

视源股份 (002841.SZ)

AI 加速教育、办公场景数字化，学习机等 C 端产品取得突破

买入

核心观点

2022 年营收同比下降 1.1%，归母净利润同比增长 22.0%。公司 22 年营收 209.90 亿元 (YoY -1.1%)，生活电器业务、电力电子业务、计算设备业务营收同比高增长，但国内疫情管控、海外通胀、俄乌冲突等因素造成交互智能平板营收同比下滑。22 年归母净利润 20.72 亿元 (YoY +22.0%)，同比增长得益于面板价格回落以及产品结构优化，22 年毛利率 27.67% (YoY +2.29pct)，其中交互智能平板毛利率 37.3% (YoY +7.2pct)。公司 1Q23 营收 37.57 亿元 (YoY -10.3%)，归母净利润 2.84 亿元 (YoY -7.8%)，短期业绩承压，主要系国内疫情防控政策调整、海外通胀持续导致需求疲软所致。

受疫情、通胀等因素影响，2022 年交互智能平板营收同比下降。在国内整机市场，在疫情影响下 MAXHUB 品牌企业服务业务 22 年营收 15.87 亿元 (YoY -8.8%)；希沃品牌教育业务 22 年营收 60.73 亿元 (YoY -11.2%)，录播、智能讲台等数字化硬件营收快速增长，To C 端公司针对家庭教育推出的第二代学习机在 618 和双十一期间名列学习机品类 (天猫+京东) 榜单第一。在海外整机市场，俄乌冲突、通胀、欧美央行加息等因素导致 22 年公司海外交互智能平板等产品营收同比下降 6.1% 至 37.81 亿元，公司与 Zoom、Valarea 建立合作伙伴关系，同时 MAXHUB 也积极布局一带一路相关国家市场。

2022 年部件业务稳健增长，新业务孵化取得较好成效。在部件业务方面，2022 年公司液晶显示主控板卡业务营收同比增长 7.7% 至 76.15 亿元，IoT 模组、投影板卡营收同比增长 22.3% 至 3.59 亿元，生活电器业务营收同比增长 33.2% 至 6.73 亿元。在新业务孵化方面，2022 年 LED 显示业务营收同比增长 7.6% 至 5.11 亿元，计算设备业务营收同比增长 178% 至 1.05 亿元，电力电子业务营收同比增长 174% 至 7666 万元。

人工智能加速教育、办公场景数字化浪潮，产业进入变革期。2018 年公司与微软亚洲研究院建立科技创新合作关系，以推动 AI 在教育和企业服务等领域应用。在教育领域，希沃学习机等 To C 端家庭教育产品有望结合 AI 应用场景持续丰富产品功能、提升用户体验。在企业服务领域，接入 AI 的交互智能平板有望陆续发布，公司持续推进 MAXHUB 与微软 Teams 的认证及合作。

投资建议：2023 年交互智能平板市场有望重回良性发展轨道，AI 加速教育、办公场景数字化浪潮，同时公司创新业务陆续开花结果，我们预计公司 23-25 年归母净利润 24.08/28.54/33.36 亿元 (YoY 16.2%/18.5%/16.9%)，对应 PE 分别为 18.4/15.5/13.3 倍，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

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	21,226	20,990	24,334	28,405	33,020
(+/-%)	23.9%	-1.1%	15.9%	16.7%	16.2%
净利润 (百万元)	1699	2072	2408	2854	3336
(+/-%)	-10.7%	22.0%	16.2%	18.5%	16.9%
每股收益 (元)	2.55	2.96	3.43	4.07	4.76
EBIT Margin	8.5%	9.7%	10.7%	10.7%	10.7%
净资产收益率 (ROE)	20.3%	17.4%	17.7%	18.5%	18.9%
市盈率 (PE)	24.8	21.4	18.4	15.5	13.3
EV/EBITDA	25.0	23.6	18.6	16.1	14.1
市净率 (PB)	5.04	3.71	3.27	2.87	2.51

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

证券分析师：周靖翔

021-60375402

zhoujingxiang@guosen.com.cn

S0980522100001

证券分析师：叶子

0755-81982153

yezi3@guosen.com.cn

S0980522100003

联系人：李书颖

0755-81982362

lishuying@guosen.com.cn

证券分析师：胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

证券分析师：李梓澎

0755-81981181

lizipeng@guosen.com.cn

S0980522090001

联系人：詹浏洋

010-88005307

zhanliuyang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入 (维持)
合理估值	
收盘价	63.20 元
总市值/流通市值	44318/30064 百万元
52 周最高价/最低价	89.50/58.30 元
近 3 个月日均成交额	308.05 百万元

市场走势

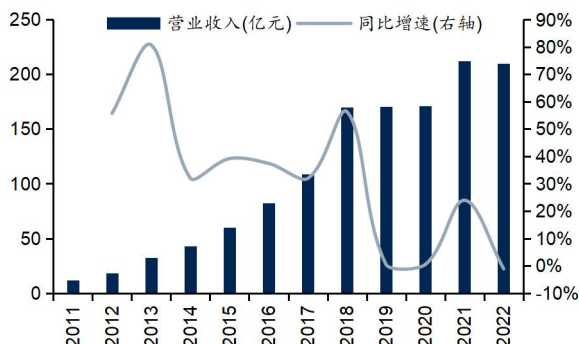


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

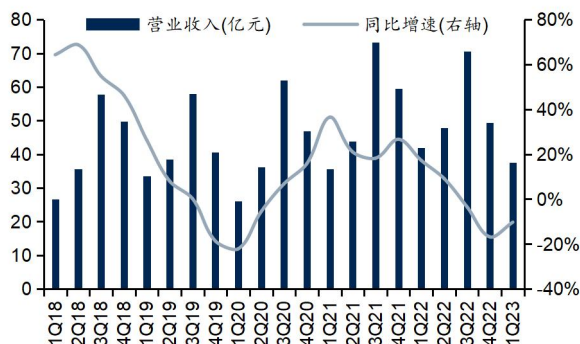
- 《视源股份 (002841.SZ) - Q422 净利润同比持平，新业务孵化取得较好成效》——2023-01-19
- 《视源股份 (002841.SZ) - 财政贴息提振国内教育信息化需求，布局电力电子新赛道》——2022-10-28
- 《视源股份 (002841.SZ) - 海外交互智能平板需求旺盛，创新业务快速扩张》——2022-08-28
- 《视源股份 (002841.SZ) - 盈利拐点确立，1Q22 归母净利润同比增长 53%》——2022-04-28
- 《视源股份 (002841.SZ) - 海外市场高增长，2H21 交互智能平板毛利率环比回升》——2022-04-20

图1: 公司营业收入及同比增速



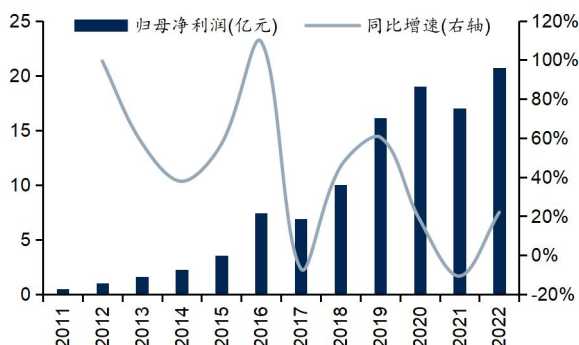
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季度营业收入及同比增速



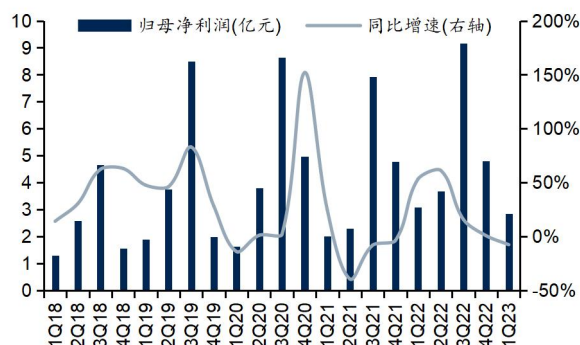
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及同比增速



