

中航证券金融研究所
 分析师: 裴伊凡
 证券执业证书号: S0640516120002
 分析师: 张超
 证券执业证书号: S0640519070001
 电话: 010-59562517
 邮箱: peiyf@avicsec.com

新媒股份 (300770) : 借力 5G, 抢滩家庭智慧大屏市场的排头兵

行业分类: 文化传媒

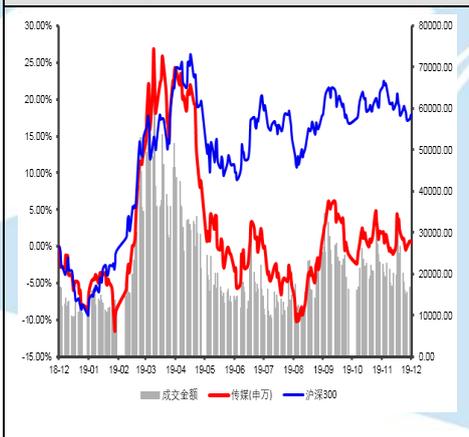
2019 年 12 月 4 日

推荐评级 **买入**

基础数据

上证指数	2,878.12
总市值 (亿元)	138.64
流通 A 股市值 (亿元)	34.67
PE (TTM)	42.51

今年以来行业表现



核心观点:

- **领先的新媒体运营商:** 新媒股份是全牌照的广东新媒体公司, 广东广播电视台是实际控股股东和实际控制人。目前, 公司主营业务包括 IPTV、互联网电视、有线电视网络增值服务和省外专网视听节目综合服务业务, 其中, IPTV、互联网电视为主要业务。
- **IPTV 业务:** 经广东广播电视台授权, 公司独家运营与广东 IPTV 集成播控服务配套的经营性业务, IPTV 业务处于区域垄断性地位。公司在广东省内开展 IPTV 业务时可以选择广东电信、广东移动、广东联通一家或多家合作。而广东电信要在广东省开展 IPTV 业务必须选择与公司合作, 按照现行的法律法规, 其在广东省内不存在其他替代企业。截至 2019 年 6 月末, 公司 IPTV 基础业务用户数达到 1684.81 万户, 同比上升 33.81%。
- **互联网电视业务:** 公司互联网电视业务主要采取合作模式。在产品运营业务中, 公司与内容提供方进行合作, 共同经营互联网电视产品。在公司的互联网电视产品运营业务品牌为“云视听”, 公司运营的云视听系列产品有云视听极光、云视听电视猫、云视听悦厅 TV 和云视听小电视, 根据 2019 年半年报显示, 截至 2019 年 6 月末, 云视听系列产品累计激活总用户数已达到 24,917.43 万户。
- 面对 5G+4K/8K 的战略发展机遇, 新媒股份在夯实主营业务的基础之上, 通过内容和技术的创新升级, 解锁更多的家庭应用场景, 实现从产品到生态的融合, 布局链接产业链上下游的多元衍生业务。未来, 大屏作为重要客厅流量入口, 在新技术的赋能下, 围绕会员用户进行精细化运营, 从而提升用户付费规模, 成为公司未来发展道路上新的盈利点。
- 我们预计公司 2019-2021 年的营业收入分别为 9.36 亿元、12.21 亿元和 14.85 亿元, 净利润分别为 3.57 亿元、4.74 亿元和 5.89 亿元, EPS 分别为 2.79 元、3.70 元和 4.60 元, 当前股价对应 PE 分别为 40.3X、30.4X 和 24.5X。
- **风险提示:** 牌照授权风险、行业监管风险、知识产权纠纷风险、IPTV/互联网电视业务市场拓展不及预期的风险、税收优惠政策无法延续的风险、产业政策风险

股市有风险 入市须谨慎

中航证券金融研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航资本大厦中航证券有限公司
 公司网址: www.avicsec.com
 联系电话: 010-59562524
 传 真: 010-59562637

目录

一、公司简介	4
1.1 基本情况：领先的新媒体运营商	4
1.2 股权结构：广东广播电视台为控股股东	6
1.3 财务分析：核心业务盈利能力强，毛利率净利率稳步提升	9
二、行业背景：拥抱智慧大屏 2.0 时代	11
2.1 IPTV 和互联网电视的用户规模仍将增长	11
2.2 IPTV 和 OTT TV 的优势明显	12
三、核心主营：IPTV+OTT TV 并驾齐驱，占据新型主流收视人群	13
3.1 IPTV 业务	14
3.1.1 IPTV 领域壁垒高，“中央+省级”两级播控	14
3.1.2 广东省唯一平台运营方，用户渗透率和 ARPU 值提升空间大	16
3.2 互联网电视业务	19
3.2.1 产业逐渐步入正轨，行业增长全面提速	19
3.2.2 OTT 稀缺牌照在手，云视听品牌表现出众	22
四、价值与未来：围绕主营多元衍生，构建智慧家庭生态	26
4.1 IPTV 渗透率及 ARPU 值仍有提升空间，增值业务是未来重要增长点	26
4.2 客厅经济的主要流量入口，互联网电视会员/广告收入潜力大	27
4.3 “技术+资本”双轮驱动，深度聚焦家庭场景	27
五、盈利预测	28
六、风险提示	28

图表目录

图表 1: 新媒股份历史沿革.....	4
图表 2: 新媒股份 2014-2018 年主营业务收入结构变化.....	4
图表 3: 新媒股份调整后的公司组织架构图.....	5
图表 4: 新媒股份发行前股权结构（截至 2019.04.09）.....	6
图表 5: 新媒股份发行前后股本情况.....	7
图表 6: 新媒股份控股及参股公司（截至 2019.08.29）.....	7
图表 7: 新媒股份控股子公司、参股公司和合营公司梳理（截至 2019.08.29）.....	8
图表 8: 新媒股份 2014-2019Q3 营业收入及增速.....	10
图表 9: 新媒股份 2014-2019Q3 归母净利润及增速.....	10
图表 10: 新媒股份 2014-2018 年分业务毛利率变化.....	10
图表 11: 新媒股份 2014-2019Q3 费用率.....	11
图表 12: 新媒股份 2014-2019Q3 年毛利率和净利率.....	11
图表 13: 2015-2018 年中国有线电视用户变化.....	11
图表 14: 2015-2018 年中国直播星用户变化.....	11
图表 15: 2015-2018 年中国 IPTV 用户变化.....	12
图表 16: 2015-2018 年中国 OTT TV 用户变化.....	12
图表 17: IPTV 和互联网电视主要属性对比.....	13
图表 18: 公司 IPTV 业务和互联网电视业务的区别.....	13
图表 19: 中国 IPTV 行业发展历程.....	14
图表 20: 我国 IPTV 行业的管理模式.....	14
图表 21: 我国 IPTV 行业的产业链.....	15
图表 22: 我国 IPTV 行业的牌照持有方及平台运营方.....	16
图表 23: 公司 IPTV 业务的具体流程.....	17
图表 24: 公司 IPTV 业务的内容来源及版权内容采购情况.....	17
图表 25: 公司 IPTV 业务的用户规模和运营商合作情况（万户）.....	18
图表 26: 公司 2014-2018 年 IPTV 业务变化.....	19
图表 27: 公司 IPTV 业务的收入构成情况（单位：万元）.....	19
图表 28: 我国互联网电视行业管理模式.....	20
图表 29: 我国互联网电视行业产业链构成.....	20
图表 30: 我国互联网电视内容服务牌照持证机构及授权情况.....	21
图表 31: 我国互联网电视集成服务牌照持证机构及授权情况.....	22
图表 32: 公司互联网电视产品“云视听极光”用户界面图.....	22
图表 33: 公司互联网电视产品“云视听 MoreTV”用户界面图.....	23
图表 34: 云视听悦厅用户界面图.....	24
图表 35: 云视听小电视用户界面图.....	24
图表 36: 互联网电视全天点播媒体使用排行（家庭）（2019 年 10 月）.....	24
图表 37: 公司互联网电视业务的用户规模（单位：万户）.....	25
图表 38: 新媒股份 2014-2018 年互联网电视业务变化.....	25
图表 39: 公司 OTT 业务的收入构成情况（单位：万元）.....	26

一、公司简介

1.1 基本情况：领先的新媒体运营商

公司前身为新媒体有限。广东南方新媒体股份有限公司（以下简称“新媒股份”或“南方新媒体”）成立时间为2010年7月12日，是全国领先的新媒体业务运营商。2012年，经广东广播电视台授权，公司独家运营与广东IPTV集成播控服务、互联网电视集成服务、互联网电视内容服务配套的经营性业务。2013年，公司开始构建面向服务、面向融合的“广电新媒体基础架构”。2015年，经广东广播电视台授权，公司开始运营互联网电视业务。2016年，公司收购科技公司和南方网络，增加有线电视网络增值服务。2017年，公司开展省外专网视听节目综合服务。2019年4月10日，公司首次公开发行并在创业板正式挂牌上市，股票简称“新媒股份”，股票代码：300770.SZ，本次募集资金投资项目主要用于全媒体融合云平台建设项目和版权内容采购项目，提升公司的行业竞争力，从而增强公司的盈利能力。

