

视源股份 (002841.SZ)

买入 (首次评级)

全栈演进, AI 教育智能化与多元场景的价值重估

投资要点:

➤ AI 教育: 软硬协同提效, B/C 端驱动场景拓展。

公司围绕“希沃”品牌构建的软硬件一体化 AI 教学解决方案已完成从产品到平台的跃迁。2025 年上半年, 公司国内教育交互智能平板出货份额达 45.3%, 连续 13 年居行业首位, 广泛覆盖全国超 280 万间教室、20 万所中小学和 2,500 多所高校。

AI 赋能带动 B 端产品结构升级, 公司率先推出的 4K 教师观察摄像头、行为表情识别、智能录播、课堂智能反馈等终端, 推动教育硬件从显示工具向“数据采集+AI 计算+反馈闭环”的平台设备演进, 显著提升教师效率与课堂个性化教学能力。同时, 公司已推出基于大模型的教学反思系统及 AI 助教, 积极构建“软件+服务”生态, 有望提升单客户收入与毛利率水平。

➤ 海外业务: 业务结构改善, MAXHUB 打开 B 端增量空间

2024 年公司海外业务收入达 56.99 亿元, 同比增长 22.23%。2025 年上半年, 海外营收进一步增长至 30.32 亿元。公司通过新研发硬件融入微软生态, 强化了 MAXHUB 在智慧办公场景下的渗透力, 叠加海外自有品牌推进节奏, 有望迎来量价齐升的转折点。

➤ 新兴业务: 布局机器人, 产业协同潜力逐步显现

公司自主研发发布 MAXHUB X7 工业级四足机器人, 首次进入通用智能设备领域, 形成控制器、商显之外的新增量平台。X7 产品聚焦“全地形+模块化+全栈导航”的技术特点, 结合视觉系统、信息交互与多模块控制模块能力。机器人业务虽处于早期阶段, 但具备高复用、高毛利、强场景适配性的特征, 未来有望与公司现有 ToB 渠道共振, 释放协同潜力。

➤ 盈利预测与投资建议

我们预计公司 25/26/27 年营收分别为 238/290/359 亿元, 归母净利润分别为 9.91/12.30/15.68 亿元, 分别对应当前 EPS 为 1.42/1.77/2.25 元。我们判断, 随着 AI 教育从功能化走向平台化, 凭借公司在硬件端的龙头地位, 成长性将在未来 2-3 年持续释放。首次覆盖, 给予“买入”评级。

➤ 风险提示

教育政策波动风险、AI 教育产品商业化落地风险、海外扩张不确定风险、新业务研发风险、供应链波动等

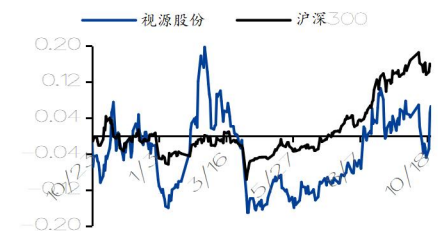
财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	20,173	22,401	23,754	28,984	35,882
增长率	-4%	11%	6%	22%	24%
净利润 (百万元)	1,370	971	992	1,230	1,567
增长率	-34%	-29%	2%	24%	27%
EPS (元/股)	1.97	1.40	1.42	1.77	2.25
市盈率 (P/E)	20.7	29.2	28.6	23.0	18.1
市净率 (P/B)	2.3	2.2	2.2	2.0	1.9

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

基本数据

日期	2025-10-22
收盘价:	40.71 元
总股本/流通股本(百万股)	696.02/521.35
流通 A 股市值(百万元)	21,223.97
每股净资产(元)	18.88
资产负债率(%)	47.40
一年内最高/最低价(元)	48.05/31.01

一年内股价相对走势



团队成员

分析师:	钱劲宇(S0210524040006)
QJY3773@hfzq.com.cn	
分析师:	王鑫旻(S0210524090001)
wxy3827@hfzq.com.cn	

相关报告

正文目录

1 公司概况：从控制器到生态平台，系统化跃迁与全球化布局.....	3
1.1 业务简介：深耕智能交互，构建五大业务矩阵的科技巨头.....	3
1.2 股权结构：创始团队绝对控股，长效激励机制完善.....	4
1.3 经营概况：龙头地位收入稳健，全球化战略带来新盈利空间.....	5
2 AI 教育：技术演进与需求升级共振下的智能终端变革.....	8
2.1 行业现状：AI 硬件加速渗透教育场景.....	8
2.2 政策观点：政策推动结构性机会显现，AI 教育从试验走向常态应用.....	9
2.3 行业趋势：三端协同重塑 AI 教育生态：从硬件堆叠迈向教学闭环运营.....	10
2.4 教育智能终端竞争格局：B 端平板格局稳固，C 端学习机异军突起.....	11
3 公司亮点：全链协同布局下的多曲线增长引擎.....	13
3.1 主营业务强龙头：稳定盈利能力与长期市占优势.....	13
3.2 海外业务：海外需求持续增长，东南亚市场厚积薄发.....	13
3.3 教育业务：希沃数字化硬件强覆盖，产品矩阵内生态闭环.....	14
3.4 机器人业务：全地形作业+模块化负载+全栈导航的工业级全地形作业平台.....	17
4 盈利预测与投资建议.....	20
4.1 盈利预测.....	20
4.2 投资建议.....	21
5 风险提示.....	22

图表目录

图表 1：视源股份主要业务结构.....	4
图表 2：公司股权结构（截止 2025 年半年度报告期）.....	5
图表 3：视源股份营收（亿元）及增速.....	5
图表 4：视源股份归母净利润（亿元）及增速.....	5
图表 5：视源股份主要业务营收（亿元）及同比.....	6
图表 6：视源股份 2020-2023 财年各产品占比营收.....	6
图表 7：视源股份 2024-2025H1 财年各产品占比营收.....	6
图表 8：视源股份国内与海外营收（百万元）及同比.....	7
图表 9：视源股份费用率同比趋势.....	7
图表 10：2020-2027 中国消费级教育智能硬件市场规模.....	8
图表 11：2020-2027 中国机构级教育智能硬件市场规模.....	8
图表 12：希沃智能教育品牌产品矩阵.....	9
图表 13：AI 教育相关政策.....	10
图表 14：AI 教育生态 三端行业趋势逻辑图.....	11
图表 15：2022-2025Q1 全球交互平板市场年度出货量（万台）.....	11
图表 16：2020-2027E 中国智能学习机市场规模.....	12
图表 17：2025 年 2 月中国智能学习平板线上品牌销量份额.....	12
图表 18：2022-2024 年视源股份液晶主控板卡出货占比及全球液晶电视出货量..	13
图表 19：2020-2023 视源股份液晶主控板卡部件毛利率.....	13
图表 20：海外智能课堂相关教育政策.....	14
图表 21：MAXHUB 产品矩阵.....	14
图表 22：希沃产品矩阵.....	15
图表 23：希沃 AI 教学大模型“1+N+N”AI 结构.....	16
图表 24：希沃 AI 产品内容生态闭环.....	17
图表 25：MAXHUB X7 四足机器人.....	18
图表 26：公司业绩拆分预测表.....	21
图表 27：可比公司估值表.....	22
图表 28：财务预测摘要.....	23



1 公司概况：从控制器到生态平台，系统化跃迁与全球化布局

1.1 业务简介：深耕智能交互，构建五大业务矩阵的科技巨头

视源股份成立于 2005 年 12 月，是一家专注于智能交互显示与人工智能技术的高新技术企业，公司以液晶显示主控板卡起家，逐步拓展至智能交互平板、商显设备、教育信息化、企业系统办公等多个领域，已成为全球领先的智能电子解决方案供应商。旗下有教育信息化品牌希沃（Seewo）、企业服务品牌 MAXHUB 等多个知名品牌。

视源股份的主营业务围绕“交互设计+人工智能”两大核心技术能力展开，目前业务划分为五大板块：

部件业务：

视源股份的智能控制部件业务已形成完整的产业布局，产品线涵盖液晶显示主控板卡、家用电器控制器、汽车电子控制部件和电力电子核心部件四大领域。该业务核心产品为液晶显示主控板卡，为海内外知名电视品牌的主流供应零件，为全球液晶电视主控板卡头部供应商，产品技术已从基础显示驱动升级至支持 4K/8K 超高清、Mini LED、OLED 及 AI 等前沿技术，为海信、TCL 等知名品牌提供高端显示解决方案。依靠多年的技术累积与规模优势，该板块拓展至提供家用电器控制器解决方案，为冰箱、空调等智能家电提供变频控制器和智能显示模组，与海尔、BSH 等国内外品牌建立深度合作。

