

创维数字 (000810)

强烈推荐

行业：机顶盒

从视频到游戏、从硬件到运营，打造客厅娱乐战略入口

投资要点：

- ◆ **公司：创维集团旗下机顶盒业务，市场份额国内第一，全球前三。**产品涵盖有线数字、地面数字、直播卫星、IPTV 和 OTT 机顶盒等，横跨广电、电信和互联网三大行业。2014 年主营收入 35 亿，净利润 3.85 亿元。
- ◆ **传统机顶盒：广电 DVB+OTT 和互联网 OTT，电信 IPTV 以及印度非洲等海外市场。**1、国内广电市场，高清化、智能化（双向化）升级存在巨大的市场空间，DVB+OTT 正在成为行业趋势。2、目前 IPTV 用户 4590 万户，在光纤用户中渗透率超过 38%，随着电信运营商普遍采用“光网宽带+视频业务”的绑定发展策略，未来仍将快速成长。3、印度、非洲等正在进行数字化改造的海外市场的需求强劲，2014 年海外业务占比超过 46%。
- ◆ **运营和服务：广电技术服务和增值业务，以及有望与酷开联合运营 OTT 业务。**1、与广电合作提供系统解决方案，并共同拓展增值业务。2、公司自主平台 OTT 用户已超过 700 万，未来有望在集团层面整合资源、统一运营（创维集团预计 2015 财年互联网服务收入将超过 5000 万港币）。
- ◆ **与腾讯合作 miniStation：视频之后，布局客厅游戏和 VR。**miniStation 定位客厅娱乐为中心的电视大屏轻游戏市场，作为战略合作伙伴，预计第二季度公司将推出高配版产品，2016 年销售目标 50 万台以上。
- ◆ **收购液晶器件：提升智能制造及供应链整合能力。**1 液晶器件主要从事中小尺寸液晶模组业务，三星业务占比 67% 左右。2、承诺 2016-17 年扣非净利润不低于 7800 万和 8260 万，总对价 9 亿元、估值 11.5 倍 PE。
- ◆ **给予“强烈推荐”评级，短期估值中枢 16.5 元/股。**1、预测公司 2015-17 年净利润 4.07、5.14 和 6.24 亿元，每股收益 0.41、0.52 和 0.62 元。2、假设合并液晶器件，净利润 4.84、5.92 和 7.06 亿元，摊薄每股收益 0.47、0.57 和 0.68 元。3、假设合并液晶器件，短期估值中枢 16.5 元/股，对应 2016 年机顶盒业务 30 倍 PE、液晶器件业务 20 倍 PE。
- ◆ **风险提示：**机顶盒和 miniStation 出货量、运营低于预期，系统风险等

主要财务指标

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	3502	3603	4618	5620
收入同比(%)	-3%	3%	28%	22%
归属母公司净利润	387	407	514	624
净利润同比(%)	6%	5%	26%	21%
毛利率(%)	22.2%	22.7%	22.7%	22.7%
ROE(%)	19.5%	17.7%	19.1%	19.7%
每股收益(元)	0.77	0.41	0.52	0.62
P/E	16.80	31.91	25.28	20.85
P/B	3.27	5.66	4.84	4.12
EV/EBITDA	32	30	22	18

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

6-12 个月目标价： 16.5

当前股价： 12.85

评级调整： 首次

基本资料

总股本(百万股)	999
流通股本(百万股)	429
总市值(亿元)	128
流通市值(亿元)	55
成交量(百万股)	16.22
成交额(百万元)	212.32

股价表现



相关报告

请务必阅读正文之后的免责条款部分

目 录

一、公司：创维集团旗下机顶盒业务，国内第一，全球前三	4
二、传统硬件：国内运营商和海外市场的需求强劲，公司竞争地位领先	5
1. 广电运营商：DVB+OTT 融合，高清化和智能化趋势下的升级换代	5
2. 电信运营商：光纤入户+IPTV 绑定策略，用户数和渗透率大幅提升	7
3. OTT 盒子：与牌照和内容方深度合作，合规经营、稳健发展	8
4. 海外市场：印度东南亚等区域数字化改造+收购 Strong 布局欧洲	8
三、运营与服务：拓展广电增值业务、与酷开联合运营 OTT 业务	9
1. 服务广电：从单一机顶盒硬件到系统解决方案，并共同拓展增值服务	10
2. 自主 OTT 运营：有望与酷开联合运营	11
3. 蜂驰电子：从售后服务到 O2O 管家	12
四、与腾讯合作 miniStation：视频之后，布局客厅游戏和 VR	12
1. miniStation 定位：客厅娱乐为中心的电视大屏轻游戏市场	12
2. 乐檬版为例：售价 699 元的客厅游戏机和 OTT 视频一体盒子	13
3. 依托腾讯游戏资源和开放生态，2016 年销售目标 50 万台以上	14
五、并购液晶器件：提升智能制造及供应链整合能力	15
1. 交易安排：“现金+增发”实现 100% 收购，估值 16 年 11.5 倍 PE	15
2. 液晶模组业务：与三星等战略合作，从 OEM 全面转型 ODM 模式	16
六、盈利预测与估值	18
1. 业绩承诺（合并液晶器件）：2016 年扣非净利润不低于 5.2 亿元	18
2. 盈利预测（不合并液晶器件）	18
3. 简单模拟合并财务报表（考虑液晶器件）：每股收益增加约 0.06 元	19
4. 估值分析（业务分部估值）：区间 11.1-21.8（中值 16.5）元/股	20
七、风险提示	20

图目录

图 1 创维数字股权结构示意图 (截至 2015 年 9 月 30 日)	4
图 2 公司主要机顶盒产品示意图	4
图 3 公司主营产品结构	5
图 4 公司营业收入及净利润	5
图 5 DVB+OTT 叠加方案架构图	6
图 6 有线数字机顶盒年度出货量 (标清、高清和智能 , 2013-2015)	7
图 7 我国光纤接入用户及 IPTV 用户 (万户)	7
图 8 公司海外业务营收及占比	9
图 9 公司业务架构	10
图 10 创维数字与江西广电运营/服务合作关系	10
图 11 蜂驰电子主要业务	12
图 12 MINISTATION 组网方式以及与 QQ/ 微信账号关系	13
图 13 乐檬 MINISTATION	13
图 14 腾讯控股游戏业务收入 (亿元人民币)	14
图 15 MINISTATION 游戏生态特点	15
图 16 创维数字收购液晶器件后的权益结构简图	16
图 17 液晶器件营收结构 (万元)	17
图 18 三星智能手机出货量	17
图 19 全球智能手机出货量成长趋势 (截至 2019 年)	17

