

创维数字（000810）

智能终端龙头，VR 及 AI 新技术增量可期 买入（首次）

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	12,009	14,742	17,560	20,643
同比	11%	23%	19%	18%
归属母公司净利润（百万元）	823	959	1,224	1,515
同比	95%	16%	28%	24%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.72	0.83	1.06	1.32
P/E（现价&最新股本摊薄）	22.30	19.15	15.00	12.12

关键词：#新产品、新技术、新客户

投资要点

- **全球机顶盒龙头，业绩增长稳健。**创维数字成立于 2002 年，是国内较早从事机顶盒研发与销售的企业。当前，创维数字深耕智能终端业务，定位为数字机顶盒和宽带通信的智能设备与智能系统技术方案提供商，在国内三大通信运营商、广电网络公司市场占有率，OTT 智能终端市场销量、中国企业出口海外销量中整体居于行业领先地位。2022 年，公司营收达 120.09 亿元，同比提升 10.71%。
- **高清化及智能化加速机顶盒迭代，公司具技术及渠道壁垒。**视频内容制作标准由标清到高清再到超高清，带动上游机顶盒的更新迭代，未来 8K 盒子大范围的更新有望推动机顶盒市场扩容，2023-2025 年全球机顶盒市场 CAGR 将达 4.5%；海外市场 4K 普及率低，出海机顶盒企业具有技术优势。在此背景下，公司 8K 解码技术及产品已落地，与国内外运营商及大厂长期合作，具备技术及渠道优势，行业龙头地位稳固。
- **AI 赋能机顶盒业务，有望成为智能家居终端载体。**机顶盒作为各类媒资、内容的控制终端，具备 AI 落地场景。基于 AI 功能，机顶盒有望从控制终端成为智能家居终端载体设备：1）拓展功能：基于强大的音视频解码能力及 AI 算力等链接电视大屏，拓展媒资搜索、云游戏、教育、健康、AI 助理、视频通话、画质增强等功能；2）实现语音等智能控制：基于 IOT 网关及感知，用户在家庭通过语言控制，于远程通过手机控制；3）AIGC 智能搜索，迅速连接媒资内容（影视、直播、教育、电商等），提升精准度及用户体验。公司已和国内外 AI 技术先进大厂合作，未来有望基于集成 AI 的盒子拉动机顶盒业务量价齐升。
- **Pancake 方案 VR 产品优势凸显，车显业务渗透率迅速上升：**从政府、投资方、消费者等多维度对 VR 长期看好，全球 VR 终端设备 2022-2027 年 CAGR 预计将达到 23.59%。公司 PancakeXR 产品在光学方案、轻薄化方面具有明显优势，在供应链稳定及技术升级后的 23 年销量预计将会有长足增长空间。受益于智能车载迅速渗透，车载显示市场需求快速增加。2022 年公司汽车智能电子车载显示业务实现营收 3.11 亿元，同比增长 57.90%，增速可观。公司定点原装车厂项目资源丰富，在手订单充足，随着显示屏中控触摸一体化技术的推广和大屏化、多屏化、新型显示等新项目的开发，车载显示有望成为公司新的增长点。
- **盈利预测与投资评级：**公司作为智能终端行业龙头，有望受益于高清化迭代及 AI 赋能，我们预计 2023-2025 年归母净利润达 9.6/12.2/15.1 亿元，对应 2023-2025 年 PE19/15/12 倍。我们采用可比公司估值法，给予 2023 年 30 倍 PE，对应市值 288 亿元。首次覆盖，给予“买入”评级。

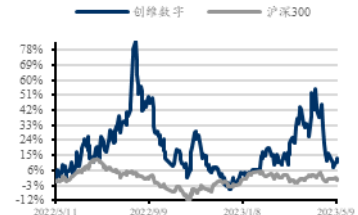
2023 年 05 月 30 日

证券分析师
陈睿彬

(852)39823212

chenrobin@dwzq.com.hk

股价走势



市场数据

收盘价(元)	15.96
一年最低/最高价	13.17/26.58
市净率(倍)	2.99
流通 A 股市值(百万元)	17,831.67

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.34
资产负债率(% ,LF)	42.05
总股本(百万股)	1,150.22
流通 A 股(百万股)	1,117.27

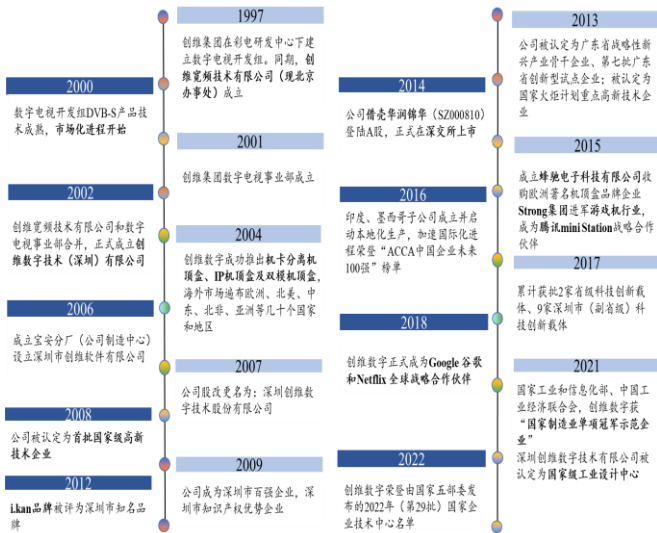
相关研究

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢张良卫、马天翼、晋晨曦和金晶的指导。

1. 创维数字：智能终端龙头，业绩增长稳健

创维数字深耕智能终端业务，定位为数字机顶盒和宽带通信的智能设备与智能系统技术方案提供商。

图1：创维数字发展历程



数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

图2：业务分类及终端情况

主营业务类别	具体产品	主要市场及客户情况	产品类别
智能终端	数字智能机顶盒	2B: 国内三大通信运营商及广电网络公司，海外电信、通信综合运营商 2C: 海内外消费者群体	数字 1K/2K/4K/8K、AndroidTV、IPTV、OTT、DTH 等各种类别的机顶盒
	融合终端		集宽带接入/组网/网关/智能家居/视频业务等多种功能于一体的综合型宽带网络通信智能设备
	宽带网络连接设备	国内三大通信运营商、国内广电网络公司及海外电信、通信综合运营商	涵盖光纤 ONU 接入网关设备 Gpon/10Gpon/Cable Modem、智能组网 Wi-Fi5/Wi-Fi6 无线路由器、FWA 的 4G/5G CPE 等
	虚拟现实 VR 解决方案及终端	行业应用解决方案的定制市场； 2B: 运营商市场； 2C: 零售市场	六自由度 8K 视频解码超短焦 Pancake 轻薄 VR 一体机、VR 分体机、超短焦 Pancake 高性价比 4K VR 一体机、VR 高清视频及 VR 内容生态平台、游戏分发平台系统、VR+教育、医疗、文旅等行业应用解决方案
专业显示	车载人机交互显示系统	知名原装备车企	车载应用中车载人机交互显示系统、车载智能显示仪表系统、后排娱乐屏、行车记录仪、流媒体后视镜等
	Mini-LED 背光模组	国际电视大厂，如 Samsung、LG 等	基于 AM 驱动和 COB 技术的大尺寸 Mini-LED 电视背光模组
	中小尺寸显示模组	传音、中兴、闻泰、华勤、龙旗等客户（进入三星、OPPO、小米等终端客户）	液晶中小尺寸显示模组
	商业大屏显示	医院、学校和新零售	1、医院内智慧屏内容统一管理、智能远程运维及健康宣教解决方案、基于云屏 AIOT 的一体机 2、教育一体机、学校智慧教室、全息教室等教育创新应用，AI 学情机器人、教学互动屏、智慧黑板等 3、展览展示行业客户：LCD/LED/广告机等 4、新零售领域：云屏系统的全屏显产品及解决方案
运营服务	售后增值服务	国内外运营商市场	围绕主营业务提供的辅助售后服务
	智慧城市业务	学校、医院、园区、政府	提供“系统+终端+场景”的解决方案

