

兆驰股份 (002429)

强烈推荐

行业：彩电

打造超维生态、进军智能电视联合运营

公司携硬件制造优势，基于股权合作汇聚“内容（牌照）+终端（渠道）+平台”全产业链资源，打造开放生态圈，从纯电视 ODM 制造商向智能电视业务联合运营商转型。

投资要点：

- ✧ **公司是国内最大的液晶电视 ODM 制造商。**2014 年营收 71.1 亿元，毛利率 15.1%；净利润 6.66 亿元，净利润率 9.4%。其中：2014 年液晶电视营收占比为 78%，2015 年上半年为 70%。
- ✧ **汇聚“内容（牌照）+终端（渠道）+平台”资源，打造智能电视超维生态。**1、股权合作：公司收购风行在线 63%股权，成为第一大股东；东方明珠将认购兆驰股份 9.68%股权，成为第二大股东。2、基于开放生态，汇聚“内容（牌照）+终端（渠道）+平台”全产业链资源，其中：东方明珠提供内容和牌照，风行在线负责视频运营和风行电视直销，兆驰股份负责智能电视硬件制造，国美和海尔提供线上线下销售渠道。3、生态联盟的盈利主要来自以下几个方面：广告、付费内容和增值应用等。
- ✧ **风行 4K 电视：携高性价比和极简轻奢风格，目标 3 年 1000 万台。**1、价格和性能极具市场竞争力：2015 年 12 月生态联盟联合发布了 55、49 和 43 吋三款 4K 智能电视，售价分别为 2799、2299 和 1799 元，含 1 年价值 240 元基础内容包。2、发挥各方优势，促使终端放量，快速占领入口：风行系电视销售目标是三年 1000 万台，预计 2016 年第 1 季度实现首个 100 万台目标，2016 全年目标 300 万台。
- ✧ **“强烈推荐”评级，目标价格 11.5 元。**1、2015 年 1-9 月营收 44.6 亿、同比-18.2%；净利润 4.3 亿、同比-14.1%；预告 2015 全年净利润 5-6.66 亿区间，同比-25%~0%。2、预测 15-17 年营收 64.1、80.3 和 90.8 亿元，净利润 6.0、6.9 和 7.4 亿，EPS 0.37、0.43 和 0.46 元。“强烈推荐”评级，目标价 11.5 元，15-17 年 PE 分别为 30、27 和 25 倍。
- ✧ **风险提示：**生态圈合作风险、风行系电视低于预期、行业竞争加剧等

主要财务指标

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	7108	6412	8032	9079
收入同比(%)	5%	-10%	25%	13%
归属母公司净利润	666	600	691	740
净利润同比(%)	5%	-10%	15%	7%
毛利率(%)	15.1%	13.3%	12.4%	12.0%
ROE(%)	14.8%	11.9%	12.4%	12.1%
每股收益(元)	0.42	0.37	0.43	0.46
P/E	18.46	20.48	17.77	16.61
P/B	2.74	2.43	2.21	2.01
EV/EBITDA	15	15	13	12

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名人：李超

S0960511030016

021-52340812

lichao@china-invs.cn

目标价：11.5 元

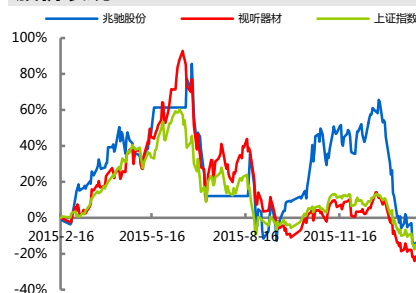
当前股价：7.78

评级调整：首次

基本资料

总股本(百万股)	1,602
流通股本(百万股)	1,588
总市值(亿元)	125
流通市值(亿元)	124
成交量(百万股)	12.78
成交额(百万元)	100.65