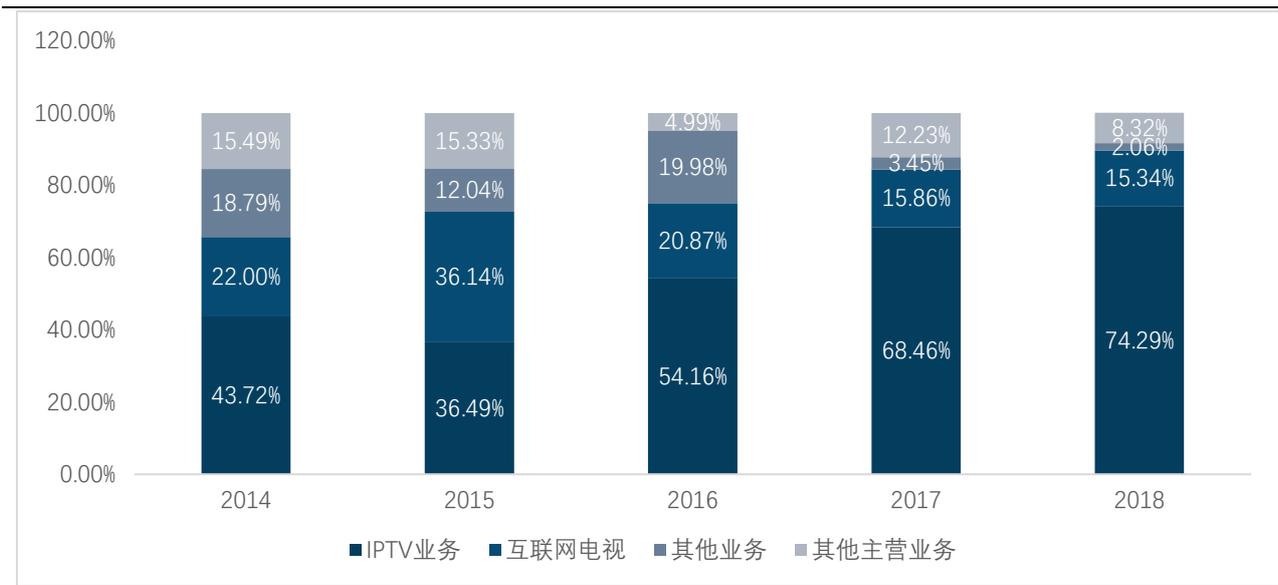
图表 1：新媒股份历史沿革



资料来源：招股说明书，中航证券金融研究所

目前，公司主营业务包括IPTV、互联网电视、有线电视网络增值服务和省外专网视听节目综合服务业务，其中，IPTV、互联网电视为主要业务。

图表 2：新媒股份 2014-2018 年主营业务收入结构变化

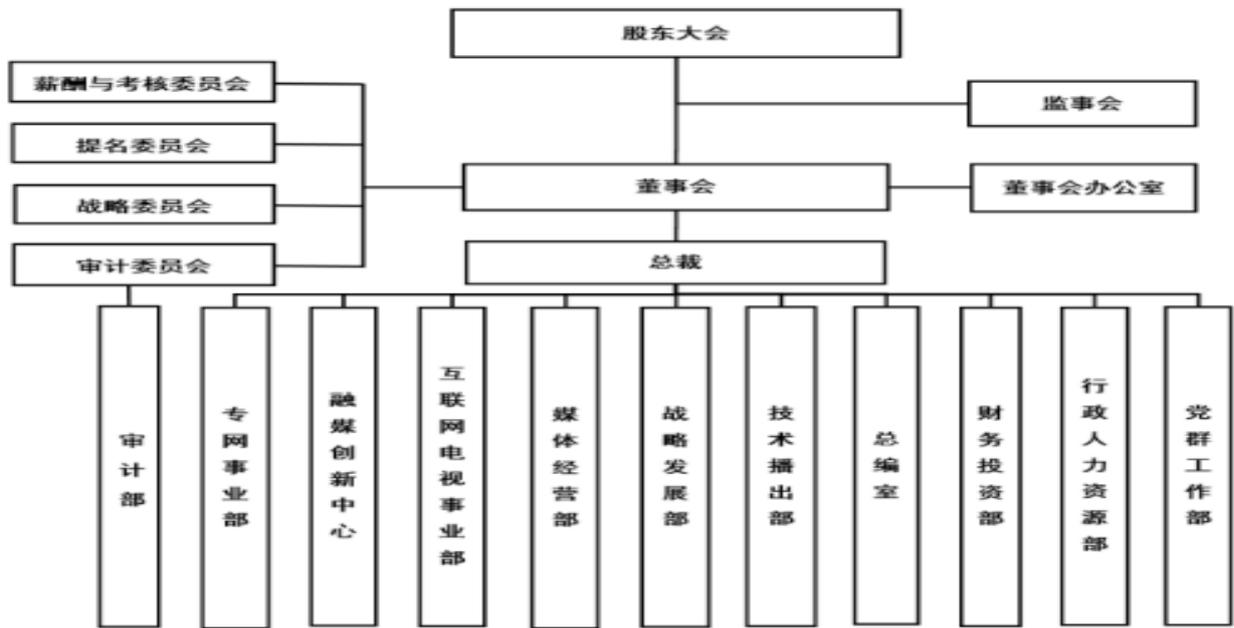


资料来源：公司公告，中航证券金融研究所

IPTV 和互联网电视业务收入是公司营业收入的主要来源。目前公司的业务包括 IPTV、互联网电视、有线电视网络增值服务、省外专网视听节目综合服务、其他业务五大板块。手机视频业务在 2017 年之后不再贡献营收。2014 年-2018 年，公司 IPTV 业务占营业收入的比例从 43.72% 增长到 74.29%。公司深耕广东 IPTV 市场，全力服务好本省用户，IPTV 业务已经拥有了相当规模的稳定用户，与广东电信、广东移动、广东联通形成了长期稳定的合作关系，IPTV 业务收入逐年提高，发展势头良好。互联网电视业务方面，公司通过不断探索新的商业模式，进一步提高用户对大屏的粘性，ARPU 和用户量提升空间较大。

调整公司组织架构，提升公司管理水平和运营效率。为适应公司发展需要，实现公司战略发展目标，进一步优化资源配置，提高公司管理水平和运营效率，公司决定对现有组织架构进行优化调整：将专网事业一部和专网事业二部合并为专网事业部；新设立融媒创新中心。

图表 3：新媒股份调整后的公司组织架构图

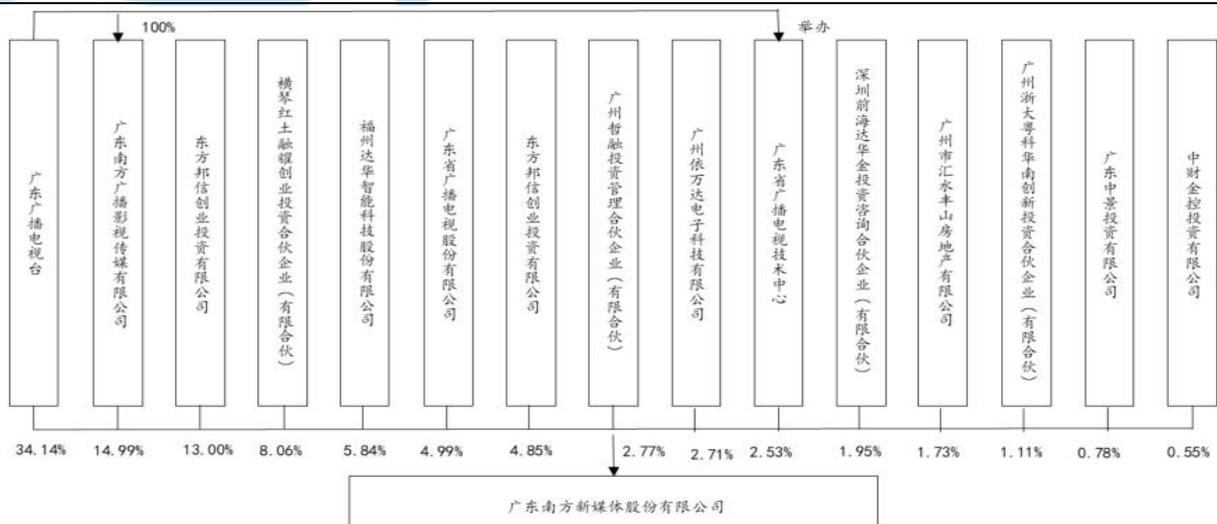


资料来源：公司公告，中航证券金融研究所

1.2 股权结构：广东广播电视台为控股股东

公司股权结构稳定，广东广播电视台是实际控股股东和实际控制人。根据公司招股说明书，公司发行前股份总数 9626.56 万股；广东广播电视台持有公司 34.14% 的股份，通过集团公司间接持有公司 14.99% 的股份，通过台技术中心间接持有公司 2.53% 的股份，合计控制公司 51.66% 的股份，为公司的控股股东和实际控制人。

图表 4：新媒股份发行前股权结构（截至 2019.04.09）



资料来源：公司公告，中航证券金融研究所

公司本次发行前股份总数为 9626.5637 万股，本次拟发行不超过 3210 万股，本次发行的股份数量占发行后股份总数的比例不低于 25%。截至半年报期，发行前后公司股本情况如下：

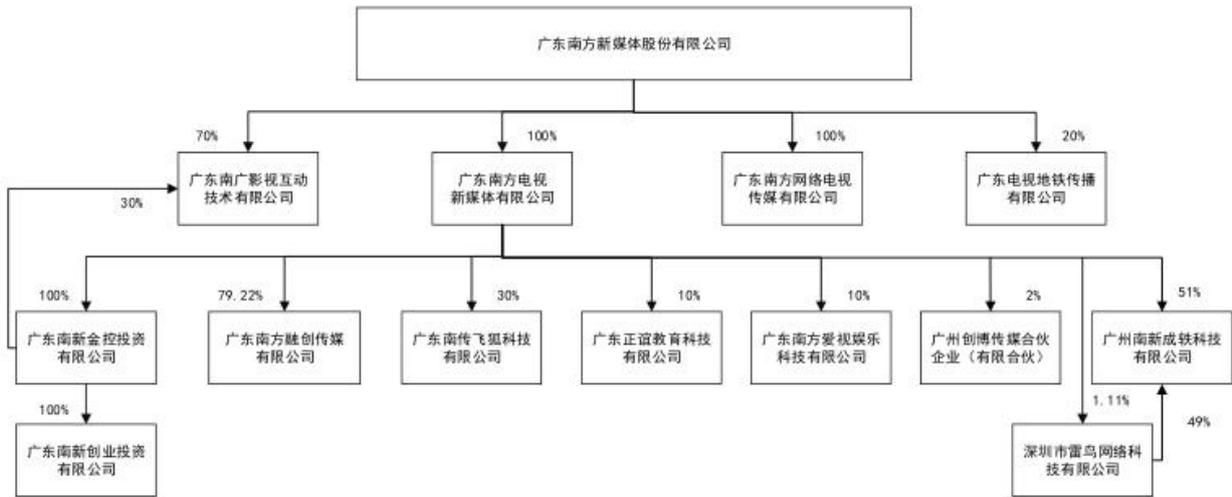
图表 5：新媒股份发行前后股本情况

	股东名称	发行前		发行后	
		持股数 (万股)	持股比例 (%)	持股数 (万股)	持股比例 (%)
1	广东广播电视台 (SS)	3286.57	34.14%	3286.57	25.60%
2	集团公司 (SS)	1443.24	14.99%	1443.24	11.24%
3	东方邦信创投 (SS)	1251.36	13.00%	1251.36	9.75%
4	横琴红土	775.50	8.06%	775.50	6.04%
5	达华智能	562.50	5.84%	562.50	4.38%
6	省网公司 (SS)	480.38	4.99%	480.38	3.74%
7	东方邦信资本 (SS)	466.89	4.85%	466.89	3.64%
8	哲融投资	266.54	2.77%	266.54	2.08%
9	依万达公司	261.12	2.71%	261.12	2.03%
10	台技术中心 (SS)	243.75	2.53%	243.75	1.90%
11	达华金东	187.50	1.95%	187.50	1.46%
12	汇水丰山	166.17	1.73%	166.17	1.29%
13	浙大粤科	107.31	1.11%	107.31	0.84%
14	中景投资	74.66	0.78%	74.66	0.58%
15	中财金控 (SS)	53.08	0.55%	53.08	0.41%
16	社会公众股	-	-	3210.00	25.00%
合计		9626.56	100%	12836.56	100%

