

2021年03月23日

创维数字 (000810.SZ)

## Q4 单季度收入降幅收窄，期待业绩改善

■事件：创维数字发布 2020 年年报。公司 2020 年实现收入 85.1 亿元，YoY-4.4%；实现业绩 3.8 亿元，YoY-38.7%。经折算，2020Q4 单季度实现收入 25.7 亿元，YoY-1.6%；实现业绩 1.0 亿元，YoY-23.7%。Q4 收入降幅环比 Q3 收窄。公司产品需求仍然受到疫情冲击，短期内面临原材料价格上行的压力，但中长期来看，公司在机顶盒市场的地位稳固，在超高清领域仍将持续发展，且宽带网络通讯连接设备迎来发展机遇，待宏观环境改善，公司有望迎来景气上行周期。

■国内收入降幅收窄，海外增速下滑：创维 2020H2 国内收入 YoY-1.5% (H1 为 -19.8%)，降幅环比显著收窄，反映在疫情逐步得到控制后，国内需求呈现复苏态势。2020H2 海外收入 YoY-7.0%(H1 为 +33.6%)，海外收入增速环比下降主要因为 2019H2 海外收入基数较高 (2019H2 海外收入 YoY+67.3%)。短期来看，全球芯片处于短缺状态，或对公司供给端带来一定压力；疫情对超高清政策落地的影响尚未完全消退，对公司产品需求仍有一定的负面影响。中长期看，在全球 IP 化、宽带化继续演进的大背景下，大带宽的宽带网络通讯连接设备未来有较大的发展空间，有望与公司超高清终端设备一同拉动公司增长。

■Q4 单季度毛利率-销售费用率同比下滑：创维 Q4 单季度毛销差同比-2.6pct。其中，毛利率同比-3.9pct，我们判断主要因为：1) 出货结构阶段性变化：2020H2 专业显示业务收入占比达 31.2%，同比+5.2pct，而专业显示业务盈利能力较低 (2020 年专业显示业务毛利率为 6.8%，公司整体毛利率为 18.2%)；2) 芯片成本上行。以 DDR 为例，DDR 价格处于上行期 (见图 1)，年底价格 YoY+9.0%，对公司盈利能力带来一定压力，进入 2021Q1，DDR 价格涨幅扩大，预计公司承受的成本压力短期内将进一步扩大；3) 机顶盒收入下降，成本端的规模效应有所降低。Q4 单季度销售费用率同比-1.3pct，主要因为疫情原因，公司差旅费减少。

■Q4 单季度经营活动现金流同比大幅改善：创维 Q4 单季度经营活动净现金流同比增加 9.7 亿元，公司购买商品、接受劳务支付的现金同比减少 6.1 亿元；此外，公司回款有所增加，2020Q4 应收账款及应收票据较 2019Q4 减少 16.2 亿元，导致 2020Q4 销售商品、提供劳务收到的现金同比增加 3.6 亿元。

■投资建议：公司是国内机顶盒龙头企业，技术优势领先，我们预计创维数字未来业绩有望受益产业政策稳健增长。疫情对行业带来考验，加快优胜劣汰，长期而言有助于创维进一步提高市占率。我们预计公司 2021 年~2023 年的 EPS 分别为 0.49/0.62/0.78 元，维持买入-A 的投资评级。

■风险提示：原材料价格大幅上涨，政策落地进度慢于预期

(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	8,895.6	8,507.8	9,341.8	10,257.5	11,820.7
净利润	632.0	383.7	516.0	663.9	824.5
每股收益(元)	0.59	0.36	0.49	0.62	0.78
每股净资产(元)	3.54	3.95	4.33	4.89	5.59

盈利和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率(倍)	12.6	20.7	15.4	11.9	9.6
市净率(倍)	2.1	1.9	1.7	1.5	1.3
净利润率	7.1%	4.5%	5.5%	6.5%	7.0%
净资产收益率	16.8%	9.1%	11.2%	12.8%	13.9%
股息收益率	2.4%	0.0%	0.0%	0.8%	1.0%
ROIC	24.2%	9.8%	17.3%	12.3%	23.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 公司快报

证券研究报告

家用电器

投资评级 买入-A

维持评级

股价 (2021-03-22) 7.46 元

### 交易数据

总市值(百万元)	7,932.70
流通市值(百万元)	7,655.50
总股本(百万股)	1,063.36
流通股本(百万股)	1,026.21
12 个月价格区间	6.75/13.40 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	7.49	-4.91	-68.1
绝对收益	-0.53	-6.75	-37.69

张立聪

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070005  
zhanglc@essence.com.cn

韩星雨

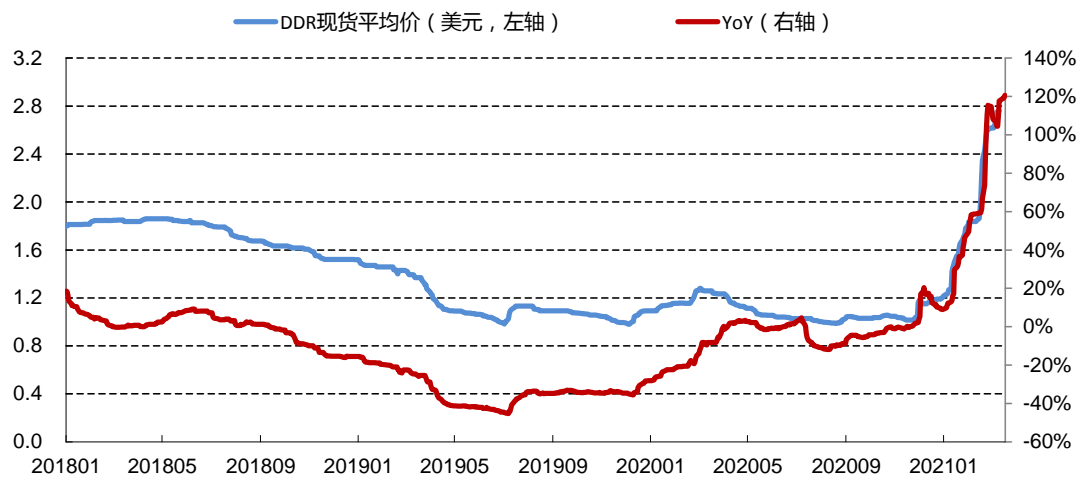
报告联系人

hanxy@essence.com.cn

### 相关报告

创维数字：Q3 仍受疫情影响，期待经营改善/张立聪	2020-10-27
创维数字：现金流改善，Q2 收入超预期/张立聪	2020-08-25
创维数字：疫情终将过去，期待业绩边际改善/张立聪	2020-04-27
创维数字：受益产业政策，2019 业绩高增长/张立聪	2020-01-30

图 1：2020Q4 开始，DDR 价格不断攀升



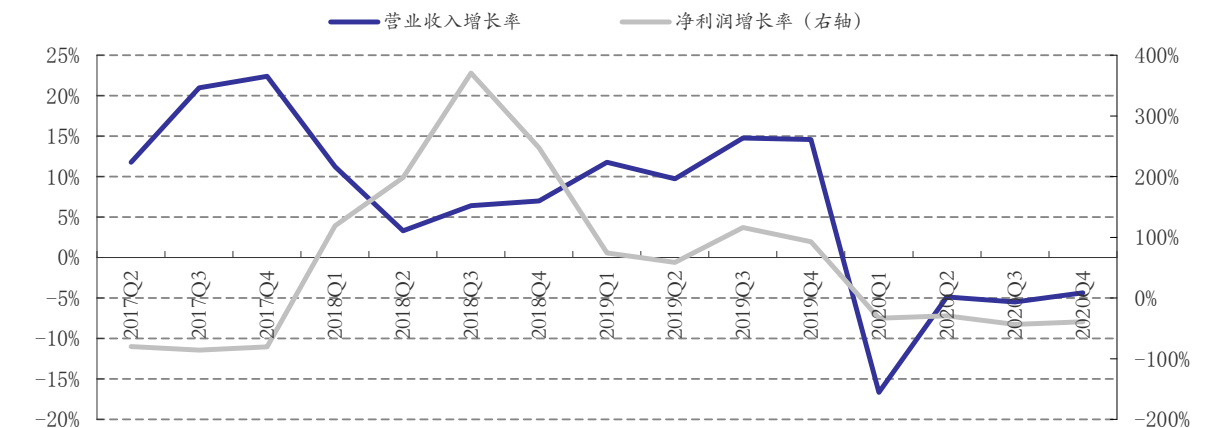
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

表 1：财务指标分析

	%	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
营业收入 YoY		8	3	16	10	-17	8	-7	-2
归母净利 YoY		78	49	234	34	-33	-26	-57	-23
扣非归母净利 YoY		57	63	261	65	-60	-28	-55	-18
销售毛利率		20	23	24	21	18	19	19	17
销售费用率		7	7	6	6	6	7	6	5
毛利率-销售费用率		14	16	18	15	12	12	13	12
销售净利率		6	8	10	5	4	5	5	3
ROE		4	4	7	4	2	3	3	2
扣非后 ROE		3	4	6	4	1	2	2	3
ROA		1	2	2	1	1	1	1	1
销售商品提供劳务收到的现金/收入		100	129	93	110	152	137	102	126
经营活动现金净流量/收入		-23	20	7	-1	43	31	7	37
经营活动现金净流量/经营净收益		-595	326	80	-21	4697	1035	195	1015
经营现金净额占比		316	45	45	12	-8299	132	-146	86
投资现金净额占比		29	-14	-10	17	405	-14	133	5
筹资现金净额占比		-245	68	65	71	7994	-17	113	9

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 2：收入与净利润增长率



资料来源: wind, 安信证券研究中心

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	8,895.6	8,507.8	9,341.8	10,257.5	11,820.7	<b>成长性</b>					
减:营业成本	6,939.7	6,960.5	7,493.6	8,132.2	9,285.3	营业收入增长率	14.6%	-4.4%	9.8%	9.8%	15.2%
营业税费	39.1	25.6	42.0	51.3	59.1	营业利润增长率	127.5%	-45.8%	51.8%	28.7%	24.2%
销售费用	573.7	504.8	588.5	646.2	744.7	净利润增长率	92.7%	-39.3%	34.5%	28.7%	24.2%
管理费用	196.8	231.3	253.9	278.8	321.3	EBITDA 增长率	112.9%	-46.7%	26.4%	26.0%	26.6%
研发费用	480.0	509.1	559.0	603.6	683.8	EBIT 增长率	149.4%	-57.0%	38.4%	34.8%	33.2%
财务费用	-21.1	26.0	-13.2	-32.2	-24.3	NOPLAT 增长率	70.8%	-35.9%	21.6%	25.9%	26.5%
资产减值损失	-26.8	-35.1	-	-	-	投资资本增长率	59.2%	-31.3%	76.5%	-34.2%	75.6%
加:公允价值变动收益	-1.9	-4.9	-	-	-	净资产增长率	25.9%	10.2%	8.3%	11.7%	13.0%
投资和汇兑收益	-11.5	-14.3	-	-	-						
<b>营业利润</b>	676.5	367.0	556.9	716.6	889.9	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	1.0	-2.8	-	-	-	毛利率	22.0%	18.2%	19.8%	20.7%	21.4%
<b>利润总额</b>	677.5	364.1	556.9	716.6	889.9	营业利润率	7.6%	4.3%	6.0%	7.0%	7.5%
减:所得税	61.1	10.0	80.8	103.9	129.0	净利润率	7.1%	4.5%	5.5%	6.5%	7.0%
<b>净利润</b>	632.0	383.7	516.0	663.9	824.5	EBITDA/营业收入	9.0%	5.0%	5.8%	6.6%	7.3%
						EBIT/营业收入	7.6%	3.4%	4.3%	5.3%	6.1%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资产周转天数	30	33	27	21	14
	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	流动营业资本周转天数	93	98	108	111	112
货币资金	2,102.8	3,338.7	747.3	2,365.9	945.7	流动资产周转天数	323	375	345	321	314
交易性金融资产	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	181	169	170	171	171
应收帐款	4,702.5	3,276.4	5,536.5	4,197.3	7,019.9	存货周转天数	53	53	56	55	53
应收票据	682.4	508.2	851.0	698.5	1,087.1	总资产周转天数	382	440	400	365	347
预付帐款	77.3	97.6	90.7	113.7	119.7	投资资本周转天数	129	140	143	138	131
存货	1,271.1	1,238.1	1,676.1	1,441.2	2,066.5						
其他流动资产	125.2	285.1	285.1	285.1	285.1	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	16.8%	9.1%	11.2%	12.8%	13.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.8%	3.5%	4.5%	6.0%	6.1%
长期股权投资	115.9	121.7	121.7	121.7	121.7	ROIC	24.2%	9.8%	17.3%	12.3%	23.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	782.4	763.5	647.7	531.8	416.0	销售费用率	6.4%	5.9%	6.3%	6.3%	6.3%
在建工程	1.1	-	-	-	-	管理费用率	2.2%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%
无形资产	177.0	164.5	144.0	123.6	103.2	研发费用率	5.4%	6.0%	6.0%	5.9%	5.8%
其他非流动资产	503.5	456.4	416.6	380.7	380.7	财务费用率	-0.2%	0.3%	-0.1%	-0.3%	-0.2%
<b>资产总额</b>	10,541.3	10,250.1	10,516.8	10,259.6	12,545.6	四费/营业收入	13.8%	14.9%	14.9%	14.6%	14.6%
短期债务	1,579.7	1,150.4	413.3	-	435.9	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	2,378.2	2,362.9	2,741.3	2,797.9	3,526.7	资产负债率	62.9%	58.0%	55.6%	49.2%	53.0%
应付票据	1,187.0	882.1	1,345.5	1,072.0	1,688.3	负债权益比	169.7%	137.9%	125.4%	96.8%	113.0%
其他流动负债	378.5	469.1	447.3	447.3	447.3	流动比率	1.62	1.80	1.86	2.11	1.89
长期借款	1.4	1.2	-	-	-	速动比率	1.39	1.54	1.52	1.77	1.55
其他非流动负债	1,108.4	1,076.6	903.3	730.0	556.6	利息保障倍数	-32.3	11.2	-30.6	-16.9	-29.8
<b>负债总额</b>	6,633.2	5,942.3	5,850.6	5,047.1	6,654.7	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	144.9	105.7	65.9	14.7	-48.9	DPS(元)	0.18	-	-	0.06	0.08
股本	1,058.3	1,063.4	1,063.4	1,063.4	1,063.4	分红比率	30.2%	0.0%	0.0%	10.0%	10.0%
留存收益	2,691.0	3,020.9	3,536.9	4,134.4	4,876.4	股息收益率	2.4%	0.0%	0.0%	0.8%	1.0%
<b>股东权益</b>	3,908.1	4,307.8	4,666.2	5,212.5	5,890.9						

## 现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	616.4	354.1	516.0	663.9	824.5	EPS(元)	0.59	0.36	0.49	0.62	0.78
加:折旧和摊销	161.6	175.2	136.2	136.2	136.2	BVPS(元)	3.54	3.95	4.33	4.89	5.59
资产减值准备	26.8	35.1	-	-	-	PE(X)	12.6	20.7	15.4	11.9	9.6
公允价值变动损失	1.9	4.9	-	-	-	PB(X)	2.1	1.9	1.7	1.5	1.3
财务费用	23.4	95.3	-13.2	-32.2	-24.3	P/FCF	8.2	6.8	-3.2	4.7	-6.2
投资损失	11.5	14.3	-	-	-	P/S	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
少数股东损益	-15.6	-29.6	-39.8	-51.2	-63.6	EV/EBITDA	16.0	16.3	14.9	8.6	8.7
营运资金的变动	-920.6	1,768.3	-2,153.4	1,522.7	-2,497.5	CAGR(%)	-0.2%	29.0%	14.6%	-0.2%	29.0%
<b>经营活动产生现金流量</b>	60.7	2,446.4	-1,554.2	2,239.4	-1,624.8	PEG	-62.8	0.7	1.1	-59.8	0.3
<b>投资活动产生现金流量</b>	-239.8	-192.6	0.0	0.0	0.0	ROIC/WACC	2.8	1.1	2.0	1.4	2.7
<b>融资活动产生现金流量</b>	1,001.2	-814.1	-1,037.2	-620.8	204.5	REP	1.2	2.3	0.9	1.3	0.5

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

张立聪声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## ■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuwx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

## 安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034