教育业务：

公司旗下希沃（Seewo）是教育信息化应用领域的龙头品牌，涵盖数字化教学硬件和应用、教学数据管理系统、教师专业发展服务，已广泛应用于中小学课堂、教研和管理场景，构建完整的智能教育产品服务，实现从单一显示到智能互联的迭代升级。

硬件主要产品线包括第七代希沃交互智能平板、希沃智慧黑板和 AI 智慧教学系列。软件体系以希沃教学大模型 2.0 为核心，赋能备课、授课、评价全流程，其中希沃白板活跃教师用户超 900 万，累计课件超 12 亿份；希沃课堂智能反馈系统已覆盖超 3000 所学校，生成超 36 万份课堂智能反馈报告；希沃 AI 备课激活用户数量超 60 万。服务层面，希沃学苑 2024 年支持超 75 万名教师培训，开展 90 余场公益直播。目前希沃产品已覆盖全国超 280 万间教室，服务约 1000 万教师用户。

企业业务：

视源办公业务以 MAXHUB 为核心品牌，覆盖了会议、办公和公共空间的产品服务。

会议场景包括了会议大屏、智会屏等硬件，并逐步向分体式智慧办公方案升级，

推出交互智能平板，数字标牌、商用计算机、音视频会议终端等产品。通过整合高清显示、视频会议、无线投屏、协同办公等功能，打造了覆盖不同场景设定的智能办公解决方案。在公共空间展示数字标牌、LED 显示屏等服务也是企业业务中一部分的重要收入来源。

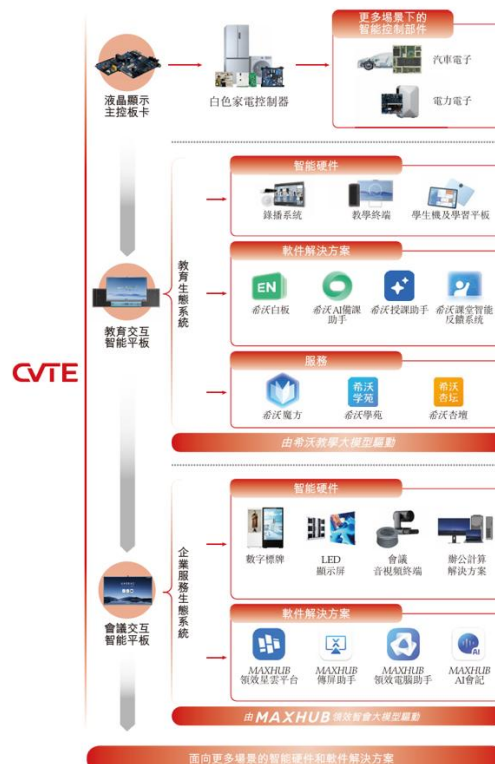
海外业务：

公司采取"ODM+自有品牌"双轮驱动策略，使海外市场成为重要增长引擎。企业自有品牌 MAXHUB 并通过与微软等头部生态伙伴的合作，增强品牌出海影响力。目前已在 6 个国家设立子公司，22 个地区建立本地化团队，服务全球 80 多个国家和地区的客户。

新兴业务：

视源股份积极发展 LED 业务在教育、企业等其他领域的应用，并在近年深入研究机器人技术，培育未来增长点。2025 年，MAXHUB 在机器人领域实现新突破，自研工业级 MAXHUB X7 四足机器人及商用清洁机器人正式发布，已在电力等行业场景实现应用。

图表 1：视源股份主要业务结构



数据来源：公司港股招股书，华福证券研究所

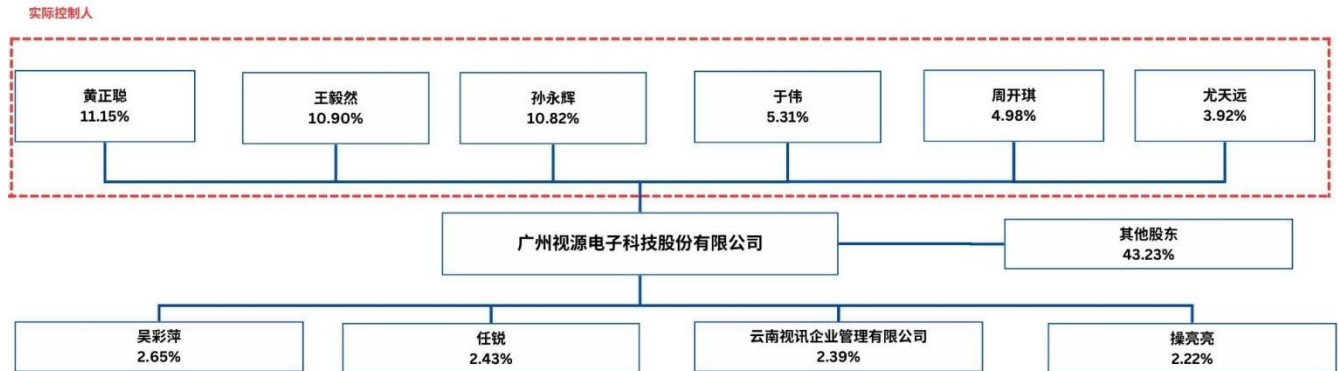
1.2 股权结构：创始团队绝对控股，长效激励机制完善

股权结构清晰稳定，股权集中于 6 大共同实际控制人手中。截至 2025 年半年报，视源股份的股权结构保持稳定，六位共同实际控制人（黄正聪、王毅然、孙永辉、于伟、周开琪、尤天远）合计持股比例为 47.08%。其中，黄正聪、王毅然、孙永辉

三位创始成员合计持股超过 32.87%，并通过一致行动协议形成稳定的控制权结构。2025 年 1 月，上述六位实际控制人续签了一致行动协议，有效期为三年，进一步巩固了公司治理的稳定性和决策效率。

此外，公司持续推进限制性股票激励计划，以增强员工凝聚力，体现出对长期发展的坚定信念。

图表 2：公司股权结构（截止 2025 年半年度报告期）

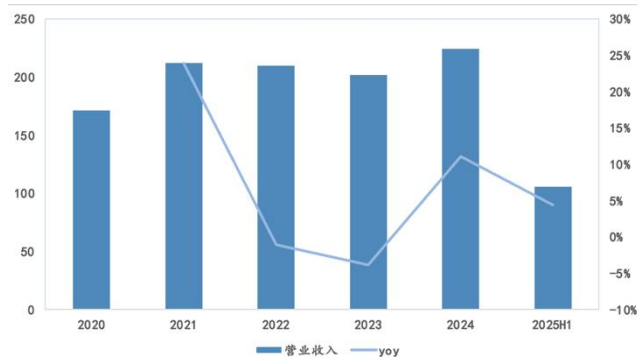


数据来源：公司公告、华福证券研究所

1.3 经营概况：龙头地位收入稳健，全球化战略带来新盈利空间

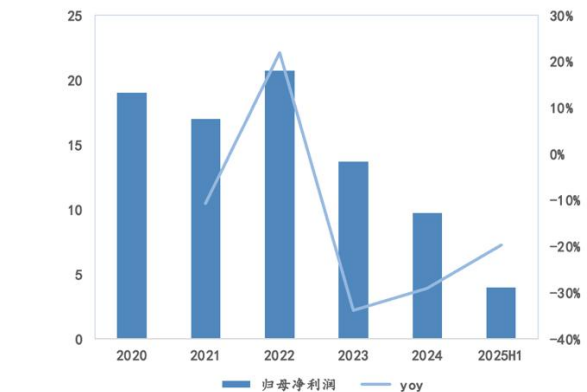
收入稳健增长，盈利能力承压。2025 年上半年，公司实现营业收入 105.64 亿元，同比增长 4.39%。其中，家用电器控制器业务增速持续增长，教育业务逐步修复。归母净利润 3.98 亿元，同比下降 19.66%；扣非归母净利润 2.84 亿元，同比下滑 39.72%。

