

开创多媒体信息化生态链之悦传媒



核心观点

- **酒店服务信息化发展，优秀多媒体平台抢占先机。**公司根据酒店客房客户的个性化需求，为酒店客户提供有针对性的酒店客房数字多媒体系统和数字多媒体信息解决方案，并在此基础上的开展媒体运营。近年来随着中国经济和互联网的高增速发展，信息化产业、旅游产业与酒店产业也随之崛起，进而多媒体信息系统的平台与服务对酒店而言尤为重要。一些研发能力强、技术储备雄厚、客户资源众多的企业的平台系统功能强大、兼容性好、性能稳定、渠道优势明显，在此基础上运营数字内容及信息，从而获得增值性服务收入，将有望在行业内处于领先地位。目前竞争对手缺稀，入场可能存在规模与技术壁垒。
- **酒店信息化市场需求旺盛，规模效应带来增值性收入。**以年收入增速 10%发展的旅游业加快了酒店企业成长步伐，酒店客源规模快速扩张、用户终端体验需求旺盛开启酒店信息化产业。公司向酒店销售的酒店客房数字多媒体系统平台产品由硬件设备和软件系统组成，公司拥有数字终端硬件自主品牌，产业一体化延伸，以广告为主的多媒体平台带来增值性服务收入。
- **酒店客房覆盖快马加鞭，公司业绩稳中求进。**预期公司 15-17 年将持续扩大市场规模，开创酒店多媒体信息化生态链；依托资本市场投融资优势，公司酒店客房覆盖量有望全面提速，预计 15 年酒店房间覆盖新增量将以同比超过 50%的速度增长。平台增值性服务收入弹性空间较大，目前公司规模离行业天花板尚远，未来几年有望实现营收规模以及盈利能力的双升。

财务预测与投资建议

我们预测公司 2014-2016 年每股收益分别为 0.10、0.15、0.23 元，二级市场可比公司以及所属行业 15 年动态 PE 区间为 67-75 倍，考虑公司在新三板中的交易流动性相对较好，我们给予 30%的折价，公司的合理估值区间为 47-52 倍，按 15 年 0.15 元 EPS，对应合理价格区间为 7.05 元-7.80 元。

风险提示

国内酒店旅游行业不景气导致公司需求不振的风险。公司酒店客户市场开拓不力的风险。公司增发项目不确定性风险。

合理估值区间

2015 年 47 至 52 倍 PE

行业

互联网和相关服务

报告发布日期

2015 年 1 月 22 日

公司主要财务信息

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	51	62	70	102	153
同比增长	861.7%	21.1%	13.7%	45.3%	50.0%
营业利润（百万元）	(0)	4	11	17	27
同比增长	95.8%	982.1%	144.1%	61.3%	54.3%
归属母公司净利润（百万元）	2	5	10	15	23
同比增长	120.5%	127.6%	103.3%	45.7%	52.6%
每股收益（元）	0.02	0.05	0.10	0.15	0.23
毛利率	22.5%	34.4%	38.8%	39.6%	39.6%
净利率	4.5%	8.4%	15.0%	15.0%	15.3%
净资产收益率	3.6%	5.9%	10.1%	9.9%	11.5%
市盈率（倍）	218.1	95.8	47.1	32.3	21.2
市净率（倍）	5.8	5.5	4.2	2.6	2.3

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

证券分析师

王东冬

021-63325888*5098

wangdongdong@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860513020002

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目录

一、多媒体系统平台市场海阔天空	4
1.1、酒店信息化行业逐步成型，规模与技术成行业守门员	4
1.1.1 酒店服务信息化发展，优秀多媒体平台抢占先机	4
1.1.2 竞争对手缺稀，入场存在规模与技术壁垒	4
1.2 酒店信息化市场需求旺盛，规模效应带来增值性收入	5
1.2.1 经济发展带动旅游业，加速酒店企业成长步伐	5
1.2.2 酒店客源规模快速扩张，用户终端体验需求旺盛	6
1.2.3 数字终端体验需求开启酒店信息化产业，多媒体平台发展创造增值性服务收入	6
1.3 酒店行业规模持续扩张，多媒体系统平台市场看得见未来	6
二、行悦信息公司概况及发展分析	7
2.1 公司概况	7
2.2 公司股权结构	7
2.3 公司现有业务以及产品介绍	8
2.3.1 拥有数字终端硬件自主品牌，产业一体化延伸	9
2.3.2 以广告为主的多媒体平台带来增值性服务收入	10
2.4 市场份额持续增加，专利技术优势显著，平台客户粘性较强	11
2.5 携手大型知名客户，增值服务商家琳琅满目	12
三、公司战略布局及未来发展分析	13
3.1 持续扩大市场规模，开创酒店多媒体信息化生态链	13
3.2 酒店客房覆盖快马加鞭，公司业绩稳中求进	13
盈利预测与投资建议	13
盈利预测	13
投资建议	14
风险提示	15

图表目录

图 1：2000—2013 年旅游业总收入和国内生产总值增长情况	5
图 2：国内旅游人数与国际入境游逐年攀升	5
图 3：2000—2012 年全国经济型连锁酒店高速增长	6
图 4：行悦信息公司前十大股东控股情况	8
图 5：2011—2013 年公司收入构成	8
图 6：2011—2013 年公司毛利率情况	8
图 7：公司数字终端硬件产品	9
图 8：2011—2013 年公司数字终端软硬件收入与毛利率情况	9
图 9：多媒体平台增值性服务	10
图 10：2011—2013 年公司平台增值服务收入与毛利率情况	11
图 11：公司主要科研成果技术	11
图 12：32 家与公司合作的酒店与宾馆客户	12
图 13：公司与广告商户合作情况	12

