



受益面板降价盈利大幅改善，Q2 扣非净利接近翻倍

2022 年 08 月 26 日



分析师：马天谔

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 8 月 24 日，公司发布 2022 年半年报，22H1 实现营业收入 89.80 亿元，同比增长 12.78%；实现归母净利润 6.77 亿元，同比增长 57.38%；实现扣非归母净利润 5.59 亿元，同比增长 76.02%，位于此前预告中值偏上限。

➤ **收入端，部件业务韧性十足，教育企服有所承压，海外整机增速亮眼。**

部件业务：根据奥维云网数据，22H1 全球电视机出货量同比下降 7.8%，公司通过提升 4K 和智能电视主控板卡在整体液晶电视主控板卡的出货量占比，持续优化产品结构（其中智能电视主控板卡占比同比提升 5.54pct 至 69.35%），实现营收 35.28 亿元，同比增长 22.08%；部件业务的新产品方向如 IoT 模组、投影板卡实现营收 1.99 亿，同比增长 65.57%；生活电器业务多个大客户的新项目量产出货，实现营收 3.10 亿，同比增长 64.46%。

教育业务：国内教育市场受疫情影响有所下滑，根据迪显咨询数据，上半年中国教育市场 IFPD 出货量约为 30.79 万台，同比下降 30%；公司持续优化产品结构布局，提升智慧黑板在教育大屏产品中的占比，并推出面向家庭教育的全新一代网课学习机 W2，市场反馈良好；上半年公司教育业务实现营收 16.98 亿元，同比仅下降 24.46%，低于行业出货量降幅。

企业服务业务：国内会议市场亦受疫情波及，根据迪显咨询数据，上半年中国会议市场 IFPD 出货量约为 21.52 万台，同比下降 10%；公司加大品牌宣传和电商渠道销售力度，持续丰富和完善产品矩阵，上半年 MAXHUB 发布 V6 新品，提供六大协同办公终端及解决方案能力；上半年公司企业服务业务实现营收 7.42 亿元，同比仅下降 2.68%。

海外业务：公司克服通胀高企与俄乌冲突的不利影响，充分挖掘海外市场商机，持续开拓新客户，并加强产品迭代满足现有客户个性化需求，交互智能平板海外实现营收 21.06 亿元，同比增长 43.87%。

创新业务：LED 业务实现营收 2.33 亿元，同比增长 26.60%；电力电子领域，公司已量产和销售离网储能逆变器、便携式逆变器的相关核心部件；机器人领域，公司的商用清洁机器人已小批量在火车站、大型商圈、写字楼内试用。

➤ **成本端，受益面板降价，毛利率显著改善。**

22H1 公司整体毛利率为 27.24%，同比提升 2.78pct。分产品来看，液晶显示主控板卡毛利率同比下降 2.31pct 至 13.38%，主因芯片、存储等原材料价格仍在高位，同时公司积极开拓新客户，部分项目采取了较为激进的报价策略；交互智能平板毛利率同比大幅提升 10.56pct 至 38.89%，主因核心原材料面板采购价格同比持续走低，以 65 吋电视面板为例，根据 WitView 数据，22 年 6 月下旬、

推荐

当前价格：

维持评级

68.30 元

相关研究

1. 视源股份 (002841.SZ) 2022 年半年度业绩预告点评：成本下行利润持续兑现，静待 H2 国内整机复苏-2022/07/16
2. 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
3. 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

22 年 3 月下旬、21 年 12 月下旬其均价分别为 127 美元/片、169 美元/片、195 美元/片，成本端改善明显。Q2 毛利率为 28.01%，同比提升 2.88pct，环比提升 1.64pct，且为 2020 年以来单季度最高值。

➤ **利润端，Q2 扣非净利接近翻倍，下半年业绩增长值得期待。**

Q2 公司实现归母净利润 3.69 亿元，同比增长 61.14%，实现扣非归母净利润 2.99 亿元，同比增长 95.06%。展望下半年，伴随 Q3 暑假旺季来临，教育业务有望回暖，同时伴随疫情边际改善，国内会议市场亦有望复苏。另外 Q3 面板成本仍持续走低，根据 WitView 数据，8 月下旬 65 吋电视面板均价为 110 美元/片，同比利润弹性仍较为可观。