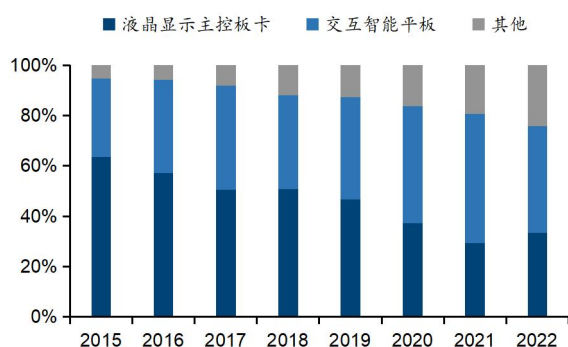
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季度归母净利润及同比增速



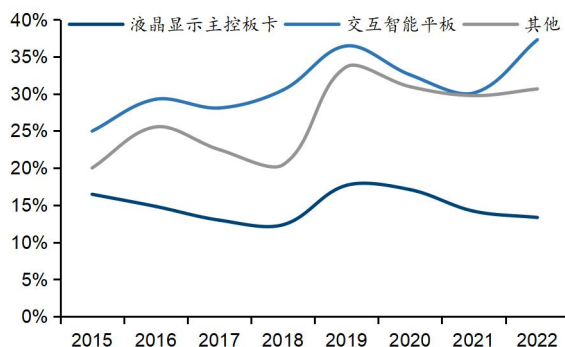
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司分产品营收结构



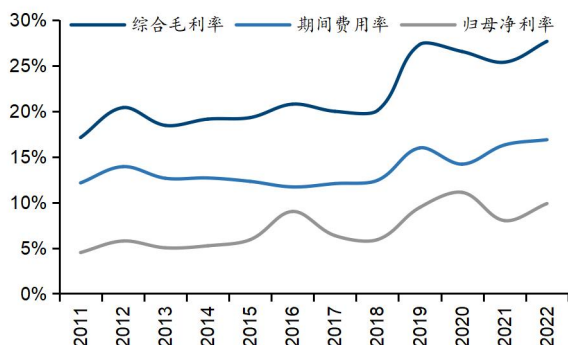
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司分产品毛利率



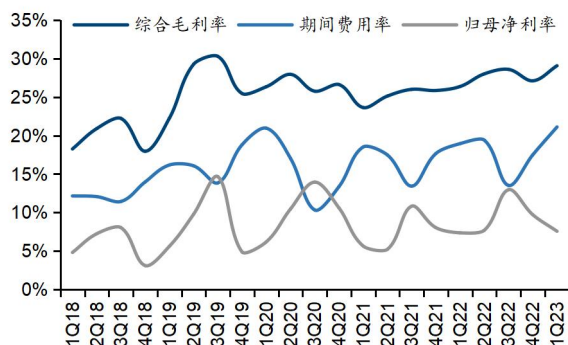
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7：公司综合毛利率、归母净利率、期间费用率



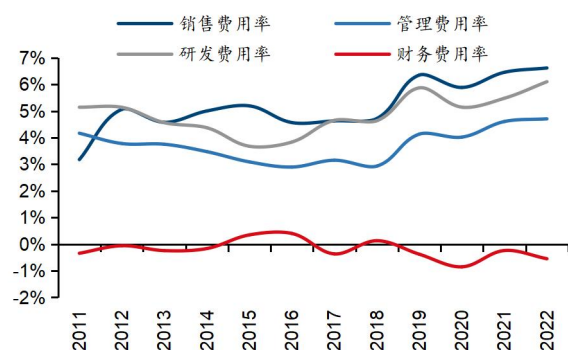
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8：公司单季度综合毛利率、归母净利率、期间费用率



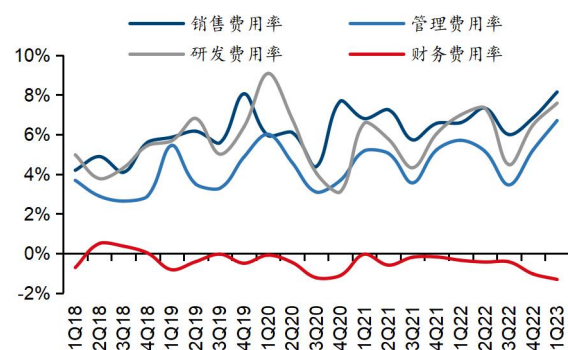
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图9：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

