家庭智能新生态，虚拟现实实力派

——创维数字（000810）公司动态点评

投资评级：强烈推荐（首次）

分析师

周伟佳 CFA, ACCA 0755-83516551

Email:zhouwj@cgws.com

执业证书编号:S1070514110001

联系人:

赵悦媛 0755-83516207

Email:zhaoyy@cgws.com

从业证书编号:S1070115080102

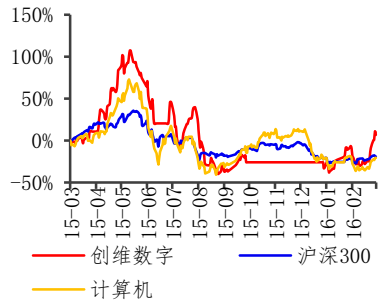
市场数据

目前股价	18.23
总市值（亿元）	182.03
流通市值（亿元）	71.49
总股本（万股）	99,850
流通股本（万股）	39,217
12 个月最高/最低	36.05/9.66

盈利预测

	2016E	2017E	2018E
营业收入	5701	6689	7907
(+/-%)	38.8%	17.3%	18.2%
净利润	564	707	861
(+/-%)	35.7%	25.4%	21.9%
摊薄 EPS	0.56	0.71	0.86
PE	32.29	25.76	21.13

股价表现



数据来源：贝格数据

相关报告

投资建议

公司于 3 月 24 日晚间发布 2015 年年度报告，全年实现营业收入 41.08 亿元，较上年同期增长 15.69%，实现归母净利润 4.15 亿元，较上年同期增长 8.94%。公司 Q4 旺季主业爆发，海外增速尤其显著，带动全年业绩增长。公司已逐步由单一硬件制造商向运营与服务商转型，培育家庭“互联网智能新生态”。此外，公司与腾讯“强强联合”，预计于今年年中推出含 VR 眼镜的高配版游戏主机 miniStation，切入虚拟现实市场。公司与腾讯在 VR 眼镜上的合作，可类比 HTC 之于 VALVE，产品定位高端、研发团队优秀、销售渠道多样以及内容资源丰富。公司集“VR”+“互联网智能生态”于一身，估值大幅低于行业水平。预计公司 2016-2017 年分别实现营业收入 57.01 亿元和 66.89 亿元，净利润 5.64 亿元和 7.07 亿元，EPS 分别为 0.56 元和 0.71 元。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

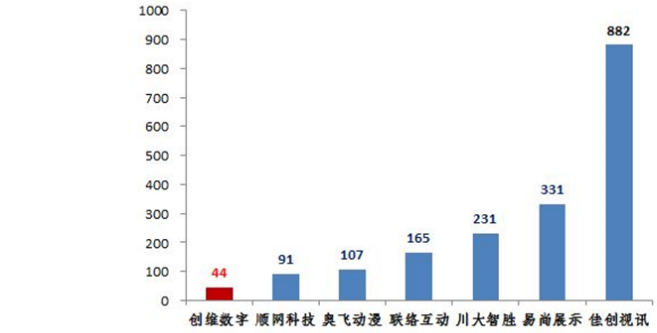
投资要点

- **内生超预期增长，行业龙头地位稳固。**2015 年公司实现营收 41.08 亿元，同比增长 15.69%，实现归母净利润 4.15 亿元，同比增长 8.94%。在全球机顶盒市场出货量逐年攀升、存量市场向数字化和高清化转化的大背景下，公司数字机顶盒业务增长 14.81%，大幅高于市场预期，是营业收入增长的主要原因。另外，公司持续保持高额研发投入，积极布局由“硬”向“软”战略转型，运营、技术服务业务本年度实现营业收入 5032.12 万元，毛利率为 80.3%，未来，随着公司运营服务业务的收入占比逐渐加大，公司整体毛利率水平将逐步攀升，综合实力将逐步展现，行业龙头地位巩固。