资料来源：公司公告，中航证券金融研究所

截至半年报期，公司拥有 6 家控股子公司，6 家参股公司，1 家合营公司。公司以 IPTV 和 OTT TV 主营为核心，通过投资控股多方布局上下游产业链，实现业务整合、发挥协同效应。

图表 6：新媒股份控股及参股公司（截至 2019.08.29）



资料来源：公司公告，中航证券金融研究所

图表 7：新媒股份控股子公司、参股公司和合营公司梳理（截至 2019.08.29）

公司名称	收购时间	类型	持股比例	主要业务
广东南方电视新媒体有限公司 (南视新媒体)	2008.07.03	控股子公司	南方新媒体持股 100%	与公司主营业务无关： 新媒体产业投资
广东南方网络电视传媒有限公司 (南方网络)	2011.02.24	控股子公司	南方新媒体持股 100%	有线电视网络增值服务
广东南广影视互动技术有限公司 (南广影视互动)	2011.05.03	控股子公司	南方新媒体持股 70%，南新金控持股 30%	省外专网视听节目综合服务
广东南方融创传媒有限公司 (融创传媒)	2016.08.09	控股子公司	南视新媒体持股 79.22%，安徽中财金控新媒体产业基金(有限合伙)持股 20.78%	与公司主营业务无关： 便民综合信息服务平台运营
广东南新金控投资有限公司 (南新金控)	2017.06.20	控股子公司	南视新媒体持股 100%	与公司主营业务无关： 创业投资
广东南新创业投资有限公司 (南新创投)	2017.07.19	控股子公司	南新金控持股 100%	与公司主营业务无关： 创业投资
广东电视地铁传播有限公司 (广东地铁传播)	2011.05	参股公司	南方新媒体持股 20%，深圳市视博威科技有限公司持股 80%	地铁电视业务；广东地铁传播主要从事地铁电视业务，公司为其提供地铁电视技术服务
广州创博传媒合伙企业 (创博传媒)	2016.06	参股公司	南视新媒体为有限合伙人，出资比例为 2%；刘云作为普通合伙人，出资比例为	股权投资；为了对融创传媒创业阶段管理层及骨干员工实施员工持股计划设立了员工持股平台创博传

			98%	媒,其中南视新媒体出资 2 万元
广东南方爱视娱乐科技有限公司 (南方爱视)	2016.07	参股公司	南视新媒体持股 10%,深圳达华物联网并购基金管理合伙企业(有限合伙)持股 81.95%,中山市微远创新投资基金管理中心(有限合伙)持股 5.75%,达华智能持股 2.3%	互联网电视业务;互联网电视业务的营销及推广工作,重点负责终端用户发展及用户服务等
广东正谊教育科技有限公司 (正谊教育)	2017.01	参股公司	南视新媒体持股 10%,福建正谊教育科技有限公司持股 90%	教育培训;南方新媒体为进一步孵化“省而实”在线教育视频项目,将“省而实”项目从公司剥离由正谊教育独立运营
广东南传飞狐科技有限公司 (南传飞狐)	2017.08	参股公司	南视新媒体持股 30%,天津金狐文化传播有限公司持股 70%	互联网电视业务;依托搜狐视频节目内容和分发能力与资源,双方设立合资公司南传飞狐共同拓展互联网电视业务,并联合推出的“云视听悦厅”产品
深圳市雷鸟网络科技有限公司 (雷鸟科技)	2018.08	参股公司	南视新媒体股权交割日起拥有所持有雷鸟科技 1.11%的股权	智能电视的设计、生产、制造和销售,并负责 TCL 多媒体及其控股子公司在中国地区全部智能电视终端平台运营
广州南新成轶科技有限公司 (南新诚轶)	2018.06	合营公司	南视新媒体持股 51%,雷鸟科技持股 49%。	互联网电视业务

资料来源:招股说明书,中航证券金融研究所

1.3 财务分析:核心业务盈利能力强,毛利率净利率稳步提升

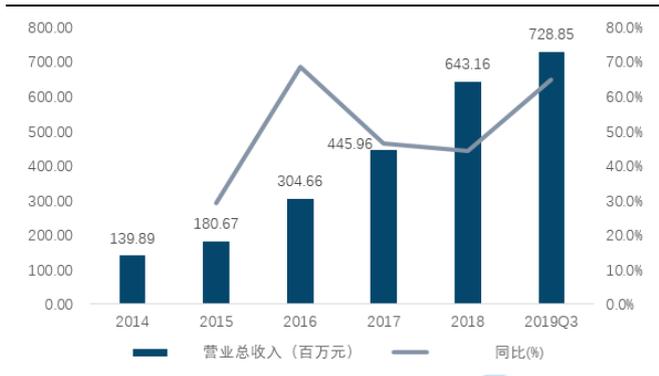
公司营业收入连续三年增速超过 40%,IPTV 业务成为核心驱动力。公司是一家新媒体业务运营公司,IPTV 和互联网电视产品是主营业务,IPTV 业务是主要营收来源,占总营收超过 70%。2014-2018 年,公司营业规模高速扩张,分别实现营业收入 1.40、1.81、3.05、4.46 和 6.43 亿元,增速分别为 29.15%、68.63%、46.38%和 44.22%,年均复合增长率达到 35.6%。2016 年,公司相继与广东电信、广东移动开展 IPTV 业务合作,驱动整体营业收入三年内实现翻番。

公司归母净利润稳步增长,超过同期营收增速。2014-2018 年,公司归母净利润稳健增长,分别实现 0.17、0.29、0.50、1.10 和 2.05 亿元,增速分别为 66.82%、73.28%、117.56%和 86.86%,大幅超过了同期营收增速。

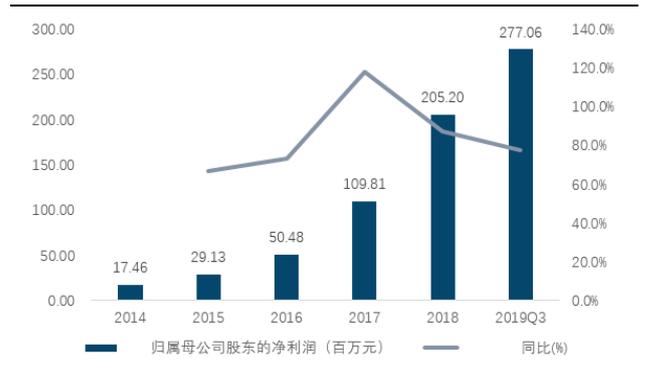
根据 2019 年三季报披露,Q3 营收 2.81 亿元,同增 79.81%;归母净利润 1.06 亿元,同增 106.92%;

扣非后归母净利润 1.03 亿元，同增 103.45%；业绩超出预告区间（23.42%-84.32%），大幅超出市场预期。19 年前三季度营收 7.29 亿元，同增 64.71%；归母净利润 2.77 亿元，同增 77.42%。

根据公司调研活动纪要显示，今年第三季度业绩增长主要是来自于 IPTV 以及互联网电视两项主营业务的增长。一是来自于 IPTV 基础业务用户数持续增长带来的基础业务收入的大幅增长；二是，随着公司版权内容的不断优化和持续推进精细化运营，IPTV 增值业务收入显著增长。

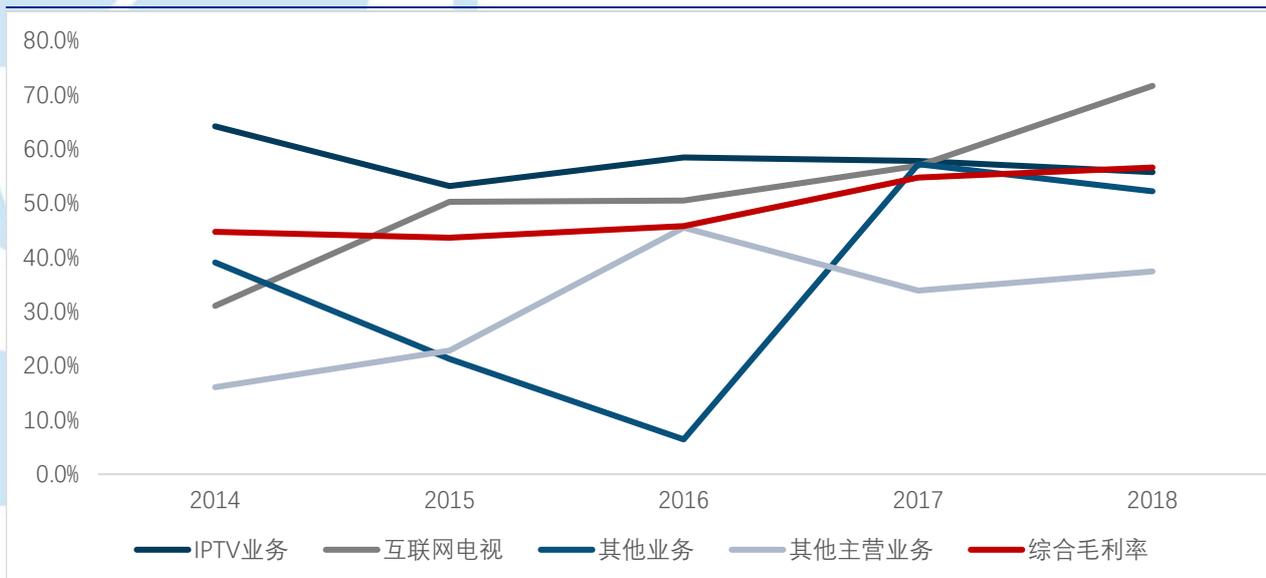
图表 8：新媒股份 2014-2019Q3 营业收入及增速


资料来源：wind，中航证券金融研究所

图表 9：新媒股份 2014-2019Q3 归母净利润及增速


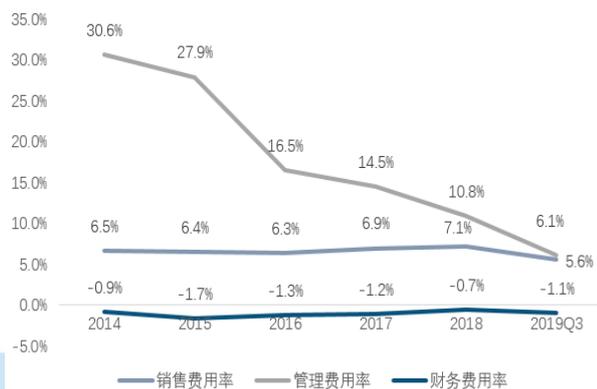
资料来源：wind，中航证券金融研究所

公司 90%以上的收入来自于 IPTV 和互联网电视业务，轻资产经营，近三年综合毛利率稳定在 50%以上（2017-2019Q3 分别是 54.7%、56.58%、54.21%），高毛利率将带来更大的盈利空间。其中 Q3 毛利率 54.75%，同比下滑 2.68PCT（19 年新增版权投入），但环比提高 2.67PCT，19 年 Q2、Q3 营业成本差距不大，收入高增长使得 Q3 毛利率较 Q2 有所回暖。分业务来看，IPTV 毛利率稳定在较高水平，2014-2018 年分别为 64.2%、53.2%、58.5%、57.8%和 55.7%；互联网电视业务毛利率也显著提升，2014-2018 年分别为 31.1%、50.3%、50.5%、56.9%和 71.6%。

