# 风起东方，转型加速

## 兆驰股份(002429)

**投资评级：增持（维持评级）**

| | |
|---|---|
| 当前价格(元): | 10.39 |
| 合理价格区间(元): | 13.60-15.30 |

**张立聪** 研究员 执业证书编号：S0570514040003
0755-82776409
zhanglicong@htsc.com

**王鹤岱** 联系人 0755-82776413
wanghedai@htsc.com

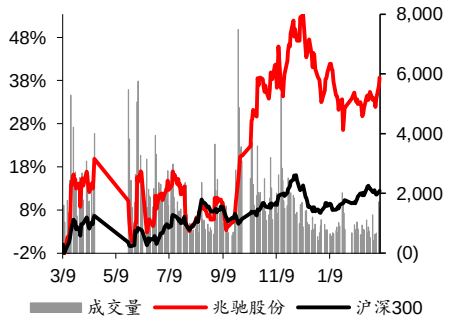
**相关研究**

1《兆驰股份(002429):增发落地，电视风行》2016.11

2《兆驰股份(002429):Q3 业绩保持稳定，战略转型有望加速》2016.10

3《兆驰股份(002429):Q2 业绩保持稳定，转型前景乐观》2016.08

**股价走势图**




资料来源：Wind

**聚焦资源，风行电视有望放量**

近日，我们调研了兆驰股份，与公司领导进行了深入交流。公司定增募集资金 25.6 亿元，全部投向互联网电视。2017 年，兆驰将全面发力内容、品牌和渠道，2017 年风行电视运营用户数量有望达到 500 万。

**背靠大树好乘凉，内容资源有支撑**

东方明珠为兆驰定增最大参与方，持有股份 1.8 亿股成为第二大股东，将以低成本为东方明珠提供强大内容支撑。同时，风行电视聚合了英超、NBA 等稀缺内容资源。未来，兆驰与产业链合作方联合成立的文化传媒产业基金将围绕互联网电视生态运营展开全产业链布局，有望向上游内容制作领域延伸，为风行平台输出更多优质内容，依托风行在线行业领先的秒播技术为用户提供极致的观看体验。

**立体营销搭渠道**

渠道方面，国美认购增发 3019.4 万股成为第三大股东，其一二线城市的超高覆盖率门店将为风行电视的销售提供渠道保障。同时，风行引入业内销售团队推动自主渠道建设，经销商数量快速增长。2016 年 8 月至年底短短 4 个月时间，风行在全国已布局 1 万家主流彩电客户，2017 年有望突破 2 万家，打造 1500 家县城旗舰店、5000 家乡镇体验店，实现一、二、三、四、五级市场全渗透。

**重金投入建品牌**

经过近两年的磨合与探索，兆驰经营理念已完成从制造型企业向互联网电视品牌企业的转变，未来将投入大量资源于品牌运营。目前，风行电视已与全国多个高铁站进行合作，借助东方卫视喜剧超高人气，通过“用风行电视，看笑傲江湖”广告牌进行品牌宣传。同时，兆驰通过签约方式，将在东方卫视所有综艺节目广告植入风行品牌，对风行产品进行全方位推广。

**股权激励促活力**

公司封装业务已达到行业领先水平，旗下兆驰节能照明已于新三板挂牌，员工持股比例 19%，股权激励有效激发员工活力，2016H1 节能照明实现净利润 4230 万元，YoY+26.6%。兆驰节能合伙人股权激励模式未来有望复制至其它业务领域，释放员工潜力，为公司成长提供人才支撑。

**看好风行发展前景，维持“增持”评级**

风行电视累计用户数量已超过 200 万，随着与东方明珠合作的深入、品牌运营与渠道建设的持续推进，互联网电视销量有望放量增长，并贡献运营收益。预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.34/0.44/0.57 元，考虑到互联网电视未来发展前景，给予 2017 年 40-45 倍估值，对应合理价格区间为 13.60-15.30 元，维持“增持”评级。

风险提示：互联网电视消费者接受度低，原材料与人工成本上涨。

**公司基本资料**

| | |
|---|---|
| 总股本(百万股) | 1,811 |
| 流通 A 股(百万股) | 1,589 |
| 52 周内股价区间(元) | 7.41-11.49 |
| 总市值(百万元) | 18,815 |
| 总资产(百万元) | 9,416 |
| 每股净资产(元) | 2.80 |

资料来源：公司公告

**经营预测指标与估值**

| 会计年度 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入(百万元) | 7,108 | 6,096 | 7,499 | 9,382 | 11,924 |
| +/-% | 4.89 | (14.23) | 23.03 | 25.10 | 27.09 |
| 净利润(百万元) | 665.66 | 345.65 | 410.10 | 614.97 | 800.93 |
| +/-% | 4.68 | (48.07) | 18.65 | 49.96 | 30.24 |
| EPS (元) | 0.37 | 0.19 | 0.23 | 0.34 | 0.44 |
| PE (倍) | 28.27 | 54.43 | 45.88 | 30.60 | 23.49 |

资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

### 内容

- 东方娱乐的内容全线导入风行。东方娱乐目前扮演视频内容供应商的角色，节目在山东卫视、安徽卫视都有播出，2017 年会有更多节目在更多卫视平台播出。东方娱乐也正在进行网络综艺剧的制作，已经推出的有《国民美少女》。
- 除了自有资源以外，东方娱乐正在组建全媒体内容运营平台，可引入第三方内容制作团队并提供资源支持，未来会跟风行进行整合。
- 风行电视已聚合稀缺的英超足球、NBA 篮球 IP 资源。长视频方面，除了风行采购之外，还有百视通和 SMG 提供的内容，成立的产业基金将会向上游内容生产做外延投资。长视频则主要通过贴片形式来盈利，短视频则聚焦于内容营销，2016 下半年开始做了很多能力建设，推出的案例包括怡宝矿泉水、可口可乐、宝马汽车等。

### 风行在线运营

- 2015 年至今，风行电视累计运营用户数量超过 200 万。
- 风行网有 500 人运营团队，其中一半在北京，武汉的研发和内容运营中心也有 100 多人，在广州和上海还有两个广告销售中心。与同行相比，风行是第一家把 P2P 技术带入 PC 和移动端的运营商，秒播技术行业领先，同时实现完全自主运营，为用户提供完整的观看体验。
- 最新推出的 FunUI3.0 系统，可自定义专属桌面，不同家庭成员的专属界面可一键切换，同时对以往智能语音系统进行优化，识别反馈更加迅速、精准。
- 公司预测 2017 年为 OTT 广告元年。2016 年风行网在只拥有 PC 和移动端的情况下亏损幅度与 2015 年相比有所收窄，2017 年随着运营终端数量的增加，可获得的 OTT 大屏广告收入非常可观，风行网有望实现整体盈利。

### 品牌&渠道

- 兆驰已与全国多个高铁站建立合作，通过“用风行电视，看笑傲江湖”进行品牌推广。同时，公司将与东方明珠进一步合作，在东方卫视所有综艺节目投放广告。
- 国美参与公司增发，一二线城市的超高覆盖率门店将提供渠道支持。同时，公司积极推进自主渠道建设，经销商数量快速增长。

### 照明&机顶盒

- 封装业务领域，兆驰节能已处于行业领先水平，业绩贡献显著。新成立的兆驰照明同样实施合伙人股权激励机制，引进产业顶级团队，管理层拥有多年行业经验，有助于完善照明产业链布局，2017 下半年兆驰照明的产品也会在行业占据一席之地。
- 机顶盒业务同样处于行业领先水平，浪潮、烽火、阿里、天猫的机顶盒都是兆驰在做代工，公司目标 2017 年机顶盒业务板块净利润有较大幅度增长。

### 外延并购

- 目前公司账上有 100 多亿现金，并购策略以稳步发展为主。
- 产业基金：兆驰与产业链合作伙伴联合成立文化传媒产业基金，总规模不超过 50 亿，用于围绕互联网电视生态运营展开全产业链布局。高端制造产业基金规模不超过 30 亿元，主要用于布局消费电子高端制造领域。

## 盈利预测

### 资产负债表

| 会计年度 (百万元) | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|---|---|---|---|---|---|
| 流动资产 | 4,859 | 6,132 | 8,767 | 9,748 | 11,000 |
| 现金 | 935.89 | 990.45 | 3,698 | 3,760 | 3,745 |
| 应收账款 | 1,382 | 1,716 | 1,744 | 2,276 | 2,930 |
| 其他应收账款 | 62.91 | 116.00 | 98.41 | 134.83 | 175.82 |
| 预付账款 | 190.58 | 37.93 | 98.25 | 100.76 | 136.53 |
| 存货 | 693.48 | 1,042 | 1,047 | 1,328 | 1,720 |
| 其他流动资产 | 1,594 | 2,229 | 2,082 | 2,148 | 2,293 |
| 非流动资产 | 2,038 | 3,324 | 2,887 | 2,920 | 2,797 |
| 长期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定投资 | 311.57 | 1,081 | 990.53 | 899.15 | 807.17 |
| 无形资产 | 187.33 | 211.19 | 218.18 | 227.69 | 236.35 |
| 其他非流动资产 | 1,539 | 2,032 | 1,678 | 1,793 | 1,754 |
| 资产总计 | 6,896 | 9,456 | 11,654 | 12,668 | 13,798 |
| 流动负债 | 2,222 | 4,242 | 3,677 | 4,153 | 4,645 |
| 短期借款 | 1,213 | 2,624 | 2,073 | 2,113 | 2,185 |
| 应付账款 | 851.55 | 1,204 | 1,273 | 1,663 | 2,070 |
| 其他流动负债 | 157.79 | 413.77 | 331.47 | 376.55 | 389.74 |
| 非流动负债 | 188.24 | 367.22 | 298.87 | 320.85 | 316.95 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非流动负债 | 188.24 | 367.22 | 298.87 | 320.85 | 316.95 |
| 负债合计 | 2,410 | 4,609 | 3,976 | 4,474 | 4,962 |
| 少数股东权益 | 0.00 | 19.72 | 19.22 | 18.37 | 17.18 |
| 股本 | 1,602 | 1,602 | 1,811 | 1,811 | 1,811 |
| 资本公积 | 489.16 | 488.82 | 2,841 | 2,841 | 2,841 |
| 留存公积 | 2,417 | 2,721 | 3,024 | 3,558 | 4,218 |
| 归属母公司股 | 4,486 | 4,827 | 7,659 | 8,176 | 8,819 |
| 负债和股东权益 | 6,896 | 9,456 | 11,654 | 12,668 | 13,798 |

### 现金流量表

| 会计年度 (百万元) | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|---|---|---|---|---|---|
| 经营活动现金 | 1,026 | 28.20 | 413.43 | 31.23 | (153.31) |
| 净利润 | 665.66 | 344.58 | 409.59 | 614.12 | 799.74 |
| 折旧摊销 | 41.02 | 70.31 | 102.84 | 103.68 | 103.51 |
| 财务费用 | (4.17) | 215.21 | 78.39 | 1.98 | 5.20 |
| 投资损失 | (139.05) | (217.41) | (191.29) | (199.99) | (197.09) |
| 营运资金变动 | 309.88 | (447.49) | 6.77 | (512.35) | (910.19) |
| 其他经营现金 | 152.88 | 63.00 | 7.14 | 23.80 | 45.52 |
| 投资活动现金 | (418.55) | (1,255) | 495.78 | 72.31 | 212.73 |
| 资本支出 | 426.01 | 153.10 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期投资 | 0.00 | (0.12) | (2.39) | 0.40 | 0.20 |
| 其他投资现金 | 7.46 | (1,102) | 493.39 | 72.71 | 212.94 |
| 筹资活动现金 | (953.36) | 1,528 | 1,798 | (41.49) | (74.94) |
| 短期借款 | (928.21) | 1,411 | (551.02) | 40.27 | 71.70 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 普通股增加 | 533.47 | (0.26) | 209.35 | 0.00 | 0.00 |
| 资本公积增加 | (533.52) | (0.34) | 2,353 | 0.00 | 0.00 |
| 其他筹资现金 | (25.10) | 116.91 | (212.61) | (81.76) | (146.65) |
| 现金净增加额 | (344.70) | 305.25 | 2,708 | 62.05 | (15.52) |

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

### 利润表

| 会计年度 (百万元) | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入 | 7,108 | 6,096 | 7,499 | 9,382 | 11,924 |
| 营业成本 | 6,036 | 5,319 | 6,430 | 8,020 | 10,137 |
| 营业税金及附加 | 47.06 | 22.44 | 34.96 | 40.67 | 52.98 |
| 营业费用 | 163.85 | 178.79 | 261.62 | 319.00 | 393.48 |
| 管理费用 | 156.06 | 168.09 | 374.97 | 459.73 | 572.33 |
| 财务费用 | (4.17) | 215.21 | 78.39 | 1.98 | 5.20 |
| 资产减值损失 | 99.46 | 52.76 | 68.33 | 63.14 | 64.87 |
| 公允价值变动收益 | (24.58) | (14.35) | (17.76) | (16.62) | (17.00) |
| 投资净收益 | 139.05 | 217.41 | 191.29 | 199.99 | 197.09 |
| 营业利润 | 724.07 | 342.55 | 424.39 | 660.92 | 877.64 |
| 营业外收入 | 62.11 | 63.10 | 57.47 | 60.12 | 59.73 |
| 营业外支出 | 1.88 | 4.88 | 3.25 | 3.57 | 3.68 |
| 利润总额 | 784.30 | 400.77 | 478.61 | 717.47 | 933.69 |
| 所得税 | 118.64 | 56.19 | 69.02 | 103.35 | 133.95 |
| 净利润 | 665.66 | 344.58 | 409.59 | 614.12 | 799.74 |
| 少数股东损益 | 0.00 | (1.07) | (0.51) | (0.85) | (1.19) |
| 归属母公司净利润 | 665.66 | 345.65 | 410.10 | 614.97 | 800.93 |
| EBITDA (倍) | 760.91 | 628.07 | 605.62 | 766.57 | 986.35 |
| EPS (元) | 0.37 | 0.19 | 0.23 | 0.34 | 0.44 |

### 主要财务比率

| 会计年度(%) | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|---|---|---|---|---|---|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 4.89 | (14.23) | 23.03 | 25.10 | 27.09 |
| 营业利润 | 1.94 | (52.69) | 23.89 | 55.73 | 32.79 |
| 归属母公司净利润 | 4.68 | (48.07) | 18.65 | 49.96 | 30.24 |
| 获利能力(%) | | | | | |
| 毛利率 | 15.08 | 12.74 | 14.26 | 14.52 | 14.98 |
| 净利率 | 9.37 | 5.67 | 5.47 | 6.55 | 6.72 |
| ROE | 14.84 | 7.16 | 5.35 | 7.52 | 9.08 |
| ROIC | 16.80 | 9.06 | 8.83 | 10.58 | 12.40 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 34.95 | 48.74 | 34.12 | 35.32 | 35.96 |
| 净负债比率(%) | 50.31 | 56.94 | 52.14 | 47.24 | 44.04 |
| 流动比率 | 2.19 | 1.45 | 2.38 | 2.35 | 2.37 |
| 速动比率 | 1.85 | 1.19 | 2.08 | 2.01 | 1.98 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 1.01 | 0.75 | 0.71 | 0.77 | 0.90 |
| 应收账款周转率 | 5.49 | 3.75 | 4.13 | 4.45 | 4.36 |
| 应付账款周转率 | 6.82 | 5.18 | 5.19 | 5.46 | 5.43 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.37 | 0.19 | 0.23 | 0.34 | 0.44 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.57 | 0.02 | 0.23 | 0.02 | (0.08) |
| 每股净资产(最新摊薄) | 2.48 | 2.67 | 4.23 | 4.51 | 4.87 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE (倍) | 28.27 | 54.43 | 45.88 | 30.60 | 23.49 |
| PB (倍) | 4.19 | 3.90 | 2.46 | 2.30 | 2.13 |
| EV_EBITDA (倍) | 25.60 | 31.02 | 32.17 | 25.41 | 19.75 |

## 免责申明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

**行业评级体系**

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

**公司评级体系**

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

## 华泰证券研究

**南京**

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 /传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 /传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 /传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com