安信证券 ESSENCE SECURITIES

2015 年 10 月 18 日

兆驰股份（002429.SZ）

公司深度分析

证券研究报告

黑色家电Ⅲ

定增切入互联网电视 期待风行网焕发活力

■智能电视产业链拉长，积极求变的企业均有机会：智能电视产业链拉长，产业链各方具有相对优劣势，目前不存在可以霸占整个产业链话语权的巨头。各方需要更多的合作来培养市场，在竞合关系中向前迈进。越来越多的产业基金开始进入行业，产业链参与各方如果采用合理方式，积极创新求变，均有机会在产业发展大潮中获得一席之地。

■收购风行网 63%股权，风行有望重新焕发活力：公司以 9.67 亿元收购风行网 63%股权；风行网原为东方明珠控股，在国有体制之下，激励不足、限制较多、经营效率较低，发展明显落后于同行。风行网脱离国有体制后，有望重新焕发活力；而伴随着兆驰发力互联网电视，风行作为其运营平台，将加速向“客厅经济”快速转型，在行业龙头并未显现之时，风行在当前时点切入转型有望实现弯道超车。

■拟定增 29.4 亿投身智能电视浪潮，一致目标驱动各方携手共进：公司发布预案,拟对东方明珠（牌照+内容方）、海尔（渠道方）、国美（渠道方）定增 29.4 亿元，资金将全部投向互联网电视业务转型，通过股权方式实现各方利益紧密捆绑。同时，通过此次的合作，各方发展过程中的问题都能得到相应的解决，产业链话语权大幅提升，一致的目标也将推动公司智能电视业务的快速发展。

■投资建议：我们预计公司 2015-2017 年的收入增速分别为-10.4%、19.5%、25.2%，净利润增速分别为-7.1%、37.2%和 19.0%，EPS 分别为 0.39、0.46、0.55 元。我们看好公司互联网电视业务发展，更看好风行网脱离国有体之后重新焕发活力，给予兆驰股份买入-A 投资评级，6 个月目标价 16.3 元，对应公司 300 亿市值（定增之后）。

■风险提示：原材料成本波动风险；转型进展不及预期；智能电视行业发展低于预期；风行网 63%股权交割风险。

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	6,776.1	7,107.6	6,370.0	7,610.6	9,528.3
净利润	635.9	665.7	618.7	848.8	1,009.8
每股收益(元)	0.40	0.42	0.39	0.46	0.55
每股净资产(元)	2.39	2.80	3.16	4.81	5.36

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	26.7	25.5	27.4	23.0	19.3
市净率(倍)	4.4	3.8	3.4	2.2	2.0
净利润率	9.4%	9.4%	9.7%	11.2%	10.6%
净资产收益率	16.6%	14.8%	12.2%	9.6%	10.2%
股息收益率	0.0%	0.2%	0.4%	0.0%	0.0%
ROIC	24.3%	15.1%	17.0%	20.0%	20.5%

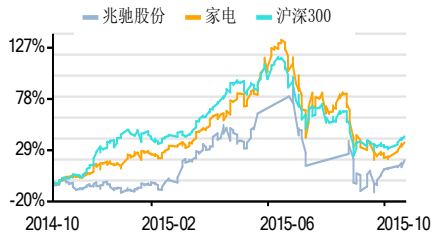
数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级	买入-A
	首次评级
6 个月目标价	16.30 元
股价（2015-10-16）	10.59 元

交易数据

总市值（百万元）	16,962.93
流通市值（百万元）	16,795.97
总股本（百万股）	1,601.79
流通股本（百万股）	1,586.02
12 个月价格区间	7.60/16.25 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	19.43	19.54	-23.14
绝对收益	26.22	7.95	21.44

蔡雯娟 分析师
SAC 执业证书编号：S1450515030001
caiwj2@essence.com.cn
021-68766073

报告联系人
孙珊 021-68766571
sunshan@essence.com.cn

相关报告

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

1.智能电视产业链拉长，积极求变的企业均有机会 3
1.1 商业模式落地条件渐成熟，产业面临爆发机遇 3
1.2 产业链拉长：参与方各具优势，竞合关系下快速发展 5
1.2.1 智能电视产业链快速延伸 5
1.2.2 参与方各具优势，单打独斗难以成功 8
1.3 产业绝对龙头还未形成 积极求变的企业均有机会 9

2. 收购风行网 63%股权，风行有望重新焕发活力 11
2.1 参与竞买风行 63%股份 风行有望突破经营束缚 11
2.2 股权收购价格合理，有望借“客厅经济”弯道超车 12
2.2.1 风行仍具备相当影响力，股权收购价格相对合理 12
2.2.2 风行在“移动互联”时代中落后，有望在“客厅经济”时代弯道超车 13

3. 拟定增 29.4 亿投身智能电视浪潮，一致目标驱动各方携手共进 16
3.1 拟定增 29.4 亿补充公司资金，全部投入互联网电视业务 16
3.2 各方发展均存在瓶颈，进军智能电视行业是为必要 17
3.2.1 硬件方——兆驰：传统黑电增长趋于平缓，纯硬件厂商亟待转型 17
3.2.2 牌照方——东方明珠：市场竞争激烈，仍需借助渠道和硬件载体发力 17
3.2.3 内容方——东方明珠：同样依赖其他载体，需高效把握热度窗口 18
3.2.4 渠道方——国美、海尔：互联网缩短渠道价值链，高利润难以为继获 19
3.2.5 运营方——风行网：风行近年来逐渐没落，亟待引入新鲜血液 19
3.3 多方合作要素已渐完备，一致目标驱动携手共进 20
3.3.1 硬件方：兆驰具备制造成本优势 20
3.3.2 牌照方：百视通在 7 大牌照方中占据重要地位 20
3.3.3 内容方：东方明珠强大内容库+SMG 内容生产能力 21
3.3.4 渠道方：海尔、国美发挥渠道影响力 22
3.3.5 运营方：风行——老牌互联网视频运营企业 23
3.4 风行互联网电视生态战略已发布 期待后续产品落地 23

4.盈利预测与投资建议 24
4.1 盈利预测 24
4.2 投资建议 24

5.风险提示 25

表 1：七家互联网电视牌照方 6
表 2：牌照方与机顶盒合作一览 7
表 3：客厅经济参与各方优劣势分析 9
表 4：智能电视行业近期合作一览 10
表 5：2013-2015 年风行主要财务数据 12
表 6：风行的股权转让价格合理 13
表 7：2015 年 4 月视频 APP 活跃用户排名——风行差距明显 14
表 8：2015 年移动在线视频 APP 排行榜——风行差距明显 14
表 9：风行在线主营业务情况 15
表 10：定增项目认购情况（2015 年 10 月 15 日修订后——上海文广退出定增） 16
表 10：定增项目认购情况（2015 年 10 月 15 日修订前） 16
表 11：《极限挑战》热搜度从 7 月第四名攀升到 8 月第一名 21

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

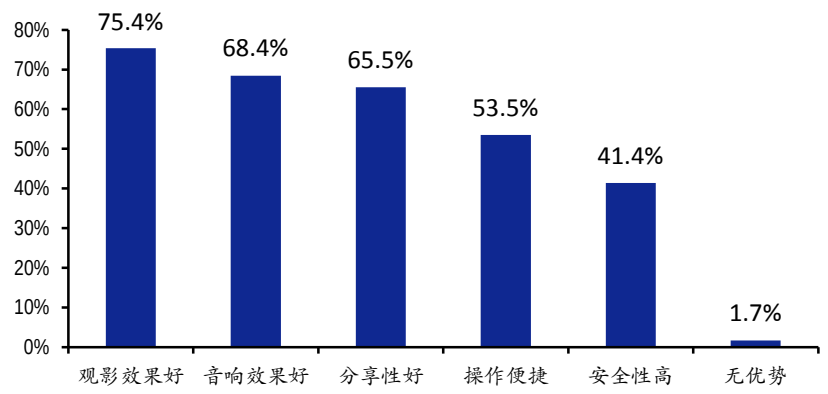
1.智能电视产业链拉长，积极求变的企业均有机会

1.1 商业模式落地条件渐成熟，产业面临爆发机遇

在我们上一篇黑电行业深度报告《微信摇一摇，开启智能电视新时代》中，着重梳理了在互联网时代下智能电视与手机之间大小屏互动的社交价值，以及作为生态圈入口向视频、游戏、教育、办公、医疗、电商等领域延伸的巨大价值和拓展空间。

智能电视有望成为客厅经济的首选载体。相对于其他设备，电视具有屏幕大、影音效果好、参与度高（全家参与）等优势，具备更强互联互动效果、支持个性化定制和依偏好推送、搭载更多功能模块（直播、点播、游戏、教育、生活），可以作为信息化生活生态圈的重要入口。

图 1：电视同其他设备比较优势调查统计

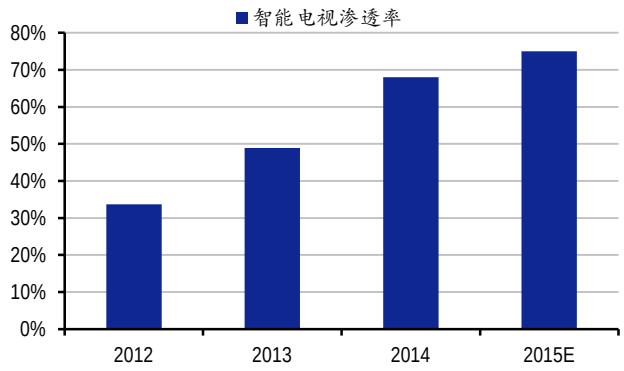


数据来源：AVC 安信证券研究中心

我们认为，随着智能电视渗透率及活跃用户数逐渐积累，当前“客厅经济”已具备变现条件和基础。

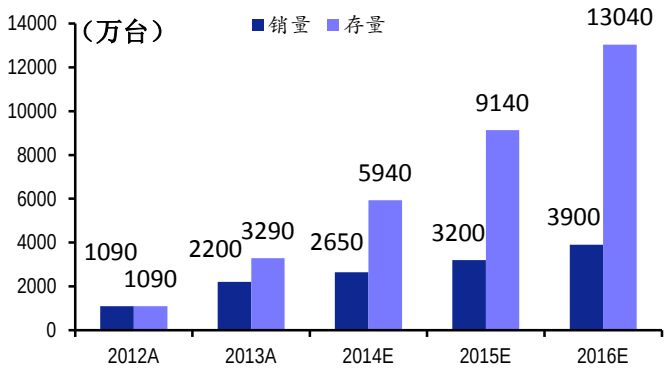
1) **智能电视终端不断普及，渗透率逐年提升。**根据中怡康的统计数据， 2012 年中国智能电视渗透率为 33.74%，2013 年达到了 48.9%，预计 2015 年将达到 75%。国内市场至今累计已卖出 7000 万台智能电视，占所有电视保有量的 14%。

