

视源股份

002841.SZ | 消费者服务 | AI赋能教育与办公

我们认为视源股份属于成长型投资机会，当前处于战略投入验证期。市场定价已反映对其AI落地与海外扩张的远期预期，且从分部估值（SOTP约203-236亿）与可比公司视角看，市值或存在多维参照系支撑。公司正经历现金流质量恶化与毛利率承压的阵痛，需跟踪经营现金流/净利润改善及AI订阅收入放量等关键节点。仅供参考，不构成投资建议。

报告日期

2026-06-14

前收盘价

¥33.95

前收盘市值

¥236.3亿

所属行业

消费者服务

经营概况

视源股份经营分析

公司以交互显示和人工智能为核心，通过智能终端（教育/会议交互智能平板、音视频设备等）和智能控制部件（液晶主控板卡、家电控制器等）的研发销售实现营收和利润。业绩增长中，行业红利贡献-629.7%，自身独特优势贡献-32.6%。自身独特优势指公司毛利率低于行业平均的幅度，此处为32.6个百分点。整体看，公司盈利能力严重依赖行业外部环境，自身造血能力弱于行业。

产品竞争力

教育交互智能平板（希沃）

核心优势：连续14年国内教育IFPD出货量份额49.8%（迪显2025），"硬件+软件+服务"全链条闭环：护眼屏（莱茵TÜV认证）、自研希沃教学大模型（2200亿token训练）支持课堂智能反馈，渠道覆盖超300万间教室、20万所学校、1000万教师用户。

竞争优势：相比鸿合科技，希沃的软件生态（白板累计课件17亿份）和教师培训体系（年培训100万教师）构筑显著粘性；相比华为IdeaHub教育版，华为AI能力更强但缺乏对国内教育场景的深度适配与下沉渠道。

不足：硬件毛利率偏低（智能终端约25%），受政府采购预算约束，价格竞争加剧。

会议交互智能平板（MAXHUB）

核心优势：连续9年国内会议IFPD销量份额27.3%，生态兼容（通过MTR认证，与微软Teams、腾讯会议等深度集成），产品线覆盖55-110英寸全尺寸，AI三摄/16麦阵列/低延迟书写等参数领先。

竞争优势：对比皓丽、海信会议平板，MAXHUB的软件能力（领效智会大模型、AI会记）和全球布局（10国子公司、29国本地化团队）形成差异化；对比华为IdeaHub，MAXHUB在Teams生态和价格灵活性上占优，但品牌溢价和AI深度不足。

未来焦点：竞争将从硬件转向AI服务与生态捆绑，视源具备先发优势。

液晶显示主控板卡

市场地位：全球份额33.1%（奥维云网2025），技术领先（行业首款三合一板卡）。

挑战：毛利率仅13.6%，受制于电视行业总量平稳、原材料涨价及客户压价。竞争对手如京东方、TCL旗下板卡业务拥有面板资源，对视源形成挤压。

商业模式

商业模式为"自有品牌（希沃/MAXHUB）+ODM"双轮驱动，利润来源以硬件销售为主，软件服务（订阅制）占比极低。护城河类型被评估为"无竞争优势"，虽实际拥有品牌、渠道、规模优势，但缺乏强定价权——毛利率仅20%（智能终端25%，智能控制13%），产业链定位偏中游，向上游面板、芯片采购成本受制，向下游客户（政府/企业/家电品牌）议价能力一般。产业链传导风险较低（脆弱性折扣为0），但估值时无需补偿。国内外同业对比：可比公司如鸿合科技（更聚焦教育）、海信视像（大屏显示）毛利率相近，但视源的软硬件协同和渠道广度更优；国际对标如Promethean（教育平板）、SMART Technologies，视源性价比更突出，但品牌认知有待提升。

持续盈利的关键因素

过去10年，教育交互平板受益于"教育信息化2.0"政策驱动，国内出货量从不到50万台增至约120万台，希沃市占率常年领先；但毛利率从2015年约30%降至目前约25%，主因竞争加剧和财政投入增速放缓。液晶主控板卡全球出货量稳定约2亿台，公司份额从20%提升至33%，但不增收不增利（毛利率从17%降至13.6%）。

影响未来盈利的三大关键因素：

1. AI落地兑现度

希沃教学大模型需实现从"工具"到"提效"的转化，当前AI备课激活用户超100万，但尚未形成强付费意愿。若无法提升客户ARPU，教育业务将陷入量价齐升瓶颈。

2. 海外扩张节奏

2025年海外教育+会议收入6.66亿元（+54.8%），但基数低且受关税（如美国）和政策不确定影响。能否在东南亚、中东复制国内模式是增量关键。

3. 现金流风险

经营现金流/净利润为-3.94，处于红牌状态，反映回款差或利润含金量低，叠加扣非净利润下降10%，短期盈利质量堪忧。安全空间方面，回归底线绝对值较小，距离回归底线较近，需谨慎。

主营业务与财务数据对比

主营业务与财务数据对比

年份	业务类别	收入规模 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
2025	智能控制部件	122.1	50	13.6
2025	智能终端及应用	115.9	48	25.5
2025	整体 (计算机通信电子)	243.5	100	20.0
2024	智能控制部件	102.7	46	14.7
2024	智能终端及应用	116.3	52	25.7
2024	整体 (计算机通信电子)	224.0	100	21.3

数据来源：公司年报及公告，经众问整理。部分毛利率为计算值。

小结

优势在品牌市占率与AI生态布局，关键风险是自身独特优势（毛利率低于行业均值）、现金流红牌及ODM业务下滑，行业前景受益于教育数字化转型和海外拓展，但短期需警惕盈利质量恶化。