图10：公司单季度销售、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

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	4998	4742	7696	10057	12590	营业收入	21226	20990	24334	28405	33020
应收款项	211	285	285	334	408	营业成本	15839	15183	17637	20582	23804
存货净额	2383	1857	2454	2816	3151	营业税金及附加	80	107	105	125	152
其他流动资产	832	8552	6136	6039	6248	销售费用	1370	1389	1540	1796	2124
流动资产合计	8424	15436	16571	19246	22398	管理费用	978	988	1078	1273	1510
固定资产	1943	2725	3271	3833	4384	研发费用	1163	1281	1375	1589	1884
无形资产及其他	381	396	380	364	348	财务费用	(51)	(115)	(73)	(153)	(206)
其他长期资产	4646	1426	1425	1422	1420	投资收益	203	224	180	202	202
长期股权投资	113	166	189	216	251	资产减值及公允价值变动	(280)	(143)	(238)	(280)	(296)
资产总计	15508	20148	21836	25082	28801	其他	61	88	73	73	76
短期借款及交易性金融负债	1091	2094	1339	1521	1666	营业利润	1831	2326	2686	3189	3734
应付款项	2989	2880	3367	3892	4507	营业外净收支	27	(1)	16	14	10
其他流动负债	2314	2411	2586	3084	3608	利润总额	1858	2326	2702	3203	3744
流动负债合计	6394	7385	7291	8498	9782	所得税费用	154	205	238	282	330
长期借款及应付债券	200	100	100	100	100	少数股东损益	5	48	56	67	78
其他长期负债	383	493	590	689	792	归属于母公司净利润	1699	2072	2408	2854	3336
长期负债合计	583	593	690	790	892	现金流量表（百万元）					
负债合计	6978	7978	7981	9287	10673	净利润	1703	2121	2464	2920	3414
少数股东权益	174	229	289	361	448	资产减值准备	292	190	247	299	317
股东权益	8356	11941	13565	15433	17680	折旧摊销	169	177	211	296	360
负债和股东权益总计	15508	20148	21836	25082	28801	公允价值变动损失	(14)	(36)	(8)	(19)	(21)
关键财务与估值指标						财务费用	65	109	(73)	(153)	(206)
每股收益	2.55	2.96	3.43	4.07	4.76	营运资本变动	(476)	887	1846	(10)	(250)
每股红利	1.02	0.91	1.12	1.41	1.55	其它	962	(1082)	(173)	(147)	(110)
每股净资产	12.54	17.03	19.34	22.01	25.21	经营活动现金流	2702	2366	4512	3187	3503
ROIC	33%	33%	43%	51%	54%	资本开支	(685)	(966)	(741)	(842)	(896)
ROE	20%	17%	18%	18%	19%	其它投资现金流	(617)	(3912)	717	814	861
毛利率	25%	28%	28%	28%	28%	投资活动现金流	(1302)	(4878)	(23)	(28)	(34)
EBIT Margin	8%	10%	11%	11%	11%	权益性融资	22	2152	0	0	0
EBITDA Margin	9%	11%	12%	12%	12%	负债净变化	200	(100)	0	0	0
收入增长	24%	-1%	16%	17%	16%	支付股利、利息	(682)	(640)	(780)	(980)	(1081)
净利润增长率	-11%	22%	16%	19%	17%	其它融资现金流	549	714	(755)	182	145
资产负债率	46%	41%	38%	38%	39%	融资活动现金流	89	2126	(1535)	(798)	(936)
息率	1.5%	1.4%	1.8%	2.2%	2.5%	现金净变动	1463	(272)	2954	2362	2533
P/E	24.8	21.4	18.4	15.5	13.3	货币资金的期初余额	3524	4986	4715	7669	10030
P/B	5.0	3.7	3.3	2.9	2.5	货币资金的期末余额	4986	4715	7669	10030	12563
EV/EBITDA	25.0	23.6	18.6	16.1	14.1	企业自由现金流	654	1960	3686	2216	2448
						权益自由现金流	1403	2574	2998	2538	2781

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：518046 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