一、多媒体系统平台市场海阔天空

1.1、酒店信息化行业逐步成型，规模与技术成行业守门员

1.1.1 酒店服务信息化发展，优秀多媒体平台抢占先机

近年来随着中国经济和互联网的高增速发展，信息化产业、旅游产业与酒店产业也随之崛起，进而多媒体信息系统的平台与服务对酒店而言尤为重要。酒店客房多媒体系统平台是指为客房提供多媒体硬件及软件，例如电脑电视一体机、数字机顶盒以及硬件承载的数字平台软件服务。酒店客房数字多媒体系统平台的建设以软硬件为主导，适应于酒店实际情况的软件系统和硬件终端的研发和销售是市场竞争的基础，但我国信息产业发展起步较晚，受技术和资金的限制，相关系统的研发还不完善，对酒店客户的适应还处于融合阶段。

酒店客房数字化、信息化的基础是通信，需要终端硬件作为载体，软件作为支持，因此吸引了众多家电、IT、通信企业入场。终端硬件方面，数字终端电视、电脑和机顶盒等电子设备功能较为独立，未能作为系统平台代替酒店客房信息服务系统，产生增值性服务的可能性不大，因此需要一个系统的平台软件进行整合与支持。而IT企业利用自身优势，能够迅速实现酒店信息数字化，将先进产品与解决方案提供给酒店。但由于行业本质上的差异，劳动密集型的酒店需要向技术密集型的IT企业支付较高成本，产品性价比并未得到提升。酒店通过通信网络及时了解客户的需求，正是由于这个特点，大型电信网络运营商开始涉足酒店信息化服务，但是酒店是一个以服务为本的行业，依靠客人对各项服务的满意度来提升酒店的经营效益。酒店信息化的实施，意味着酒店又增加了一项新的服务，即时通信的信息服务，以通信起家的电信企业很难提供让酒店和酒店客人同时满意的服务。

三种企业功能的整合与转型诞生了酒店客房数字多媒体系统平台型企业，并因此创造了增值性服务收入。目前行业内市场竞争力较强的主要是一些酒店管理软件公司背景的企业，但只是简单的管理客房和整合信息，未对平台系统进行整合，更没有对平台空间进行开发，不能提供增值性的互动服务。因此，一些研发能力强、技术储备雄厚、客户资源众多的企业的平台系统功能强大、兼容性好、性能稳定、渠道优势明显，在此基础上运营数字内容及信息，从而获得增值性服务收入，将在行业内处于领先地位。

1.1.2 竞争对手缺稀，入场存在规模与技术壁垒

安美世纪（北京）科技有限公司与上海上大吉柴信息技术有限公司为行悦信息目前主要的竞争对手。由于酒店信息化属于新兴行业，行业尚处于起步发展阶段，业内未有大量的竞争对手。而已有的竞争对手各具优势，在不同客户服务对象与覆盖区域均占有一席之地。

安美数字是全球星级酒店智慧客房解决方案的提供商。其具领先的智能客房控制技术、动态媒体呈现技术和网络通讯技术，将传统的智能客房控制体验与高清电视的多媒体体验和传统的网络媒体体验完美结合，透过全新的交互服务，向星级酒店的入住客人提供科技、节能、创意的酒店智慧客房全新体验。

安美数字于2012年正式推出了中国酒店智慧客房投资的相关业务和商业模式。凭借雄厚的研发实力、超前的技术优势、高效整合的精英团队以及深厚的行业积淀，快速地占领了酒店行业智能化服

务市场；同时依托自主创新的 innFOR Anymode 核心技术，创建了国际领先的全高清酒店客房互动信息服务运营平台，并迅速成为多家国际著名跨国酒店集团客房互动电视系统的特许供应商。

迄今，安美为近 1300 家星级酒店提供相关产品和服务，为包括万豪、洲际、雅高、香格里拉、温德姆、喜达屋、希尔顿等在内的 20 多家跨国酒店管理集团提供酒店数字化服务整体解决方案，成为产品、服务的认证供应商，同时与北京歌华、东方有线、天津广电、中国有线海南公司、深圳天威、重庆有线、江苏省有线、成都有线等广电运营商有了实质的、落地业务合作，并不断深化扩大专业合作。

安美在酒店行业内的客户资源丰富，主要集中于高端星级的中外资酒店，因此产品利润率较高，竞争力较强。但其硬件方面较无优势，公司只有机顶盒产品，且能耗较大，对于酒店来说相对成本较高，需要向其他企业购买电视，因此没有延伸产业链将会制约安美在多媒体平台销售上的议价能力。

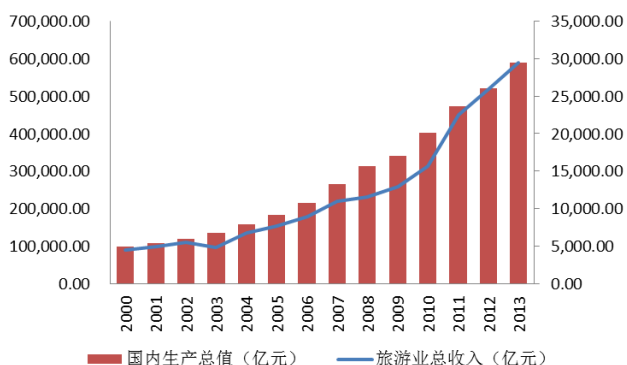
上海上大吉柴信息技术有限公司是世界著名 IT 巨头日本软银集团的成员之一，是由软银旗下的 MPT 集团与上海大学合资成立，MPT 集团拥有 Maginet、Gesteck、LogicLink、等一流酒店互联网配套设施公司。包括高速上网及自助式商务中心、酒店专用液晶电视、酒店用 IP 电话、无线上网、IPTV 等系统。其商业模式和行悦信息相类似，也具备一定的竞争力。但其外包了一部分技术，因此技术方面受到一定制约；该公司服务区域也相对有限，主要为长三角地区。

