

**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

## 虚拟 OTT 运营拉开大幕 突破湘江

### 事件

数码视讯于 2014 年 4 月 8 日公告称: 公司与湖南省有线电视网络公司签署协议就 DVB-OTT 联合运营展开合作。公司预计将投入 10 亿元, 合作内容包括 OTT 业务合作运营、智能终端发放、智能家庭网关和智能路由器研发推广等项目。双方目标将在三年内有数码视讯出资将 300 万目前湖南省的标清机顶盒用户替换为 OTT 机顶盒用户。

### 评论

**湖南省网 OTT 联合运营落单预示着公司虚拟 OTT 运营战略初步兑现:** 1、公司在国内广电行业有着长久的市场关系积累和业务合作经验, 对广电运营商的业务模式有深刻的理解, 有助于和广电运营商进行深入的合作; 2、公司的财力、资源实力和管理能力是国内广电设备商中的佼佼者, 因此我们认为公司拓展 OTT 运营的能力可以充分相信; 3、公司业务范围包括从云管端的广电解决方案、影视剧等内容环节以及游戏等非视频类增值业务, 可以为广电运营商提供一揽子解决方案, 从而构成公司的独特竞争优势。

**数码视讯有望成为衔接有线网络(有用户)和互联网公司及 CP(有内容有业务)独特桥梁的虚拟 OTT 运营商:** 1、我们认为以 BAT 为首的互联网公司在开拓 OTT 方面长期来看是具有生态系统级竞争优势的; 2、但互联网公司在业务落地的时候直接与有线运营商合作难度很大, 需要一个能够在技术、业务、商务上沟通双方的桥梁; 3、数码视讯通过自身市场关系和终端渠道介入各地 DVB+OTT 合作可以将自身的视频和非视频类 OTT 业务引入用户, 并促进网改等一系列公司其他业务的发展。

### 业绩预测

由于详细的合作协议尚未签订, 因此我们难以确定公司与湖南省网 DVB+OTT 合作运营的具体业绩情况。但根据行业目前平均的商业模式测算, 中性来看我们估计 DVB+OTT 业务在 3 年左右有望实现超过 0.41 亿元的利润贡献(详细测算和情景分析分析见下表)。如果给予公司 DVB+OTT 业务 2016 年 40 倍 PE, 我们认为该业务有 16 亿的估值空间。

### 投资建议

维持“买入”评级。按照分部估值法, 给予公司传统业务 2014 年 25 倍 PE 估值, 对应市值 76.25 亿。加上 DVB+OTT 业务, 目标市值 92.95 亿, 目标价为 27.66 元。

**图表1: 不同用户发展预测下的盈利测算**

悲观		单位	2014	2015	2016	2017	2018
用户规模	万户		30	60	90	120	150
收入	亿元		0.17	0.69	1.34	2.22	3.24
净利润	亿元		-0.12	-0.14	0.24	0.75	1.33
净利润率	%		66.59%	-21.05%	17.99%	33.91%	41.03%

  

中性		单位	2014	2015	2016	2017	2018
用户规模	万户		50	100	150	200	250
收入	亿元		0.29	1.14	2.23	3.70	5.40
净利润	亿元		-0.19	-0.23	0.41	1.26	2.22
净利润率	%		64.30%	-20.56%	18.24%	34.06%	41.13%

  

乐观		单位	2014	2015	2016	2017	2018
用户规模	万户		75	150	200	250	300
收入	亿元		0.44	1.71	3.12	4.75	6.60
净利润	亿元		-0.28	-0.22	0.75	1.83	2.88
净利润率	%		63.16%	-12.56%	24.03%	38.58%	43.54%

来源: 国金证券研究所

图表2：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	881.45
增速		29.86%	59.81%	21%	-35%	40%	5%
CA智能卡单价	元	30.35	29.74	29.15	28.57	28.00	27.44
增速		-1.99%	-1.99%	-1.99%	-2.00%	-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>							
收入	超光网设备收入	万元		226.29	1914.47	8814.35	19412.38
	增速				746.03%	360.41%	120.24%
<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>总收入</b>		34822.03	42711.07	52059.15	40337.59	63792.80	82282.14

来源：国金证券研究所

图表3：我们根据目前行业 DVB+OTT 合作普遍模型制作的公司该业务的损益表（中性情景，仅供参考）

建议损益表	单位	2014	2015	2016	2017	2018
用户规模	万户	50	100	150	200	250
终端发放	万台	11250	10000	9375	8750	8125
终端发放投资	亿元	1.13	1.00	0.94	0.88	0.81
CDN/BOSS 及其他硬件设备投资	亿元	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
总投资	亿元	1.38	1.25	1.19	1.13	1.06
单用户投资	元/户	275.00	250.00	237.50	225.00	212.50
单用户ARPU值	元/月	11.00	19.00	24.00	30.00	34.60
基本月租费	元/月	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00
增值服务月收入	元/月	0.70	3.70	5.85	8.61	11.01
增值服务开通率	%	20	50	60	70	80
增值服务ARPU值	元/月	10	20	25	30	32
增值业务分成比例	%	35	37	39	41	43
<b>收入</b>	<b>亿元</b>	<b>0.29</b>	<b>1.14</b>	<b>2.23</b>	<b>3.70</b>	<b>5.40</b>
折旧	亿元	0.39	1.03	0.95	0.89	0.84
终端折旧	亿元	0.38	1.02	0.94	0.88	0.83
硬件折旧	亿元	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
带宽/CDN成本	亿元	0.06	0.23	0.45	0.74	1.08
占收入比重	%	20	20	20	20	20
<b>毛利</b>	<b>亿元</b>	<b>-0.15</b>	<b>-0.12</b>	<b>0.83</b>	<b>2.07</b>	<b>3.48</b>
<b>增值税</b>						
应缴税项（累计）	亿元	-1.08	-0.11	1.04	2.57	4.34
销售费用	亿元	0.02	0.08	0.18	0.30	0.43
销售费用率	%	6	7	8	8	8
管理费用	亿元	0.02	0.08	0.18	0.30	0.43
管理费用率	%	6	7	8	8	8
财务费用	亿元	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用率	%	0.00	0	0	0.00	0.00
<b>营业总额</b>	<b>亿元</b>	<b>-0.19</b>	<b>-0.28</b>	<b>0.48</b>	<b>1.48</b>	<b>2.61</b>
所得税	亿元		-0.04	0.07	0.22	0.39
所得税率	%	15	15	15	15	15
<b>净利润</b>	<b>亿元</b>	<b>-0.19</b>	<b>-0.23</b>	<b>0.41</b>	<b>1.26</b>	<b>2.22</b>
净利润率	%	-64.30%	-20.56%	18.24%	34.06%	41.13%

来源：国金证券研究所

图表4：财务摘要（不包含DVB+OTT业务）

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>主营业务收入</b>	<b>350</b>	<b>442</b>	<b>525</b>	<b>403</b>	<b>638</b>	<b>823</b>							
增长率	26.1%	18.9%	-23.1%	58.1%	29.0%		货币资金	1,740	1,577	1,827	1,893	2,078	
<b>主营业务成本</b>	<b>-110</b>	<b>-106</b>	<b>-127</b>	<b>-115</b>	<b>-190</b>	<b>-273</b>	<b>应收款项</b>	<b>189</b>	<b>292</b>	<b>425</b>	<b>258</b>	<b>400</b>	<b>493</b>
%销售收入	31.4%	24.0%	24.1%	28.4%	29.7%	33.1%	<b>存货</b>	<b>62</b>	<b>70</b>	<b>86</b>	<b>69</b>	<b>109</b>	<b>149</b>
<b>毛利</b>	<b>240</b>	<b>335</b>	<b>398</b>	<b>289</b>	<b>448</b>	<b>550</b>	<b>其他流动资产</b>	<b>18</b>	<b>70</b>	<b>80</b>	<b>36</b>	<b>49</b>	<b>70</b>
%销售收入	68.6%	76.0%	75.9%	71.6%	70.3%	66.9%	<b>流动资产</b>	<b>2,009</b>	<b>2,009</b>	<b>2,165</b>	<b>2,191</b>	<b>2,452</b>	<b>2,791</b>
<b>营业税金及附加</b>	<b>-4</b>	<b>-5</b>	<b>-7</b>	<b>-5</b>	<b>-6</b>	<b>-7</b>	% <b>总资产</b>	<b>88.2%</b>	<b>84.3%</b>	<b>80.7%</b>	<b>79.0%</b>	<b>79.8%</b>	<b>81.1%</b>
%销售收入	1.1%	1.2%	1.3%	1.2%	1.0%	0.8%	<b>长期投资</b>	<b>112</b>	<b>121</b>	<b>146</b>	<b>147</b>	<b>146</b>	<b>146</b>
<b>营业费用</b>	<b>-50</b>	<b>-76</b>	<b>-77</b>	<b>-101</b>	<b>-102</b>	<b>-107</b>	<b>固定资产</b>	<b>103</b>	<b>171</b>	<b>244</b>	<b>295</b>	<b>336</b>	<b>370</b>
%销售收入	14.1%	17.2%	14.6%	25.0%	16.0%	13.0%	% <b>总资产</b>	<b>4.5%</b>	<b>7.2%</b>	<b>9.1%</b>	<b>10.6%</b>	<b>10.9%</b>	<b>10.7%</b>
<b>管理费用</b>	<b>-77</b>	<b>-119</b>	<b>-149</b>	<b>-161</b>	<b>-159</b>	<b>-181</b>	<b>无形资产</b>	<b>51</b>	<b>74</b>	<b>118</b>	<b>137</b>	<b>136</b>	<b>135</b>
%销售收入	22.1%	27.0%	28.5%	40.0%	25.0%	22.0%	<b>非流动资产</b>	<b>269</b>	<b>374</b>	<b>519</b>	<b>581</b>	<b>620</b>	<b>652</b>
<b>息税前利润（EBIT）</b>	<b>110</b>	<b>135</b>	<b>165</b>	<b>22</b>	<b>180</b>	<b>256</b>	% <b>总资产</b>	<b>11.8%</b>	<b>15.7%</b>	<b>19.3%</b>	<b>21.0%</b>	<b>20.2%</b>	<b>18.9%</b>
%销售收入	31.3%	30.6%	31.5%	5.4%	28.3%	31.1%	<b>资产总计</b>	<b>2,278</b>	<b>2,384</b>	<b>2,684</b>	<b>2,772</b>	<b>3,072</b>	<b>3,443</b>
<b>财务费用</b>	<b>10</b>	<b>40</b>	<b>67</b>	<b>64</b>	<b>70</b>	<b>74</b>	<b>短期借款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
%销售收入	-2.9%	-9.1%	-12.8%	-15.8%	-10.9%	-9.0%	<b>应付款项</b>	<b>111</b>	<b>43</b>	<b>48</b>	<b>51</b>	<b>107</b>	<b>158</b>
<b>资产减值损失</b>	<b>-12</b>	<b>-12</b>	<b>-7</b>	<b>-2</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>其他流动负债</b>	<b>21</b>	<b>34</b>	<b>48</b>	<b>122</b>	<b>162</b>	<b>205</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>流动负债</b>	<b>131</b>	<b>78</b>	<b>96</b>	<b>173</b>	<b>269</b>	<b>363</b>	
<b>投资收益</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>6</b>	<b>8</b>	<b>长期贷款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>
%税前利润	2.0%	1.1%	0.8%	0.0%	1.8%	1.8%	<b>其他长期负债</b>	<b>6</b>	<b>16</b>	<b>40</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>营业利润</b>	<b>111</b>	<b>166</b>	<b>228</b>	<b>83</b>	<b>255</b>	<b>337</b>	<b>负债</b>	<b>138</b>	<b>94</b>	<b>136</b>	<b>173</b>	<b>269</b>	<b>364</b>
营业利润率	31.6%	37.6%	43.4%	20.7%	40.0%	41.0%	<b>普通股股东权益</b>	<b>2,139</b>	<b>2,287</b>	<b>2,527</b>	<b>2,576</b>	<b>2,777</b>	<b>3,050</b>
<b>营业外收支</b>	<b>47</b>	<b>45</b>	<b>68</b>	<b>70</b>	<b>88</b>	<b>0</b>	<b>少数股东权益</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>21</b>	<b>23</b>	<b>26</b>	<b>29</b>
<b>税前利润</b>	<b>158</b>	<b>211</b>	<b>296</b>	<b>153</b>	<b>342</b>	<b>447</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,278</b>	<b>2,384</b>	<b>2,684</b>	<b>2,772</b>	<b>3,072</b>	<b>3,443</b>
利润率	45.2%	47.8%	56.4%	38.0%	53.7%	54.3%							
<b>所得税</b>	<b>-9</b>	<b>-6</b>	<b>-27</b>	<b>-15</b>	<b>-34</b>	<b>-45</b>							
所得税率	5.6%	2.9%	9.0%	10.0%	10.0%	10.0%							
<b>净利润</b>	<b>149</b>	<b>205</b>	<b>269</b>	<b>138</b>	<b>308</b>	<b>402</b>							
少数股东损益	0	1	2	2	2	3							
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>149</b>	<b>204</b>	<b>268</b>	<b>136</b>	<b>306</b>	<b>399</b>							
<b>净利润</b>	<b>42.6%</b>	<b>46.3%</b>	<b>51.0%</b>	<b>33.7%</b>	<b>47.9%</b>	<b>48.5%</b>							
现金流量表（人民币百万元）							比率分析						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>净利润</b>	<b>149</b>	<b>205</b>	<b>269</b>	<b>138</b>	<b>308</b>	<b>402</b>	<b>每股指标</b>						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	1.332	0.912	0.797	0.405	0.910	1.188
非现金支出	19	20	18	23	23	24	每股净资产	19.095	10.209	7.521	7.666	8.264	9.078
非经营收益	-5	-7	-6	-60	-94	-117	每股经营现金净流	1.019	0.058	0.468	0.955	0.359	0.674
营运资金变动	-49	-205	-124	220	-117	-82	每股股利	0.500	0.200	0.198	0.260	0.312	0.374
<b>经营活动现金净流</b>	<b>114</b>	<b>13</b>	<b>157</b>	<b>321</b>	<b>121</b>	<b>226</b>	<b>回报率</b>						
资本开支	-39	-112	-100	-23	27	54	净资产收益率	6.98%	8.93%	10.59%	5.28%	11.01%	13.09%
投资	-96	-7	-34	-1	0	0	总资产收益率	6.55%	8.57%	9.97%	4.91%	9.95%	11.60%
其他	0	0	3	0	6	8	投入资本收益率	4.83%	5.73%	5.90%	0.75%	5.79%	7.47%
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-136</b>	<b>-120</b>	<b>-131</b>	<b>-24</b>	<b>33</b>	<b>62</b>	<b>增长率</b>						
股权募资	1,609	0	12	0	0	0	主营业务收入增长率	22.68%	26.11%	18.86%	-23.14%	58.15%	28.98%
债权募资	-20	0	0	-40	0	1	EBIT增长率	34.88%	23.32%	22.15%	-86.88%	732.04%	41.85%
其他	-12	-57	-41	-4	-87	-105	净利润增长率	52.02%	36.90%	31.08%	-49.15%	124.65%	30.56%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>1,577</b>	<b>-57</b>	<b>-29</b>	<b>-44</b>	<b>-87</b>	<b>-104</b>	总资产增长率	341.32%	4.63%	12.60%	3.29%	10.80%	12.08%
<b>现金净流量</b>	<b>1,556</b>	<b>-164</b>	<b>-2</b>	<b>252</b>	<b>66</b>	<b>184</b>	<b>资产管理能力</b>						
							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	122.8	82.9	67.7
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	-81.31%	-68.88%	-61.80%	-70.30%	-67.55%	-67.44%
							EBIT利息保障倍数	-10.8	-3.4	-2.4	-0.3	-2.6	-3.4
							资产负债率	6.04%	3.95%	5.05%	6.24%	8.76%	10.57%

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	2013-04-18	买入	16.29	23.52 ~ 26.73
2	2013-05-20	买入	23.11	33.12 ~ 33.12
3	2013-06-17	买入	21.36	27.23 ~ 30.49
4	2013-06-26	买入	21.34	33.00 ~ 33.00
5	2013-07-31	买入	27.00	N/A
6	2013-09-17	买入	26.19	31.59 ~ 36.86
7	2013-10-16	买入	24.00	N/A
8	2014-01-22	买入	24.96	30.00 ~ 30.00

来源：国金证券研究所



## 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形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靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认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