

视源股份(002841)

消费电子/电子

发布时间：2023-12-31

证券研究报告 / 公司深度报告

智能交互平板翘楚，出海+AI 交互再谱王者版图

买入

首次覆盖

报告摘要：

公司由显示主控板卡业务起步，目前已在教育与会议智能交互平板领域占据优势地位，并积极开拓国际市场与学习机等智能终端业务。公司采取轻资产运营模式，自主研发，外协制造，账款库存控制能力强，规模效应与渠道资源优势显著。

拓展海外市场，交互智能平板市场广阔。全球电视销售量近年来保持稳定，公司显示主控板卡约占全球 1/3 市场份额，年收入稳定在 70 亿元上下。国内教育交互平板市场渗透率已较高，在出生人口稳定的情况下，市场以更新迭代为主，公司希沃品牌占据近半市场份额。智能会议平板市场空间较大，2022 年全国企业主体约有 5200 万家，而近年会议平板年销量均不足 50 万台，公司 MAXHUB 品牌占据约 30% 市场份额，未来仍有较大市场空间。海外 2022 年教育市场交互智能平板出货量为 125.7 万台，据早前统计渗透率尚不足 20%。2022 年海外会议市场交互智能平板的出货量为 28.4 万台，渗透率同样远低于国内市场。公司积极开拓海外市场，加强海外自有品牌建设，增加海外营销人员。公司在国内多年竞争中已具备较强的先发优势、技术优势、规模效应与成本优势，有望伴随海外市场的渗透率提升而快速成长。

AIGC 交互落地重要形式，传统教学会议迎创新。在 AIGC 引领的新一轮交互变革浪潮下，公司利用在教育领域多年经验数据的积累，推出希沃教学大模型，赋能高效教辅，大幅解放和提高了教师在多教学场景的生产力。公司利用 AI 大模型重塑智能交互平板，在教育垂类领域的长期积累可形成数据护城河，增强用户粘性的同时不断提升大模型竞争力，带动软硬件营收的附加值。

预计公司 2023-2025 年总营收分别为 218.41、254.59、291.25 亿元，增速分别为 4.05%、16.57%、14.40%，归母净利润分别为 17.46、22.74、27.94 亿元。

首次覆盖，给予“买入”评级。基于行业可比公司以及 PEG 的双重分析，给予视源股份未来 6 个月 26 倍 PE，计算得目标市值为 454 亿元。

风险提示：行业竞争加剧，海外市场开拓不及预期，盈利与估值判断不及预期。

财务摘要 (百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	21,226	20,990	21,841	25,459	29,125
(+/-)%	23.91%	-1.11%	4.05%	16.57%	14.40%
归属母公司净利润	1,699	2,072	1,746	2,274	2,794
(+/-)%	-10.65%	21.98%	-15.74%	30.25%	22.83%
每股收益 (元)	2.61	3.05	2.49	3.24	3.98
市盈率	31.19	19.36	18.38	14.11	11.49
市净率	6.49	3.47	2.47	2.10	1.77
净资产收益率 (%)	21.84%	20.86%	13.42%	14.87%	15.45%
股息收益率 (%)	1.97%	2.29%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本 (百万股)	667	701	701	701	701

股票数据

2023/12/29

6 个月目标价 (元)	64.75
收盘价 (元)	45.76
12 个月股价区间 (元)	41.42~83.71
总市值 (百万元)	32,088.70
总股本 (百万股)	701
A 股 (百万股)	701
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	3

历史收益率曲线



相关报告

- 《源杰科技 (688498)：国产光芯片领军者，开启光子星辰大海》
--20231115
- 《龙芯中科：国产 CPU 引领者，自主建设 CPU 生态第三极》
--20231115
- 《江波龙 (301308)：存储产品深耕多年，横纵向延伸打造一体化优势》
--20230115

证券分析师：李玖

执业证书编号：S0550522030001
17796350403 lijul@nesc.cn

证券分析师：武芃睿

执业证书编号：S0550522110001
021-61002910 wupr@nesc.cn

目 录

1.	转变业务布局方向，引领交互智能平板市场	4
1.1.	三大业务板块，引领国内外市场	4
1.2.	优化业务结构，收入指标优秀	6
2.	需求端：拓展海外市场，交互智能平板市场广阔	9
2.1.	产业链分工明确，市场需求趋于稳定	9
2.2.	教育市场渗透率高，寻找新应用新市场突破口	11
2.3.	会议市场空间较大，数字化办公趋势已定	13
2.4.	海外市场空间广阔，顺应形势抢占市场	15
3.	供给端：供应链管理良好，行业龙头地位稳固	18
3.1.	产业链结构协调，管理优势明显	18
3.2.	多方面优于鸿合，龙头地位稳固	18
3.3.	聚焦研发创新，布局前沿科技	21
4.	增长逻辑：AIGC 交互落地重要形式，传统教学会议迎创新	23
4.1.	国内技术应用领先，开拓海外市场	23
4.2.	进军学习机业务，差异化竞争占据市场	23
4.3.	AI 赋能交互平板，多场景布局	24
5.	盈利预测与估值	26
5.1.	盈利预测	26
5.2.	估值分析	26
6.	风险提示	27