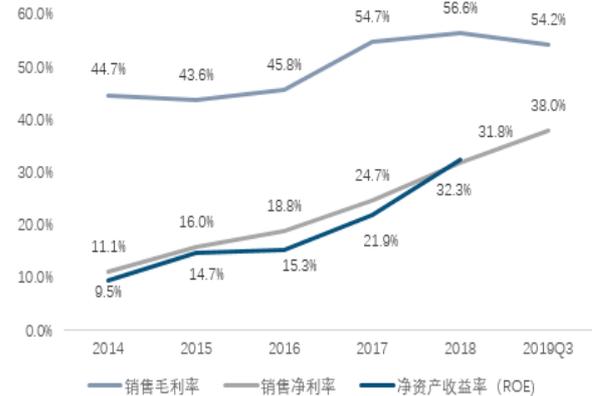
图表 10：新媒股份 2014-2018 年分业务毛利率变化


资料来源：公司官网，中航证券金融研究所

公司费用率控制良好，盈利能力稳步提升。公司的综合毛利率 2016-2019Q3 分别为 45.8%、54.7%、56.68%和 54.2%，同比有所下降，但依然保持在较高水平。公司费用率控制良好，期间费用率持续下降。2016-2019Q3 公司销售费用率分别为 6.3%、6.9%、7.1%和 5.6%，管理费用率分别为 16.5%、14.5%、10.8%和 6.1%。公司成本控制能力较强，业务本身具有明显的规模效应，因此随着公司营收的增加，费用率持续下降，净资产收益率（ROE）将持续走高。

图表 11：新媒股份 2014-2019Q3 费用率


资料来源：wind，中航证券金融研究所

图表 12：新媒股份 2014-2019Q3 年毛利率和净利率


资料来源：wind，中航证券金融研究所

二、行业背景：拥抱智慧大屏 2.0 时代

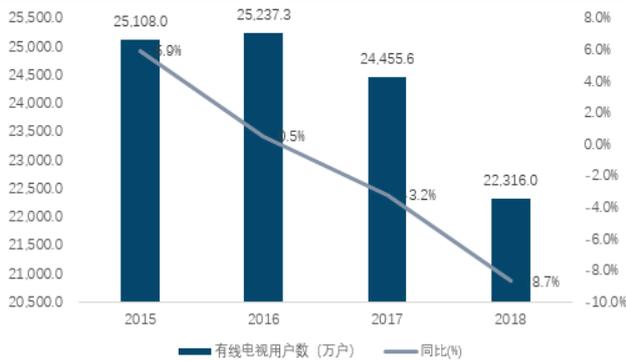
2.1 IPTV 和互联网电视的用户规模仍将增长

根据格兰研究的数据显示，我国居民家庭收视多元化特征愈加明显：

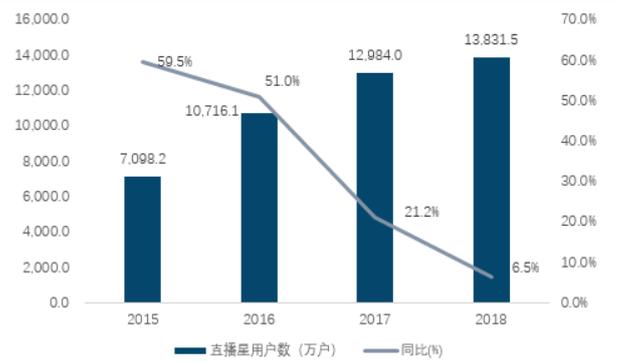
- **有线电视用户**：2018 年，用户规模总量 2.23 亿户，年度净减少 2,139.6 万户，同比下降 8.7%，收视份额下探至 49.89%，有线电视用户负增长加速；2019 年第三季度国内有线电视的用户总量为 2.12 亿户，净减少 664.4 万户。与此同时，有线电视在整个国内家庭电视收视市场份额也下降到了 47.3%。
- **IPTV 用户**：2018 年，用户净增 3,315.9 万户，同比增长 27.1%，总量达到 1.55 亿户，收视份额为 34.68%；
- **互联网电视用户**：2018 年，用户同比增长 12.08%，规模总量达到 1.64 亿户，收视份额为 36.69%；
- **卫星直播电视用户**：2018 年，用户同比增长 2.01%，总量达到 1.38 亿户，收视份额为 30.87%。

通过勾正数据显示，截止 2019 年上半年智能电视激活数达到 2.03 亿，并且保持快速增长趋势，IPTV 激活数 2.81 亿，OTT 和 IPTV 的快速拓展加速了市场规模及垂直生态的快速发展，预计 2020 年 OTT 营收规模将达到 382 亿，IPTV 营收规模有望突破到 224 亿。

图表 13：2015-2018 年中国有线电视用户变化
图表 14：2015-2018 年中国直播星用户变化



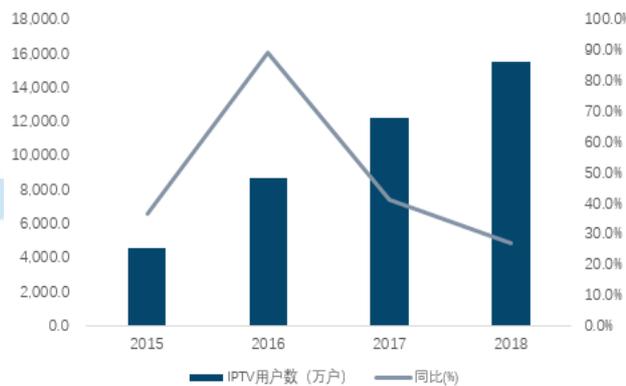
资料来源：中国有线电视行业发展公报，中航证券金融研究所



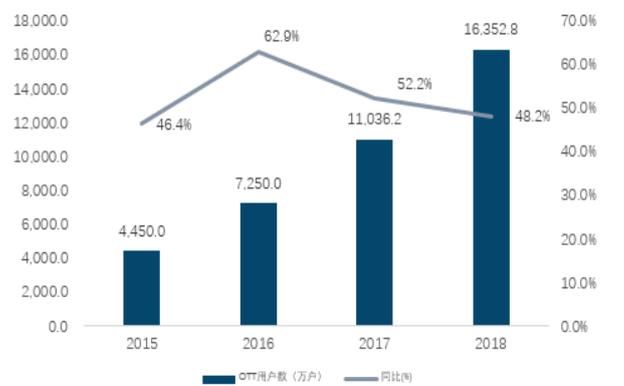
资料来源：中国有线电视行业发展公报，中航证券金融研究所

图表 15：2015-2018 年中国 IPTV 用户变化

图表 16：2015-2018 年中国 OTT TV 用户变化



资料来源：中国有线电视行业发展公报，中航证券金融研究所



资料来源：中国有线电视行业发展公报，中航证券金融研究所

2.2 IPTV 和 OTT TV 的优势明显

我国电视收视的四种形态：有线电视、卫星直播、IPTV 及 OTT TV，传输网络分别为有线网、卫星信号、电信网及电信网；且在硬件设备、运营主体、内容、业务形态及政策管控环境下均有不同。在前端设备上，普通电视或互联网电视与不同机顶盒组合，可实现不同的电视收视服务形态。从播出内容来看，有线电视、IPTV 和直播卫星都可以实现电视直播内容的观看，但互联网电视只能点播观看。直播卫星是在人口不密集地区、边远山区的主要大屏观看方式。

IPTV：即交互式电视，英文全称为 Internet Protocol Television，是一种以电视机为显示终端，经国家广电行政部门批准的集成播控平台，通过电信运营商虚拟专网传输，向家庭用户提供视听节目等多种服务的新业务。IPTV 集互联网、多媒体多种技术于一体，具备直播、点播、时移、回看等一系列功能，可以实现媒体提供者与媒体消费者的实质性互动，能够根据用户的选择配置多种多媒体服务功能。

OTT TV (Over The Top Television, 即互联网电视)：OTT(Over The Top)指通过互联网向用户提供各种应用服务，强调服务与物理网络的无关性。这种应用和目前运营商所提供的通信业务不同，它仅利用运营商的网络，而服务由运营商之外的第三方提供。目前，典型的 OTT 业务有互联网电视业务，苹果应用商店等。OTT TV 指基于开放互联网的视频服务，终端为 OTT 机顶盒+显示屏、电视机、电脑、机顶盒、PAD、智能手机等等，有的电视机内置了 OTT 机顶盒。在国际上，OTT TV 指通过公共互联网面向电视传输的 IP 视频和互联网应用融合的服务。其接收终端为互联网电视一体机或机顶盒+电视机。

图表 17: IPTV 和互联网电视主要属性对比

项目	IPTV	互联网电视
传输网络	IPTV 专网	公共互联网
接收终端	TV+机顶盒	TV+机顶盒/TV 一体机
内容提供	IPTV 集成播控平台内容	互联网电视内容服务平台内容
主要业务形态	视频直播、回看、点播及增值业务等	视频直播、回看、点播及增值业务等
流畅清晰度	无滞后，清晰度高	主要取决于网络带宽
业务开展范围	省级播控分平台仅限于本省区域内，全国内容服务牌照可向全国范围内的省级播控分平台提供内容	全国
内容监管程度	可控可管	可控可管
业务平台	集成播控总分平台和全国内容服务平台	集成服务平台和内容服务平台
经营资质	信息网络传播视听节目许可证（IPTV 全国内容服务牌照和集成播控牌照）	信息网络传播视听节目许可证（互联网电视集成服务牌照和内容服务牌照）
牌照情况	全国 IPTV 集成播控服务总平台 1 个，31 个省级播控分平台。目前，已有 4 家广电机构获得 IPTV 分平台业务许可	集成服务牌照 7 个，内容服务牌照 16 个

资料来源：，招股说明书，中航证券金融研究所

三、核心主营：IPTV+OTT TV 并驾齐驱，占据新型主流收视人群

公司主要业务为 IPTV 和互联网电视，二者属于新媒体形态，既有相同之处，也有不同之处。在 IPTV 和互联网电视业务具备优势的基础上，公司开展省外专网视听节目综合服务业务和有线电视网络增值服务业务。IPTV 和互联网电视，二者属于新媒体形态，既有相同之处，也有不同之处。

图表 18: 公司 IPTV 业务和互联网电视业务的区别

项目	IPTV 业务	互联网电视业务
管理架构	采用总分集成播控平台的架构分省管理	采用总分集成播控平台的架构分省管理
细分牌照	需取得《信息网络传播视听节目许可证》项下 IPTV 集成播控服务牌照	需取得《信息网络传播视听节目许可证》项下互联网电视集成服务或内容服务牌照
传输网络	信号通过虚拟专网传输，保证了节目信号的清晰、流畅，用户需到运营商单独开通	节目通过公共互联网传输，用户终端设备接入广域互联网即可收看
经营范围	仅限广东省省内	全国
业务内容	直播、时移、回看、点播及应用服务等内容	仅限视频点播及应用服务等内容，不含直播及回看内容

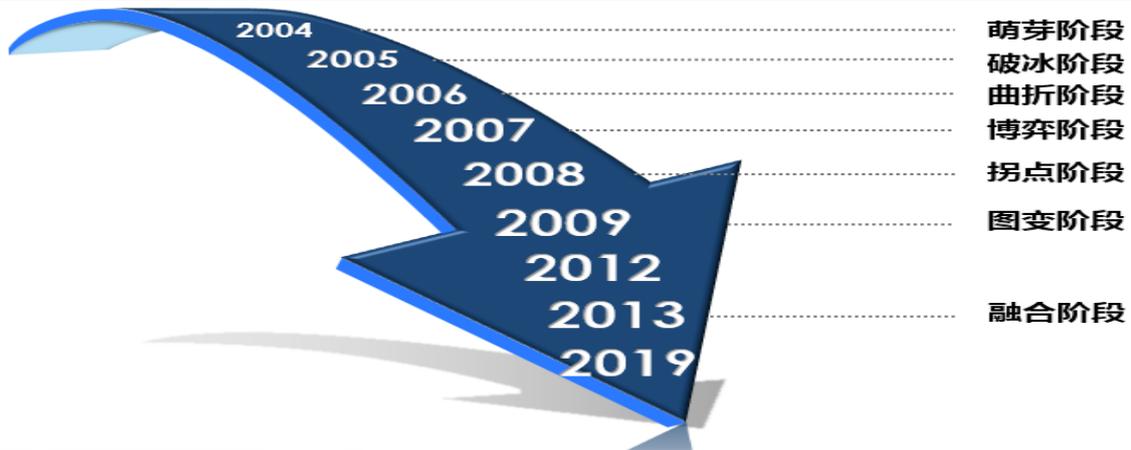
资料来源：，招股说明书，中航证券金融研究所

3.1 IPTV 业务

3.1.1 IPTV 领域壁垒高，“中央+省级”两级播控

IPTV 业务于 2004 年在中国市场萌芽。随着中国第一张 IPTV 牌照的正式颁发，中国 IPTV 业务正式破冰。随后中国 IPTV 产业面临着市场和政策的多重考验，发展较为曲折，且呈现出中国电信一家独大，区域发展极度不平衡的局面。2008 年中国 IPTV 产业迎来发展拐点。2013 年以来，中国 IPTV 进入融合阶段，行业市场规模得到迅速扩展。2013 年，随着 OTT 的全面爆发，IPTV 开始高清和智能演进，出现 IPTV+OTT 的新业务形态。

图表 19：中国 IPTV 行业发展历程



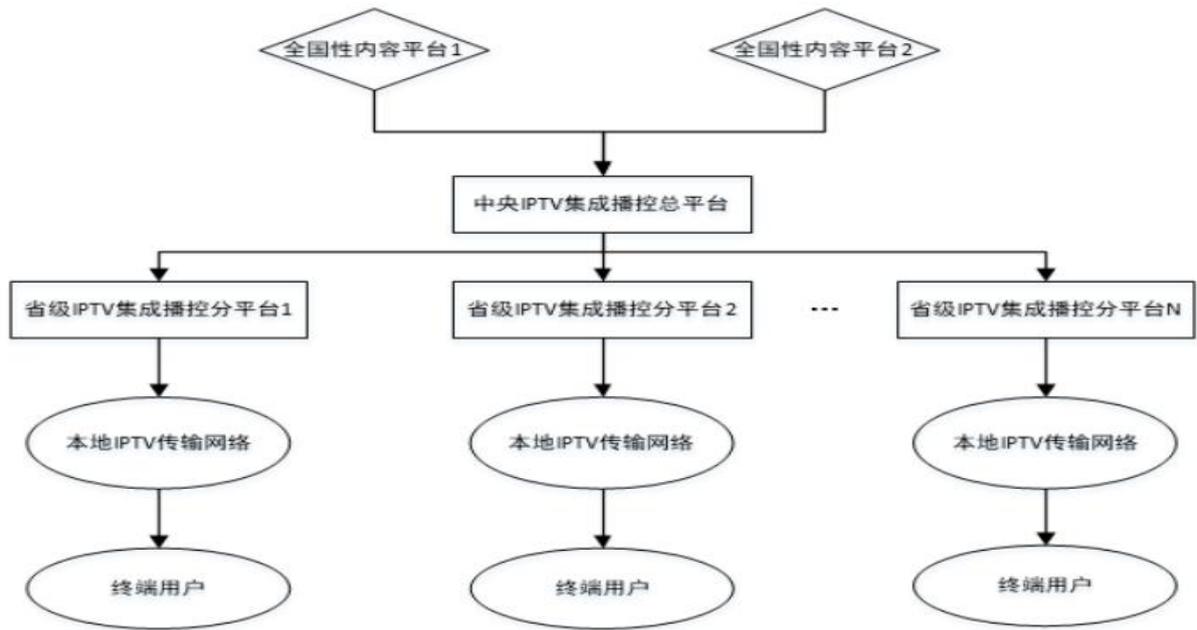
资料来源：前瞻产业研究院，中航证券金融研究所

IPTV 行业的管理模式：“中央+地方”两级集成播控平台。 IPTV 是三网融合的产物，从定义来看，三网融合是指广播电视网、电信网、互联网实现互联互通和融合发展。IPTV 实际上就是电信运营商借助电信的网络，进入广播电视领域的融合实例。

我国 IPTV 行业实行两级集成播控平台的架构，中央设立 IPTV 集成播控总平台，由中央电视台负责；各省设立 IPTV 集成播控分平台，由省级电视台负责。

集成播控平台主要承担的是“集成”和“播控”两大职能。牌照方是 IPTV 产业的重要枢纽，连接产业链的上下游，将内容汇聚到平台的同时，对内容质量和安全进行控制。

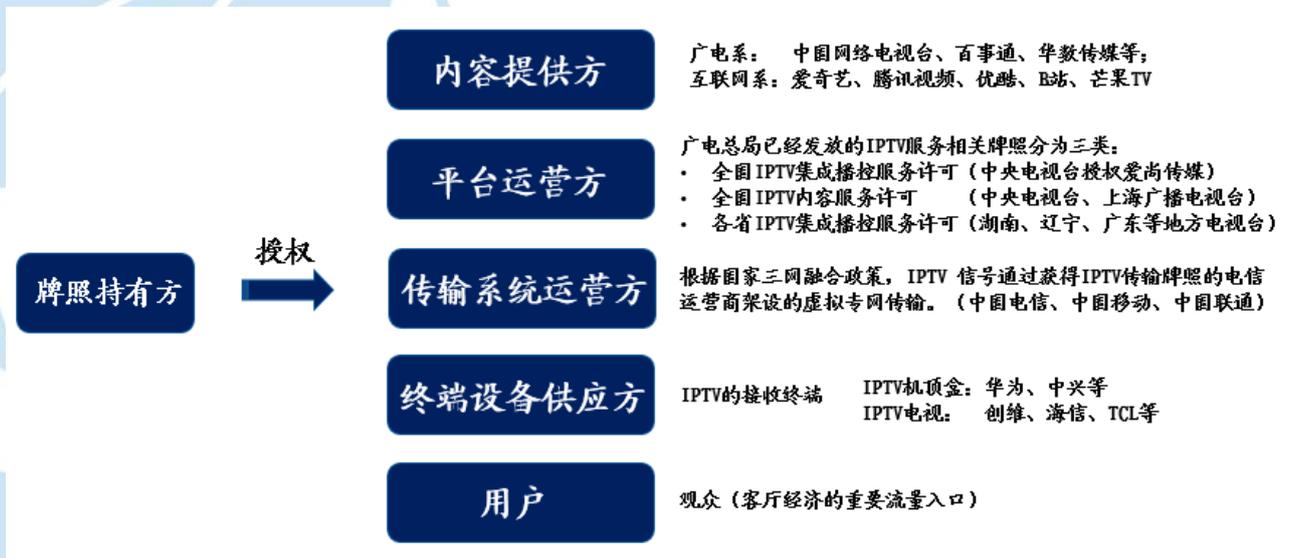
图表 20：我国 IPTV 行业的管理模式



资料来源：招股说明书，中航证券金融研究所

我国 IPTV 行业的产业链：主要包括内容提供、集成播控、信号传输等环节，主要由内容提供方、牌照持有方、平台运营方、传输系统运营方、终端用户以及终端设备提供方构成。

图表 21：我国 IPTV 行业的产业链



资料来源：招股说明书，中航证券金融研究所

我国 IPTV 行业实行牌照管理制度，IPTV 服务相关牌照分为三类：全国 IPTV 集成播控服务许可、全国 IPTV 内容服务许可和各省 IPTV 集成播控服务许可。国家政策要求决定了一家企业无法独立完成 IPTV 业务，从事 IPTV 业务必须采取合作模式。