股价表现



相关报告

目 录

一、公司主营液晶电视和数字机顶盒 ODM 制造	3
二、汇聚“内容（牌照）+终端（渠道）+平台”资源，打造智能电视超维生态	4
1. 公司 9.67 亿元收购风行在线 63%股权，成为其第一大股东	4
2. 东方明珠 22 亿元认购兆驰股份 9.68%的股权	5
3. 基于股权合作的全产业链联盟：内容（牌照）+终端（渠道）+平台	6
三、风行 4K 电视：高性价比、极简轻奢路线，目标 3 年 1000 万台	7
四、估值比较	8

图

图 1 公司主营产品结构	3
图 2 公司营业收入及毛利率变动	3
图 3 公司净利润及净利润率变动	4
图 4 风行在线最新股权结构	4
图 5 兆驰股份增发完成后股权结构	5
图 6 兆驰股份互联网电视生态系统	6
图 7 风行电视（FUNTV，55 吋）	7

表

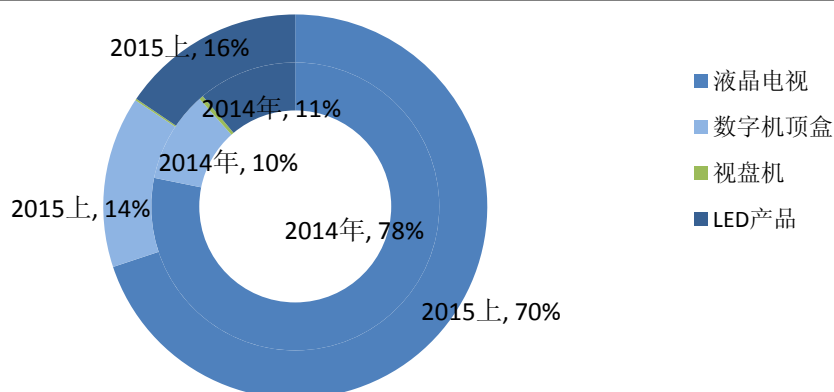
表 1 风行在线资产负债简表	5
表 2 风行在线损益简表	5
表 3 公司增发募集资金主要用途	6
表 4 风行电视（风行商城）主要型号及技术指标	7
表 5 智能电视及相关公司估值比较（WIND 一致预期）	8

一、公司主营液晶电视和数字机顶盒 ODM 制造

兆驰股份主要业务是液晶电视和数字机顶盒 ODM 制造,拥有非常出色的成本控制能力和大批量制造能力,目前是中国最大的电视机 ODM 制造商。

公司主营液晶电视、数字机顶盒和 LED 产品:2014 年营收占比分别为 78%、10%和 11%,2015 年上半年分别为 70%、14%和 16%,此外还有少量的视盘机。