图表目录

图 1:	视源股份发展历程	4
图 2:	液晶显示主控板卡主要产品	4
图 3:	希沃交互智能平板产品体系	5
图 4:	MAXHUB 会议平板产品体系	6
图 5:	2018-2022 年营业总收入及毛利率	7
图 6:	2018-2022 年营业收入构成变化 (万元)	7
图 7:	主营业务毛利率	7
图 8:	2022 年营业收入构成	7
图 9:	国内外营业收入 (万元) 及毛利率 (%)	8
图 10:	全球电视机出货量 (万台)	9
图 11:	液晶显示主控板卡: 销量、生产量、库存量	10
图 12:	占全球液晶电视主控板卡出货量比例	10
图 13:	液晶显示主控板卡产业链	10
图 14:	交互智能平板: 销量、生产量、库存量	11
图 15:	测算平均单价	12
图 16:	希沃在中国大陆教育 IFPD 市场市占率	13
图 17:	2016—2022 年中国企业规模及增速 (%)	14
图 18:	MAXHUB 在中国大陆会议市场销量市占率	14
图 19:	2020 年中国与全球教育交互平板市场渗透率 (%)	15
图 20:	2021—2027E 海外教育市场交互智能平板出货量预测	16
图 21:	2021—2027E 海外会议市场交互智能平板出货量预测	16
图 22:	交互智能平板产业链	18

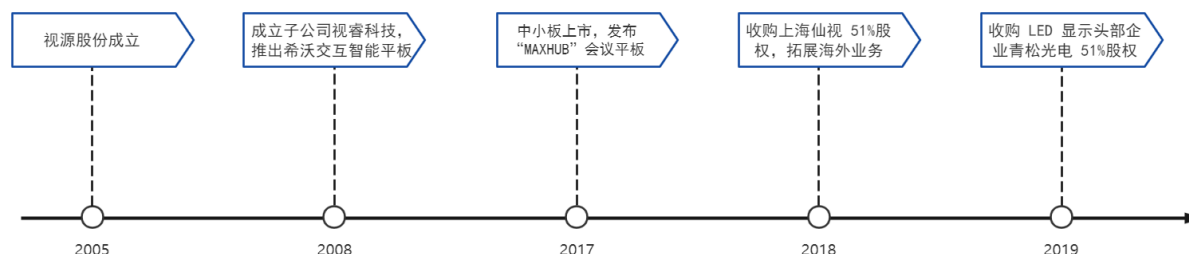
图 23: 希沃交互智能平板产品	19
图 24: 鸿合交互智能平板产品	19
图 25: 希沃 65 寸产品参数	20
图 26: 鸿合 65 寸产品参数	20
图 27: 希沃交互智能平板售后	20
图 28: 鸿合交互智能平板售后	20
图 29: 2020 年天猫学习机市场份额 (%)	23
图 30: 希沃学习机护眼认证	24
图 31: 希沃学习机产品	24
表 1: 视源股份交互智能平板海外市场	16
表 2: 海外教育信息化政策	17
表 3: 视源 VS 鸿合——经营方式对比	18
表 4: 视源 VS 鸿合——销量对比	21
表 5: 视源 VS 鸿合——研发对比	21

1. 转变业务布局方向，引领交互智能平板市场

1.1. 三大业务板块，引领国内外市场

积极寻找发展机遇，第二曲线成长壮大。广州视源电子科技有限公司成立于2005年，主营液晶显示主控板卡；2008年子公司视睿科技成立，并推出首个自主品牌“希沃”，即希沃交互智能平板，切入以教育信息化为方向的下游整机行业；2017年在深圳证券交易所中小板上市，发布“MAXHUB”会议平板产品；2018年公司收购上海仙视51%股权，同时拓展海外业务，成立印度子公司；2019年，公司收购LED显示头部企业青松光电51%股权。目前，公司的主营业务为液晶显示主控板卡和交互智能平板等显控产品的设计、研发与销售。

图 1：视源股份发展历程



数据来源：公司年报，东北证券

液晶显示主控板卡稳定发展，稳占全球市场。液晶显示主控板卡目前主要应用于TCL、LG、海信、创维、松下、长虹等电视机品牌。主控板卡主要承载液晶显示产品信号处理、显示驱动、核心应用等重要功能。近年来，全球液晶电视需求整体稳定，公司自创立该业务以来，立足于研发创新、精益化管理和品质管控，产品获国内外主要电视厂商的认可，公司液晶显示主控板卡销量在2020年—2022年分别为7564.33万片/7395.39万片/7533.55万片，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%。

图 2：液晶显示主控板卡主要产品



数据来源：公司官网，东北证券

聚焦教育信息化行业，推出希沃系列产品。视源股份于2009年推出希沃交互智能平板，产品将取代原有传统的黑板粉笔、电子白板、投影仪等，成为一体化的智能产品体系。同时，希沃以交互智能平板为基点，结合实际教学场景，开发设计出教学场景数字化、教学过程数字化、教育治理数字化及教师发展数字化等一系列产品

和服务，为学校、老师、学生提供智能交互全套服务。

图 3：希沃交互智能平板产品体系



数据来源：公司年报，东北证券

得益于国家政策贯彻落实，凭借优势抢占市场份额。随着《教育信息化十年发展规划(2011-2020年)》等国家政策的推广和实施，希沃平板作为国内互动智能平板的先行者，越来越多学校在课堂上配备了互动智能平板，全国各地学校的采购需求迅速增加，占领市场份额。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。根据迪显咨询《2022Q4全球IFPD市场研究报告》统计，2022年中国教育IFPD整体出货量下滑25.9%。公司教育业务2022年实现营业收入607,303.73万元，同比下降11.24%，但希沃凭借在硬件产品、销售渠道、以及教师发展服务等方面拥有的综合竞争优势，在市场下行的形势下，继续位居行业领先地位。2022年希沃教育市场品牌份额占中国教育IFPD市场总销量的48.2%，位居行业第一。

进军企业服务行业，扩大产品市场需求。2017年，视源股份对智能交互平板的使用场景进行延伸，打造MAXHUB系列产品，进军企业服务市场。企业服务市场主要包括视频通讯、协同办公、数字化营销服务、ERP、财税服务、信息安全等。MAXHUB聚焦于前三大领域，即智慧协同领域，助力企业数字化转型。MAXHUB会议平板产品体系以智能会议平板为核心，配套云办公终端、视频会议、个人协作终端、客户端等多终端产品和应用，具有高清显示、触摸手写、无线传屏等功能，满足不同规模企业差异化需求，全面提升会议和办公效率。