图表 22：我国 IPTV 行业的牌照持有方及平台运营方

序号	牌照	持证机构	集成播控平台授权运营情况
1	全国 IPTV 集成播控服务	中央电视台	中央电视台授权爱上传媒运营中央 IPTV 集成播控总平台
2	全国 IPTV 内容服务	中央电视台	未取得是否授权及授权情况的公开信息
3	全国 IPTV 内容服务	上海广播电视台	未取得是否授权及授权情况的公开信息
4	省级 IPTV 集成播控服务	广东广播电视台	广东广播电视台授权南方新媒体运营广东 IPTV 集成播控分平台
5	省级 IPTV 集成播控服务	湖南广播电视台	湖南广播电视台授权快乐阳光运营湖南 IPTV 集成播控分平台
6	省级 IPTV 集成播控服务	重庆网络广播电视台	重庆网络广播电视台授权重数传媒运营重庆 IPTV 集成播控分平台
7	省级 IPTV 集成播控服务	辽宁广播电视台	未取得是否授权及授权情况的公开信息

资料来源：招股说明书，中航证券金融研究所

3.1.2 广东省唯一平台运营方，用户渗透率和 ARPU 值提升空间大

IPTV 区域龙头，无替代企业：广东广播电视台持有广电总局核发的《信息网络传播视听节目许可证》，拥有 IPTV 集成播控服务牌照。经广东广播电视台授权，公司独家运营与广东 IPTV 集成播控服务配套的经营性业务，IPTV 业务处于区域垄断性地位。

公司在广东省内开展 IPTV 业务时可以选择广东电信、广东移动、广东联通一家或多家合作。而广东电信要在广东省开展 IPTV 业务必须选择与公司合作，按照现行的法律法规，其在广东省内不存在其他替代企业。

具有独特的地域优势：根据广电总局的相关政策，IPTV 业务仅能够局限于一省，因此 IPTV 业务的拓展与当地的经济、人口、人文因素等紧密相关。

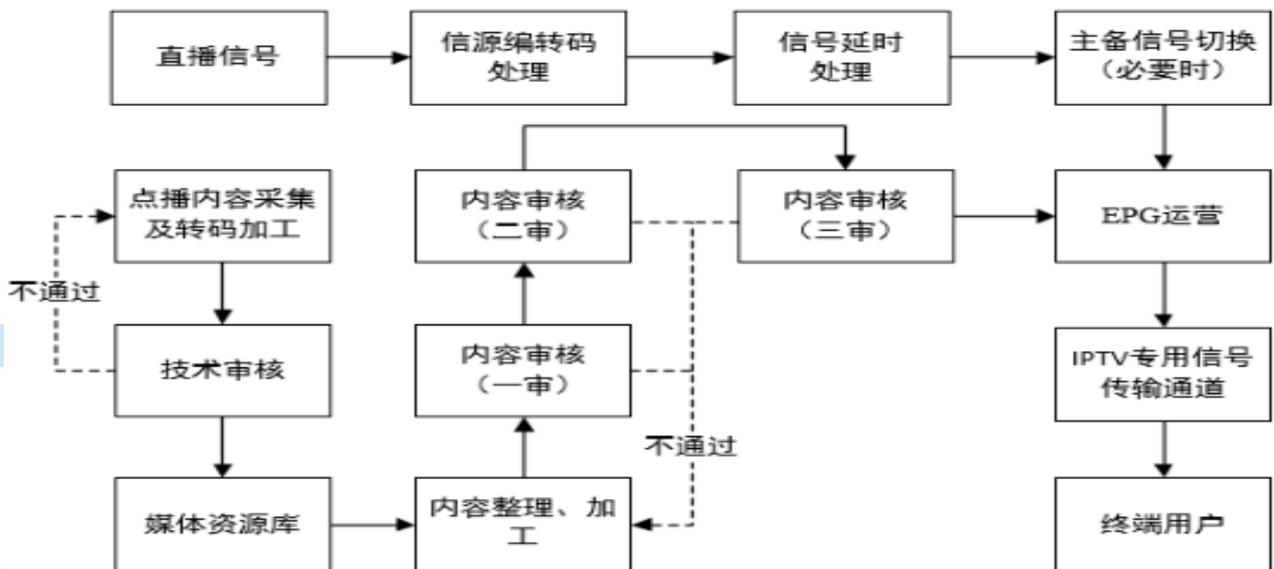
- **人口大省，市场容量大：** IPTV 行业发展依赖于互联网宽带进行内容传输，行业有效用户天花板将是宽带家庭总户数。巨大的人口基数为公司提供了众多的受众群体，保证公司的 IPTV 业务拥有相对较大的市场容量，截至 2018 年末，广东省常住人口 11,346.00 万人。
- **GDP 高，增值业务提升空间大：**根据《2018 年广东国民经济和社会发展统计公报》，截至 2018 年末，广东省地区生产总值（GDP）达到 97,277.77 亿元，位居全国第一；其他各项经济和社会指标均位列全国前茅。经济程度高的地区，IPTV 平台建设更有效率，用户对新型的产品接受程度更高，有助于发展公司 IPTV 业务的点播付费等增值业务。
- **特色粤语文化，满足当地受众需求：**由于历史、环境等原因，包括广东、广西、港澳等在内的粤语文化区在语言、饮食、生活习惯、社会风俗等形成了与全国其他区的独特的区域特色，符合本土文化的节目更容易受本土受众的追捧，南方新媒体相比其他服务提供商，更易提供符合当地受众需求的内容。

公司 IPTV 业务模式：南方新媒体作为业务平台运营方，主要负责视听节目的集成播出和运营管理；

中央 IPTV 总平台运营方——爱上传媒、广东省内广播电视台等作为内容提供方，向南方新媒体提供视听节目内容；电信运营商作为传输系统运营方，主要负责节目信号的接收与传输；消费者作为终端用户，接收消费视听节目。

南方新媒体的 IPTV 业务品牌为“粤 TV”，广东省集成播控平台呼号为“中国 IPTV-广东”，其 IPTV 业务功能包括直播电视、内容回看、点播和应用服务等形式。南方新媒体作为省级 IPTV 播控平台，在平台上集成丰富内容，再向运营商提供内容。

图表 23: 公司 IPTV 业务的具体流程



资料来源：招股说明书，中航证券金融研究所

公司 IPTV 业务节目内容的结算方式分为用户付费分成和自行采购两种。对于中央 IPTV 集成播控总平台传来的节目内容，公司不支付费用，由电信运营商按照相关合同约定，向爱上传媒支付用户付费分成。对于广东 IPTV 集成播控分平台自身汇集的节目内容，公司进行自行采购，具体采购方式包括一次性买断和营运收入分成两种。营运收入分成方式采购是指，公司在取得电信运营商支付的用户付费分成后，按照相关合同约定向版权内容提供方支付营运收入分成。

图表 24: 公司 IPTV 业务的内容来源及版权内容采购情况

业务类别	节目内容	版权内容提供方	结算方式	财务核算
直播节目	中央各频道及各省级卫视频道版权内容	爱上传媒	电信运营商将用户付费分成直接支付给爱上传媒	不计入公司的版权内容采购成本
	广东省本地地面频道版权内容	广东广播电视台及广东省内各地市广播电视台等	一次性买断或营运收入分成方式采购	计入公司的版权内容采购成本
	数字及特色频道版权内容	中央数字电视传媒有限公司等	一次性买断或营运收入分成方式采购	计入公司的版权内容采购成本
点播节目	影视剧、少儿、纪实、网络大电影、音乐、戏曲、生活等节目内容	华数传媒、华泓文化、环球合一、广东广播电视台等	主要采用营运收入分成方式采购	计入公司的版权内容采购成本

资料来源：，招股说明书，中航证券金融研究所

公司 IPTV 用户持续增长，仍有较大的上升空间。公司 IPTV 业务的主要合作方为广东电信等电信运营商，最终客户是接受 IPTV 服务的终端用户。公司 IPTV 终端用户的开发拓展，由电信运营商与公司分别或合作进行。

截至 2019 年 6 月末，公司 IPTV 基础业务用户数达到 1684.81 万户，同比上升 33.81%。根据广东省统计局发布的《2018 年广东国民经济和社会发展统计公报》，截至 2018 年末广东省全省常住人口为 11346.00 万人，按照我国家庭平均规模为 3.12 人测算，则广东省家庭户数约为 3636.54 万户。2019 年 6 月末，公司的 IPTV 基础业务用户数为 1684.81 万户，渗透率为 46.33%。预计未来，公司 IPTV 业务的用户数仍能保持一定的增长。

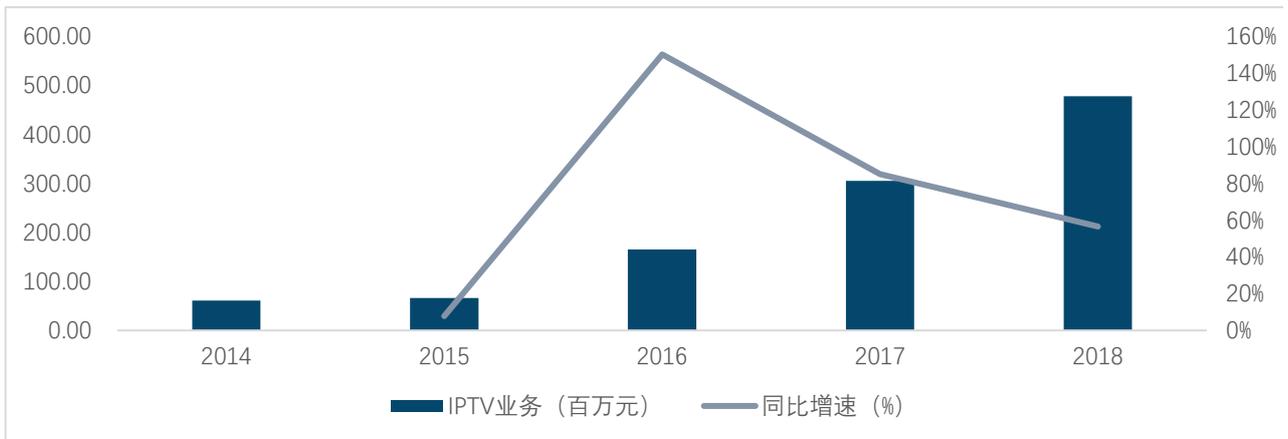
图表 25：公司 IPTV 业务的用户规模和运营商合作情况（万户）

业务类别		2018 年 12 月 31 日	2017 年 12 月 31 日	2016 年 12 月 31 日
IPTV 业务	基础业务用户数	1475.04	962.27	456.60
	其中：广东电信	735.91	670.17	440.75
	广东移动	712.87	271.81	-
	广东联通	26.26	20.28	15.85