1.2 酒店信息化市场需求旺盛，规模效应带来增值性收入

1.2.1 经济发展带动旅游业，加速酒店企业成长步伐

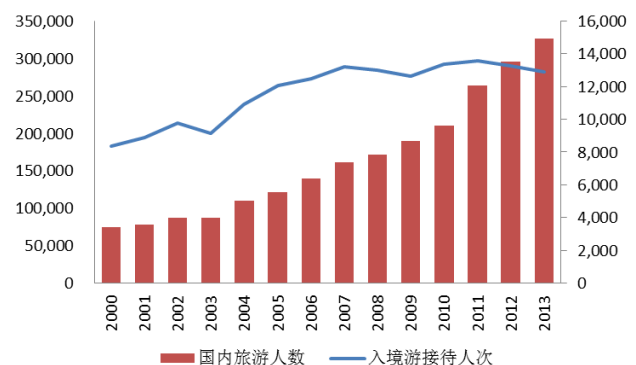
随着我国经济的快速发展，特别是旅游业的高速发展，酒店行业迎来了新的发展趋势。据世界旅游组织预测，到 2020 年中国将成为世界第一大旅游目的地。整个东亚及亚太地区接待旅游者人数将超过 4 亿人次，而中国至少在这一区域市场中占到 30% 的市场份额，每年将有不少于 1.4 亿的国际旅游者来到中国旅游。同时，根据“十二五旅游业发展纲要”，未来五年中国将旅游业培育成国民经济的支柱型产业，旅游业总收入年均增长率将达到 10%，预计 2015 年达到 3.5 万亿元。

图 1：2000—2013 年旅游业总收入和国内生产总值增长情况



数据来源：wind 资讯，东方证券研究所

图 2：国内旅游人数与国际入境游逐年攀升



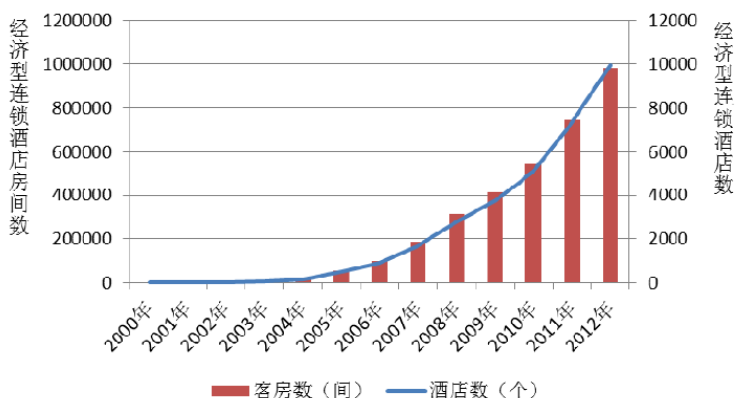
数据来源：wind 资讯，东方证券研究所

1.2.2 酒店客源规模快速扩张，用户终端体验需求旺盛

这将意味着和旅游形势成正比关系的酒店业在未来几年将会迎来一个较大规模的客源扩张局面，与此相对应的是我国酒店业的快速扩张。我国酒店行业内覆盖面广、房间数多、接待酒店住客较多的主要为经济型连锁酒店：近年来经济型连锁酒店数保持 30% 以上的增长率，2012 年家数达到 9924 家，房间数保持 30% 以上的增长率，2012 年客房总数达到了 98 万间以上。根据全球酒店用品巨头乐柏美商业用品（RCP）发布的中国酒店业预估报告显示，2012 年至 2018 年，我国经济型酒店的年均复合增长率有望达到 15.9%。

旅游业的高速发展刺激酒店企业在激烈的竞争中寻找竞争优势，在客源快速扩张趋势下，客户终端体验、紧密迎合市场需求的创新型酒店用品将会被大量引入，以此来提高酒店服务质量和效率，节约运营成本。

图 3：2000—2012 年全国经济型连锁酒店高速增长



数据来源：盈蝶资讯，东方证券研究所

1.2.3 数字终端体验需求开启酒店信息化产业，多媒体平台发展创造增值性服务收入

我国经济已进入了以信息技术为主的新经济时代，在这个时代里，有形产品的制造成本在其整个产品中的比重正日益萎缩；与此同时，无形产品及产品无形部分的价值正变得日趋重要。数字电视、无线网络与通信的三网融合如今已是未来信息化产业的发展趋势，技术的不断更新，酒店住客对网络技术的高追求，都为酒店信息化产业带来了颇多良机。

在市场变化的情况下，除了关注传统的店内装潢、客房数量、房间设施等质量竞争和价格竞争，酒店行业电子数字化技术手段、电子商务和现代化信息系统等技术得到更广泛地应用，新的竞争将主要围绕智能化、信息化、数字化的方向发展。

1.3 酒店行业规模持续扩张，多媒体系统平台市场看得见未来

有别于高端星级酒店，国内经济型酒店更多的是提供简单的住宿服务，大多数企业并未考虑周边市场的开拓与生活服务的提供，特别是增值性服务。而伴随着互联网的发展，智能化、数字化、信息化的产品成为酒店住客生活中必不可少的一部分，对数字信息化生活服务产生的新需求确定了多媒体平台增值性服务的未来发展。酒店网络平台的统一与互通无疑会吸引各大品牌商与广告商的加盟，

从中大大提升了与酒店住客的沟通能力与互动性，由此而带来的增值服务市场十分庞大。酒店客房内放置数字多媒体系统平台，入住客房的酒店住客享受平台增值服务，从而酒店住客的入住率直接决定了可进行增值服务的规模。

公司目前在经济型连锁酒店开展平台增值服务，以和公司合作的如家酒店、7天连锁酒店为例，根据上述两家公司财务数据、盈蝶咨询等公开资料数据显示，2012年其客房数分别为214,070间和133,497间，年入住率分别为86.10%和81.30%，故接待的酒店住客总数超过一亿人次，因此，公司提供的平台增值服务受众规模庞大，服务对象覆盖面广，能够将品牌商、广告商等商家的信息有效的传递给入住经济型连锁酒店的酒店住客，带来规模效应，市场消费空间巨大，后续服务空间广阔，未来公司持续提升经济型连锁酒店客房的市场占有率，市场规模会进一步扩大。

二、行悦信息公司概况及发展分析

2.1 公司概况

上海行悦信息科技股份有限公司，是主营业务为酒店客房数字多媒体系统平台产品的研发、销售和经济型连锁酒店数字多媒体信息的运营的高新技术企业。公司拥有酒店互动系统，数字媒体装置等多项专利发明，获得多项国家认证。公司坚持自主研发，结合市场客户的个性化需求，能够提供有针对性的酒店客房数字多媒体系统和数字多媒体信息解决方案，并在此基础上的开展媒体运营。

公司通过专利技术、传媒和广电的融合，创造终端设备商、内容集成商、渠道运营商融为一体的平台式新媒体——悦传媒。通过酒店互动电视平台、互联网平台和手机移动终端，为商旅人士提供尽情享受旅途中的欢乐、便利和高效的全方位信息服务，为包括娱乐、生活、购物、出行、住宿等服务贡献价值。

公司主营业务收入占公司总营业收入达98%以上。公司的主要产品及服务为多媒体液晶电视一体机、多媒体机顶盒、酒店数字多媒体客房系统和数字多媒体信息，能够为酒店提供硬件和软件相结合的客房数字多媒体系统平台产品，在销售给经济型连锁酒店产品时，公司可以获得一定年限的客房数字多媒体系统平台运营权，为酒店住客、品牌商、广告商等多方提供互动的平台增值服务。

公司作为酒店客房数字多媒体系统平台产品销售商和经济型连锁酒店数字多媒体平台信息运营商，采取自主采购、直接销售和经销相结合的商业模式：公司按市场需求，和供应商签订合同进行采购；公司建立了覆盖全国的销售网络，通过多种途径与客户合作获得订单，以直接销售和经销的方式销售产品和提供服务；公司通过研发、销售客房数字多媒体系统平台产品和向客户提供平台增值服务实现盈利。

2.2 公司股权结构

2014年，公司于6月13日发行了680万股，同时，公司于2015年初，又成功增发了1500万股，尽管截至2015年1月20日，公司相关的股权变更尚未完成，但根据公司公告情况推测，我们预计公司股权登记不日将完成，基于此前提，我们在本报告中的股本总数，按照该增发完成后的总股本10180万股计算，EPS亦按照该股本进行全面摊薄后计算，增发后的最新股权结构情况如下，

图 4：行悦信息公司前十大股东控股情况

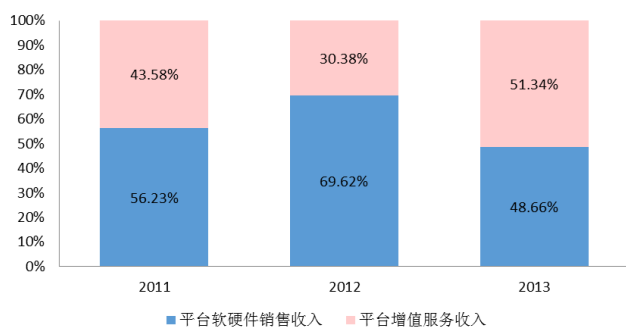
序号	股东名称	持股数量 (万股)	占总股本比例
1	徐恩麒	2,223.88	21.85%
2	上海亨云信息系统有限公司	1,087.18	10.68%
3	新余市龙和投资发展中心 (普通合伙)	753.20	7.40%
4	上海文化产业股权投资基金 合伙企业(有限合伙)	737.10	7.24%
5	上海元昊投资管理有限公司	680.36	6.68%
6	上海春风创业投资有限公司	652.31	6.41%
7	上海长辰投资顾问中心(有 限合伙)	434.87	4.27%
8	上海顶际投资有限公司	434.87	4.27%
9	复旦大学上海视觉艺术学院	380.51	3.74%
10	何伯权	317.02	3.11%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

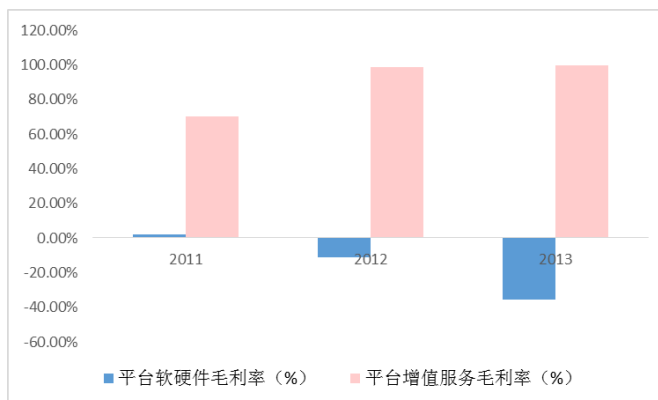
2.3 公司现有业务以及产品介绍

行悦股份坚持自主研发，结合市场客户的个性化需求，能够提供有针对性的酒店客房数字多媒体系统和数字多媒体信息解决方案。

公司向酒店销售的酒店客房数字多媒体系统平台产品由硬件设备和软件系统组成，包括多媒体液晶电视一体机、多媒体机顶盒和酒店数字多媒体客房系统，销售这些产品构成了公司的平台软硬件销售业务。公司以低价销售、置换原有电视机等方式将酒店客房数字多媒体系统平台产品销售给经济型连锁酒店，获得一定年限的客房数字多媒体系统平台运营权，发布数字多媒体信息，通过系统平台将品牌商、广告商等商家的信息呈现给酒店住客，同时酒店住客和商家能够互动，全方位满足酒店、酒店住客、品牌商、广告商等多方的不同需求，从而形成了公司的平台增值服务业务。

图 5：2011—2013 年公司收入构成


数据来源：公司公告 东方证券研究所

图 6：2011—2013 公司毛利率情况


数据来源：公司公告 东方证券研究所

从收入占比来看，11—13年公司主要收入来源为平台软硬件业务，12年占比高达70%，随后转为各占一半。从毛利率来看，我们发现公司在平台软硬件业务实际上是亏损的，而平台增值服务则成为公司的唯一盈利业务。主要原因是由于公司现阶段还处于投入阶段，酒店客房数字终端的覆盖需要平台软硬件的安置，而购置该平台软硬件将会加大酒店客户的运营成本，因此公司为了实现规模

覆盖，将产品以平价或者带有折扣的方式出售予客户，造成平台软硬件业务出现亏损。然而，在安置好数字终端之后，终端的营运与维护成本相对较低，而数字终端带来的增值性业务收入不仅弥补了软硬件业务的亏损，并且创造了不菲的营业收入。

2.3.1 拥有数字终端硬件自主品牌，产业一体化延伸

在公司的酒店客房数字多媒体系统平台产品中，多媒体液晶电视一体机是主要的硬件部分。公司销售的多媒体液晶电视一体机的自有品牌为“ACROSS”，其最终使用客户主要是酒店。酒店所面对的客户大多是商旅人士，其消费层次分为高中低档，较为复杂，而且注重体验酒店内部的设施服务、外部的生活服务，因此对酒店提供的硬件设备具有多样化的需求。公司按照酒店的不同需求，能够设计定制其所需的一体机。

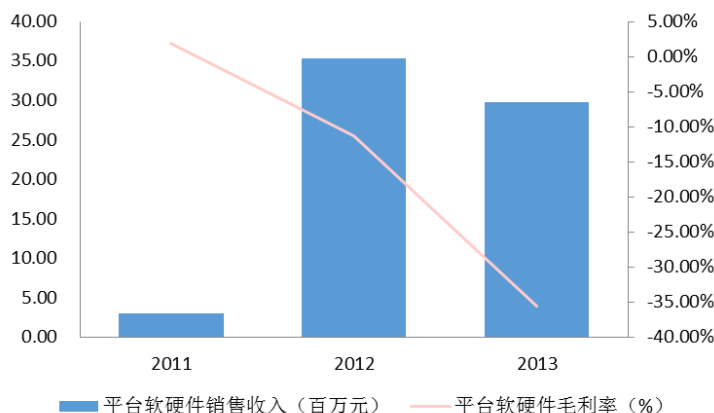
公司服务的酒店客户中，有一些房间已经装备了电视机等装置，鉴于酒店更新电视机的成本较高，从节约成本的角度考虑，公司为其提供多媒体机顶盒，多媒体机顶盒和酒店客户房间原有的电视机等装置结合在一起能够达到多媒体液晶电视一体机的功能。

图 7：公司数字终端硬件产品

产品名称	产品图示	产品说明
多媒体液晶电视一体机		公司销售的多媒体液晶电视一体机由多媒体液晶电视机和内嵌的主板组成，和传统的酒店电视机相比，整合了电视、电脑等多种电子设备的功能，使用较少的电线和外部连接装置，简化了安装工作，外观非常简洁美观，节约了酒店的运营成本，符合国家发布的电信网、电视网、互联网“三网融合”和数字化进程的政策方向。
多媒体机顶盒		在公司销售的产品中，多媒体机顶盒是过渡性产品，通过与酒店原有的电视机相结合，可支持数字电视、VOD 点播、网上购物、酒店服务等主要功能，能够兼容的电视机涵盖了目前市场上全部液晶电视。

数据来源：公开转让说明书，东方证券研究所

图 8：2011—2013 公司数字终端软硬件收入与毛利率情况



数据来源：公司公告，东方证券研究所

11-13 年平台软硬件销售收入分别为 298 万、3,529 万、2,974 万元,毛利率分别为 1.86%、-11.22%、-35.61%。

2.3.2 以广告为主的多媒体平台带来增值性服务收入

酒店数字多媒体客房系统是公司提供所有产品、服务的核心软件部分。公司凭借较强的研发团队和技术储备,把有线电视网络、宽带局域网、卫星电视信息整合在一起,通过多媒体、通讯、嵌入式计算机的软件集成系统,实现酒店住客与品牌商等商家之间的互动。

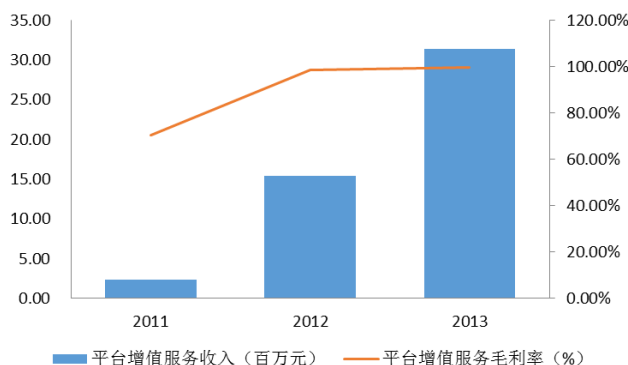
酒店通过数字多媒体客房系统不仅将高清电视、卫星电视、视频点播的电视功能呈献给酒店住客,还提供附加增值服务功能。此外酒店还能够通过系统实时了解酒店住客的需求,及时掌握市场需求动态,变更升级客房的使用系统,更富有人性化。

除了具备传统液晶电视的功能,其余增值性服务概括起来可以分为餐饮、娱乐、广告、租车、旅行、机场接送、影视影音、游戏、社区、WIFI 接入等功能,其中有专门的业务区域,能够实现酒店住客和品牌商、广告商等商家之间的在线互动。品牌商家在多媒体液晶电视一体机上向酒店住客宣传商家的商品信息,酒店住客在客房内使用遥控器或者手机等移动终端在多媒体液晶电视一体机上选择所需的商品,系统通过网络及时将客户所需商品的种类、数量、型号、交易方式等信息反馈给品牌商家,商家收到信息后再按照客户的要求派送商品,酒店住客收到商品支付货款后完成交易,公司实现了通过系统为酒店住客和品牌商家提供互动服务。同时品牌商家、广告商还可以通过系统平台进行在线广告宣传,宣传方式有静态和动态两种,酒店住客登记入住后,打开房门,插卡取电的同时,一体机打开,品牌商家、广告商的广告通过静态图像或者动态 FLASH 播放出来,开机率达到 100%,达到良好的收视效果,广告宣传效果明显。公司还和著名在线网站合作,为酒店住客和在线网站提供增值服务,在线网站通过系统平台将信息投放到一体机上,酒店住客可以收看、点击了解网站的信息,为其提供方便的生活、时尚、旅游等信息。

图 9：多媒体平台增值性服务

产品名称	产品图示	产品说明
酒店数字多媒体客房系统	 有线网络 宽带局域网 卫星电视接收器 融合多媒体、通信、嵌入式设计 高清电视 卫星电视 酒店服务 视频点播 行悦股份的数字多媒体客房系统	系统中的多语言模块在客户入住时记录了客人的国籍信息,在客户进入房间后,所有系统语音、文字等转换成客人的母语,又如移动终端兼容系统会将客人的智能手机、平板电脑通过 WIFI 网络连接到一体机,将移动终端的视频、图片、音乐等内容呈现在一体机页面上,满足了客人个性化、定制化的生活需求。
数字多媒体信息的运营服务	 品牌互动平台(行悦酒店服务) 动态 FLASH 广告 静态广告	公司通过多媒体液晶电视一体机、多媒体机顶盒和酒店数字多媒体客房系统的硬件、软件共同建设酒店客房数字多媒体系统平台,在其应用过程中,同时将商家的数字多媒体信息展现给商旅客人,为双方提供互联网在线互动的平台增值服务。目前,公司主要在市场容量大、受众客户较多、后续服务空间广阔的经济型连锁酒店中开展数字多媒体信息的运营业务,为酒店住客、品牌商、广告商提供平台增值服务。

数据来源：公司公告 东方证券研究所

图 10：2011—2013 公司平台增值服务收入与毛利率情况


数据来源：公司公告 东方证券研究所

11—13 年平台增值服务收入分别为 231 万、1,540 万、3,138 万元,毛利率分别为 70.37%、98.44%、99.58%。

2.4 市场份额持续增加，专利技术优势显著，平台客户粘性较强

行悦信息在产品种类、产品品牌、市场份额、研发技术、客户粘性方面与同行竞争者相比均存在较大优势。产品方面,公司产品种类齐全,能够覆盖酒店客房多种型号的软硬件产品,且数字终端技术方面远超同行企业。其数字电视与机顶盒均拥有自主品牌,已在业内产生一定的知名度,而其他企业大多数实力较弱、技术能力不够强大。市场份额方面,公司目前已形成以北上广深一线城市为中心的服务网络,辐射全国市场,具备服务全国客户的能力,未来将继续拓展国内二线大城市的客户群体,成为真正的龙头企业。在全国经济型连锁酒店市场中,公司拥有近 40%的市场份额,未来更将加速客户客房的覆盖率,盈利能力持续攀升。研发技术方面,公司较早成立研发中心,目前拥有超 20 人的技术团队,已获得多项国家专利技术;数字终端的独立接口,平台服务的特有性大大提高了酒店客户与入住酒店人士的消费粘性,奠定且稳固了公司在行业中的重要地位。

图 11：公司主要科研成果技术

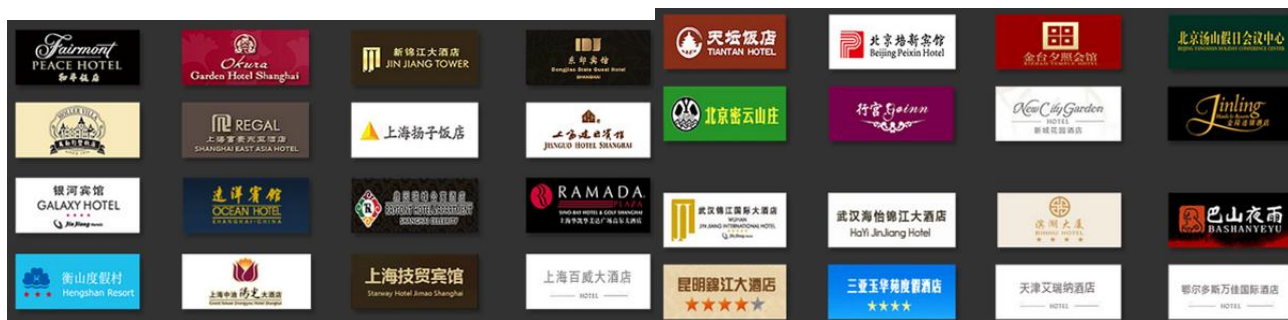
主要科技项目	成果描述
酒店管理系统接口技术	该技术是将市场上已有的酒店管理系统和公司的酒店数字多媒体客房系统兼容,在不更换酒店原有的管理软件的情况下,能够使酒店安装公司的软硬件平台,进而节约运营成本。
WIFI覆盖技术	该技术是应用于多媒体一体机内部,以一体机的宽带上网功能作为支撑,将一体机作为瘦AP 无线接入点,网络覆盖客房内部,酒店住客能够获得无线上网服务,满足客人的个性化生活需求。
多语言系统项目	该系统是结合酒店的管理系统,在酒店住客入住时了解到其国籍信息,当客户进入房间、插卡取电时系统所有界面、文字、声音都换成客户的母语,体现了人性化服务。
移动终端兼容系统	该系统能够将酒店住客的移动终端包括手机、平板电脑等通过WIFI网络接入到一体机上,使移动终端的图片、视频、音乐等显示在一一体机上,并控制一体机。
机顶盒遥控器兼容电视机的技术	在仅安装机顶盒的客房中,机顶盒遥控器能够同时控制与机顶盒兼容的电视机,客房中仅需要一个遥控器即可满足需求。
总机控制项目	酒店能够通过总机控制了解到客户的一体机是否打开、使用了哪些模块等信息,并将采集到的信息进行反馈,进一步升级、完善酒店服务。

数据来源：公司公告 东方证券研究所

2.5 携手大型知名客户，增值服务商家琳琅满目

公司主要面对经济型酒店客户，现已有 7 家大型连锁酒店客户签约使用公司产品与服务，其中包括如家、7 天、汉庭、锦江之星等。除此之外，还有 32 家酒店与宾馆客户使用过公司的产品与服务。

图 12：32 家与公司合作的酒店与宾馆客户



数据来源：公司网站 东方证券研究所

多媒体平台上的广告投放作为增值性服务的主要收入来源之一，吸引了众多商家与广告客户与公司进行合作，其中不乏大型广告商户，例如哇哈哈、阿迪达斯、麦当劳等。

图 13：公司与广告商户合作情况



数据来源：公司网站，东方证券研究所

三、公司战略布局及未来发展分析

3.1 持续扩大市场规模，开创酒店多媒体信息化生态链

2015 年公司将持续扩大市场规模，签约更多经济型酒店客户，在 3-5 年内抢占市场份额形成寡头垄断格局。公司的近期布局将分为两阶段：一是短期内迅速覆盖北上广深四大一线城市未签约以及新开业的客户，以稳固公司在行业中的地位。未来 5 年将开拓部分二线大城市为新覆盖区域，力争将客户群体网络蔓延式扩散。二是在原有酒店多媒体平台的基础上利用公司本身技术优势开创多媒体信息化生态链。公司将有针对性地对不同区域不同酒店的不同住客进行包括但不限于个人喜好、消费和需求的分类，以便于酒店住客及时享受到“私人订制”般多媒体信息化服务。

3.2 酒店客房覆盖快马加鞭，公司业绩稳中求进

据统计，目前国内市场上大约有 200 万间经济型酒店客房，假设每间经济性酒店的日均增值服务消化能力为 2 元/天/间（中性假设，内容主要包括广告，游戏，视频点播等业务），以此计算，仅国内经济型连锁酒店的平台增值服务的市场规模即可达 14.6 亿元。公司 2013 年平台增值服务的规模约 3000 万元，相比 14.6 亿的国内市场容量，尚有非常大的发展空间。

当下市场格局中，公司在经济型连锁酒店的信息化平台建设领域中处于绝对领先的地位，已与国家国内知名的连锁酒店签订框架合作协议。自登陆资本市场平台以来，公司合理利用资本市场的融资优势，通过增发募集超过 7000 万的资金。2015 年开始，公司在拥有足够营运资金的基础上，我们预计公司在酒店客房的软硬件覆盖，信息化平台建设方面将加速。公司酒店客房规模的大幅快速提升，将直接驱动公司平台增值服务的快速增长极。

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2014-2016 年盈利预测做如下假设：

- 1) 收入的增长主要来自于公司与连锁酒店的合作深入，酒店房间硬件铺设数量的大幅提升带动的软硬件销售的大幅增长，而平台增值服务的增长，主要基于公司近几年来与连锁酒店合作成熟后，一方面提供增值服务的数量提升，另一方面也得益于单间房间的贡献提升。增值服务方面，公司产品覆盖规模的扩大将吸引更多广告商家进行合作，相应带来广告费的增值性收入；单间贡献主要来源于数字终端的视频点播与游戏收费，单间客房点播与购买成功的收费在规模效应下也将成为未来公司收入增长的核心驱动。
- 2) 公司 14-16 年毛利率分别为 38.80%、39.57% 和 39.57%。公司的毛利率保持稳定增长，得益于 1、公司硬件由于原材料议价能力的提升，成本有所下降，另一方面，公司毛利率较高的增值业务逐步成熟。
- 3) 公司 14-16 年销售费用率为 2.40%、2.50%、2.50%，销售费用率未来几年小幅提升，公司在未来几年由于在市场推广方面将加快步伐，加速连锁酒店房间的软硬件建设速度，因此销售费用率预计将有所提升，管理费用率为 17.00%、17.00%、17.00%，尽管销

售规模未来几年快速增长，但考虑到公司未来在人员架构方面亦有可能需要同步扩张，因此，我们假设公司的管理费用率总体保持稳定。

- 4) 公司 14-16 年的所得税率维持 15%，但由于公司 11 年以前累计亏损额较大，加上子公司业务类型导致其处于亏损状态，因此 14 年公司的实际税率较低，15 年开始，公司由于以前年度的累积亏损已全部抵扣完，实际所得税率将恢复 15% 的税率。

收入分类预测表

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
平台软硬件					
销售收入（百万元）	35.29	29.74	37.18	55.76	83.64
增长率		-16%	25%	50%	50%
毛利率	-11.06%	-34.49%	-15.00%	-10.00%	-10.00%
平台增值服务					
销售收入（百万元）	15.64	31.95	32.95	46.13	69.19
增长率		104%	3%	40%	50%
毛利率	98.13%	98.55%	99.50%	99.50%	99.50%
合计	50.93	61.69	70.12	101.89	152.84
增长率	21.13%	13.67%	45.30%	50.00%	21.13%
综合毛利率	22.46%	34.41%	38.80%	39.57%	39.57%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

由此，我们预测公司 2014-2016 年的 EPS 为 0.10、0.15 和 0.23 元。

投资建议

公司的商业模式主要以软硬件为市场切入口，占据下游酒店客户的市场资源，然后利用公司搭建的平台，利用广告以及增值服务盈利。公司的商业模式与乐视网较为类似。根据中国证监会《上市公司行业分类指引》，公司证监会行业分类属于“互联网和相关服务”。以 1 月 22 日收盘价为基础，证监会行业分类的“互联网和相关服务”2014~2016 年的行业整体市盈率分别为 93 倍、67 倍和 49 倍。另外，公司的商业模式和业务类型与乐视网较为类似，乐视网 2014-16 年的动态市盈率分别为 107 倍、75 倍，以及 53 倍。

参考 A 股二级市场同类行业 15 年整体动态 PE 67 倍，与公司商业模式较为类似的乐视网的估值为 75 倍，我们认为公司在二级市场中的合理估值为 67 倍到 75 倍。新三板因交易流动性总体偏弱，但公司在新三板挂牌做市交易的企业中，流动性相对更好。因此，我们在二级市场 67-75 倍可比估值区间的基础上给予 30% 的流动性折扣，我们认为公司的合理估值区间为 47-52 倍，按 15 年预测 EPS 为 0.15 元，对应合理价格为 7.05-7.80 元。

风险提示

- 1、 公司下游需求主要来自于连锁酒店的软硬件安装需求，以及连锁酒店入住客人的增值服务，如果国内旅游业整体需求不振，以及酒店行业新店扩张不力，将导致公司下游需求萎缩，导致公司业绩增速不大预期。
- 2、 公司未来将保持轻资产运作模式，与连锁酒店的合作带来的酒店房间软硬件安装，将是公司未来相关服务收入快速增长的重要前提，如果公司在连锁酒店的深入合作遭遇瓶颈，将导致公司面临一定的经营风险。
- 3、 公司 2014 年 11 月 24 日的增发项目目前尚未认购完成，存在增发不成功风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	3	2	2	41	34	营业收入	51	62	70	102	153
应收账款	17	30	32	46	69	营业成本	39	40	43	62	92
预付账款	5	11	11	15	23	营业税金及附加	0	1	1	2	3
存货	16	14	15	22	32	营业费用	2	1	2	3	4
其他	0	0	0	0	1	管理费用	7	10	12	17	26
流动资产合计	41	57	60	124	159	财务费用	1	2	1	1	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	1	1
固定资产	45	42	40	38	36	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	2	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0	0
无形资产	12	11	10	9	8	其他	(1)	(2)	0	0	0
其他	46	43	41	41	41	营业利润	(0)	4	11	17	27
非流动资产合计	105	96	92	89	86	营业外收入	3	0	0	1	1
资产总计	146	153	152	214	245	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	19	23	26	10	10	利润总额	2	5	11	18	27
应付账款	5	5	5	7	11	所得税	(0)	(0)	1	2	4
其他	37	35	3	4	9	净利润	2	5	10	15	23
流动负债合计	61	63	34	22	30	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	2	5	10	15	23
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	0.02	0.05	0.10	0.15	0.23
其他	0	0	0	0	0	主要财务比率					
非流动负债合计	0	0	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
负债合计	61	63	34	22	30	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入	861.7%	21.1%	13.7%	45.3%	50.0%
股本	74	80	87	102	102	营业利润	95.8%	982.1%	144.1%	61.3%	54.3%
资本公积	34	6	16	59	59	归属于母公司净利润	120.5%	127.6%	103.3%	45.7%	52.6%
留存收益	(22)	5	15	31	54	获利能力					
其他	0	0	0	0	0	毛利率	22.5%	34.4%	38.8%	39.6%	39.6%
股东权益合计	85	90	118	192	215	净利率	4.5%	8.4%	15.0%	15.0%	15.3%
负债和股东权益	146	153	152	214	245	ROE	3.6%	5.9%	10.1%	9.9%	11.5%
现金流量表						ROIC	0.9%	6.2%	8.9%	9.0%	10.8%
单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	偿债能力					
净利润	2	5	10	15	23	资产负债率	41.6%	40.9%	22.3%	10.2%	12.1%
折旧摊销	12	19	6	7	7	净负债率	19.3%	23.0%	20.1%	0.0%	0.0%
财务费用	1	2	1	1	0	流动比率	0.67	0.91	1.76	5.70	5.37
投资损失	0	0	0	0	0	速动比率	0.41	0.69	1.32	4.71	4.28
营运资金变动	1	(19)	(35)	(22)	(35)	营运能力					
其它	(35)	(3)	2	1	1	应收账款周转率	4.2	2.6	2.3	2.6	2.6
经营活动现金流	(19)	4	(15)	1	(3)	存货周转率	2.4	2.7	3.0	3.4	3.4
资本支出	(68)	3	(4)	(4)	(4)	总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.6	0.7
长期投资	0	0	0	0	0	每股指标（元）					
其他	29	(9)	0	0	0	每股收益	0.02	0.05	0.10	0.15	0.23
投资活动现金流	(40)	(6)	(4)	(4)	(4)	每股经营现金流	-0.18	0.04	-0.14	0.01	-0.03
债权融资	0	0	0	0	0	每股净资产	0.84	0.89	1.16	1.88	2.11
股权融资	44	(22)	17	59	0	估值比率					
其他	15	24	2	(17)	(0)	市盈率	218.1	95.8	47.1	32.3	21.2
筹资活动现金流	59	2	19	42	(0)	市净率	5.8	5.5	4.2	2.6	2.3
汇率变动影响	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	38.8	19.4	26.8	19.8	14.5
现金净增加额	0	(0)	0	39	(7)	EV/EBIT	812.9	76.1	41.2	27.5	18.5

资料来源：东方证券研究所

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，1、东方证券担任该挂牌公司做市商；2、公司持有该挂牌公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级——由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级——根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn