

投资评级:增持(维持)

基本数据

2024-03-26

收盘价(元)	11.18
流通股本(亿股)	11.18
每股净资产(元)	5.54
总股本(亿股)	11.50

最近 12 月市场表现



分析师 杨烨

SAC 证书编号: S0160522050001
yangye01@ctsec.com

相关报告

- 《业绩短期承压，智能终端市场静待回暖》 2023-08-22
- 《多维业务扩张，加速海外布局》 2023-03-21
- 《数字经济中坚力量，AI 赋能智能家庭中心》 2023-03-13

核心观点

- ❖ **事件:**公司发布 2023 年年度报告,2023 年实现营业收入 106.27 亿元,同比下滑 11.50%;实现归母净利润 6.02 亿元,同比下滑 26.85%;实现归母扣非净利润 5.58 亿元,同比下滑 24.44%。
- ❖ **智能终端毛利率稳健,2024 年产品单价修复可期。**2023 年公司智能终端收入同比下滑 17.91%,其中:(1)宽带业务成长趋势显著,受益于《“十四五”数字经济发展规划》及国内千兆宽带网络升级,公司 PON 网关市场份额明显提升;(2)机顶盒受到销售单价同比下降及市场消费需求不足的影响,增长承压。2023 年智能终端毛利率同比提升 0.99 个百分点,我们认为系公司依托于集团规模化优势,实现较强的供应链整合能力。公司率先接入 Chatgpt 及文心一言大模型,进行产品应用及公司内部办公场景的推广,随着 AIGC 功能应用在智能盒子持续渗透,2024 年产品单价有望修复,毛利率有望持续提升。
- ❖ **车载显示拓展顺利,中小显示模组业务有望优化。**2023 年,公司汽车智能销售超过 100 万套,实现营收 9.82 亿元,同比增长 216.29%,获得核心客户的 20 个重点项目定点,新增一汽奔腾、长安阿维塔、吉利银河系列产品的新定点。2023 年,显示模组业务受国外经济下行、整体手机市场销量疲软等影响,实现营业收入 10.98 亿元,同比下降 26.89%,公司积极优化组织架构,转向直接对接品牌方,并拓展至无人机/POS 机/机器人等其他显示业务领域,2024 年业务有望优化。
- ❖ **Pancake2 MR 一体机对标 Vision Pro,引领空间计算时代。**公司当前推进 6DOF MR 一体机开发、MR 一体机操作系统及终端平台的研发。2024 年 1 月,公司新产品 Pancake2 MR 亮相美国 CES 展,该产品采用两颗 1600 万像素的 RGB 摄像头,配置 Micro-OLED 屏,双目达到 4k 分辨率,具备 VST 等能力,对标苹果新品 Vision Pro,公司 XR 也开启空间计算时代。2023 年,公司 Pancake 系列面向海外 B 端大客户定制化项目,重点拓展了日本、美国、韩国、印度、巴西等 XR 行业应用客户并实现了销售,2024 年有望进一步向 C 端进军。
- ❖ **投资建议:**公司机顶盒主业受到宏观因素影响,2023 年业绩承压,后续随着海外客户持续拓展,以及 AI 技术融合赋能,有望拉动公司新一轮成长。我们预测公司 2024-2026 年实现收入 129.56、154.17、183.69 亿元,实现归母净利润 8.55、10.68、13.60 亿元,对应当前 PE 估值分别为 15x、12x、9x,维持“增持”评级。
- ❖ **风险提示:**运营商集采量不及预期的风险;原材料价格大幅波动的风险;新业务推广不及预期的风险。

盈利预测:

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	12009	10627	12956	15417	18369
收入增长率(%)	10.71	-11.50	21.91	18.99	19.15
归母净利润(百万元)	823	602	855	1068	1360
净利润增长率(%)	95.13	-26.85	42.08	24.84	27.37
EPS(元/股)	0.75	0.53	0.74	0.93	1.18
PE	18.67	29.79	15.03	12.04	9.45
ROE(%)	13.72	9.45	12.41	14.16	16.31
PB	2.67	2.84	1.87	1.71	1.54

数据来源:wind 数据(截至 2024.03.26),财通证券研究所

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	12008.58	10627.45	12956.28	15416.84	18368.73	成长性					
减:营业成本	9887.18	8847.70	10626.25	12591.56	14905.69	营业收入增长率	10.7%	-11.5%	21.9%	19.0%	19.1%
营业税费	31.54	35.25	37.21	45.30	55.88	营业利润增长率	122.9%	-31.0%	47.8%	24.8%	28.8%
销售费用	604.38	514.60	621.90	740.01	881.70	净利润增长率	95.1%	-26.8%	42.1%	24.8%	27.4%
管理费用	215.06	178.01	220.26	246.67	293.90	EBITDA 增长率	112.0%	-34.5%	57.9%	27.4%	24.4%
研发费用	620.77	601.84	725.55	847.93	1010.28	EBIT 增长率	188.3%	-38.9%	74.9%	31.8%	26.8%
财务费用	-70.99	-135.34	-87.31	-38.41	-60.50	NOPLAT 增长率	156.9%	-36.7%	70.6%	31.8%	25.4%
资产减值损失	-33.85	-66.32	-45.92	-54.20	-64.69	投资资本增长率	-1.6%	5.5%	4.3%	7.8%	9.1%
加:公允价值变动收益	6.44	-3.85	1.00	0.00	0.00	净资产增长率	31.9%	5.9%	8.0%	9.1%	10.3%
投资和汇兑收益	-6.87	-25.20	5.00	8.00	10.00	利润率					
营业利润	895.66	617.62	913.02	1139.85	1467.80	毛利率	17.7%	16.7%	18.0%	18.3%	18.9%
加:营业外净收支	-11.79	8.96	0.00	0.00	0.00	营业利润率	7.5%	5.8%	7.0%	7.4%	8.0%
利润总额	883.87	626.58	913.02	1139.85	1467.80	净利润率	6.7%	5.6%	6.5%	6.8%	7.3%
减:所得税	78.02	35.39	73.04	91.19	132.10	EBITDA/营业收入	8.4%	6.3%	8.1%	8.7%	9.1%
净利润	823.04	602.07	855.44	1067.96	1360.28	EBIT/营业收入	6.9%	4.8%	6.8%	7.5%	8.0%
资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	运营效率					
货币资金	3997.39	3673.21	3623.83	3925.85	4601.35	固定资产周转天数	21	21	21	19	17
交易性金融资产	0.00	0.00	1.00	1.00	1.00	流动营业资本周转天数	40	53	52	49	41
应收帐款	2991.46	3125.95	3617.76	4229.63	4765.87	流动资产周转天数	282	323	291	278	271
应收票据	208.27	208.55	258.08	305.01	361.53	应收帐款周转天数	92	104	90	95	96
预付帐款	106.97	181.90	150.34	191.08	247.84	存货周转天数	71	73	70	72	72
存货	1738.07	1865.18	2250.24	2655.97	3169.81	总资产周转天数	330	377	332	307	291
其他流动资产	77.96	227.07	227.07	227.07	227.07	投资资本周转天数	205	245	210	190	174
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	13.7%	9.5%	12.4%	14.2%	16.3%
长期股权投资	117.42	172.57	205.57	205.57	205.57	ROA	7.6%	5.3%	6.9%	7.7%	8.6%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	11.1%	6.7%	10.9%	13.4%	15.4%
固定资产	681.11	623.62	746.49	821.50	872.35	费用率					
在建工程	63.84	503.68	372.94	336.08	314.63	销售费用率	5.0%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%
无形资产	283.23	315.56	360.93	388.63	413.76	管理费用率	1.8%	1.7%	1.7%	1.6%	1.6%
其他非流动资产	23.98	20.71	20.71	20.71	20.71	财务费用率	-0.6%	-1.3%	-0.7%	-0.2%	-0.3%
资产总额	10816.43	11447.11	12419.96	13892.85	15849.02	三费/营业收入	6.2%	5.2%	5.8%	6.2%	6.1%
短期债务	680.82	725.11	525.11	475.11	425.11	偿债能力					
应付帐款	2314.47	2681.27	2855.76	3814.82	4128.95	资产负债率	44.4%	44.4%	44.6%	46.0%	47.7%
应付票据	778.32	579.31	1033.96	775.18	1455.42	负债权益比	79.9%	79.7%	80.5%	85.0%	91.3%
其他流动负债	76.96	71.79	71.79	71.79	71.79	流动比率	2.00	1.91	1.92	1.89	1.84
长期借款	30.63	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.58	1.45	1.43	1.39	1.35
其他非流动负债	11.84	10.05	10.05	10.05	10.05	利息保障倍数	15.47	34.45	23.31	38.40	54.09
负债总额	4802.54	5078.08	5540.95	6385.17	7565.65	分红指标					
少数股东权益	14.26	1.16	-14.30	-33.60	-58.18	DPS(元)	0.20	0.15	0.29	0.37	0.49
股本	1150.22	1150.22	1150.22	1150.22	1150.22	分红比率					
留存收益	3534.07	3908.02	4433.46	5081.42	5881.70	股息收益率	1.4%	1.0%	2.6%	3.3%	4.4%
股东权益	6013.89	6369.04	6879.02	7507.68	8283.37	业绩和估值指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	EPS(元)	0.75	0.53	0.74	0.93	1.18
净利润	823.04	602.07	855.44	1067.96	1360.28	BVPS(元)	5.22	5.54	5.99	6.56	7.25
加:折旧和摊销	188.54	159.98	166.83	174.19	188.42	PE(X)	18.7	29.8	15.0	12.0	9.5
资产减值准备	-5.79	81.35	55.92	64.20	74.69	PB(X)	2.7	2.8	1.9	1.7	1.5
公允价值变动损失	-6.44	3.85	-1.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	52.99	-13.03	37.88	30.31	27.28	P/S	1.3	1.7	1.0	0.8	0.7
投资收益	6.87	12.93	-5.00	-8.00	-10.00	EV/EBITDA	12.6	22.8	9.3	7.1	5.2
少数股东损益	-17.19	-10.88	-15.46	-19.30	-24.58	CAGR(%)					
营运资金的变动	546.56	-319.53	-350.72	-281.61	-74.35	PEG	0.2	—	0.4	0.5	0.3
经营活动产生现金流量	1610.40	475.25	741.38	1023.91	1535.28	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-152.50	-559.66	-222.87	-221.59	-222.51	REP					
融资活动产生现金流量	-915.65	-340.40	-567.88	-500.31	-637.28						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。