- **联手腾讯推出 miniStation VR。**公司依托腾讯庞大的用户群、软件方面的支持以及内容资源的提供，推出游戏主机 miniStation 硬件设备，后期双方将联合运营、收益共享。miniStation 是一款基于 Android 的微型游戏主机，分为标准版与 VR 版。标准版以电视屏幕为主要输出，是家庭客厅的安卓娱乐系统；VR 版本为配备 VR 眼镜的欧系主机，基于高通 2016CES 最新的“晓龙 820”芯片支持，加上手机或手柄双外设操作，不仅可以支持 4K 及以上的显示分辨率需求，更能有效避免因延时与刷新率低而引起眩晕感，为玩家带来完美的视听盛宴。预计售价大幅低于海外同类产品，性价比极高。产品推出后，创维负责生产，并利用创维自有及合作的线上和线下渠道销售，腾讯提供软件与内容资源，并在线上引流。预计，2016 年标准与 VR 版目标销量总额约 50 万台。公司与腾讯的强强联手有望产生 HTC 与 Valve 的合作效应，miniStation VR 有望成为国内自主研发虚拟现实产品的标杆。

- **纯正 VR 标的被严重低估。**目前，市场对公司的评价仍停留在“家电企业”的误区，对比其他 VR 概念标的，公司估值处于较低水平， 2015 年 PE 仅为 44 倍，预计公司 2016-2017 年分别实现营业收入 57.01 亿元和 66.89 亿元，净利润 5.64 亿元和 7.07 亿元，PE 分别为 32X 和 26X。公司是最纯正的 VR 标的，兼具“互联网智能生态链”概念，价值严重被低估。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

图 2：对比其他 VR 概念标的，公司估值处于较低水平



资料来源：wind2015 年公司年报和快报信息，长城证券研究所

- **风险提示：**VR 产品销量不达预期，运营和服务的市场拓展存在较大的不确定性。

附：盈利预测表

利润表（百万）	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	3502	4108	5701	6689	7907
营业成本	2723	3190	4423	5111	6007
销售费用	224	306	425	499	588
管理费用	177	253	353	415	490
财务费用	-16	-38	-51	-67	-92
投资净收益	5	1	0	0	0
营业利润	362	387	535	710	888
营业外收支	71	87	87	87	87
利润总额	433	473	622	797	975
所得税	48	60	62	96	120
少数股东损益	-2	-3	-4	-5	-6
净利润	387	415	564	707	861
资产负债表					（百万）
流动资产	3595	4543	5764	6734	8112
货币资金	908	432	1776	2537	3748
应收账款	2384	2599	2716	2986	3181
存货	253	729	489	429	399
其他流动资产	50	783	783	783	783
非流动资产	166	490	511	526	534
固定资产	112	240	239	235	228
资产总计	3761	5034	6275	7261	8645
流动负债	1543	2312	2553	2837	3366
短期借款	0	107	0	0	0
应付和预收款项	1543	2205	2553	2837	3366
非流动负债	204	368	368	368	368
长期借款	150	69	69	69	69
负债合计	1747	2680	2921	3206	3734
股东权益	2014	2354	3354	4055	4911
股本	499	999	1034	1034	1034
留存收益	1489	1273	1837	2544	3405
少数股东权益	25	52	48	43	37
负债和权益总计	3761	5034	6275	7261	8645
现金流量表					（百万）
经营活动现金流	219	432	958	682	1100
其中营运资本减少	-31	180	980	686	848
投资活动现金流	17	-891	35	34	45
其中资本支出	-469	188	13	11	8
融资活动现金流	194	31	351	45	67
净现金总变化	431	-421	1344	760	1211

主要财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长性					
营业收入增长	212.2%	17.3%	38.8%	17.3%	18.2%
营业成本增长	174.1%	17.2%	38.6%	15.5%	17.5%
营业利润增长	1473.5%	6.8%	38.4%	32.8%	25.1%
利润总额增长	1648.4%	9.3%	31.5%	28.2%	22.3%
净利润增长	2263.0%	7.2%	35.7%	25.4%	21.9%
盈利能力					
毛利率	22.2%	22.3%	22.4%	23.6%	24.0%
销售净利率	11.0%	10.0%	9.8%	10.5%	10.8%
ROE	19.5%	18.1%	17.1%	17.6%	17.7%
ROIC	48.2%	23.2%	21.8%	34.5%	43.7%
营运效率					
销售费用/营业收入	6.4%	7.4%	7.5%	7.5%	7.4%
管理费用/营业收入	5.1%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%
财务费用/营业收入	-0.5%	-0.9%	-0.9%	-1.0%	-1.2%
投资收益/营业利润	1.5%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
所得税/利润总额	11.0%	12.8%	10.0%	12.0%	12.3%
应收账款周转率	1.51	1.64	2.18	2.33	2.59
存货周转率	10.78	4.37	9.04	11.90	15.04
流动资产周转率	1.84	0.82	0.92	0.96	0.95
总资产周转率	0.93	0.82	0.91	0.92	0.91
偿债能力					
资产负债率	46.5%	53.2%	46.6%	44.1%	43.2%
流动比率	2.33	1.81	2.09	2.22	2.28
速动比率	2.13	1.21	1.63	1.82	1.94
每股指标（元）					
EPS	0.39	0.42	0.56	0.71	0.86
每股净资产	2.02	2.36	3.36	4.06	4.92
每股经营现金流	0.43	-0.41	1.35	0.76	1.21
每股经营现金/EPS	1.10	-0.99	2.39	1.08	1.41
估值	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
PE	47.05	43.81	32.29	25.76	21.13
PEG	2.12	1.59	0.83	1.49	1.16
PB	9.15	7.91	5.51	4.54	3.73
PS	5.20	4.43	3.19	2.72	2.30
EV/EBITDA	19.06	35.34	27.24	20.97	16.28
EV/SALES	2.40	4.39	3.03	2.47	1.93
EV/IC	6.51	8.45	10.15	9.99	11.70
ROIC-WACC	0.39	0.14	0.13	0.26	0.35

研究员介绍及承诺

周伟佳： 计算机行业首席分析师，CFA 会员，ACCA 资深会员，悉尼大学商科硕士，曾就职于华为技术、阿尔卡特朗讯、招商证券、大成基金等公司，2014 年加入长城证券金融研究所。

赵悦媛： 吉林大学理学硕士， 2015 年加入长城证券。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。
本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。
本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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的邀请或向他人作出邀请。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。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所引致的任何损失负任何责任。
长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。
长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级： 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上.

行业评级： 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场.

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘　璇：0755-83516231，18938029743，liux@cgws.com
李双红：0755-83699629，18017465727，lishuanghong@cgws.com
李　丹：0755-83699629，18665289977，ldan@cgws.com
李小音：0755-83516187，18562591899，lixiaoyin@cgws.com
吴林蔓：075583515203，13418560821，wulinman@cgws.com

北京联系人

赵　东：010-88366060-8730，13701166983，zhaodong@cgws.com
王　媛：010-88366060-8807，18600345118，wyuan@cgws.com
李珊珊：010-88366060-1133，18616891195，liss@cgws.com
杨徐超：010-88366060-8795，18611594300，yangxuchao@cgws.com
申　涛：010-88366060-8777，15801188620，shentao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚：021-61680314，18602109861，xieyw@cgws.com
徐佳琳：021-61680673，13795367644，xujl@cgws.com
凌　云：021-61683504，18621755986,，lingyun@cgws.com
王　一：021-61683504，13761867866，wangy@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层
邮编：518034 传真：86-755-83516207
北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编：100044 传真：86-10-88366686
上海办公地址：上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼
邮编：200135 传真：021-61680357
网址：http://www.cgws.com