归母净利润 14.68 亿元，同比下降 17.08%。

➤ **业绩整体符合预期，营收、现金流实现良好增长**

21 年公司实现营收 212.26 亿元，实现归母净利润 16.99 亿元，均优于业绩快报数据（营收 212.22 亿元，归母净利润 16.86 亿元），其中营收首破 200 亿元大关，增速达 23.91%（19/20 年营收增速仅为 0.41%/0.45%），营收重回增长快车道；全年经营净现金流为 27.02 亿元，同比增长 36%，经营质量显著提升。

➤ **原材料涨价、费用结构性变化等因素致盈利承压**

1) 公司 21 年整体毛利率为 25.38%，同比下降 1.17pct，主因上半年液晶面板、芯片等关键物料供不应求，原材料价格上涨而下游整机调价滞后，毛利率小幅承压，下半年情况已有所改善，Q3/Q4 毛利率已由 Q1 的 23.63%恢复至 26%上下。进入 22 年，面板价格明显回落，而芯片短缺情况也有所缓解，叠加公司高毛利的屏显产品占比逐步提升，我们认为整体毛利率有望进一步恢复。

2) **费用的短期结构性变化亦有影响**：销售侧，MAXHUB 品牌从一二线城市加速向三四线城市渗透，并进一步加大地推和线上营销力度，广告产品宣传投入增加 0.7 亿元，销售费用率同比提升 0.57pct 至 6.46%；管理侧，主因 21 年计提 1.5 亿元股权激励费用，管理费用率同比提升 0.59pct 至 4.61%；研发侧，全年研发投入 11.6 亿元（净增 2.8 亿元），8K 液晶主控板卡、生活电器业务的产品研发已初见成效，研发费用率分别同比提升 0.33pct 至 5.48%。

➤ **交互智能平板需求旺盛，液晶显示主控板卡韧性十足，海外、创新业务高增长**

1) **得益于教育信息化、企业服务市场需求高增**，21 年交互智能平板实现营收 109.31 亿元，同比增长 36.99%。其中教育业务实现营收 68.42 亿元，同比增长 20.53%，根据迪显咨询，希沃教育品牌在国内 IFPD 市占率达 47.5%，连续十年位居行业龙头。企业服务业务实现营收 17.41 亿元，同比增长 25.25%，根据迪显咨询，MAXHUB 国内大陆会议市场占有率达 27.5%，连续五年保持市场第一。

2) **海外业务、创新业务高速增长。**

海外业务方面，公司加大对远程教育及会议产品和技术投入，持续丰富健全产品线，发布了 55 吋-98 吋全新系列的交互智能平板，积极推出 UC 音视频新品，发布了 43 吋-86 吋全新商用纯显产品。21 年海外交互智能平板等终端产品实现营收 40.26 亿元，同比增长 95.55%，其中主力产品交互智能平板实现营收 38.05 亿元，同比增长 94.87%，数字标牌、会议周边等新产品实现营收 1.75 亿元，同比增长 116.43%。根据迪显咨询，教育和会议市场的 IFPD 渗透率在全球仍处于低位（分别为 14%和<10%），市场空间广阔。

推荐

维持评级

当前价格：

68.7 元

相关研究

1、行业深度研究：雄狮少年—元宇宙在汽车行业的探讨

创新业务方面，公司持续加大在 LED 显示领域的研发和营销投入，21 年 LED 显示业务实现营收 4.75 亿元，同比增长超 50%，其中西安青松光电实现营收 3.96 亿元，同比增长 64.90%。

3) **部件业务产品结构持续优化，液晶显示主控板卡韧性十足。**21 年受消费疲软、原材料涨价、疫情反复等影响，全球电视机出货量同比下滑 6.2% (奥维云网数据)，公司及时调整产品布局，提升 4K 和智能电视领域的产品占比，全年液晶电视主控板卡出货量 6,772 万片，全球市占率达 32% (奥维云网数据)，其中智能电视主控板卡出货量占比达 66.88%，同比提升近 8pct；全年公司液晶显示主控板卡等相关业务实现营收 70.72 亿元，同比基本持平，体现了公司作为行业龙头的产品竞争力。其中，液晶显示主控板卡实现营收 62.08 亿元，同比微降 2.38%；新产品方向，IoT 模组、投影板卡实现营收 2.93 亿元，同比增长 49%；生活电器业务实现营收 5.05 亿元，同比增长 122.80%。

➤ **定增 20 亿筹建智能制造基地，强化龙头全球竞争力**

根据公司公告，公司拟募资不超过 209,549.44 万元，用于投资交互智能显控产品智能制造基地建设项目。我们认为此举有利于打造行业领先的智能制造标杆生产线，实现更高质量、更高水平的产品交付，并进一步强化公司行业领先地位，提升全球竞争力，项目达产 (2026 年) 预计可实现营收超 50 亿元。

➤ **投资建议：**教育信息化、混合办公进一步激发智能交互平板需求，公司所处赛道渗透率低而景气度高，成长空间广阔，建议静待公司盈利拐点。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 22.53/28.20/33.17 亿元，当前市值对应 PE 倍数为 20X/16X/14X，公司近 5 年估值中枢为 41X。维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**智能交互平板需求不及预期；原材料价格波动；海外业务拓展不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	21,226	25,637	30,773	36,676
增长率 (%)	23.9	20.8	20.0	19.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,699	2,253	2,820	3,317
增长率 (%)	-10.7	32.6	25.2	17.6
每股收益 (元)	2.55	3.38	4.23	4.98
PE	27	20	16	14
PB	5.5	4.7	3.9	3.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 04 月 20 日收盘价)

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	21,226	25,637	30,773	36,676
营业成本	15,839	18,969	22,565	26,915
营业税金及附加	80	104	123	146
销售费用	1,370	1,666	2,000	2,384
管理费用	978	1,182	1,416	1,687
研发费用	1,163	1,449	1,846	2,237
EBIT	1,547	2,267	2,822	3,306
财务费用	-51	-56	-68	-65
资产减值损失	-293	-206	-193	-181
投资收益	203	244	277	312
营业利润	1,831	2,436	3,062	3,605
营业外收支	27	28	30	31
利润总额	1,858	2,464	3,092	3,636
所得税	154	205	263	309
净利润	1,703	2,260	2,829	3,327
归属于母公司净利润	1,699	2,253	2,820	3,317
EBITDA	1,744	2,484	3,094	3,632

资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	4,998	6,734	8,319	10,469
应收账款及票据	175	216	256	300
预付款项	22	28	32	35
存货	2,383	2,647	3,161	3,776
其他流动资产	846	880	1,081	1,119
流动资产合计	8,424	10,506	12,850	15,699
长期股权投资	113	153	233	353
固定资产	1,591	1,969	2,428	2,864
无形资产	381	435	485	556
非流动资产合计	7,083	7,683	8,437	9,332
资产合计	15,508	18,189	21,286	25,031
短期借款	1,076	1,272	1,374	1,614
应付账款及票据	2,989	3,549	4,206	4,952
其他流动负债	2,329	2,792	3,293	3,885
流动负债合计	6,394	7,614	8,874	10,451
长期借款	200	200	200	200
其他长期负债	383	383	383	383
非流动负债合计	583	583	583	583
负债合计	6,978	8,197	9,457	11,034
股本	667	667	667	667
少数股东权益	174	181	190	200
股东权益合计	8,530	9,992	11,829	13,996
负债和股东权益合计	15,508	18,189	21,286	25,031

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	23.91	20.78	20.03	19.18
EBIT 增长率	-14.30	46.54	24.47	17.14
净利润增长率	-10.65	32.62	25.17	17.61
盈利能力 (%)				
毛利率	25.38	26.01	26.67	26.61
净利润率	8.03	8.82	9.19	9.07
总资产收益率 ROA	10.96	12.39	13.25	13.25
净资产收益率 ROE	20.33	22.97	24.23	24.04
偿债能力				
流动比率	1.32	1.38	1.45	1.50
速动比率	0.90	1.00	1.06	1.11
现金比率	0.78	0.88	0.94	1.00
资产负债率 (%)	44.99	45.07	44.43	44.08
经营效率				
应收账款周转天数	2.87	2.85	2.84	2.80
存货周转天数	54.90	54.50	54.00	53.50
总资产周转率	1.37	1.41	1.45	1.47
每股指标 (元)				
每股收益	2.55	3.38	4.23	4.98
每股净资产	12.54	14.72	17.46	20.70
每股经营现金流	4.05	4.42	4.89	6.01
每股股利	0.90	1.18	1.48	1.74
估值分析				
PE	27	20	16	14
PB	5.5	4.7	3.9	3.3
EV/EBITDA	24.14	16.33	12.63	10.24
股息收益率 (%)	1.31	1.72	2.16	2.54

现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,703	2,260	2,829	3,327
折旧和摊销	197	217	272	326
营运资金变动	749	497	228	473
经营活动现金流	2,702	2,948	3,256	4,008
资本开支	-661	-541	-699	-846
投资	-725	-236	-276	-320
投资活动现金流	-1,302	-528	-698	-854
股权募资	22	0	0	0
债务募资	275	196	101	240
筹资活动现金流	89	-653	-953	-995
现金净流量	1,463	1,736	1,585	2,149

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001