图表 3：视源股份营收（亿元）及增速



数据来源：公司公告、ifind、华福证券研究所

图表 4：视源股份归母净利润（亿元）及增速

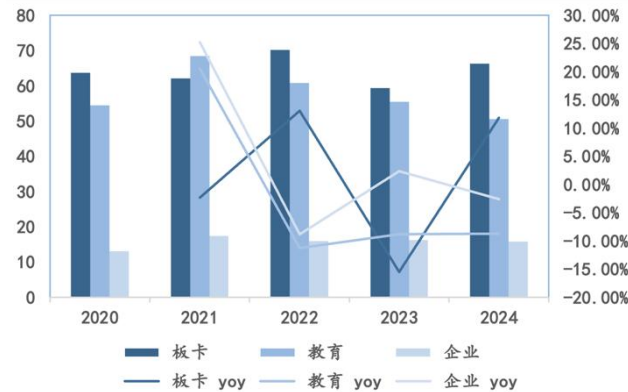


数据来源：公司公告、ifind、华福证券研究所

公司业务结构持续优化，呈现抗周期特征。智能控制部件业务 2024 年实现营收 102.74 亿元，同比增长 20.37%，占总收入的 45.86%。其中，液晶显示主控板卡收入 66.29 亿元，同比增长 11.82%，全球市场出货份额达 32.72%；家用电器控制器收入 17.22 亿元，同比大幅增长 65.64%，主要受益于"以旧换新"政策推动和家电智能化加速。智能终端及应用产品仍为公司收入主力，2024 年占比达 51.90%，其中交互智能

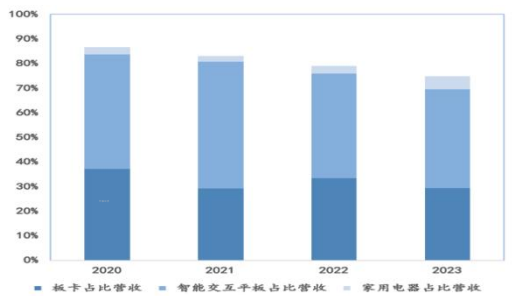
平板为主要收入。2024 年教育领域营收 50.54 亿元，同比下降 8.75%；企业服务领域，MAXHUB 品牌持续提升国内市场份额，但受市场需求疲软影响，全年实现营收 15.82 亿元，同比下降 2.60%。

图表 5：视源股份主要业务营收（亿元）及同比



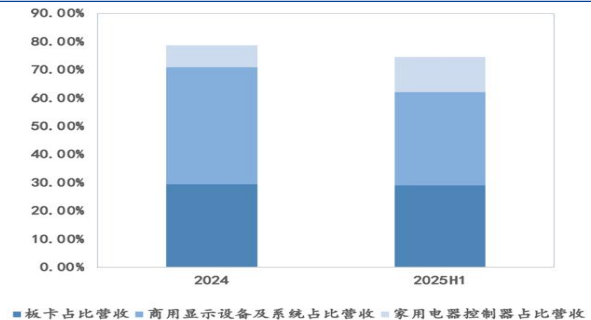
数据来源：公司公告、华福证券研究所

图表 6：视源股份 2020-2023 财年各产品占比营收



数据来源：公司公告、华福证券研究所

图表 7：视源股份 2024-2025H1 财年各产品占比营收



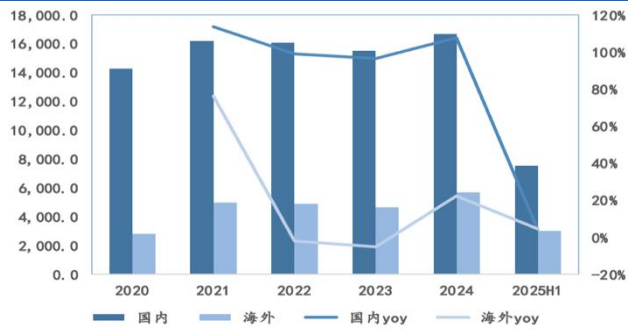
数据来源：公司公告、华福证券研究所

注释：2024 年收入口径调整：1) 不再单独披露智能交互平板收入，而是并入到智能终端及应用产品业务大类中的“商用显示设备及系统”子产品里；2) 家用电器控制器中的生活电器业务整机类产品亦调整至智能终端及应用产品业务大类中

全球化战略成效显著，海外业务持续增长。公司持续推进全球化战略布局，2024 年海外业务实现营收 56.99 亿元，同比增长 22.23%。在欧洲部分国家及印度市场，公司抓住教育信息化设备需求增长的机遇，实现了快速扩张。2025 年 2 月，公司通过新研发硬件融入微软生态，进一步打开海外市场增长空间。海外业务的高增长有效对冲了国内市场的疲软，成为公司业绩的重要支撑。25 年上半年，视源股份实现海外营收 30.32 亿元，同比增长 4.54%，出海战略奏效。

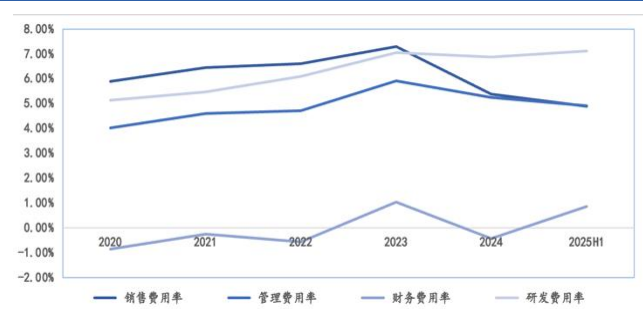
视源股份在费用端呈现明显的结构性分化，25H1 研发费用同比增长 9.01%，延续了 2024 年全年研发力度，研发人才引进及新技术投入。销售和管理费用同比分别下降 6.06%和 6.66%。公司费用结构向研发倾斜，同时优化销售和管理支出，战略重心明确指向技术驱动与精细化运营的平衡。

图表 8：视源股份国内与海外营收（百万元）及同比



数据来源：公司公告、华福证券研究所

图表 9：视源股份费用率同比趋势



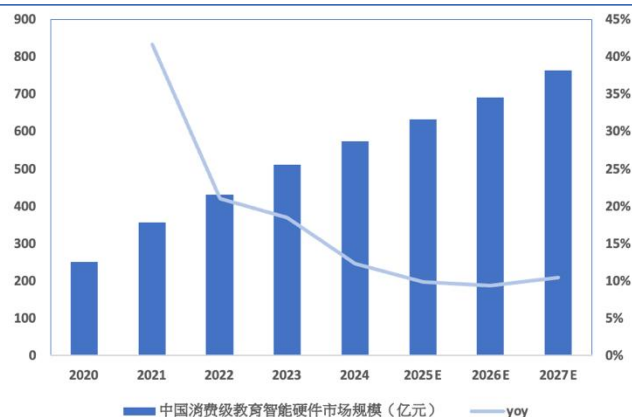
数据来源：公司公告、华福证券研究所

2 AI 教育：技术演进与需求升级共振下的智能终端变革

2.1 行业现状：AI 硬件加速渗透教育场景

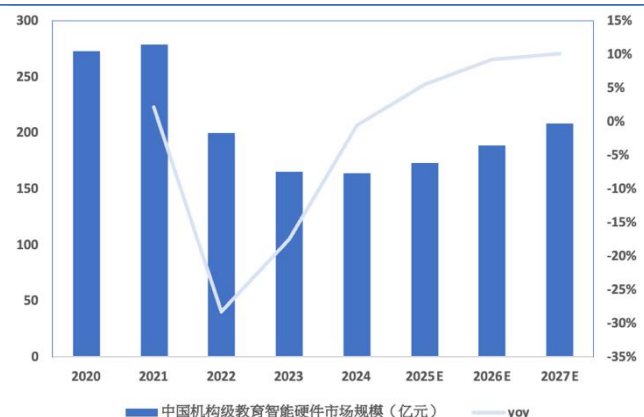
教育信息化行业已进入"AI+教育"深度融合的新阶段,市场呈现快速扩张与多元化发展态势。在政策支持与技术创新的双重驱动下, AI 教育硬件正从基础工具升级为覆盖教学全场景的智能生态。根据艾瑞咨询发布的《2024 年教育智能硬件市场与用户洞察报告》,在中国交互硬件市场中,教育领域占比已达 72%。