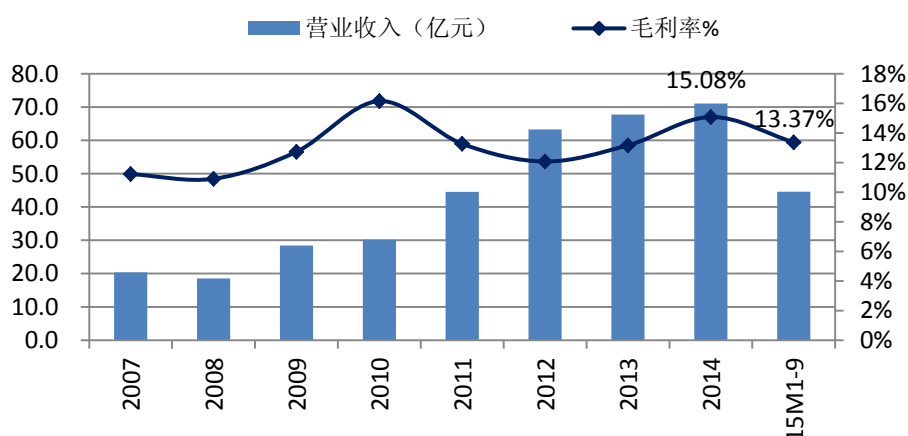
图 1 公司主营产品结构



资料来源:公司公告、中国中投证券研究总部

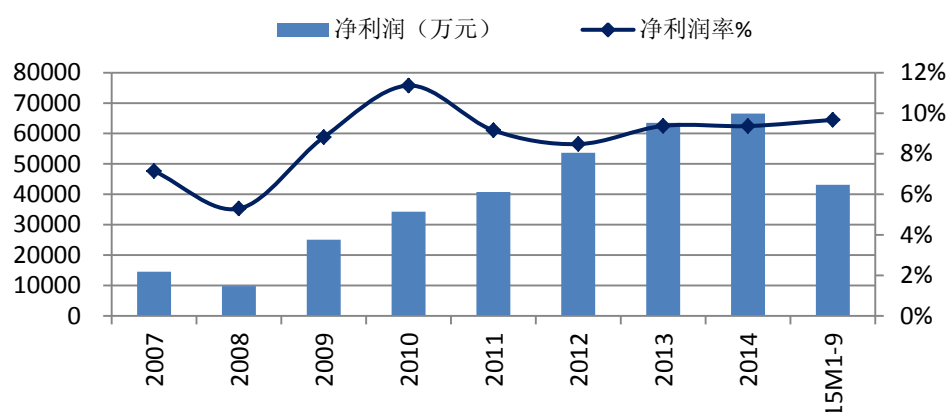
2014 年公司营业收入达到 71.1 亿元,毛利率 15.1%;净利润 6.66 亿元,净利润率 9.4%。2015 年受外部市场环境及公司位于福永、沙井、松岗、光明的工厂整体搬迁至布吉兆驰工业园影响,1-9 月营收 44.6 亿元、同比下滑 18.2%,毛利率 13.4%;净利润 4.3 亿元、同比下滑 14.1%,净利润率 9.67%;预计 2015 全年净利润 5-6.66 亿区间,同比-25%~0%。

图 2 公司营业收入及毛利率变动



资料来源:公司公告、中国中投证券研究总部

图 3 公司净利润及净利润率变动



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

二、汇聚“内容（牌照）+终端（渠道）+平台”资源，打造智能电视超维生态

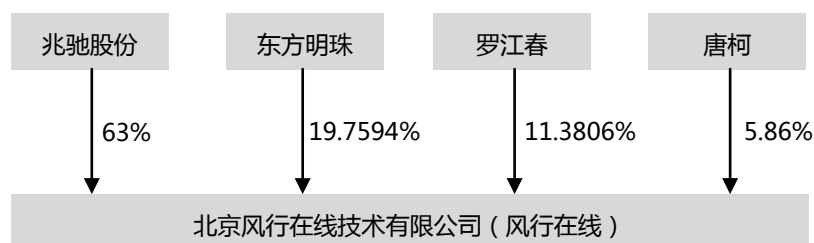
1. 公司 9.67 亿元收购风行在线 63% 股权，成为其第一大股东

2015 年 9 月，公司与上海东方明珠新媒体股份有限公司（东方明珠）签署《产权交易合同》，以 9.67 亿元价格购买其持有的北京风行在线技术有限公司（风行在线）63% 股权；2016 年 1 月份，风行在线完成工商变更登记备案手续，正式纳入公司合并报表范围。

风行在线主要从事流媒体传输、内容搜索和发布技术，其主营业务为互联网视频点播、互联网广告及网络游戏的运营。风行在线成立于 2005 年 9 月，2006 年 7 月推出全球首款边下边看的 P2P 点播软件，目前拥有的核心技术包括：NAT 穿透技术、P2P 分布式管理技术、P2P 流量优化技术、服务器负载均衡技术等。

风行在线最新的股权结构如下：兆驰股份持有 63%，东方明珠持有 19.76%，风行 CEO 罗江春持有 11.38%，风行联合创始人唐柯持有 5.86%。

图 4 风行在线最新股权结构



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

表 1 风行在线资产负债简表

(万元)	2013 年 12 月 31 日	2014 年 12 月 31 日	2015 年 3 月 31 日
资产总额	24307	26630	27508
负债总额	8167	8455	13403
所有者权益	16140	18175	14104
资产负债率%	33.6%	31.7%	48.7%

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

表 2 风行在线损益简表

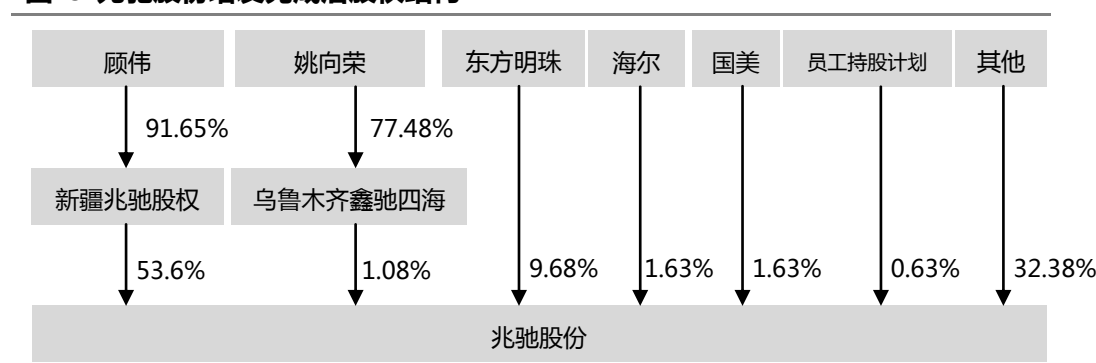
(万元)	2013 年	2014 年	2015 年 1-3 月
营业收入	29155	32714	7801
营业利润	-3025	-8975	-4071
净利润	-2524	-8598	-4071

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

2. 东方明珠 22 亿元认购兆驰股份 9.68%的股权

按照最新的方案，公司将向上海东方明珠新媒体有限公司（东方明珠）、青岛海尔股份有限公司（青岛海尔）和北京国美咨询有限公司（国美咨询），以 12.36 元的价格非公开增发 2.38 亿股，募集资金总额 29.4 亿元，用于投资互联网电视业务联合运营项目。其中：东方明珠 22 亿元认购 1.78 亿股，青岛海尔 3.7 亿元认购 3000 万股，国美咨询同样 3.7 亿元认购 3000 万股；锁定期均为 3 年。

增发完成后，公司总股本从 16.018 亿股增加到 18.4 亿股。实际控制人顾伟控制的公司股份比例由 61.65%变动至 53.67%，仍为公司实际控制人。东方明珠持股比例 9.68%，成为第二大股东；青岛海尔与国美咨询分别持有 1.63%股份。

图 5 兆驰股份增发完成后股权结构


资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

兆驰股份为互联网电视业务联合运营项目的实施主体，项目建设主要包括三大平台的协同打造。

A-搭建智能超级电视硬件平台：公司充分利用在消费类电子行业多年的 ID、硬件、结构设计等经验，针对互联网用户特点，定制研发全系列高端互联网智能超级电视。

B-搭建包括视频、游戏、医疗、教育、电商等在内的内容云平台：首先，通过非公开发行股票引入长期战略合作伙伴东方明珠；其次，公司未来将通过收购兼并或自建自有的视频内容网络云平台。

C-搭建全渠道覆盖的自有品牌销售平台：首先，通过非公开发行股票引入长期战略合作伙伴国美和海尔，借助其销售服务网络，公司的产品能够迅速全渠道覆盖终端市场；其次，创立自有互联网品牌，搭建自有线上网络商城。

表 3 公司增发募集资金主要用途

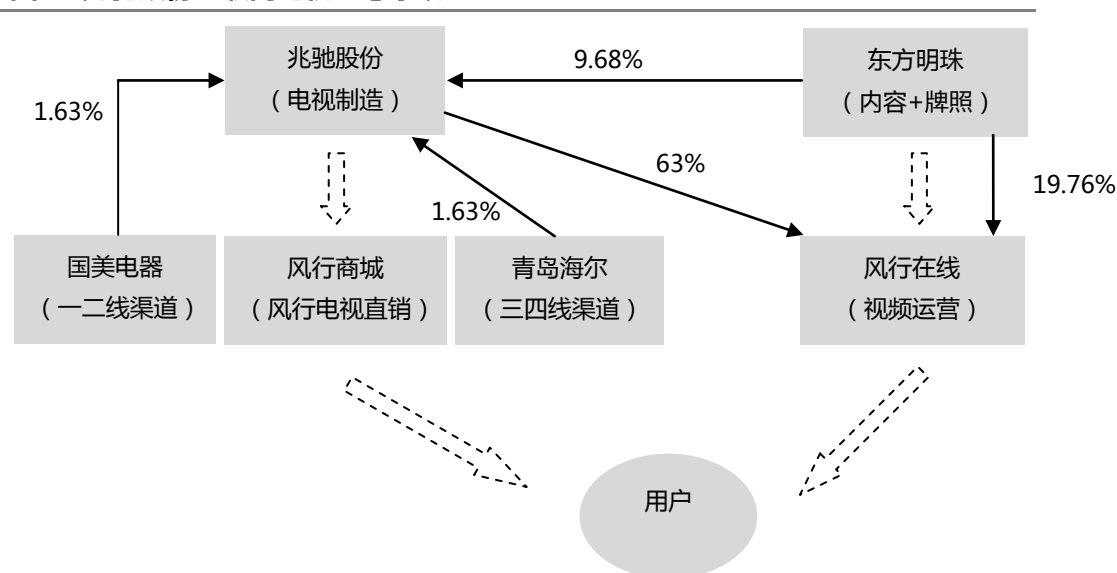
三大平台	主要任务
智能电视硬件平台	定制研发全系列高端互联网智能超级电视
内容云平台	引入战略合作伙伴东方明珠；收购或自建内容云平台
自有品牌销售平台	引入战略合作伙伴国美和海尔；搭建自有线上商城

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

3. 基于股权合作的全产业链联盟：内容（牌照）+终端（渠道）+平台

通过上述的股权合作，汇聚“内容+牌照+终端+渠道+平台”资源，打造出互联网电视全产业链，公司将从单纯的电视 ODM 制造商逐渐转变成互联网电视业务联合运营商。其中：东方明珠提供内容和牌照，风行在线负责互联网视频运营（风行商城：风行电视的直销网站），兆驰股份负责智能电视硬件制造，国美和海尔提供线上线下销售渠道（风行品牌或联合品牌）。

图 6 兆驰股份互联网电视生态系统



资料来源：中国中投证券研究总部

生态联盟的盈利主要来自以下几个方面：1、广告，主要是开机和贴片广告；2、付费内容，电影、纪录片、英超联赛点播或套餐等；3、增值应用，游戏、购物等。

生态联盟的内容主要来自东方明珠，东方明珠积累的版权超过 120 万小时，已经建成国内规模最大、门类最齐全的标清、高清的内容版权库，并在影视剧、体育、动漫

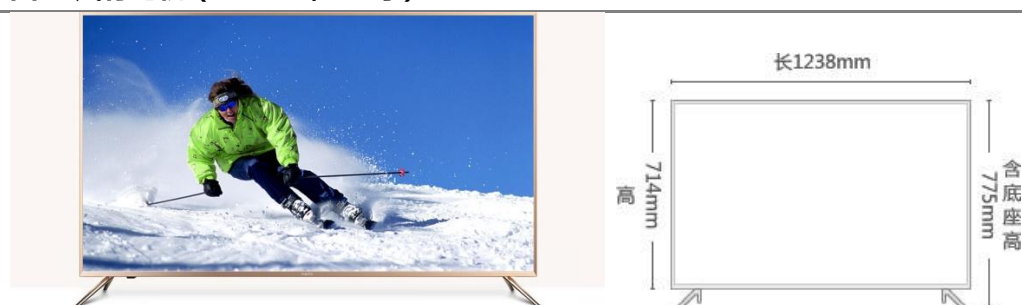
少儿、纪实、教育等垂直领域形成差异化竞争优势。2016 年，东方明珠计划版权采购投入 15 亿元。

比如，东方明珠在电影方面拥有累计超过 40000 部电影版权，覆盖好莱坞、欧洲等热门经典大片；电视剧内容全年拥有超过 20000 集电视剧，覆盖主流卫视以及央视 90% 的热门剧集。此外通过入股新英体育、盈方体育，占据英超、世界杯等国际级赛事内容版权；通过与 BBC、迪士尼、维亚康姆战略合作，引入 BBC CBeebies、迪士尼、尼克动画等国际知名少儿内容，成为国内领先动漫少儿内容提供商。

三、风行 4K 电视：高性价比、极简轻奢路线，目标 3 年 1000 万台

2015 年 12 月 10 日，东方明珠、兆驰股份、风行在线、海尔和国美在上海共同举办“锋芒—风行电视产品发布会”，发布了 55 吋、49 吋和 43 吋三款 4K 智能电视，售价分别为 2799 元、2299 元和 1799 元，含 1 年价值 240 元基础内容包。

图 7 风行电视（FunTV，55 吋）



资料来源：风行、中国中投证券研究总部

风行电视由兆驰股份负责设计制造，采用三星和 LG 进口 4K 屏，MStar64 位处理器，纯净香槟色、无螺孔整体成型、金属质感外观设计，风行 TV 内容库（对接东方明珠），采用自主开发的 FunUI（十字 UI，配备蓝牙语音遥控器）。

表 4 风行电视（风行商城）主要型号及技术指标

	风行电视		
型号	55"	49"	43"
价格（含 1 年 240 元基础内容包）	¥ 2799	¥ 2299	¥ 1799
屏幕	三星/LG 面板，4K 分辨率 3840*2160，屏幕比例 16：9		
屏幕其它技术指标	刷新频率 60HZ，响应时间 6ms，可视角度 178°		
CPU	Mstar 晨星，MSD6A638		
GPU	ARM，Mali-T720MP2		
内存	1GB DDR3 + 8GB Nand eMMC		
网络及接口	RJ45*1，USB2.0*2，HDMI2.0*2		
WIFI 及蓝牙	802.11b/g/n，BLE400		
操作系统	Android4.4		
遥控器	蓝牙语音遥控器		

资料来源：风行、中国中投证券研究总部

物流及售后服务：风行电视委托专业的第三方配送服务商提供送货上门服。提供上门安装调试服务，承诺 7 天无理由退货、180 天只换不修。

发挥各方优势，促使终端放量，快速占领入口。风行电视的销售目标是三年 1000 万台，这个销售目标不仅包括风行自有品牌的销量，“超维生态”中搭载风行平台的海尔、国美三洋、中电熊猫等品牌也属于目标范畴，统一硬件品牌、统一 UI、统一内容库和牌照，以及统一的变现运营方式。预计风行系第一个 100 万台目标会在 2016 年第 1 季度末完成，2016 全年目标达到 300 万台。

四、估值比较

表 5 智能电视及相关公司估值比较（Wind 一致预期）

代码	简称	收盘价 (元)	总市值 (百万元)	净利润（百万元）			EPS			PE			PB
				14	15E	16E	14	15E	16E	14	15E	16E	
000100	TCL 集团	3.73	45,557	3,183	2,881	3,554	0.26	0.24	0.29	14.3	15.8	12.8	1.89
600060	海信电器	14.15	18,515	1,400	1,428	1,637	1.07	1.09	1.25	13.2	13.0	11.3	1.08
002429	兆驰股份	7.83	12,542	666	614	717	0.42	0.38	0.45	18.8	20.4	17.5	2.56
000810	创维数字	13.02	13,001	387	400	480	0.39	0.40	0.48	33.6	32.5	27.1	6.48
600637	东方明珠	27.49	72,204	785	2,909	3,204	0.30	1.11	1.22	91.9	24.8	22.5	2.95

