

视源股份 (002841.SZ)

公司快报

立足显示、交互与连接，面向多场景持续拓展

消费者服务 | 教育信息化及在线教育III

投资评级

买入-A(首次)

股价(2023-12-12)

45.91 元

交易数据

总市值(百万元)	32,193.88
流通市值(百万元)	22,152.32
总股本(百万股)	701.24
流通股本(百万股)	482.52
12个月价格区间	81.34/42.45

一年股价表现



资料来源: 聚源

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	7.62	-4.25	-10.43
绝对收益	3.17	-13.3	-24.72

分析师

孙远峰

 SAC 执业证书编号: S0910522120001
 sunyuanfeng@huajinsc.cn

分析师

王臣复

 SAC 执业证书编号: S0910523020006
 wangchenfu@huajinsc.cn

相关报告

◆ **以显示、交互控制和连接技术为核心，面向多应用场景持续拓展：**公司成立于2005年12月28日，是一家以显示、交互控制和连接技术为核心的智能电子产品及解决方案提供商，始终致力于通过研发设计、产品创新提升用户体验，为客户持续创造价值。公司自成立以来，依托在音视频技术、信号处理、电源管理、人机交互、应用开发、系统集成等领域的软硬件技术积累，面向多应用场景进行技术创新和产品开发，不断丰富和延伸产品结构，通过产品和资源整合能力在细分市场逐步取得领先地位。目前公司的产品及综合解决方案已广泛应用于消费电子领域和商用电子领域，具体可分为部件业务、教育业务、企业服务业务、海外业务等。公司部件业务的主要产品为液晶显示主控板卡，液晶显示主控板卡是液晶显示产品的核心部件之一，下游客户包括小米、TCL、海信、创维、海尔、长虹、康佳、SHARP等液晶电视品牌商以及液晶电视行业的OEM、ODM厂商。依据奥维云网数据统计，全球液晶电视2020年、2021年、2022年出货量分别为22,875.17万台、21,453.05万台、20,254.83万台。公司液晶电视主控板卡在2020年、2021年、2022年的销量分别为7,130.09万片、6,772.31万片、6,722.06万片，分别占各期全球液晶电视主控板卡出货量的比例为31.17%、31.57%、33.19%。除液晶电视主控板卡外，公司已向电源模块、IoT模块、投影等新方向进行拓展。客户方面，公司也在积极拓展三星、LG、Arcelik等海外客户。公司交互智能平板主要应用于教育数字化、企业数字化等领域。公司教育业务品牌希沃(seewo)是教育数字化应用工具与服务提供商，作为国内交互智能平板品类首创者，希沃(seewo)连续11年(2012-2022)蝉联中国交互智能平板行业市占率桂冠，教学应用覆盖700万教师。公司旗下希沃学习机产品定位清晰，现阶段主要服务于3至12岁学龄段群体，主要有W系列学习机和V1系列学习平板。其中，W系列学习机专注于低幼学段小朋友的启蒙和陪伴，帮助他们提升学习兴趣，养成学习习惯，这款产品在中幼市场依然拥有较强的竞争优势。V1系列学习平板是希沃主要面向小、初学段学生的产品。

◆ **AI浪潮已至，积极布局AI+教育等领域：**根据公司2023年08月25日发布的投资者交流纪要显示，公司于2014年成立中央研究院，主要研究方向包括视觉计算、信号处理、自然语言处理和语音识别等，同时公司组建了专门的团队负责AI领域的研究工作，并逐渐应用到公司教育业务、企业服务业务等实际场景。公司基于在所进入行业的持续积累，一方面训练和开发垂直领域的专业大模型，另一方面加强与外部大模型企业的合作，不断提升公司在教育、企业服务等领域产品能力。未来，公司将持续加大在技术和产品创新的研发投入，加强算法研究、技术开发、产品创新的人才和团队建设，持续向客户提供具有更高价值的产品和服务。在AI大模型赋能方面，根据公司2023年10月24日发布的投资者交流纪要显示，AI大模型切实辅助解决教师在教室的教学问题。以软件平台“希沃课堂智能反馈系统”为例，它可以帮助教师进行课堂3D还原，完整回溯师生互动情况，通过教师巡堂轨迹、课堂互动分析等AI功能，对课堂教学数据进行专业分析，并能及时提供反馈意见，还可以根据教师对反馈意见的采纳情况对课件进行自动优化。在希沃学习机上，公



司同样推出了多项 AI 新功能，比如绘本精读功能，可以使故事主角能说会动，激发孩子阅读兴趣，AI 陪伴共读功能，可以与孩子交流，引领孩子阅读、思考、提问与表达，辅助孩子的成长陪伴。我们认为，本轮 AI 浪潮面向众多场景的应用落地，将有望真实提升终端应用场景的使用体验，并有望最终促进终端市场渗透率的进一步提升。