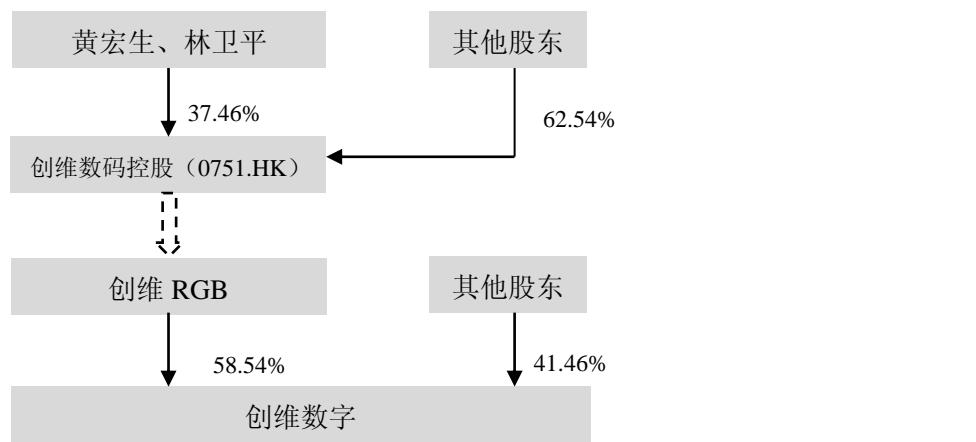
表目录

表 1 创维数字部分 OTT 盒子	8
表 2 互联网电视牌照及合作 OTT 盒子	8
表 3 公司近期公告的海外市场重要订单	9
表 4 国内电视机市场品牌占有率 (2015 年 , 市场总量 4674 万台)	11
表 5 创维 SKYWORTH 中国智能电视及用户 (截至 2016 年 1 月)	11
表 6 乐檬 MINISTATION 硬件及主要特点	14
表 7 液晶器件营收规模及盈利能力	15
表 8 创维数字收购液晶器件方案	15
表 9 液晶器件业绩承诺及对应估值	16
表 10 创维数字借壳及液晶器件收购的业绩承诺	18
表 11 盈利预测模型主要假设	18
表 12 盈利预测模型主要财务指标	19
表 13 简单模拟合并财务报表	19
表 14 业务分部估值敏感分析结果 (公司市值)	20
表 15 业务分部估值敏感分析结果 (每股价格)	20
表 16 智能电视及相关公司估值 (WIND 一致预期)	20

一、公司：创维集团旗下机顶盒业务，国内第一，全球前三

创维数字成立于 2002 年，前身为创维集团数字电视事业部，是国内较早从事数字电视机顶盒研发、设计、生产和销售的公司。2014 年借壳华润锦华在深交所上市，控股股东为创维-RGB，创维数码控股通过多层投资结构成为间接控股股东，黄宏生先生、林卫平女士合计直接或间接持有创维数码 37.46% 股份，但不实际控制公司。

图 1 创维数字股权结构示意图（截至 2015 年 9 月 30 日）



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

创维数字主要产品分为有线数字机顶盒、地面数字机顶盒、直播卫星机顶盒、IPTV 机顶盒、OTT 机顶盒及宽带接入设备等，涵盖广电、电信和互联网三大行业，在广电市场占有率及中国企业出口海外连续多年稳居国内第一、整体销量居全球第三。

公司在积极拓展“多智能”终端的市场规模与平台优势的同时，基于国内广电运营商用户、互联网 OTT 用户等，积极拓展云端增值服务的运营。

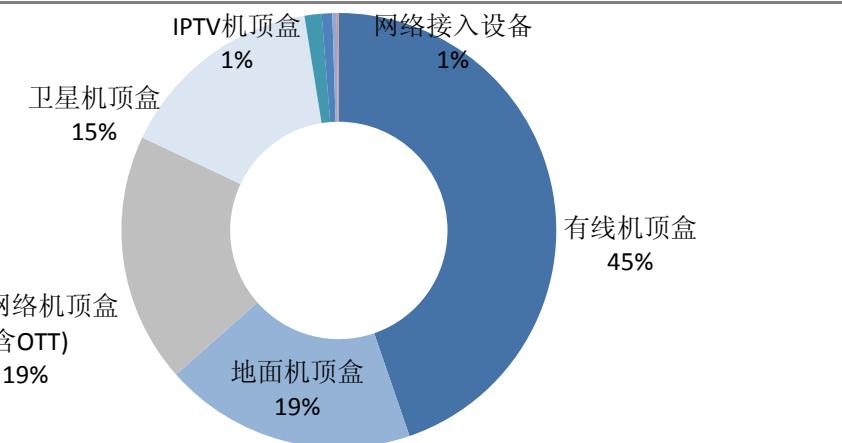
图 2 公司主要机顶盒产品示意图



资料来源：SkyworthDigital、中国中投证券研究总部

主营产品结构：2014年公司主营收入34.9亿元，其中有线机顶盒15.6亿、占比45%，地面机顶盒和智能机顶盒（含OTT）均为6.5亿、分别占比19%，卫星机顶盒5.4亿、占比15%，其他还有IPTV机顶盒、网络接入设备和技术服务费。

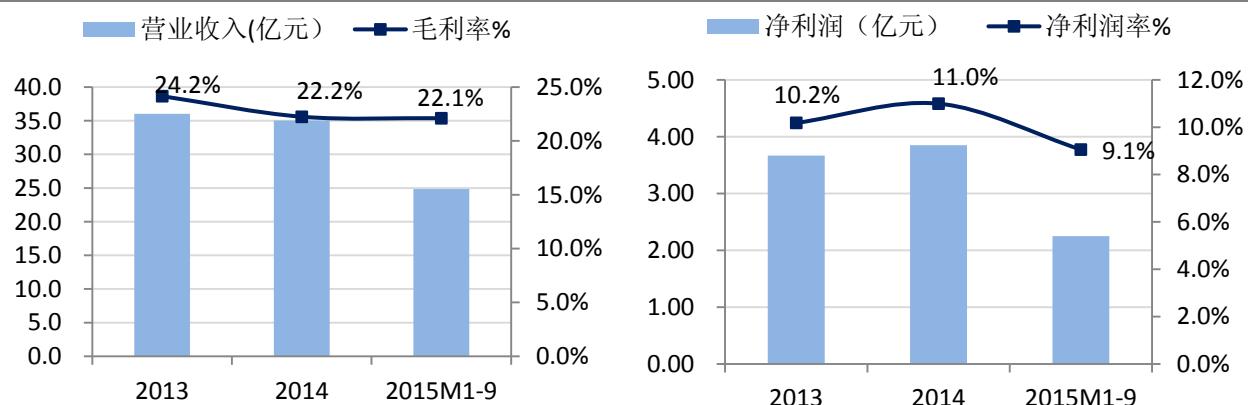
图 3 公司主营产品结构



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

盈利能力：2013-2014年公司主营收入分别为36和35亿元，毛利率分别为24.2%和22.2%，净利润分别为3.67和3.85亿元，净利润率分别为10.2%和11.0%。2015年1-9月营收24.84亿元，同比下滑2.2%，毛利率22.1%；净利润2.2亿元，同比下滑16.3%，净利润率9.1%。

图 4 公司营业收入及净利润



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

二、传统硬件：国内运营商和海外市场的需求强劲，公司竞争地位领先

公司与机顶盒等硬件相关的市场大致可以分为广电、电信运营商、OTT和海外市场。

1. 广电运营商：DVB+OTT融合，高清化和智能化趋势下的升级换代

公司在国内广电有线数字机顶盒市场连续七年市场份额第一，2015年前三季度市

场占有率 16.3%，领先于九洲、银河等厂商。

展望未来国内广电市场，除数字化率有继续提升空间外，高清化、智能化（双向化）升级成为下阶段最重要的发展趋势。截至 2015 年底，我国有线电视数字化进入扫尾阶段，全国有线电视用户 2.51 亿户，数字化率达到 80%、突破 2 亿户。其中：有线高清数字用户规模达到 6116 万户，占到数字化用户的 30.4%；双向网络渗透用户数量达到 4997 万户，占到数字化用户的 24.9%。

另一方面，面对互联网视频的压力，广电系统也在积极拥抱互联网，DVB+OTT 正在成为行业事实趋势。该模式下广电系统提供直播，OTT 系统提供点播及其他增值业务。

图 5 DVB+OTT 叠加方案架构图

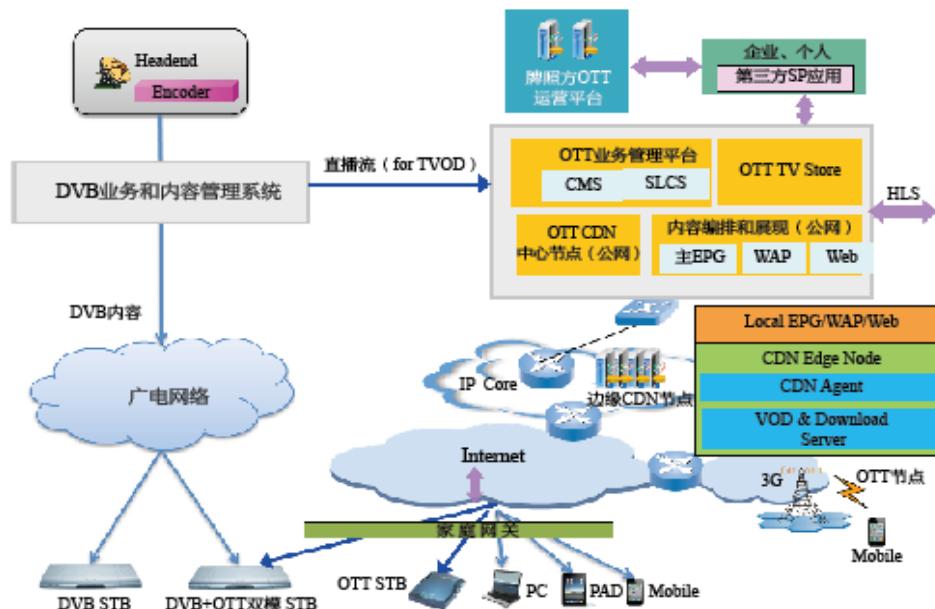
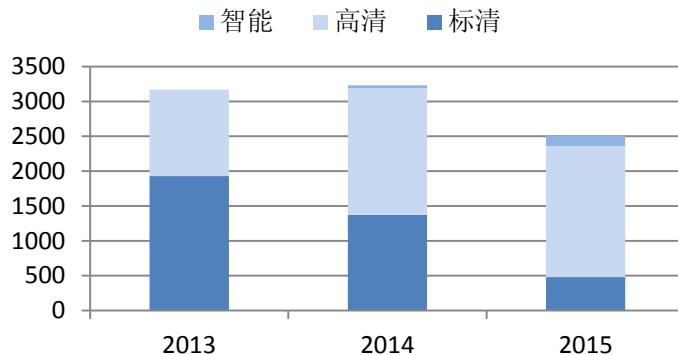


图1 DVB、OTT叠加方案架构图

资料来源：ZTE、中国中投证券研究总部

DVB+OTT 可以采用较简单的叠加方案，也可以采用深度融合方案。在叠加方案中，DVB 业务由广电提供、OTT 业务接入牌照方的 OTT，不需要改造广电系统，增加机顶盒 IP 模块和 OTT 内容解码模块，并且在机顶盒 UI 界面整合 DVB 和 OTT 两者的内容；对于有 IP 网络的用户，更换智能机顶盒，就可以开通 DVB+OTT 业务。DVB+OTT 融合方案则是基于双向改造后的广电网络，在一套系统中同时承载传统 DVB 直播和 OTT 业务，OTT 内容注入由广电控制的内网 CDN 服务器。

与网络相对应，在终端层面，截至 2015 底，我国有线数字电视机顶盒历年总出货量超过 2.5 亿台，有线高清机顶盒出货总量达到 6066 万台。随着数字化改造接近尾声，标清盒子出货逐渐下降，但高清增长迅速。其中 2015 年，有线数字高清机顶盒出货 1880 万台，占全年总出货量的 75.1%。智能机顶盒出货量 143.6 万台，占比 5.7%。

图 6 有线数字机顶盒年度出货量 (标清、高清和智能 , 2013-2015)


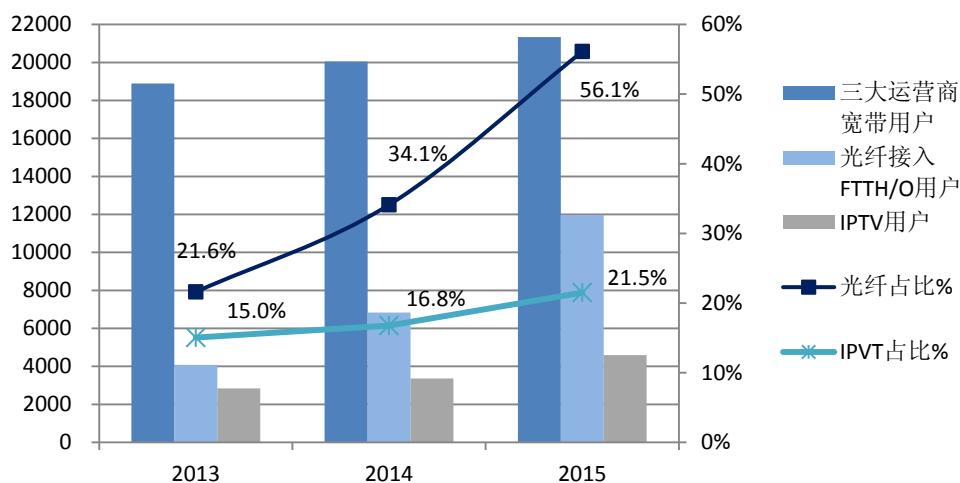
资料来源：格兰研究、中国中投证券研究总部

2. 电信运营商：光纤入户 +IPTV 绑定策略，用户数和渗透率大幅提升

公司在电信运营商 IPTV 机顶盒市场已经跻身前三，与三大运营商均保持着良好的合作关系；2016 年市场份额有望进入前二，仅次于中兴通讯。

随着宽带中国战略实施，光纤接入用户数量大幅提高，IPTV 业务仍将快速增长。根据工信部数据，截至 2015 年 12 月，三家基础电信运营商固定宽带接入用户数 2.13 亿户，其中光纤接入 (FTTH/O) 用户总数达 1.2 亿户，占宽带用户总数的 56.1%，8M 和 20M 以上宽带用户数占比分别为 69.9%、33.4%。

截至 2015 年底，IPTV 用户数达到 4589.5 万户，年度新增 1226 万户，增长 36.4%。IPTV 用户在宽带总用户中的渗透率 21.5%，在光纤用户中的渗透率 38.2%。

图 7 我国光纤接入用户及 IPTV 用户 (万户)


资料来源：工信部、中国中投证券研究总部

以中国电信为例，截至 2015 年底固网宽带用户数量 1.13 亿户，其中 50% 为光纤接入 (FTTH) 用户，两项指标均占到全国的 50% 以上。中国电信仍在强化全光网络建设，计划 2016 年年底前在全国实现 100% 全光城市覆盖。

中兴通讯在其发布的 2016 年行业趋势报告《拥抱 M-ICT 时代，为产业变革赋能》

中指出：国内三大运营商未来3年光网宽带用户发展目标合计超过2亿户，同时把视频业务与光网宽带业务绑定发展，按照保守的40-50%转换率，未来三年国内IPTV/OTT视频业务新增用户数量将达8000-10000万。

3. OTT 盒子：与牌照和内容方深度合作，合规经营、稳健发展

公司在国内B2C零售市场，与爱奇艺、腾讯、芒果TV、搜狐等都有深度的合作，目前在京东商城和天猫均开设了官方旗舰店，线上线下渠道完整。目前自主云平台OTT用户数已经超过700万。

表 1 创维数字部分 OTT 盒子

型号	合作方	CPU	闪存/内存	安卓系统	分辨率	内容服务平台	零售价格
Q+	腾讯	4核 1.5G	8G/1G	4.4.2	1080P@60fps	CIBN+腾讯视频	¥199
I71S二代	爱奇艺	8核 A53 1.5G	8G/1G	5.1	4K2K@30fps	银河+爱奇艺	¥299
S1	搜狐	4核 A9 2.0G	8G/1G	4.4.2	4K2K@30fps	CIBN+搜狐视频	¥329

资料来源：SkyworthDigital、中国中投证券研究总部

与智能电视相比，OTT机顶盒可以用更经济的方式完成对存量电视市场的互联网升级。随着广电总局2011年下发《持有互联网电视牌照机构运营管理要求》(181号文)以及后续的系列规范措施，主要OTT机顶盒厂商与互联网电视牌照和内容方均展开了深度合作，产业各方更加清晰地界定自己的位置和边界，OTT机顶盒产业从野蛮生长进入有序发展期。根据奥维云网数据，2015年OTT盒子市场零售规模是1213万台，市场保有量超过4000万台。

表 2 互联网电视牌照及合作 OTT 盒子

申请主体	集成播控平台	合作 OTT 盒子 (不完全统计)
央视国际 (中央电视台)	iCNTV	--
华数 (浙江 + 杭州电视台)	华数	天猫魔盒、盒天下
上海文广 (上海电视台)	百视通	百视通小红
南方传媒 (广东电视台)	互联八方	--
湖南电视台	芒果TV	华为荣耀、海美迪
中国国际广播电台	CIBN	创维、乐视
中央人民广播电台	银河 GITV	创维、小米、华为荣耀、鹏博士

资料来源：中国中投证券研究总部

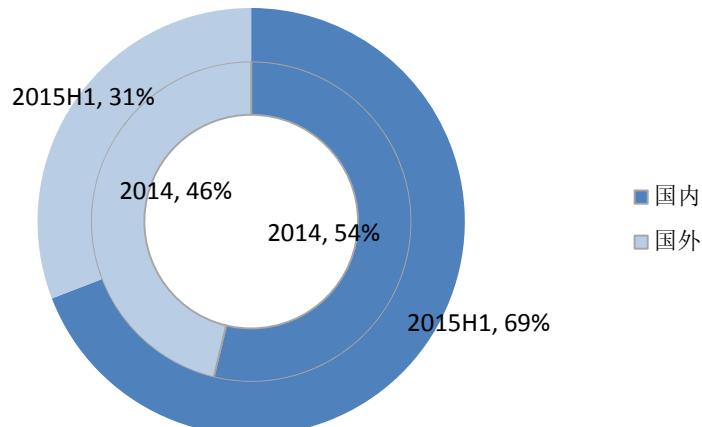
4. 海外市场：印度东南亚等区域数字化改造+收购 Strong 布局欧洲

公司在印度、东南亚、非洲等正在进行数字化改造的海外市场有着非常好的表现，在印度市场份额接近40%。2014年海外市场营收超过16亿，占比46.2%，2015年上半年海外市场营收4.8亿，占比30.9%。

目前海外市场的需求依旧旺盛。去年8-10月，公司集中公告了一批海外订单，主要集中在印度和非洲(南非和尼日利亚)，产品型号主要是DVB-C(数字有线电视)标清

机顶盒和 DVB-T2 (第二代数字地面电视) 高清机顶盒, 订单总量超过 1600 万台, 订单总金额超过 2.8 亿美元 (18 亿人民币)。

图 8 公司海外业务营收及占比



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

表 3 公司近期公告的海外市场重要订单

公告时间	采购方	采购型号	数量 (万台)	订单金额(万美元)
2015 年 8 月	印度有线电视运营商	DVB-C 标清	600	7000
2015 年 8 月	南非政府项目中标方	DVB-T2 高清	300	11000
2015 年 8 月	尼日利亚政府项目	DVB-T2 高清	35	930
2015 年 9 月	印度综合电视运营商	DVB-C 标清	130	2000
2015 年 9 月	印度有线电视运营商	DVB-C 标清	100	1300
2015 年 10 月	印度有线电视运营商	DVB-C 标清	500	6500
合计			1665 万台	28730 万美元

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

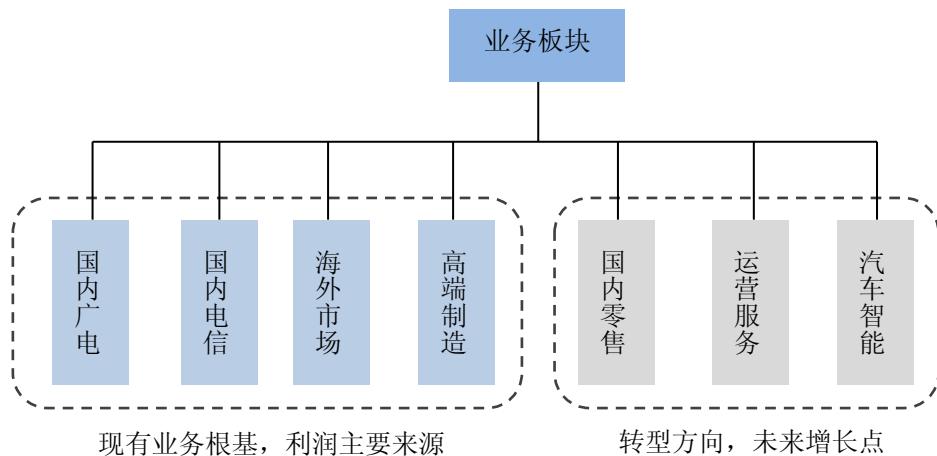
此外, 公司在欧洲和南美也在积极布局。2015 年年 7 月公司 3000 万欧元全资收购欧洲机顶盒著名品牌 Strong 集团, 以拓展欧洲、中东及北非等市场。

Strong 集团成立于 1996 年, 有超过 15 年的数字电视机顶盒及配套产品的品牌销售和渠道分销经验。Strong 集团通过委托代工方式生产自有 STRONG 品牌, 还拥有 THOMSON (汤姆逊) 品牌机顶盒在欧洲大部分区域、中东及非洲的销售授权。

Strong 集团, 业务增长迅速。2014 年实现营收 4634 万欧元, 收购后 2015 年四季度实现营收 1.9 亿人民币, 今年 1 月份实现 8000 多万收入。

三、运营与服务:拓展广电增值业务、与酷开联合运营 OTT 业务

在创维数字的业务架构中, 国内广电、国内电信、海外市场以及高端制造 (创维液晶器件, 后续分析) 是公司业务根基, 也是目前的利润主要来源。国内零售 (OTT 机顶盒) 服务板块和汽车智能是未来的新增长点, 也是公司转型运营和服务的契机。2015 年上半年运营和技术服务收入 1422 万元, 同比增长 10 倍。

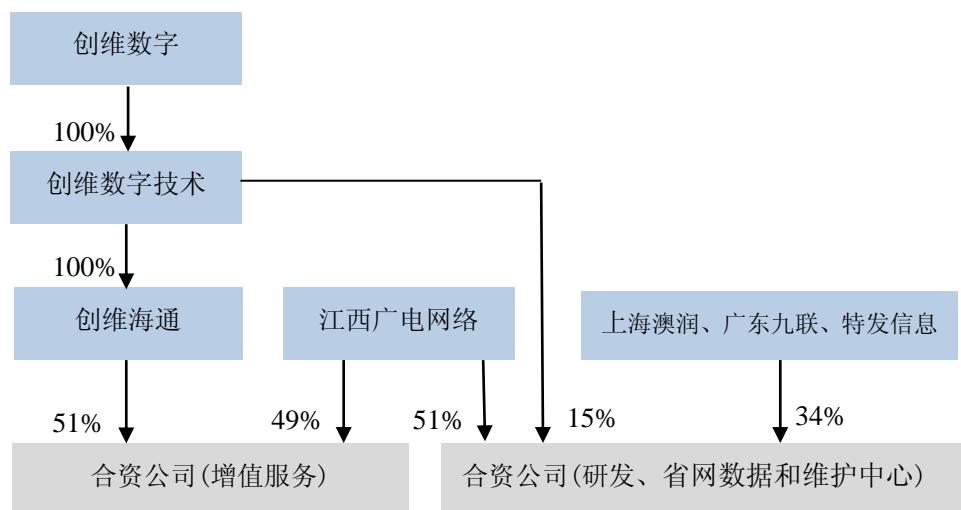
图 9 公司业务架构


资料来源：中国中投证券研究总部

1. 服务广电：从单一机顶盒硬件到系统解决方案，并共同拓展增值服务

公司与广电的业务关系，正在从提供单一硬件到提供系统解决方案。即包括智能EPG、多屏OTT系统等前端软件系统的集成，也包括与广电运营商合作挖掘广告、游戏、智能家居等增值服务。

目前，基于增值运营系统（含智能EPG、多屏OTT系统、应用商店、WiFi热点等）与广电运营商的合作运营进展顺利，包括重庆有线、河北广电、合肥有线、江西广电等，共同拓展广电互联网增值服务。

图 10 创维数字与江西广电运营/服务合作关系


资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

以公司与江西广电的合作为例，通过组建合资公司为江西广电提供研发运维服务，以及依托江西广电网络从事增值服务。其一，创维数字通过下属全资子公司创维海通与

江西广电组建合资公司（注册资金 1000 万元，公司持股 51%），在江西运营广电增值服业务务（包括但不限于移动互联网业务、基于机顶盒的增值业务等）。其二，通过全资子公司创维数字技术与江西广电、上海澳润、广东九联、特发信息组件合资公司（注册资金 3000 万元，公司持股 15%，江西广电持股 51%），作为研发中心、省网数据中心和维护中心。

2. 自主 OTT 运营：有望与酷开联合运营

公司与银河 GITV、CIBN、爱奇艺、腾讯、搜狐等内容和牌照方紧密合作，通过推出自主和联合品牌 OTT 盒子积极发展用户，目前自主云平台 OTT 用户数超过 700 万。未来有望联合酷开电视和 OTT 机顶盒资源，建立统一运营平台。

创维集团是国内最大的电视机厂商，2015 年国内市场占有率第一，达到 17.9%；其中 4K UHD 智能电视市占率第一，达到 21.3%。在智能电视领域，创维 Skyworth 自主开发 TV UI “酷开”系统，以及互联网品牌“酷开 Coocaa”，与腾讯、阿里、京东、iCNTV、爱奇艺、优朋普乐展开策略合作。一方面推进视频、广告、教育、购物、游戏、旅游、应用圈及音乐等内容的建设，另一方面不断完善内容服务运营、支付、线上售后服务等后台体系建设。

表 4 国内电视机市场品牌占有率（2015 年，市场总量 4674 万台）

LCD 电视			4K UHD 智能电视		
排名	品牌	市占率	排名	品牌	市占率
1	创维	17.9%	1	创维	21.3%
2	海信	16.9%	2	海信	19.5%
3	TCL	14.7%	3	TCL	15.2%
4	长虹	12.6%	4	长虹	11.9%
5	康佳	11.4%	5	三星	9.6%
合计		73.5%	合计		77.5%

资料来源：AVC、中国中投证券研究总部

截至 2016 年 1 月底，Skyworth 智能电视累积激活用户 1170 万户，日均活跃用户 540 万户，广告月曝光 1.25 亿次，视频日人均播放时长 165 分钟。创维集团预计 2015 财年整体互联网服务收入将超过 5000 万港币。

表 5 创维 Skyworth 中国智能电视及用户（截至 2016 年 1 月）

智能电视存量	1570 万台
累计激活用户数	1170 万
日均活跃用户数	540 万
广告月曝光	1.25 亿次
视频日人均播放时长	165 分钟
游戏周活跃度用户	151 万

资料来源：Skyworth、中国中投证券研究总部

3. 蜂驰电子：从售后服务到 O2O 管家

公司旗下深圳蜂驰电子，国内首家专注于运营商及家庭用户终端服务的专业服务公司，主要业务包括：电器维保、呼叫中心运营、家电安装物流、配件供应等服务。国内客户主要有爱奇艺、京东、中国电信、百度、天猫、中国移动、芒果 TV、长城宽带、江苏广电、江西广电、四川广电等；同时在印度成立子公司并自建 4 家维修中心，在南非最大城市约翰内斯堡建有物流和维修中心，在东南亚筹建泰国维修中心。

未来，在实施家电及电子产品售后服务的同时，基于用户场景与需求，布局 O2O 家庭其他上门服务。

图 11 蜂驰电子主要业务



资料来源：SkyworthDigital、中国中投证券研究总部

四、与腾讯合作 miniStation：视频之后，布局客厅游戏和 VR

1. miniStation 定位：客厅娱乐为中心的电视大屏轻游戏市场

2015 年 11 月，腾讯发布了 miniStation 游戏机，采取 Co-Branding 合作模式，腾讯负责产品规划和预研，战略合作伙伴负责开发制造、联合营销和运营等。发布会上与联想、创维合作发布乐檬版和创维版两款产品，创维数字成为高配版本的战略合作伙伴。去年 12 月乐檬版已经发售，预计创维版将在今年第二季度发售。

miniStation 是一款基于 android 的微型游戏主机，游戏软件安装在 miniStation 里，使用液晶电视作为显示屏，支持智能手机或游戏手柄操控，后期还可以连接 VR。

在 miniStation 上玩腾讯游戏与手机端类似，且无缝链接腾讯游戏、社交和支付体系。腾讯游戏此前主要在手机和 PC 端，miniStation 则主打客厅娱乐市场，miniStation 能实现移动端游戏在客厅电视大屏上的体验，所有操作均可通过手机端触屏来完成，数量庞大的手游玩家都是其潜在用户。“全球 40 亿手机，无论 android，还是 iPhone，

请务必阅读正文之后的免责条款部分

都是我们的手柄”，在今年1月举行的腾讯miniStation开发者大会上，产品负责人表达了腾讯对于未来电视游戏市场的野心。

图 12 miniStation 组网方式以及与 QQ/微信账号关系



资料来源：腾讯、中国中投证券研究总部

2. 乐檬版为例：售价 699 元的客厅游戏机和 OTT 视频一体盒子

我们以目前正在销售的乐檬 miniStation 为例，官方售价 699 元(不含游戏手柄，赠 1128 元全民超神或穿越火线礼包)。去年 12 月底的预售订单超过 220 万台。

图 13 乐檬 miniStation



资料来源：Lenovo、中国中投证券研究总部

在使用上，首先连接 miniStation，通过 HDMI 连接游戏机和 TV，开机后用手机微信或 QQ 扫描二维码安装 miniStation App，通过 WIFI 与游戏机建立连接。其次，使用手机 APP 对游戏进行操控，选择下载游戏，任何时候摇一摇都可以快速返回主页。最后，日常使用微信或 QQ 登录和支付，购买游戏装备扫描二维码即可支付。此外，乐檬 miniStation 还内置正版视频资源，实现 OTT 互联网电视功能。

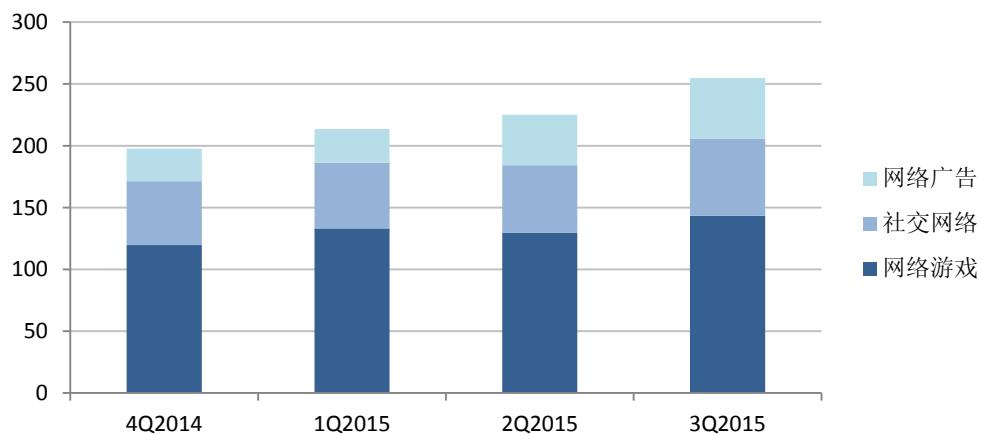
表 6 乐檬 miniStation 硬件及主要特点

硬件及主要特点	
CPU	四核心 Cortex-A17
存储	2GB 内存+16GB 闪存
显示	支持 4K2K , H.265 硬解码 , 2400M/s 像素填充率
OS	Android 4.4
连接方式	HDMI (游戏机和 TV) , WIFI (游戏机和手机)
操控方式	手机 App
登录	微信或 QQ 二维码扫描
支付	微信二维码扫描

资料来源 : Lenovo、中国中投证券研究总部

3. 依托腾讯游戏资源和开放生态 , 2016 年销售目标 50 万台以上

要建立一个完整的生态 , 内容必不可少。腾讯作为国内最大的游戏公司 , 本身具有大量的游戏资源 , 另外也引入 Gameloft 等第三方专业游戏厂商。 腾讯控股过去 4 个季度游戏营收 525.8 亿元人民币 , 在总营收中占比 56.3%。

图 14 腾讯控股游戏业务收入 (亿元人民币)


资料来源 : 腾讯控股、中国中投证券研究总部

目前 miniStation 上线的游戏有 60 款左右 , 包括腾讯自有游戏和部分联运游戏 , 比如 Gameloft 的《现代战争 5》、《狂野飙车 8》 , 台湾雷亚的《聚爆》等。下半年 minestation 的目标是让更多具有微游戏机特点的游戏上线。

Minestation 游戏生态特征将有三个 : 一是以 F2P (Free to Play) 商业模式为核心 , 二是不断上线精品游戏 , 三是硬件采用多品牌授权 OEM 方式推出。根据腾讯计划 , 第二季度创维版将推出 , 预计在 2016 年 , 产品的销量将达到 50 万台以上。

图 15 miniStation 游戏生态特点



资料来源：腾讯、中国中投证券研究总部

五、并购液晶器件：提升智能制造及供应链整合能力

1. 交易安排：“现金+增发”实现 100% 收购，估值 16 年 11.5 倍 PE

液晶器件主营中小尺寸液晶模组研发、生产及销售，以及手机等硬件的委托加工业务。液晶器件 2013、2014 及 2015 年 1-9 月营业收入分别为 38789、44880 和 37156 万元，净利润分别为 7806、7511 和 4819 万元，净利润率为 20.1%、16.7% 和 13.0%。

表 7 液晶器件营收规模及盈利能力

(万元)	2013 年	2014 年	2015 年 1-9 月
营业收入	38789	44880	37156
净利润	7806	7511	4819
净利润率%	20.12%	16.74%	12.97%

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

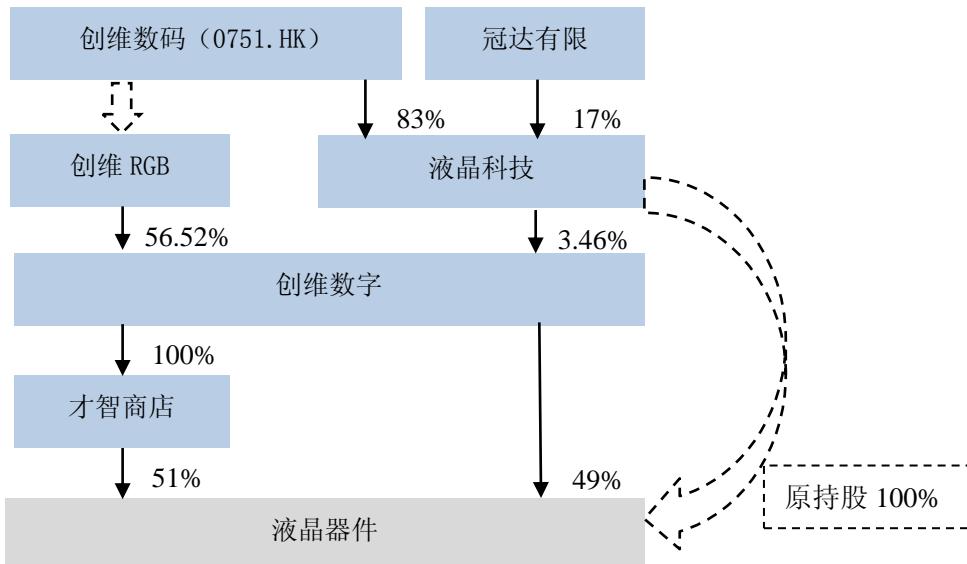
根据披露的交易草案，创维数字拟收购“创维液晶科技有限公司”（液晶科技）持有的“创维液晶器件（深圳）有限公司”（液晶器件）100%权益，总价值 8.988 亿元。其中：拟通过下属公司才智商店支付现金购买液晶科技持有的液晶器件 51% 股权（4.58388 亿元），拟向液晶科技发行股份购买液晶器件剩余 49% 股权（12.32 元/股，3574.7727 万股，对价 4.40412 亿元）；交易完成后，公司与才智商店合计持有液晶器件 100% 的股权，液晶科技持有公司 3.46% 的股权。

表 8 创维数字收购液晶器件方案

收购方式	收购比例	对价（亿元）	具体方案
现金	51%	4.58388	子公司才智商店
增发股份	49%	4.40412	12.32 元/股，3574.7727 万股
合计	100%	8.988	--

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 16 创维数字收购液晶器件后的权益结构简图


资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

根据业绩承诺安排，液晶器件 2016 -2019 年度扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润应分别不低于 7797、8261、8745 和 9044 万元。按照这一承诺，收购估值对应 2016-2017 年 PE 分别为 11.5 和 10.9 倍。

表 9 液晶器件业绩承诺及对应估值

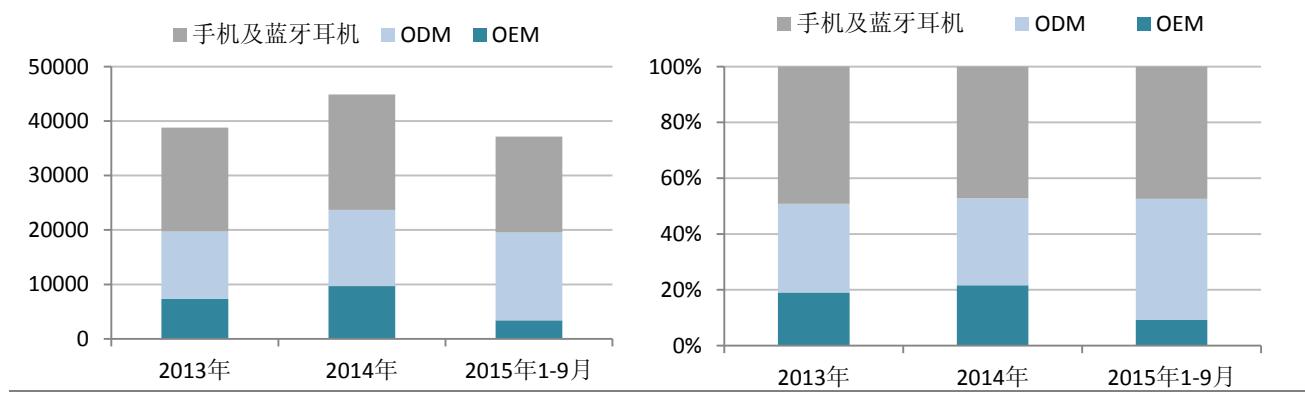
(万元)	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
扣非净利润	7797	8261	8745	9044
YOY%	--	5.95%	5.86%	3.42%
收购估值 (PE)	11.5	10.9	10.3	9.9

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

2. 液晶模组业务：与三星等战略合作，从 OEM 全面转型 ODM 模式

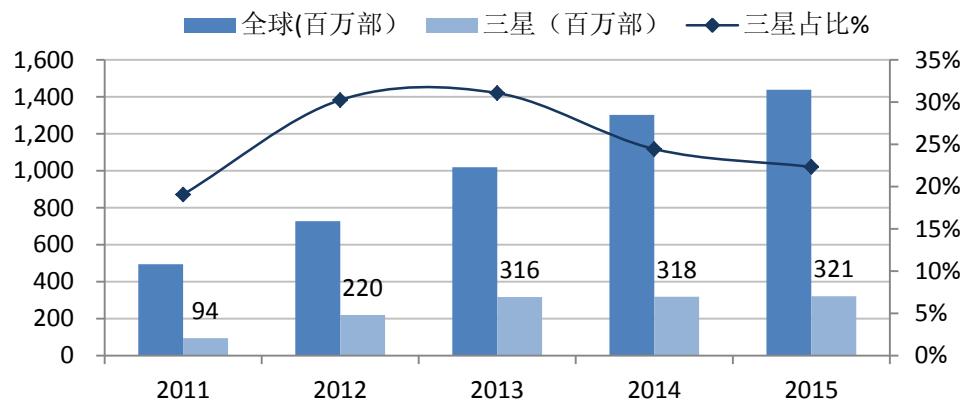
液晶器件公司 2007 年开始与三星合作手机液晶模组 OEM 代工业务，随着三星集团手机业务调整，2014 年液晶器件三星手机业务全面由 OEM 模式向 ODM 模式转型，并于 2015 年底前彻底完成转变。

2013，2014 和 2015 年 1-9 月，液晶模组产量分别为 4200、4500 和 1970 万片，手机及蓝牙耳机等硬件产量分别为 3230、2500 和 1920 万只，其中三星业务营收占比分别为 67.9%、67.4 和 67.3%。

图 17 液晶器件营收结构 (万元)


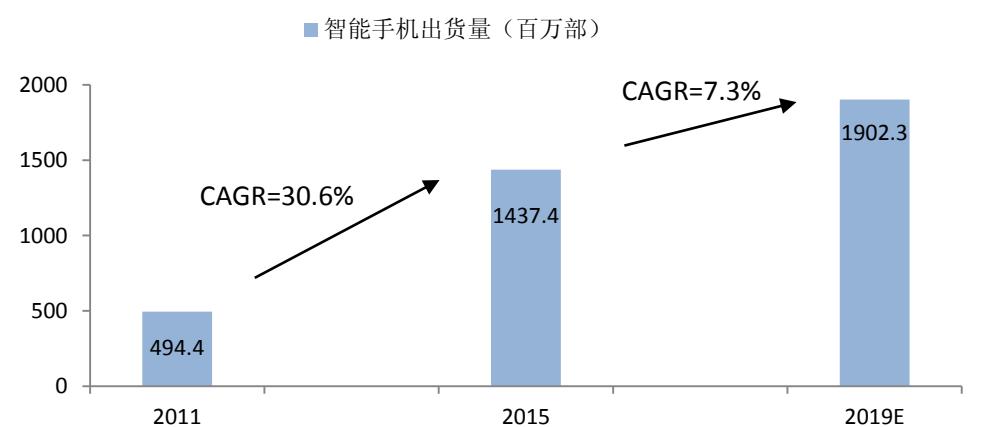
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

2015年全球智能手机出货量约14.4亿支，同比增长10.4%，其中三星出货量3.2亿支，出货占比22.3%。

图 18 三星智能手机出货量


资料来源：IDC、中国中投证券研究总部

展望未来，全球智能手机市场仍将保持温和增长，预估2019年达到19亿部，并保持稳定。全球智能手机从2011年的4.94亿部增长到2015年14.4亿部，年均增速30.6%；从2015年的14.4亿部增长到2019年的19亿部，年均增速7.3%。

图 19 全球智能手机出货量成长趋势 (截至2019年)


资料来源：IDC、中国中投证券研究总部

未来，液晶器件将基于现有的制造能力，在巩固已有产品和客户的基础上，向新一代液晶面板、AMOLED 面板、智能移动产品等领域进行产品线延伸。

六、盈利预测与估值

1. 业绩承诺（合并液晶器件）：2016 年扣非净利润不低于 5.2 亿元

创维数字在 2014 年借壳华润锦华时，预测 2015-2016 年的扣非净利润为 4.04 和 4.45 亿元；收购的液晶器件预测 2016-2017 年扣非净利润 7797 和 8261 万元；根据这一业绩预测，2016 年合并扣非净利润为 5.22 亿元。

表 10 创维数字借壳及液晶器件收购的业绩承诺

扣非净利润（万元）		2014	2015	2016	2017
承诺	创维数字	37089	40436	44451	--
	液晶器件	--	--	7797	8261
	合计	--	--	52248	--
实际	创维数字	37255	--	--	--
	液晶器件	7200	--	--	--
	合计	44455			

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

2. 盈利预测（不合并液晶器件）

根据历史数据，行业趋势和调研情况，我们的盈利预测模型重要假设如下（暂不合并液晶器件）：

表 11 盈利预测模型主要假设

	2015E	2016E	2017E
各类机顶盒出货量（万台）	2450	2650	2850
ASP（元）	145.8	153.7	160
毛利率%	22.6%	22.2%	22.0%
MiniStation 出货量（万台）	--	50	100
ASP（元）	--	1000	1000
毛利率%	--	25%	25%
运营及技术服务收入（万元）	3000	4500	6000
毛利率%	35%	45%	50%

资料来源：中国中投证券研究总部

1、机顶盒硬件业务：2015-2017 年各类盒子出货量分别为 2450、2650 和 2850 万台，平均单价分别为 145.8、153.7 和 160 元，毛利率分别为 22.6%、22.2% 和 22.0%；

2、miniStation 游戏机硬件业务：2016-2017 年出货量分别为 50、100 万台，单价 1000 元（参考乐檬版 699 元售价），毛利率 25%；

3、运营及技术服务业务：收入分别为 3000、4500 和 6000 万元，毛利率分别为 35%、40% 和 45%。

表 12 盈利预测模型主要财务指标

主要财务指标 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	3,502	3,603	4,618	5,620
同比(%)	-3%	3%	28%	22%
归属母公司净利润	387	407	514	624
同比(%)	6%	5%	26%	21%
毛利率(%)	22.2%	22.7%	22.7%	22.7%
ROE(%)	19.5%	17.7%	19.1%	19.7%
每股收益(元)	0.39	0.41	0.52	0.62

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

预测公司 2015-2017 年营业收入分别为 36、46.2 和 56.2 亿元，净利润分别为 4.07、5.14 和 6.24 亿元，每股收益分别为 0.41、0.52 和 0.62 元。

3. 简单模拟合并财务报表 (考虑液晶器件)：每股收益增加约 0.06 元

考虑到 2016 年可能完成对液晶器件的收购和并表，我们简单假设：1、液晶器件营收年均增长 10%，净利润简单按照业绩承诺（2015 年净利润取 2014 年实际业绩和 2016 年承诺业绩的中值）；2、股本增发 3574.7727 万股；则模拟合并报表如下：

表 13 简单模拟合并财务报表

主要财务指标	2014	2015E	2016E	2017E
营收	创维数字	3502	3603	4618
	液晶器件	449	494	543
	合计	3950	4097	5161
净利润	创维数字	387	407	514
	液晶器件	75	77	78
	合计	462	484	592
每股收益(元)	0.45	0.47	0.57	0.68
P/E	29.1	27.8	22.7	19.1

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

合并报表后，2015-2017 年营收为 41、51.6 和 62.1 亿元，净利润分别为 4.84、5.92 和 7.06 亿元（每年净利润增加约 8000 万），增发摊薄后每股收益分别为 0.47、0.57 和 0.68 元（每年每股收益增加约 6 分钱）。

4. 估值分析 (业务分部估值): 区间 11.1-21.8 (中值 16.5) 元/股

我们分析公司机顶盒、微游戏机业务与液晶器件业务，行业属性与后续的成长空间均有差异。根据历史经验，并结合目前相关公司的估值水平，短期给予机顶盒/游戏机业务估值区间 2016 年 20-40 倍 PE，给予液晶器件业务估值区间 2016 年 15-25 倍 PE。

在此假设下，对应公司市值区间 115 亿-225 亿元，对公司股价区间 11.1-21.8 元/股，中值 16.4 元/股（假设增发 3574.7727 万股，增发后总股本 10.3425 亿股）。未来将视运营业务发展情况调整估值方法。

表 14 业务分部估值敏感分析结果 (公司市值)

公司市值 (百万元)	机顶盒/游戏机业务 PE			
	20X	30X	40X	
液晶器件业务 PE	15X	11,457	16,600	21,744
	20X	11,846	16,990	22,134
	25X	12,236	17,380	22,523

资料来源：中国中投证券研究总部

表 15 业务分部估值敏感分析结果 (每股价格)

每股价格 (元)	机顶盒/游戏机业务 PE			
	20X	30X	40X	
液晶器件业务 PE	15X	11.1	16.1	21.0
	20X	11.5	16.5	21.4
	25X	11.8	16.8	21.8

资料来源：中国中投证券研究总部

表 16 智能电视及相关公司估值 (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	3.83	46,778	3,183	2,789	3,442	0.26	0.23	0.28	14.7	16.8	13.6	1.94
600060	海信电器	14.01	18,332	1,400	1,428	1,637	1.07	1.09	1.25	13.1	12.8	11.2	1.62
002429	兆驰股份	7.63	12,222	666	347	657	0.42	0.22	0.41	18.4	35.3	18.6	2.50
600637	东方明珠	28.04	73,648	785	2,962	3,302	0.30	1.13	1.26	93.8	24.9	22.3	3.03
000156	华数传媒	17.79	25,499	384	568	716	0.27	0.40	0.50	66.4	44.9	35.6	2.80
000810	创维数字	12.85	12,831	387	407	514	0.39	0.41	0.51	33.2	31.5	25.0	6.05

资料来源：Wind、中国中投证券研究总部 (3 月 16 日收盘价)

七、风险提示

传统机顶盒出货量和 OTT 运营业务低于预期，miniStation 出货量和运营低于预期，海外业务拓展低于预期，市场竞争加剧硬件和服务收费价格和毛利率下降风险，收购液晶器进度低于预期，液晶器件中小尺寸模组出货量和价格下滑风险，市场系统风险等。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	3696	3635	4361	5157
现金	1009	1283	1345	1487
应收账款	2058	1711	2193	2670
其它应收款	53	50	64	78
预付账款	10	14	18	22
存货	253	307	394	479
其他	314	270	346	422
非流动资产	213	249	315	370
长期投资	0	0	0	0
固定资产	36	196	263	317
无形资产	43	43	43	43
其他	135	10	10	10
资产总计	3910	3884	4676	5526
流动负债	1635	1377	1765	2147
短期借款	0	0	0	0
应付账款	763	696	892	1085
其他	872	681	872	1061
非流动负债	261	186	198	197
长期借款	150	150	150	150
其他	111	36	48	47
负债合计	1896	1563	1963	2344
少数股东权益	25	25	25	25
股本	499	999	999	999
资本公积	0	-499	-499	-499
留存收益	1489	1796	2189	2658
归属母公司股东权益	1988	2296	2688	3157
负债和股东权益	3910	3884	4676	5526

现金流量表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	214	446	253	362
净利润	385	407	514	624
折旧摊销	29	16	33	46
财务费用	-16	-21	-25	-28
投资损失	-5	-6	-6	-6
营运资金变动	-225	54	-309	-306
其它	46	-4	46	33
投资活动现金流	17	-94	-94	-94
资本支出	86	100	100	100
长期投资	90	0	0	0
其他	193	6	6	6
筹资活动现金流	194	-79	-97	-126
短期借款	0	0	0	0
长期借款	150	0	0	0
普通股增加	379	499	0	0
资本公积增加	-64	-499	0	0
其他	-272	-79	-97	-126
现金净增加额	427	273	63	142

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	3502	3603	4618	5620
营业成本	2723	2785	3570	4342
营业税金及附加	17	18	23	28
营业费用	224	229	291	351
管理费用	177	180	229	275
财务费用	-16	-21	-25	-28
资产减值损失	20	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	5	6	6	6
营业利润	362	418	537	658
营业外收入	74	35	35	35
营业外支出	3	0	0	0
利润总额	433	453	572	693
所得税	48	45	57	69
净利润	385	407	514	624
少数股东损益	-2	0	0	0
归属母公司净利润	387	407	514	624
EBITDA	375	412	544	676
EPS (元)	0.77	0.41	0.52	0.62
主要财务比率				
会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	-2.8%	2.9%	28.2%	21.7%
营业利润	8.9%	15.4%	28.5%	22.6%
归属于母公司净利润	5.8%	5.3%	26.3%	21.2%
获利能力				
毛利率	22.2%	22.7%	22.7%	22.7%
净利率	11.0%	11.3%	11.1%	11.1%
ROE	19.5%	17.7%	19.1%	19.7%
ROIC	29.5%	32.1%	32.4%	33.1%
偿债能力				
资产负债率	48.5%	40.2%	42.0%	42.4%
净负债比率				
流动比率	2.26	2.64	2.47	2.40
速动比率	2.09	2.40	2.23	2.16
营运能力				
总资产周转率	0.96	0.92	1.08	1.10
应收账款周转率	2	2	2	2
应付账款周转率	3.71	3.82	4.49	4.39
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.39	0.41	0.52	0.62
每股经营现金流(最新摊薄)	0.21	0.45	0.25	0.36
每股净资产(最新摊薄)	1.99	2.30	2.69	3.16
估值比率				
P/E	16.80	31.91	25.28	20.85
P/B	3.27	5.66	4.84	4.12
EV/EBITDA	32	30	22	18

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，旨为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，但我们将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

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

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

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大
厦 5 楼
邮编：200082
传真：(021) 62171434