资料来源：招股说明书，中航证券金融研究所

公司 IPTV 业务收入情况：IPTV 业务经营业绩增长显著，主要得益于用户数和单用户收入的双增长。2015-2018 年分别实现营收 0.66、1.65、3.05 亿元和 4.78 亿元，增速分别为 8%、150%、85%和 57%。2019 年半年报期内，公司 IPTV 收入 35618.84 万元，同比增长 57.37%，其中基础业务收入 27933.77 万元，同比增长 41.66%；增值业务收入 7685.07 万元，同比增长 163.65%。公司持续强化内容和产品运营，推动业务向精细化转型。

2019 Q3 营收 2.81 亿元，同增 79.81%；归母净利润 1.06 亿元，同增 106.92%；扣非后归母净利润 1.03 亿元，同增 103.45%；业绩超出预告区间（23.42%-84.32%），大幅超出市场预期，IPTV 业务增长是公司业绩上涨主要原因。

图表 26：公司 2014-2018 年 IPTV 业务变化


资料来源：wind，中航证券金融研究所

公司 IPTV 业务包括基础业务和增值业务：2016-2018 年，公司 IPTV 基础业务收入分别为 13,951.85 万元、26,929.58 万元和 40,021.55 万元，占 IPTV 业务收入比重分别为 84.56%、88.21%和 83.76%，IPTV 基础业务收入是公司 IPTV 业务收入的主要来源。2019 年半年报期间，基础业务收入 27,933.77 万元，同比增长 41.66%；增值业务收入 7,685.07 万元，同比增长 163.65%。公司持续强化内容和产品运营，推动业务向精细化转型。

图表 27：公司 IPTV 业务的收入构成情况（单位：万元）

项目	2018 年度		2017 年度		2016 年度	
	金额	比例 (%)	金额	比例 (%)	金额	比例 (%)
基础业务	40021.55	83.76	26929.58	88.21	13951.85	84.56
增值业务	7756.85	16.24	1599.58	11.79	2548.15	15.44
合计	47778.40	100.00	30529.17	100.00	16500.00	100.00

资料来源：招股说明书，中航证券金融研究所

3.2 互联网电视业务

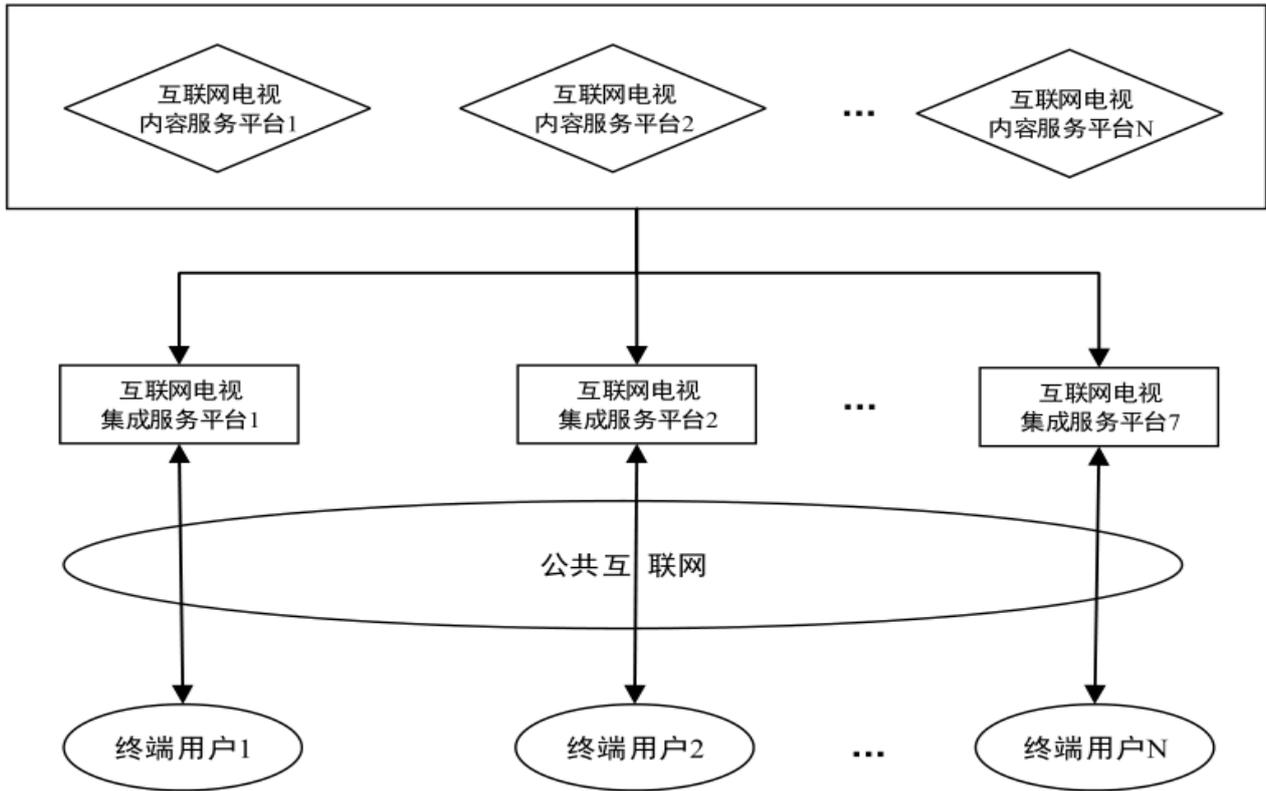
3.2.1 产业逐渐步入正轨，行业增长全面提速

受监管政策的影响，互联网电视在国内的发展先后经历了最初的市场导入期、引入牌照期、市场规范期和继续发展期。互联网电视的发展除市场导向外，还具有明显的政策导向特征，并随国家政策的变动呈现出螺旋式上升的历程。以 1999 年微软的“维纳斯计划”作为 OTT 盒子市场的开端代表作，从 1999-2019，20 年间历经技术的创新、市场的混战、政策的监管，互联网电视市场逐步恢复并走上正轨，呈现出快速发展、精细运营的态势。

我国互联网电视行业的管理模式：“集成服务+内容服务”。互联网电视节目需经广电总局批准设立的

互联网电视内容服务平台和集成服务平台后，才能通过公共互联网传输分发至终端用户。互联网电视集成服务机构和内容服务机构需要取得相应的业务牌照，在业务开展中各自承担相应的审查把关责任，内容服务机构负责审查其开办的内容服务平台上的节目是否符合相应内容管理、版权管理要求，对具体的节目要进行播前审查，承担播出主体责任。

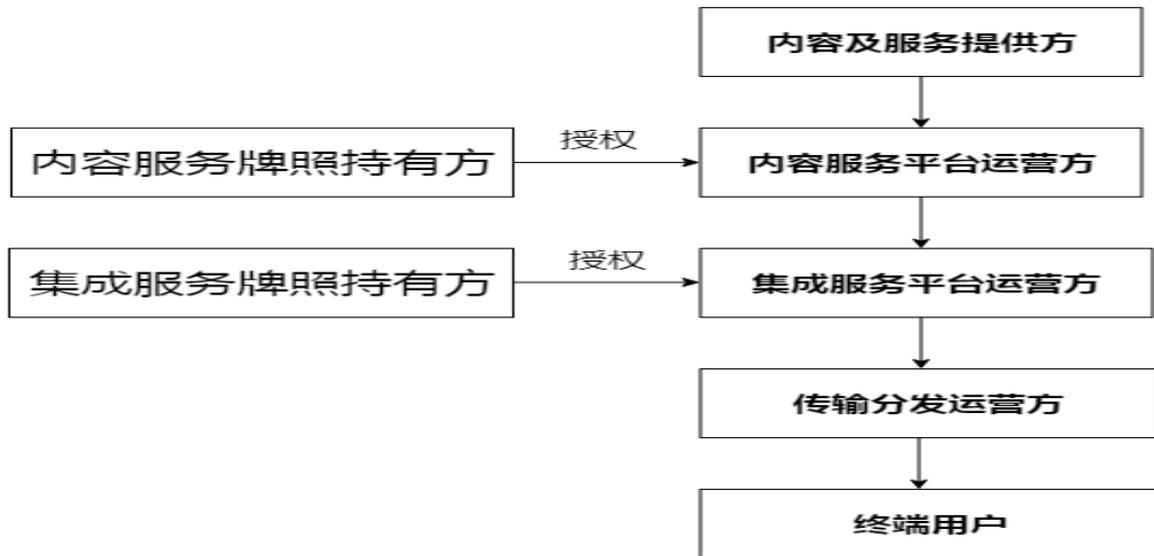
图表 28: 我国互联网电视行业管理模式



资料来源: 招股说明书, 中航证券金融研究所

我国互联网电视行业的产业链: 主要包括内容提供、内容服务、集成服务、传输分发等环节, 主要由内容及服务提供方、牌照持有方、平台运营方、传输分发运营方、终端用户以及终端设备提供方构成。

图表 29: 我国互联网电视行业产业链构成



资料来源：招股说明书，中航证券金融研究所

目前，广电总局已经发放 16 张互联网电视内容服务牌照和 7 张互联网电视集成服务牌照。广东广播电视台同时持有互联网电视内容服务牌照和集成服务牌照，独家授权公司全方面运营互联网电视业务。

图表 30：我国互联网电视内容服务牌照持证机构及授权情况

序号	持证机构名称	经授权开展互联网电视内容服务业务的公司
1	中国网络电视台	未来电视有限公司
2	上海广播电视台	东方明珠新媒体股份有限公司
3	浙江电视台和杭州市广播电视台 (联合开办)	华数传媒网络有限公司
4	广东广播电视台	广东南方新媒体股份有限公司
5	湖南广播电视台	湖南快乐阳光互动娱乐传媒有限公司
6	中国国际广播电台	国广东方网络（北京）有限公司
7	中央人民广播电台	银河互联网电视有限公司
8	江苏电视台	银河互联网电视有限公司
9	国家广播电影电视总局电影卫星频道 节目制作中心	公开资料中未查询到相关信息
10	湖北广播电视台	公开资料中未查询到相关信息
11	城市联合网络电视台	公开资料中未查询到相关信息
12	山东电视台	山东广电新媒体有限责任公司
13	北京广播电视台	北京歌华有线电视网络股份有限公司