图 2： 2015 年智能电视渗透率预计将提升至 75%



数据来源：中怡康 安信证券研究中心

图 3：国内智能电视快速普及



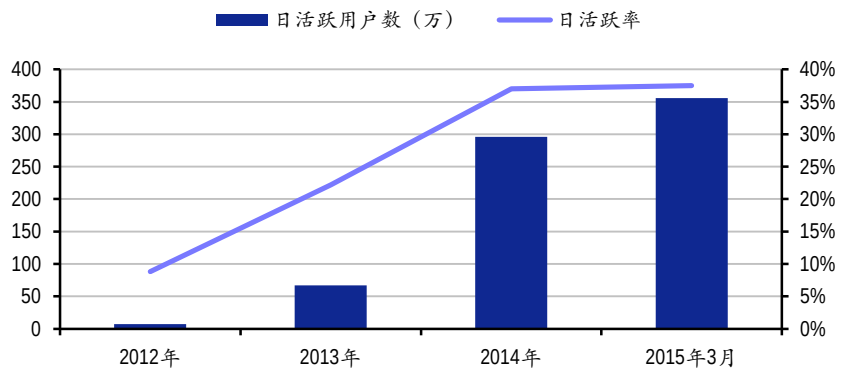
数据来源：中怡康、奥维咨询、 安信证券研究中心

2) **智能电视的活跃用户数和日活跃率逐年上升。**以海信电器为例，2012 年海信智能电视日活跃用户数仅为 7 万，日活跃率为 8.8%；截止 2015 年 3 月底，海信的日活跃用

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

户数达到了 356 万，日活跃率大幅提升至 37.5%。2015 年 3 月，TCL 通过欢网运营的智能网络电视终端累计激活用户已达 1327.8 万，日均活跃用户数 475.6 万，日激活率为 35.8%。

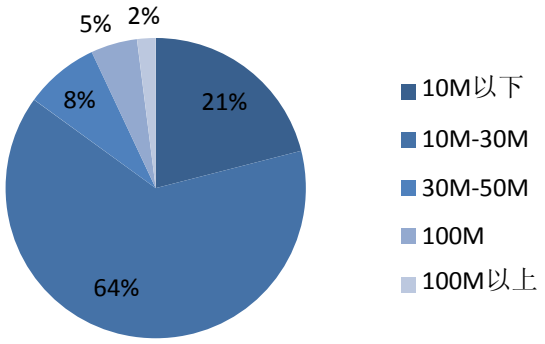
图 4：海信 2015 年 Q1 日活跃数 356 万，日活跃率 37.5%



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

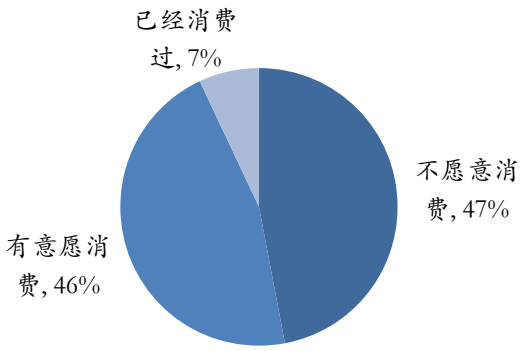
3） **宽带提速进一步增强智能电视体验，提高用户黏性和消费意愿。**2015 年 5 月 13 日，在国务院常务会议上，李克强总理明确了加快建设高速宽带网络促进提速降费的措施，未来城市平均宽带速率将提升 40%以上。工信部和电信运营商作出响应，电信、移动、联通都提出了具体方案，并明确表示今年内流量宽带资费将下降 30%，争取在 17 年实现百兆宽带普及。根据 AC 尼尔森的统计数据，样本覆盖北京、上海、广州、深圳四座城市超过四万名 18-45 岁间的智能电视用户，目前约 2/3 的家庭网络宽带集中在 20M-30M 之间，基本可以有效满足家庭网络需求。

图 5：10M-30M 速率已成为家庭宽带主流



数据来源：AC 尼尔森 安信证券研究中心

图 6： 53%智能电视用户有消费意愿或已消费过

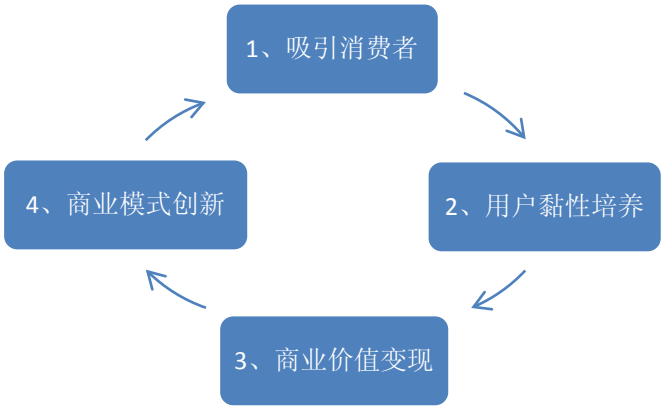


数据来源：AC 尼尔森 安信证券研究中心

4） **超过一半的智能电视用户有意愿消费。**经过数年时间的市场培育，随着互联网支付手段不断完善和消费习惯发生转变，智能电视行业“吸引消费者”—“用户粘性培养”—“商业价值变现”-“商业模式创新”商业闭环逐渐形成。根据 AC 尼尔森的统计数据，有 47%的用户有意愿在智能电视上消费，7%的智能电视用户已经实现消费过。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 7：智能电视商业闭环实现——加速商业模式创新和落地



数据来源：安信证券研究中心

正向激励的智能电视商业闭环正在形成：在智能电视领域，吸引用户的核心在于用户数的积累；用户粘性一是在于本身与用户的天然紧密性，二是在于内容是否足够丰富。而商业价值的变现，是在以上两因素的基础上实现的。综合来看，成功商业模式的核心在于用户数多少、用户粘性的大小。换言之，用户数越多，用户粘性越强，商业模式的创新、价值变现轻而易举；这也是跨界合作的意义和目的所在。

在经历第一阶段“吸引消费者”和第二阶段“用户黏性培养”之后，智能电视商业价值变现开始实现，而不断的价值变现将进一步促进更多商业模式的创新和落地，更多新奇的功能和更佳的用户体验将持续吸引更多新消费者加入，形成正向激励的商业闭环。

1.2 产业链拉长：参与方各具优势，竞合关系下快速发展

1.2.1 智能电视产业链快速延伸

2015 年是智能电视产业发展的关键一年，区别于传统非智能电视简单“卖硬件”的商业模式和比拼制造、成本的产业链，智能电视产业具备广阔的商业模式想象空间，更多第三方资源的引入将整个智能电视的产业链拉长。

在年初的报告中，我们曾将智能电视产业链划分为“软”和“硬”两条主线，**我们将产业链重新定义为“内容”和“制造”两部分。**

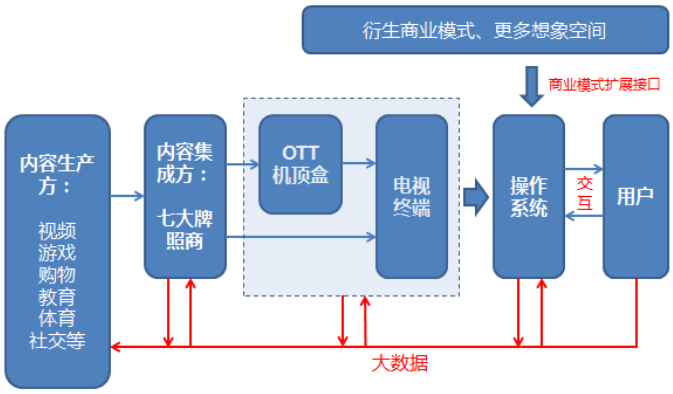
➢ **“内容”传导产业链**

“内容”传导产业链中主要包括内容资源生产方、内容资源集成方（牌照商）、OTT 盒子、智能电视终端厂商等等。

以附加值属性来看，智能电视的“内容”传导产业链具有较高的商业变现价值，值得各方进行深入挖掘，整条产业链中的各方争夺的核心资源是“用户”和“流量”。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 8：智能电视“内容”产业链



数据来源：安信证券研究中心

牌照方：广电总局 2011 年下发的《持有互联网电视牌照机构运营管理要求》(181 号文)中明确规定，互联网电视和盒子等终端必须获得 7 张牌照商的内容监控，即所有内容必须在牌照商的集成播空平台下播出。目前广电总局下发的互联网电视牌照只有 CNTV、百视通、南方传媒、华数、中国国际广电电台的 CIBN、湖南广电以及中央人民广播电台的 CNBN 央广广播电视网络台 7 家机构，且不会再发放新牌照。因此，视频网站等内容提供商需要同牌照方进行合作，才能向智能电视或者机顶盒提供网络视听服务。.

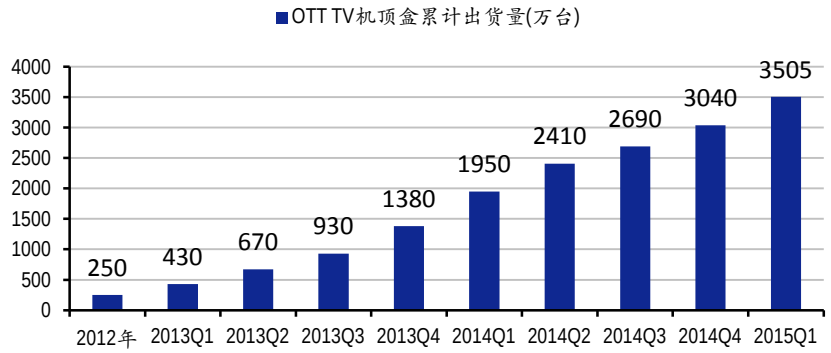
表 1：七家互联网电视牌照方

牌照商	验收时间	集成平台播出呼号	内容平台播出呼号	运营主体
央视国际	2010 年 6 月	中国互联网电视	中国网络电视台——互联网电视	未来电视有限公司
百视通	2010 年 7 月	BBTV 网视通	东方网络电视	百视通新媒体股份有限公司
杭州华数	2010 年 8 月	华夏互联网电视	华数互联网电视	华数传媒网络有限公司
南方传媒	2011 年 3 月	互联八方	云视听	广东南广影视互动技术有限公司
湖南电视台	2011 年 5 月	和丰互联网电视	芒果 TV	快乐阳光互动娱乐传媒有限公司
中国国际广播电台	2011 年 6 月	环球网视	CIBN 互联网电视	国广东方网络（北京）公司
中央人民广播电台	2011 年 11 月	中国银河互联网电视	央广 TV	央广新媒体文化传媒（北京）有限公司

数据来源：公开资料整理 安信证券研究中心

机顶盒：根据格兰研究数据显示，截止 2015 年第一季度 OTT TV 机顶盒市场总保有量达 3505 万台，预计 2015 年底 OTT TV 机顶盒市场总保有量将达到 5500-6000 万台，累计出货量与智能电视同处于千万台的量级，成为智能电视产业链中的重要一极。

图 9：2012-2015 年 OTT TV 机顶盒累计出货量



数据来源：格兰研究 安信证券研究中心

从智能电视机顶盒的合作形式来看，其与产业链上下游以多种方式结合，主要形式如下：

1) **广电系统+机顶盒厂商（如创维数字、同洲电子等）**推出的数字电视机顶盒。
2) **牌照商+代工厂商**推出的自有品牌智能机顶盒，如“百视通小红”、“CNTV 易视宝”等。
3) **机顶盒厂商+牌照商推出的自有品牌**智能机顶盒，如创维盒子 M300、小米盒子、乐视盒子等。
4) **互联网厂商+机顶盒厂商+牌照商推出的自有品牌**智能机顶盒，如天猫魔盒等。
5) **运营商+牌照商推出的自有品牌**智能机顶盒，如中国电信悦 me、中国联通互联网智能 OTT、中国移动“和家庭”互联网智能 OTT。

表 2：牌照方与机顶盒合作一览

牌照方	合作机顶盒
CNTV	酷派神盒、智我 ZIVOO 盒子、乐视盒子、百度影棒、小米盒子、海信 VIDAA BOX PX2700、快播小方、华为秘盒等
华数	天猫魔盒、百度影棒、边锋盒子、游戏盒子 ET-50、杰科 R11 等
百视通	迅雷红盒、XBOX ONE、UFO 系列智能盒子、百视通小红盒子等
湖南广电	芒果盒子、百度影棒、华为芒果派、英菲克芒果飞盒、亿格瑞芒果乐盒等
CIBN	华为悦盒、天翼视讯悦盒、优酷 CIBN 魔方、乐视盒子等
南方传媒	乐播高清盒等
央广银河	大麦盒子等

数据来源：公开资料整理 安信证券研究中心

操作系统：当前市面上机顶盒操作系统多为基于 Android 开发的，主要是机顶盒厂商或者电视终端厂商自行开发、深度定制的系统平台，通用的第三方操作系统并不多见。而在广电数字电视领域，未来全国各地有线电视运营商采用的有线电视 OTT 盒子将必须安装广电研发的 TVOS 系统，总体来说操作系统开发方面目前呈现百花齐放的局面。

电视终端：电视终端厂商主要包括传统的黑电厂商如海信、TCL、创维、康佳、长虹等；另外一类则是新进入的互联网厂商或者运营商，如乐视、鹏博士等。

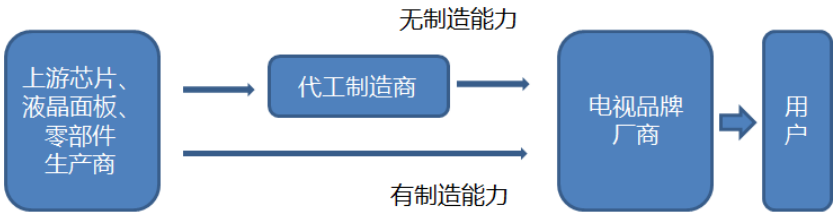
➢ 智能电视“制造”产业链

除了内容传导的产业链以外，智能电视另外一条产业链则是传统的黑电“制造”产业链、虽然相对于“内容”产业链来说，“制造”产业链的附加值属性相对更低一些，但在智能电视行业加速前进的过程中，依然有着不可忽视的作用。

智能电视终端作为大屏价值入口，更是用户体验最直接的交互点，无论未来商业向何种方向延展，仍需要依赖传统黑电产业链。对于暂时不具有智能电视制造能力的厂商来说，通过寻找代工企业制造将大大降低黑电行业的进入门槛，尤其是以内容、服务、用户资源见长的互联网企业，在推出自有品牌的智能电视时，仍然需要借助传统黑电产业链的力量。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 10：智能电视“制造”产业链



数据来源：安信证券研究中心

1.2.2 参与方各具优势，单打独斗难以成功

在客厅经济挖掘的时代，越来越多的合作案例表明，智能电视的产业链变得更长、更复杂，没有谁能够一家通吃，单打独斗难以获得成功。需要各方更多的合作来培养市场，各方在竞合关系中向前迈进。

相对于白电行业，智能电视附带了更多娱乐属性，居于马斯诺需求体系中更为上层的位置。因此，客厅经济产业链可以具备更高的附加价值以及更大的延展空间。在越来越多的第三方资源参与进来以后，产业链变得较为冗长。

图 11：客厅经济产业链参与方众多

数据来源：安信证券研究中心

事实上，产业链中的各方都具备自己相对的优劣势，暂时并不存在可以霸占整个产业链话语权的巨头。因此，通过相互合作或者上下游的外延扩张将势力覆盖产业链中尽量多的环节，成为各方在竞争中取得优势的重要途径。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

表 3：客厅经济参与各方优劣势分析

客厅经济参与方	优劣势分析
内容商	内容丰富，能满足用户多样化需求，但缺乏强力的推广平台
牌照商	具有广电的政策门槛，但在内容、用户粘性并无突出优势
OTT 盒子	可将赋予传统电视网络电视的功能，受政策影响较大
代工制造商	制造技术积累以及硬件生产成本优势，但附加值较低
系统平台商	进入门槛较高，但与用户并无直接接触
整机品牌商	品牌优势，有大量用户基础，但内容欠缺
内容运营商	有大量用户基础，但缺乏硬件制造能力
渠道商	与消费者者直接接触，了解用户需求，但没有自身产品，缺乏直接竞争力

数据来源：安信证券研究中心

事实上，在各方融合过程中，传统黑电厂商并仍具备自身独特的发展优势。一方面，传统黑电厂商经营多年，具备产业链和技术制造上的绝对优势。从硬件制造向客厅经济转型更为容易实现。另一方面，黑电整机厂商长期以来形成了强大的品牌号召力和用户群基础，具备开发更多商业模式，将客厅经济变现的基础。

图 12：客厅经济各方融合在加速

数据来源：安信证券研究中心

1.3 产业绝对龙头还未形成 积极求变的企业均有机会

2015 年以来，智能电视品牌商、互联网企业、广电系统以及生态圈关联企业之间互动更加频繁。**目前来看，多方合作依然是智能电视行业发展的重要基础。**

内容资源方面则与牌照方 GITV（银河互联网电视）进行合作。

新媒体巨头百视通 BesTV 继 2014 年 5 月与新东方在线携手进军电视数字教育市场后，今年与 Ubitus（优必达）在电视云游戏业务上达成战略合作，目前已经覆盖了电视游戏、在线教育、电视彩票等多个领域。2015 年 8 月 13 日，微鲸创始人兼董事长黎瑞刚宣布，华人文化、阿里巴巴、腾讯、中央人民广播电台将从资本、政策、技术、内容、服务等方面进行深度合作，共同打造微鲸电视。

图 13：微鲸电视获 20 亿 A 轮融资，阿里腾讯参与其中

数据来源：公开资料整理 安信证券研究中心

站在传统黑电企业的角度看，从传统的制造产业链向客厅经济转型的方式，基本上可以划分为“战略合作”和“外延扩张”：

1） **战略合作：**硬件+运营等（共享资源）

典型案例：康佳+天猫

2015 年 9 月 16 日，康佳与天猫宣布合作发展互联网电视业务，康佳负责硬件，天猫负责智能电视运营，双方进行运营收入分成。

表 4：智能电视行业近期合作一览

黑电厂商	合作方	合作内容
海信	腾讯	开发“聚好玩“平台，共推电视游戏。
	韩国 The K 集团	合作推出“聚享购”平台，试水跨境电商。
	以色列 KIDOZ 科技	推出智能电视儿童娱乐解决方案。
	美国麻省理工学院(MIT)媒体实验室	在人工智能、人机交互、可穿戴设备等方面深度合作。
	国美电器	在数据共享、智能化零售等多个方面战略合作。
TCL	腾讯、未来电视	达成平台、内容、牌照三方资源强势整合的战略级合作，建设视频、游戏、生活等内容生态圈。
	电影发行商、制片商等	共同打造全球播家庭院线。
	苏宁云商	在线下、线上以及 PPTV 渠道、会员共享等方面全面深化合作。
	大连万达	在互联网应用及服务平台、商用显示（含电视）、IMAX 影院、照明、空调、智能家居系统领域开展合作。
康佳	腾讯、GITV	合作推出 T60 超级智能电视，与 QQ 物联对接，实现手机、电脑、电视等终端之间的多屏互联互动。
	天猫	合作发展互联网电视业务，康佳负责硬件，天猫负责运营，双方进行收入分成
创维	南方传媒、优朋普乐	进军互联网电视市场，推出好莱坞电影频道。
	华为	为创维智能电视提供云服务，内置照片分享、云存储等内容。
创维数字	广电网络、互联网公司、宽带运营商、增值服务运营商	合作推出互联网智能 OTT 盒子。
海尔	阿里巴巴	海尔阿里Ⅱ代电视推出,实现个性化定制以及模块化升级。
	中国电信	蓝光私人订制影院、教育、娱乐等增值服务及宽带运营服务。
TCL、四川长虹	腾讯投资、天津诚柏	共同投资欢网科技，推出智能 EPG、应用商店、教育等 OTT 业务。
兆驰股份	青岛海尔、东方明珠	青岛海尔、东方明珠战略入股，联合运营互联网电视

数据来源：公开资料整理 安信证券研究中心

2） **外延扩张：**硬件+运营等（占据产业链更多环节）

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

典型案例：兆驰+风行

2015 年 9 月 8 日，兆驰股份与东方明珠签订《产权交易合同》，以 96,700 万元收购风行在线 63%的股权。兆驰可以充分发挥其在制造生产上的优势，而风行的平台运营团队将是兆驰向客厅经济转型的重要补充。

当前产业中形成的联盟仍然相对松散，各方实力旗鼓相当，尚未形成具有垄断地位、掌握绝对话语权的龙头。此外，越来越多的产业基金开始进入行业，产业链参与各方如果采用合理方式，积极创新求变，均有机会在产业发展大潮中获得一席之地。

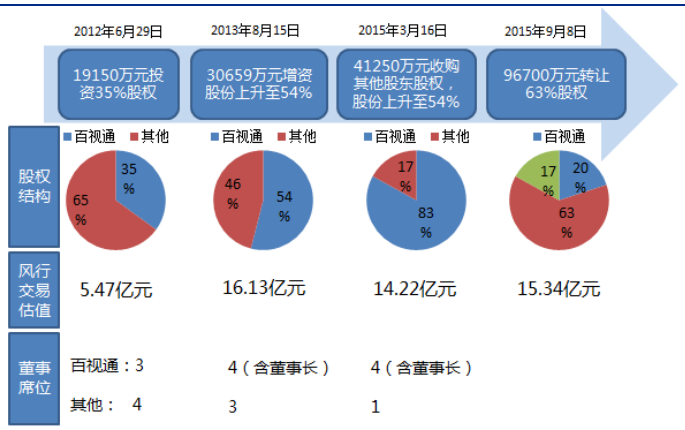
2. 收购风行网 63%股权，风行有望重新焕发活力

2.1 参与竞买风行 63%股份 风行有望突破经营束缚

2015 年 8 月 14 号，公司发布公告，关于参与竞买北京风行在线技术有限公司 63%股权，收购金额拟不超过 9.67 亿元。

风行网络有限公司 2007 年 3 月 1 日注册于开曼（以下简称“风行开曼”），风行开曼通过 100%拥有的国内外商独资企业风行视频技术（北京）有限公司（以下简称“风行视频”）协议控制“风行在线”。“风行在线”持有 ICP 牌照，从事互联网信息服务业务。百视通（原东方明珠）一直力主与风行网的台网融合，先后经历了投资、增资、收购、挂牌转让股权引入新的战略合作方。