图 4：MAXHUB 会议平板产品体系



数据来源：公司年报，东北证券

凭借高质量产品与服务，迅速占领国内市场。根据迪显咨询《2022Q4 全球 IFPD 市场研究报告》统计，2022 年中国 IFPD 会议市场整体出货量下滑 13.9%。公司企业服务业务 2022 年实现营业收入 158,747.09 万元，同比下降 8.84%，MAXHUB 凭借高质量的产品和服务，在 2022 年交互智能平板中国会议市场销量市占率提升至 27.9%，成功应用于上汽集团、东风日产、网易、阿里巴巴、东方航空等知名企业，连续 6 年稳居中国大陆会议市场交互智能平板排名首位。

面向世界，迎接挑战拓宽海外市场。海外市场根据迪显咨询《2022Q4 全球 IFPD 市场研究报告》，2022 年海外教育市场交互智能平板的出货量为 125.7 万台，增速为 20%，未来 5 年海外教育市场交互智能平板的预估复合增长率为 11%。2022 年，受俄乌战争、通货膨胀、欧美央行连续大幅加息等影响，公司海外业务面临了严峻的挑战。2022 年，公司实现交互智能平板等终端产品在海外市场的营业收入 378,078.06 万元，同比下降 6.08%。

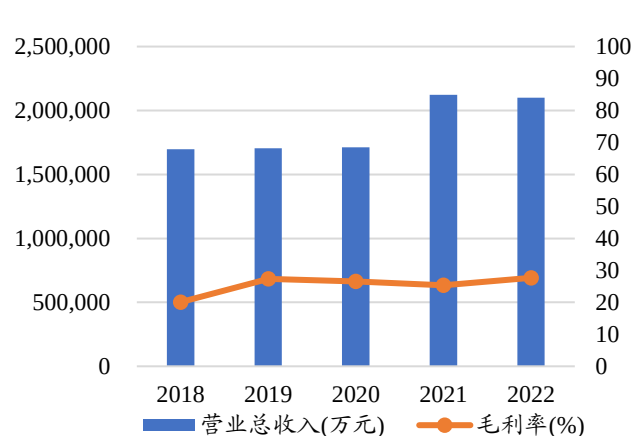
1.2. 优化业务结构，收入指标优秀

营业总收入稳中有升，毛利率较为稳定。根据公司披露的年报信息，2018 年—2022 年，营业总收入呈稳中有升的趋势，从 2018 年的 169.84 亿元增至 2022 年的 209.90 亿元。2018—2022 年间毛利率稳定在 20%—30%之间，其中，2021 年毛利率稍有下降，其原因主要是公司主要原材料液晶显示面板及芯片价格数据供应紧缺、涨价明显，导致采购成本上升及公司为迅速扩大海外市场份额，2021 年上半年，在液晶面板成本大幅上升的情况下，公司延迟调整客户端整机销售价格。

收入结构转变，传统业务比例下降，交互智能平板比例上升。视源股份 2018—2022 年营业收入构成发生变化，传统的板卡业务营收比例持续缩小，对应交互智能平板占比不断上升，在 2018、2019 年液晶显示主控板卡占营业收入最大构成部分，到 2020、2021、2022 年则是交互智能平板贡献最大营业收入。交互智能平板毛利率较高，2018—2022 年间保持在 30%—40%之间，其次是其他主营业务，液晶显示主控

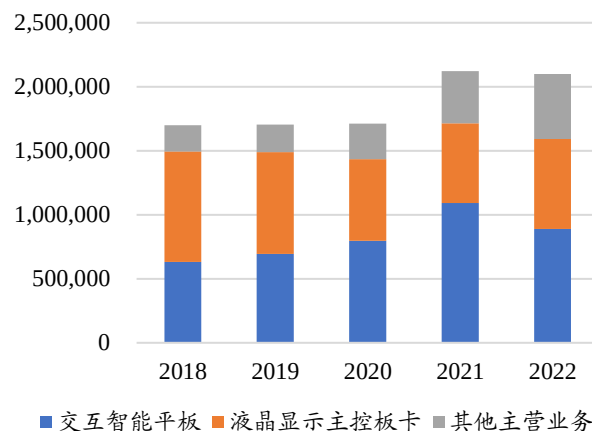
板卡较低，低于 20%。在 2022 年营业收入构成中，交互智能平板占 42.40%，液晶显示主控板卡占 33.44%，其他业务占 24.16%。

图 5：2018-2022 年营业总收入及毛利率



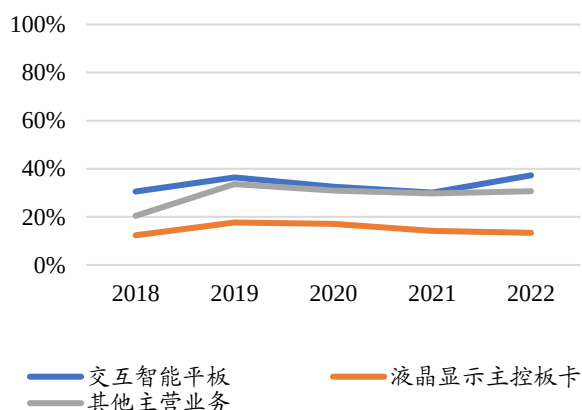
数据来源：Wind，东北证券

图 6：2018-2022 年营业收入构成变化（万元）



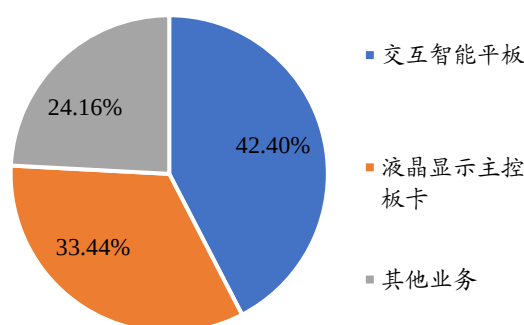
数据来源：Wind，东北证券

图 7：主营业务毛利率



数据来源：Wind，东北证券

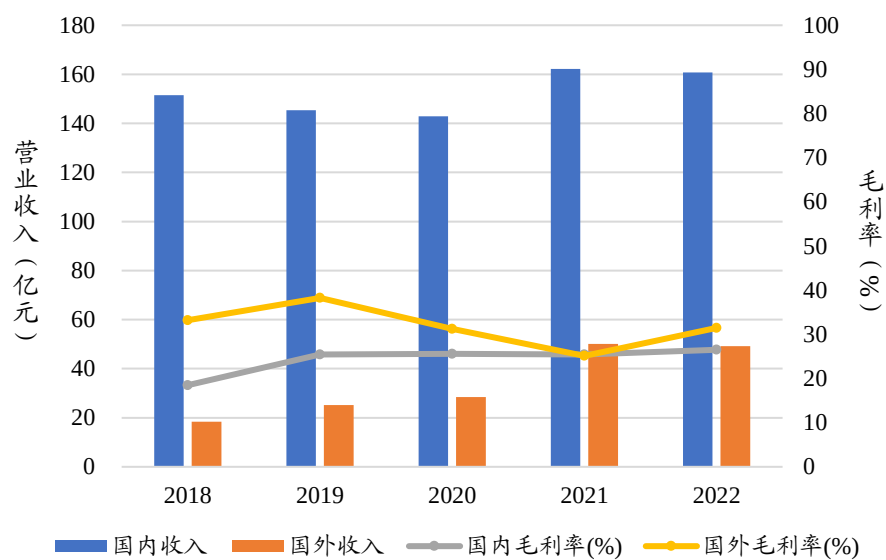
图 8：2022 年营业收入构成



数据来源：Wind，东北证券

海外营业收入增长势头良好。分国内国外来看，2018—2022 年国内营业收入小幅度波动且均保持在 140 亿元以上；除 2018 年国内毛利率 18.48%以外，2019—2022 年毛利率平稳保持在 25%左右。2018—2022 年国外收入增长显著，从 2018 年 18.32 亿元增长至 2022 年 49.14 亿元，5 年毛利率分别为 33.19%、38.25%、31.22%、25.12%、31.48%，其中 2019 年国外收入同比增幅较大的原因主要为海外市场需求增加以及公司加大海外市场拓展力度所致，2021 国外收入成本同比增加，主要为公司通过持续为海外客户提供有技术优势的产品和解决方案，销售规模扩大所致。2022 年，报告期内，受俄乌战争、通货膨胀、欧美央行连续大幅加息等影响，公司海外业务面临了严峻的挑战。

图 9：国内外营业收入（亿元）及毛利率（%）



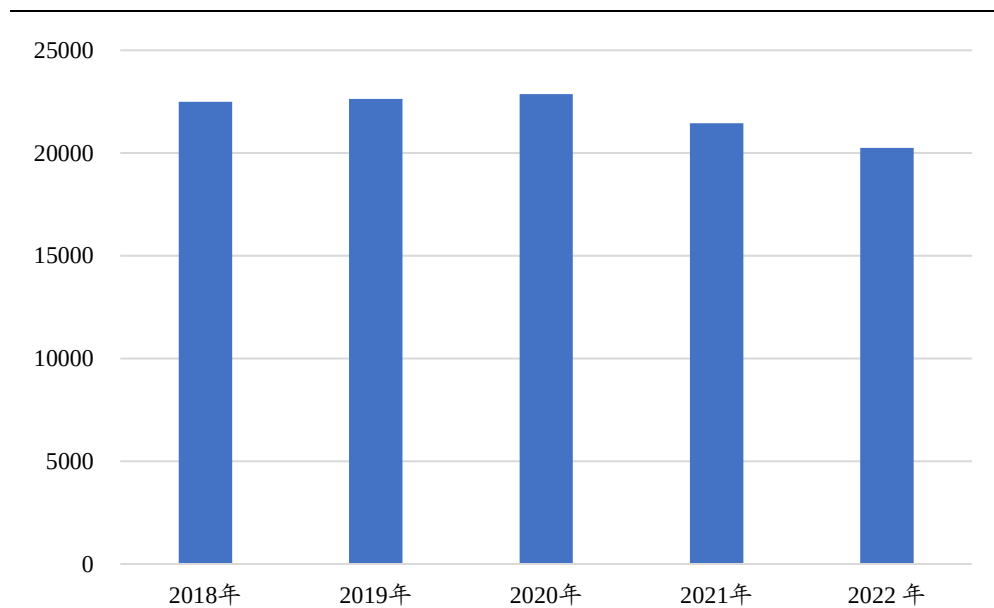
数据来源：公司年报，东北证券

2. 需求端：拓展海外市场，交互智能平板市场广阔

2.1. 产业链分工明确，市场需求趋于稳定

多因素影响，电视机消费市场小幅波动。近年来，全球液晶电视需求整体趋于稳定，依据奥维云网数据统计，2018-2022 年全球电视年出货量总体在 2.10 亿台至 2.30 亿台区间小幅波动，市场需求整体保持稳定态势。2020 年，受新冠疫情影响，全球电视机市场出现较大变化，国内市场持续低迷，海外市场受消费券经济刺激影响取得增长；2021 年，受新冠疫情持续反复、原材料价格大幅波动、消费需求疲软等因素影响，全球电视机市场出现较大变化；2022 年，全球电视机消费市场需求有所收缩。

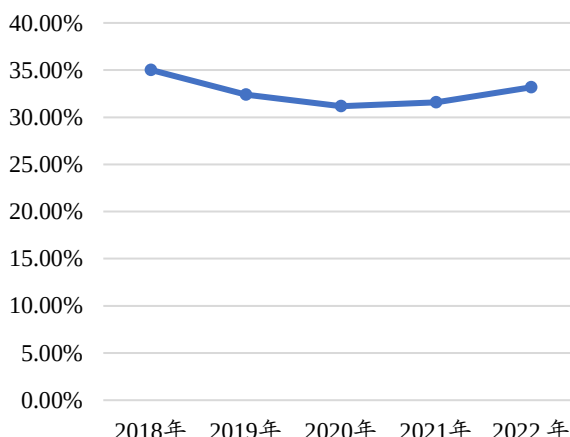
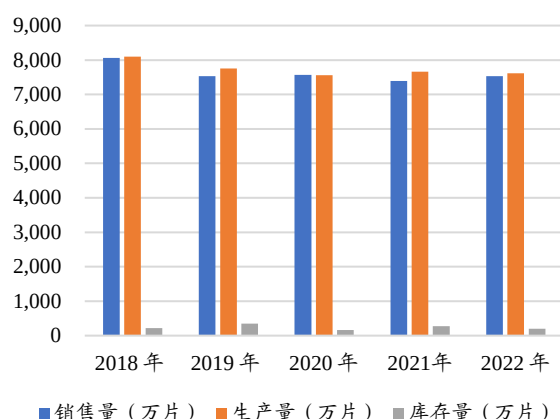
图 10：全球电视机出货量(万台)



数据来源：公司年报，东北证券

液晶显示主控板卡销量小幅下滑。视源股份液晶显示主控板卡在 2018 年—2022 年的销量分别为 8056.95 万片、7527.09 万片、7564.33 万片、7395.39 万片、7533.55 万片，分别占各期全球液晶电视主控板卡出货量的比例为 35.02%、32.41%、31.17%、31.57%、33.19%。库存量 2020 年相比 2019 年有明显下降，主要为上年年前备货及公司加强存货周转管理所致。

图 11：液晶显示主控板卡：销量、生产量、库存量 图 12：占全球液晶电视主控板卡出货量比例

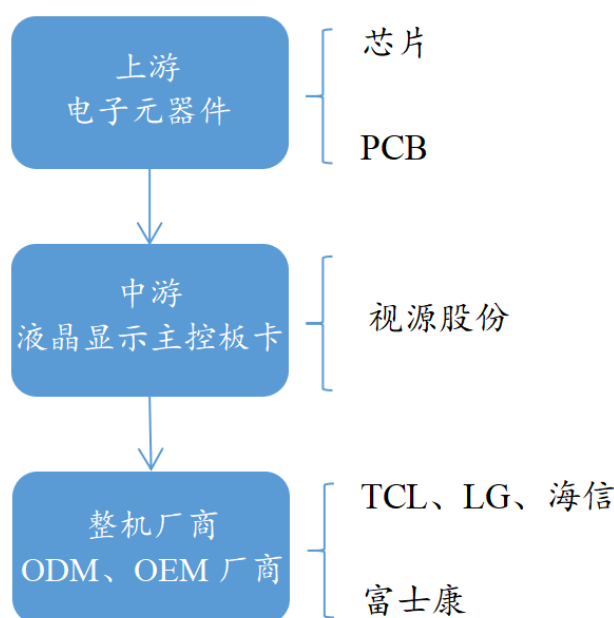


数据来源：公司年报，东北证券

数据来源：公司年报，东北证券

产业链分工明确，供求较为稳定。液晶显示主控板卡的上游是电子元器件的生产制造产业，如芯片、PCB 等，下游客户主要包括 TCL、LG、海信、长虹、康佳等电视品牌以及 ODM、OEM 厂商。当前市面上生产液晶显示主控板卡的企业主要有三类，一是以三星、LG 等为代表的液晶显示整机产品品牌企业，二是以富士康为代表的为品牌厂商提供设计、生产服务的 OEM/ODM 厂商，三是以视源股份为代表的为一二类企业提供研发设计和生产服务的供应商，对于第三类企业研发、创新能力要求较高。为降低生产成本，近年来一二类企业加大从第三类供应商的采购力度和比例，因此其份额得以逐渐增加。

图 13：液晶显示主控板卡产业链



数据来源：公司年报，东北证券

渗透率已较高，行业增长空间有限。公司自该业务创立以来，立足于研发创新、精益化管理和品质管控，提供的液晶电视主控板卡获得了国内外主要电视品牌厂商的认可，连续多年位居全球液晶电视主控板卡行业领先地位。依据奥维云网数据统计，2018-2022 年全球电视年出货量稳定在 2.10 亿台至 2.30 亿台区间。液晶显示主控

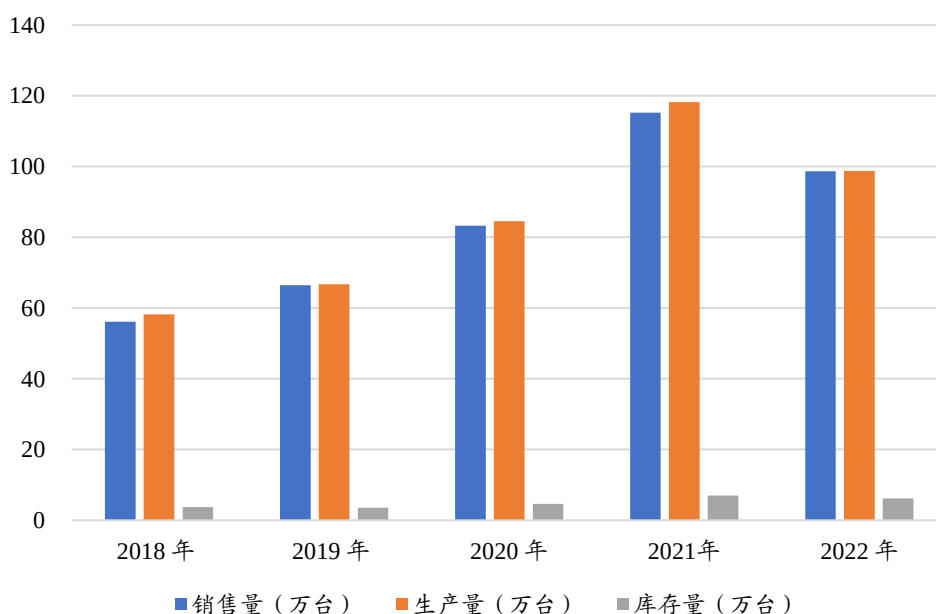
板卡业务的增量主要得益于全球电视出货的增长，从行业容量及渗透率来看，行业增长空间有限。

2.2. 教育市场渗透率高，寻找新应用新市场突破口

交互智能平板应用场景广泛。随着科技的进步，尤其是语音交互、远程连线、智能触控、人脸识别、物联网人机交互等技术的发展，显示行业逐步迈向智能化。智能交互显示产品作为电子信息传递终端设备，其智能化发展有助于为客户提供更为高效便捷的智能服务，主要应用于教育、会议、医疗等领域。

2022 年交互智能平板销量有所下滑。视源股份交互智能平板产品销售量及生产量同步变化，2021 年相比 2020 年公司交互智能平板的销售量和生产量增加幅度较大主要为销售规模增长所致，库存量增加主要为公司根据客户需求情况，结合半导体供应持续紧张、新冠疫情的不确定性、2022 年春节等因素策略性备货所致。

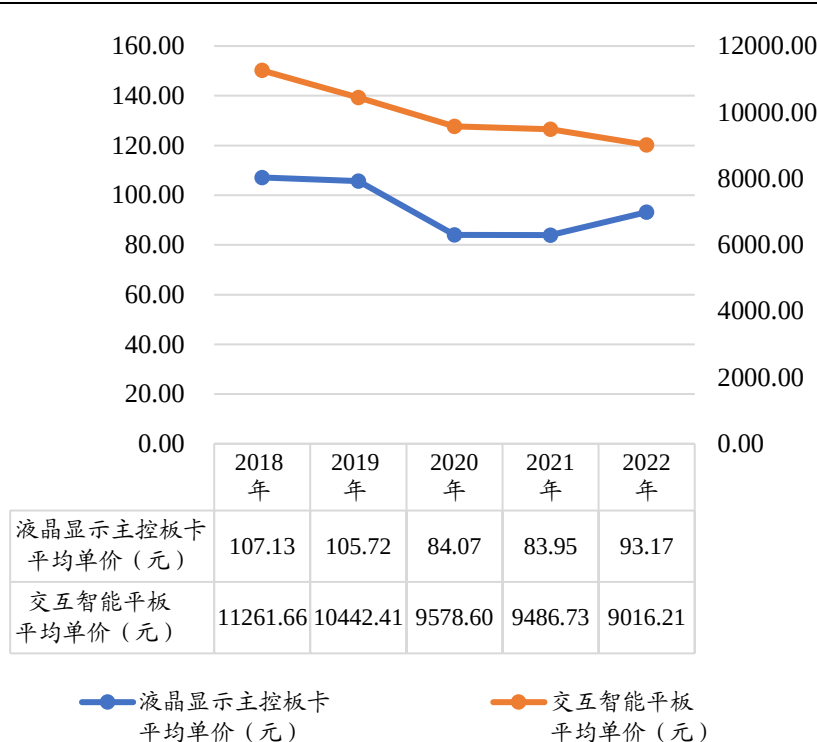
图 14：交互智能平板：销量、生产量、库存量



数据来源：公司年报，东北证券

平均单价整体呈下降趋势，撬开更大市场。利用视源股份液晶显示主控板卡逐年营业收入及销售数量测算平均单价，可以发现液晶显示主控板卡的平均单价从 2018 年的 107.13 元逐年下降至 2021 年的 83.95 元，2022 年均价回升到 93.17 元。利用交互智能平板逐年营业总收入及销售数量测算平均单价，可以发现交互智能平板的平均单价呈逐年下降趋势，从 2018 年 11261.66 元降至 2022 年 9016.21 元。

图 15：测算平均单价

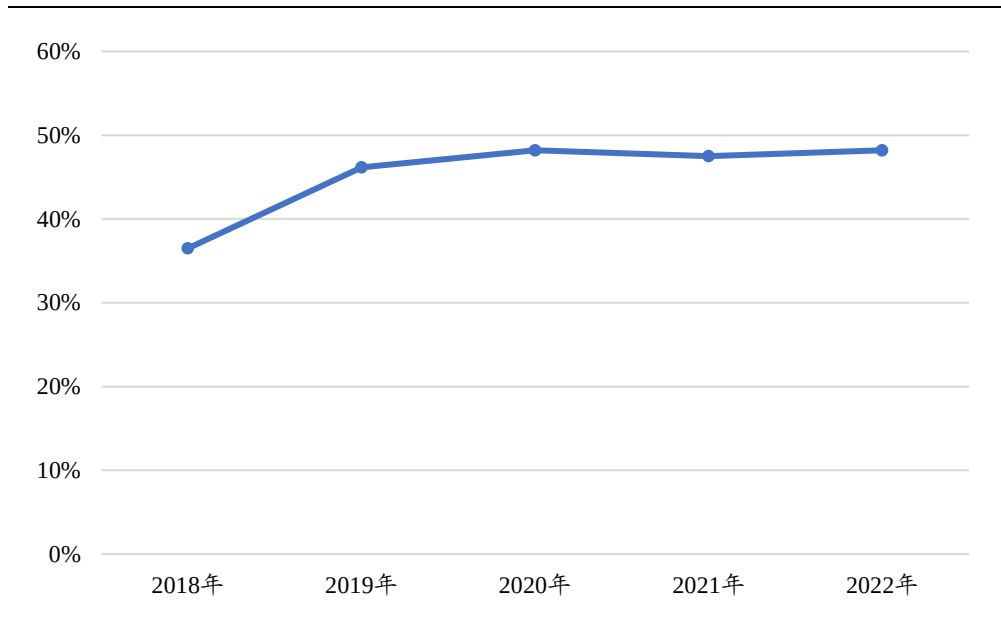


数据来源：公司年报，东北证券

国内教育平板市场趋于成熟，市场以更新迭代为主。根据迪显咨询数据统计，当前中国教育市场交互智能平板渗透率超过 70%，渗透率较高。希沃交互智能平板的使用寿命在 5 年左右，后续销量主要以产品更新迭代为主，市场空间有限。

渗透率高，招生人数下降，老市场容量有限。根据教育部文件《2022 年全国教育事业统计公报》数据显示，全国在园幼儿 4627.55 万人，中小学在校生 1.59 亿人，普通高中在校生 2713.87 万人，中等职业学校在校生 1339.29 万人，总计 2.5 亿人左右。按照 50 人/间教室计算，约有 500 万间教室左右，再加上培训机构、高校教室，整体容量在 800 万间教室左右。根据视源股份年报统计，2014-2022 年累计出货交互平板 500 万台左右，结合交互智能平板的使用寿命在 5 年左右，市场渗透率已较高。据数据显示，2022 年幼儿园招生较 2021 年减少 177.66 万人，小学招生减少超 80 万人，初中招生增加 25.94 万人，普通高中招生增加 42.59 万人，可以看出，受生育率逐年下降影响，招生人数从幼儿园开始大幅减少，教育平板市场容量有限。

图 16：希沃在中国大陆教育 IFPD 市场市占率



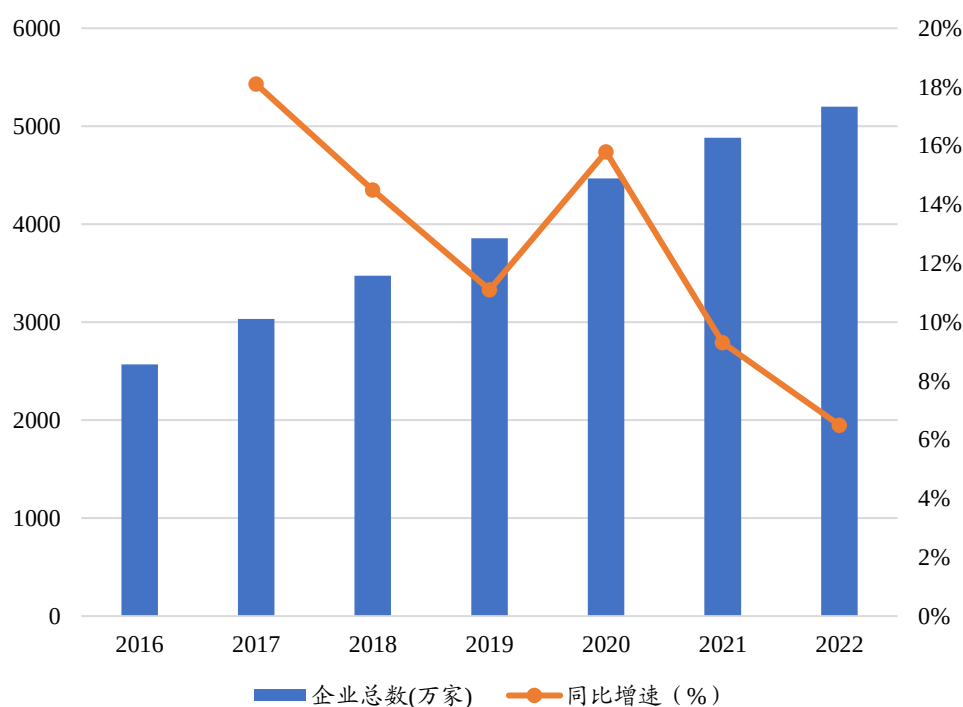
数据来源：迪显咨询，公司年报，东北证券

主要增长点在于 AI+教育信息化建设及更新迭代。当前教育信息化程度高，幼儿园、义务教育、高中教育市场接近饱和。未来教育行业交互智能平板出货量的提升主要依靠平板更新迭代及国家政策推动。2022 年下半年，国家陆续推出贴息贷款政策支持高校和职业教育院校的发展，短期内有助于高职教市场的采购需求；2023 年 5 月 29 日，教育部等十八部门联合印发《关于加强新时代中小学科学教育工作的意见》（以下简称《意见》），《意见》指出要利用人工智能、虚拟现实等技术手段改进加强实验教学，AI 在教育领域的广泛应用可以帮助学校在学生在学习、教师教学、学校管理等方面提升效率，AI+教育市场规模持续提升。希沃交互智能平板应把握时机，进一步提升自身市场占有率，保持教育市场稳中有进的趋势。

2.3. 会议市场空间较大，数字化办公趋势已定

企业规模逐步扩大。据工信部数据显示，2016—2022 年中国企业规模逐年稳步增长，自 2016 年企业总数 2569 万家增长至 2022 年 5200 万家，尽管增速减缓，但总量仍保持相对稳定增长态势，企业服务市场空间巨大。

