加大渠道投入，期待运营盈利

兆驰股份(002429)

风行运营服务盈利可期

兆驰股份 2017Q1 业绩 YoY+36.8%，增长较快主要由于汇兑损失与资产减值损失大幅减少。兆驰继续加大自有品牌渠道建设，风行电视继续放量。随着用户数量增加，风行运营服务有望实现盈利。

2017Q1 业绩 YoY+36.8%

兆驰股份 2017Q1 实现收入 17.9 亿元，YoY+12.2%；实现业绩 1.4 亿元，YoY+36.8%；扣非后业绩 1.2 亿元，YoY+17.9%；实现 EPS0.08 元。公司业绩增速基本符合市场预期，较快增长主要由于汇兑损失与资产减值损失大幅减少所致，汇兑损失与资产减值损失与 2016 年同期相比分别减少 3280.1 万元、2897.4 万元。报告期内公司实现毛利率 14.0%，与去年同期基本持平，归母净利率同比提升 1.5pct 至 8.0%。同时，由于销售结算货款所收到的银行承兑汇票增加，经营活动产生的现金流量净额同比减少 7.6 亿元，应收票据较期初增加 8.2 亿元。

风行电视放量，期待运营盈利

兆驰硬件制造能力出色，在面板与机顶盒上游零部件价格大幅上涨背景下，毛利率保持稳定，硬件生产成本也远低于其它互联网电视品牌。同时，公司继续加大风行电视渠道投入，2017Q1 公司销售费用率同比提升 1.3pct 至 4.7%，管理费用率同比提升 0.8pct 至 3.9%。渠道建设推动风行电视放量，电视终端用户有望与原有的 PC 端与移动端互联网用户共同产生业绩贡献。

成立产业基金，助力内容生产纵向扩张

在互联网电视产业链中，内容制作对终端用户具有更大的吸引力，内容生产也是公司未来重要外延扩张方向。公司已成立全资子公司兆驰风行文化并拟发起第一期产业投资基金，募集规模不超过 10 亿元。作为产业整合的资本平台，兆驰风行文化未来将以投资、并购以及股权合作等方式与合作方进行深度捆绑，攫取和占领稀缺产业资源，建立全产业链优势，完善互联网电视生态的战略布局。

运营盈利看风行，维持“增持”评级

确立互联网电视为核心战略后，公司持续加大品牌与渠道投入，终端用户数量快速增加，成立产业基金发力内容制作也将夯实公司全产业链的领先优势。同时，风行在线完成并购后，内部运营效率不断提升，2016 年实现减亏，未来运营盈利值得期待。预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.31/0.43/0.55 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 12.40-13.95 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。

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元):	9.08
合理价格区间(元):	12.40-13.95

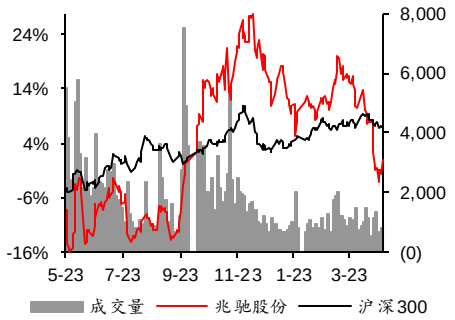
张立聪 执业证书编号：S0570514040003
研究员 0755-82776409
zhanglicong@htsc.com

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

相关研究

1《兆驰股份(002429,增持)：转型初见成效，服务收入快速增长》2017.04
2《兆驰股份(002429,增持)：风起东方，转型加速》2017.03
3《兆驰股份(002429):增发落地，电视风行》2016.11

股价走势图



资料来源：Wind

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)	7.55-11.49
总市值(百万元)	16,443
总资产(百万元)	13,030
每股净资产(元)	4.34

资料来源：公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	6,096	7,477	9,492	11,686	13,894
+/-%	(14.23)	22.66	26.94	23.12	18.89
归属母公司净利润(百万元)	345.65	374.39	565.73	770.22	1,004
+/-%	(48.07)	8.31	51.11	36.15	30.33
EPS(元，最新摊薄)	0.19	0.21	0.31	0.43	0.55
PE(倍)	46.89	43.29	28.65	21.04	16.14

资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

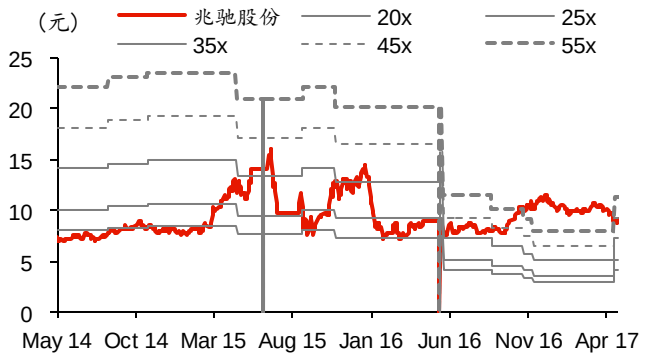
图表 1: 公司单季度财务分析

单位：亿元	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1
营业收入 YoY(%)	20.4	14.3	12.8	42.1	12.2
归母净利 YoY(%)	-10.7	-23.2	-21.0	128.2	36.8
ROE(%)	2.1	2.4	2.6	0.4	1.8
扣非后 ROE(%)	2.1	2.3	2.3	-0.6	1.6
ROA(%)	1.0	1.3	1.3	0.2	1.2
销售毛利率(%)	13.9	15.8	15.6	16.4	14.0
销售净利率(%)	6.0	8.0	5.9	0.7	8.1
销售商品提供劳务收到的现金	15.1	17.4	21.8	15.9	13.1
经营活动现金净流量	1.2	-1.3	2.6	3.9	-6.4
购建固定无形长期资产支付的现金	0.5	1.0	0.7	0.3	0.1
投资支付的现金	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资活动现金净流量	-1.8	2.7	0.8	-23.6	1.4
吸收投资收到的现金	0.0	0.5	-0.1	25.3	0.0
取得借款收到的现金	5.4	20.6	3.3	-3.4	6.5
筹资活动现金净流量	-1.9	-3.2	-2.9	20.8	4.4
现金流量净额	-2.6	-1.8	0.4	1.2	-0.5

资料来源：Wind，华泰证券研究所

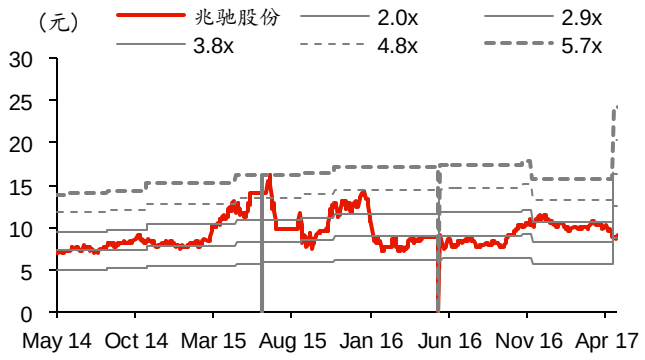
PE/PB – Bands

图表 2: 兆驰股份历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表 3: 兆驰股份历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	6,132	9,360	10,416	11,995	13,481
现金	990.45	697.05	2,373	2,353	2,668
应收账款	1,716	2,635	2,872	3,689	4,410
其他应收账款	116.00	65.73	114.32	140.56	159.86
预付账款	37.93	164.37	157.33	213.30	244.31
存货	1,042	1,111	1,373	1,733	2,028
其他流动资产	2,229	4,688	3,527	3,865	3,970
非流动资产	3,324	2,935	2,945	2,757	2,635
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	1,081	1,107	1,014	920.94	827.41
无形资产	211.19	223.36	189.22	146.96	107.41
其他非流动资产	2,032	1,605	1,741	1,689	1,701
资产总计	9,456	12,296	13,361	14,752	16,117
流动负债	4,242	4,205	4,713	5,427	5,910
短期借款	2,624	1,754	1,954	1,999	1,943
应付账款	1,204	1,714	2,044	2,554	3,003
其他流动负债	413.77	738.00	714.66	874.65	964.49
非流动负债	367.22	328.69	335.91	335.32	336.18
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	367.22	328.69	335.91	335.32	336.18
负债合计	4,609	4,534	5,048	5,762	6,246
少数股东权益	19.72	37.51	26.76	10.24	(13.29)
股本	1,602	1,811	1,811	1,811	1,811
资本公积	488.82	2,891	2,891	2,891	2,891
留存公积	2,721	2,972	3,588	4,285	5,193
归属母公司股	4,827	7,724	8,285	8,979	9,884
负债和股东权益	9,456	12,296	13,361	14,752	16,117

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	28.20	636.76	1,171	(70.93)	296.24
净利润	344.58	354.51	554.98	753.70	980.31
折旧摊销	70.31	163.11	148.99	156.14	153.78
财务费用	215.21	137.94	74.93	49.80	43.27
投资损失	(217.41)	(211.85)	(213.70)	(213.08)	(213.29)
营运资金变动	(447.49)	74.57	730.82	(930.05)	(703.53)
其他经营现金	63.00	118.48	(124.97)	112.57	35.70
投资活动现金	(1,255)	(2,195)	375.49	131.67	213.04
资本支出	153.10	238.12	0.00	0.00	0.00
长期投资	(0.12)	(34.00)	(0.70)	0.38	(0.08)
其他投资现金	(1,102)	(1,991)	374.80	132.05	212.97
筹资活动现金	1,528	1,282	129.05	(80.25)	(193.96)
短期借款	1,411	(870.35)	199.93	45.09	(55.87)
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	(0.26)	209.25	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(0.34)	2,402	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	116.91	(459.30)	(70.88)	(125.34)	(138.10)
现金净增加额	305.25	(279.99)	1,676	(19.51)	315.31

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	6,096	7,477	9,492	11,686	13,894
营业成本	5,319	6,317	7,977	9,774	11,566
营业税金及附加	22.44	49.86	53.84	70.17	81.88
营业费用	178.79	363.58	455.62	537.56	611.32
管理费用	168.09	353.48	446.12	525.87	597.42
财务费用	215.21	137.94	74.93	49.80	43.27
资产减值损失	52.76	162.76	126.09	138.32	134.24
公允价值变动收益	(14.35)	0.00	(4.78)	(3.19)	(3.72)
投资净收益	217.41	211.85	213.70	213.08	213.29
营业利润	342.55	304.75	567.78	800.15	1,069
营业外收入	63.10	136.10	99.44	105.60	108.63
营业外支出	4.88	13.27	8.57	9.52	9.83
利润总额	400.77	427.58	658.65	896.22	1,168
所得税	56.19	73.06	103.66	142.52	187.36
净利润	344.58	354.51	554.98	753.70	980.31
少数股东损益	(1.07)	(19.88)	(10.75)	(16.52)	(23.53)
归属母公司净利润	345.65	374.39	565.73	770.22	1,004
EBITDA	628.07	605.80	791.70	1,006	1,266
EPS (元)	0.22	0.21	0.31	0.43	0.55

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	(14.23)	22.66	26.94	23.12	18.89
营业利润	(52.69)	(11.04)	86.31	40.92	33.58
归属母公司净利润	(48.07)	8.31	51.11	36.15	30.33
获利能力 (%)					
毛利率	12.74	15.52	15.97	16.36	16.75
净利率	5.67	5.01	5.96	6.59	7.23
ROE	7.16	4.85	6.83	8.58	10.16
ROIC	9.06	4.88	8.18	9.73	11.89
偿债能力					
资产负债率 (%)	48.74	36.87	37.79	39.06	38.76
净负债比率 (%)	56.94	38.68	38.70	34.69	31.10
流动比率	1.45	2.23	2.21	2.21	2.28
速动比率	1.19	1.95	1.90	1.87	1.92
营运能力					
总资产周转率	0.75	0.69	0.74	0.83	0.90
应收账款周转率	3.75	3.26	3.27	3.38	3.26
应付账款周转率	5.18	4.33	4.25	4.25	4.16
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.19	0.21	0.31	0.43	0.55
每股经营现金流(最新摊薄)	0.02	0.35	0.65	(0.04)	0.16
每股净资产(最新摊薄)	2.67	4.27	4.58	4.96	5.46
估值比率					
PE (倍)	46.89	43.29	28.65	21.04	16.14
PB (倍)	3.36	2.10	1.96	1.80	1.64
EV_EBITDA (倍)	26.66	27.64	21.15	16.64	13.23

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

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