

国内教育业务回暖，机器人布局实现突破

视源股份(002841)

事件概述

公司发布 2025 年半年报：

25H1：营业收入实现 106 亿元 (YOY+4%)，归母净利润实现 4.0 亿元 (YOY-20%)，扣非归母净利润实现 2.8 亿元 (YOY-40%)。

25Q2：营业收入实现 56 亿元 (YOY-1%)，归母净利润实现 2.4 亿元 (YOY-26%)，扣非归母净利润实现 1.8 亿元 (YOY-45%)。

分析判断：

► 收入端

分产品来看：

(1) **国内教育业务：**H1 实现收入 17 亿元 (YOY+14%)，根据公告，受益于教育场景持续深耕及多产品策略，希沃交互智能平板出货份额提升至 45.3%，持续领跑行业。希沃录播、希沃魔方数字基座、希沃教学终端及希沃学习机等硬件产品收入均保持良好增长，产品矩阵协同效应凸显。

(2) **液晶显示主控板卡：**H1 实现收入 31 亿元 (YOY-7%)，根据公告，受主要电视客户出货量下降等因素影响。

(3) **家用电器控制器：**H1 实现收入 13 亿元 (YOY+66%)，根据公告，主因家用电器控制器海内外订单持续攀升。

(4) **海外业务：**H1 实现收入 19 亿元 (YOY-18%)，根据公告，受海外 ODM 业务短期承压影响，但海外自有品牌的快速增长正在为海外业务的长期发展注入新的动能。

(5) **机器人领域：**公司在机器人领域深耕多年，构建起算法创新、硬件设计以及制造验证的机器人全栈技术实力。

1) **四足机器人：**公司在机器人领域的布局实现新突破——自研工业级四足机器人 MAXHUB X7 于世界机器人大会正式发布，该产品采用全栈自研的智能导航系统、精密多关节驱动结构与自适应步态算法，可搭载机械臂、传感器等装置成为多任务平台，目前已在电力等行业场景实现应用。

2) **商用清洁机器人：**目前已批量进入欧洲、东南亚及日本市场，实现良好增长。

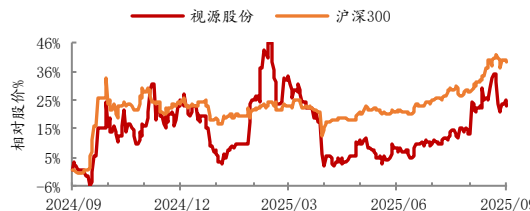
► 利润端

(1) **H1 毛净利率：**公司毛利率实现 20.5% (YOY-1.7pct)，公司净利率实现 4.2% (YOY-0.8pct)

(2) **Q2 毛/净利率：**公司毛利率实现 20.4% (YOY-2.2pct)，公司净利率实现 4.7% (YOY-0.9pct)

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	增持
目标价格：	
最新收盘价：	38.48
股票代码：	002841
52 周最高价/最低价：	48.05/28.94
总市值(亿)	267.83
自由流通市值(亿)	200.61
自由流通股数(百万)	521.35



分析师：纪向阳
邮箱：jixy1@hx168.com.cn
SAC NO：S1120525020004
联系电话：

分析师：喇睿萌
邮箱：larm@hx168.com.cn
SAC NO：S1120523120002
联系电话：

相关研究

1. 【华西家电】视源股份-2024 年半年报点评-海外市场驱动增长，Q2 净利率环比提升

2024.08.27

根据公告，

- 1) 毛利率下降主因：受原材料价格波动、主要产品收入结构变动等因素影响；
- 2) 利润下滑主因：毛利额较去年同期略有下降，叠加研发投入增加、理财收益及政府补助等减少。

(3) H1 分产品毛利率：

- 智能控制部件：**毛利率上半年实现 14% (YOY-1.7pct)
智能终端及应用：毛利率上半年实现 27% (YOY+0.1pct)
其他产品及服务：毛利率上半年实现 50% (YOY-11pct)

► 费用率端

- H1 费用率：**销售、管理、研发、财务费用率分别同比-0.9/-0.6/+0.3/+0.6pct
Q2 费用率：销售、管理、研发、财务费用率分别同比-0.7/-0.3/+0.3/+0.3pct

投资建议

根据最新财报，我们调整盈利预测，预计 2025-2027 年公司收入 244、277、313 亿元 (25、26 年前值为 252、275 亿元)，归母净利润为 10.6、12.3、14.8 亿元 (25、26 年前值为 15.8、18.1 亿元)，对应 EPS 分别 1.52/1.76/2.13 元 (25、26 年前值 2.27/2.60 元)，以 2025 年 9 月 10 日收盘价 38.48 元计算，对应 PE 分别为 25/22/18 倍，我们维持“增持”评级。

