

创维数字 (000810.SZ) 视听器材行业

评级: 买入 首次评级

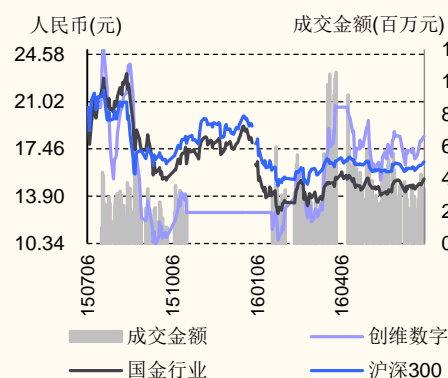
公司研究

市场价格 (人民币): 18.40 元
目标价格 (人民币): 20.80-21.80 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	259.33
总市值 (百万元)	18,372.46
年内股价最高最低 (元)	24.95/10.34
沪深 300 指数	3204.70
深证成指	10609.86



公司基本情况 (人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益 (元)	0.775	0.416	0.499	0.564	0.622
每股净资产 (元)	3.98	2.31	3.04	3.44	3.91
每股经营性现金流 (元)	0.43	0.44	0.28	0.21	0.35
市盈率 (倍)	21.04	30.45	36.87	32.64	29.56
行业优化市盈率 (倍)	30.25	49.44	42.52	42.52	42.52
净利润增长率 (%)	10297.15%	7.40%	24.22%	12.96%	10.41%
净资产收益率 (%)	19.46%	18.05%	16.41%	16.37%	15.93%
总股本 (百万股)	499.25	998.50	1,034.25	1,034.25	1,034.25

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **公司是国内机顶盒行业龙头, 业绩稳健, 技术研发实力突出:** 创维数字是国内机顶盒研发生产龙头。公司 2015 年实现营收 41 亿元, 同增 15.7%, 归母净利润同增 8.9%, 业绩稳健, 整体盈利能力高于行业平均水平。在国内机顶盒总量维持、结构调整的现阶段, 公司凭借强大的研发实力与雄厚的集团资源, 保持了主营机顶盒业务的稳健增长, 同时功能迈向智能化与增值业务。
- **主营业务纵向深化, 扩大自身市场优势:** 公司利用自身技术优势与客户基础, 深耕全球主流机顶盒业务模式, 主要体现为: 1. 深化与运营商合作, 探索“传统盒子+OTT+运营”模式; 2. 利用自身云平台资源, 积极拓展“互联网+OTT”服务; 3. 收购欧洲机顶盒企业 Strong 集团, 延伸外销业务优势至欧美发达国家。
- **转型业务横向扩张, 全方位布局增长机会:** 通过一系列资本运作与战略合作横向拓展业务版图, 全面布局“互联网+”下增长机会: 1. 与腾讯合作打造 miniStation 微游戏机, 进军客厅娱乐; 2. 收购创维汽车电子, 布局“车联网”与智能辅助驾驶; 3. 设立风驰电子科技, 瞄准家电售后服务市场。4. 拟作价 89880.00 万元收购液晶器件 100% 股权, 优化产品结构, 加强抗风险能力。

投资建议

- 创维数字是国内机顶盒龙头, 技术研发实力突出。公司通过探索“传统盒子+OTT+运营服务”、“OTT+云平台服务”模式, 成功打开国内 STB 业务新局面。通过收购 Strong 打开欧洲市场, 延续海外市场优势。公司自 2015 年起通过外延扩张和战略合作全面布局新业务, 预计未来将可实现游戏、运营、汽车电子等多个领域的业绩突破。
- 假设 2016 年完成液晶器件收购项目定增, 且不考虑 miniStation 落地, 我们预估 2016-2018 年公司实现营收 59/73/86 亿元, 同比增速 45%/23%/18%, 摊薄 EPS 0.50/0.56/0.62 元/股, 首次覆盖, 给予“买入”评级, 未来 6-12 个月目标价 20.80-21.80 元/股, 对应 2016 年 41.7-43.7XPE。

风险

- 外延扩张与公司业务融合进程低于预期, “互联网+”市场竞争加剧;
- CA 条件全国统一进程加速, 数字/互联网电视一体机对机顶盒产生替代。

张斌 分析师 SAC 执业编号: S1130511030002
(8621)60230230
zhangbin@gjzq.com.cn

孙静佳 联系人
(8621)60230218
sunjj@gjzq.com.cn

时代 联系人
(8621)60893123
shidai@gjzq.com.cn

内容目录

创维数字：创维集团旗下的机顶盒研发龙头	5
公司前身：创维集团数字电视事业部	5
背靠创维集团，研发实力突出	5
2015 年业绩反转，2016 势头迅猛	7
业绩稳健，费用控制良好	7
数字化与互联网浪潮下的机顶盒产业	8
机顶盒简介：现阶段电视必备配套设备	8
机顶盒行业发展稳健，功能迈向超高清、智能化与增值业务	10
国内机顶盒市场竞争格局	12
注重内生增长，稳扎主营业务	13
深化运营商合作，持续受益“三网融合”	13
OTT 盒子+云平台战略，完善运营确立增长	16
持续布局海外市场，收购 Strong 开拓欧洲疆土	19
外延同步扩张，全方位布局增长机会	20
进军客厅娱乐：联手腾讯打造 miniStation 微游戏机	20
收购创维汽车电子，布局车联网	21
线上深耕云平台，线下打通 O2O	23
收购液晶器件全部股权，拓展优化产品结构	24
盈利预测与投资建议	25
收入预测	25
毛利预测	26
投资建议	26
风险提示	27
附录	28

图表目录

图表 1：创维数字重要发展历程	5
图表 2：公司股权结构	6
图表 3：公司业务构成	6
图表 4：公司主营业务收入、利润及增速	7
图表 5：2016Q1 毛利率比较	7
图表 6：2016Q1 净利率比较	7
图表 7：2015 费用率比较	8
图表 8：2015 摊薄 ROE 比较	8
图表 9：数字电视与模拟电视区别	8
图表 10：机顶盒能使普通电视接收数字信号	8
图表 11：机顶盒按信号来源和传播媒介细分类别	9

图表 12: 机顶盒能够实现多种功能.....	9
图表 13: 有线电视、IPTV 与 OTT 对比.....	9
图表 14: 国内机顶盒产销情况.....	10
图表 15: 2016Q1 有线电视终端出货量结构.....	11
图表 16: 截至 2016Q1 有线机顶盒出货量结构.....	11
图表 17: OTT 机顶盒累计出货量(万台).....	11
图表 18: 国内有线机顶盒市场保有量(截至 2016Q1).....	12
图表 19: 2016 年 5 月 OTT 机顶盒品牌结构.....	12
图表 20: 我国 DVB+OTT 业务开通情况统计.....	13
图表 21: DVB+OTT 用户数及渗透率.....	13
图表 22: DVB+OTT 业务类型.....	13
图表 23: DVB+OTT 不同业务类型份额.....	13
图表 24: “广电+” 节目内容模式.....	14
图表 25: DVB+OTT 解决方案.....	14
图表 26: 公司运营服务业务模式.....	15
图表 27: 光纤及 IPTV 在互联网宽带加速渗透.....	16
图表 28: IPTV 用户规模与有线高清交互数字电视用户.....	16
图表 29: 创维智能网络机顶盒销售额逐年成倍增长.....	16
图表 30: 互联网电视运作流程.....	17
图表 31: 7 家牌照商情况.....	17
图表 32: 创维部分 OTT 盒子.....	18
图表 33: 公司云服务平台产品.....	18
图表 34: OTT 应用生态平台.....	18
图表 35: “硬件+平台+内容+服务” 生态体系.....	19
图表 36: 公司已披露海外订单.....	19
图表 37: miniStation 两大战略合作伙伴.....	20
图表 38: Co-Branding 合作模式.....	20
图表 39: miniStation 将手机与家庭娱乐联动.....	21
图表 40: 通过手机操控大屏游戏.....	21
图表 41: 乐檬 miniStation.....	21
图表 42: 乐檬版与创维版配置区别.....	21
图表 43: 创维车载空气净化器.....	22
图表 44: 魔镜系列.....	22
图表 45: 晶彩 SDS 智能车载娱乐系统.....	22
图表 46: 车联网结构示意图.....	23
图表 47: 蜂驰电子 O2O 业务范围.....	23
图表 48: 液晶器件收入规模及利润.....	24
图表 49: 业务分拆——收入.....	25
图表 50: 业务分拆——毛利.....	26

图表 51: 可比公司动态市盈率.....	26
图表 52: 创维数字 PE Band.....	26

创维数字：创维集团旗下的机顶盒研发龙头

公司前身：创维集团数字电视事业部

创维数字股份有限公司是国内最大的数字机顶盒研发、生产、销售厂商，其前身为创维集团数字电视事业部。2002年，事业部与创维宽频技术有限公司合并成为创维数字技术（深圳）有限公司，主营 DVB-C、DVB-S（释义见附录）、编码器、复用器等数字电视前端产品及机卡分离机顶盒、IP 机顶盒、双模机顶盒等终端产品。2007年，公司实施股改，正式更名深圳创维数字技术股份有限公司，其业务重心也逐步延伸至数字电视终端产品——机顶盒，并于 2011 年起雄踞中国机顶盒企业首位。2014 年，公司借壳华润锦华（000810.SZ）登录 A 股，股票简称创维数字。

图表 1：创维数字重要发展历程



来源：公司官网，国金证券研究所

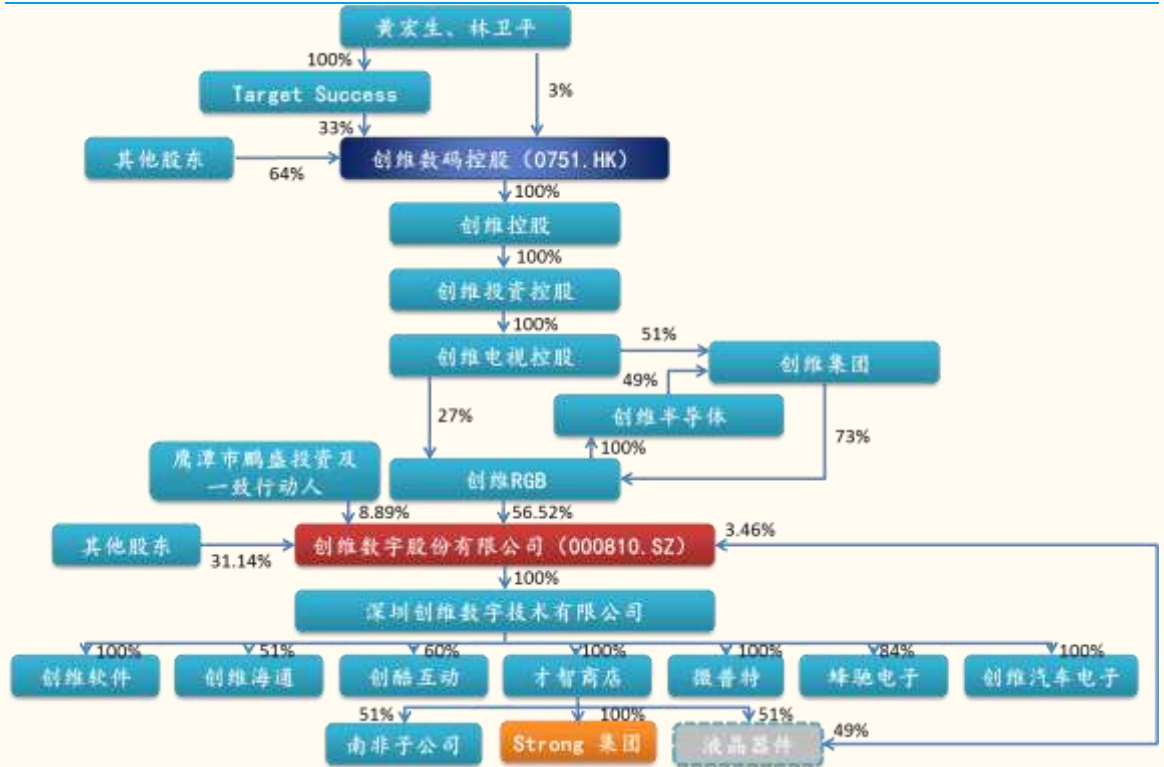
背靠创维集团，研发实力突出

创维数字间接控股母公司为创维集团。集团成立于 1988 年，以香港创维数码控股有限公司为龙头，业务包括以电视机为主的消费类电子、网络及通讯产品的研发、生产及销售，以港粤两地为核心辐射全球。

创维数字秉承了集团的一贯风格，即在技术研究和产品开发方面始终坚持自主研发为主、技术引进为辅的方式，通过软件、硬件、结构的自主设计研发及对合作方或外购方部分功能模块的集成，满足市场的差异化需求。目前，公司的研发实力国内领先，与国际最新技术完全接轨。公司以香港、南京及在深圳、

北京、武汉等五大科研机构为依托，拥有 400 多项专利和软件著作权，其中发明专利超过 60%，是国内拥有专利最多的数字机顶盒供应商。

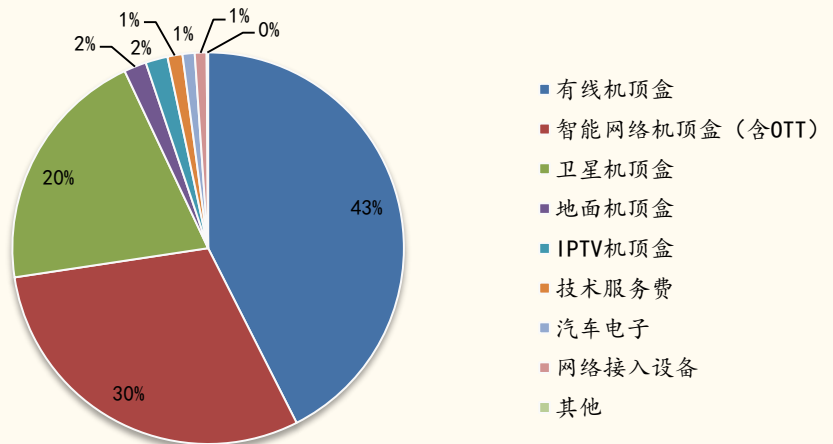
图表 2：公司股权结构



来源：公司公告，国金证券研究所

公司自 1997 年创立之初开始从事各类机顶盒的研发与生产，是国内最早从事数字电视及相关产品研发的企业之一。目前，公司主营业务为数字电视智能终端及软件系统与平台的研究、开发、生产、销售、运营与服务。其中终端硬件主要指数字网络机顶盒（包括 DVB 有线、数字卫星、数字地面、智能网络（含 OTT）、IPTV 等）及宽带网络接入设备。另外，公司还积极拓展新的运营与服务市场，包括与广电运营商拓展增值服务运营、基于自主 OTT 云平台的运营与服务、智能家居以及 O2O 管家上门服务等。公司已连续七年机顶盒销量全国第一，竞争优势明显；国际市场上，公司整体销量目前居世界第三。

图表 3：公司业务构成

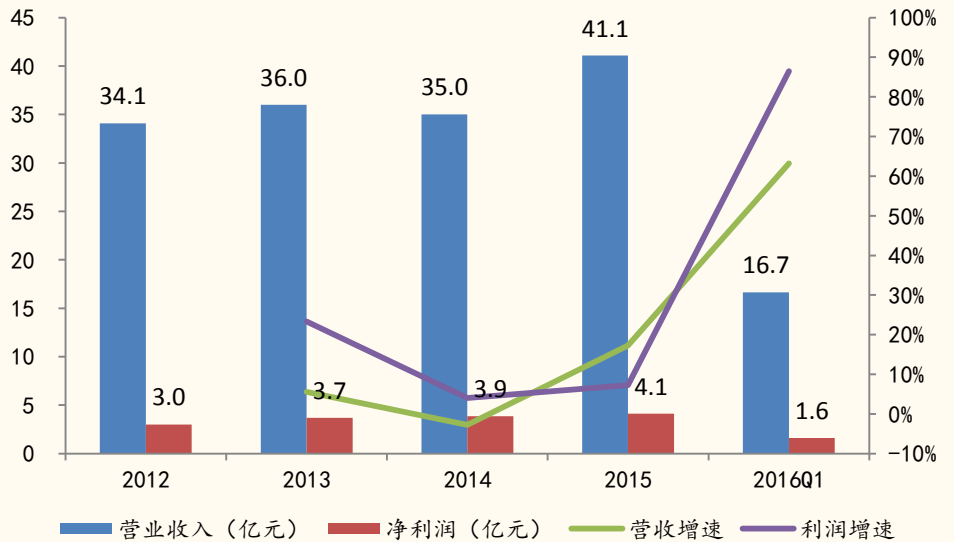


来源：公司公告，国金证券研究所

2015 年业绩反转，2016 势头迅猛

公司 2012-2014 年业绩基本保持平稳。2015 年，公司实现营收 41.1 亿元，同增 15.7%；实现归母净利 4.2 亿元，同增 8.9%。实现重组业绩承诺。公司 2015 年机顶盒占总营收的 96%，同增 14.81%；网络接入设备同增 45%；各项运营服务业务同增 857%。2016Q1，公司营收和利润更是猛增 63.2%和 90.4%（并表后）。公司业绩的大幅提振，一方面源于一贯的产品开发、渠道、运营竞争优势，另一方面，近一两年加速的海外市场扩张、多方面的业务拓展及优质资产收购也为公司业绩不断添加弹性和动能。

图表 4：公司主营业务收入、利润及增速

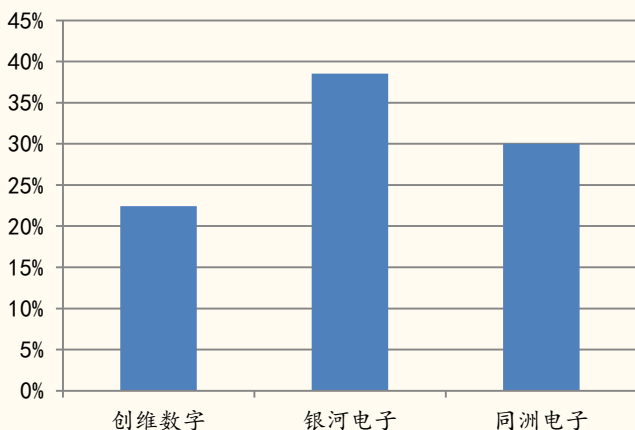


来源：公司公告，国金证券研究所

业绩稳健，费用控制良好

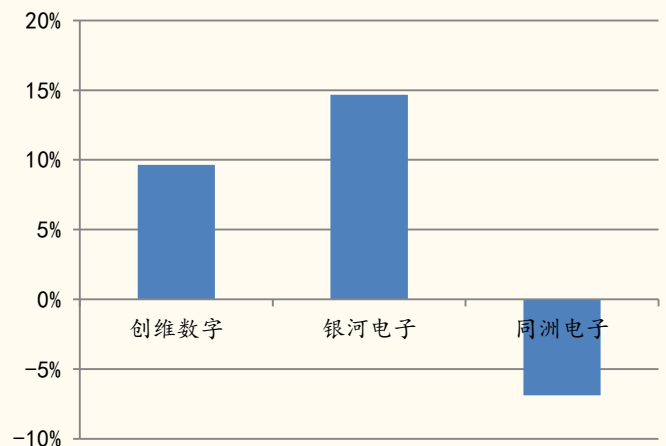
公司 2016Q1 毛利率 22.42%，相比同业水平稍低，源于公司产品定价较为亲民。净利率 9.64%，是毛利率的 43%，优于可比公司，源于其良好的管理水平和费用控制能力。2015 年公司摊薄 ROE18%，整体盈利能力优于行业平均水平。

图表 5：2016Q1 毛利率比较



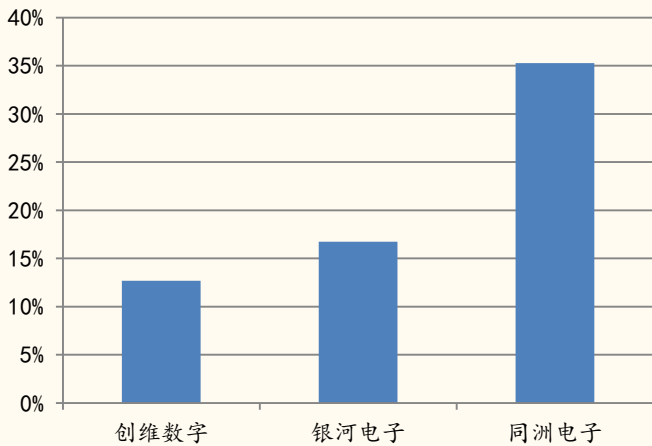
来源：WIND，国金证券研究所

图表 6：2016Q1 净利率比较



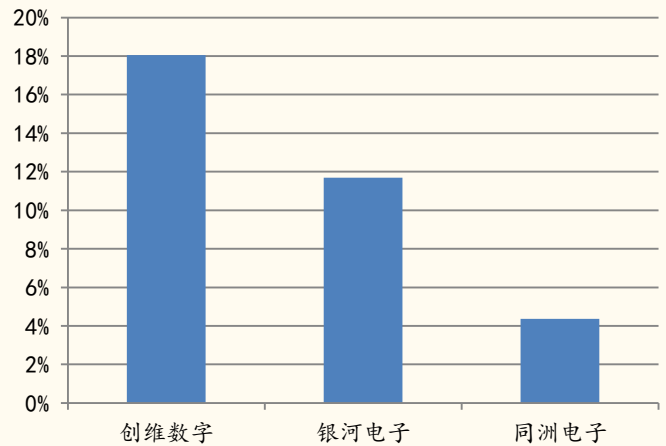
来源：WIND，国金证券研究所

图表 7: 2015 费用率比较



来源: WIND, 国金证券研究所

图表 8: 2015 摊薄 ROE 比较



来源: WIND, 国金证券研究所

数字化与互联网浪潮下的机顶盒产业

机顶盒简介: 现阶段电视必备配套设备

电视机按通信系统传输信号存在体制不同可分为模拟电视和数字电视(又称数位电视、数码电视)。数字电视信号从演播室到发射、传输、接收的所有环节都是使用数字电视信号(即通过由 0、1 数字串所构成的二进制数字流来传播),相比模拟电视具有信号损失小、接收效果好等优点。在我国,数字电视的推广和应用处于政策支持与加速普及阶段。

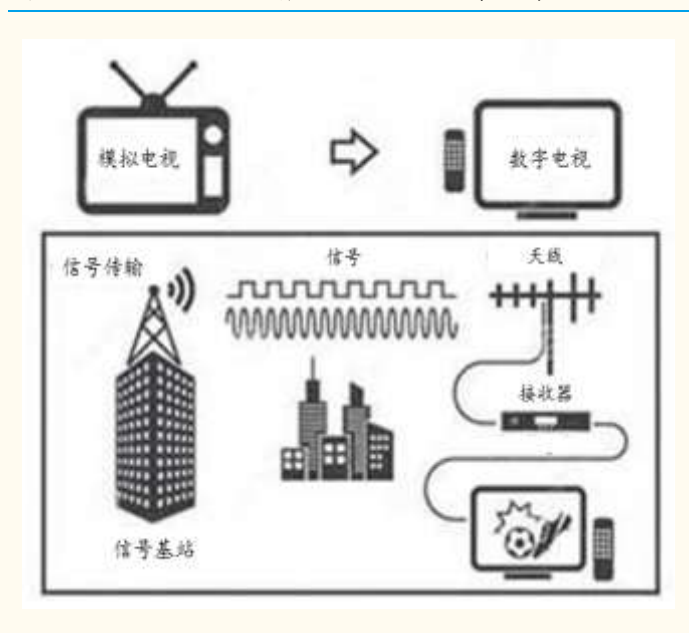
机顶盒全称数字视频变换盒(Set Top Box, STB),是连接电视机与外部信号源的设备。由于目前电视机大规模制造要求的软件一致性,这与国内 CA 条件(释义见附录)的差异性存在冲突(目前我国 CA 体系尚未统一,各个运营商自成一派),而此问题可通过机顶盒内置的前端接收软件差异化解决,因此,机顶盒仍是当下电视机必备的前端配套设备。

图表 9: 数字电视与模拟电视区别



来源: 网络资料, 国金证券研究所

图表 10: 机顶盒能使普通电视接收数字信号



来源: 国金证券研究所

针对不同类型的电视机，机顶盒提供的服务功能有所差异：对于传统模拟电视，机顶盒负责完成接入端的数模转换，使得仅能接收模拟信号的电视用户也能观看上数字电视节目；对于数字电视，机顶盒负责协调当地 CA 条件，帮助用户接收到更多的数字电视频道节目。另外，搭载了阿里云或安卓系统的机顶盒（即智能机顶盒）还可成为家庭的一个智能终端，配合电视屏幕实现人机交互、视频点播、视频存储、家庭电子政务、互联网智能设备一体化等多种功能。

图表 11：机顶盒按信号来源和传播媒介细分类别

机顶盒大类	信号来源	传播媒介	细分类别
数字机顶盒	广播电视网络	有线电视网	有线数字机顶盒
		卫星	卫星数字机顶盒
		信号发射塔	地面数字机顶盒
网络机顶盒	IP 或互联网	IPTV 专网	IPTV 机顶盒
		互联网	智能机顶盒

图表 12：机顶盒能够实现多种功能



来源：国金证券研究所

来源：国金证券研究所

机顶盒按电视信号来源可分为数字电视机顶盒和网络电视机顶盒。数字机顶盒信号来自广播电视网络，根据其传播媒介不同又可分为有线数字机顶盒、地面数字机顶盒、卫星数字机顶盒三类；网络机顶盒信号来自局域网或互联网，可分为 IPTV 机顶盒和智能机顶盒（以 OTT 为代表）两类（释义见附录）。网络机顶盒相比数字机顶盒主要区别是媒体内容及传播方式的改变。

图表 13：有线电视、IPTV 与 OTT 对比

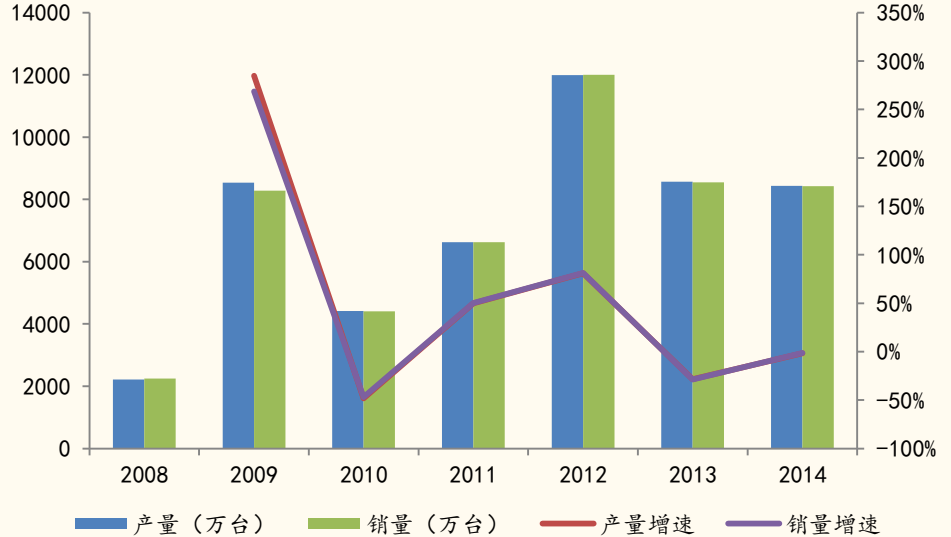
主要区别点	有线电视	IPTV	OTT
运营主体	广电运营商	IPTV 牌照持有商+电信运营商	牌照商+互联网+终端厂商
核心牌照	运营商主体须由广电系统控股	CNTV 和百事通拥有集成播控总平台牌照，省级电视台拥有 IPTV 集成播控分平台牌照	CNTV、华数传媒、百事通、南方传媒、湖南电视台、中国国际广播电台及中央人民电台
传输网络	有线电视网	电信宽带网	互联网 Internet
播放方式	DVB-C 直播，IPQAM+P 互动	直播+IP 点播	点播
图像质量	高	与网络带宽有关	与网络带宽有关
监管	可管可控	可管可控	管控相对较弱，正逐步收紧
视频内容	牌照商内容	牌照商内容	牌照商+视频网（有版权）
盈利模式	基本收视费+付费高清频道订购+点播等互动业务+其他增值业务	捆绑宽带业务+增值业务收费+点播电视+互动游戏	硬件销售+平台、内容广告+付费 App 等
收费方式	按月收取有线电视费用	按月收取固定 IPTV 使用费用或与宽带组合收费	硬件收费+内容或服务收费
收费水平	较低，但双向改造后成本提高，收费提高	中等	较低

来源：网络公开资料，国金证券研究所

机顶盒行业发展稳健，功能迈向超高清、智能化与增值业务

机顶盒作为新兴产品，自 2009 年起爆发增长，每年出货水平参差，但总体产销接近饱和。2014 年，我国电视机顶盒产量 8432 万台，销量 8422 万台，产销率 99.9%，需求端运行平稳。

图表 14：国内机顶盒产销情况



来源：WIND，国金证券研究所

机顶盒能以最经济的方式解决存量电视向高清数字电视的转变。未来的 5-10 年，机顶盒仍会占据电视产业的重要位置，主要基于以下两点原因：

■ 价格实惠，迭代迅速

通过配备一个几百元的机顶盒，普通电视可以方便地升级为具有高清、智能等功能的数字电视，其成本远低于直接购买一台具备该功能的电视机（一体机或智能机）。另外，相对较低的更换成本叠加计算硬件加速升级的事实，也使得机顶盒具有迭代迅速的属性，可满足消费者不断追新的消费预期。这也是当下欧美地区数字电视、智能电视与机顶盒并存现状的主要原因。

■ 存量电视仍有空间

机顶盒的诞生源于传统模拟电视升级数字电视的需求，数字电视机顶盒的增量取决于传统电视的存量。根据智研咨询《2015-2020 年中国互联网电视市场研究及发展趋势研究报告》数据估算，截至 2014 年我国普通电视用户存量约 5.7 亿台，而截至 2014 年我国机顶盒共计销售约 5 亿台（中国电子信息统计年鉴数据），如果将机顶盒更替考虑在内（按每年 20% 速度更替），则保守估计市场上仍有 3 亿台存量电视需要配套购置机顶盒，对应 600-800 亿元市场容量，空间仍十分巨大。

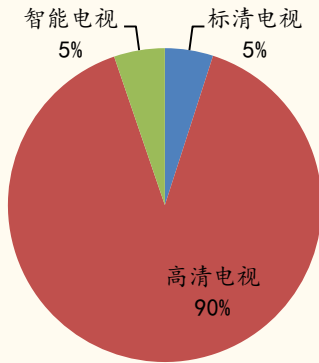
目前，机顶盒正处于从单纯数字电视解码设备向高清、智能化、具备增值业务支持能力的处理终端过渡阶段，功能从原先的单向型转向双向交互型。

■ 高清化

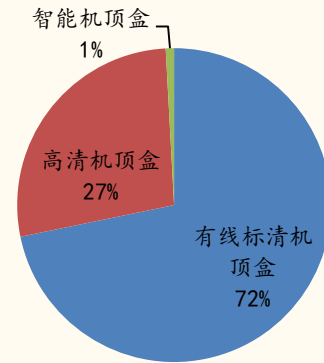
传统标清机顶盒利用 AV 或 S 端子传输数模转换信号，最终呈现的视频清晰度十分有限，多在 640x480。高清、超高清机顶盒通过改用 HDMI（释义见附录）端口传输数据，使接收 1920x1080 甚至更高分辨率的电视节目成为可能。根据格兰研究统计，2016Q1 单季度有线电视出货量中 90% 为高清分辨率电视，终端高清化趋势明显；相应地，2016Q1 高清机顶盒增量出货量达 663 万台，占有线机顶盒出货总量近 90%，环比增速超 40%。目前高清机顶盒市场保有量占比达到 27%，份额呈现持续增长。正如前文

所述，高清机顶盒需求量将受终端电视、电视节目分辨率水平影响，在整个产业处于快速上升通道的现阶段，高清机顶盒渗透率还将持续大幅提升。

图表 15: 2016Q1 有线电视终端出货量结构



图表 16: 截至 2016Q1 有线机顶盒出货量结构



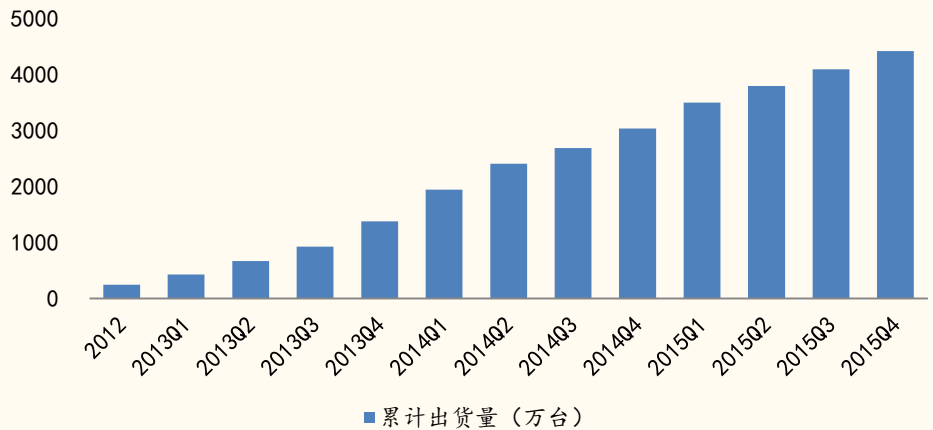
来源: Guideline Research, 国金证券研究所

来源: Guideline Research, 国金证券研究所

■ 智能化

智能机顶盒能够将不能上网的存量电视机连上网络。我国智能电视机顶盒从 2013 年初小米盒子发售起迎来爆发增长。以主流智能机顶盒 OTT TV 机顶盒为例，2013 年全年出货量为 1130 万台，是 2012 年的 4.5 倍。截至 2015Q3 市场保有量超过 4000 万台。受限于逐步收紧的政策，OTT 机顶盒销量自近一年以来出现下滑。根据奥维云网统计，2015 年 10 月 OTT 盒子市场总销量 48.6 万台，销售额 1.2 亿元，分别环比-2.4%和-4.3%。销量同比下降主要原因是 229 号文造成的市场冲击。我们预计随着各大机顶盒厂商与互联网牌照商合作逐步规范化，1-2 年调整期后智能电视机顶盒仍有望进一步放量。

图表 17: OTT 机顶盒累计出货量 (万台)



来源: 中国产业信息, 国金证券研究所

■ 增值业务

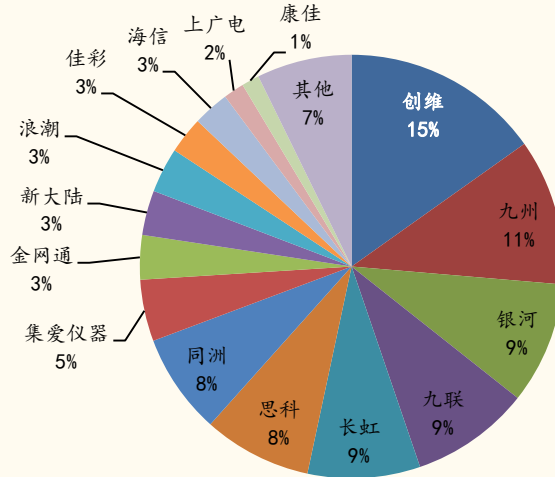
如今机顶盒已发展出高清数模转换+频道套餐、付费版影音游戏、“一站式”服务平台(如网上教育、网上预约挂号、网上缴费等)等增值业务,在全方位提升消费体验的同时实现持续性盈利模式。这种消费者与服务提供商互利双赢的模式也代表了未来智能终端的发展方向。

国内机顶盒市场竞争格局

■ 数字机顶盒领域

目前国内数字机顶盒市场整体竞争格局稳定，创维机顶盒龙头地位无可撼动，市场保有量 2-5 名分别为四川九州、江苏银河、九联以及长虹。

图表 18：国内有线机顶盒市场保有量（截至 2016Q1）

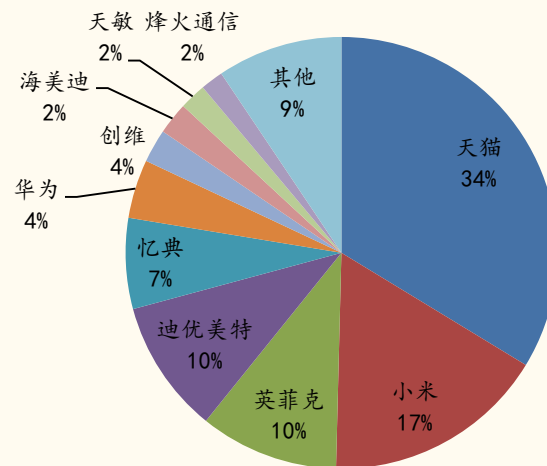


来源：Guideline Research，国金证券研究所

■ 网络机顶盒领域

网络顶盒市场由于先期政策收紧，总体呈现品牌数量减少、在售产品升级、行业集中度提升情况。根据奥维云网线上监测数据，2016 年 5 月 OTT 盒子在售品牌数量为 79 个，环比减少 14 个。线上销售额前五位依次是天猫、小米、英菲克、迪优美特和忆典，CR5 达到 77.6%。创维发展潜力巨大。

图表 19：2016 年 5 月 OTT 机顶盒品牌结构



来源：奥维云网，国金证券研究所

注重内生增长，稳扎主营业务

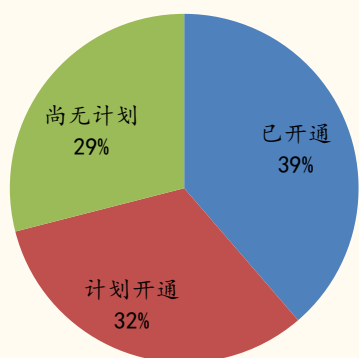
在数字电视智能化浪潮下，公司通过深化与广电、电信运营商合作，探索“传统盒子+OTT+运营服务”模式，成功打开国内 STB 业务新局面。另外，公司还着眼未来，通过自主品牌与合作品牌在网络智能盒子（OTT）、网络智能路由、互联智能网关、网络智能接入设备方面的持续探索，成功构筑了智能化的物理融合系统及云平台，使“OTT+云平台服务”成为公司业绩的强力增长点。

深化运营商合作，持续受益“三网融合”

根据格兰研究统计，我国电视家庭用户约有 4.23 亿户，广电有线数字化用户占到其中的 61.07%，仍为主力；IPTV、OTT TV 合计占比不足 25%，但增势迅猛。在互联网对传统电视网络运营商形成冲击的背景下，2010 年，我国开始推行广电网、电信网和互联网“三网融合”城市试点，旨在达到网络互通、资源共享，并于 2015 年进入全面推广阶段。目前，广电与电信的双向进入已取得不小突破。其中，广电系统依靠 DVB+OTT 方案在原有直播节目基础上增添互联网视频及增值业务，而电信系统则以光纤宽带+电话+IPTV/OTT 绑定策略逐步网络、提高渗透率。

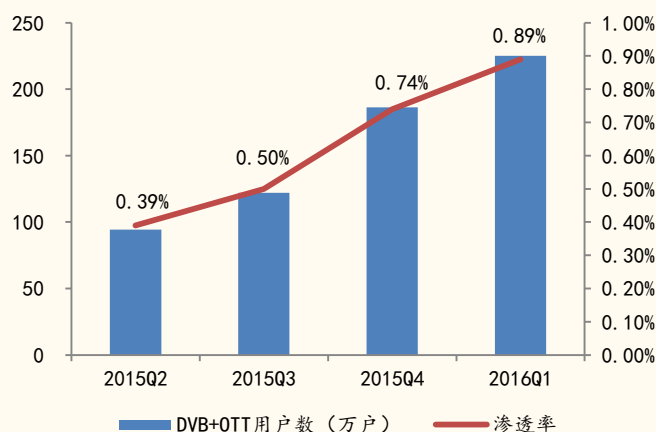
广电 DVB+OTT 业务进展已颇有成效。截至 2016 年一季度，已开通或计划开通此业务的省级广电网络运营商已超 7 成，其中，歌华有线、东方有线、江苏省网、河南省网已完成开通，另重庆有线、河北省网、龙江网络也将在近期开通。可以看到，目前 DVB+OTT 仍处于初始阶段，用户渗透尚不足 1%，未来空间广阔。

图表 20：我国 DVB+OTT 业务开通情况统计



来源：Guideline Research, 国金证券研究所

图表 21：DVB+OTT 用户数及渗透率



来源：Guideline Research, 国金证券研究所

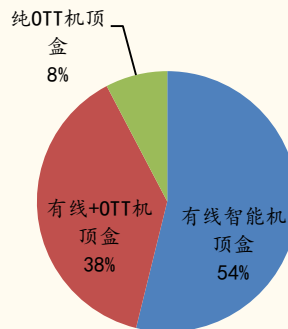
广电 DVB+OTT 业务包括有线智能机顶盒、有线+OTT 机顶盒、纯 OTT 机顶盒三种业务模式，其中有线智能机顶盒份额最大、覆盖范围最广。

图表 22：DVB+OTT 业务类型

DVB+OTT 业务类型	覆盖范围	覆盖省份	合作机顶盒品牌
有线智能机顶盒	广	江苏省网、河南省网、安徽省网、甘肃省网	创维、银河、长虹、海信、同洲、佳创、父母乐
有线+OTT 机顶盒	较广	贵州省网、济南市、无锡市	海信、九联、同洲、银河、九州、父母乐、多彩云等
纯 OTT 机顶盒	较小	北京歌华有线	纯 OTT 机顶盒

来源：Guideline Research, 国金证券研究所

图表 23：DVB+OTT 不同业务类型份额



来源：Guideline Research, 国金证券研究所

公司作为国内机顶盒行业龙头、广电最重要的合作伙伴，对三网融合的全国化推进正起到不可忽视的作用。目前，公司正致力继续深化与广电、电信运营商的业务合作，可以预见，未来公司还将在三网融合过程中持续受益。

■ 全系列解决方案做透广电业务

公司与广电网络运营商具有长达 16 年的合作基础，连续 8 年在广电有线机顶盒终端市场占有率保持第一名，覆盖率达 90%。目前，公司在中国区广电市场全部省份均形成供货，为广电普及数字电视信号贡献了强大的技术产品支持。

在广电网络运营商积极转型拥抱互联网进程中，公司进一步拓展合作业务深度，采取与运营商合作或合资方式，在传统电视业务之上拓展广电增值服务运营，打造“广电+”模式。具体体现在如下两方面：

■ TO Business: DVB+OTT 打开交互窗口

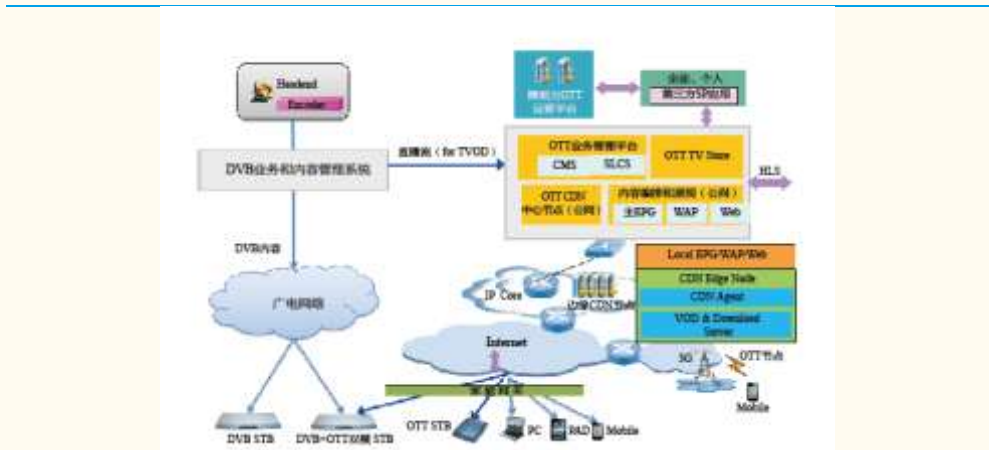
DVB+OTT 双模机顶盒可实现在传统广电直播节目基础上加载互联网视频点播及其他增值服务，其中 OTT 内容可来自 OTT 牌照持有方或完成了双向网改的广电内网 CDN 服务器。基于 DVB+OTT 模式，广电可成功将传统家庭单一“观众”转变为可以传递需求的“用户”，将传统“电视内容”转变为新兴“IP”资源，将“内容制作单位”转变为“内容分发平台”，为进一步的增值服务打开窗口。

图表 24：“广电+”节目内容模式



来源：国金证券研究所

图表 25: DVB+OTT 解决方案

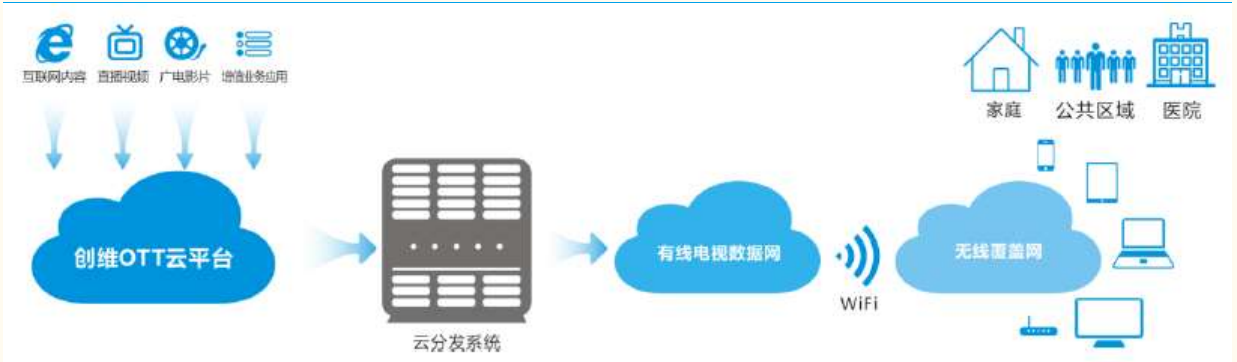


来源：ZTE 中兴，国金证券研究所

■ TO Consumer: Wifi 网络建设+App 业务投放

公司与广电网络的增值服务项目主要是面向医院开展 WiFi 网络建设和“医疗健康+电视视频”APP 业务投放，其中广电提供有线电视数据网络及视频内容，创维提供 OTT 云平台及云分发系统，通过大数据平台精准计算和分发内容至 C 端。用户通过智能终端扫码等方式接入 Wifi 并下载 App，即可观看免费电视节目，并享受线上预约、挂号等服务。

图表 26：公司运营服务业务模式



来源：公司公告，国金证券研究所

医院模式下，视频内容全部来自广电网络。广电作为传统电视网络在各地渗透率非常高，一般医院都有广电网络铺设，大大降低了 Wifi 的布置成本。作为广电的长期伙伴，公司合作过的运营商超过 969 家。公司与广电的信任合作机制是其独一无二的资源，也对竞争对手实现有效壁垒。

公司可通过医院运营服务业务获取多种盈利模式，如视频贴片广告（目前主流）、游戏和电商等（未来趋势）。通过构建 Pangea 多屏 OTT 增值服务平台系统，公司已具备多屏运营与云平台数据分析能力，通过与医院共享病患非敏感信息进行大数据分析和精准投放，可大幅提升服务附加值与客户粘性。未来业务完善后，在医院下载了创维 App 的客户回家后可通过 IP 匹配继续享受服务，从而打通三网融合+健康的广阔空间。

目前，此项“健康+电视”业务已在重庆、太原、吉安、赣州、常德、秦皇岛的 6 家三甲大中型医院落地，预计 2016 年开始推进大规模覆盖，其中三甲医院将超 60 家。

通过 TO Business 改造传统 DVB STB、TO Consumer 发展医院运营服务，公司与广电的合作已形成前端软件系统、终端机顶盒硬件、家庭宽带产品全系列解决方案，实现了竞争优势的进一步扩大。

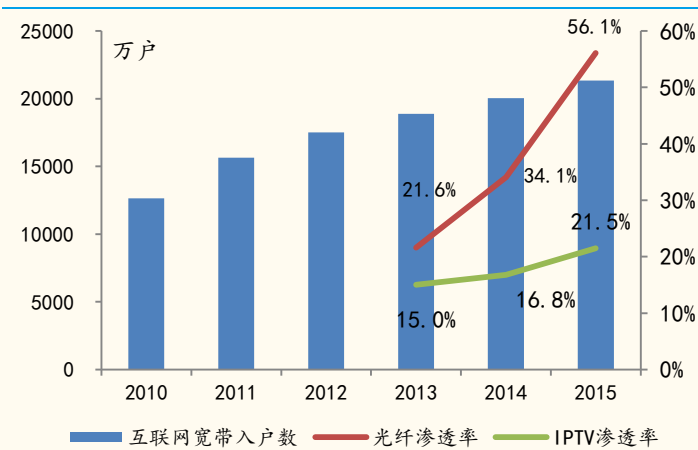
■ 电信：光纤宽带+电话+IPTV/OTT 绑定

电信运营商通过光纤宽带+电话+IPTV 绑定的方式实现“三网融合”。终端产品将由 Cable+DVB-C STB 转变为光纤+IPTV/OTT+Wifi 形式。

2015 年，公司在国内电信运营商市场已达到第二位，仅次于中兴通讯。公司的网络机顶盒产品（IPTV、OTT、IPTV+OTT）已分别与中国电信“悦 Me”、中国联通“沃 TV”、中国移动“和家庭”战略项目达成合作。2015 年，公司在电信运营市场销量增幅达 530%，公司的网络机顶盒销售分布中国 26 省的 203 家地级市，光接入设备同时在 3 个省份批量销售。

根据工信部统计，截至 2015 年，我国互联网宽带接入用户达 2.13 亿户，其中光纤宽带渗透率 56.1%，IPTV 用户在光纤宽带用户渗透率 38.2%。随着互联网宽带的普及和光纤、IPTV 在其中的加速渗透，未来公司 IPTV 业务还将能够实现 10% 以上的加速增长。

图表 27: 光纤及 IPTV 在互联网宽带加速渗透



来源: 工信部, 国金证券研究所

图表 28: IPTV 用户规模与有线高清交互数字电视用户

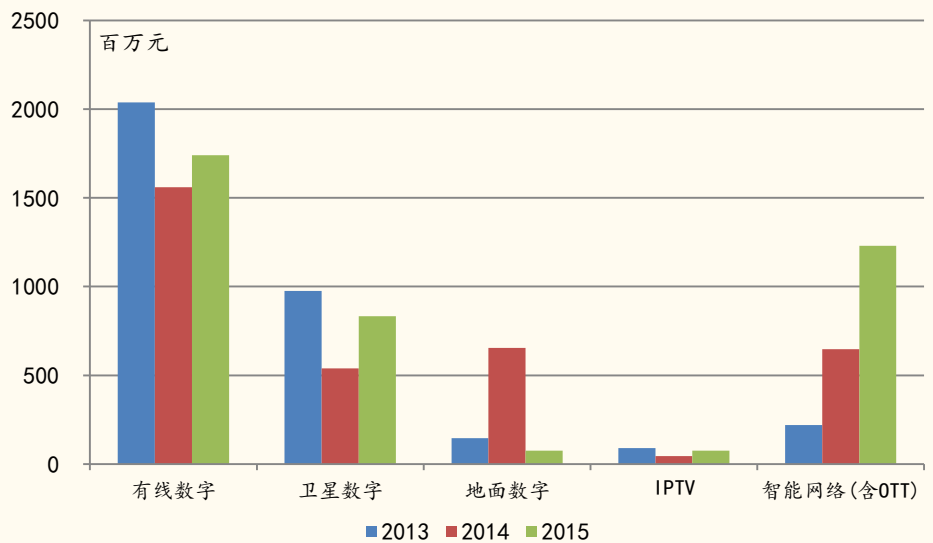


来源: 中国产业信息, 国金证券研究所

OTT 盒子+云平台战略, 完善运营确立增长

在传统盒子+OTT 的业务模式之外, 公司还积极拓展互联网 OTT+云平台服务, 通过在 OTT 机顶盒上搭载自有创维 OTT 云平台, 向用户提供智能 EPG、视频服务、应用商店、媒体中心、手机服务端、系列服务 APP、广告平台、支付平台等服务。2015 年, 公司实现 OTT 机顶盒销售额 12.3 亿元, 同增 90.1%, 实现连续两年爆发增长 (2014 年+194%YoY)。公司的 OTT 盒子在京东、天猫、唯品会、怡亚通等线上渠道销量同增 122.91%, 进入京东前三、淘宝前十, 线上渠道优势明显。

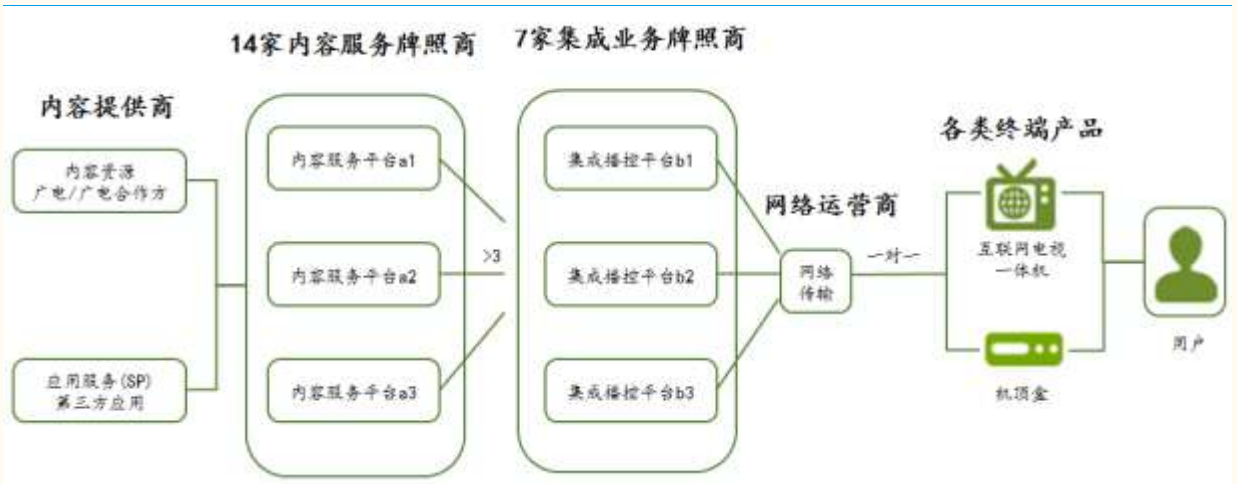
图表 29: 创维智能网络机顶盒销售额逐年成倍增长



来源: 公司公告, 国金证券研究所

广电 181 号文件 (2011 年 10 月) 及 229 号文件 (2015 年 9 月) 发布后, 互联网电视行业目前形成内容提供商—14 家内容服务牌照商—7 家集成业务牌照商—网络运营商—一对一终端产品—用户的标准化内容传播路径, 并在传播内容方面形成了严格界定。

图表 30：互联网电视运作流程



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

图表 31：7 家牌照商情况

牌照商	申请主体	验收时间	合作 OTT 盒子 (不完全统计)
CNTV (央视国际)	中央电视台	2010 年 6 月	华为、小米、乐视、快播小方、海信 VIDAA 盒子、百度影棒、智我 ZIVOO 盒子、酷派神盒
百视通	上海电视台	2010 年 7 月	百视通小红盒子、Xbox One、迅雷红盒、UFO 系列
杭州华数	浙江、杭州电视台联合申请	2010 年 8 月	天猫魔盒、百度影棒、杰科 R11、边锋盒子、小霸王游戏盒子 ET-50
南方传媒	广东电视台	2011 年 3 月	创维 Q+、乐播高清盒
湖南电视台	湖南电视台	2011 年 5 月	创维芒果、华为芒果派、海美迪芒果嗨 Q、百度影棒、泰捷 XEBOX、亿格瑞芒果乐盒、英菲克芒果飞盒
中国国际广播电台	中国国际广播电台	2011 年 6 月	创维搜狐盒子、乐视盒子、优酷 CIBN 魔方、华为悦盒、天翼视讯悦盒、中兴九城 Fun Box
中央人民广播电台	中央人民广播电台	2011 年 11 月	创维盒子 mini、大麦盒子

来源：国金证券研究所

公司的 OTT 产品包括创维互联网 Q+、创维爱奇艺、创维芒果 TV、创维百度影棒 3S 定制版、创维搜狐盒子、创维歌华有线定制 DVB+OTT“彩云盒子”，合作的牌照商有央广银河、湖南电视台、中国国际广播电台、南方传媒，内容商包括腾讯、爱奇艺、芒果 TV 等。由于公司一直以来保持与广电总局批准的集成牌照商合作，此番政策的利好大于限制，预计未来公司还将持续受益于规范化的政策监管和公平化的市场竞争。

图表 32: 创维部分 OTT 盒子

产品名称	创维盒子Q+	创维盒子M300	创维盒子mini	创维搜狐盒子S1
产品外观				
牌照商	南方传媒	湖南电视台	央广TV	CIBN
内容提供方	腾讯视频	芒果TV	爱奇艺	搜狐视频
官网售价	¥199	¥249	¥169	¥399

来源: 国金证券研究所

公司在互联网 OTT 领域的另一个核心竞争优势为其智能终端搭载的云服务平台。通过整合客户资源、合作伙伴（运营商、服务商）及控股股东创维集团旗下智能电视的客户数据，公司成功推进了包括云端桌面系统、大数据采集分析系统、创意广告系统、应用商店系统在内的多项云端精准运营和服务内容。截至 2015 年，公司云端应用商店已上线应用近 1000 款，激活用户达 700 万，日均活跃度比去年增长 101%，日均下载数同增 115%。通过云平台，公司成功搭建了围绕视频、健康、教育、游戏等方面的优质应用生态平台，并于 2015 年起实现从内容、应用商、广告、教育及游戏等多渠道变现。

图表 33: 公司云服务平台产品



来源: 公司产品手册, 国金证券研究所

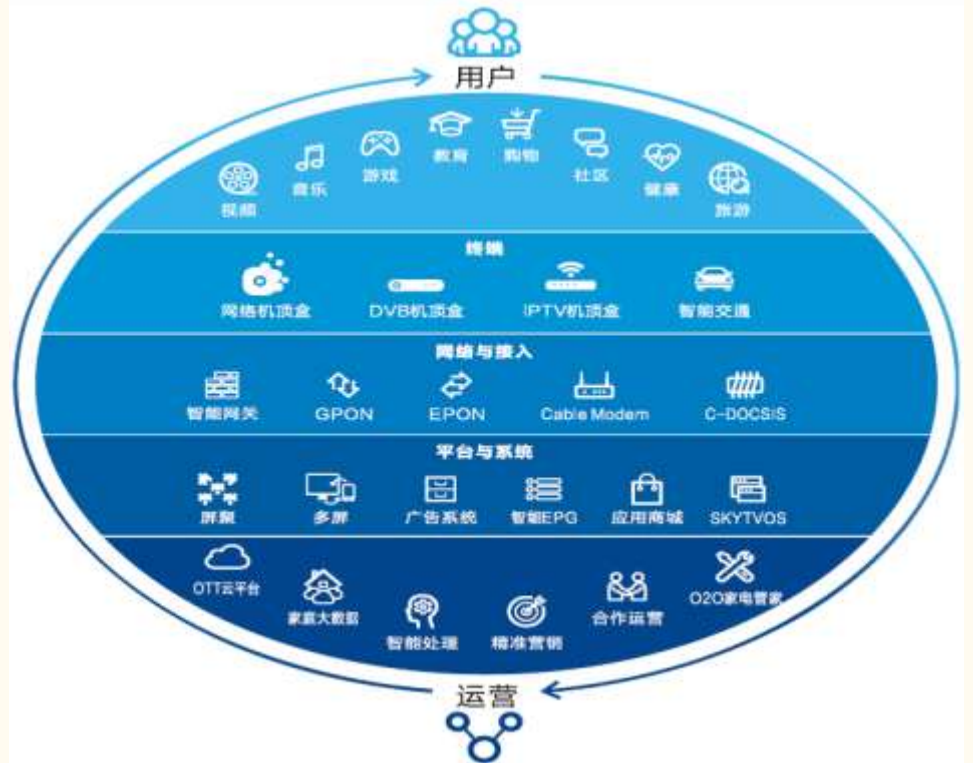
图表 34: OTT 应用生态平台



来源: 公司公告, 国金证券研究所

目前我国 OTT 盒子用户约 4000 万，比起 6.88 亿网民规模还有很大发展空间。公司通过国内领先的技术水准，加之强大的用户数据资源，提前布局智能终端，成功构筑起“硬件+平台+内容+服务”生态体系，在多品牌竞争中取得了一定的先发优势。

图表 35：“硬件+平台+内容+服务”生态体系



来源：公司公告，国金证券研究所

持续布局海外市场，收购 Strong 开拓欧洲疆土

- 海外市场前景广阔，外销业务优势巨大

根据格兰研究统计，全球机顶盒每年有效需求量在 2.3 亿台左右，其中发展中国家机顶盒需求尤为突出。截至 2015Q3，中国制造机顶盒已占全球 80% 以上，创维数字在海外也保持了领先优势，2015 年出口海外产品销量居全国首位，公司产品在非洲、印度、泰国、菲律宾等国市占率均达第一。

一直以来，公司与印度各大电视运营商及亚非各国均有合作，并于 2015 年出现订单的爆发式增长。从已公布的海外订单来看，仅 2015 年，同印度、南非、尼日利亚共签订 1665 万台的机顶盒订单，创造约 2.87 亿美元（约合人民币 18.8 亿元）的营业收入，出口产品类型以数字机顶盒为主。

图表 36：公司已披露海外订单

对象	机型	销售量	销售额
印度前两大有线电视运营商之一	DVB-C 标清机顶盒	500 万台	近 6500 万美元
印度前三大综合电视运营商之一	DVB-C 标清机顶盒	130 万台	近 2,000 万美元
印度前两大有线电视运营商之一	DVB-C 标清机顶盒	100 万台	近 1,300 万美元
印度最大有限电视运营商	DVB-C 标清机顶盒	600 万台	7000 多万美元
南非政府	TVB-T2 高清机顶盒	300 万台	1.1 亿美元
尼日利亚政府	TVB-T2 高清机顶盒	35 万台	935.75 万美元
合计		1665 万台	约 2.87 亿美元 (人民币 18.8 亿元)

来源：公司公告，国金证券研究所

一方面，由于国外许多发展中国家电视信号数字化才刚刚起步，人们对于用户式的体验需求逐步增强，因此对机顶盒特别是智能机顶盒还有很大的上升空间；另一方面，公司凭借着其先进的技术和坚实的用户基础，竞争优势十分显著，近年来单价和毛利率均有所上升。预计未来公司的海外机顶盒业务仍将保持优势并持续扩张。

■ 收购 Strong 开拓欧洲疆土

2015 年 7 月，创维数字通过子公司才智商店收购欧洲著名机顶盒企业 Strong 集团 100% 的股权，完成了国内本行业首家欧洲跨境并购，标志着公司外销业务从亚非拉发展中国家进一步延伸至欧美发达国家的开始。

Strong 集团是欧洲著名机顶盒品牌，在法国、奥地利、乌克兰、挪威、瑞典等国市占率第一，在保加利亚、罗马尼亚等东欧、中亚片区市占率也可达前三。Strong 强大的国际品牌效应结合创维数字的研发技术实力可形成良好的协同效应，为公司海外市场的拓展提供强大的动力。

另外，借助 Strong 的国际平台，公司可实现海外销售 B2B 模式转型 B2C，通过产品直销减少中间环节利润流失，从而实现海外订单量价齐升，增厚公司业绩。

2015 年 10-12 月，Strong 集团实现营收 2.16 亿元，归母净利 954.29 万元，为公司带来积极的收入和利润增长贡献。2016 年一季度 Strong 并表后，为公司业绩增长带来实质贡献。

外延同步扩张，全方位布局增长机会

除了纵向深化数字机顶盒及配套运营服务之外，公司还通过一系列资本运作和战略合作横向扩张自身业务版图。

进军客厅娱乐：联手腾讯打造 miniStation 微游戏机

2015 年 11 月 9 日，腾讯开办 miniStation 微游戏机专场发布会，正式宣布创维数字成为 miniStation 首要合作伙伴（另一位为联想），以 co-Branding 模式（即腾讯负责产品规划和预研，战略合作伙伴负责开发制造、联合营销和运营）进行合作，其中联想和创维分别负责 miniStation 的低配版（乐檬）和高配版（创维）。

图表 37: miniStation 两大战略合作伙伴



来源：miniStation 发布会，国金证券研究所

图表 38: Co-Branding 合作模式



来源：miniStation 发布会，国金证券研究所

miniStation 是腾讯推出的第一款游戏硬件产品。它是一款基于 Android 的微型游戏主机，拥有全民超神、王者荣耀、地牢猎手等由腾讯、Gameloft 及国内外知名工作室开发的海量精品游戏，可通过 HDMI 连接至液晶电视、电脑、投影仪等高清显示屏，并支持智能手机或游戏手柄操控。

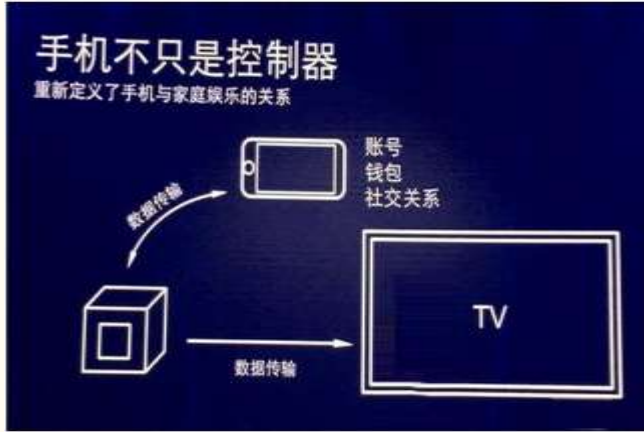
2015 年，全球游戏市场规模达 915 亿美金，其中中国规模约为 1400 亿元人民币，同增 23%，超越美国成为世界第一。在我国游戏市场中，主机游戏、PC 游戏和手机游戏是占据最重要地位的三块。目前国内手游用户数量已达 4 亿，即每三个人里就有一个手游玩家，用户基数庞大。目前用户日均参与手游时长占到休息时段的 34%，市场普遍预计到 2017 年我国手游规模将达 700 亿元。miniStation 拥有腾讯高达数亿的用户资源，发展空间广阔。

借助 miniStation 的双终端数据打通，用户可轻松利用微信、QQ 账号登录终端，

便捷享受“碎片时间手游+家庭大屏视听”的一站式娱乐体验。

游戏内容方面，miniStation 将以 F2P (Free To Play) 商业模式为核心，通过不断上线新的精品游戏维护客户粘性。目前，miniStation 主要拥有独占游戏，未来还计划添加直播服务（主要与龙珠直播合作）和 VR 等项目。

图表 39: miniStation 将手机与家庭娱乐联动



来源: miniStation 发布会, 国金证券研究所

图表 40: 通过手机操控大屏游戏



来源: 国金证券研究所

联想乐檬 miniStation 已于 2015 年 12 月开始发售，官网售价人民币 699 元。根据腾讯官网，乐檬开放预约首日订单量便高达 56 万余台，10 日突破 220 万台。创维版是 miniStation 的高配版本，在 UI、同屏多人游戏、内核、处理器、GPU、存储空间、游戏类别等多方面优于乐檬版，对应游戏体感也更为流畅。我们预计在手游大屏化的初期，miniStation 的消费将以尝鲜和体验为主，未来 2-3 年内创维版销量大概率弱于乐檬版。后期随着客厅游戏走向成熟、消费者出现升级需求将真正引发创维版 miniStation 的放量。我们合理预计创维版 miniStation 今年订单在 50 万台以上，2017-2018 年订单量可达 100-200 万台。若今年实现按期发售，则可为公司增厚 4.5-5 亿元营收业绩。

图表 41: 乐檬 miniStation



来源: 乐檬官网, 国金证券研究所

图表 42: 乐檬版与创维版配置区别

miniStation 配置	乐檬版	创维版
内核	瑞芯微 RK3288	高通内核
处理器	四核 1.8GHz	四核 2.7GHz
GPU	Mali T764	Adreno 420
存储	2GB DDR3	3GB DDR3

来源: 国金证券研究所

收购创维汽车电子，布局车联网

2015 年 7 月，深圳创维数字宣布出资 2 万元（并免除标的 355.5 万元债务）收购创维汽车电子 100% 股权，开始在“移动客厅”智能终端、车载移动入口及车联网增值服务的运营上实施布局。

创维汽车电子成立于 2005 年，主营汽车智能系列产品系统与运营服务，是行业内较早从事车载导航娱乐智能产品及系统研发与经营的企业，产品系列包括北斗双模系能智能终端（含创维魔镜等智能后视镜系列）、北斗车载智能网关等产品及系统。近几年，创维汽车电子产品线开始向智能车载终端、行车安全辅助产品（ADAS）、智能交通辅助系统扩张，业务也开始向基于车联网大数据的运营服务转型。

图表 43: 创维车载空气净化器



来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表 44: 魔镜系列



来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表 45: 晶彩 SDS 智能车载娱乐系统

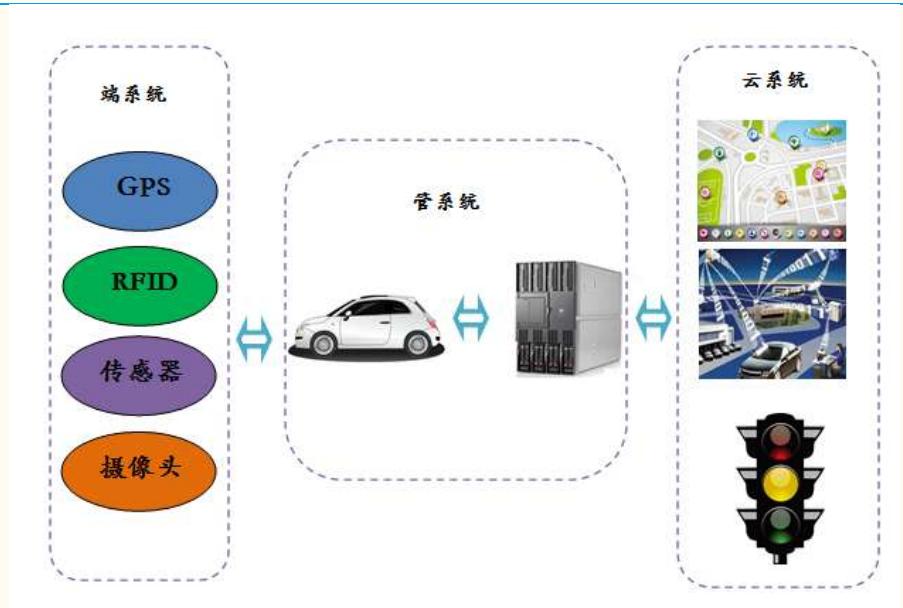


来源: 公司官网, 国金证券研究所

随着车联网时代的到来, 汽车电子将迎来巨大的机遇。我国汽车行业正处于迅猛的发展过程当中, 预计到 2017 年, 我国汽车市场的保有量将为 2.16 亿辆, 假设保守估计车联网渗透率达到 20%, 则车联网市场规模可突破 2000 亿元。致力于研究和开发智能汽车终端、车载信息服务系统的创维汽车智能公司必将进入高速发展阶段。

对汽车电子的收购, 标志着公司开启“移动客厅”战略布局。2015 年 3 月, 创维智慧家庭战略落地, 试图依托家庭客厅实现智能化、网络化、平台化的全方位服务。此次并购也显示了创维的智能化布局并不局限于家庭客厅, 而是向“移动客厅”拓展, 更加全面的奉行“智慧互联+生活”的理念。

图表 46：车联网结构示意图



来源：国金证券研究所

创维汽车电子过往 3 年，年营业收入近 1 亿元人民币，收购当年便为公司贡献 4093.67 万元的营业收入。公司将利用汽车电子的市场资源优势，结合自身技术及人才优势、运营与服务的经验及云平台系统与大数据分析的共享，形成巨大的协同作用，能够为创维汽车电子的后续研究开发、渠道拓展、运营与服务等发展提供资源整合，并积极拓展成为公司新的业务增长点。

线上深耕云平台，线下打通 O2O

2015 年 5 月，公司投资设立深圳蜂驰电子科技有限公司，瞄准家电售后服务市场。蜂驰电子科技业务主要基于“蜜蜂服务”移动 APP，围绕云平台，通过整合线下服务资源，为家庭用户提供家电维修、延保、安装物流、配件销售、查询预约、服务网点查找、比价咨询等多元化服务。目前蜂驰电子在国内覆盖 30 个省级网点、615 个地市级网点、472 个县级网点、917 个乡镇网点，客户包括中国电信、中国移动、长城宽带、及国外 40 多个国家和地区电信运营商的家庭用户。2015 年蜂驰电子为公司创收 1431.79 万元。预计随着公司 OTT 云平台的不断完善和服务网点更加全面的覆盖，蜂驰电子 O2O 管家上门服务将迎来更广阔的发展空间。

图表 47：蜂驰电子 O2O 业务范围



来源：公司公告，国金证券研究所

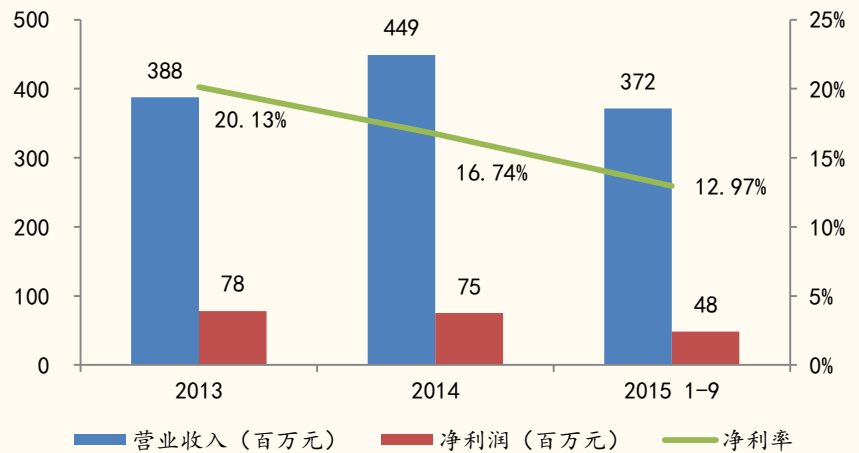
通过线上深耕云平台，线下打通 O2O，公司已初步形成以智能机顶盒为核心、自主云平台为基础、线下全方位服务为重点的“硬件、内容、服务”一体化布局。通过软件硬件的相互融合，线上线下的良性互动，公司成功地将自身优势资源扩大化，取得了一定了同业竞争优势。

收购液晶器件全部股权，拓展优化产品结构

2016 年 1 月，公司公告拟作价 89880.00 万元收购液晶器件 100% 股权，其中 51% 股权通过下属公司才智商店支付现金购买，剩余 49% 股权通过发行股份购买。液晶器件主营中小尺寸液晶显示模组研发、生产、销售，以及手机等数字设备及硬件产品的 SMT 贴片及整机组装业务，下游可应用于手机、平板电脑等消费类产品，客户包括三星、oppo 等知名企业，其中三星集团及其关联方为其第一大客户，占其总销售收入约 67%。

根据披露，液晶器件 2013/2014/2015 1-9 月分别实现营收 3.38/4.49/3.72 亿元，实现净利 0.78/0.75/0.48 亿元，净利率 20.13%/16.74%/12.97%，由于下游客户对产品性能要求提高、原材料采购单价上升及产品出售均价下降，液晶器件净利率出现下滑趋势，但盈利能力仍高于创维数字同期水平。2015 年 6 月，液晶器件正式成为三星集团液晶模组（ODM）合格供应商，并于 7 月份开始正式出货，再加上每年 4 季度为液晶器件销售旺季，我们估计液晶器件 2015 年收入规模可达 5-6 亿元左右，2016-2018 年均增速 8% 左右。

图表 48：液晶器件收入规模及利润



来源：公司公告，国金证券研究所

预计国内智能手机未来五年复合增速将保持 5% 以上，非洲等新兴市场增速 10% 以上，液晶器件未来业务仍将保持较快增长。根据收购协议，液晶器件 2016-2018 年度承诺扣非后归母净利达到 0.78/0.83/0.87 亿元（若 2016 年未能完成收购则顺延至 2017-2019 年 0.83/0.87/0.90 亿元），业绩承诺达标可期。对液晶器件的收购，不仅可以直接增厚公司业绩，更能有效拓展和优化产品结构，提升工艺、品质与智能制造能力，一定程度规避未来市场变化产生的可能风险。

盈利预测与投资建议

收入预测

2016-2018年，我们预计公司：

- 传统有线、卫星数字机顶盒国内销量维持平稳，海外实现持续扩张（包括 Strong 业务并表），预计可保持个位数增长。
- 地面 2015 年基数较低，预计 2016 年增速可达 30%。
- 智能网络机顶盒（含 OTT）及 IPTV 继续保持爆发增长，根据国内市场情况并考虑 Strong 集团等海外市场增厚，预估 2016 年增速可达 60%及 10%。
- 技术服务继续较快增长，运营服务 2017 年开始实现盈利。
- 汽车电子于 2015 年 8 月 31 日并表，当年为公司创造 0.41 亿元收入。公司于 2015 年 11 月处置其 40%股权，目前持股比例为 60%。我们按比例估算 2015 年全年汽车电子共计营收约 1.5 亿元。按照年均 10%增速，预计 2016 年汽车电子约可实现总营收 1.7 亿元，为公司带来 0.99 亿元收入。
- 预计液晶器件 2017 年起为公司带来盈利，增速随智能手机行业增长可达 8%。
- miniStation 尚未真正落地，暂不考虑在盈利预测之内。若本年度开始实现销售，则可在原有收入预测基础上增厚 4.5-5 亿元（2016 年）。

图表 49：业务分析——收入

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
单位：人民币百万元					
销售收入	3,502	4,108	5,944	7,284	8,562
产品	3,488	4,090	5,927	7,266	8,545
机顶盒	3,444	3,954	4,862	6,066	7,196
有线机顶盒	1,560	1,740	1,879	2,029	2,192
智能网络机顶盒(含OTT)	647	1,231	1,969	2,953	3,839
卫星机顶盒	539	833	833	875	919
地面机顶盒	654	75	98	118	141
IPTV机顶盒	44	75	82	91	105
运营、技术服务	5	50	104	162	229
技术服务费	5	50	101	151	196
运营服务费			3	11	33
汽车电子		41	99	109	120
网络接入设备	27	40	48	52	55
液晶器件			809	872	939
手机及其他产品代工			269	294	321
单价(元/套)			9	10	10
销量(百万套)			29	31	33
液晶模组			540	578	619
单价(元/片)			33	33	33
销量(百万片)			16	17	19
其他产品	11	5	5	5	5
其他	13	18	18	18	18
销售收入增速		17%	45%	23%	18%
产品		17%	45%	23%	18%
机顶盒		15%	23%	25%	19%
有线机顶盒	-23%	12%	8%	8%	8%
智能网络机顶盒(含OTT)	182%	90%	60%	50%	30%
卫星机顶盒	-45%	55%	0%	5%	5%
地面机顶盒	350%	-88%	30%	20%	20%
IPTV机顶盒	-51%	69%	10%	10%	16%
运营、技术服务		858%	106%	56%	42%
技术服务费			100%	50%	30%
运营服务费				268%	200%
汽车电子			10%	10%	10%
网络接入设备	1917%	45%	20%	10%	5%
液晶器件				8%	8%
手机及其他产品代工				9%	9%
液晶模组				2%	2%
其他产品		-57%	0%	0%	0%
其他		31%	0%	0%	0%

来源：公司公告，国金证券研究所

毛利预测

2016-2018 年，预计公司整体毛利将因液晶器件的并入呈现略降，具体来讲：

- Strong 的收购和海外份额的继续提升将有助于传统数字机顶盒（有线、卫星、地面）毛利的明显上升，OTT 机顶盒毛利空间将随着行业竞争加剧而下降，IPTV 随技术成熟毛利平稳。
- 运营服务刚刚起步，预计 2017 年开始形成盈利，毛利率按照行业标准约 35%。
- 其他项预计同比维持平稳。

图表 50：业务分拆——毛利

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售毛利率	22.24%	22.33%	21.51%	20.92%	20.42%
产品	22.20%	22.27%	21.47%	20.88%	20.39%
机顶盒	21.55%	21.08%	20.36%	19.62%	
有线机顶盒	25.01%	26.87%	27.10%	27.10%	27.16%
智能网络机顶盒(含OTT)	15.86%	14.47%	15.50%	15.60%	15.00%
卫星机顶盒	16.73%	21.11%	21.00%	21.00%	21.00%
地面机顶盒	26.30%	16.77%	16.80%	16.80%	16.80%
IPTV机顶盒	22.99%	23.79%	23.00%	23.00%	23.00%
运营、技术服务	-3.62%	80.31%	77.54%	63.89%	60.81%
技术服务费	-3.62%	80.31%	80.00%	66.00%	65.00%
运营服务费			-5.00%	35.00%	36.00%
汽车电子		30.85%	30.50%	30.00%	30.00%
网络接入设备	20.87%	16.10%	16.00%	16.00%	16.00%
液晶器件			15.89%	15.67%	15.38%
手机及其他产品代工			20.79%	20.69%	20.39%
液晶模组			13.45%	13.12%	12.78%
其他产品	31.01%	-8.33%	15.00%	15.00%	15.00%
其他	35.04%	36.15%	35.00%	35.00%	35.00%

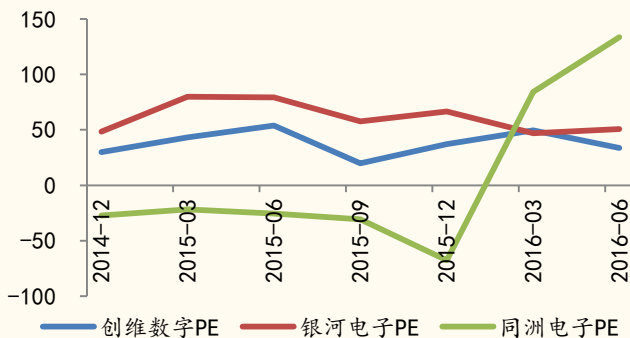
来源：公司公告，国金证券研究所

投资建议

创维数字是国内机顶盒龙头，技术研发实力突出，在近年数字电视智能化浪潮下，公司通过探索“传统盒子+OTT+运营服务”、自主品牌与合作品牌“OTT+云平台服务”模式，成功打开国内 STB 业务新局面。海外市场表现持续亮眼，Strong 的收购成为打开欧洲机顶盒市场的开始。公司自 2015 年起通过外延扩张和战略合作全面布局新业务，预计未来将可实现游戏、运营、汽车电子等多个领域的业绩突破。

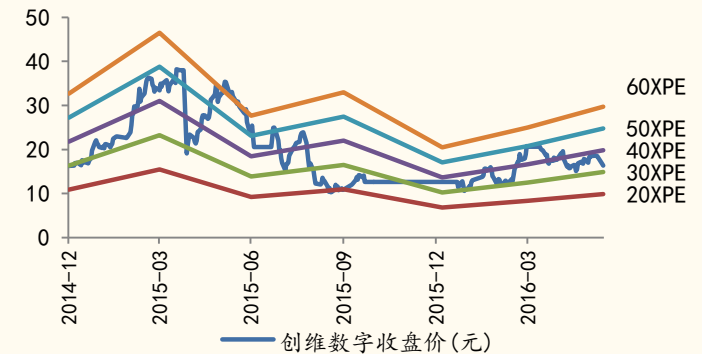
假设 2016 年完成液晶器件收购项目定增，且不考虑 miniStation 落地，我们预估 2016-2018 年公司实现营收 59/73/86 亿元，同比增速 45%/23%/18%，摊薄 EPS0.50/0.56/0.62 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级，未来 6-12 个月目标价 20.80-21.80 元/股，对应 2016 年 41.7-43.7XPE。

图表 51：可比公司动态市盈率



来源：WIND，国金证券研究所

图表 52：创维数字 PE Band



来源：WIND，国金证券研究所

风险提示

- 外延扩张与公司业务融合进程低于预期，“互联网+”市场竞争加剧；
- CA 条件全国统一进程加速，数字/互联网电视一体机对机顶盒产生替代。

附录

DVB: Digital Video Broadcasting, 数字视频广播, 是由 DVB 项目维护的一系列国际承认的数字电视公开标准。

DVB-S: Digital Video Broadcasting-Satellite, 数字卫星广播系统, 相比模拟电视信号, 数字卫星电视系统具有独特的优点: 1.收发端信号高度一致(由于它采用数字传输和误码保护技术); 2.大大的节约空间频率资源(由于它采用数字压缩技术及数字调制技术); 3.设备功耗降低、体积减小、可靠性提高并易于与计算机联网(由于它采用大规模集成电路)。

DVB-C: Digital Video Broadcasting-Cable, 有线数字视频广播, 是目前最常用的有线数字电视信号传输系统, 广泛应用于欧洲、亚洲及南美。

DVB-T: Digital Video Broadcasting-Terrestrial, 地面数字电视广播, 是欧洲通用的地面数字电视标准。

CA: Conditional Access, 条件接收, 是容许被授权的用户使用某一业务, 未经授权的用户不能使用这一业务的一种授权控制技术。CA 技术十几年前起源于欧洲, 是 DVB 标准中的一部分。CA 系统即实现数字电视收费服务的条件接收系统软件系统, 由 CA 智能卡、CA 前端系统和 CA 代理模块构成, 保证只有已缴费的用户才能收视。目前国外主流 CA 系统提供商有: NDS、Nagravision、Conax、Irdeto、Viaccess、Motorola。国内由于运营模式的特殊性, 没有统一的 CA 标准和运营商。国内 CA 市场排位前三的品牌依次为永新视博、云视和数码视讯。

IPTV: Internet Protocol Television, 即交互式网络电视, 是一种利用宽带有线电视网, 集互联网、多媒体、通讯等多种技术于一体, 向家庭用户提供包括数字电视在内的多种交互式服务的崭新技术。其显示终端通常是电视机。

智能机顶盒: 即搭载了阿里云或者安卓系统的机顶盒(电视盒)。除了具备传统的电视盒看电视和视频功能, 智能机顶盒可实现控制智能家居功能, 以及实现电脑上的所有功能: 浏览网页、看电影、看电视、听音乐, 聊 QQ、玩游戏等。智能机顶盒主要类型包括 OTT TV 机顶盒、OTT TV 机顶盒衍生品(游戏电视盒、智能路由器、无屏电视/智能近投等)、有线智能机顶盒。

OTT: Over The Top, 指通过互联网向用户提供各种应用服务, 例如互联网电视业务、苹果应用商店等。目前 OTT 机顶盒为智能机顶盒中的主流类型。

HDMI: High Definition Multimedia Interface, 高清晰度多媒体接口, 是一种数字化视频/音频接口技术, 是适合影像传输的专用型数字化接口, 其可同时传送音频和影像信号, 最高数据的传输速度为 4.5GB/s。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	1,122	3,502	4,108	5,944	7,284	8,562	货币资金	41	1,009	614	745	801	1,008
增长率		212.2%	17.3%	44.7%	22.5%	17.5%	应收款项	170	2,374	2,576	3,386	4,249	4,995
主营业务成本	-993	-2,723	-3,190	-4,666	-5,761	-6,815	存货	192	253	729	729	884	1,046
%销售收入	88.5%	77.8%	77.7%	78.5%	79.1%	79.6%	其他流动资产	28	60	809	728	745	761
毛利	128	779	917	1,279	1,523	1,748	流动资产	431	3,696	4,728	5,588	6,679	7,809
%销售收入	11.5%	22.2%	22.3%	21.5%	20.9%	20.4%	%总资产	39.5%	94.5%	89.7%	83.8%	86.2%	88.1%
营业税金及附加	-4	-17	-17	-24	-29	-35	长期投资	1	0	5	15	25	35
%销售收入	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	596	112	240	710	671	622
营业费用	-25	-224	-306	-437	-538	-634	%总资产	54.6%	2.9%	4.6%	10.6%	8.7%	7.0%
%销售收入	2.2%	6.4%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	无形资产	56	52	242	274	284	295
管理费用	-46	-177	-253	-327	-401	-462	非流动资产	661	213	541	1,084	1,070	1,051
%销售收入	4.1%	5.1%	6.2%	5.5%	5.5%	5.4%	%总资产	60.5%	5.5%	10.3%	16.2%	13.8%	11.9%
息税前利润 (EBIT)	54	361	342	490	556	617	资产总计	1,092	3,910	5,269	6,672	7,749	8,860
%销售收入	4.8%	10.3%	8.3%	8.2%	7.6%	7.2%	短期借款	8	0	306	190	180	170
财务费用	-21	16	38	6	11	14	应付款项	350	1,543	2,205	2,663	3,291	3,896
%销售收入	1.8%	-0.5%	-0.9%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	其他流动负债	71	92	135	307	403	446
资产减值损失	-10	-20	6	0	0	0	流动负债	428	1,635	2,646	3,160	3,874	4,511
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	150	69	69	69	69
投资收益	0	5	1	1	1	2	其他长期负债	15	111	201	250	200	200
%税前利润	0.1%	1.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	负债	443	1,896	2,915	3,479	4,143	4,780
营业利润	23	362	387	497	568	633	普通股股东权益	494	1,988	2,302	3,145	3,562	4,040
营业利润率	2.1%	10.3%	9.4%	8.4%	7.8%	7.4%	少数股东权益	155	25	52	48	43	39
营业外收支	2	71	87	90	95	100	负债股东权益合计	1,092	3,910	5,269	6,672	7,749	8,860
税前利润	25	433	473	587	663	733	比率分析						
利润率	2.2%	12.4%	11.5%	9.9%	9.1%	8.6%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-8	-48	-60	-75	-85	-94	每股指标						
所得税率	34.2%	11.0%	12.8%	12.8%	12.8%	12.8%	每股收益	0.029	0.775	0.416	0.499	0.564	0.622
净利润	16	385	413	512	579	639	每股净资产	3.812	3.983	2.305	3.040	3.444	3.906
少数股东损益	13	-2	-3	-4	-5	-5	每股经营现金净流	0.886	0.429	0.444	0.277	0.208	0.351
归属于母公司的净利润	4	387	415	516	583	644	每股股利	0.020	0.200	0.105	0.110	0.160	0.160
净利率	0.3%	11.0%	10.1%	8.7%	8.0%	7.5%	回报率						
							净资产收益率	0.75%	19.46%	18.05%	16.41%	16.37%	15.93%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	0.34%	9.89%	7.89%	7.74%	7.52%	7.27%
							投入资本收益率	5.43%	14.85%	10.92%	12.39%	12.57%	12.46%
净利润	16	385	413	512	579	639	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	-0.82%	212.16%	17.31%	44.71%	22.54%	17.55%
非现金支出	76	49	57	74	96	107	EBIT 增长率	19.59%	567.07%	-5.36%	43.47%	13.35%	11.07%
非经营收益	13	5	-4	-88	-97	-107	净利润增长率	5.52%	10297.15%	7.40%	24.22%	12.96%	10.41%
营运资金变动	10	-225	-23	-211	-363	-276	总资产增长率	-3.39%	258.06%	34.76%	26.62%	16.14%	14.34%
经营活动现金净流	115	214	443	287	215	363	资产管理能力						
资本开支	-23	-79	-161	-512	28	32	应收账款周转天数	25.1	111.7	196.9	190.0	195.0	195.0
投资	0	90	-731	-10	-10	-10	存货周转天数	69.0	29.8	56.2	57.0	56.0	56.0
其他	0	6	1	1	1	2	应付账款周转天数	9.5	52.1	124.7	124.0	124.0	124.0
投资活动现金净流	-23	17	-891	-521	19	24	固定资产周转天数	193.8	3.8	4.6	19.8	19.2	18.5
股权募资	0	0	2	440	0	0	偿债能力						
债权募资	-285	150	94	-66	-60	-10	净负债/股东权益	-5.20%	-42.67%	-10.15%	-15.22%	-15.31%	-18.84%
其他	185	46	-59	-8	-119	-170	EBIT 利息保障倍数	2.6	-22.8	-9.1	-85.2	-49.6	-44.3
筹资活动现金净流	-100	196	37	366	-179	-180	资产负债率	40.58%	48.49%	55.33%	52.15%	53.47%	53.96%
现金净流量	-8	427	-410	131	56	206							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD