公司研究

22H1 业绩亮眼，VR+车载显示提供多元增长极

——创维数字（000810.SZ）跟踪报告之一

买入（维持）

当前价：25.21 元

作者

分析师：刘凯
执业证书编号：S0930517100002
021-52523849
kailiu@ebscn.com

分析师：石崎良
执业证书编号：S0930518070005
021-52523856
shiql@ebscn.com

分析师：蔡微未
执业证书编号：S0930522040001
021-52523679
caiweiwei@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	11.50
总市值(亿元):	289.97
一年最低/最高(元):	6.75/26.58
近 3 月换手率:	174.76%

股价相对走势

收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	47.16	59.70	242.88
绝对	44.39	63.49	230.88

资料来源：Wind

相关研报

机顶盒+宽带稳固基本盘，元宇宙+汽车打造增长新曲线——创维数字（000810.SZ）投资价值分析报告（2022-07-24）

要点

事件：

公司于 8 月 20 日发布 2022 年半年度报告，2022 年上半年公司实现营业收入 62.4 亿元，同增 36.39%；实现归母净利润 4.91 亿元，同增 72.89%。

点评：

22H1 业绩亮眼，盈利能力显著提升。22H1 公司智能终端业务实现大幅增长，VR 研发、技术及产品储备升级，车载显示获得核心客户多个重点项目定点，且宽带业务连续中标进入运营商第一阵营，各业务获长足进展，22H1 公司实现营业收入 62.4 亿元，同增 36.39%；实现归母净利润 4.91 亿元，同增 72.89%；实现扣非后净利润 4.44 亿元，同增 193.49%。受益于供应链原材料价格下降、以及公司在车载等业务议价能力提升，22H1 公司毛利率提升 1.74pct 至 18.18%，净利率提升 1.52pct 至 7.78%，为 2017 年以来最高水平，盈利能力显著提升。

研发持续投入赋能 VR 新业务，控费成效显著。22H1 公司研发费用为 2.98 亿元，同比增长 13.36%，研发投入主要用于 VR 业务、车载显示业务的技术开发，并在行业内具备较强的技术竞争力。其中，公司自研的首款消费级 6DoF 短焦 VR 一体机 Pancakexr 于 7 月 25 日发布，Pancakexr 在重量、体积方面较同业产品具有技术优势，整机重量小于 300g，较市面主流产品低近 50%，体积仅为普通一体机的 1/4，将助力公司进军 2C 市场。**控费方面，**公司 2022H1 销售/ 管理/ 财务费用分别为 3.17/ 1.12/ -0.22 亿元，其中销售费用上升 30%主要系销售增加对应的销售维护费和提成奖励增加，管理费用上升 22%主要系职工薪酬增加所致，财务费用下降主要系利息收入增加，三费率合计 6.52%，同降 0.56pct，公司控费成效显著。

公司智能终端业务驱动增长，22H2 各业务放量可期。

- 智能终端及宽带业务 22H1 实现营业收入 52.12 亿元，同增 69.46%，占比公司营收 83.53%。**机顶盒业务方面**，公司机顶盒出货量市占率 2018-2021 连续四年全球第一，国内三大运营商市场中公司市占率居头部，国际市场公司 H1 突破拉美市场正式完成本地交付。鉴于 H2 即将举行的世界杯赛事将拉动欧洲、拉美、非洲对机顶盒需求，Q3 公司有望迎来机顶盒出货旺季，全年机顶盒业务增长可期。**VR 业务方面**，公司新产品 Pancakexr 于 8 月开始量产，基于产品的技术优势以及公司在美国、日本、韩国、非洲等多国市场的渠道布局，VR 产品出货量有望迎来大幅增长，我们预计 22 年 VR 出货量有望达到 10 万台，未来成倍增长可期。

- 专业显示业务 22H1 实现营收 8.91 亿元，同降 33.3%，占总营收比例为 14.28%。该业务营收下降主要系**中小尺寸手机显示模组**业务下滑所致，因手机市场需求下滑、各 ODM 自身产能充足无外溢订单等因素影响，手机显示模组需求下滑。公司服务的闻泰、中兴、华贝等客户的重点项目集中在下半年量产，H2 该业务有望回暖。**汽车智能电子车载显示总成业务方面，**多屏化+大屏化趋势有望推升单车座舱的屏幕价值量提升，公司作为 Tier1 供应商，已进入包括一汽-大众、吉利、长城、Smart、奇瑞、北京现代、江淮汽车、五菱汽车、南京金龙等前装车厂供应商目录及相关车辆的定点。H1 由于疫情及缺芯影响，汽车主机厂物料齐套的不稳定，导致对 Tier1 的物料交付需求波动较大，但 6 月供应链已逐步恢复，公司有望在 2022 年第三、四季度迎来交付旺季。根据近三年的定点项目，22-23 年车载业务

有望实现 5/10 亿营收，业务高增长可期。

盈利预测、估值与评级：鉴于公司传统机顶盒及宽带两大传统业务提供稳定基本盘，新兴业务汽车车载显示在多屏化+大屏化趋势下价量齐升，VR 业务技术领先放量可期，半年报业绩超预期增长，我们上调 22-24 年公司归母净利润预测 9.79 亿元（+9.95%）/ 12.72 亿元（+10.63%）/ 16.26 亿元（+12.10%），对应 PE 为 30X/ 23X/ 18X，维持“买入”评级。

风险提示：市场需求及上游供应不足、政策落地不及预期、海外拓展不及预期。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	8,507.81	10,846.56	13,366.00	17,126.05	21,310.53
营业收入增长率	-4.36%	27.49%	23.23%	28.13%	24.43%
净利润（百万元）	383.70	421.78	978.64	1,272.39	1,625.92
净利润增长率	-39.29%	9.93%	132.03%	30.02%	27.78%
EPS（元）	0.36	0.40	0.85	1.11	1.41
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.13%	9.32%	17.84%	19.69%	21.11%
P/E	70	64	30	23	18
P/B	6	6	5	4	4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-08-19；20-21 年股本为 10.63 亿股，22-24 股本为 11.5 亿股

财务报表与盈利预测

利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	8,508	10,847	13,366	17,126	21,311
营业成本	6,960	9,085	11,088	14,153	17,514
折旧和摊销	136	135	142	156	171
税金及附加	26	29	35	45	53
销售费用	505	542	639	813	991
管理费用	231	185	217	262	320
研发费用	509	556	670	873	1093
财务费用	26	-15	63	60	66
投资收益	-14	90	90	100	110
营业利润	367	402	1054	1369	1743
利润总额	364	405	1054	1369	1744
所得税	10	-9	63	82	105
净利润	354	415	991	1287	1639
少数股东损益	-30	-7	12	15	14
归属母公司净利润	384	422	979	1272	1626
EPS(元)	0.36	0.40	0.85	1.11	1.41

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	10,250	11,197	12,690	15,211	17,733
货币资金	3,339	3,445	4,010	5,138	6,393
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	3,164	3,165	3,553	4,046	4,378
应收票据	508	481	557	589	648
其他应收款（合计）	113	142	141	162	171
存货	1,238	2,157	2,300	2,900	3,464
其他流动资产	80	81	221	327	461
流动资产合计	8,744	9,583	10,925	13,331	15,734
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	122	120	120	120	120
固定资产	763	745	690	630	565
在建工程	0	0	11	20	26
无形资产	164	254	298	352	414
商誉	92	92	92	92	92
其他非流动资产	160	110	202	202	202
非流动资产合计	1,506	1,614	1,765	1,879	1,999
总负债	5,942	6,639	7,160	8,691	9,960
短期借款	1,150	1,304	757	651	592
应付账款	2,135	2,665	3,327	4,199	5,040
应付票据	882	795	1,091	1,691	1,976
预收账款	1	1	1	1	1
其他流动负债	34	29	43	49	64
流动负债合计	4,864	5,525	5,985	7,475	8,671
长期借款	1	1	1	1	1
应付债券	913	955	955	955	955
其他非流动负债	163	156	217	258	331
非流动负债合计	1,078	1,114	1,175	1,216	1,289
股东权益	4,308	4,559	5,530	6,520	7,773
股本	1,063	1,063	1,150	1,150	1,150
公积金	708	752	850	977	1,097
未分配利润	2,313	2,586	3,361	4,209	5,329
归属母公司权益	4,202	4,526	5,486	6,461	7,701
少数股东权益	106	32	44	59	73

现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2,446	190	1,324	1,722	1,873
净利润	384	422	979	1,272	1,626
折旧摊销	136	135	142	156	171
净营运资金增加	-1,545	1,125	538	809	1,149
其他	3,472	-1,491	-335	-516	-1,072
投资活动产生现金流	-193	-177	-191	-170	-180
净资本支出	-204	-258	-200	-210	-220
长期投资变化	122	120	0	0	0
其他资产变化	-110	-40	9	40	40
融资活动现金流	-814	141	-568	-424	-437
股本变化	5	0	87	0	0
债务净变化	-437	199	-547	-107	-59
无息负债变化	-254	497	1,068	1,637	1,328
净现金流	1,427	129	565	1,128	1,255

主要指标

盈利能力（%）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	18.19%	16.24%	17.04%	17.36%	17.82%
EBITDA 率	7.36%	7.43%	7.90%	8.20%	8.75%
EBIT 率	5.30%	5.83%	6.84%	7.29%	7.95%
税前净利润率	4.28%	3.74%	7.89%	7.99%	8.18%
归母净利润率	4.51%	3.89%	7.32%	7.43%	7.63%
ROA	3.45%	3.70%	7.81%	8.46%	9.25%
ROE（摊薄）	9.13%	9.32%	17.84%	19.69%	21.11%
经营性 ROIC	8.30%	10.00%	12.03%	14.61%	17.26%

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	5.93%	4.99%	4.78%	4.75%	4.65%
管理费用率	2.72%	1.71%	1.63%	1.53%	1.50%
财务费用率	0.31%	-0.14%	0.47%	0.35%	0.31%
研发费用率	5.98%	5.13%	5.01%	5.10%	5.13%
所得税率	2.75%	-2.31%	6.00%	6.00%	6.00%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.10	0.10	0.26	0.34	0.43
每股经营现金流	2.30	0.18	1.15	1.50	1.63
每股净资产	3.95	4.26	4.77	5.62	6.69
每股销售收入	8.00	10.20	11.62	14.89	18.53

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	58%	59%	56%	57%	56%
流动比率	1.80	1.73	1.83	1.78	1.81
速动比率	1.54	1.34	1.44	1.40	1.42
归母权益/有息债务	2.02	1.98	3.16	3.96	4.90
有形资产/有息债务	4.69	4.64	6.94	8.91	10.81

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	70	64	30	23	18
PB	6	6	5	4	4
EV/EBITDA	48	38	29	22	16
股息率	0%	0%	1%	1%	2%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级		说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street，London，United Kingdom EC4N 6AE