图 14：百视通（东方明珠）对风行历次股权变动

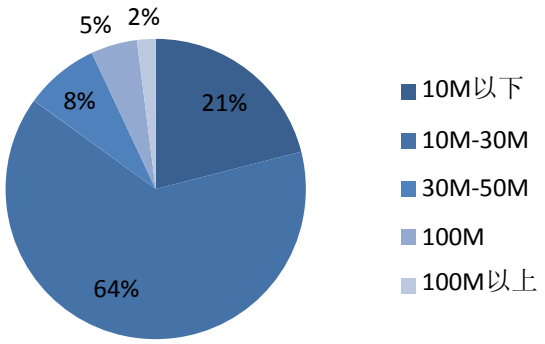


数据来源：安信证券研究中心整理

风行网在原有国有体制之下，企业活力不高，经营效率较低。2013 年到 2015 年 3 月 31 日的净利润一直为负，并且有扩大的趋势。受制于国有体制，公司存在激励不足、限制较多的问题，风行网近三月覆盖 UV 排名已经滑落至国内第 29 名的水平，近三月覆盖数 UV 30，同第一名优酷三月覆盖数 UV 10090 仍有较大差距。

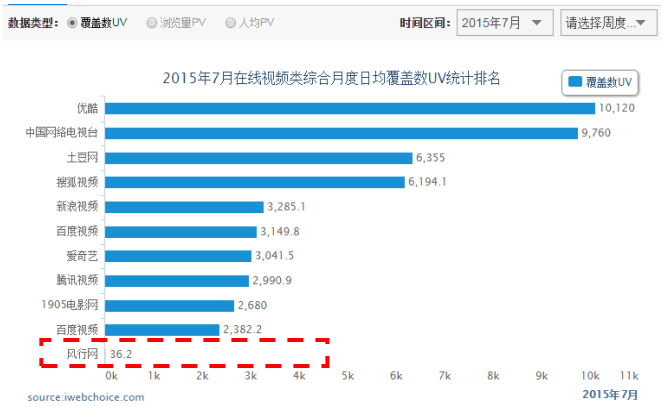
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 15：风行网最近两年处于亏损状态



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

图 16：各大视频网站覆盖数 UV 排名



数据来源：IWebChoice 安信证券研究中心

注：覆盖数 UV=平均每百万名 Alexa 安装用户中的访问人数（人/百万人）

表 5：2013-2015 年风行主要财务数据

资产负债表	2015 年 3 月 31 日（万元）	2014 年 12 月 31 日(万元)	2013 年 12 月 31 日(万元)
流动资产合计	21,713.05	20,330.55	21,661.79
非流动资产合计	5,795.45	6,299.57	2,645.64
资产总计	27,508.50	26,630.13	24,307.42
流动负债合计	13,403.63	8,455.21	8,167.44
非流动负债合计	--	--	--
负债总计	13,403.63	8,455.21	8,167.44
所有者权益合计	14,104.87	18,174.92	16,139.99
利润表	**2015 年 3 月 31 日（万元）**	**2014 年 12 月 31 日(万元)**	**2013 年 12 月 31 日(万元)**
营业总收入	7,800.98	32,713.63	29,155.25
营业利润	-4,070.61	-8,974.70	-3,025.01
利润总额	-4,070.61	-8,598.02	-2,528.30
净利润	-4,070.61	-8,598.02	-2,523.64

数据来源：公司公告 安信证券研究中心

视频网站的主要成本主要在视频采购、CDN 成本和人工成本风行亏损较为严重的原因主要还是在于费用控制不严，主要在于后两项；而费用控制正为兆驰的强项所在，兆驰收购风行后，公司的财务等高管将进入风行，公司的费用将得到有效控制，风行的亏损将得以收窄。

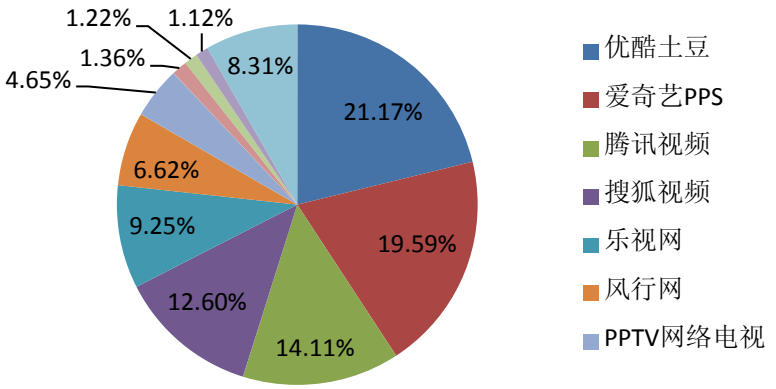
此外，更为重要的在于风行业务的发展，兆驰收购风行后，转为民营体制后，公司的管理会更加灵活，适应瞬息万变的互联网行业；且后续可给予核心团队股权激励，充分的激励有利于激发员工的积极性，公司的发展将加速。

2.2 股权收购价格合理，有望借“客厅经济”弯道超车

2.2.1 风行仍具备相当影响力，股权收购价格相对合理

从网络视频市场份额来看，风行网仍然具备相当的市场影响力和份额。根据易观智库的数据，风行占据 6.62%的市场份额，排名第六，2015 年 4 月视频类 APP 活跃用户数，风行视频活跃用户为 438 万人排第 12 名。总体而言，风行网同优酷、腾讯、爱奇艺三大巨头的差距较大，并且更加偏向于 PC 端用户。

图 17：2015 年第一季度中国网络视频市场份额——风行网排名第 6



数据来源：易观智库 安信证券研究中心整理

从此次股权收购的价格来看，公司收购价格对应风行整体市值约 15.34 亿元，对应 P/S 为 4.69 倍（收入按 2014 年度计算），对应 P/B 分别为 10.88 倍（净资产按 2015 年一季度末计算）。风行网近年来发展相对滞后，市场份额和影响力不及优酷和乐视，**但考虑并购带来的优势互补以及后期风行平台作为兆驰超维生态圈的入口价值，我们认为兆驰本次交易对价相对较为合理。**

表 6：风行的股权转让价格合理

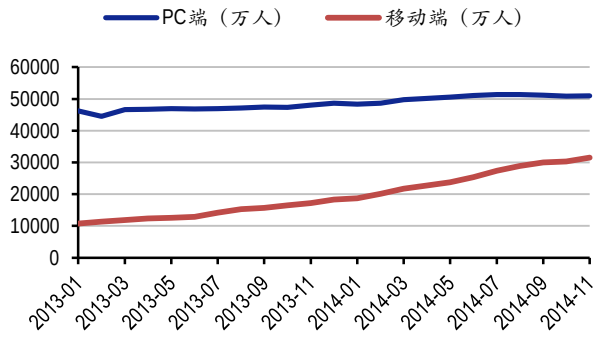
公司	市值（亿元）	2014 营业收入（亿元）	P/S	P/B
优酷	254	42.23	8.29	2.31
乐视	847	68.19	12.6	25.0
风行	15.34	3.27	4.69	10.88
传媒板块（中信）			9.17	6.14

数据来源：wind 安信证券研究中心

2.2.2 风行在“移动互联”时代中落后，有望在“客厅经济”时代弯道超车

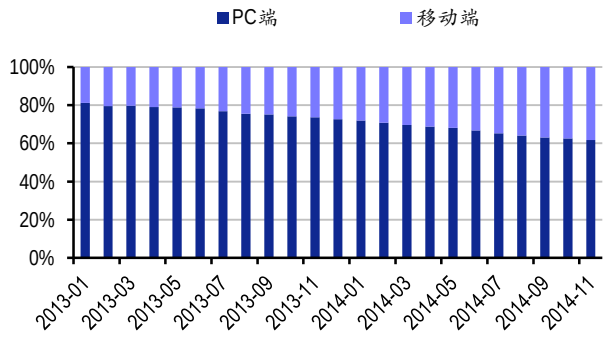
随着移动智能终端的大规模普及，无线上网条件改善，以及在交通工具、休息区域等碎片化场景中应用普及，移动端视频在网络视频中的占比快速上升。根据 iMediaMatrix 的数据统计，2013 年至 2014 年移动端端覆盖覆盖人数两年增长了 200%，达到了 3.1 亿人。

图 18：中国在线视频 PC 端与移动端月度覆盖人数趋势



数据来源：iMediaMatrix 安信证券研究中心

图 19：中国在线视频 PC 端与移动端月度覆盖人数趋势



数据来源：iMediaMatrix 安信证券研究中心

在移动互联网视频时代，风行网的发展速度相对滞后。风行网移动端在功能体验、内容、视频质量方面均落后于竞争对手。从移动端 APP 活跃用户角度看，根据艾瑞咨询的统计，

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

2014 年在线视频 APP 排行榜中，风行与优酷、腾讯、爱奇艺等互联网视频巨头差距较大。

表 7：2015 年 4 月视频 APP 活跃用户排名——风行差距明显

排名	视频 APP	4 月活跃用户数（万）
1	优酷视频	7261
2	腾讯视频	6173
3	爱奇艺	4585
4	暴风影音	4422
5	搜狐视频	4270
6	pps	2420
7	pptv	1796
8	百度视频	1730
9	土豆视频	1580
10	乐视视频	1286
11	芒果 TV	792
12	风行视频	438

数据来源：wind 安信证券研究中心

表 8：2015 年移动在线视频 APP 排行榜——风行差距明显

排名	品牌	影响力 30%	功能体验 40%	内容 30%	视频质量 20%	总分 100%
1	优酷	10	8	8.5	7.5	8.65
2	爱奇艺	9.8	7	9	8	8.64
3	搜狐视频	8.5	8.5	8.5	8	8.4
4	乐视视频	8	8.5	9	8	8.4
5	腾讯视频	8.3	8.5	8.5	7.5	8.24
6	PPS 影音	9	7.5	8.5	7	8.15
7	百度视频	8.6	8	8	7.5	8.08
8	暴风影音	9	8	7.5	7	7.95
9	PPTV 网络电视	8.7	8	7.5	7	7.86
10	土豆视频	6.8	7.5	8.5	8	7.69
11	凤凰视频	5.4	8.5	8	7.5	7.22
12	迅雷影音	5	8.5	7.5	8	7.05
13	天翼视讯	6.2	7.5	7	7.5	6.96
14	风行视频	7	6.5	7	7	6.9
15	央视影音	5.3	7	8	7	6.79
16	56 视频	5.3	8	7	7	6.69
17	风云直播	5.8	7	7	7	6.64
18	哔哩哔哩动画	4.8	7	7.5	7	6.49
19	芒果 TV	4.5	7.5	7	7	6.35
20	酷 6 视频	3	7	7.5	7	5.95

数据来源：eNet 硅谷动力 安信证券研究中心

➢ 有望在“客厅经济”时代实现弯道超车

从营收结构上看，风行在线主要拥有网络视频广告、 购物及游戏联运三大业务板块，并在移动业务上进行了战略布局。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

表 9：风行在线主营业务情况

序号	业务	简介
1	网络视频广告业务	主要是利用影片播放前（前贴片）的 15 秒（强制用户观看）以及网页为品牌商及以网络游戏及电子商务为主的网络服务类企业进行广告宣传。风行网网络视频广告业务主要包括缓冲广告、停止广告、暂停广告灯影片播放中插入的广告和网页内嵌页广告。
2	购物业务	电商导航业务主要为国内一些电商网站在风行网建立门户，使用户在浏览风行或使用客户端的时候可通过点击进入电子商务平台，风行网收取一定收入提成费用。风行网的电商导航客户包括淘宝、凡客、京东、亚马逊、好乐买等热门网站。目前，风行电子商务导航的收入来源主要是淘宝购物，其他网站通过广告收入的模式进行结算。
3	游戏联运业务	风行网收费模式主要是同小品牌游戏实现联合运营。
4	移动视频业务	风行网于 2012 年相继开发出多款移动客户端产品。风行网 2014 年移动收入由 1 月的 192.84 万元增长到 12 月的 1066.92 万元，增长率为 453%。

数据来源：公司公告 安信证券研究中心

根据风行的公告，2014 年风行全年亏损 8598 万元，主要原因包括:

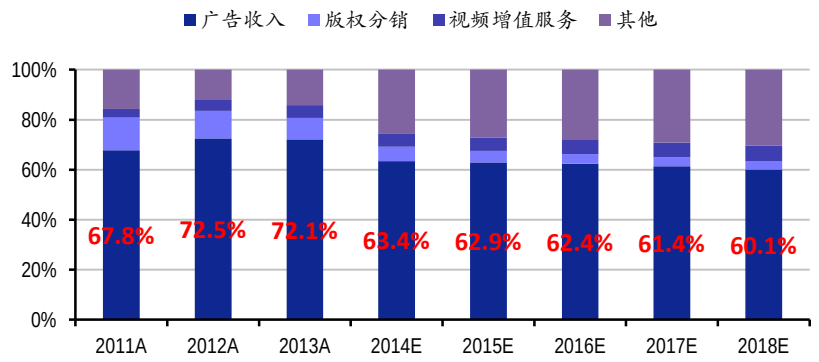
1） 购物收入主要依赖淘宝，淘宝调低合作伙伴分成比例，收入同比下降 2527 万；

2） 游戏行业从页游向手游快速迁移，游戏收入同比下降 1,812 万；

3） 2014 年五月开始新增 OTT 业务投入 2871 万元。

风行此前最为可靠的盈利模式依然是最为传统的广告收入模式。事实上，传统在线视频网站持续盈利模式并不成功，广告收入在视频收入中的比重也在逐年下滑，风行面临转型的压力。

图 20：广告收入比重在视频收入结构中逐年下滑



数据来源：艾瑞咨询 安信证券研究中心

兆驰收购风行 63%股权之后，风行网脱离了国有体制，有望重新焕发活力；而更为重要的是，伴随着兆驰在互联网电视上的大发展，风行作为其运营平台，将加速向“客厅经济”快速转型，凭借大屏电视入口，可以带来更加丰富的可持续盈利商业模式。目前“客厅经济”尚未有绝对行业龙头出现，风行在当前时点切入转型有望实现弯道超车。

10 月 16 日，阿里巴巴集团宣布向优酷土豆公司董事会发出非约束性要约，拟以每 ADS（美国存托凭证）26.60 美元的价格，现金收购除阿里巴巴集团已持有的优酷土豆股份外，该公司剩余的全部流通股，预计总金额将超过 45 亿美元对比；而乐视网当前也有 900 亿元人民币的市值，与同类上市公司对比来看，风行网的市值有较大提升空间，而后续随着风行网的加速发展，其估值或将加速提升，值得关注。

3. 拟定增 29.4 亿投身智能电视浪潮，一致目标驱动各方携手共进

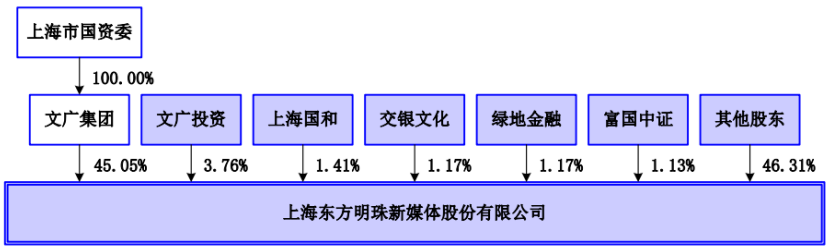
3.1 拟定增 29.4 亿补充公司资金，全部投入互联网电视业务

2015 年 10 月 15 日，兆驰披露修订后的定增方案，拟以 12.36 元/股，发行不超过 23,800.3108 万股，募集资金总额不超过 294,156.0084 万元，募集资金全部用于互联网电视业务联合运营项目。与前次定增方案相比，原定增对象上海文化广播影视集团有限公司（认购金额 30,000 万元，认购数量 2,427.3152 万股）将不再参与公司定增方案。

➢ 上海文广退出定增并无实质影响，退出有望加速定增进程

文广集团为上海市国资委的独资公司，限制较多，公司当前股价与定增价倒挂，使得定增难以成行。我们认为，上海文广的退出对于公司定增方案和战略构想并没有影响。一方面，上海文广原认购金额为 3 亿元，在原拟定增总额占比不足 10%，总体占比较小；另一方面，上海文广作为东方明珠的大股东，已通过东方明珠实现间接持股，其直接持股与否象征意义大于实质意义。**在文广退出后，整体定增进程反而有望实现加速。**

图 21：文广集团是东方明珠第一大股东



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

表 10：定增项目认购情况（2015 年 10 月 15 日修订后——上海文广退出定增）

认购方	认购金额（万元）	认购数量（万股）
上海东方明珠新媒体股份有限公司	220,000	17,800.3108
青岛海尔股份有限公司	37,078	3,000.0000
北京国美咨询有限公司	37,078	3,000.0000
合计	294,156	23,800.3108

数据来源：公司公告 安信证券研究中心

表 11：定增项目认购情况（2015 年 10 月 15 日修订前）

认购方	认购金额（万元）	认购数量（万股）
上海东方明珠新媒体股份有限公司	220,000	17,800.3108
上海文化广播影视集团有限公司	30,000	2,427.3152
青岛海尔股份有限公司	37,078	3,000.0000
北京国美咨询有限公司	37,078	3,000.0000
合计	324,156	26,227.6260

➢ 定增价格不作调整，文广退出或导致整体定增进程加速

而更为值注意到是，而在此次修订稿中，其他认购对象对认购股份及价格并未调整，即仍然愿意以高于市场的价格参与定增，且整体定增额高达 29 亿元，这彰显了各方对于兆驰未来转型信心。

我们认为，通过近期一系列的资本层面的动作，公司发展智能电视的要素已基本完备，

为其后续发展互联网电视打下夯实基础。

3.2 各方发展均存在瓶颈，进军智能电视行业是为必要

3.2.1 硬件方——兆驰：传统黑电增长趋于平缓，纯硬件厂商亟待转型

彩电作为硬件已进入成熟期，总体销售规模稳定，增量空间较为有限。根据奥维咨询(AVC)数据，2014 年全年中国彩电内销市场总量为 4509 万台，同比下降 5.6%。2015 年上半年彩电市场零售量达 2211 万台，同比增长 5.6%；零售额达 744 亿元，同比增长 6.9%，总体看，行业已进入稳定甚至微增长阶段。

乐视、小米等互联网企业正在不断颠覆传统彩电行业的盈利模式，硬件销售向生态运营转化。以乐视为例，2015 年 9 月 19 日推出 919 乐迷节大促销，这次活动打破了行业传统的定价规则。以 40 寸电视为例，硬件价格当日从 999 降为 499，捆绑销售 980 元 24 个月乐视全屏影视会员服务费、100 元三星进口屏幕，总购机费用 1579，而市面上同类产品售价大约在 1700 到 2000 元，吸引力强劲。9 月 24 日，乐视将自己的第三代超级电视命名为“生态电视”，构建起了多维度、多层次的盈利能力，既不需要通过电视机硬件盈利，也不需要单纯依靠收视费盈利。

无论是从行业本身的成长性还是行业新进入这的经营思路看，留给 OEM/ODM 等纯硬件厂商的利润空间有限，甚至在下降；因此转型已箭在弦上。

3.2.2 牌照方——东方明珠：市场竞争激烈，仍需借助渠道和硬件载体发力

广电网络高度管控的状态短期不会改变，但发展仍面临瓶颈。根据广电总局 2011 年下发的《持有互联网电视牌照机构运营管理要求》(业内称 181 号文)，“互联网电视集成平台只能选择连接广电总局批准的互联网电视内容服务机构设立的合法内容服务平台”“互联网电视集成平台不能与设立在公共互联网上的网站进行相互链接，不能将公共互联网上的内容直接提供给用户”。**这意味着，牌照方在相当一段时间内仍然拥有较大的政策优势和进入门槛。但不可忽视的是，牌照方将在三个方面的压力及竞争：**

1) **内容资源：**对于牌照商来说，现阶段其本身并不具备内容生产的能力，必须依靠互联网视频网站的支持。因此，牌照方需要在竞争中寻找到与其他牌照方差异化的竞争优势以及成熟的商业模式。

2) **资源整合**：牌照方作为集成播控平台，面临着第三方互联网视频聚合软件的竞争。尽管受到广电总局的清理和限制，但第三方视频聚合软件以其便捷的操作、强大全面的功能仍具备较大的影响力。同时，全聚合的发展思路也值得牌照方借鉴。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 22：应用排名 TOP50——视频聚合类占重要地位

1-10		11-20		21-30		31-40		41-50	
1	VST全聚合	11	万花筒视频	21	乐视云盘HD	31	乐视网	41	全视频TV桌面
2	PPS TV版	12	电视安全助手	22	百视通TV	32	土豆TV	42	刷机精灵
3	优酷XL	13	阿狸直播	23	乐看搜索	33	快播电影	43	兔子视频
4	HDP直播	14	UC浏览器TV	24	魔力视频	34	腾讯视频	44	土豆XL
5	快播	15	云图TV电视直播	25	云电视	35	多米音乐	45	大众电视
6	PPTV聚力	16	云视TV	26	风云直播	36	酷狗音乐	46	小鹰直播
7	QQ音乐	17	爱奇艺视频	27	快手看片HD	37	芒果TV	47	云TV直播
8	羽和直播	18	搜狐视频	28	一键清理	38	wifi信号神器	48	VST云电视
9	酷我K歌	19	威堡直播	29	暴风影音本地版	39	ShineTV山鹰电视	49	手机遥控软件
10	卡拉开唱	20	TVA高清直播	30	360电视卫士	40	优酷TV	50	布丁电视

数据来源：《2014 年度中国智能电视应用数据报告》 安信证券研究中心

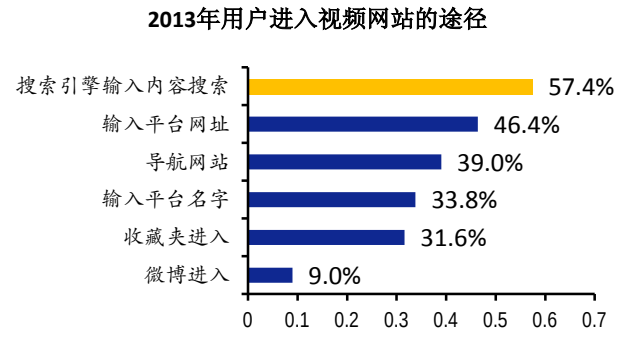
3) **硬件承载平台：**牌照商集成播控平台作为软件平台，需要电视、机顶盒等硬件设备作为载体，才可以实现与用户进行交互。因此，牌照商之间在硬件承载平台层面的竞争也将愈加激烈。目前第一波的牌照商替换潮已经到来，在内容差异化程度不高、资源集成尚不够全面的情况下，**话语权开始向硬件厂商倾斜，因此与硬件厂商结成紧密合作是寻求突破的关键。**

3.2.3 内容方——东方明珠：同样依赖其他载体，需高效把握热度窗口

内容方面临着与牌照商同样的问题，无法直接与用户实现交互，用户价值变现需依赖产业链其他环节进行分成。

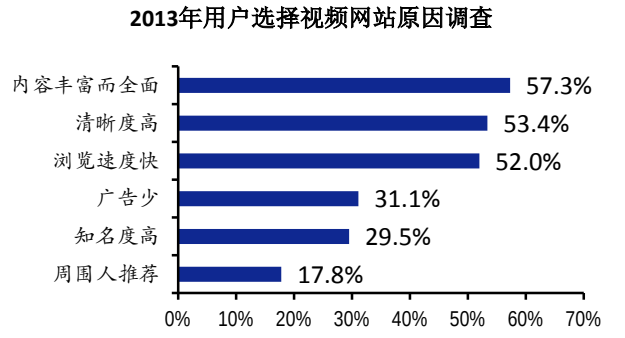
- **覆盖面广、用户体验好、用户粘性高平台是内容方诉求。**虽然目前消费者是先选内容，再选平台。但是热门独播内容对平台运营能力要求高：强覆盖能力，高效运营能力和良好用户体验。

图 23：垄断热播资源是吸引流量的重要手段



数据来源：艾瑞咨询 安信证券研究中心

图 24：内容为王，体验至上

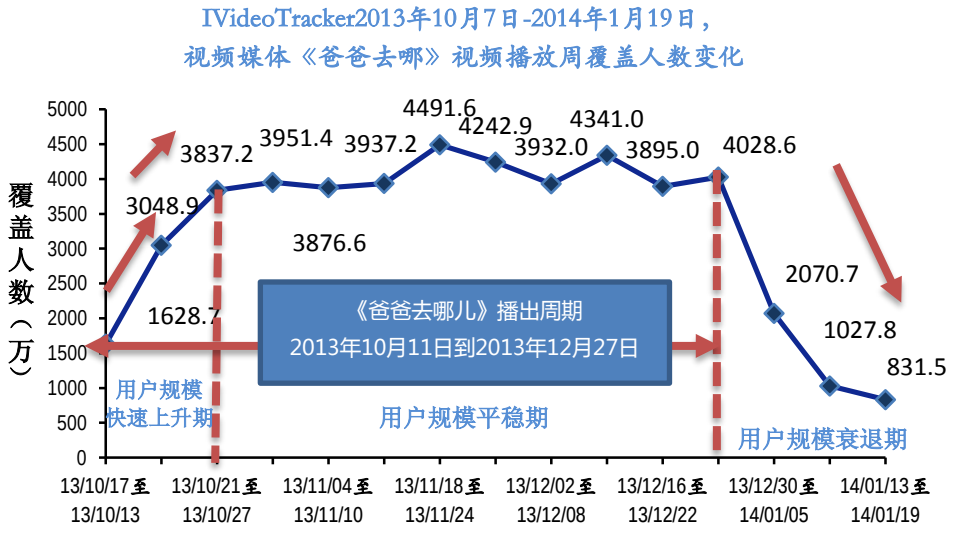


数据来源：艾瑞咨询 安信证券研究中心

- **内容热度降温快，抓住时间窗口是关键。**以《爸爸去哪儿》为例，首期电视播出时间为 2013 年 10 月 11 日，而 2013 年 10 月 7 日至 13 日其在视频媒体的视频播放周覆盖人数为 1628.7 万人，之后一周迅速上升至 3048.9 万人(增长 87.2%)，并在第三周再次增长 25.9%至 3837.2 万人，热度窗口期的观影人数是其他时间段的 2 到 3 倍。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 25：节目热度集中于播出周期窗口，随后热度快速消退。



数据来源：艾瑞咨询 安信证券研究中心

站在内容方的角度看，由于节目制作费用和投入高、热门节目热度消退快，且依赖其他环节才能间接变现用户价值，内容方需要同覆盖面广、用户体验好、用户粘性高的集成播控平台进行合作，才能实现盈利保障。

3.2.4 渠道方——国美、海尔：互联网缩短渠道价值链，高利润难以为继获

近几年随着电商渠道的兴起，家电在销售渠道的价值链被缩短，相应的渠道利润也被缩减，加之家电仅作为硬件难以维持高增长，渠道商寻求新的发展是为必要。

一方面，兆驰发布互联网电视通过国美、海尔的渠道销售，可以扩大二者的销量规模，提高利润水平；另一方面，二者参与兆驰定增，也可以其股东的身份共享兆驰未来在智能电视领域大发展的成果。

而对于兆驰而言，节约了其自建线下渠道的大量时间及成本，而通过与国美、海尔的合作，可共享其多年来积累的消费者习惯等重要数据，为其后续公司产品的研发和反馈提供充分支持。

3.2.5 运营方——风行网：风行近年来逐渐没落，亟待引入新鲜血液

囿于激励不够、费用管控不力、平台资源不足，风行市场份额已经逐步下降。兆驰通过定增募资入股，将以下方面突围：

- **逐步提升费用管控能力**

风行网被百视通收购后，大力推进台网融合，风行的成本主要在视频采购、CDN 成本和人工成本，前两项过高是亏损厉害的原因。**后续兆驰财务人员、高管将会进入风行，实行有效的成本控制，亏损有望收窄。**

- **进一步提升覆盖率、用户粘性**

借助兆驰的一流硬件生产能力，国美、海尔的渠道品牌优势，风行智能电视有望完成既定的 3 年计划，第一年 300 万台，第二年 500 万台，第三年 700 万台。智能电视有更高的激活率，更加优质的影音体验，平台覆盖率、用户粘性有望大幅提升。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

➢ **更加灵活、包容的合作框架高效整合资源**

风行将会控制所有的入口端，有充分自由的运作空间，可以整合更多东方明珠没有的资源和内容进来，并有望获得更多 SMG 爆款节目的独家播放权。引入战略投资者控股、跳出国有体制局限，风行网未来可以推动员工持股、股权激励、与海尔合作等措施，激活企业活力。兆驰定增入股秉持合作开放的思路，未来可以推出风行海尔品牌、风行三洋、风行百视通等品牌，整合内容资源同时强化自制生产的能力。

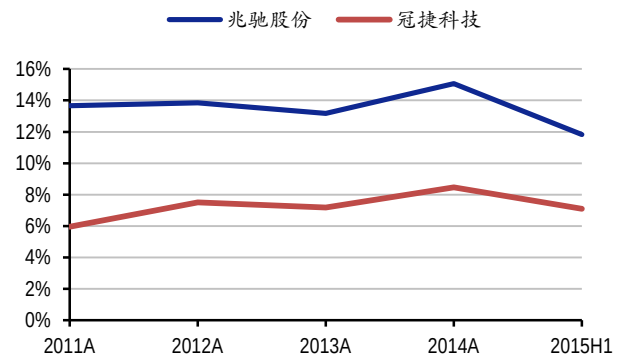
3.3 多方合作要素已渐完备，一致目标驱动携手共进

3.3.1 硬件方：兆驰具备制造成本优势

公司是国内电视代工龙头企业，费用和成本管控能力极强。公司在家庭视听消费电子产品生产制造领域积累多年，数字液晶电视机、数字高清机顶盒、蓝光视盘机等，且在每个领域都有齐全的产品线，形成了相对完整的产品体系。公司长期以来的经营模式以 ODM 为主，为多个国内外品牌进行液晶电视代工。

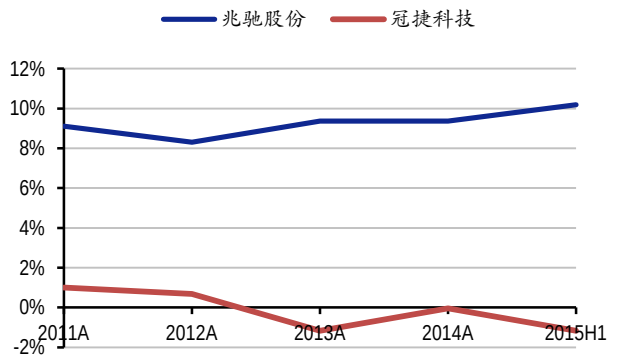
公司的 ODM 模式以技术研发和创新为基础，提高产品附加值和对市场需求快速响应能力。通过主动研发创新，公司每年至少推出一个大类新产品，每月都会推出创新差异化产品。公司开发了多种不同类型的软件，将其进行组合，可满足不同客户的需求，同时降低宣传和推广费用。

图 26：公司毛利率超过行业对手（冠捷科技 0903.HK）



数据来源：公司财报 安信证券研究中心

图 27：公司净利率超过行业对手（冠捷科技 0903.HK）



数据来源：公司财报 安信证券研究中心

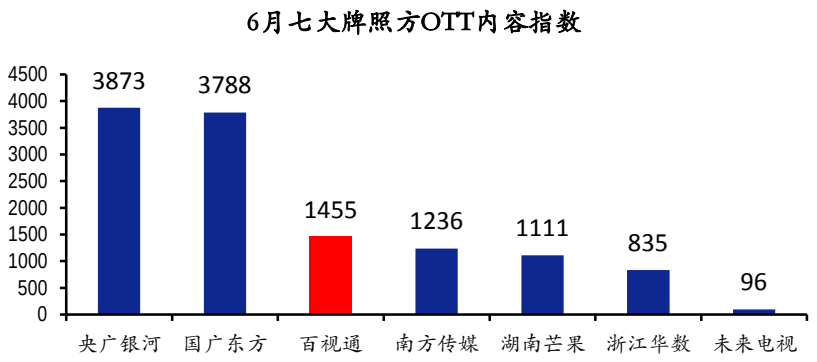
对比同为液晶电视代工企业的冠捷科技，公司毛利率水平和净利率水平均远高于对手，主要得益于公司高附加值产品以及优异的成本控制能力。兆驰拥有全流程整机制造能力，年产能可达 1400~1700 万台，工艺水平全行业领先。**通过采购、规模生产等环节的控制，公司制造端的优势可以体现在整机成本比市场平均低 10%~15%，形成强大的竞争力。**

3.3.2 牌照方：百视通在 7 大牌照方中占据重要地位

根据 AVC 2015 年 6 月、8 月 OTT 指数，百视通 TV 虽然内容总量较少，但是单个节目平均热度较高，综合来看内容指数排名第三。百事通在与东方明珠完成重组整合后已经拥有了原百视通的互联网电视播控平台、互联网视频企业风行网、Xbox 和 PS4 游戏主机上的 OTT 电视内容运营权、广告平台艾德思奇，电视购物平台东方希杰以及内容生产方尚世影业，形成完整的互联网电视生态，从政策内容以及运营方面已经完成了全面覆盖。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 28：七大牌照方 OTT 内容指数



数据来源：AVC 安信证券研究中心

由于广电政策限制，牌照数量在短期内不会增加，具备较强的稀缺性。东方明珠拥有自有牌照，相比合作的方式更加稳定。

3.3.3 内容方：东方明珠强大内容库+SMG 内容生产能力

内容方东方明珠具备全行业最大最强的正版内容库，具有 2000 万 IPTV 用户基础。东方明珠大股东上海文化广播影视集团有限公司（SMG）是中国目前产业门类最多、产业规模最大的省级广电媒体及综合文化产业集团。**旗下拥有电视频道 15 个（包括东方卫视、第一财经、五星体育等）以及全国数字付费电视频道 15 个，其业务还涉及内容制作及版权（包括影视、动漫及纪录片制作等）。**

东方明珠旗下东方卫视，作为国内一线的地方卫视，2015 年 6 月推出了爆款综艺节目《极限挑战》，根据 AVC 7 月、8 月 OTT 指数，7 月该节目热度迅速提升，8 月牢牢占据综艺节目第一热度宝座，东方明珠内容制作团队水平国内一流。

表 12：《极限挑战》热搜度从 7 月第四名攀升到 8 月第一名

热搜指数 TOP10	8 月排名	7 月排名	排名变化
极限挑战	1	4	+3
中国好声音	2	3	+1
爸爸去哪儿	3	7	+4
快乐大本营	4	6	+2
偶像来了	5	--	首次上榜
我去上学啦	6	9	+3
奇葩说	7	10	+3
爱情保卫战	8	--	首次上榜
欢乐喜剧人	9	5	-4
无限挑战	10	--	首次上榜

数据来源：AVC 安信证券研究中心

东方卫视还在 9 月推出爆款综艺节目《跟着贝尔去冒险》，贝尔格里斯团队制作的《荒野求生》系列户外探险生存节目曾经在全球掀起收视高潮，奥巴马总统 8 月 31 日宣布参加《荒野求生》节目制作。《跟着贝尔去冒险》由 SMG 旗下东方明珠、云集将来各出资 2500 万同 Discovery 共筹资 75000 万制作，节目邀请了刘翔、韩雪、最强大脑蒋昌建等人气明星。我们认为依托强大的制作团队和超高人气的明星加盟，该节目将是另一爆款综艺节目，掀起收视高潮。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 29：东方卫视“极限挑战”综艺热度迅速升温

数据来源：公开资料整理 安信证券研究中心

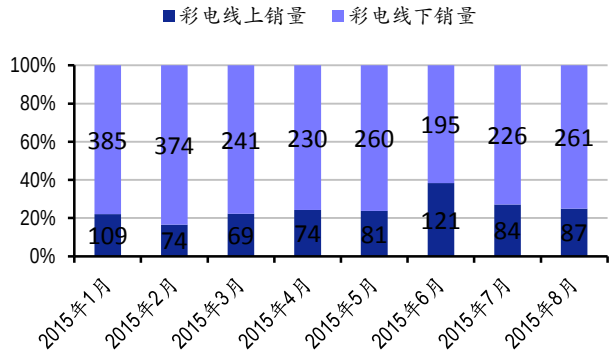
图 30：东方卫视自然探索纪实真人秀“跟着贝尔去冒险”

数据来源：公开资料整理 安信证券研究中心

3.3.4 渠道方：海尔、国美发挥渠道影响力

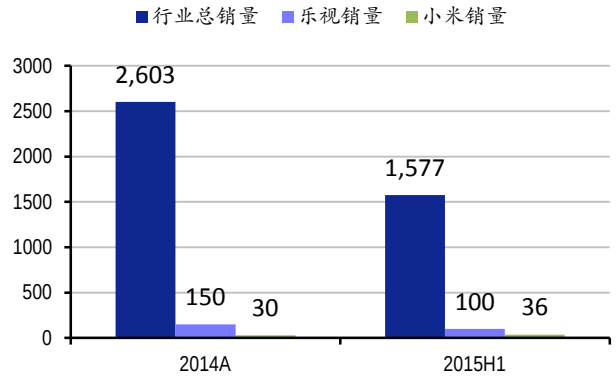
由于缺乏线下渠道积累，小米、乐视等互联网企业在智能电视销售上更多倾向于线上平台。事实上，相较于智能电视终端整体庞大的销售量，小米、乐视的销售量份额依然很小，**线下渠道依然占据着举足轻重的地位**。

图 31：线下渠道仍是彩电销售主力渠道（万台）



数据来源：AVC 安信证券研究中心

图 32：小米、乐视电视销量占行业比重低（万台）



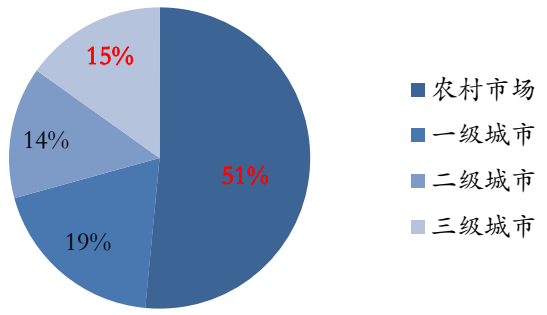
数据来源：AVC 公司公告 安信证券研究中心

➢ **海尔——日日顺在三四级市场的影响力强**

随着城镇化程度不断提高，网络购物逐渐成熟，渠道将更加扁平化，未来农村市场将成为彩电重要的增量空间。根据奥维云网（AVC）数据，2015 年上半年线下农村市场份额达 51%，同比增长 2%。随着电商渠道不断下沉三四级市场， 2015 年农村电商的占比将达 15%，同比增长 6%。

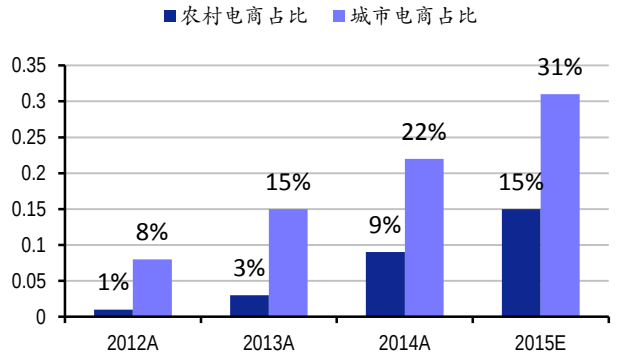
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 33：2015H1 彩电线下渠道分布情况



数据来源：AVC 安信证券研究中心

图 34：农村和城市电商渠道占比逐年提升



数据来源：AVC 安信证券研究中心

海尔旗下的日日顺物流具有覆盖全国的能力，可辐射三四线城市，解决家电配送“最后一公里”的问题。目前海尔旗下的日日顺物流，已经覆盖中国 2886 个区县，支持乡镇村送货上门;其中，1200 个区县可以货到付款，1500 多个区县可以 24 小时送达。日日顺物流利用广布全国的仓储、配送资源网络，为 8000 余家渠道客户服务进行服务，遍布汽车制造、高科技、零售业、快速消费品、电子等多个行业的 300 多家客户提供标准化物流服务及差异化一对一的物流解决方案。

➢ **国美——在一二级市场居于核心地位**

经过长期以来的积累和布局，国美在一二线城市奠定了线下渠道的核心地位。截止 2014 年底，国美在全国的门店数已经达到 1688 家(含非上市)。2015 年上半年，国美新增门店 117 家，其中二级市场 84 家，新进入城市 41 个。通过国美渠道每年销售的电视机数量可达 800 万台。

我们认为，兆驰通过与海尔、国美联合，可以迅速获取其强大的线上线下渠道资源，对产品的销售和推广起到了重要保障。

3.3.5 运营方：风行——老牌互联网视频运营企业

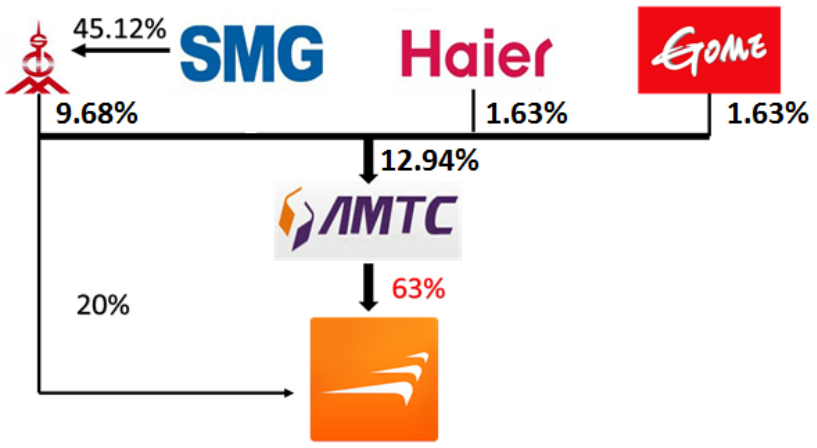
风行网十年来专注于视频服务，其运营团队积累了丰富的经验，目前风行在 PC 端的活跃用户近 3000 万，用户基础较好。未来风行平台将成为开放式互联网电视平台，专注于互联网电视业务的运营，兆驰将负责电视硬件业务，双方形成真正意义上的优势互补。

3.4 风行互联网电视生态战略已发布 期待后续产品落地

通过双层股权结构设计，资本的纽带实现各方利益一致捆绑。不同于以往厂商的合约式合作，兆驰主导的超微生态设计了双层股权结构，以兆驰股份和风行网作为载体，各合作伙伴均相应比例交叉持股，联合进军互联网电视。通过双重股权设计，从根本上解决合作伙伴之间的利益分配问题——让合作伙伴在合作过程中获得资本上和股权上的增值。接下来会跟第三方也建立类似双层股权结构的合作关系，共同把超维生态做大做强。各资源方出资出力高效整合意愿更强，有望通过深度内容、版权、硬件合作推进平台快速突围。

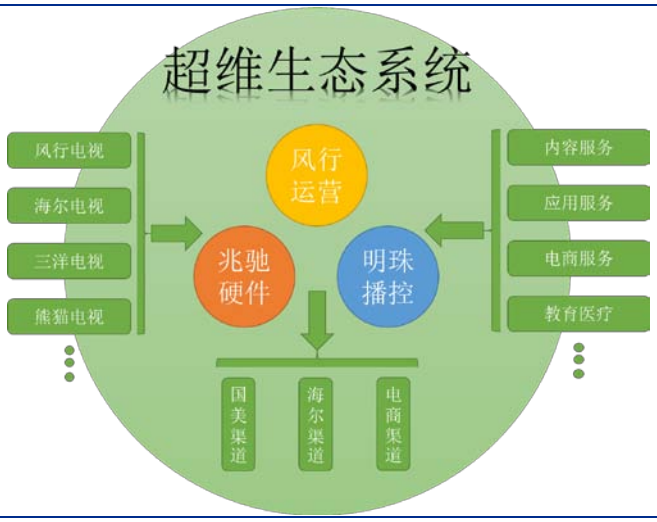
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 35：双层股权结构——内容、牌照、渠道、硬件、运营各方高度捆绑



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

图 36：超维生态系统开放、包容度较好



数据来源：公司公告安信证券研究中心

各方实现专业分工，覆盖智能电视全产业链环节。超维生态圈各合作方都在各自专业领域有所建树，以更加开放的态度迎接其他合作伙伴进入生态圈，打通了牌照、内容、硬件、运营全环节，生态系统完整度高，力争解决产业链短板木桶效应，聚合谋求共赢。

小结：各方通过在资本层面的合作，实现了利益的高度捆绑。共推智能电视在某种程度上解决了各方一定程度上的痛点。目前智能电视的要素也几近完备，未来将会有熊猫、海尔等品牌不断加入，具体产品的落地也在按计划推进，长期值得看好。

4.盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们预计公司 2015 年-2017 年的收入增速分别为-10.4%、19.5%、25.2%，净利润增速分别为-7.1% 37.2%和 19.0%，EPS 分别为 0.39、0.46、0.55 元。

4.2 投资建议

我们认为兆驰发展智能电视的各个要素已基本完备，产业链各方的利益捆绑紧密为业内

之首我们看好公司未来在智能电视方面的发展；而更为重要的是，风行网脱离国企束缚有望发挥潜力，其估值存在较大的提升空间，也给兆驰的市值提升带来弹性。

公司目前股价与定增价倒挂，下行风险有限、向上弹性很大。四季度随着公司新厂区磨合的完成，公司的生产、销售将恢复正常，经营效率有望进一步提升，明年公司各项业务的发展将趋于正常。我们看好公司互联网电视业务发展，更看好风行网脱离国有体之后重新焕发活力，给予兆驰股份买入-A 投资评级，6 个月目标价 16.3 元，对应公司 300 亿市值（定增股本之后）。

5.风险提示

原材料成本波动风险；转型进展不及预期；智能电视行业发展低于预期；风行网 63%股权交割风险。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总(2015 年 10 月 18 日)

利润表

（百万元）	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	**6,776.1**	**7,107.6**	**6,370.0**	**7,610.6**	**9,528.3**
减:营业成本	5,883.8	6,035.8	5,534.8	6,394.3	8,041.3
营业税费	21.9	47.1	33.6	40.2	50.3
销售费用	114.0	163.8	155.6	235.9	295.4
管理费用	89.9	156.1	142.1	175.0	219.2
财务费用	-28.0	-4.2	34.4	-1.5	-38.9
资产减值损失	63.6	99.5	50.0	50.0	50.0
加:公允价值变动收益	20.9	-24.6	33.0	-0.8	0.7
投资和汇兑收益	58.5	139.0	217.0	217.0	217.0
营业利润	**710.3**	**724.1**	**669.3**	**932.9**	**1,128.9**
加:营业外净收支	30.2	60.2	53.7	53.7	53.7
利润总额	**740.4**	**784.3**	**723.0**	**986.6**	**1,182.6**
减:所得税	105.2	118.6	113.2	154.5	185.2
净利润	**635.9**	**665.7**	**618.7**	**848.8**	**1,009.8**

资产负债表

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	1,869.2	935.9	1,054.2	4,269.8	4,537.6
交易性金融资产	20.9	-	-	-	-
应收帐款	1,115.4	1,444.9	1,032.3	1,927.3	1,778.1
应收票据	332.5	122.0	302.7	204.7	430.5
预付帐款	425.6	190.6	378.3	278.9	547.6
存货	957.6	693.5	844.0	932.2	1,301.5
其他流动资产	1,672.1	1,471.8	1,460.0	1,460.0	1,460.0
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	1.0	0.9	1.2	1.5	1.9
固定资产	242.0	311.6	610.3	835.1	1,000.5
在建工程	287.3	565.7	489.4	443.7	416.2
无形资产	191.2	187.3	181.1	174.9	168.8
其他非流动资产	98.2	972.2	970.0	968.1	968.0
资产总额	**7,212.9**	**6,896.4**	**7,323.5**	**11,496.2**	**12,610.6**
短期债务	2,140.8	1,212.6	1,200.0	1,200.0	1,200.0
应付帐款	977.0	894.3	788.6	1,161.4	1,289.9
应付票据	-	0.5	0.6	0.5	0.7
其他流动负债	95.5	114.6	96.1	122.4	110.7
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	173.1	188.2	188.0	188.0	188.0
负债总额	**3,386.4**	**2,410.2**	**2,273.3**	**2,672.3**	**2,789.3**
少数股东权益	**-**	**-**	**-8.8**	**-25.5**	**-37.9**
股本	1,068.3	1,601.8	1,601.8	1,839.8	1,839.8
留存收益	2,774.1	2,906.3	3,457.3	7,009.6	8,019.4
股东权益	**3,826.4**	**4,486.2**	**5,050.2**	**8,823.9**	**9,821.3**

财务指标

（百万元）	2013	2014	2015E	2016E	2017E
成长性					
营业收入增长率	4.9%	4.9%	-10.4%	19.5%	25.2%
营业利润增长率	14.4%	1.9%	-7.6%	39.4%	21.0%
净利润增长率	18.6%	4.7%	-7.1%	37.2%	19.0%
EBITDA 增长率	13.3%	5.8%	3.5%	34.5%	18.9%
EBIT 增长率	11.8%	5.5%	-2.2%	32.4%	17.0%
NOPLAT 增长率	11.9%	4.4%	-2.9%	32.4%	17.0%
投资资本增长率	67.9%	-13.9%	12.6%	14.3%	16.3%
净资产增长率	14.6%	17.2%	12.6%	74.7%	11.3%
利润率					
毛利率	13.2%	15.1%	13.1%	16.0%	15.6%
营业利润率	10.5%	10.2%	10.5%	12.3%	11.8%
净利润率	9.4%	9.4%	9.7%	11.2%	10.6%
EBITDA/营业收入	10.6%	10.7%	12.3%	13.9%	13.2%
EBIT/营业收入	10.1%	10.1%	11.0%	12.2%	11.4%
运营效率					
固定资产周转天数	12	14	26	34	35
流动营业资本周转天数	146	152	152	141	131
流动资产周转天数	300	285	281	335	361
应收帐款周转天数	54	65	70	70	70
存货周转天数	50	42	43	42	42
总资产周转天数	335	357	402	445	455
投资资本周转天数	172	191	210	199	183
投资回报率					
ROE	16.6%	14.8%	12.2%	9.6%	10.2%
ROA	8.8%	9.7%	8.3%	7.2%	7.9%
ROIC	24.3%	15.1%	17.0%	20.0%	20.5%
费用率					
销售费用率	1.7%	2.3%	2.4%	3.1%	3.1%
管理费用率	1.3%	2.2%	2.2%	2.3%	2.3%
财务费用率	-0.4%	-0.1%	0.5%	0.0%	-0.4%
三费/营业收入	2.6%	4.4%	5.2%	5.4%	5.0%
偿债能力					
资产负债率	47.0%	34.9%	31.0%	23.2%	22.1%
负债权益比	88.5%	53.7%	45.0%	30.3%	28.4%
流动比率	1.99	2.19	2.43	3.65	3.87
速动比率	1.69	1.87	2.03	3.28	3.37
利息保障倍数	-24.33	-172.44	20.47	-613.09	-27.99
分红指标					
DPS(元)	-	0.03	0.04	-	-
分红比率	0.0%	6.3%	10.9%	0.0%	0.0%
股息收益率	0.0%	0.2%	0.4%	0.0%	0.0%

现金流量表

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	635.2	665.7	618.7	848.8	1,009.8
加:折旧和摊销	36.4	41.0	81.7	125.2	166.2
资产减值准备	63.6	99.5	-	-	-
公允价值变动损失	-20.9	24.6	33.0	-0.8	0.7
财务费用	-15.7	17.2	34.4	-1.5	-38.9
投资损失	-58.5	-139.0	-217.0	-217.0	-217.0
少数股东损益	-0.6	-	-8.8	-16.6	-12.4
营运资金的变动	-1,454.3	-26.0	-218.7	-384.3	-598.0
经营活动产生现金流量	**86.9**	**1,026.2**	**323.2**	**353.7**	**310.4**
投资活动产生现金流量	**-793.2**	**-418.6**	**-112.1**	**-81.3**	**-81.6**
融资活动产生现金流量	**962.8**	**-953.4**	**-92.8**	**2,943.1**	**38.9**

业绩和估值指标

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
EPS(元)	0.40	0.42	0.39	0.46	0.55
BVPS(元)	2.39	2.80	3.16	4.81	5.36
PE(X)	26.7	25.5	27.4	23.0	19.3
PB(X)	4.4	3.8	3.4	2.2	2.0
P/FCF	125.9	56.8	100.9	67.4	69.5
P/S	2.5	2.4	2.7	2.6	2.0
EV/EBITDA	20.4	14.7	20.2	14.3	11.8
CAGR(%)	9.4%	14.4%	4.4%	9.4%	14.4%
PEG	2.8	1.8	6.3	2.4	1.3
ROIC/WACC	2.5	1.5	1.7	2.0	2.1
REP	1.5	2.1	2.3	1.7	1.4

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

蔡雯娟声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-68762965	xumin@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	张青		zhangqing2@essence.com.cn
	邓欣		dengxin@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地　址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮　编： 518026

上海市

地　址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮　编： 200123

北京市

地　址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮　编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。