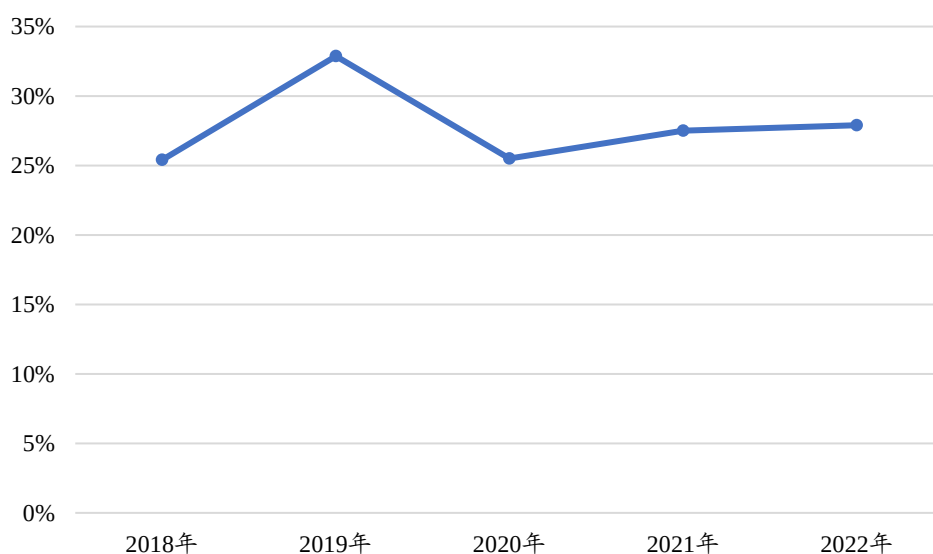
图 17：2016—2022 年中国企业规模及增速（%）



数据来源：工信部，公司年报，东北证券

市占率高，市场格局未定。截至 2022 年报告期末，超过 80% 中国 500 强企业使用 MAXHUB 产品，MAXHUB 中国大陆会议平板市场市占率保持在 25%—35% 之间，连续 6 年位列中国会议交互智能平板市场份额第一，会议类交互智能平板还有巨大的发展空间。据 DISCIEN 研究报告显示，全球会议平板市场出货量稳定增长，预计 2026 年，全球会议平板出货量达 217.2 万台。会议市场尚处于起步阶段，空间较大，市场格局未定。

图 18：MAXHUB 在中国大陆会议市场销量市占率

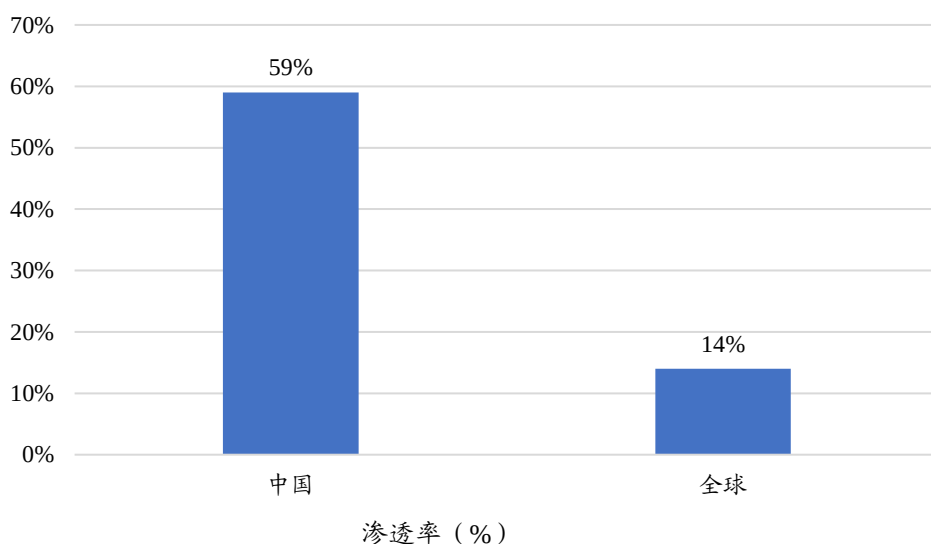


数据来源：迪显咨询，公司年报，东北证券

2.4. 海外市场空间广阔，顺应形势抢占市场

国内整体平稳，海外渗透率低。依据迪显咨询报告显示，截至 2020 年底，教育市场交互智能平板在中国的渗透率为 59%，而在全全球的渗透率仅为 14%。依据电子行业 DISCIEN 研究报告显示，全球教育市场智能交互平板出货量稳步增长，预计 2026 年，全球出货量将达到 376.9 万台。其中国内的增长态势趋于平稳，而海外市场有望出现高速增长。

图 19：2020 年中国与全球教育交互平板市场渗透率（%）



数据来源：迪显咨询，公司年报，东北证券

海外教育信息化起步较晚，海外市场广阔。国内教育信息化起步较早，交互智能平板的渗透率位于世界前列，而海外市场起步较晚。近年来，欧美国家逐步完善教育信息化建设，对交互智能平板的需求持续上升。据迪显咨询《2022Q4 全球 IFPD 市场研究报告》，2022 年海外教育市场交互智能平板出货量为 125.7 万台，增速 20%，未来 5 年海外教育市场交互智能平板的预估复合增长率为 11%，未来海外市场对交互智能平板需求潜力巨大，海外教育交互平板市场空间广阔。

海外会议市场应用广泛，潜力巨大。MAXHUB 主要应用于会议室场景，目前已出口至 80 多个国家，与超过 100 个品牌客户形成稳定合作。对于海外企业服务市场，特别是欧美企业，存在远程办公习惯与需求，因此交互智能平板在会议中使用广泛。2022 年海外会议市场交互智能平板的出货量为 28.4 万台，未来 5 年海外会议市场交互智能平板的预估复合增长率为 18%。当前海外会议市场交互智能平板渗透率较低，空间广阔。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/547112102152006024>