图表 10: 2020-2027 中国消费级教育智能硬件市场规模



数据来源: 艾瑞咨询、华福证券研究所

图表 11: 2020-2027 中国机构级教育智能硬件市场规模



数据来源: 艾瑞咨询、华福证券研究所

在 G/B 端市场,教育智能硬件正由“单一化显示终端”向“多模态、系统化设备组合”演进。同时, AIGC 技术的快速发展带来新的硬件场景需求,例如,在智慧课堂场景中,4K 教师观察摄像头、数字阵列麦克风、AI 算力模块等多元采集设备成为教学行为分析、课堂反馈、AI 助教等功能的基础硬件支撑。此外,智能手写笔、XR 交互设备、AI 实训分析终端等新兴产品也正在逐步进入学校试点,未来有望构成重要的增量来源。

值得关注的是,智慧黑板、数字讲台、智能录播等多场景硬件设备逐步进入常态化部署阶段,构建起更为复杂的智慧教室硬件矩阵。根据中研普华数据显示,2024 年全球智慧黑板市场规模达 186 亿元,预计 2025 年将突破 230 亿元,年复合增速保持在 24.3%。

图表 12：希沃智能教育品牌产品矩阵



数据来源：希沃官网、华福证券研究所

C 端市场仍以消费级教育硬件为主，根据艾瑞咨询研究院发布的《2024 年人工智能+教育行业发展研究报告》，2024 年中国教育智能硬件在校外消费场景下的市场规模预计为 575 亿元，整体保持稳定增长，预计未来数年将维持 9% 以上的年均增速。《2024 年人工智能+教育行业发展研究报告》预测，至 2027 年，AI 技术对 C 端市场的贡献率有望提升至 37%。当前市场中，高频产品主要包括学习平板、教育电子纸、教育机器人、词典笔、点读笔及错题打印机等。其中，具备 AI 交互能力与内容服务支撑的学习终端，正成为推动市场增长的主要动力。

2.2 政策观点：政策推动结构性机会显现，AI 教育从试验走向常态应用

AI 技术的持续进步，催生了众多新兴教育产品与服务，同时教育环境与政策也在不断变化，推动市场改变。政策表明“教育数字化”战略进入机制化、标准化阶段。2024 年底的教育数字化工作会议明确新一轮三年战略，核心在于教育大模型研发、教学场景智能化改造以及数据安全标准的建立。这表明 AI 教育正从“应用探索期”迈入“结构优化期”，利于头部企业巩固壁垒、提升行业集中度。同时，财政支出、支持科教兴国等战略，长期看将稳定为教育类技术企业提供市场与资金保障。

图表 13：AI 教育相关政策

时间	颁布主体	政策文件名称	政策内容
2025. 1. 19	国务院	教育强国建设规划纲要（2024-2035 年）	政策重点支持实施科教兴国战略，推进教育强国建设。
2025. 3. 13	财政部	《关于 2024 年中央和地方预算执行情况与 2025 年中央和地方预算草案的报告》	进一步加大教育投入，中央本级教育支出安排 1744. 43 亿元，增长 5%。
2024. 12. 27	教育部	2024 年全国教育数字化工作总结会	2025 年将开启教育数字化战略的新三年，重点实现数字教育机构制、常态化、手抓前瞻布局，支持前瞻性研究课题、开展教育大模型、重点抓好教材质量标准、保护安全隐私和激励机制。
2024. 12. 2	教育部	教育部部署加强中小学人工智能教育	通过加强构建系统化课程体系，实施常态化教学与评价。高中阶段注重核心课程中人工智能教育，小学低年级侧重感知和体验人工智能技术，小学高年级和初中阶段侧重理解和应用人工智能技术，高中阶段侧重项目创作和情境应用；大力推进基于任务式、项目式、问题式学习的数学教育。
2024. 3. 12	国务院	国务院工作报告	深入推进数字经济创新发展。制定支持数字经济高质量发展的政策，积极推动数字产业化、产业数字化，促进数字技术和实体经济深度融合，推动海量数据汇聚。人工智能等新兴产业发展壮大，开展“人工智能+”行动，打造具有国际竞争力的数字产业集群。并进一步加强中小学心理健康教育。大力发展数字教育。
2022. 7. 29	科技部	科技部等六部门关于印发《关于加快场景创新以人工智能高水平应用促进经济高质量发展的指导意见》的通知 国科发规【2022】199 号	政策重点提及人工智能应用场景多样化，尤其是教育领域积极探索在线课堂、虚拟课堂、虚拟仿真实训、虚拟教研室、新型教材、教学资源建设、智慧校园等场景。

数据来源：中华人民共和国中央人民政府官网，教育部，华福证券研究所

2.3 行业趋势：三端协同重塑 AI 教育生态：从硬件堆叠迈向教学闭环运营

AI 教育行业正面临结构性变革的趋势，需求端、供给端与技术端的协同变化正在深刻重塑行业生态。

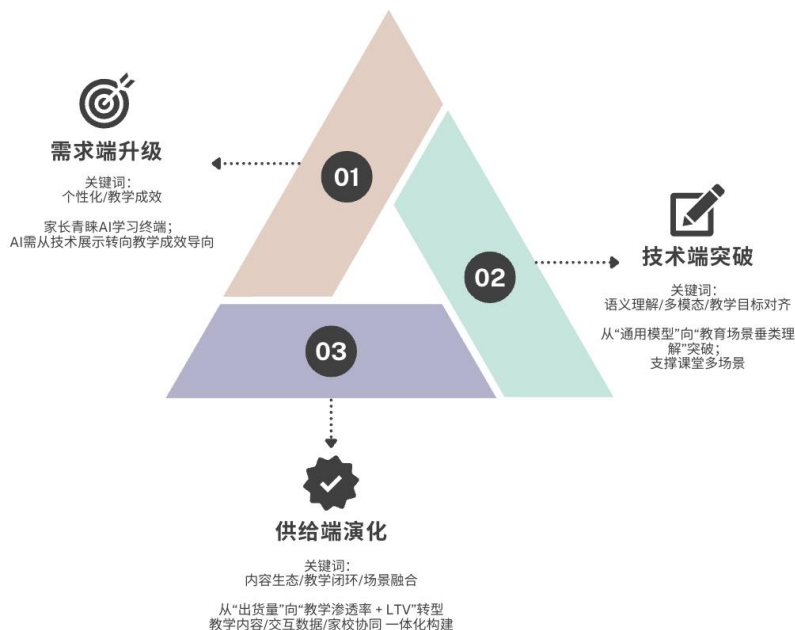
从需求端来看，AI 教育行业正从“单点技术供应”向“整体教学解决方案”转型。根据艾瑞咨询调研显示，约七成家长倾向选择具备 AI 功能的学习终端，并相信其能提升学习效率。随着生成式 AI 热潮回落，用户认知日趋理性，市场开始回归对教学成效的关注。尤其在教育质量成为核心议题的背景下，B/G 端用户对 AI 的期待也从“技术展示”转向“实际落地”，推动行业由“硬件堆叠”向“内容闭环+场景化教学”演进。

这种需求升级正在打破传统行业分工的边界——硬件厂商不再仅提供终端设备，必须具备内容集成与教学适配能力；AI 算法企业需深入理解教育场景，提供效果可测的智能功能。在这样的需求重点转变下，有能力构建完整教学闭环并深度嵌入教育系统的厂商，才有可能在新一轮 AI 教育产业洗牌中占据主动。

在技术层面，大模型的持续突破为 AI 教育场景的深入落地提供了关键支撑。当前，大模型已从通用语言处理能力，延展至对垂类语义的精准理解，具备了“跨学段、跨学科、非结构化”内容处理的能力。语音识别、图像识别、上下文推理等多模态能力的成熟，使 AI 在教育中的“语义理解+教学对齐”能力显著提升。AI 教育开始从早期的“能力展示”阶段迈入“任务完成”阶段，为教学场景中诸如课堂反馈、个性化辅导、教师备课等环节提供实质性支持。这种技术基础的跃升，不仅增强了 AI 对教学情境的适配力，也为供给端产品形态的转型提供了可能。

在用户需求升级和技术演进的双重驱动下，供给端正在发生结构性转变。**AI 技术与教育场景的深度融合使教学成果的可量化成为可能**。例如，智能平板、教育机器人等产品正在成为以内容运营和数据闭环为核心的服务入口。这种转变本质上回应了需求侧对“教学闭环”的期待——硬件不再是终点，而是承载 AI 能力与内容生态的接口；而内容、服务与教学效果，才是构建用户粘性和商业持续性的关键。一体化生态带来的功能协同，也更契合 C 端家长对学习反馈、陪伴性和个性化体验的需求。

图表 14：AI 教育生态 三端行业趋势逻辑图



数据来源：华福证券研究所绘制

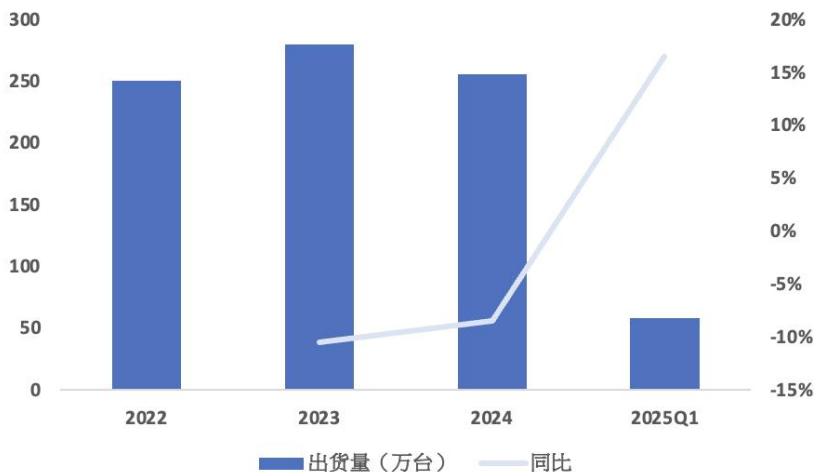
2.4 教育智能终端竞争格局：B 端平板格局稳固，C 端学习机异军突起

教育智能硬件终端正呈现双线演化的竞争态势：B 端交互平板市场进入存量博弈，头部厂商格局基本稳定，竞争焦点从硬件比拼转向软硬件一体化与生态协同；而 C 端智能学习机则在“家庭教育+AI 赋能”双轮驱动下强势增长，形成以内容生态与 AI 能力为核心的新一轮洗牌格局。不同产品路径下的机会与风险并存，市场重心正由硬件占有率转向服务闭环与场景理解力。

教育交互平板竞争格局基本稳定，而软硬件的协同为新考验标准。教育交互平板主要面向 B 端政府采购和学校信息化建设市场，是课堂数字化转型的重要载体。

根据洛图科技（RUNTO）数据显示，2025 年第一季度，全球交互平板整机出货量达 58.5 万台，同比 2024 年第一季度上涨 16.5%，海外市场增幅显著。该领域竞争格局呈现出由平台级龙头主导的特点，2025 年第一季度，希沃、鸿合、海康、安道、科大讯飞的交互平板出货量，位居中国教育市场的前五名，CR5 达到 84.2%。

图表 15：2022-2025Q1 全球交互平板市场年度出货量（万台）



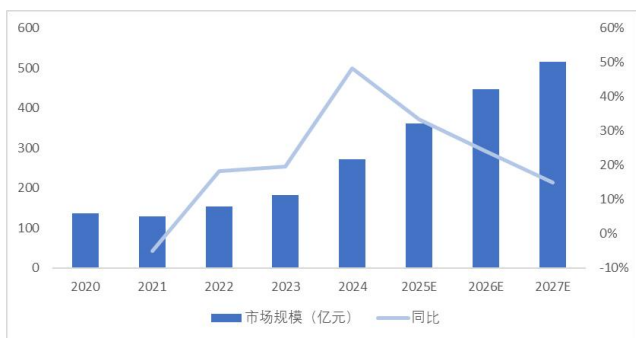
数据来源：洛图科技、华福证券研究所

智能学习机市场形成强竞争，教育模型训练驱动竞争力。后疫情时代，校外与线上教育已转为常态化状态，智能学习机为校外智能硬件渗透率较高的综合类产品，通过习题训练、查漏补缺等功能提升知识点的记忆和掌握。学习机是面向家庭教育场景的智能终端产品，市场以C端消费者为主导，决策驱动因素集中在家长的综合认知。根据艾媒咨询研究发布的《2025-2026年中国智能平板学习机市场趋势研究报告》，2024年智能学习机市场规模达270.72亿元，同比增长48.27%。

早期优势厂商具有优质教辅内容或权威课程资源的优势（如读书郎、新东方），新兴玩家则强化AI模型赋能（如小度的对话式教学、阿尔法蛋的语音引导）。在功能趋势上，产品正向“学习教练”转型，产品比拼的核心为谁更能理解学生当前的状态与节奏，并以此生成个性化的学习路径。

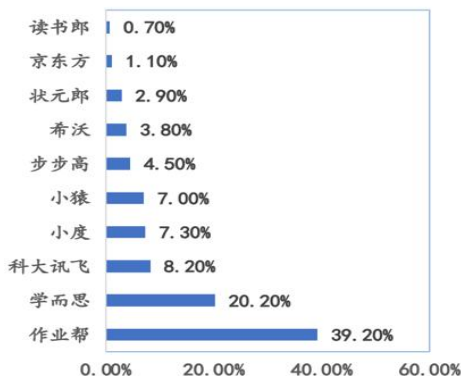
作业帮与学而思以高销量与销额占据市场的主导地位，科大讯飞等品牌在AI教育技术上展现了一定的竞争优势；中小品牌如小度、小猿、步步高、希沃等通过差异化功能占据细分市场，但整体市场集中度较高，头部品牌优势显著。未来，技术升级和内容生态或将成为竞争关键。

图表 16：2020-2027E 中国智能学习机市场规模



数据来源：艾媒咨询、华福证券研究所

图表 17：2025 年 2 月中国智能学习平板线上品牌销量份额



数据来源：AVC 产业链洞察、奥维瑞沃，华福证券研究所



3 公司亮点：全链协同布局下的多曲线增长引擎

3.1 主营业务强龙头：稳定盈利能力与长期市占优势

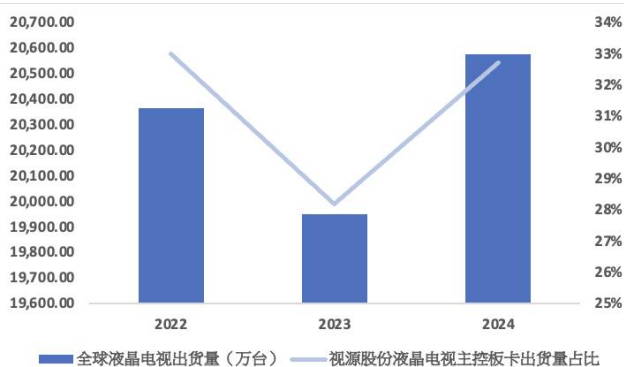
部件业务作为视源股份的核心收入支柱，保持稳定增长的趋势。液晶显示主控板卡作为核心部件，技术与市场占有率稳固行业龙头地位。业务增长受益于海外电器需求复苏，以及国家电器补贴政策，Omdia 数据显示，2025 年第一季度，电视市场出货量同比增长 2.4%，表现超出预期。

根据公司公告转引奥维云网公布的全球液晶电视出货量，2024 年全球液晶电视出货 20575.18 万台，同年视源股份的电视主控板卡出货 6732.48 万片，全球出货比例约 32.72%，连续多年为市场领先地位。同时，公司以领先的技术、成本控制及质量，长期服务于海信、TCL、小米、创维、海尔、长虹、康佳、夏普等液晶电视品牌商，Acer、三星、联想及多个显示器品牌。

在技术领域，公司在行业内率先进入 MiniLED TV 模块解决方案，并自主研发显示模组，结合光学、材料、仿真与 AI 算法，达成高显示画质、低周期能耗、视觉效果，达到行业领先水平；这也反映在公司研发中的投入，确保长期有领先于市场的优势。2024 财年，公司研发共投入 15.40 亿元，占营业比重 6.88%，截至 2024 年底，公司拥有授权专利超 11,000 件，其中发明专利超 2,000 件，

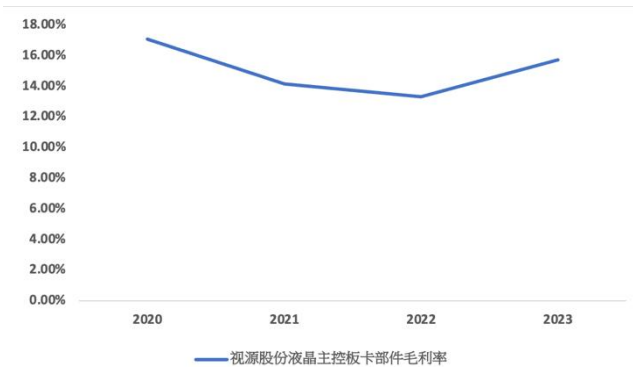
同时，家用电器控制器也呈现出积极的增长趋势，随着智能化、物联网、AIGC 技术的普及，控制器作为基础设备成为了连接技术的核心；智能化家居、节能化家用电器的政策与生态推动，家用电器带来了新的需求，全球智能控制器市场和家用电器控制器都呈现出稳步增长的趋势。

图表 18：2022-2024 年视源股份液晶主控板卡出货占比及全球液晶电视出货量



数据来源：公司公告、奥维云网、华福证券研究所

图表 19：2020-2023 视源股份液晶主控板卡部件毛利率



数据来源：公司公告、华福证券研究所

3.2 海外业务：海外需求持续增长，东南亚市场厚积薄发

在海外市场拓展方面，海外平板业务迎来强劲的需求：根据 Market Research Future 的研究报告，预计到 2032 年，北美市场 IFPD 市场将达到 60 亿美元，欧洲市场达到 37 亿美元，亚太地区达到 59 亿美元，而南美与中东地区作为新兴市场也将

达到 13 亿和 10 亿美元，交互式技术的进步、教育投资的增加以及远程工作解决方案将持续推动全球的 IFPD 创新与需求。值得关注的是，印度、东南亚和欧洲部分地区等新兴地区，在政府对教育数字化进程的急迫需求下，有望实现交互平板设备的出货快速增长。

商业显示设备品牌 MAXHUB 正在随着远程协作和企业数字化进程激增，以会议平板为核心产品，MAXHUB 在全球商显市场已获得可观的市场及客户认可，多个产品连续多年在欧洲视听技术及系统集成展获得最佳展示奖。MAXHUB XBoard V7 凭借其高色域显示屏、三摄技术、多尺寸布局等特征，作为全球首款被微软 Teams 认证的会议解决方案产品，同时搭载 Windows 11 IoT，提高了 MAXHUB 的国际知名度。凭借 4K 双摄、自动取景、发言人跟踪等特点，MAXHUB UC P30 智能摄像头也获得微软 Teams 认证。通过技术驱动，及多元化的产品和解决方案，加速了视源股份在全球化布局。

MAXHUB 同时迸发欧美市场与东南亚市场，并建立相应地区的子公司，持续推动“品牌、方案 and 创新能力”的全面落地，目前 MAXHUB 已经在 22 个国家和地区搭建了产品、营销和市场的本地化团队，服务超过 80 个国家和地区；其中印度市场增长尤为明显，通过其子公司的本地化运营以及与政府的绑定，2025 年 MAXHUB 目标达成印度商显市场 50% 的市占率。

MAXHUB 敏锐把握到终端市场向大尺寸、超高清迁移的行业趋势，其推出的 21:9 超宽屏会议平板已成为行业标杆产品。根据洛图科技数据，2025 年 Q1，海外 21:9 超宽屏会议平板出货量同比激增 192%，海外会议平板市场份额达 4%。这款产品创新性地解决了传统屏幕在分屏协作时的空间局限，可同时显示视频会议、文档和白板内容，显著提升远程协作效率。

图表 20：海外智能课堂相关教育政策

时间	颁布主体	政策文件/会议	政策内容
2025.04.23	美国-白宫	《推动美国青少年人工智能教育发展》	美国国家科学基金会（NSF）主任应优先推动人工智能在教育领域应用的研究。NSF 主任还应利用现有项目，为教育工作者创造培训机会，帮助其有效将基于人工智能的工具和模式融入课堂教学。
2024.10.15	印度	2024 年世界电信标准大会和 2024 年印度移动大会	利用数字技术实现 STEM 教育的大规模、个性化实施。印度将大规模、个性化定制的数字学习体验视为未来 STEM 教育的基石。印度政府与 STEM 基金会、教育机构合作开发了一系列数字教室、机器人教育中心、机器人和编码线上课程、虚拟现实电子教科书等，通过强化交互性和自动化、个性化评估，不断丰富学生的学习体验，提升学生的学习效果，促进学生 STEM 的动态探索和理解。
2024 年	越南	2030 教育与科技战略	教育技术平台和 IT 基础设施供应商可助力越南教育现代化进程，满足数字化转型需求。助力构建数字学习环境和技术驱动的教育体系。
2023 年	东南亚教育部长组织	SEAMEO 大会	教育数字化转型应强调了培养青年数字技能的重要性，确保他们获得平等的教育和就业机会。首先，政府需要确保学生能够使用数字设备和互联网。教师需要培训以跟上技术的发展。第二，学校必须将数字技能嵌入课程的每一部分。第三，大学必须与企业合作，使教育符合现有和未来的工作要求。第四，教育者需要更多地关注软技能，以提高学习者的创造力、情商、认知和数字技能。

数据来源：国际与比较教育研究所，中国教育报，Vietnam, Unesco，华福证券研究所

图表 21：MAXHUB 产品矩阵



数据来源：Maxhub 官网、华福证券研究所

3.3 教育业务：希沃数字化硬件强覆盖，产品矩阵内生态闭环

在 AI 教育行业“三端重构”的大背景下，视源股份已经完成硬件整合、场景理解、内容运营与技术上的全链条布局，展现出在系统化变革中的优势。希沃品牌覆

盖全国超 280 万间教室，具备广泛的教学场景嵌入能力与数据基础，并通过教学大模型、备课系统、课堂智能反馈等产品，实现从硬件供应向整体教学解决方案的转变；并主动推进“软硬件一体”的运营转型，构建以数据闭环和服务渗透率为核心的新商业模式。

“希沃”品牌在中国教育信息化进程中，构建起了领先的系统级覆盖能力，已覆盖全国超 20 万所中小学及 2,500 多所高等院校。公司连续 13 年蝉联中国交互智能平板行业市占率第一，2025 年上半年交互智能平板国内出货份额达 45.3%。B 端交互平板已成为智慧教室的中枢，支持包括教学反馈、课堂分析、AI 辅助批改等多元功能，正在由显示工具向“数据采集+AI 计算+教学闭环”的平台级设备演进。

视源在 B 端市场的技术优势，体现在其构建的软硬件协同体系上。公司率先引入 4K 高清教师观察摄像头、数字阵列麦克风、红外触控系统等多模态数据采集终端，结合智能录播系统、课堂互动分析（行为表情识别技术）与教学数据回传平台（教学反思、实训、反馈），实现教学行为的数字化重构，大幅提升教师教学效率并支持数据驱动的精准教学。

图表 22: 希沃产品矩阵



数据来源：希沃官网、华福证券研究所

希沃教学 AI 大模型及 C 端核心产品“希沃 AI 学习机”，构建起自研大模型驱动的差异化闭环系统，成为 AI 教育消费市场中的技术型突围者。公司围绕“1+N+N”AI 赋能架构，以一个通专融合的大模型为核心，通过希沃交互平板、学习机、家校终端等多个硬件入口，连接备课、授课、作业、反馈、家校沟通等多个使用场景，形成“内容—终端—行为数据”的闭环运营体系。该架构最大的竞争优势在于“教学对齐”能力，即大模型不仅能识别学生当前知识状态，还能规划个性化学习路径，并通过多模态输入（语音/图像/笔迹）提供交互反馈，使 AI 从“教学工具”走向“伴学者”。

图表 23：希沃 AI 教学大模型 “1+N+N” AI 结构



数据来源：希沃官网、华福证券研究所

希沃大模型将 AI 能力深度集成于教学软件和硬件终端，形成了覆盖教学全过程的“教-学-评-管”闭环系统，建立了较高的技术壁垒与生态黏性。希沃教学大模型集成多个中文语义理解模型，构建出支持备课、授课、评价、反馈、教研、办公等全流程的一体化 AI 教学平台。其技术优势不仅体现在自然语言处理、图像识别等算法能力上，更重要的是其软硬一体协同设计。如希沃白板（25 年上半年活跃教师人数超 700 万人，同期增长 70 万人）、学习机等硬件与软件平台深度融合，形成以教师为核心、学生为主体的 AI 教学闭环。该系统结合教师用户教学数据、课件资源和教学知识图谱，不断强化模型微调能力，逐步形成高度本土化、场景化的 AI 教育能力平台。

课堂智能反馈系统通过 AI 实时感知与行为识别，构建教师—学生—平台之间的动态交互反馈链条，显著提升教学反思与精准教研能力。该系统以 AI 摄像头、麦克风、行为识别模块为感知端口，配合教学行为大数据的实时分析，能自动识别教师授课状态、学生专注度与课堂互动活跃度，从而生成结构化反馈报告。希沃智能反馈系统已覆盖 2000 余所学校，辅助教师开展精准教学调整与同伴教研分析，推动了从经验驱动到数据驱动的教研范式转型。该系统不仅帮助教师提高反思效率，也为学校管理者提供教学质量评估依据，形成校级 AI 评估决策工具。截至 2025 年 6 月底，希沃课堂智能反馈系统已在全国建成 19 个重点应用示范区，覆盖超 3,000 所学校，应用于超 7,000 间教室，生成超 36 万份课堂智能反馈报告。

希沃 AI 备课系统结合大模型内容生成能力与教学知识图谱，重塑传统备课流程，实现内容高效生成与结构化智能分发。教师通过希沃白板或云端平台上传教学主题或课标要求，系统可自动生成符合教学要求的课件、问题设计与互动内容，支持不同学段、学科的定制化模板。同时，AI 系统可基于历史教学行为数据，对教师教学偏好进行建模，提供风格适配建议。AI 备课系统与希沃魔方、百宝箱等工具联动，

为教师提供丰富的互动素材和思维导图，提升课堂设计创意性与可操作性。该系统已在多个地市教育局推行，截止 2025 年上半年，激活用户数量超过 60 万，成为减负提效的重要工具。

随着学习机、家校终端等消费级设备切入家庭场景，根据艾瑞咨询《2024 年人工智能+教育行业发展研究报告》，预计 2027 年 AI 对中国 C 端硬件市场的贡献超过 37%，并且带来新一轮的市场放量；B 端市场随着政府关于“教育数字化”进程的加速，交互终端和教研平台将成为教育局、学校的常态化采购项目，视源股份凭借先前的政采优势将稳定其覆盖能力。在新一轮的换机潮到来之前，希沃的软硬件具备一定的内容订阅与服务变现潜力，在未来可通过整套软硬件的打包出售进入教育机构，为机构提供已成熟融合的教育生态闭环；同时进行模型强化学习，基于真实课堂与学生数据反哺模型，提升对学科内容和教学目标的理解，并有望将多语种模型试水东南亚、拉美等区域市场。

图表 24：希沃 AI 产品内容生态闭环



数据来源：希沃官网、多知网、华福证券研究所绘制

3.4 机器人业务：全地形作业+模块化负载+全栈导航的工业级全地形作业平台

2025 年世界机器人大会，视源股份研发的工业级四足机器人 MAXHUB X7 首次亮相，荣获“具身智能机器人创新产品奖”，产品配备机械臂、传感器等多任务模组装置，其默表示取代人类在危险或恶劣环境中检视和进行应急任务，预计将在电力、公共安防等场景有广泛应用。

图表 25: MAXHUB X7 四足机器人



数据来源：南都 N 视频，华福证券研究所

技术层面，机器人采用高性能电驱动关节和自适应步态算法，可稳定通过斜坡、沙石、草地等复杂地形；具备-20 度-40 度的耐温范围，可在雨雪、粉尘等室外环境全天候运行，可人机协同、自主规划路径、自动返航充电；导航方面，融合激光雷达、视觉、IMU 等多传感器，实现动态建图和高精度定位，可自主完成复杂任务，指向软硬件一体的系统工程能力，而不仅是单体运动学。

MAXHUB X7 的技术路径定位为工业级全地形作业平台，在全地形作业、模块化负载与全栈导航上实现了一定的产品差异化：

环境适应：国内大部分四足机器人都配备 IP54（防尘溅水），X7 为 IP66 防护等级，与低温/粉尘/雨雪的全天候指标，更高 IP，也意味着更强的整机密封、散热与维护的协同能力。

负载生态：X7 展示了双光云台/气体传感/机械臂/灭火等行业化附件包，强调面向巡检/安防/应急的场景打包能力。

自主性与适应能力：X7 的“全栈自研”作为主要卖点，配备多传感融合/定位/规划，多传感融合将在更多场景有着运行优势，如弱特征/暗光大空间的工作场景。

X7 公开信息强调“三院一站研发体系”、“全栈自研导航”，以及警务巡逻/电力巡检/无尘车间清洁机器人出海等落地案例，**说明视源正将算法—硬件—系统工程—交付串成闭环**，这与其在教育/商显积累出的渠道、交付与运维能力天然互补，同时产品的广泛落地需要外部证伪，如：航鲁棒性实证（第三方测试）、模块化生态完备度、运维、对比全生命周期成本、安全与合规性。

政策主线已经把机器人应用从“试点示范”推向“规模化场景”。工信部等 17 部门发布的《“机器人+”应用行动实施方案》明确到 2025 年的量化目标：**在能源环节**，要求突破高空/狭窄/强电磁等复杂环境的作业技术，推广在风光水核、油气管网、枢纽变电站、主干电网等场景的应用；**在安全应急/极限环境环节**，强调在安防巡逻、灾害救援、危险化学品场景的系统应用；**在教育环节**，推动教学/科研/校园安防等场景的机器人应用与平台建设，构成了从试点—标准—入库—推广的落地通道。

视源股份在原先业务积累上有一定的优势，并且可考虑部分优先场景：

电力巡检：变电站/输电通道等室外复杂环境，是四足平台“全天候+全地形”的场景。

安防/应急：城市商圈、园区与重点场所人机协同巡逻、灾害勘察与消防辅助等任务，正是 X7 的双光云台/气体传感/灭火模块等方案的直连场景。

教育/园区：在“教育数字化”既有客户基础上，以校园安防巡逻+应急演练与工程教育/实训平台为落地切口，形成交付与数据闭环（与希沃/MAXHUB 系统互通）。



4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

- (1) **智能控制部件：**基于对市场供需关系的分析，我们预测国内外市场对家用电器需求量仍呈上升趋势，液晶电视板卡业务受益于老客合作维持全球头部供应商地位，家用电器控制器的市占率随着新客开拓、老客合作深化快速提升。我们判断智能控制部件收入未来三年将保持持续上涨的态势，预计 2025-2027 年收入增速分别为 11.37%、20.83%、18.51%；

- (2) **智能终端及应用：**核心商显产品包括企业自有品牌（MAXHUB）与 ODM 业务，以及教育（希沃）交互平板，构建了主要的智能终端收入来源。

我们综合考量了国内外交互平板的需求与教育信息化的不同进程。

其中，结合国内教育交互平板升级迭代，AI 教育板块的规模化、教育周边产品的需求等因素，预计国内教育平板业务将稳步增收。

公司自有品牌业务正处于逐步放量阶段。依托在东南亚、中东、欧洲等新兴市场的本地化团队、渠道及工厂建设，公司能够更好地控制供应链与成本，实现快速交付与市场响应。随着品牌知名度提升、产品结构向高附加值领域倾斜，我们判断自有品牌业务将成为未来海外增长的重要驱动。

受 2025 年关税上调与供应链成本上升影响，海外 ODM 业务短期承压。但随着新兴市场需求扩张、客户库存逐步消化及供应链格局优化，我们预计自 2026 年起该业务将逐步修复，盈利能力稳步回升。

我们判断智能终端及应用收入未来三年将保持上涨的态势，预计 2025-2027 年收入增速分别为 1.46%、22.82%、27.87%。

- (3) **其他产品及服务：**其他收入主要包括了新兴业务，如四足机器人，我们在 26-27 年给予较高的收入增速，预计机器人在未来 3 年即将迎来商业化落地及订单释放，随着机器人业务放量，毛利率将随着规模效应持续提升。

图表 26：公司业绩拆分预测表

		2023	2024	2025E	2026E	2027E
智能控制部件	收入	8535.04	10273.62	11441.86	13824.90	16384.50
	YoY		20.37%	11.37%	20.83%	18.51%
	毛利率	15.89%	14.74%	13.74%	13.46%	13.30%
智能终端及应用	收入	11154.59	11626.89	11796.72	14488.25	18525.48
	YoY		4.23%	1.46%	22.82%	27.87%
	毛利率	30.64%	25.66%	25.82%	25.65%	25.44%
其它产品及服务	收入	483.01	500.67	515.69	670.40	972.08
	YoY		3.66%	3.00%	30.00%	45.00%
	毛利率	56.70%	56.05%	46.00%	50.00%	52.00%

数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

4.2 投资建议

我们预计公司 25/26/27 年营收分别为 238/290/359 亿元，归母净利润分别为 9.91/12.30/15.68 亿元，分别对应当前 EPS 为 1.42/1.77/2.25 元。

我们选取与公司同消费电子行业-显示设备的亿联网络、康冠科技、鸿合科技作为同比公司，其软硬件集成方案与视源股份高度相似，均聚焦于“商显设备+行业解决方案”模式，且在 To B 端（政企办公）、To G 端（教育采购）等领域的客户结构、原材料来源、产品形态方面具有较强可比性。

我们认为，公司在 AI 教育大模型与软硬件一体化方面形成显著差异化能力，具备从“AI 教学工具”走向“AI 教学平台”的演化潜力，有望带来结构性估值溢价。

具体来看，公司已构建以希沃白板为核心的“终端+内容+服务”AI 教育系统，并实现 AI 备课、AI 授课、智能反馈、AI 实训分析等多功能模块协同落地，在基础教育到教师教研全链路形成 AI 提效闭环，显著拉高 ARPU 与客户黏性。此外，公司具备全国 To G / To B 教育渠道资源优势，有能力将 AI 能力快速复制至区域级市场，从辅助功能升级为平台型能力输出，在收入端带来多维扩张弹性。我们判断，随着 AI 教育从功能化走向平台化，凭借公司在硬件端的龙头地位，成长性将在未来 2-3 年持续释放。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 27：可比公司估值表

证券代码	公司名称	股价 (元)		EPS (元)			PE (倍)			
		2025/10/22	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
300628	亿联网络	35.01	2.10	2.24	2.58	3.00	16.67	15.63	13.57	11.67
001308	康冠科技	22.44	1.19	1.43	1.72	2.02	18.86	15.69	13.05	11.11
002955	鸿合科技	27.07	0.94	0.99	1.11	1.26	28.80	27.34	24.39	21.48
			平均值				21.44	19.56	17.00	14.75
002841	视源股份	40.71	1.40	1.42	1.77	2.25	29.08	28.67	23.00	18.09

数据来源：iFind、华福证券研究所
注：以上信息截止日期为 2025 年 10 月 22 日，亿联网络、康冠科技、鸿合科技盈利预测来源为 ifind 一致预期

5 风险提示

1. 教育政策波动风险

To G 端市场（如智慧教室等）受制于地方政府财政能力、政策执行节奏及信息化改造进度，存在招标延期、订单不及预期的风险。若“教育数字化战略行动”等政策实施节奏不及预期，可能影响希沃业务收入增速和盈利能力。

2. AI 教育产品商业化落地风险

公司希沃教学大模型在多个应用场景中实现集成，但尚处于产品迭代与客户适配阶段，若 AI 功能商业化路径或客户付费意愿不及预期，将影响 AI 相关收入兑现节奏。

3. 海外扩张不确定性风险

公司正积极推进 MAXHUB 与教育产品的海外拓展，如南亚、东南亚和欧美市场等。该部分业务面临品牌认知、渠道渗透、本地认证政策与交付能力等挑战，若全球经济环境或区域地缘政治发生不利变化，可能影响海外营收增长。

4. 新业务研发风险

公司积极布局四足机器人等创新业务，尚处早期投入阶段，前期研发与市场开拓费用较大，若短期未形成规模化营收或商业闭环，可能阶段性拉低整体盈利水平。

5. 供应链风险

在智能硬件终端中，显示模组、主控芯片、AI 处理器等关键零部件价格波动可能对公司毛利率产生影响，尤其在行业竞争加剧、客户议价能力增强的背景下，若不能有效进行成本控制，将影响整体盈利能力。

图表 28: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	4,904	5,046	5,767	6,189	营业收入	22,401	23,754	28,984	35,882
应收票据及账款	448	401	435	471	营业成本	17,624	18,898	23,071	28,486
预付账款	59	63	77	95	税金及附加	90	95	116	179
存货	2,315	2,547	3,174	3,822	销售费用	1,206	1,069	1,246	1,507
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,175	1,093	1,275	1,543
其他流动资产	1,562	1,617	1,905	2,285	研发费用	1,540	1,592	1,855	2,261
流动资产合计	9,287	9,674	11,358	12,862	财务费用	-94	48	98	129
长期股权投资	319	319	319	319	信用减值损失	-6	-5	-5	-4
固定资产	3,634	4,011	4,405	4,864	资产减值损失	-122	-105	-90	-90
在建工程	807	707	807	907	公允价值变动收益	9	15	10	10
无形资产	686	1,017	1,156	1,360	投资收益	164	150	120	80
商誉	262	262	262	262	其他收益	146	70	30	10
其他非流动资产	7,674	8,267	7,858	8,030	营业利润	1,054	1,085	1,387	1,782
非流动资产合计	13,383	14,584	14,808	15,744	营业外收入	8	8	6	6
资产合计	22,670	24,258	26,166	28,606	营业外支出	15	13	11	9
短期借款	2,708	3,500	3,600	3,700	利润总额	1,047	1,080	1,382	1,779
应付票据及账款	3,047	3,105	3,530	4,045	所得税	11	22	69	106
预收款项	0	0	0	0	净利润	1,036	1,058	1,313	1,673
合同负债	1,212	1,259	1,507	1,794	少数股东损益	65	67	83	105
其他应付款	867	867	867	870	归属母公司净利润	971	991	1,230	1,568
其他流动负债	852	825	920	1,055	EPS（按最新股本摊薄）	1.40	1.42	1.77	2.25
流动负债合计	8,686	9,556	10,424	11,464					
长期借款	564	764	964	1,164	主要财务比率				
应付债券	0	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
其他非流动负债	296	296	296	296	成长能力				
非流动负债合计	860	1,060	1,260	1,460	营业收入增长率	11.0%	6.0%	22.0%	23.8%
负债合计	9,545	10,615	11,683	12,924	EBIT 增长率	-25.5%	18.4%	31.2%	29.0%
归属母公司所有者权益	12,696	13,147	13,904	14,998	归母公司净利润增长率	-29.1%	2.1%	24.0%	27.4%
少数股东权益	429	496	579	684	获利能力				
所有者权益合计	13,125	13,643	14,483	15,682	毛利率	21.3%	20.4%	20.4%	20.6%
负债和股东权益	22,670	24,258	26,166	28,606	净利率	4.6%	4.5%	4.5%	4.7%
					ROE	7.4%	7.3%	8.5%	10.0%
					ROIC	12.3%	13.0%	14.7%	16.9%
现金流量表					偿债能力				
单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	42.1%	43.8%	44.7%	45.2%
经营活动现金流	1,255	1,127	1,707	2,287	流动比率	1.1	1.0	1.1	1.1
现金收益	1,254	1,519	1,893	2,337	速动比率	0.8	0.7	0.8	0.8
存货影响	-76	-232	-627	-648	营运能力				
经营性应收影响	44	148	42	36	总资产周转率	1.0	1.0	1.1	1.3
经营性应付影响	-125	58	425	518	应收账款周转天数	6	6	5	5
其他影响	159	-366	-27	45	存货周转天数	47	46	45	44
投资活动现金流	-429	-1,457	-715	-1,563	每股指标（元）				
资本支出	-1,210	-1,022	-1,115	-1,299	每股收益	1.40	1.42	1.77	2.25
股权投资	-123	0	0	0	每股经营现金流	1.80	1.62	2.45	3.29
其他长期资产变化	904	-435	400	-264	每股净资产	18.24	18.89	19.98	21.55
融资活动现金流	-625	471	-271	-302	估值比率				
借款增加	550	992	300	300	P/E	29	29	23	18
股利及利息支付	-661	-662	-699	-715	P/B	2	2	2	2
股东融资	119	0	0	0	EV/EBITDA				
其他影响	-633	141	128	113					

数据来源：公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfbzq.com.cn