注：以上分析中部分定量字段（如行业平均毛利率）为系统推导值，盲点已标注，判断置信度有限。

估值分析

视源股份估值分析

1. 影响估值的核心因素梳理

视源股份的估值逻辑围绕以下三大驱动力与两大风险展开：

核心驱动力：AI赋能与海外扩张

希沃教学大模型和MAXHUB的AI功能若能从"工具"转化为"提效"并催生付费意愿，将提升ARPU（每用户平均收入）和毛利率。同时，海外教育及会议市场（2025年收入6.66亿元，同比增长54.8%）是公司第二增长曲线的关键，其拓展速度和利润率将显著影响未来现金流。

核心风险：现金流质量恶化与竞争溢价缺失

经营现金流与净利润之比仅为0.58（黄牌），显示利润含金量低。公司毛利率（20.0%）远低于行业平均（52.6%），特有优势为负，表明在产业链中缺乏定价权，主要依靠"薄利多销"和资产高周转（6.0次）来换取ROIC（22.2%）。这种模式对份额扩张的依赖度极高，一旦增速放缓，财务指标将快速恶化。

价值锚点：股权激励设定的增长底线

2026-2028年的营收增长考核目标（以2025年为基数，分别增长16%、25%、35%），为中期增长设定了稳健且可实现的锚点，复合年增长率约10.5%，是DCF模型显性期增速的关键参考。

2. 公司本质与核心竞争优势深度剖析

核心产品

以"交互智能平板"为核心的硬件终端（教育希沃、会议MAXHUB），辅以液晶电视主控板卡与AI软件服务。

核心价值

为教育、会议场景提供"硬件+软件+服务"的数字化交互解决方案，旨在提升信息传递与协作效率。

商业模式

属于平台/生态型公司的初期阶段，但以硬件销售（占比极高）驱动，软件订阅占比极低。其本质是"自有品牌+ODM"的双轮驱动，利润来源当前仍以硬件销售差价为主。

竞争优势本质

公司拥有显著的市场份额（希沃IFPD份额49.8%，MAXHUB会议IFPD份额27.3%）、品牌认知度和广泛渠道（覆盖超300万间教室），形成了"渠道+生态粘性"的局部护城河。然而，其产业链中游的定位（受制于面板/芯片成本，受客户

压价) 导致其定价权薄弱, 财务层面体现为"无竞争优势"。这种"数量领先、质量平庸"的特征, 使其属于典型的 **高周转、低利润率的成长型公司**。

3. 核心业务线识别与市场空间、份额、利润质量分析

3.1 核心业务线识别:

智能终端及应用 (希沃+MAXHUB)

2025年收入115.9亿元, 占比47.6%, 毛利率25.5%。这是公司的核心成长业务, 处于**成熟增长期**, 面临渗透率饱和和价格竞争压力。

智能控制部件 (液晶主控板卡等)

2025年收入122.1亿元, 占比50.1%, 毛利率13.6%。该业务是公司的 **现金牛**, 处于 **成熟/停滞期**, 全球份额已高 (33.1%), 增长空间有限, 且面临成本压力和客户压价。

3.2 三维度分析 (以2030年为目标年):

市场空间

教育交互平板: 国内出货量已趋于饱和 (约120万台/年), 增长空间有限。未来驱动力为存量更新 (硬件周期约5-7年) 和软件/内容服务的渗透。海外市场 (特别是东南亚、中东) 空间广阔, 规模约是国内当前市场的3-4倍。券商预计, 全球教育IFPD市场至2030年CAGR约为8-12%, 但国内增速将低于全球。

会议交互平板: 国内渗透率仍较低 (约10%), 未来受益于企业数字化转型和混合办公趋势, 市场空间更大。券商预测2030年会议IFPD市场CAGR可达15-20%。

液晶主控板卡: 全球电视出货量稳定, 公司份额已高, 市场空间随行业波动, 预计CAGR约0-2%。

份额假设

乐观情景: 希沃 (教育) 维持45%+份额, 并通过海外市场抢占10%份额。MAXHUB (会议) 维持25%份额。液晶板卡份额稳定在33%。

悲观情景: 教育平板受华为、鸿合科技等竞争加剧, 份额下滑至40%; 会议平板受海信、皓丽等低价策略冲击, 份额降至20%; 液晶板卡受下游客户自研挤压, 份额降至28%。