数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

2. 超高清化驱动机顶盒迭代升级，AI 打造智能家居控制中心

超高清化及智能化为主要发展方向，机顶盒行业加速发展。下游视频制作超高清化及政策支持，推动解码机顶盒迭代。根据 GrandViewResearch 的预测，2022 年全球机顶盒市场将达到 336.80 百万台，相比 2017 年 CAGR 达到 1.32%。海外机顶盒市场空间广阔，出海企业具备技术优势。国内外运营商收费模式具差异化，海外应用机顶盒意愿更强。

技术及渠道优势构建公司稳固基本盘。由于上游芯片供给紧张，且运营商需要个性化软件开发及系统集成定制，机顶盒行业集中趋势加重。公司具备技术、渠道及供应链规模等优势，具备全球化定制开发、成熟 4K/8K 等解码及智能化应用的能力，在 2B 和 2C 端积累了丰富的销售渠道。

AI 赋能机顶盒业务，有望成为智能家居终端载体：1）拓展功能 2）实现语音控制 3）AIGC 智能搜索，提升用户体验。公司和国内外 AI 技术先进大厂均已有合作：1）公司与百度合作生产了创维小度 AI 机顶盒，2023 年 3 月 16 日文心一言发布后，基于与百度智能云的框架合作，创维数字已在 C 端各类产品进行内部测试；2）在海外，公司与微软及 Google 长期合作。公司已通过海外子公司欧洲 Strong 集团，与微软云签订了 ChatGPT 的使用协议。融合新技术的机顶盒业务有望迎来量价齐升。机顶盒市场需求的迭代有赖于机顶盒硬件、计算处理能力的迭代。

3. 宽带连接进入千兆时代，公司业务稳中有进

全球宽带服务市场规模稳步增长，海外千兆宽带业务存较大价值空间。据 GRAND VIEW RESEARCH 预计，2022 年全球宽带服务市场规模为 4,194.4 亿美元，2023 年至 2030 年的复合年增长率 (CAGR) 将达到 9.7%。千兆宽带海外渗透率较低，且多集中在发达国家，众多的发展中国家将为行业的发展提供充足的动力。

公司产品供应进入前列，未来持续加码新技术应用。公司持续耕耘网关市场，不断开拓市场份额。公司中标中国移动 2022 年至 2023 年智能家居网关产品集中采购第二批次班车式采购（公开采购部分）5 个标包，综合中标量达 503 万台。针对未来市场将大量应用的高端万兆网关设备标包中，公司分别以第 3 名和第 2 名中标，份额分别高达 17.39% 及 23%。公司是中国电信长久合作伙伴，2022 年网关部分进入前四。

4. 新业务开始发力：Pancake 方案席卷 VR 市场，需求端驱动车载显示快速增长

VR 市场未来持续火爆，公司产品亟待放量。根据 IDC 的市场规模预估，全球的 VR 头显设备规模将会在 22-27 年间增长 288%，5 年 CAGR 达到 23.59%。SAM 模型有望带来 VR 市场新机遇。苹果加速市场稳定，VR 硬件与内容共同升级 VR 体验。

在硬件设备方面，Pancake 解决方案优势凸显。为了同时兼顾重量和成像质量，Pancake 由于折叠光路设计减少了视距，逐渐进入厂商视野。创维已经发布 Pancake 光学方案 VR 一体机产品，后续 PicoNeo4, MetaProject Cambria 等均使用 Pancake 方案。

5. 盈利预测及投资建议

创维数字作为机顶盒等智能终端全球龙头企业，也正抓住了全球千兆宽带连接设备发展的机遇；同时也正在积极培育 VR/MR/AR 终端、车载显示总成系统和智慧城市等新兴业务。我们认为受益于下游智能终端和宽带的更新迭代拉动需求，以及 VR 等培育业务的成熟和发展，特别是 AIGC 技术给公司带来的战略性机遇，公司将充分发挥既有技术优势和渠道资源，在市场变革中抢占更多份额，实现营收和毛利的双重增长。预计公司 2023-2025 年总体营收增速分别为 23%/19%/18%，2023-2025 年综合毛利率分别为 18.9%/19.3%/19.5%。公司作为智能终端行业龙头，有望受益于高清化迭代及 AI 赋能，给予 2023 年 30 倍 PE，对应市值 288 亿元，首次覆盖给予“买入”评级。

6. 风险提示

各类产品原材料供应风险，AI 及 VR 技术发展不及预期。

创维数字三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	9,269	10,183	11,630	13,310	营业总收入	12,009	14,742	17,560	20,643
货币资金及交易性金融资产	3,997	4,576	6,178	7,297	营业成本(含金融类)	9,887	11,962	14,174	16,612
经营性应收款项	3,307	3,085	2,690	2,609	税金及附加	32	41	47	56
存货	1,738	2,248	2,474	3,061	销售费用	604	737	878	1,032
合同资产	0	0	0	0	管理费用	215	265	316	372
其他流动资产	226	274	288	342	研发费用	621	800	953	1,120
非流动资产	1,542	1,548	1,565	1,575	财务费用	-71	-64	-99	-154
长期股权投资	117	118	117	115	加:其他收益	170	8	7	7
固定资产及使用权资产	710	719	699	673	投资净收益	-7	29	25	25
在建工程	64	43	35	37	公允价值变动	6	0	0	0
无形资产	283	319	370	409	减值损失	6	-2	-2	-2
商誉	92	92	92	92	资产处置收益	-1	1	1	1
长期待摊费用	36	19	13	10	营业利润	896	1,036	1,322	1,637
其他非流动资产	239	239	239	239	营业外净收支	-12	0	0	0
资产总计	10,810	11,732	13,195	14,885	利润总额	884	1,036	1,322	1,637
流动负债	4,641	4,632	4,898	5,102	减:所得税	78	91	117	144
短期借款及一年内到期的非流动负	699	449	350	310	净利润	806	944	1,206	1,492
债					减:少数股东损益	-17	-14	-18	-22
经营性应付款项	3,093	3,287	3,603	3,780	归属母公司净利润	823	959	1,224	1,515
合同负债	93	108	99	100					
其他流动负债	756	788	846	913	每股收益-最新股本摊薄	0.72	0.83	1.06	1.32
非流动负债	155	141	132	127	(元)				
长期借款	31	25	20	16	EBIT	826	945	1,199	1,459
应付债券	0	0	0	0	EBITDA	1,014	1,046	1,309	1,563
租赁负债	14	7	3	1					
其他非流动负债	110	110	110	110	毛利率(%)	17.67	18.85	19.28	19.53
负债合计	4,796	4,774	5,031	5,229	归母净利率(%)	6.85	6.50	6.97	7.34
归属母公司股东权益	6,000	6,958	8,182	9,697					
少数股东权益	14	0	-18	-40	收入增长率(%)	10.71	22.76	19.12	17.56
所有者权益合计	6,014	6,958	8,164	9,656	归母净利润增长率(%)	95.13	16.47	27.65	23.78
负债和股东权益	10,810	11,732	13,195	14,885					

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,610	979	1,850	1,285	每股净资产(元)	5.22	6.05	7.11	8.43
投资活动现金流	-153	-78	-99	-88	最新发行在外股份(百万股)	1,150	1,150	1,150	1,150
筹资活动现金流	-916	-322	-149	-77	ROIC(%)	11.05	12.14	13.69	14.36
现金净增加额	563	579	1,602	1,119	ROE-摊薄(%)	13.72	13.78	14.96	15.62
折旧和摊销	189	101	109	104	资产负债率(%)	44.37	40.69	38.13	35.13
资本开支	-191	-123	-133	-117	P/E(现价&最新股本摊薄)	22.30	19.15	15.00	12.12
营运资本变动	547	-94	521	-318	P/B(现价)	3.06	2.64	2.24	1.89

数据来源:Wind, 东吴证券(香港), 全文如无特殊注明, 相关数据的货币单位均为人民币, 预测均为东吴证券(香港)预测。

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及 / 或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及/或于有关发行之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话：(852) 39830888 (公司) (852) 39830808 (客户服务)

公司网址：<http://www.dwzq.com.hk/>