资料来源：Wind、中国中投证券研究总部

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	4859	5744	6451	7108
现金	936	3265	3332	3575
应收账款	1382	1218	1526	1725
其它应收款	63	30	38	43
预付账款	191	278	352	399
存货	693	792	1003	1138
其他	1594	160	201	227
非流动资产	2038	1195	1236	1262
长期投资	0	0	0	0
固定资产	312	961	1002	1028
无形资产	187	187	187	187
其他	1539	47	47	47
资产总计	6896	6939	7687	8370
流动负债	2222	1866	2096	2244
短期借款	1213	1000	1000	1000
应付账款	852	834	1055	1198
其他	158	32	40	45
非流动负债	188	20	26	27
长期借款	0	0	0	0
其他	188	20	26	27
负债合计	2410	1886	2122	2270
少数股东权益	0	0	0	0
股本	1602	1602	1602	1602
资本公积	489	489	489	489
留存收益	2417	2962	3473	4006
归属母公司股东权益	4486	5053	5565	6100
负债和股东权益	6896	6939	7687	8370

现金流量表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	1026	2213	192	383
净利润	666	600	691	740
折旧摊销	41	66	109	124
财务费用	-4	-19	-52	-56
投资损失	-139	-146	-153	-161
营运资金变动	310	929	-438	-283
其它	153	783	35	20
投资活动现金流	-419	346	3	11
资本支出	426	150	150	150
长期投资	0	0	0	0
其他	7	496	153	161
筹资活动现金流	-953	-230	-128	-151
短期借款	-928	-213	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	533	0	0	0
资本公积增加	-534	0	0	0
其他	-25	-18	-128	-151
现金净增加额	-345	2329	67	243

利润表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	7108	6412	8032	9079
营业成本	6036	5560	7036	7988
营业税金及附加	47	22	28	32
营业费用	164	147	185	209
管理费用	156	141	177	200
财务费用	-4	-19	-52	-56
资产减值损失	99	0	0	0
公允价值变动收益	-25	0	0	0
投资净收益	139	146	153	161
营业利润	724	706	812	868
营业外收入	62	0	0	0
营业外支出	2	0	0	0
利润总额	784	706	812	868
所得税	119	106	122	130
净利润	666	600	691	740
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	666	600	691	740
EBITDA	761	753	869	935
EPS (元)	0.42	0.37	0.43	0.46

主要财务比率

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	4.9%	-9.8%	25.3%	13.0%
营业利润	1.9%	-2.5%	15.0%	6.9%
归属于母公司净利润	4.7%	-9.9%	15.2%	7.0%
获利能力				
毛利率	15.1%	13.3%	12.4%	12.0%
净利率	9.4%	9.4%	8.6%	8.1%
ROE	14.8%	11.9%	12.4%	12.1%
ROIC	19.8%	24.4%	23.3%	22.8%
偿债能力				
资产负债率	34.9%	27.2%	27.6%	27.1%
净负债比率				
流动比率	2.19	3.08	3.08	3.17
速动比率	1.85	2.63	2.57	2.63
营运能力				
总资产周转率	1.01	0.93	1.10	1.13
应收账款周转率	5	5	6	5
应付账款周转率	6.82	6.60	7.45	7.09
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.42	0.37	0.43	0.46
每股经营现金流(最新摊薄)	0.64	1.38	0.12	0.24
每股净资产(最新摊薄)	2.80	3.15	3.47	3.81
估值比率				
P/E	18.46	20.48	17.77	16.61
P/B	2.74	2.43	2.21	2.01
EV/EBITDA	15	15	13	12

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
推 荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
中 性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于+10%之间
回 避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

看 好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
中 性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
看 淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

李超，中投证券研究总部行业分析师。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编：200041 传真：(021) 62171434