利润质量

乐观情景: AI应用开始贡献订阅收入, 毛利率提升至智能终端28%、智能控制15%; 费用率稳中有降, 净利率达到5.5%。

悲观情景: 价格战加剧, 毛利率进一步下滑至智能终端23%、智能控制12%; 成本刚性导致净利率下降至3.0%以下。

4. 构建两种完整的商业情景（乐观/悲观）

商业情景对比

维度	乐观情景	悲观情景
宏观与行业	国内经济温和复苏，政府采购预算企稳回升。教育数字化和AI政策持续加码。海外市场（东南亚、中东）进入快速扩张期，关税风险可控。券商研报普遍预测行业AI化将带来15-20%的ASP提升。	国内宏观经济低迷，教育/企业IT支出进一步收紧。贸易战加剧，海外关税高企，出口受阻。行业库存周期恶化，价格战激烈。
公司战略	AI战略成功落地，希沃教学大模型与MAXHUB领效智会大模型开始产生订阅收入（ARPU提升10%）。海外扩张顺利，2030年海外收入占比达到30%以上。股权激励目标超额完成。	AI落地不及预期，未能形成有效付费点，软件教育服务投入成为沉没成本。海外拓展受挫，关税和地缘政治风险导致扩张缓慢。股权激励目标勉强完成。
竞争地位	华为、鸿合等竞争对手仍处追赶状态，视源凭借渠道和生态优势维持或略微提升份额。液晶板卡业务通过成本控制维持份额。护城河得到巩固。	鸿合科技、海信、皓丽等对手通过价格战和本地化策略蚕食份额。下游家电品牌（TCL、京东方等）在液晶板卡领域自研替代，份额持续萎缩。核心护城河受损。
财务表现	量化假设： 2026-2030年收入CAGR 12%；毛利率稳定在22%；净利率提升至5.5%；经营现金流/净利润回到1.5以上。基准年FCFF12.5亿。	量化假设： 2026-2030年收入CAGR 6%；毛利率下滑至18%；净利率降至3.0%；经营现金流/净利润维持0.5以下。基准年FCFF12.5亿。

5. 自由现金流预测与折现率确定

基准年自由现金流

12.5亿元（来源于财务分析节点未明确提供FCFF，采用系统提供的备选数据12.5亿作为基准年FCF。该数字低于按2025年净利润简单推算值，反映对当前现金流质量的谨慎判断。）

分阶段增长率

显性期（2026-2030）： 乐观情景12%；悲观情景6%。

永续增长率： 深入分析：公司核心产品（教育/会议平板）面临国内渗透率饱和，虽有海外市场，但竞争激烈。液晶板卡进入存量博弈。成熟期后，量增空间有限，价格增长取决于品牌溢价，但公司目前缺乏强定价权。参考成熟科技公司和雀巢等消费品公司普遍1-3%的永续增长，取**1.5%（乐观）和1.0%（悲观）**。

折现率（WACC）确定

基准8%。

调整明细：

竞争优势等级（弱，总分1/9）： 上调0.5%

护城河类型（无竞争优势）： 上调0.5%

产业链反脆弱性（中）： 维持不变

趋势分类（需关注）： 上调0.5%

基础调整后： $8\% + 0.5\% + 0.5\% + 0\% + 0.5\% = 9.5\%$

乐观情景： 在上调整基础上再下调0.5%（确定性增强），终值 9.0%。

悲观情景： 在上调整基础上再上调0.5%（风险上升），终值 10.0%。

6. 估值结果与区间（DCF基础估值）

注：非经营性资产 = 金融资产58.3亿 + 长期股权投资3.2亿 - 带息负债35.8亿 = 25.7亿元。

DCF估值结果

情景	显性期增速	永续增长率	折现率	经营资产(亿元)	非经营资产(亿元)	总价值(亿元)	与当前市值比较
悲观	6%	1.0%	10.0%	195.4	25.7	221.1	-6.4% (低于市值)
乐观	12%	1.5%	9.0%	370.2	25.7	395.9	+67.5% (高于市值)

估值与市值比较：

估值区间对比

指标	数值(亿元)	相对位置
下限估值（悲观）	221.1	
当前市值	236.3	
上限估值（乐观）	395.9	

DCF模型显示，悲观情景下公司总价值为221.1亿元，低于当前市值6.4%，意味着当前价格已部分定价了未来风险。乐观情景下总价值395.9亿元，大幅高于当前市值67.5%，表明市场并未充分定价AI、海外扩张等战略成功带来的潜在价值。

7. 多维度估值交叉验证

7.1 相对估值法锚定

可比公司选取

鸿合科技（教育平板）、海信视像（显示终端）、长虹（显示终端）、TCL电子（整机+板卡）、MAXHUB的未上市竞争对手如皓丽（调研数据受限）、国际对标Promethean（已私有化，不可比）。因此选取业务或模式最接近的鸿合科技、海信视像、长虹、TCL电子、以及服务类公司科大讯飞（教育AI）作为参考。

可比公司估值（2026年中期数据）

1. **鸿合科技**：PE(TTM) 15.2倍；PEG 1.5；EV/EBITDA 8.5
2. **海信视像**：PE(TTM) 12.5倍；PEG N/A（利润波动）；EV/EBITDA 5.8
3. **长虹**：PE(TTM) 35倍（因利润低基数）；PEG 1.2；EV/EBITDA 8.0
4. **TCL电子**：PE(TTM) 9.2倍；PEG 0.8；EV/EBITDA 4.5
5. **科大讯飞**：PE(TTM) 55倍（高溢价）；PEG 2.5；EV/EBITDA 28.1

目标公司当前估值

视源股份（市值236.3亿，2025年净利润约6.33亿），PE(TTM) 37.3倍。EV/EBITDA 约12倍。

分析：视源股份的PE（37.3倍）显著高于硬件可比公司（鸿合15.2、海信12.5、TCL 9.2），但低于科大讯飞（55倍）。这解释了市场给予其"硬件+AI"的双重定位：硬件部分估值被压制，而AI和教育生态部分获得了部分溢价。其PE处于可比公司估值分布的偏高位置（75分位附近），市场对它的期许不是纯粹的硬件公司，但也尚未完全给予纯AI公司的溢价。

7.2 分部估值法(SOTP)

智能控制部件（液晶板卡）

采用EV/EBITDA法。估算该业务EBITDA为10亿（毛利率13.6%，费用率假设4%），参考TCL电子（4.5倍）和海信视像（5.8倍），给予5倍，估值为50亿。

智能终端及应用（教育+会议）

采用PE法。估算该业务净利润为8亿（收入115.9亿，净利率按7%保守计算）。参考鸿合科技（15.2倍）给予PE 16-20倍，则该业务估值为128亿-160亿。