◆ **投资建议：**我们预测 2023-2025 年公司实现营收分别为 210.52 亿元、242.58 亿元、272.72 亿元，同比增速分别为 0.3%、15.2%、12.4%，实现归母净利润分别为 15.26 亿元、18.98 亿元、23.10 亿元，同比增速分别为-26.4%、24.4%、21.7%，对应的 PE 分别为 21.1 倍、17.0 倍、13.9 倍，考虑到公司积极布局 AI 领域，下游场景和海外市场持续拓展，首次覆盖，给予买入-A 建议。

◆ **风险提示：**下游需求不景气、行业竞争加剧、产品研发推广不及预期、海外市场开拓不及预期

财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	21,226	20,990	21,052	24,258	27,272
YoY(%)	23.9	-1.1	0.3	15.2	12.4
净利润(百万元)	1,699	2,072	1,526	1,898	2,310
YoY(%)	-10.7	22.0	-26.4	24.4	21.7
毛利率(%)	25.4	27.7	26.8	27.2	27.4
EPS(摊薄/元)	2.42	2.96	2.18	2.71	3.29
ROE(%)	20.0	17.4	11.9	13.5	14.7
P/E(倍)	18.9	15.5	21.1	17.0	13.9
P/B(倍)	3.9	2.7	2.5	2.3	2.1
净利率(%)	8.0	9.9	7.2	7.8	8.5

数据来源：聚源、华金证券研究所

1、考虑到公司在积极开拓海外客户和调整产品布局提升 4K 和智能电视领域产品占比，虽然短期公司液晶显示主控板卡受全球电视出货量不景气的影响有所下滑，但预计未来有望恢复稳健增长，预计该业务 2023-2025 年营收增速分别为-9.00%、5.00%、5.00%，毛利率分别为 13.50%、13.50%、13.50%；

2、考虑到公司积极布局 AI 领域，AI 大模型在切实赋能公司教育产品，伴随着 AI 应用的持续深化，预计公司交互智能平板业务有望迎来下游需求的复苏，预计该业务 2023-2025 年营收增速分别为-15.00%、10.00%、10.00%，毛利率分别为 35.00%、35.00%、35.00%；

3、考虑到公司积极拓展多应用场景，未来有望持续落地，预计公司其他业务 2023-2025 年营收增速分别为 40.00%、30.00%、20.00%，毛利率分别为 30.00%、30.00%、30.00%。

表 1：视源股份业务收入预测（百万元，%）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
液晶显示主控板卡	6,359.14	6,208.11	7,018.90	6,387.20	6,706.56	7,041.89
同比 (%)		-2.38%	13.06%	-9.00%	5.00%	5.00%
毛利率 (%)	17.08%	14.18%	13.33%	13.50%	13.50%	13.50%
交互智能平板	7,978.97	10,930.61	8,899.90	7,564.92	8,321.41	9,153.55
同比 (%)		36.99%	-18.58%	-15.00%	10.00%	10.00%
毛利率 (%)	32.55%	30.10%	37.27%	35.00%	35.00%	35.00%
其他业务	2,791.20	4,086.99	5,071.46	7,100.04	9,230.06	11,076.07
同比 (%)		46.42%	24.09%	40.00%	30.00%	20.00%
毛利率 (%)	30.95%	29.75%	30.65%	30.00%	30.00%	30.00%
营收合计	17,129.32	21,225.71	20,990.27	21,052.16	24,258.02	27,271.50
同比 (%)		23.91%	-1.11%	0.29%	15.23%	12.42%
毛利率 (%)	26.55%	25.38%	27.67%	26.79%	27.15%	27.42%

资料来源：聚源，华金证券研究所

我们选取科大讯飞、鸿合科技、亿联网络作为可比公司，其中：科大讯飞致力于用人工智能解决社会发展中的重大命题，随着科大讯飞各赛道示范验证持续显现，已经在教育、医疗、智慧城市、企业数智化转型等重点赛道构建起可持续发展的“战略根据地”，并在 AI 学习机、智能办公本、智能录音笔、翻译机、智能助听器等 C 端智能硬件产品上形成了领先的品牌和可持续流水型收入；鸿合科技是一家研发设计智能交互显示产品及智能视听的高新技术企业，一直专注于多媒体电子产品文字、图像、音频、视频等信息交流和处理技术的研发与应用；亿联网络现有产品线从面向桌面办公场景的桌面通信终端到面向会议室办公场景的会议产品再到面向个人办公场景的云办公终端。我们以 PE 进行估值，以 2023 年 12 月 12 日收盘价来看，公司 2023-2025 年对应的 PE 分别为 21.1 倍、17.0 倍、13.9 倍，可比公司 PE 均值分别为 53.1 倍、35.5 倍、24.8 倍，考虑到公司积极布局 AI 领域，下游场景和海外市场持续拓展，首次覆盖，给予买入-A 建议。

表 2: 可比公司估值 (亿元)

公司	市值 (亿)	归母净利润 (亿)			PE		
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
科大讯飞	1,146	9.4	14.8	22.5	121.7	77.2	51.1
鸿合科技	78	4.0	5.6	7.2	19.7	14.1	10.9
亿联网络	386	21.4	25.7	30.9	18.1	15.0	12.5
均值					53.1	35.5	24.8
视源股份	322	15.3	19.0	23.1	21.1	17.0	13.9

资料来源: Wind 一致预期, 视源股份盈利预测来自华金证券研究所, 注: 股价为 2023 年 12 月 12 日收盘价

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	8424	15436	16252	18577	20043	营业收入	21226	20990	21052	24258	27272
现金	4998	4742	5068	7165	8185	营业成本	15839	15183	15412	17671	19794
应收票据及应收账款	175	248	176	313	237	营业税金及附加	80	107	105	109	109
预付账款	22	50	22	62	33	营业费用	1370	1389	1474	1601	1773
存货	2383	1857	2447	2488	3039	管理费用	978	988	1158	1237	1364
其他流动资产	846	8538	8538	8550	8549	研发费用	1163	1281	1368	1480	1636
非流动资产	7083	4713	4654	4874	5058	财务费用	-51	-115	-173	-38	-82
长期投资	113	166	227	292	360	资产减值损失	-292	-190	-211	-243	-273
固定资产	1591	1830	1868	2092	2266	公允价值变动收益	14	36	9	9	17
无形资产	381	396	426	447	461	投资净收益	203	224	159	112	116
其他非流动资产	4998	2321	2133	2044	1971	营业利润	1831	2326	1665	2076	2537
资产总计	15508	20148	20906	23451	25101	营业外收入	49	22	36	36	36
流动负债	6394	7385	7373	8655	8667	营业外支出	22	22	18	19	20
短期借款	1076	1967	1967	1967	1967	利润总额	1858	2326	1684	2093	2553
应付票据及应付账款	2989	2880	3078	3754	3898	所得税	154	205	146	175	218
其他流动负债	2329	2537	2328	2934	2801	税后利润	1703	2121	1538	1917	2335
非流动负债	583	593	561	556	537	少数股东损益	5	48	12	19	25
长期借款	200	100	68	63	44	归属母公司净利润	1699	2072	1526	1898	2310
其他非流动负债	383	493	493	493	493	EBITDA	1967	2497	1841	2224	2669
负债合计	6978	7978	7933	9210	9205	主要财务比率					
少数股东权益	174	229	241	260	285	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
股本	667	701	701	701	701	成长能力					
资本公积	1835	4010	4010	4010	4010	营业收入(%)	23.9	-1.1	0.3	15.2	12.4
留存收益	5863	7335	8348	9594	11112	营业利润(%)	-10.8	27.1	-28.4	24.7	22.2
归属母公司股东权益	8356	11941	12731	13981	15611	归属于母公司净利润(%)	-10.7	22.0	-26.4	24.4	21.7
负债和股东权益	15508	20148	20906	23451	25101	获利能力					
						毛利率(%)	25.4	27.7	26.8	27.2	27.4
						净利率(%)	8.0	9.9	7.2	7.8	8.5
						ROE(%)	20.0	17.4	11.9	13.5	14.7
						ROIC(%)	16.8	14.8	10.2	11.5	12.6
						偿债能力					
						资产负债率(%)	45.0	39.6	37.9	39.3	36.7
						流动比率	1.3	2.1	2.2	2.1	2.3
						速动比率	0.8	0.8	0.8	1.0	1.1
						营运能力					
						总资产周转率	1.5	1.2	1.0	1.1	1.1
						应收账款周转率	123.6	99.2	99.2	99.2	99.2
						应付账款周转率	5.8	5.2	5.2	5.2	5.2
						估值比率					
						P/E	18.9	15.5	21.1	17.0	13.9
						P/B	3.9	2.7	2.5	2.3	2.1
						EV/EBITDA	14.6	11.7	15.6	12.0	9.6

现金流量表(百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2702	2366	984	3002	1911
净利润	1703	2121	1538	1917	2335
折旧摊销	181	188	183	194	225
财务费用	-51	-115	-173	-38	-82
投资损失	-203	-224	-159	-112	-116
营运资金变动	593	32	-395	1050	-435
其他经营现金流	479	365	-9	-9	-17
投资活动现金流	-1302	-4878	45	-294	-276
筹资活动现金流	89	2126	-702	-612	-615

每股指标(元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
每股收益(最新摊薄)	2.42	2.96	2.18	2.71	3.29
每股经营现金流(最新摊薄)	3.85	3.37	1.40	4.28	2.72
每股净资产(最新摊薄)	11.92	17.03	18.15	19.94	22.26

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

孙远峰、王臣复声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn