

创维数字加快互联网增值业务布局

创维数字
 (000810.SZ)

投资要点：

- 创维数字一季度营业收入为6.94亿元，较上年同期增4.39%，收入增速好于去年同期（去年一季度增速为负），分渠道来看，公司从广电获得的收入最多，收入3.25亿，同比与去年基本持平，但产品结构发生了明显变化，公司高清可交互的机顶盒销售占比提升较快；公司从电信渠道获得的机顶盒销售收入1.2亿元，市场竞争优势也进一步强化：市场占有率从去年年报的第三上升至第二名。
- 创维今年业绩增速将回升的主要因素包括：广电市场化改革力度的加大以及互联网转型的加快有利于公司获得更多的机顶盒订单；产品的规模效应有助于公司降低成本，下半年随着公司高端的机顶盒产品销售规模提升，公司毛利率会有明显的改善；公司15年基于各类智能终端开展的互联网运营及增值服务收入也有望大幅增加，预计运营及增值服务收入占比将达到5%，如15年公司从广电网络平台运营获得分成收入有望从14年的几百万翻番至超千万，公司自主运营的互联网平台今年获得的增值收入有望超过千万。
- 从未来较长的时间来看，鉴于以下因素，公司业务增长的空间也较大：公司海外业务还有较大的增长空间；国内广电未来几年加快将传统有线电视终端盒子改造成为高清智能机顶盒将为公司收入增长创造较大的空间；随着公司互联网产业布局的完善，公司未来几年互联网增值运营收入也有望步入快速增长轨道。当然，以上目标的实现除了依赖公司自身能力外，还需要更多互补性合作伙伴的助力，公司为此也表示，未来将布局外延式拓展其他智能终端与轻资产运营及服务的机会。我们也预期，一些有利于完善公司智慧城市、智能家居生态链上布局的公司将成为收购的标的，可能包括可增强公司精准营销能力的数字媒体广告商等，可扩展公司智能家居应用竞争优势的智能家居服务商等。
- 公司未来较好的成长性也就使得公司目前只有50倍左右的PE估值相对于同行业偏低，我们给予公司增持评级。

分析师：陈伟

执业证书编号：S0050510120008

Tel : 010-59355914

Email : chenwei@chinans.com.cn

投资评级

本次评级：	增持
跟踪评级：	首次
目标价格：	28

市场数据

市价(元)	23.39
上市的流通 A 股(亿股)	2.59
总股本(亿股)	9.99
52周股价最高最低(元)	40.12-6.26
上证指数/深证成指	4441.66/ 14818.64
2014 年股息率	0.14%

52周相对市场变化

14-5 14-7 14-9 14-11 15-1 15-3

相关研究

公司财务数据及预测

项目	2012	2013	2014	2015
营业收入(百万元)	1,131	1,122	3,502	3,887
增长率(%)	-9.08%	-0.82%	212.16%	11.00%
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	3.53	3.72	386.86	423.95
增长率(%)	-93.68%	5.52%	10297.15%	9.59%
毛利率%	12.24%	11.45%	22.24%	23.80%
净资产收益率(%)	0.71%	0.75%	19.46%	18.33%
EPS(元)	0.00	0.00	0.39	0.42
P/E(倍)	6623.01	6276.78	60.37	55.09
P/B(倍)	47.24	47.25	11.75	10.10

数据来源：民族证券

正文目录

公司一季度净利润同比下滑.....	3
2015年业绩增长仍将回升	3
公司未来增长潜力较大.....	4
财务预测.....	6

图表目录

表 1: 行业公司对比 (4月 30 日数据)	5
-------------------------------	---

事件：

创维数字一季度，归属于母公司所有者的净利润为 6934.47 万元，较上年同期减 8.18%；营业收入为 6.94 亿元，较上年同期增 4.39%。

公司一季度净利润同比下滑

创维数字一季度营业收入为 6.94 亿元，较上年同期增 4.39%，收入增速好于去年同期(去年一季度增速为负)。

分渠道来看，公司销售给国内广电网络的机顶盒获得的收入最多，收入 3.23 亿，同比与去年基本持平，但产品结构发生了明显变化，原因在于今年以来国内广电网络公司为加快互联网转型，更多推广交互、高清的智能盒子（带 wifi、路由、Cable modem、EOC 等智能接入及无线覆盖等功能），公司凭借产品与技术优势，获得了更多广电网络公司的高端智能盒子订单，而由于它们的价格普遍比非智能机顶盒贵 30%-50% 以上，公司高清、交互的智能盒子销售占比提升也较快。

公司从电信渠道获得的机顶盒销售收入 1.2 亿元，市场竞争优势也进一步强化：市场占有率达到去年年报的第三上升至第二名，而由于产品的规模效应，通过电信渠道销售的 IPTV、OTT 等机顶盒的毛利率同比也有所上升。

零售渠道方面，公司增长形势也良好，收入实现了 1 千万，其中，受益于公司采取低毛利策略的大力推广，公司自有品牌 OTT 盒子销售量增长从去年同期 2 万台上升至今年 6 万台，当然由于价格和毛利率水平比较低（只有 5%），这也拖累了公司产品毛利率增长。

与国内收入增长 5% 相比，今年一季度海外市场增长减弱，实现机顶盒销售收入 2.35 亿，同比小幅下降，其原因包括：今年一季度欧元贬值影响了公司对欧洲地区机顶盒的出口；去年公司出口的重要国家印度（对印度出口 3 亿多）由于大选后的影响还在持续，公司今年在印度的订单同比下降。

相对于公司收入的增长，公司净利润增速却较上年同期减 8.18%，主要原因包括：虽然公司提供给国内广电网络公司中高端智能盒子的价格有明显上升，但是由于高端智能盒子初期规模还不够大，公司在供应链及技术方案替代上较为谨慎，相比过往成熟机顶盒的毛利率水平暂不能提升；今年以来公司为发展自主品牌 OTT 云平台下的应用商店，更多采取低毛利策略推广以扩大零售市场的终端覆盖率，这虽然刺激了公司自主品牌 OTT 智能盒子的销量增长，但是毛利水平却有所降低，拉低了公司毛利率；公司今年以来加快布局智能家居云平台与应用商店的运营与服务，也短时期增大了公司管理费用。

2015 年业绩增长仍将回升

虽然公司一季度业绩增长不够理想，但我们认为，考虑到以下因素，公司全年业绩增速仍将回升，全年净利润超过重组承诺的 40435.82 万元将是大概率事件，同比增速将在 10% 左右，超过去年 5% 的水平。

第一，国内广电市场化改革力度的加大以及互联网转型的加快都有利于公司获得更多的机顶盒订单。如随着市场化的进一步深入，部分广电地区原有的封闭市场格局将会被打破，所有广电企业都将通过公开招标形式采购机顶盒，公司机顶盒以其优越的性价比优势将可以进入到更多过去排外、封闭性的地区市场；互联网转型的需要迫使广电网络公司加快推广高清、交互智能机顶盒，公司作为龙头厂商今年以来获得高清、交互的机顶盒订单也逐渐增多（如：公司中标天威视讯智能盒子，4K 的高清解码芯片，内置 3.0 Cable Modem，配置双频 WiFi 路由器，双路高频头等），高清可交互占公司机顶盒销量比例有望从 14 年 20% 左右提升至 30% 以上，而当销量上去后，产品的规模效应有助于公司基于技术方案替代降低成本，我们也因此预计，下半年随着高端的产品销售规模提升，公司毛利率会有明显的改善。

第二，今年随着国内三大电信运营商加大对家庭市场的投资力度，智能 OTT 机顶盒的需求增量也较多。如中国电信规划全年将新增互联网 OTT 用户 1000 万户，中国移动预计新增智能 OTT 800 万户，中国联通预计至少新增互联网 OTT 用户 300 万户，这也给公司带来了更多新的机会。

第三，去年 7 月开始国家广电总局对于互联网 OTT 进行了严厉的整顿，目前 OTT 产业基本整改完成，各家牌照方和内容方的合作也已基本定局，用户对于 OTT 盒子的体验也在改善，OTT 付费盒子的比例上升，这都有利于 2015 年 OTT 市场环境的恢复，公司凭借在 OTT 市场领域建立的品牌优势地位，一方面，发展自主品牌的互联网 OTT 盒子用户；另一方面，公司已获得主流互联网企业（阿里、腾讯、百度、搜狐等）及渠道商（鹏博士等）、内容商（百视通等）在 OTT 智能盒子上的高度认可，如公司正准备交付 100 万台 OTT 盒子给某互联网公司，今年也有望占领更多智能终端盒子的市场份额。

第四，虽然一季度海外收入增长不理想，如二季度以来，随着前期负面因素的消除，公司出口新增订单正逐渐增加，全年海外收入增长形势依然乐观。

第五，公司 15 年基于各类智能终端开展的互联网运营及增值服务收入也有望大幅增加，预计运营及增值服务收入占比将达到 5%。

如公司目前向国内广电网络公司推广的多屏 OTT 增值服务系统进展顺利，已经有 4 大广电网络公司签署协议并上线推广多屏的本地服务运营，有 6 大网络运营商已经上线在试运行，今年预计该系统将推广至全国近 20 家广电网络公司。而公司与它们合作运营的本地化增值服务也有望取得明显成效，15 年公司从广电网络平台运营获得分成收入有望从 14 年的几百万翻番至超千万。

再如公司自主运营的互联网平台也有望随着用户数的增多以及应用服务种类的丰富而获得更多的增值收入。如一季度末，公司自主云平台下应用商店的用户数为 340 万，日活跃用户数均值在 40 万，都较去年底明显增加，这些用户再加上创维云电视平台激活的 700 万用户数，为公司推送各类基于大数据的各类增值服务创造了条件，而公司目前的各类增值服务布局也基本成型，如创维 OTT 运营平台的应用商店下有主屏页面广告、启动页面加载时间广告等；还有摊位费收入及各种应用类的付费收入，包括教育（学校课外教育、名师与名校课件、幼儿英语，职业培训等）、游戏等，今年有望为公司贡献千万级别的收入。

此外，公司通过积极拓展游戏运营与分发、OTT 增值服务等也有望获取较多的运营及增值收入。如随着移动渠道手机游戏市场的增长，公司已经开始拓展游戏运营与分发；同时，公司基于掌握了更多手游用户的消费行为数据，从而可以有针对性地将这些用户流量导入公司自主云平台下应用商店，增强公司电视游戏及其他应用的盈利潜力；再如公司还开始承接第三方机顶盒及部分智能家居产品的售后及维修外包服务，主要客户包括部分海外运营商、国内互联网企业等，今年也有望贡献至少上千万的服务收入，当然更重要的还在于公司可以通过承接此项服务扩大公司与更多原本非公司用户的接触面，积累更多用户的大数据，从而有利于为公司今后推送相关增值服务创造便利条件。

公司未来增长潜力较大

从未来较长的时间来看，鉴于以下因素，公司业务增长的空间也较大。

第一，公司海外业务还有较大的增长空间：首先，从新兴市场来看，由于这些国家与地区刚开始产生标准清晰度的转换需求，数字化，尤其高清产品的市场需求空间仍很大，而公司已经在不少地区有了较大的市占优势，如公司在印度占有 38% 市场份额，考虑到印度的市场容量未来将超过中国，这将为公司产品提供较大增长空间；公司虽然已进入发达国家市场，但产品主要通过发达国家三流的运营商进入，产品价格相对较低，平均价格只有 40 美元，与国际一流运营商相比还有较大差距，公司目前正通过多种途径进入发达国家的中高端产品市场，包

括招聘本地拥有国际一流运营商沟通能力的员工，产品向高端发展(如：带媒体服务器、PVR、硬盘、接入设备、双向互动)等措施，以此提高公司海外中高端市场的占有率，增强海外业务的盈利能力。

第二，公司国内机顶盒市场的增量收入将主要来自广电系统。如截至今年2月底，我国有线数字电视用户达到18802.2万户，但国内广电全国用户总数81%左右的盒子不具备交互、智能、高清的功能，国内广电未来几年将加快将传统有线电视终端盒子改造成为高清智能机顶盒，假设未来有三分之二用户接受改造，预计市场容量将达到400亿左右，按照公司现有市场份额25%的保守估计，公司未来几年可获得大约100亿的订单收入，相对于14年收入的6倍多。

第三，公司未来几年互联网增值运营收入也有望步入快速增长轨道。如公司今年将加快和广电网络公司共同探索更多的OTT增值服务收入来源，而协助广电拓展WIFI热点的O2O应用场景成为重点，如基于医院WIFI的增值服务，包括广告、药品电商等，这些创新性的增值服务模式今年一旦成型，使得广电受益，就十分有利于公司更快地向全国更多广电公司复制。我们也由此假设，公司未来在广电OTT增值服务收入的市占率不会低于25%，以广电用户年付费200元，公司20%左右分成比例计算，公司今后从广电OTT增值服务每年可获得增值收入15亿元；再如公司为了把握正在涌起的客厅网络经济热潮，除了通过多种途径来积累更多用户的大数据，包括扩大自主品牌智能机顶盒用户数，还不断为用户开拓更多场景的应用和服务，包括智能家居等，以此增强用户粘性，拓展其应用服务平台价值。我们也预计未来几年公司自主云平台获得的互联网增值服务收入将进入快速增长期。

当然，以上目标的实现除了依赖公司自身能力外，还需要更多互补性合作伙伴的助力，公司为此也表示，未来将布局外延式拓展其他智能终端与轻资产运营及服务的机会。我们也预期，一些有利于完善公司智慧城市、智能家居生态链上布局的公司将成为收购的标的，可能包括可增强公司精准营销能力的数字媒体广告商等，可扩展公司智能家居应用竞争优势的智能家居服务商等。

因此，公司未来较好的成长性也就使得公司目前只有50倍左右的PE估值相对于同行业偏低，我们给予公司增持评级。

表 1：行业公司对比（4月30日数据）

证券简称	每股营业总收入	每股收益	市盈率（TTM）
同洲电子	2.3454	-0.6100	-27.4459
创维数字	7.0138	0.8571	50.7030
银河电子	4.2397	0.5260	74.1642
四川九洲	4.8678	0.1873	170.8208
精伦电子	1.5578	0.0200	334.4962

资料来源：wind 资讯

财务预测

资产负债表					利润表				
单位： 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	单位： 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	36,016	36,803	359,482	412,806	营业收入	1,131	1,122	3,502	3,887
现金	-874	-2,172	90,816	118,405	营业成本	993	993	2,723	2,962
应收账款	16,811	16,235	232,134	253,717	营业税金及附	4	4	17	19
其它应收款	232	733	5,282	7,674	营业费用	24	25	224	249
预付账款	1,436	2,841	956	1,414	管理费用	65	46	177	198
存货	18,411	25,254	25,254	28,596	财务费用	27	21	-16	-19
其他	0	-6,089	5,040	3,000	资产减值损失	5	10	20	10
非流动资产	70,033	65,287	16,584	20,052	公允价值变动	0	0	0	0
长期投资	55	55	0	0	投资净收益	12	0	5	0
固定资产	64,039	59,555	3,612	2,600	营业利润	26	23	362	478
无形资产	5,563	5,392	4,263	5,206	营业外收支	-3	2	71	85
其他	375	286	8,709	12,246					
资产总计	106,049	102,090	376,067	432,858	利润总额	22	25	433	563
流动负债	40,874	35,727	154,312	178,533	所得税	4	8	48	141
短期借款	29,239	759	0	0	净利润	18	16	385	422
应付账款	4,002	7,487	137,556	158,619	少数股东损益	14	13	-2	-2
其他	7,634	27,481	16,755	19,914	归属母公司净	4	4	387	424
非流动负债	1,529	1,477	26,122	25,500	EBITDA	103	106	441	563
长期借款	0	0	15,000	15,000	EPS (元)	0.00	0.00	0.39	0.42
其他	1,529	1,477	11,122	10,500	主要财务比				
负债合计	42,403	37,204	180,433	204,033	单位： 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
少数股东权益	14,205	15,462	2,532	2,329	成长能力				
股本	12,967	12,967	49,925	99,875	营业收入	-9.08%	-0.82%	212.16%	11.00%
资本公积金	9,861	9,861	24	-49,926	营业利润		-9.94%	1473.52%	31.97%
留存收益	28,206	26,613	26,597	148,897	归属母公司净	-93.68%	5.52%	10297.15%	9.59%
归属母公司股东权益	49,441	49,424	198,846	231,241	获利能力				
负债和股东权益	106,049	102,090	381,811	437,603	毛利率	12.2%	11.5%	22.2%	23.8%
现金流量表					净利率	1.6%	1.5%	11.0%	10.9%
单位： 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	ROE	0.7%	0.8%	19.5%	18.3%
经营活动现金流	130	119	219	355	ROIC	4.0%	2.9%	48.2%	26.3%
净利润	18	16	385	422	偿债能力				
折旧摊销	5,469	6,527	2,869	2,551	资产负债率	39.98%	36.44%	47.98%	47.14%
财务费用	1,533	2,079	923	-1,887	净负债比率		0	0	0
投资损失（收益前加-号）	471	1,044	2,040	1,000	流动比率	0.88	1.03	2.33	2.31
营运资金净变动（增加为负）	-4,244	-21,258	112,728	1,898	速动比率	0.43	0.49	2.13	2.14
其它	-3,117	11,710	-118,726	-3,630	营运能力				
投资活动现金流	-50	-23	17	-4	总资产周转率	1.07	1.10	0.93	0.90
资本支出	6,450	2,307	8,610	4,000	应收帐款周转	6.73	6.91	1.51	1.53
长期投资	0	0	43,230	0	存货周转率	5.39	5.18	10.78	10.36
其他	-6,500	-2,330	-51,823	-4,004	每股指标(元)				
筹资活动现金流	-104	-98	194	-75	每股收益	0.00	0.00	0.39	0.42
短期借款	-13,213	-28,480	-759	0	每股经营现金	0.13	0.12	0.22	0.36
长期借款	0	0	15,000	0	每股净资产	0.50	0.49	1.99	2.32
普通股增加	0	0	36,959	49,950	估值比率				
资本公积增加	0	0	-9,837	-49,950	P/E	6623.01	6276.78	60.37	55.09
其他	13,109	28,382	-41,169	-75	P/B		47.24	47.25	11.75
现金净增加额	-24	-2	429	276	EV/EBITDA	33.61	30.02	24.90	39.74

数据来源：贝格数据，民族证券

分析师简介

陈伟，毕业于对外经济贸易大学金融学硕士专业，10年证券从业经验，先后在中国证券报、东北证券、中国证券市场联合设计中心、民族证券等单位从事行业咨询以及证券研究工作，发表了几百篇各类证券分析评论，并担任多家证券媒体的证券观察员，对于资本市场政策、宏观经济、金融市场运行有着深刻的理解。

联系人简介

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“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客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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，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报告。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。

地址：北京市朝阳区北四环中路 27 号盈科大观 A 座 40 层(100101)