

## 数码视讯 (300079.SZ) 广播电视设备行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

邢开允  
联系人  
(8621)60230250  
xingky@gjzq.com.cn

张帅  
分析师 SAC 执业编号: S1130511030009  
(8621)60230213  
zhangshuai@gjzq.com.cn

### 签约优酷土豆 数码虚拟 OTT 运营战略启航

#### 事件

数码视讯于 2014 年 1 月 21 日公告与优酷土豆开展 OTT 合作, 由数码视讯进行 OTT 运营平台搭建, 优酷土豆进行内容提供, 双方合作进行运营, 数码视讯拥有内容的最终审定权。

#### 评论

我们认为数码视讯是国内 OTT 端重要的参与者, 其在 DVB+OTT 暨广电运营商渠道拥有不可替代的市场地位: 我们在 2013 年 8 月 8 日发表的《OTT 淘金潮中寻找持续成长的“卖水者”》以及 9 月 16 日发表的《抢占打平入口 虚拟 OTT 运营商启航 (一)》两篇研报中指出了当前牌照制度和市场格局下虚拟 OTT 运营商的发展空间, 商业模式、竞争要素, 并提出高度重视广电运营商渠道、看好同洲电子和数码视讯是 DVB+OTT 模式以及在广电运营商渠道的特殊优势, 并看好两家公司在虚拟 OTT 运营面的优势。在同洲电子 2013 年 9 月底推出“电视 1+1”虚拟 OTT 战略之后, 数码视讯也通过和优酷土豆的合作正式宣告了其 OTT 战略启航;

**我们重申数码视讯在广电渠道拥有不可替代的特殊优势:** 首先, 公司是国内最大、最具影响力和资源整合能力的广电设备商, 任何一方参与 OTT 游戏想染指广电 5 亿台电视机和 2 亿多用户没有渠道整合者都是难以做到的; 其次, 公司在技术上和资金实力上堪称 A 股最强, OTT 机顶盒产品早在 2012 年便已推出, 目前已经有几万户的商用核试商用, 在 OTT 的运营平台方面, 公司对 IP 和流媒体平台技术轻车熟路, 在内容版权、游戏、彩票、支付等领域早已布局试过水温; 最后, 公司拥有 14 亿账上现金, 投资能力和资本整合能力在创业板内位居一流。

**从目前 OTT 各方布局来看, 我们认为内容和硬件分开是更典型的发展路径:** 首先, 视频是 TV 端的强应用, 而视频生产是高度专业化且难以差异化的, 纯粹靠自制不可行, 外购版权成本必然高企, 视频的版权之路其实是一条重资产之路; 其次, 视频下游产业链较之通信更为复杂, 为保障大流量的富媒体和极致的用户体验, IDC/CDN/宽带/终端缺一不可, 而上述环节每个都是需要重资产投入的; 再次, 在中国全球最低的有线电视收视费现状下, 单一依靠前向收费的模式难以应对在内容和硬件两个领域同时发力, 因此我们看到初乐视外, 其他几乎所有 OTT 参与方均在内容/硬件之间不同程度的选择, 因此一旦有公司在硬件上发力并成功铺出用户规模, 则必将产生很大的渠道价值和向上游 SP/CP 的议价能力; 最后, 由于当前 OTT 终端软硬件一体的现状, 硬件厂商本身对 EPG 有着很大的掌控能力, 因而便掌握了用户的入口和非视频类增值服务的运营主导权, 而这部分的价值是目前市场普遍没有注意到的;

#### 业绩预测

考虑到公司 2014 年开始在 OTT 终端领域发力, 我们初步按照 2014~2016 年 50 万、200 万、300 万机顶盒发货量测算, 并在不考虑公司参与下游运营分成的情况下, 上调公司 2014~2016 年分别实现归属净利润 3.34 亿元、4.58 亿元和 5.46 亿元, 同比分别增长 88.59%、37.21%和 19.30%。对应 EPS 分别为 0.993 元、1.363 元和 1.626 元。

#### 投资建议

我们将公司目标价提至 30 元, 对应 2014 年 30 倍。考虑到公司目前在渠道方面的进展尚未和资本市场做充分沟通, 我们认为公司当前的业绩预测并不包含运营分成和增值业务收入, 在估值方面也未考虑运营方面。因此我们认为 30 元的目标价仅是公司走向虚拟 OTT 运营的初步价值。如果考虑到未来到 2016 年可能发展到 500 万用户, 我们认为随着 OTT 增值业务开发逐步走向成熟, ARPU 值和单用户市值都有望得到提升, 公司股价有望迎来 EPS 和估值双击的投资机会, 因此我们建议投资者采取“买入并持有”的策略。

另一方面, 公司目前市值仅 79 亿元, 相比可比标的同洲电子建议“买入”评级。

**图表1: 公司收入预测 (单位: 百万元)**

		2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>CA智能卡业务</b>							
	CA智能卡销量	万张	477.13	762.50	922.50	599.63	839.48
	增速		29.86%	59.81%	21%	-35%	40%
	CA智能卡单价	元	30.35	29.74	29.15	28.57	28.00
	增速		-1.99%	-1.99%	-1.99%	-2.00%	-2.00%
收入	CA智能卡收入	万元	14480.01	22680.11	26346.85	17131.02	23503.76
	增速		27.27%	56.63%	16.17%	-34.98%	37.20%
<b>前端设备业务</b>							
收入		万元	12254.85	16170.07	21666.13	14082.98	22532.77
	增速		56.62%	31.95%	25.00%	-35.00%	60.00%
<b>系统集成</b>							
收入		万元	7200.89	3653.84	3819.89	2673.92	2139.14
	增速		1.03%	-49.26%	4.54%	-30.00%	-20.00%
<b>技术服务</b>							
收入		万元	886.28	207.05	356.79	535.19	802.79
	增速		105.25%	-76.64%	150%	50%	50%
<b>超光网</b>							
	超光网设备销量	线			3783	114868	489686
						2936.27%	326.30%
	超光网设备单价	元/线				200.00	180.00
							-10.00%
收入	超光网设备收入	万元			226.29	2297.37	8814.35
	增速					915.24%	283.67%
<b>移动支付</b>							
收入					3000.00	4500.00	5850.00
	增速					50.00%	30.00%
<b>其他</b>							
影视		万元	886.28	207.05	1000.00	1500.00	3000.00
	增速		105.25%	-76.64%	30%	50%	100%
<b>OTT机顶盒</b>							
出货量						13500	50000
单价						50	200
						270	250
收入					3000.00	4500.00	5850.00
总收入			34822.03	42711.07	52059.15	40720.48	77292.80

来源: 国金证券研究所

图表2: 财务摘要

损益表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	350	442	525	407	773	1,323
增长率		26.1%	18.9%	-22.4%	89.8%	71.1%
主营业务成本	-110	-106	-127	-117	-298	-673
%销售收入	31.4%	24.0%	24.1%	28.7%	38.5%	50.8%
毛利	240	335	398	290	475	650
%销售收入	68.6%	76.0%	75.9%	71.3%	61.5%	49.2%
营业税金及附加	-4	-5	-7	-5	-8	-11
%销售收入	1.1%	1.2%	1.3%	1.2%	1.0%	0.8%
营业费用	-50	-76	-77	-81	-93	-119
%销售收入	14.1%	17.2%	14.6%	20.0%	12.0%	9.0%
管理费用	-77	-119	-149	-143	-155	-185
%销售收入	22.1%	27.0%	28.5%	35.0%	20.0%	14.0%
息税前利润 (EBIT)	110	135	165	61	220	335
%销售收入	31.3%	30.6%	31.5%	15.1%	28.5%	25.4%
财务费用	10	40	67	64	55	54
%销售收入	-2.9%	-9.1%	-12.8%	-15.8%	-7.2%	-4.1%
资产减值损失	-12	-12	-7	-2	-2	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	3	2	2	0	6	8
%税前利润	2.0%	1.1%	0.8%	0.0%	1.6%	1.6%
营业利润	111	166	228	124	280	395
营业利润率	31.6%	37.6%	43.4%	30.4%	36.2%	29.8%
营业外收支	47	45	68	75	94	117
税前利润	158	211	296	199	374	512
利润率	45.2%	47.8%	56.4%	48.8%	48.3%	38.7%
所得税	-9	-6	-27	-20	-37	-51
所得税率	5.6%	2.9%	9.0%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	149	205	269	179	336	461
少数股东损益	0	1	2	2	2	3
归属于母公司的净利润	149	204	268	177	334	458
净利率	42.6%	46.3%	51.0%	43.5%	43.2%	34.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	149	205	269	179	336	461
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	19	20	18	23	24	26
非经营收益	-5	-7	-6	-65	-100	-125
营运资金变动	-49	-205	-124	216	-210	-306
经营活动现金净流	114	13	157	353	50	55
资本开支	-39	-112	-100	-18	33	62
投资	-96	-7	-34	-1	0	0
其他	0	0	3	0	6	8
投资活动现金净流	-136	-120	-131	-19	39	70
股权募资	1,609	0	12	0	0	0
债权募资	-20	0	0	-40	0	1
其他	-12	-57	-41	-4	-87	-105
筹资活动现金净流	1,577	-57	-29	-44	-87	-104
现金净流量	1,556	-164	-2	290	2	21

资产负债表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	1,740	1,577	1,575	1,865	1,867	1,888
应收款项	189	292	425	261	485	793
存货	62	70	86	71	171	369
其他流动资产	18	70	80	37	76	170
流动资产	2,009	2,009	2,165	2,233	2,599	3,220
%总资产	88.2%	84.3%	80.7%	79.3%	80.7%	83.2%
长期投资	112	121	146	147	146	146
固定资产	103	171	244	295	336	370
%总资产	4.5%	7.2%	9.1%	10.5%	10.4%	9.5%
无形资产	51	74	118	137	136	135
非流动资产	269	374	519	581	620	652
%总资产	11.8%	15.7%	19.3%	20.7%	19.3%	16.8%
资产总计	2,278	2,384	2,684	2,814	3,219	3,872
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	111	43	48	51	160	364
其他流动负债	21	34	48	123	188	300
流动负债	131	78	96	174	348	664
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	6	16	40	0	0	0
负债	138	94	136	174	348	665
普通股股东权益	2,139	2,287	2,527	2,617	2,846	3,178
少数股东权益	2	3	21	23	26	29
负债股东权益合计	2,278	2,384	2,684	2,814	3,219	3,872

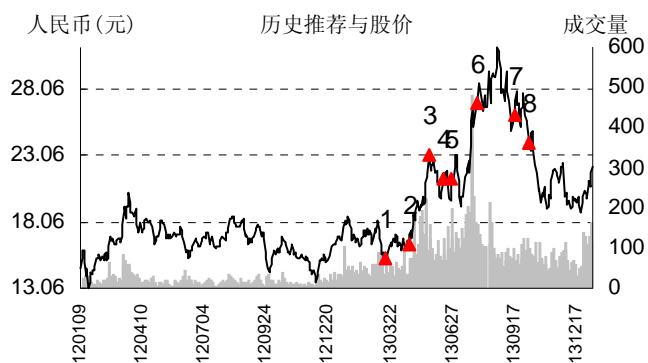
比率分析

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益	5.328	1.693	1.489	0.615	1.159	1.591
每股净资产	19.095	10.209	7.521	7.788	8.469	9.458
每股经营现金净流	1.019	0.058	0.468	1.051	0.150	0.164
每股股利	0.500	0.200	0.198	0.260	0.312	0.374
回报率						
净资产收益率	6.98%	8.93%	10.59%	6.76%	11.73%	14.41%
总资产收益率	6.55%	8.57%	9.97%	6.29%	10.37%	11.83%
投入资本收益率	4.83%	5.73%	5.90%	2.09%	6.90%	9.41%
增长率						
主营业务收入增长率	22.68%	26.11%	18.86%	-22.41%	89.81%	71.14%
EBIT增长率	34.88%	23.32%	22.15%	-62.82%	258.59%	52.38%
净利润增长率	52.02%	36.90%	31.08%	-33.89%	88.59%	37.21%
总资产增长率	341.32%	4.63%	12.60%	4.85%	14.38%	20.29%
资产管理能力						
应收账款周转天数	141.2	167.4	222.8	180.0	175.0	165.0
存货周转天数	163.1	226.8	224.1	220.0	210.0	200.0
应付账款周转天数	53.4	83.6	90.0	100.0	150.0	160.0
固定资产周转天数	106.1	94.0	87.1	121.7	68.4	42.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-81.31%	-68.88%	-61.80%	-70.63%	-65.01%	-58.83%
EBIT利息保障倍数	-10.8	-3.4	-2.4	-1.0	-4.0	-6.2
资产负债率	6.04%	3.95%	5.05%	6.19%	10.80%	17.19%

来源: 国金证券研究所

**历史推荐和目标定价(人民币)**

	日期	评级	市价	目标价
1	2013-03-18	买入	15.33	N/A
2	2013-04-18	买入	16.29	23.52 ~ 26.73
3	2013-05-20	买入	23.11	33.12 ~ 33.12
4	2013-06-17	买入	21.36	27.23 ~ 30.49
5	2013-06-26	买入	21.34	33.00 ~ 33.00
6	2013-07-31	买入	27.00	N/A
7	2013-09-17	买入	26.19	31.59 ~ 36.86
8	2013-10-16	买入	24.00	N/A


**投资评级的说明:**

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上;  
 增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-20%;  
 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%以下。

**特别声明:**

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为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	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-83831378
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 6793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD