

# 视源股份 (002841.SZ)

## 公司教育交互平板全球市占率第一，AI 为产品提供附加值

买入

### 核心观点

受原材料价格上涨及公司部分产品价格下降影响，公司毛利率同比下滑。公司发布 2023 年业绩预告，2023 年公司营收 201.63 亿元 (YoY -3.94%)；归母净利润 13.65 亿元 (YoY -34.13%)。2023 年公司综合毛利率下降 1.84%，主要原因系原材料价格上涨，部分产品价格下降所致。为推动产品创新，加速市场开拓和品牌推广，公司研发费用及销售费用同比增加。

**生活电器、计算设备及电子电力业务营收同比增长。** 部件业务：受全球电视出货量下滑等影响，液晶显示主控板卡业务收入同比下降 12.37%。生活电器业务：得益于国内外市场的积极开拓，收入同比增长 62.48%。教育业务：受行业价格竞争等因素影响，收入同比下降 8.77%，教育 PC、录播、希沃魔方数字基座等软硬件产品业务收入取得较快增长。企业服务业务：得益于数字标牌、音视频等产品收入增长的拉动，收入同比增长 2.13%。海外业务：得益于海外市场的恢复，公司积极拓展品牌客户，主要客户出货量提升，海外自有品牌业务的持续推进，海外业务收入在下半年起实现增长。2023 年海外业务全年收入同比下降 1.69%。新兴业务：LED 业务收入同比下降 4.52%，计算设备业务收入同比增长 34.86%，电力电子业务收入同比增长 28.99%。

**公司教育和会议平板品牌市占率第一，AI 大模型为产品提供新的附加值。** 根据洛图科技，2023 年公司品牌希沃在全球交互平板教育应用行业市占率第一，公司品牌 MAXHUB 在全球交互平板会议及其他商用市占率第一。公司旗下教育品牌希沃于 2023 年 10 月推出第七代交互智能平板，该平板融合 AI 大模型，更好的辅助教学。截至 2023 年上半年，公司旗下品牌希沃产品已覆盖 260 万间教室，700 万教师，高质量的行业数据是公司在 AI 大模型训练方面的核心竞争力。2023 年 10 月公司旗下品牌 MAXHUB 正式官宣开放领效智会大模型内测，该模型将率先搭载在会议平板、智能办公本等多个产品中，提供语音操控、发言实时转录、会议纪要智能提炼等功能，提升用户协作效率。公司将 AI 大模型与教育及会议两个场景相结合，未来将为公司的产品提供新的附加值。

**投资建议：**根据业绩预告，受全球电视出货量下滑、行业价格竞争影响，下调公司 2023/2024/2025 年归母净利润至 13.65/18.83/21.71 亿元（前值：24.08/28.54/33.36 亿元），同比增速分别为-34.1%/38.0%/15.3%，对应 PE 为 20.5/14.9/12.9 倍，我们看好 AI 大模型赋能教育及会议场景带来的产品附加值，看好公司创新业务陆续开花结果、海外市场开拓以及自有品牌持续推进带来的营收增长，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。

### 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	20,163	23,269	26,574
(+/-%)	23.9%	-1.1%	-3.9%	15.4%	14.2%
净利润(百万元)	1699	2072	1365	1883	2171
(+/-%)	-10.7%	22.0%	-34.1%	38.0%	15.3%
每股收益(元)	2.55	2.96	1.95	2.69	3.10
EBIT Margin	8.5%	9.7%	5.4%	8.0%	8.0%
净资产收益率 (ROE)	20.3%	17.4%	10.6%	13.4%	14.0%
市盈率 (PE)	15.7	13.5	20.5	14.9	12.9
EV/EBITDA	17.1	16.2	26.1	16.5	14.7
市净率 (PB)	3.19	2.35	2.18	1.99	1.80