➤ **投资建议：**短期面板降价带来的盈利改善下半年有望延续，同时整机出海与部件业务应用场景的拓展值得期待。我们上调盈利预测，预计公司 22-24 年归母净利润分别为 24.92 亿元/29.22 亿元/33.85 亿元，当前市值对应 PE 倍数为 19X/16X/14X，公司近 5 年估值中枢为 41 倍。维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**下半年国内教育、企业服务市场需求恢复不及预期；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	24,437	29,060	33,814
增长率（%）	23.9	15.1	18.9	16.4
归属母公司股东净利润（百万元）	1,699	2,492	2,922	3,385
增长率（%）	-10.7	46.7	17.3	15.8
每股收益（元）	2.44	3.58	4.20	4.86
PE	28	19	16	14
PB	5.7	4.0	3.4	3.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 08 月 25 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	24,437	29,060	33,814
营业成本	15,839	17,689	21,119	24,644
营业税金及附加	80	99	116	134
销售费用	1,370	1,588	1,889	2,198
管理费用	978	1,127	1,337	1,555
研发费用	1,163	1,381	1,627	1,860
EBIT	1,547	2,554	2,972	3,423
财务费用	-51	-46	-50	-54
资产减值损失	-293	-206	-193	-181
投资收益	203	232	262	287
营业利润	1,831	2,698	3,174	3,679
营业外收支	27	28	30	31
利润总额	1,858	2,726	3,204	3,710
所得税	154	226	272	315
净利润	1,703	2,500	2,931	3,395
归属于母公司净利润	1,699	2,492	2,922	3,385
EBITDA	1,744	2,771	3,244	3,749

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	4,998	9,703	11,386	13,367
应收账款及票据	175	206	242	277
预付款项	22	27	30	32
存货	2,383	2,456	2,947	3,443
其他流动资产	846	871	914	783
流动资产合计	8,424	13,262	15,520	17,902
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	9,336
资产合计	15,508	20,945	23,956	27,238
短期借款	1,076	2,291	2,291	2,291
应付账款及票据	2,989	3,310	3,937	4,534
其他流动负债	2,329	2,617	3,097	3,571
流动负债合计	6,394	8,218	9,325	10,396
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	8,801	9,908	10,979
股本	667	696	696	696
少数股东权益	174	182	191	201
股东权益合计	8,530	12,144	14,048	16,259
负债和股东权益合计	15,508	20,945	23,956	27,238

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	15.13	18.92	16.36
EBIT 增长率	-14.30	65.04	16.38	15.18
净利润增长率	-10.65	46.70	17.25	15.82
盈利能力 (%)				
毛利率	25.38	27.61	27.33	27.12
净利率	8.03	10.23	10.09	10.04
总资产收益率 ROA	10.96	11.90	12.20	12.43
净资产收益率 ROE	20.33	20.84	21.09	21.08
偿债能力				
流动比率	1.32	1.61	1.66	1.72
速动比率	0.90	1.28	1.32	1.36
现金比率	0.78	1.18	1.22	1.29
资产负债率 (%)	44.99	42.02	41.36	40.31
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	1.17	1.21	1.24
每股指标 (元)				
每股收益	2.44	3.58	4.20	4.86
每股净资产	12.00	17.19	19.91	23.07
每股经营现金流	3.88	4.34	5.10	5.98
每股股利	0.90	1.25	1.47	1.70
估值分析				
PE	28	19	16	14
PB	5.7	4.0	3.4	3.0
EV/EBITDA	25.14	14.57	11.92	9.79
股息收益率 (%)	1.32	1.84	2.15	2.49

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	1,703	2,500	2,931	3,395
折旧和摊销	197	217	272	326
营运资金变动	749	295	361	502
经营活动现金流	2,702	3,019	3,550	4,166
资本开支	-661	-541	-700	-848
投资	-725	-236	-276	-323
投资活动现金流	-1,302	-540	-715	-884
股权募资	22	1,995	0	0
债务募资	275	1,215	0	3
筹资活动现金流	89	2,256	-1,132	-1,291
现金净流量	1,463	4,705	1,684	1,980

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。	公司评级	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