

➤ **事件概述:** 2024 年 1 月 9 日-12 日创维 PANCAKE 2 将在 CES 展首次亮相。PANCAKE 2 采用 Mrico-OLED 屏, 拥有单目 4K 分辨率。

➤ **苹果 MR 产品销售在即, XR 产业迎来重大发展机遇。**

苹果将于年初发布首款具有突破性功能的 MR 头显产品, 采用 Pancake 光学方案和 4K 硅基 OLED 显示屏幕等核心技术, 解决显示模糊痛点, 有望充分拉动行业需求, 推动 XR 头显设备从企业商用产品迈入消费产品阶段。据 Mordor Intelligence, 全球 XR 市场规模 23-28 年 CAGR 将达到 34.94%。

➤ **公司 PANCAKE2 即将亮相 CES, 搭载 VST 和 4K 硅基 OLED 屏, 多项配置行业领先。**

公司 1 月 8 日在投资者互动平台表示, 将于 2024 年 1 月 9 日-1 月 12 日美国 CES 展期间展出创维 PANCAKE 2、PANCAKE 1 两款 MR 头显以及 A1 AR 眼镜产品。其中, PANCAKE 2 为首次亮相, 产品配备双 4K 级 Micro-OLED 屏幕, 分辨率为 3552×3840×2。主处理芯片为高通 XR2, 前置两颗 1600 万的 RGB 摄像头, 而现有的 VR/MR 设备基本采用 1 颗 RGB 摄像头。产品具备 VST 能力, 并搭载手势追踪等功能, 用户可体验到的 VST 透视效果接近真实世界, 与苹果采用的技术路径大体上一致。公司的 Pancake 光学方案采用多镜片组合方式, 可满足进行调焦需求, 支持 0~500 度 (0D~-5D) 近视屈光度调节, 能覆盖绝大部分近视用户的调节需求, 不戴眼镜也能使用 VR/MR。公司在视觉交互上提供了较为成熟的解决方案, 产品具备差异化, 轻薄优势明显。

➤ **先发突破 2B, 积极布局 2C, 公司有望充分受益 XR 产业发展。**

公司 XR 产品海外 2B 市场主要用在教育、培训、医疗等, 并且围绕 “OTT+AR” 产品形态积极布局 2C 市场。PANCAKE 2 MR 新品将先服务于海外 B 端行业解决方案市场, 重点拓展日本、美国、韩国、印度等 XR 行业应用客户, 并于 23 年 6 月与印度某客户达成战略合作提供 MR 产品设备定制服务。另外公司在 AR 领域亦有积累, 公司正与海外客户合作研发轻交互的 AR 眼镜, 通过 AI 和 AR 的结合实现基础性的功能交互。公司的 XR 产品其核心硬件与全球产业链公司合作, 产品公司自研及整机产品自行生产。公司在深圳宝安区和惠州仲恺高新区拥有自己的工厂, 具备完整的制造体系, 可以实现 XR 一体机的批量生产及产品的大量出货供应。公司有望受益于行业发展机遇, 打开公司成长曲线。

➤ **投资建议:** 我们认为随着苹果头显等产品的推动, MR 相关应用场景逐渐丰富, 头显逐步从商用产品迈入消费产品, 公司作为 XR 行业龙头之一有望率先受益。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 8.81/11.58/14.01 亿元, 对应 PE 倍数为 18x/14x/11x。维持 “推荐” 评级。

➤ **风险提示:** XR 市场竞争加剧; 下游需求不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	12,009	13,147	15,319	17,365
增长率 (%)	10.7	9.5	16.5	13.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	823	881	1,158	1,401
增长率 (%)	95.1	7.0	31.4	21.0
每股收益 (元)	0.72	0.77	1.01	1.22
PE	19	18	14	11
PB	2.6	2.4	2.1	1.8

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 1 月 9 日收盘价)

推荐
维持评级
当前价格:
13.65 元

分析师 马天诣

执业证书: S0100521100003

电话: 021-80508466

邮箱: matianyi@mszq.com

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	12,009	13,147	15,319	17,365
营业成本	9,887	10,862	12,624	14,320
营业税金及附加	32	33	35	38
销售费用	604	631	689	747
管理费用	215	224	245	260
研发费用	621	657	689	729
EBIT	826	908	1,225	1,477
财务费用	-71	-101	-121	-146
资产减值损失	-34	-34	-37	-39
投资收益	-7	-7	-8	-9
营业利润	896	971	1,304	1,579
营业外收支	-12	2	2	2
利润总额	884	973	1,306	1,581
所得税	78	97	131	158
净利润	806	876	1,175	1,423
归属于母公司净利润	823	881	1,158	1,401
EBITDA	1,014	1,130	1,423	1,696

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,997	4,571	5,320	6,409
应收账款及票据	3,200	3,370	3,759	3,977
预付款项	107	114	126	136
存货	1,738	1,856	2,142	2,413
其他流动资产	226	245	267	282
流动资产合计	9,269	10,156	11,615	13,217
长期股权投资	117	111	103	95
固定资产	681	703	717	731
无形资产	283	282	277	273
非流动资产合计	1,542	1,535	1,551	1,521
资产合计	10,810	11,691	13,166	14,738
短期借款	681	681	681	681
应付账款及票据	3,093	3,333	3,804	4,237
其他流动负债	868	852	900	942
流动负债合计	4,641	4,865	5,385	5,860
长期借款	31	30	30	30
其他长期负债	124	134	158	154
非流动负债合计	155	165	188	184
负债合计	4,796	5,030	5,574	6,044
股本	1,150	1,150	1,150	1,150
少数股东权益	14	9	27	48
股东权益合计	6,014	6,661	7,592	8,694
负债和股东权益合计	10,810	11,691	13,166	14,738

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	10.71	9.48	16.52	13.36
EBIT 增长率	188.29	10.00	34.87	20.56
净利润增长率	95.13	7.04	31.40	21.04
盈利能力 (%)				
毛利率	17.67	17.38	17.59	17.53
净利润率	6.85	6.70	7.56	8.07
总资产收益率 ROA	7.61	7.54	8.79	9.51
净资产收益率 ROE	13.72	13.24	15.30	16.21
偿债能力				
流动比率	2.00	2.09	2.16	2.26
速动比率	1.58	1.66	1.72	1.81
现金比率	0.86	0.94	0.99	1.09
资产负债率 (%)	44.37	43.02	42.33	41.01
经营效率				
应收账款周转天数	90.93	88.00	85.00	80.00
存货周转天数	64.16	63.50	63.00	62.50
总资产周转率	1.09	1.17	1.23	1.24
每股指标 (元)				
每股收益	0.72	0.77	1.01	1.22
每股净资产	5.22	5.78	6.58	7.52
每股经营现金流	1.40	0.89	1.07	1.43
每股股利	0.20	0.21	0.28	0.34
估值分析				
PE	19	18	14	11
PB	2.6	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA	12.74	11.44	9.08	7.62
股息收益率 (%)	1.47	1.56	2.05	2.48

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	806	876	1,175	1,423
折旧和摊销	189	221	198	219
营运资金变动	547	-133	-233	-97
经营活动现金流	1,610	1,026	1,236	1,645
资本开支	-191	-164	-186	-186
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-153	-165	-186	-186
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-686	-7	-11	0
筹资活动现金流	-916	-287	-302	-371
现金净流量	563	574	749	1,088

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026