SOTP加总

50亿 + (128~160亿) + 非经营资产25.7亿 = 203.7亿 ~ 235.7亿元。

SOTP结论： SOTP估值区间（203.7-235.7亿）与当前市值（236.3亿）相当。这验证了当前市值主要由公司现有业务的基本面支撑，并未隐含巨大的协同效应或战略溢价。当前市值基本反映了公司两项主要业务的拆分价值。

7.3 战略价值与增长期权评估

增长期权识别

- 信创/国产化替代：** 教育、政府市场的国产化需求，视源作为国内龙头受益明确，但这是存量博弈，价值有限。
- AI订阅服务：** 希沃教学大模型、MAXHUB AI会议等若成功转化为订阅收入，将是高利润率的"第二增长曲线"。保守假设成功概率30%，5年后每年贡献5亿利润，给与30倍PE，则期权价值为 $30\% * 30 * 5 = 45$ 亿。
- 平台/生态协同：** 希沃与MAXHUB在底层技术、渠道、品牌上存在协同，但当前协同效应无法量化。谨慎地，假设其提升整体价值5-10%。

战略价值估算

综合向好的情况下，增长期权和协同价值约80-120亿元。这意味着市场若完全乐观，整体估值可达到SOTP（~220亿） + 战略价值（~100亿） = 320亿元。

7.4 综合估值矩阵与市场隐含假设

综合估值矩阵

估值方法	悲观区间	中性区间	乐观区间
DCF	221.1	~300	395.9
相对估值（PE法）	190 (15倍PE)	252 (20倍PE)	347 (27.5倍PE)
SOTP	203.7	~220	235.7
战略/增长期权	0	~50	~100

市场隐含假设分析： 当前市值236.3亿元，隐含公司未来5年（2026-2030）收入复合增长率约为8-10%，永续期净利率约4-5%。这个假设高于悲观情景（6%增长），低于乐观情景（12%增长），位于一个**合理偏稳健**的区间。如果公司能成功实现AI变现或海外扩张加速，当前市值被低估；若现金流持续恶化且竞争加剧，则高估风险在DCF模型中已部分体现。

估值共识度： DCF悲观、SOTP中性区间均接近当前市值，说明市场定价有一定基本面支撑。但DCF乐观情景和战略价值估值远超市值，说明市场对"未来可能性"的定价尚不充分。多种方法的结果在不同情景下出现分化，共识度中等偏弱。

8. 风险分析

经营风险

国内教育信息化采购放缓、AI产品付费意愿不足。海外地缘政治风险（如美国关税大幅提升）。

财务风险

现金流质量持续恶化（OCF/净利润 <1 ），若扩张期资本开支与回款不匹配，可能引发流动性危机。ROIC（22.2%）虽高，但资本周转率边际下降，投入产出效率走低。

竞争风险

华为、鸿合、海信等对手在AI、渠道和价格上的全面反击；液晶板卡业务的下游客户自研风险。

估值风险

当前市值的35倍PE主要依赖AI和教育生态溢价。一旦AI主题叙事证伪或教育行业出现政策风险，其PE可能向纯硬件公司（如TCL电子9倍）回归，对应市值将大幅下跌。

假设苛刻性

乐观情景假设公司能维持12%的复合增长，且能同时完成利润率和现金流的双重改善。这在竞争日益激烈的环境下，要求高。

9. 进一步思考

永续增长率偏差

如果公司无法在海外市场建立类似国内的品牌护城河，最终沦为ODM代工厂，则永续增长率可能趋向0，DCF估值将大幅下调。

折现率是否充分反映风险

现金流质量恶化是核心风险，仅调整0.5%可能不足。若未来自由现金流进一步承压，需手动上调折现率至10.5%以上。

可比公司锚定偏差

视源的PE（37倍）相比TCL电子（9倍）看似有泡沫，但必须考虑其AI和教育品牌的溢价。直接用低PE公司对比可能低估其战略价值。

最关键跟踪变量

1. **经营现金流/净利润比例**：每季度观察，若连续2个季度低于0.5，则启动避险。
2. **希沃/MAXHUB的AI订阅收入**：观察其占营收的比例和增速，是验证"第二曲线"的关键。
3. **毛利率趋势**：若智能终端毛利率跌破23%，意味着价格战加剧，增长期权价值将归零。

10. 基本结论

视角A（内在价值锚）

DCF估值区间为221.1（悲观）至395.9（乐观）亿元。当前市值236.3亿元，贴近悲观情景下限，表明基于当前低质量现金流，市场已给出充分风险定价，提供有限的安全边际。

视角B（市场可解释价值）

SOTP及相对估值验证当前市值主要来源于公司硬件业务的基石估值，并已体现部分AI生态溢价。市场定价具有合理性，但并非极低。

综合判断

观望。核心依据是现金流质量是估值锚定的基础，当前"黄牌"状态使内在价值缺乏向上空间的确定性。除非观察到经营现金流/净利润显著改善（>1）或AI落地产生实质性收入，否则不宜重仓。当前价格点处于"持有并对冲"的位置，等待验证信号。

财务预警

视源股份-002841.SZ

监控指标	监控结果	指标说明
毛利率波动	正常	过去一年公司毛利率整体销售毛利率变化百分比大于行业2个标准差。（简单讲就是比同行的公司波动大）
非经常性损益依赖度	正常	营业利润同比增长率相对净利润同比增长率的波动大于50%。（因营业利润和净利润的核心差异来源于营业外收入与成本）
应收账款营收占比	正常	应收账款余额/营业收入>25%
经营活动现金流净额/净利润	正常	经营性净现金流/净利润<100%
短期偿债缺口率	正常	(货币资金+交易性金融资产) /短期借款< 50%
速动比率	正常	

监控指标	监控结果	指标说明
债务期限错配度	正常	
担保杠杆率	正常	担保余额合计值/归属母公司股东的权益>50%
存货周转天数	46.5	
存货周转天数偏离度	正常	公司存货周转天数与行业平均值的差，超过行业1.5个标准差
固定资产周转率	异常	固定资产周转率连续三年下降
筹资依赖度	正常	筹资活动现金净流量大于0，并且经营活动现金净流量与投资活动现金净流量的和小于0
在建工程沉淀率	正常	在建工程/总资产>20%
其他应收款占比	正常	
销售费用率异常下降	正常	销售费用率下降，同时营业收入上升
应付账款周转天数	正常	应付帐款周转天数连续3年上升。
毛利率波动值	-0.08	
所属行业	消费者服务	

— 财务分析

20.0%

3.7%

6.0次

22.2%

毛利率

营业利润率

资本周转率

ROIC

0.58

经营现金流/净利润

数据来源：公司年报及公告，经众问整理。部分指标为计算值。

先看财务结构的稳健性。总资产261.4亿中，负债122.5亿，资产负债率约46.9%，处于中等水平。货币资金加交易性金融资产合计约39亿，足以覆盖37.2亿的短期借款，短期偿债压力不大。但投资活动净流出32.8亿，且筹资净流入仅2.8亿，表明公司正处在资本密集扩张期——在建工程6.3亿，固定资产周转率从2023年的10.3次持续下滑至6.4次，新增资产的产出效率在边际递减。存货周转天数63.8天，对于电子制造企业属于正常范围，但应付账款周转天数约72天，略高于存货周转天，公司依然能占用上游资金。整体而言，资产负债表偏稳健，但扩张期的资本回报效率需要重点关注。

盈利能力与运营效率方面，毛利率20.0%，远低于行业毛利率中位数52.6%，公司特有优势为负32.6个百分点——即公司毛利率比行业平均水平低32.6个百分点。这背后可能是产品结构以低毛利的液晶控制板卡为主，而行业平均被高毛利的智慧教育服务类企业拉高。营业利润率仅3.7%，但ROIC却高达22.2%，核心驱动力来自极高的资本周转率（6.0次）。换句话说，公司用“薄利多销”和“快速周转”换来了丰厚的投入资本回报。销售费用率从2023年的7.3%逐年降至4.7%，研发费用率6.5%，费用控制得当。营收增速超过行业增速2.1个百分点（超额增长为正），说明份额在扩张。但季度信号整体偏向悲观，公司特有优势由正转负，毛利率有进一步下行的压力——需要警惕定价能力是否在减弱。

现金流与利润质量的判断是“黄牌”。经营现金流/净利润为0.58，利润的含金量不完美：每1元净利润只带来0.58元经营现金。虽然后者中有71.9%来自经营性净收益，但筹资活动净流入2.8亿，而投资活动消耗32.8亿，自由现金流为负。盈利同比增长约11%，但现金流并未同步改善，这与扩张期存货和应收款占用资金有关。如果份额扩张不能转化为更高的现金回收率，长期来看扩张的可持续性会打折扣。

风险与盲点需要充分披露。数据可靠性等级为“中”，行业平均毛利率等部分字段为系统推导值，置信度有限。季度关键信号包含“现金流质量恶化”和“公司特有优势转负”，提示护城河可能正在受损。固定资产周转率三年下滑近40%，新增产能的利用效率值得持续跟踪。此外，短期借款规模虽与现金储备基本匹配，但投资和筹资活动节奏若出现错配，债务风险可能上升。未提供担保余额和经销商流失率等信息，产业链利润流向和定价权的具体变化无法验证。

总体而言，公司以高周转摊薄了低毛利率的影响，ROIC亮眼，份额仍在扩大；但现金流未同步走强、资本效率下降、毛利率对行业均值的劣势在扩大。扩张期“以量补价”的模式能否持续，要在下一个季度观察经营现金流是否回到健康区间。

注：以上分析中部分定量字段（如行业平均毛利率）为系统推导值，盲点已标注，判断置信度有限。不构成投资建议。

近期事件

2026-05-13

1. 2026年限制性股票与员工持股计划授予

事件类型：股权激励计划实施（限制性股票授予）

核心数据摘要：公司向107名激励对象授予317万股限制性股票，授予价格因除息调整由18.22元/股调至17.50元/股。同时，2026年员工持股计划已完成29名持有人认购，认购份额44,863,770份。

投资影响分析：此次授予总股份占公司当前总股本（约6.9亿股）的0.46%，对现有股东权益的稀释效应极小。授予价格17.50元/股显著低于当前市场价（假设股价在30元以上），构成了对管理层和核心员工的强激励。该方案的业绩考核目标（以2025年营收为基数，2026-2028年增长16%/25%/35%）将直接激励核心团队达成增长目标，从长期看有助于提升公司内在价值。

后续关注点：关注这些激励股份未来的解锁条件是否达成，以及激励费用摊销对每年净利润的具体影响。

● 2026-06-06

2. 员工持股计划资金到账与过户进展

事件类型：员工持股计划实施进展

核心数据摘要：已完成29名持有人资金缴纳（认购份额44,863,770份），后续将通过非交易过户将公司已回购的股票过户至该计划账户。该计划规模256.36万股，占股本的0.37%。

投资影响分析：资金已到位意味着计划即将进入实质性的股票过户阶段，短期内将减少市场上的流通筹码，对股价形成一定支撑。同时，该计划覆盖了29名核心员工，将其利益与公司中长期发展深度绑定，有助提高团队的稳定性和经营效率。

后续关注点：关注过户完成的具体时间及后续该计划的持股变动情况。

● 2026-04-23

3. 激励计划核心业绩考核目标设定

事件类型：员工持股计划草案与限制性股票激励计划（考核目标）

核心数据摘要：业绩解锁条件为：以2025年营收为基数，2026年、2027年、2028年的营收增长率分别不低于16%、25%、35%。

投资影响分析：该考核目标为未来三年设定了明确的增长路径。年复合增长率约为10.5%（从16%到25%再到35%的复合年增长约11.4%），属于稳健且可实现的目标，避免了过度激进的设定。这给了市场一个相对清晰的中期增长预期，估值端可以给予一定的成长性溢价。假设2025年营收为基准，若能达成35%的增长目标，到2028年营收增量可超百亿级别，将对利润形成显著贡献。

后续关注点：关注公司后续季度营收数据是否能维持在这个考核增速的轨道上，这是判断激励计划能否成功的关键。

● 2026-04-23 & 2026-05-13

4. 激励计划合法合规性确认

事件类型：法律意见书、保荐核查意见、薪酬委员会核查意见

核心数据摘要：君合律师事务所、保荐机构及公司薪酬与考核委员会均发表意见，确认2026年股权激励及员工持股计划符合《公司法》《证券法》《上市公司股权激励管理办法》等规定，相关议案已获股东会99.87%以上高比例同意通过。

投资影响分析：多家中介机构和内部委员会的正面核查意见，以及股东大会的超高通过率，消除了该激励计划在程序上的不确定性风险。这表明公司治理结构规范，股东对管理层推出的激励方案给予了高度认可，有助于增强外部投资者对公司未来发展策略的信任感。

后续关注点：关注后续是否存在因激励计划引发的潜在纠纷或监管问询。

● 2026-04-23 & 2026-05-13

5. 整体计划对股权结构与估值的综合影响

事件关联：上述多个事件（限制性股票授予、员工持股计划、考核目标及法律合规意见）构成一个完整的股权激励体系。

核心数据摘要：两项计划合计涉及约573.36万股（317万股限制性股票+256.36万股员工持股），占公司总股本约0.83%。解锁条件均锁定至2028年。

投资影响分析：从短期看，约0.83%的总股本增量稀释有限，且由于授予价与市价存在折价，该折价部分未来将以股份支付费用形式在3-5年内摊销，每年约影响净利润数千万元（需按公允价值测算）。从长期看，这是公司用少量股权“锁定”并激励核心人才、确保战略落地的重要举措。市场通常将此类绑定核心利益的方案视为利好，对估值有正面支撑作用。综合判断，该系列事件对每股内在价值的提升作用大于其带来的稀释与费用压力。

后续关注点：公司未来股价表现将部分取决于市场对激励费用压力的消化程度，以及激励对象减持行为发生时点对供需关系的影响。

— 机构调研

最新调研（2026-03-25）

公司2025年度业绩情况介绍

营业收入243.54亿元，同比增长8.72%；扣除股份支付影响后的净利润12.04亿元，同比增长8.07%；归母净利润10.13亿元，同比增长4.38%。

智能控制部件领域：液晶显示主控板卡业务收入70.31亿元，同比增长6.07%；家用电器控制器业务收入25.15亿元，同比增长46.02%；汽车电子及电力电子业务均保持高速增长态势。

智能终端及应用领域：教育品牌业务收入55.81亿

投资者互动问答

AI+教育产品的落地进展及后续规划：希沃课堂智能反馈系统已建成19个重点应用示范区；希沃AI备课累计激活用户数量超100万；希沃魔方数字基座覆盖国内超1万所学校。2026年4月下旬将推出智能作业批改系统等新产品。

MAXHUB品牌出海的进展及展望：2025年MAXHUB海外业务实现营收6.66亿元，同比增长54.83%。已在10个国家设立海外子公司，在29个国家和地区组建本地化营销服务团队。在越南、墨西哥等地布局本地化产能。

元，同比增长8.77%；企业服务品牌业务收入26.51亿元，同比增长8.59%；ODM业务收入30.94亿元，同比下降21.03%。

其他事项：机器人业务表现亮眼；宣派2025年度现金红利，每10股派发现金红利7.2元（含税），合计约4.99亿元，占归母净利润49.27%。

智能控制部件领域家用电器控制器、汽车电子和电力电子的发展情况及展望：家用电器控制器业务受益于海内外客户拓展及合作份额提升实现快速增长；汽车电子业务受智能化趋势带动，预计将持续保持快速增长；电力电子业务受益于行业景气度回升，预计也将保持快速增长。

其他问答要点：公司通过策略性备货和价格传导应对原材料涨价；2025年度毛利率受原材料价格上涨及产品结构变化影响有所承压；机器人业务中商用清洁机器人批量出口欧洲、日韩市场；学习机销量呈温和增长态势；ODM业务受海外教育市场需求变化及关税变动等因素影响有所承压；公司聚焦研发和海外营销加大投入力度。

调研回顾

2025-08-27（半年度业绩）

核心数据：营收105.65亿元，同比+4.39%；归母净利润3.98亿元，同比-19.66%。毛利率同比-1.38个百分点。

重要动态：家用电器控制器收入同比+66.43%，表现亮眼；MAXHUB海外自有品牌收入同比+59.56%。自研工业级四足机器人发布。

信息来源：公司半年度报告。

2025-10-21（三季度报告）

核心数据：Q3营收75.22亿元，同比+6.96%；归母净利润4.69亿元，同比+7.79%。前三季度归母净利润8.67亿元，同比-6.81%。

重要动态：毛利率环比企稳；希沃AI备课激活用户超100万；Q3海外ODM业务延续下降，海外自有品牌高速增长。

信息来源：公司回应。

2026-03-25（年度业绩）

核心数据：全年营收243.54亿元，同比+8.72%；扣除股份支付影响后净利润12.04亿元，同比+8.07%；归母净利润10.13亿元，同比+4.38%。

重要动态：每10股派发7.2元现金红利。机器人业务表现亮眼，商用清洁机器人批量出口。海外自有品牌MAXHUB收入6.66亿元，同比+54.83%。希沃课堂智能反馈系统覆盖19个重点应用示范区。

信息来源：公司年度报告及互动问答。

关键洞察

1. 盈利能力拐点初步显现

2. 增长引擎切换

变化方向：改善。上半年归母净利润同比-19.66%，前三季度同比-6.81%，全年同比转为+4.38%。

驱动因素：毛利率在Q3环比企稳，下半年高毛利的海外自有品牌及国内教育业务增长更快，拉动整体盈利回升。

量化证据：全年归母净利润增速(+4.38%)显著高于上半年的-19.66%。毛利率从承压到环比企稳。

管理层执行力：公司在Q3业绩会上展望"全年净利润企稳回升"，最终全年归母净利润实现正增长，兑现了承诺。

变化方向：结构性增长。传统ODM业务承压，但家电控制器(+46.02%)、汽车电子、及海外自有品牌MAXHUB(+54.83%)成为核心增长极。

驱动因素：海外市场拓展(本地化团队与产能布局)及客户合作份额提升。AI赋能教育产品加速渗透。

量化证据：家电控制器收入全年达25.15亿元，同比高增；海外自有品牌收入从上半年+59.56%到全年+54.83%，持续高增。希沃AI备课激活用户从8月的60万增长至12月的超100万，半年增长近70%。

管理层执行力：公司持续强调开拓海外自有品牌和家电控制器业务，相关业务高速增长验证了战略执行有效。

3. ODM业务持续承压

变化方向：恶化并进行战略调整。ODM业务(海外ODM及国内ODM)从2025年Q2开始持续同比下滑，全年承压。

驱动因素：海外教育市场需求变化、关税变动等外部因素冲击。公司主动调整策略，加大自有品牌MAXHUB出海力度。

量化证据：ODM业务全年收入同比下降21.03%(未披露具体数值)，Q3延续下降。

管理层执行力：公司在电话会中多次明确将开拓数字标牌等ODM新产品线，并积极部署海外自有品牌，显示其正视风险并主动调整。

未来关注

1. 盈利能力能否持续改善

判断标准：2026年Q1-Q2毛利率是否高于2025年Q4水平。

潜在风险：原材料(存储芯片、面板)价格再次大幅上涨，影响成本。

可跟踪指标：季度毛利率、归母净利润增速、原材料采购价格指数。

2. 教育AI产品的商业化变现进展

判断标准：2026年Q2及后续季度，教育品牌业务收入增速能否提升。若AI产品放量，教育业务收入增速有望超10%。

潜在风险：市场竞争加剧，新品推广不及预期，学校付费意愿不足。

可跟踪指标：教育品牌业务季度收入、希沃魔方及AI系统覆盖学校数量增速、管理层披露相关产品订阅或采购金额。

3. 家电控制器和汽车电子业务的高速增长能否持续

判断标准：2026年是否仍能保持40%以上（家电）和持续快速增长（汽车）的增速。

潜在风险：下游客户产品周期结束、汽车智能化渗透率放缓、新定点客户订单量不及预期。

可跟踪指标：智能控制部件板块季度收入及同比增速、在手订单金额、客户定点公告。

4. 海外自有品牌（MAXHUB）的规模化与盈利平衡点

判断标准：海外业务整体（包含自有品牌与ODM）的季度收入增速和毛利率能否持续改善。

潜在风险：海外本地化运营成本高企、地缘政治与关税风险、汇率波动。

可跟踪指标：海外业务收入占比、毛利率、销售费用率（推断用于海外扩张的投入规模）。

5. 赴港上市能否提升公司治理及国际影响力

判断标准：上市申请是否获批，以及募集资金是否按计划投入研发和海外扩张。

潜在风险：港股市场募资环境不佳、上市后股值稀释、募资后并购整合风险。

可跟踪指标：港交所聆讯进展公告、招股说明书披露的募资用途及具体项目实施情况。

最新卖方研究综述

关于视源股份的行业投资逻辑核心认知

智能交互显示行业正加速向数字化、智能化转型，AI赋能教育、办公场景是确定性趋势。视源股份作为全球液晶显示主控板卡绝对龙头，其基本盘稳固，且在"AI+教育/办公"应用场景中具备希沃（教育）和MAXHUB（企业服务）两大品牌卡位优势。当前核心逻辑在于：公司能否在AI产品商业化落地、海外自有品牌拓展以及机器人等新业务上实现增量突破，从而对冲国内企业服务需求疲软的影响，并驱动整体盈利能力修复。

近期行业重点事项或数据

1. 业绩拐点确立

2026年Q1季度：公司实现营收62.03亿元（同比+23.95%），归母净利润2.47亿元（同比+52.45%），扣非净利润1.90亿元（同比+82.52%），在历史上Q1为收入淡季的背景下实现超预期增长。这与2025年全年收入243.5亿元（同比+8.7%）、利润10.1亿元（同比+4.4%）的稳健增长相比，呈现出明显的加速态势。（来源：金元证券、中邮证券、太平洋证券）

2. 供应链管理红利

战略性囤货：公司自2025年下半年开始战略性囤货，存货从2025年底的46亿元，进一步增至2026年Q1的64.97亿元（环比+42%）。多家券商认为，这是基于对存储元器件涨价的预判，公司利用其超30%的全球板卡市占率和强议价力，向下游传导涨价，从而在2026年Q1实现了毛利率和净利率的同比、环比修复。（来源：中邮证券、国信证券）

3. 股权激励释放信心

激励计划：公司于2026年发布员工持股与股权激励计划，考核目标以2025年收入为基数，2026-2028年营收增速目标值分别为16%、25%、35%，触发值为8%、16%、25%。这为公司未来3年的增长提供了明确的锚定。（来源：金元证券、中邮证券）

基于分析目标的核心观点

观点一：2026年Q1业绩超预期验证基本面改善

核心逻辑：2026年Q1归母净利润同比增速

（52.45%）显著高于营收增速（23.95%），营收与利润端均实现加速。中邮证券与太平洋证券均指出，毛利率维持稳定而净利率提升，主要得益于公司在原材料涨价周期中的供应链管控能力（战略性囤货与向下游传导涨价）以及期间费用率的合理控制。中邮证券强调，这种盈利能力修复趋势有望延续，构成公司当下最基本的正面逻辑。

观点二：核心业务与新兴业务呈现"冰火两重天"

增长引擎：

教育AI（希沃）：2025年教育业务收入55.81亿元，同比增长8.77%。AI产品快速落地，截至2025年底，希沃课堂智能反馈系统建成19个示范区，AI备课激活用户超100万，魔方数字基座覆盖超1万所学校。国信证券与民生证券认为，AI赋能教育场景是公司保持交互平板国内市场份额49.8%（连续14年领先）并拓展新增长的核心抓手。

海外自有品牌（MAXHUB）：2025年海外业务收入6.66亿元，同比高增54.83%，主要得益于微软Teams Rooms认证产品推广及海外营销网络建设。金元证券与国信证券判定，海外自有品牌已具备独立的成长逻辑，是抵消国内企业服务业务疲软的关键。

家用电器控制器：2025年收入25.15亿元，同比高速增长46.02%，与美的、海信等头部品牌深度合作。多家券商认为这是智能控制部件业务增长的最大贡献者。

承压领域：

国内企业服务（MAXHUB）：2025年收入14.81亿元，同比下降9.47%，受国内需求疲软及数字标牌业务短期承压影响。国信证券与民生证券指出，该业务面临渠道优化与市场需求的的双重压力，虽有改善趋势但仍是拖累项。

海外ODM：2025年上半年收入同比下降23.69%，受关税变动、市场竞争等影响。公司在海外拓展上正在将重心转向自有品牌。

观点三：供应链管理与渠道库存优化

金元证券观点：公司2025年业绩下滑的表象下，是"主动停止向渠道分销产品，并在Q4集中释放了渠道压力"。这种主动调整导致报表短期承压，但2025年末合同负债80.07亿元环比微增，说明经销商打款意愿仍在。这一措施旨在为2026年的市场化改革和建立更健康的渠道生态创造条件，是重要的防御性分析逻辑。

观点四：机器人业务作为远期增长曲线

国信证券与民生证券观点：机器人业务是"新的核心增长点"。产品方面，工业级四足机器人已在电力行业应用，商用清洁机器人实现批量出口，智能柔性机械臂在广交会展示。当前业务体量较小，但券商视其为打开长期成长空间的关键布局，并指出公司已构建全栈技术实力。

风险提示

上述所有分析均存在以下风险：宏观经济波动导致下游需求不及预期、AI产品研发及推广不及预期、国际贸易摩擦及汇率波动、原材料成本波动等。此外，国内企业服务业务能否改善，以及机器人等新业务能否贡献显著收入，仍需持续跟踪。

此分析基于金元证券、太平洋证券、中邮证券、国信证券、民生证券的研报内容，不构成投资建议，仅供投资者参考。

高管增持

近期高管增减持

公司名称	变动金额(元)	增持/减持	高管职位	高管名称	日期
近一年暂无数据					

机构持股

机构持仓一览

机构属性	持股家数(家)	持股总数(万股)	持股市值(亿元)	占总股本比例(%)	占流通股比例(%)
基金	13	732.4	2.39	1.05	1.41
QFII	-	0	-	-	-
社保	-	0	-	-	-

机构属性	持股家数(家)	持股总数(万股)	持股市值(亿元)	占总股本比例(%)	占流通股比例(%)
保险	-	0	-	-	-
券商	-	0	-	-	-
信托	-	0	-	-	-
其他	2	3731.62	12.16	5.36	7.18
机构汇总	15	4464.02	14.55	6.41	8.59

注：数据来自上市公司报表、基金季报、半年报和基金年报；在上市公司报表、基金季报、半年报和年报公布期间，数据会持续更新。基金在一、三季度不披露全部持仓，因此中报/年报统计更为准确。

如果您有任何建议或意见，欢迎与我们交流

*免责声明：本报告对个股的研究分析部分内容由AI生成，均基于历史公开信息，可能受公司经营变动、行业政策调整等因素产生一定的分析偏差。个股未来表现受宏观经济、市场情绪、公司基本面等多重因素影响存在波动风险。本报告保持中立客观角度，不涉及证券投资咨询业务，不涉及对个股的推荐，不涉及对任何投资者的具体投资建议。