风险提示

下游需求不及预期、行业竞争加剧、订单获取不及预期、上游原材料成本波动等风险、海运运费上涨以及港口堵塞造成货物交付不及时风险、新技术迭代风险、行业空间测算偏差、第三方数据失真风险、研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险等。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	20,173	22,401	24,447	27,677	31,348
YoY (%)	-3.9%	11.0%	9.1%	13.2%	13.3%
归母净利润(百万元)	1,370	971	1,056	1,225	1,482
YoY (%)	-33.9%	-29.1%	8.7%	16.0%	21.0%
毛利率 (%)	25.0%	21.3%	21.2%	21.1%	21.1%
每股收益 (元)	1.97	1.41	1.52	1.76	2.13
ROE	11.0%	7.6%	7.7%	8.2%	9.0%
市盈率	19.53	27.29	25.37	21.87	18.08

资料来源：wind, 华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	22,401	24,447	27,677	31,348	净利润	1,036	1,080	1,253	1,537
YoY (%)	11.0%	9.1%	13.2%	13.3%	折旧和摊销	343	400	473	554
营业成本	17,624	19,265	21,827	24,723	营运资金变动	-17	297	-842	-128
营业税金及附加	90	110	125	141	经营活动现金流	1,255	1,916	1,037	2,130
销售费用	1,206	1,345	1,495	1,661	资本开支	-1,008	-1,381	-1,595	-1,772
管理费用	1,175	1,149	1,273	1,379	投资	409	-645	-754	-1,079
财务费用	-94	28	33	77	投资活动现金流	-429	-1,860	-2,161	-2,667
研发费用	1,540	1,491	1,661	1,850	股权募资	119	0	0	0
资产减值损失	-122	-140	-150	-150	债务募资	-512	450	220	400
投资收益	164	171	194	188	筹资活动现金流	-625	285	40	207
营业利润	1,054	1,205	1,395	1,655	现金净流量	208	341	-1,084	-331
营业外收支	-7	-21	-20	-16					
利润总额	1,047	1,183	1,374	1,638	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	11	103	121	101	成长能力				
净利润	1,036	1,080	1,253	1,537	营业收入增长率	11.0%	9.1%	13.2%	13.3%
归属于母公司净利润	971	1,056	1,225	1,482	净利润增长率	-29.1%	8.7%	16.0%	21.0%
YoY (%)	-29.1%	8.7%	16.0%	21.0%	盈利能力				
每股收益	1.41	1.52	1.76	2.13	毛利率	21.3%	21.2%	21.1%	21.1%
					净利率	4.3%	4.3%	4.4%	4.7%
					总资产收益率 ROA	4.3%	4.1%	4.5%	4.9%
					净资产收益率 ROE	7.6%	7.7%	8.2%	9.0%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力				
货币资金	4,904	5,245	4,161	3,831	流动比率	1.07	0.99	0.92	0.89
预付款项	59	64	72	82	速动比率	0.67	0.58	0.46	0.40
存货	2,315	2,790	2,983	3,625	现金比率	0.56	0.50	0.39	0.31
其他流动资产	2,010	2,244	2,662	3,311	资产负债率	42.1%	44.5%	43.1%	43.9%
流动资产合计	9,287	10,342	9,879	10,848	经营效率				
长期股权投资	319	388	462	551	总资产周转率	1.01	1.01	1.05	1.09
固定资产	3,634	4,165	4,797	5,557	每股指标 (元)				
无形资产	686	788	918	1,064	每股收益	1.41	1.52	1.76	2.13
非流动资产合计	13,383	15,268	17,288	19,429	每股净资产	18.24	19.76	21.52	23.65
资产合计	22,670	25,610	27,167	30,277	每股经营现金流	1.80	2.75	1.49	3.06
短期借款	2,708	3,008	3,308	3,608	每股股利	0.68	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	3,047	4,070	3,751	4,490	估值分析				
其他流动负债	2,931	3,317	3,720	4,153	PE	27.29	25.37	21.87	18.08
流动负债合计	8,686	10,395	10,778	12,251	PB	2.02	1.95	1.79	1.63
长期借款	564	714	634	734					
其他长期负债	296	296	296	296					
非流动负债合计	860	1,010	930	1,030					
负债合计	9,545	11,405	11,708	13,280					
股本	696	696	696	696					
少数股东权益	429	454	483	538					
股东权益合计	13,125	14,205	15,459	16,996					
负债和股东权益合计	22,670	25,610	27,167	30,277					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。