

成本下行利润持续兑现，静待 H2 国内整机复苏

2022 年 07 月 16 日

► **事件概述:** 2022 年 7 月 12 日，公司发布 2022 年半年度业绩预告，预计实现归母净利润 6.48-6.98 亿元，同比增长 50.70%- 62.33%，预计实现扣非归母净利润 5.27-5.77 亿元，同比增长 65.95% - 81.68%。

► **收入整体保持稳健增长，细分板块增速有所分化**

22H1，公司交互智能平板等海外业务、生活电器部件业务收入增长较快；液晶显示主控板卡及相关部件业务收入持续稳定增长；受国内疫情反复拖累，教育业务、企业服务收入同比有所下降。

► **毛利率提升，带动盈利能力持续修复**

公司预计 Q2 实现归母净利润 3.40-3.90 亿元，同比增长 48.59%-70.45%，中值为 3.65 亿元，同比增长 59.52%，环比增长 18.47%。考虑到 Q2 国内收入增速有所放缓，利润增长主要来自毛利率持续改善，主因：**1) 全球液晶显示面板价格回落，整机业务毛利率大幅改善**，根据 WitView 数据，22 年 6 月 20 日 32 吋、43 吋、55 吋、65 吋电视面板均价分别为 28、55、89、127 美元/片，较 3 月 21 日均价分别下降 12、16、19、42 美元/片；**2) 教育企服领域屡推新品，带动毛利率提升**，教育领域希沃 4 月推出新一代网课学习机 W2，5 月推出第六代交互智能平板和四边红外智慧黑板两款大屏产品，针对录播课堂需求的录摄一体机，以及桌面 VR 交互一体机、高中学习机和电子学生证等三款学生个人终端，市场反馈良好，企服领域 MAXHUB 发布 V6 系列会议平板等新品，从单一硬件走向综合解决方案，单会议室 ASP 显著提升。

► **静待下半年国内整机市场复苏**

伴随 Q3 暑假旺季来临，教育业务有望回暖；企业服务领域，会议大屏仍处于品牌推广和用户培育的早期阶段，公司上半年发布 2022 全新“X+计划”，致力于渠道建设和生态合作，有望进一步提升市场份额；叠加新品下半年集中放量，对整机市场营收亦是正向拉动。

► **投资建议:** 我们认为短期面板降价带来的盈利改善仍是业绩增长的核心驱动力，同时整机出海与部件业务应用场景的拓展有望成为收入端的第二成长曲线。预计公司 22-24 年归母净利润分别为 22.53 亿/28.20 亿/33.18 亿，当前市值对应 PE 倍数为 21X/17X/14X，公司近 5 年估值中枢为 41 倍。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。

推荐

维持评级

当前价格:

70.51 元

**分析师 马天诣**

执业证书: S0100521100003

电话: 021-80508466

邮箱: matianyi@mszq.com

研究助理 于一铭

执业证书: S0100121090001

电话: 021-80508468

邮箱: yuyiming@mszq.com

相关研究

1. 视源股份 (002841.SZ) 2022 年一季报点评: 业绩大超预期, 毛利率改善明显, 盈利拐点初现-2022/04/27

2. 视源股份 (002841.SZ) 2021 年年度报告点评: 海外+创新业务高速增长, 静待盈利拐点出现-2022/04/20

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	3,318
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	28	21	17	14
PB	5.6	4.8	4.0	3.4

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2022 年 07 月 15 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	-66
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	3,606
营业外收支	27	28	30	31
利润总额	1,858	2,464	3,092	3,637
所得税	154	205	263	309
净利润	1,703	2,260	2,829	3,328
归属于母公司净利润	1,699	2,253	2,820	3,318
EBITDA	1,744	2,484	3,094	3,632

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	4,998	6,734	8,477	10,785
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	927	811
流动资产合计	8,424	10,506	12,853	15,707
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	8,436	9,332
资产合计	15,508	18,189	21,290	25,039
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	3,297	3,893
流动负债合计	6,394	7,614	8,877	10,458
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	9,460	11,042
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	13,997
负债和股东权益合计	15,508	18,189	21,290	25,039

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	17.64
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	24.05
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	0.95	1.03
资产负债率 (%)	44.99	45.07	44.44	44.10
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	1.46
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	5.12	6.25
每股股利	0.90	1.18	1.48	1.74
估值分析				
PE	28	21	17	14
PB	5.6	4.8	4.0	3.4
EV/EBITDA	24.83	16.82	12.97	10.48
股息收益率 (%)	1.28	1.68	2.10	2.47

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	1,703	2,260	2,829	3,328
折旧和摊销	197	217	272	326
营运资金变动	749	497	386	631
经营活动现金流	2,702	2,948	3,414	4,167
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	1,743	2,308

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
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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026