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

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

### 公司研究·财报点评

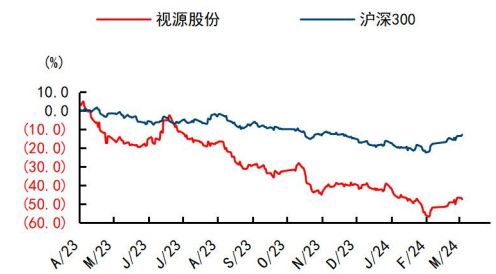
#### 电子·消费电子

<b>证券分析师：胡剑</b> 021-60893306 hujian1@guosen.com.cn S0980521080001	<b>证券分析师：胡慧</b> 021-60871321 huhui2@guosen.com.cn S0980521080002
<b>证券分析师：周靖翔</b> 021-60375402 zhoujingxiang@guosen.com.cn S0980522100001	<b>证券分析师：叶子</b> 0755-81982153 yezi3@guosen.com.cn S0980522100003
<b>联系人：詹浏洋</b> 010-88005307 zhanliuyang@guosen.com.cn	<b>联系人：李书颖</b> 0755-81982362 lishuying@guosen.com.cn
<b>联系人：连欣然</b> 010-88005482 lianxinran@guosen.com.cn	

#### 基础数据

投资评级	合理估值	买入(维持)
收盘价		39.50 元
总市值/流通市值		27699/19059 百万元
52 周最高价/最低价		89.50/31.13 元
近 3 个月日均成交额		117.85 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) - AI 加速教育、办公场景数字化，学习机等 C 端产品取得突破》——2023-04-27
- 《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

## 盈利预测的假设前提

公司主营业务是液晶显示板卡及交互智能平板，盈利预测假设条件如下：

**液晶显示主控板卡：**2023 年全球电视出货量下滑，导致公司液晶主控板卡业务收入下滑，因此下调 2023-2025 年液晶显示主控板卡收入至 61.51/66.92/71.44 亿元，同比变动-12.4%/8.8%/6.8%，毛利率分别为 14.0%/14.0%/14.0%。

**交互智能平板：**根据洛图科技的数据，2023 年全球交互平板出货量下滑 10.4%，因此调整 2023-2025 年交互智能平板收入至 77.96/78.97/80.86 亿元，同比变动-12%/1.3%/2.4%。

表1: 公司营业收入及毛利率预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>液晶显示主控板卡</b>					
收入（亿元）	62.08	70.19	61.51	66.92	71.44
增速	-2.4%	13.1%	-12.4%	8.8%	6.8%
毛利率	14.2%	13.3%	14.0%	14.0%	14.0%
<b>交互智能平板</b>					
收入（亿元）	109.31	89.00	77.96	78.97	80.86
增速	37.0%	-18.6%	-12.4%	1.3%	2.4%
毛利率	30.1%	37.3%	34.3%	35.0%	35.3%
<b>其他</b>					
收入（亿元）	40.87	50.71	62.16	86.80	113.44
增速	46.4%	24.1%	22.6%	39.7%	30.7%
毛利率	29.8%	30.6%	27.0%	27.5%	27.8%
<b>合计</b>					
总营收（亿元）	212.26	209.90	201.63	232.69	265.74
增速	23.9%	-1.1%	-3.9%	15.4%	14.2%
毛利率	25.4%	27.7%	25.8%	26.2%	26.4%

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

## 未来 3 年业绩预测

表2: 公司未来 3 年盈利预测表（单位：亿元）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	171.29	212.26	209.90	201.63	232.69	265.74
YoY	0.45%	23.91%	-1.11%	-3.94%	15.41%	14.20%
销售费用	10.08	13.70	13.89	15.18	16.18	18.31
管理费用	6.89	9.78	9.88	10.74	10.86	12.83
研发费用	8.81	11.63	12.81	14.24	14.12	16.42
财务费用	-1.46	-0.51	-1.15	-0.49	-0.92	-1.28
营业利润	20.52	18.31	23.26	15.16	20.99	24.26
利润总额	20.73	18.58	23.26	15.32	21.14	24.36
归母净利润	19.02	16.99	20.72	13.65	18.83	21.71
YoY	18.04%	-10.65%	21.98%	-34.13%	37.96%	15.26%
EPS（元）	2.85	2.55	2.96	1.95	2.69	3.10
ROE（%）	26%	20%	17%	11%	13%	14%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，我们预计 2023-2025 年公司收入同比变动-3.94%/15.41%/14.20%至 201.63/232.69/265.74 亿元，对应归母净利润同比变动-34.13%/37.96%/15.26%至 13.65/18.83/21.71 亿元。

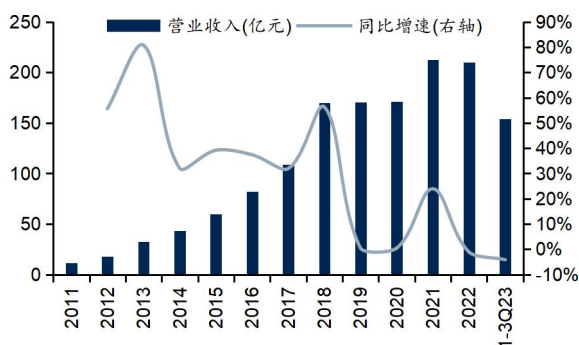
## 盈利预测的情景分析

表3: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>乐观预测</b>					
营业收入(百万元)	21,226	20,990	20,146	23,312	26,689
(+/-%)	23.9%	-1.1%	-4.0%	15.7%	14.5%
净利润(百万元)	1699	2072	1713	2284	2638
(+/-%)	-10.7%	22.0%	-17.4%	33.3%	15.5%
摊薄 EPS	2.55	2.96	2.44	3.26	3.76
<b>中性预测</b>					
营业收入(百万元)	21,226	20,990	20,163	23,269	26,574
(+/-%)	23.9%	-1.1%	-3.9%	15.4%	14.2%
净利润(百万元)	1699	2072	1365	1883	2171
(+/-%)	-10.7%	22.0%	-34.1%	38.0%	15.3%
摊薄 EPS(元)	2.55	2.96	1.95	2.69	3.10
<b>悲观预测</b>					
营业收入(百万元)	21,226	20,990	20,179	23,226	26,459
(+/-%)	23.9%	-1.1%	-3.9%	15.1%	13.9%
净利润(百万元)	1699	2072	1018	1486	1709
(+/-%)	-10.7%	22.0%	-50.9%	45.9%	15.0%
摊薄 EPS	2.55	2.96	1.45	2.12	2.44
总股本(百万股)	667	701	701	701	701

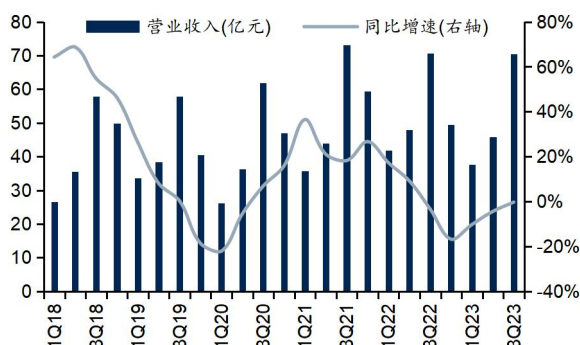
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

图1: 公司营业收入及同比增速



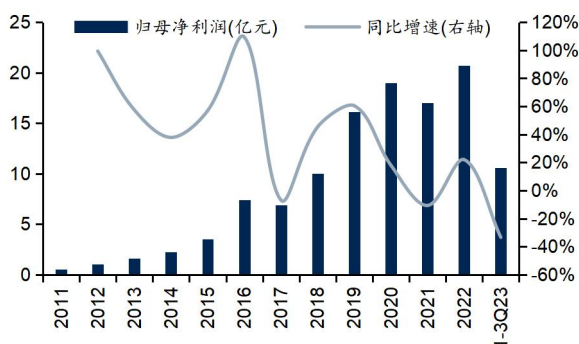
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季度营业收入及同比增速



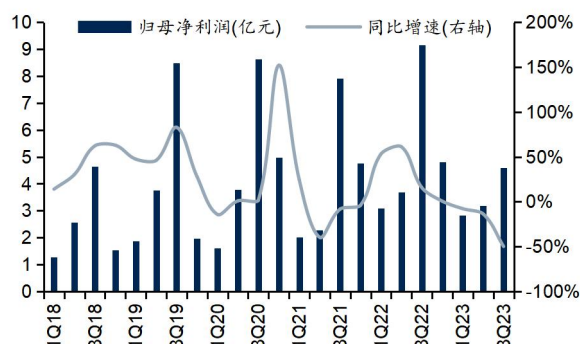
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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



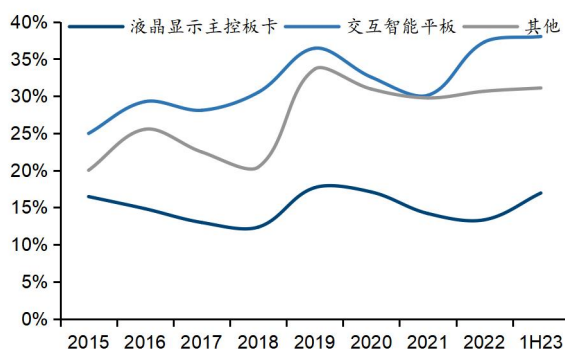
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司分产品营收结构



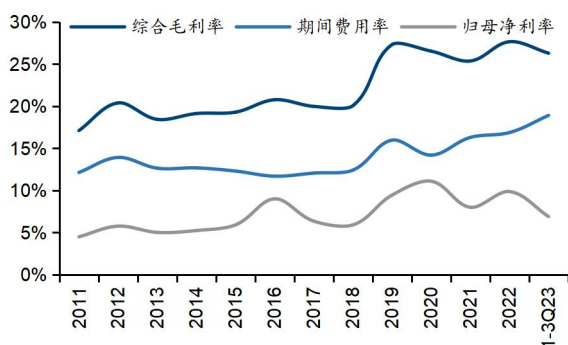
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司分产品毛利率



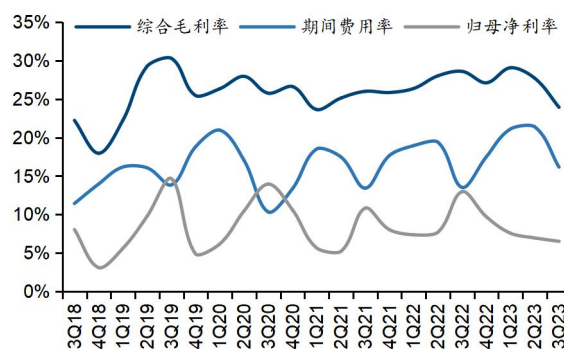
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 公司综合毛利率、归母净利率、期间费用率



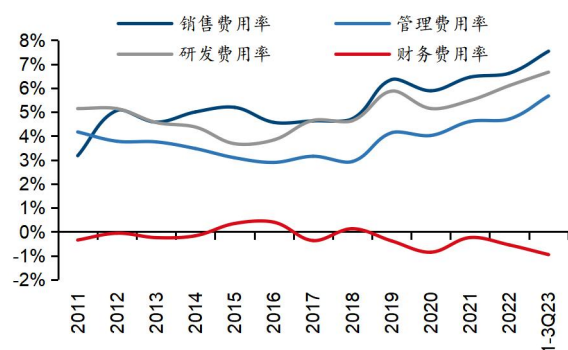
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司单季度综合毛利率、归母净利率、期间费用率



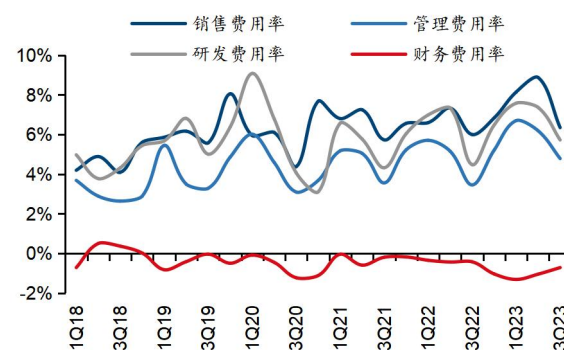
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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	3822	6023	7636	营业收入	21226	20990	20163	23269	26574
应收款项	211	285	237	274	328	营业成本	15839	15183	14952	17183	19566
存货净额	2383	1857	2076	2343	2580	营业税金及附加	80	107	87	102	122
其他流动资产	832	8552	7670	7306	7201	销售费用	1370	1389	1518	1618	1831
<b>流动资产合计</b>	<b>8424</b>	<b>15436</b>	<b>13804</b>	<b>15946</b>	<b>17745</b>	管理费用	978	988	1090	1101	1298
固定资产	1943	2725	3369	3955	4536	研发费用	1163	1281	1424	1412	1642
无形资产及其他	381	396	380	364	348	财务费用	(51)	(115)	(49)	(92)	(128)
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)	123	(122)	(95)
<b>资产总计</b>	<b>15508</b>	<b>20148</b>	<b>19166</b>	<b>21904</b>	<b>24300</b>	其他	61	88	74	74	77
短期借款及交易性金融负债	1091	2094	267	882	820	营业利润	1831	2326	1516	2099	2426
应付款项	2989	2880	2847	3239	3691	营业外净收支	27	(1)	16	14	10
其他流动负债	2314	2411	2237	2588	2974	<b>利润总额</b>	<b>1858</b>	<b>2326</b>	<b>1532</b>	<b>2114</b>	<b>2436</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>6394</b>	<b>7385</b>	<b>5351</b>	<b>6709</b>	<b>7485</b>	所得税费用	154	205	135	186	215
长期借款及应付债券	200	100	100	100	100	少数股东损益	5	48	32	44	51
其他长期负债	383	493	590	689	792	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1699</b>	<b>2072</b>	<b>1365</b>	<b>1883</b>	<b>2171</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>583</b>	<b>593</b>	<b>690</b>	<b>790</b>	<b>892</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>6978</b>	<b>7978</b>	<b>6041</b>	<b>7498</b>	<b>8376</b>	净利润	1703	2121	1397	1927	2221
少数股东权益	174	229	263	311	367	资产减值准备	292	190	209	249	260
股东权益	8356	11941	12862	14095	15557	折旧摊销	169	177	214	304	371
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>15508</b>	<b>20148</b>	<b>19166</b>	<b>21904</b>	<b>24300</b>	公允价值变动损失	(14)	(36)	(331)	(127)	(165)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	65	109	(49)	(92)	(128)
每股收益	2.55	2.96	1.95	2.69	3.10	营运资本变动	(476)	887	93	155	(14)
每股红利	1.02	0.91	0.63	0.93	1.01	其它	962	(1082)	(160)	(157)	(132)
每股净资产	12.54	17.03	18.34	20.10	22.18	<b>经营活动现金流</b>	<b>2702</b>	<b>2366</b>	<b>1373</b>	<b>2259</b>	<b>2413</b>
ROIC	33%	33%	30%	40%	39%	资本开支	(685)	(966)	(842)	(874)	(936)
ROE	20%	17%	11%	13%	14%	其它投资现金流	(617)	(3912)	819	846	902
毛利率	25%	28%	26%	26%	26%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(1302)</b>	<b>(4878)</b>	<b>(23)</b>	<b>(28)</b>	<b>(34)</b>
EBIT Margin	8%	10%	5%	8%	8%	权益性融资	22	2152	0	0	0
EBITDA Margin	9%	11%	6%	9%	9%	负债净变化	200	(100)	0	0	0
收入增长	24%	-1%	-4%	15%	14%	支付股利、利息	(682)	(640)	(442)	(647)	(703)
净利润增长率	-11%	22%	-34%	38%	15%	其它融资现金流	549	714	(1827)	615	(62)
资产负债率	46%	41%	33%	36%	36%	<b>融资活动现金流</b>	<b>89</b>	<b>2126</b>	<b>(2269)</b>	<b>(31)</b>	<b>(765)</b>
息率	2.4%	2.3%	1.6%	2.3%	2.5%	<b>现金净变动</b>	<b>1463</b>	<b>(272)</b>	<b>(920)</b>	<b>2200</b>	<b>1613</b>
P/E	15.7	13.5	20.5	14.9	12.9	货币资金的期初余额	3524	4986	4715	3795	5996
P/B	3.2	2.3	2.2	2.0	1.8	货币资金的期末余额	4986	4715	3795	5996	7609
EV/EBITDA	17.1	16.2	26.1	16.5	14.7	企业自由现金流	654	1960	461	1275	1349
						权益自由现金流	1403	2574	(1322)	1974	1403

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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。本报告仅供我公司客户使用，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提及的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