资料来源：招股说明书，中航证券金融研究所

图表 31：我国互联网电视集成服务牌照持证机构及授权情况

序号	持证机构名称	经授权开展互联网电视集成服务业务的公司
1	中国网络电视台	未来电视有限公司
2	上海广播电视台	东方明珠新媒体股份有限公司
3	浙江电视台和杭州市广播电视台	华数传媒网络有限公司
4	广东广播电视台	广东南方新媒体股份有限公司
5	湖南广播电视台	湖南快乐阳光互动娱乐传媒有限公司
6	中国国际广播电台	国广东方网络（北京）有限公司
7	中央人民广播电台	银河互联网电视有限公司

资料来源：招股说明书，中航证券金融研究所

3.2.2 OTT 稀缺牌照在手，云视听品牌表现出众

稀缺牌照价值凸显，公司产品线行业排名前列：互联网电视业务通过公共互联网传输分发，向家庭用户提供视频点播等多种服务的业务，是公司最具有发展潜力的业务之一。公司互联网电视业务主要采取合作模式。在产品运营业务中，公司与内容提供方进行合作，共同经营互联网电视产品。在服务合作业务中，公司与终端设备提供方合作，或通过市场推广方实现与终端设备提供方的合作，提供相关服务和技术支持。

公司的互联网电视产品运营业务品牌为“云视听”，公司运营的云视听系列产品有云视听极光、云视听电视猫、云视听悦厅 TV 和云视听小电视，根据 2019 年半年报显示，截至 2019 年 6 月末，云视听系列产品累计激活总用户数已达到 24,917.43 万户。

公司互联网电视产品业务—云视听系列：“云视听极光、云视听 MoreTV、云视听悦厅和云视听小电视”其中：云视听极光、云视听 MoreTV 已经规模运营；云视听悦厅、云视听小电视处于起步阶段。

- **成熟产品—云视听极光：**云视听极光是公司与腾讯计算机合作运营的互联网电视视频点播产品，是云视听系列产品中业务收入规模最大的产品。2015 年 6 月上线运营，发展势头良好，用户增长迅速。截至 2019 年 6 月 30 日，“云视听极光”累计用户数量达到 1.59 亿。

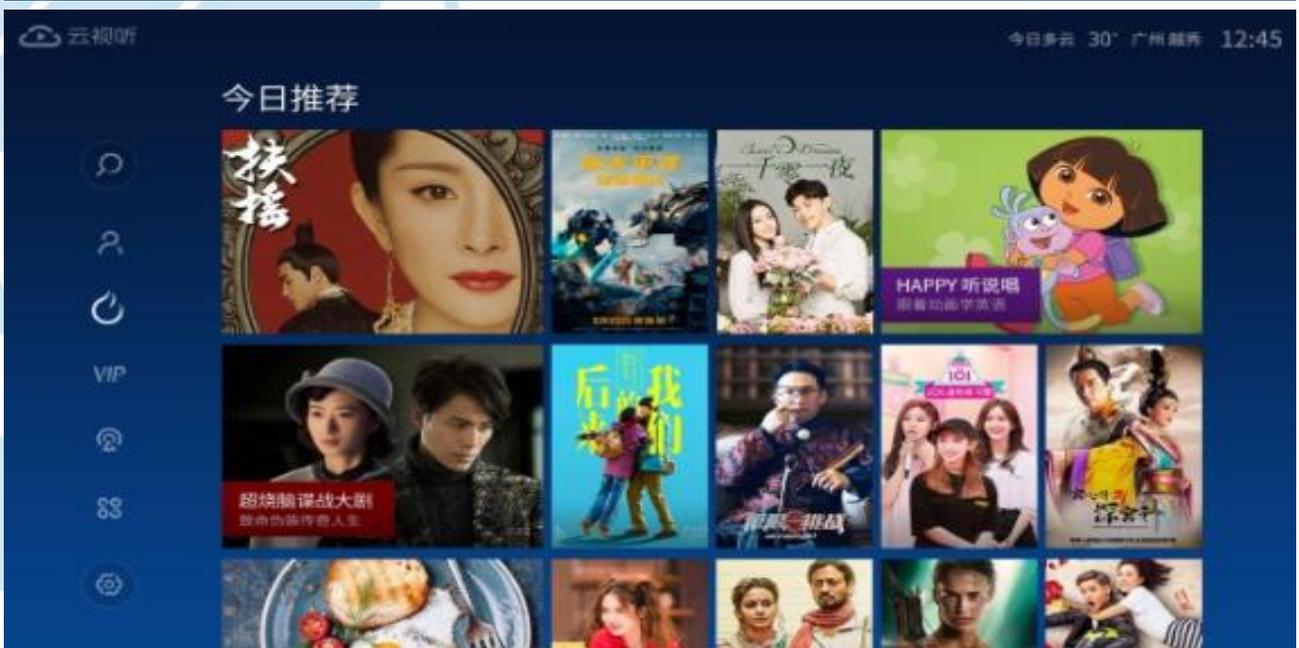
图表 32：公司互联网电视产品“云视听极光”用户界面图



资料来源：招股说明书，中航证券金融研究所

- **云视听 MoreTV**：云视听 MoreTV 是公司与千杉网络合作运营互联网电视的视频点播产品。云视听 MoreTV 于 2017 年 5 月上线运营，用户增长较快，发展势头良好。截至 2018 年末，公司云视听 MoreTV APP 的终端用户激活数量累计为 3625.99 万户。

图表 33：公司互联网电视产品“云视听 MoreTV”用户界面图



资料来源：招股说明书，中航证券金融研究所

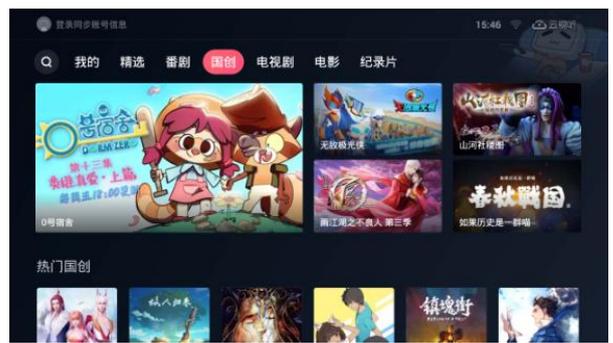
- **新业务—云视听悦厅、云视听小电视：**云视听悦厅是公司与飞狐信息、南传飞狐合作运营的互联网电视视频点播产品，2017年12月上线运营。截至2018年末，云视听悦厅APP的终端用户激活数量累计为1295.81万户。云视听小电视是公司与哔哩哔哩合作运营的互联网电视视频点播产品，2018年4月上线运营。截至2019年6月30日，公司云视听小电视APP的终端用户激活数量累计为2382万。

图表 34：云视听悦厅用户界面图



资料来源：wind，中航证券金融研究所

图表 35：云视听小电视用户界面图



资料来源：wind，中航证券金融研究所

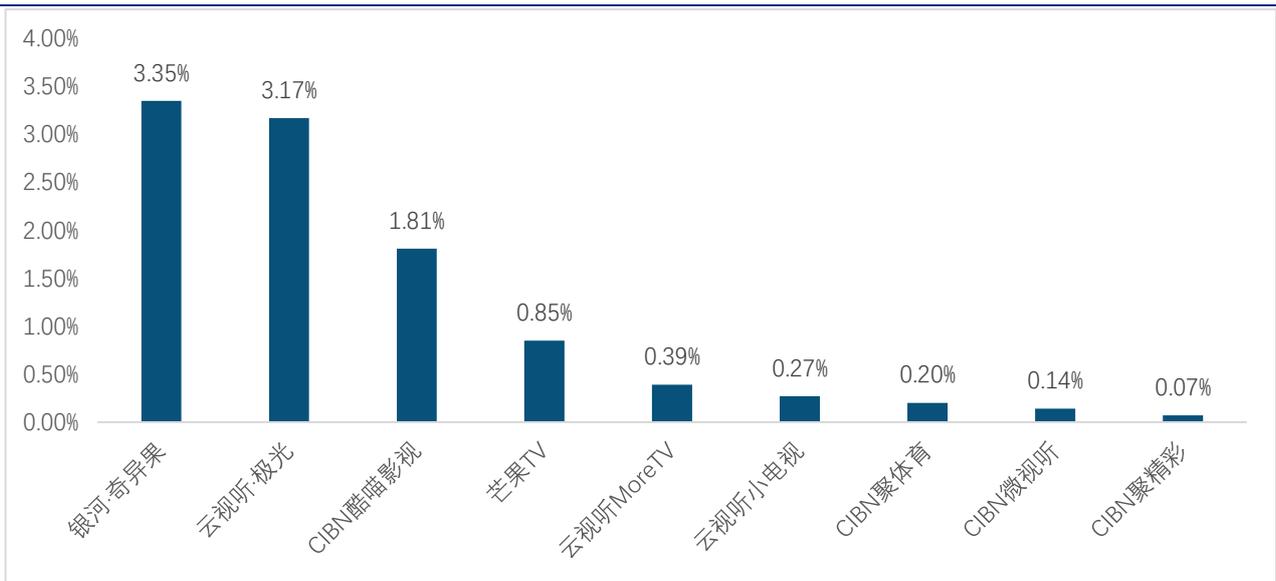
云视听系列互联网电视产品的累积激活用户数的增长符合预期，相比同行业其他产品具有明显的竞争优势。截至2019年6月末，公司云视听系列产品累计激活总用户数已达到24917.43万户，同比增长87.24%，云视听系列产品累计激活用户持续提升，带来用户付费收入一定幅度的提升。

其中与腾讯合作的“云视听极光”累计激活用户达15942.32万户；与千杉网络合作的“云视听电视猫”为4334.86万户；与飞狐信息、南传飞狐合作的“云视听悦厅TV”为2258.26万户；与哔哩哔哩合作的“云视听小电视”为2381.99万户。

根据勾正发布的《2019年10月智能电视大数据报告》，2019年10月点播媒体日均到达率榜排名前八的内容服务产品分别为：第一名为银河奇异果，第二名为云视听极光，第三名为CIBN酷喵影视，第四名为芒果TV，第五名为云视听MoreTV，第六名为CIBN聚体育，第七名为CIBN微视听，第八名为CIBN聚精彩；

其中：银河奇异果是银河互联网电视有限公司与爱奇艺视频合作的内容服务产品，CIBN酷喵影视是广东东方网络（北京）有限公司与优酷视频合作的内容服务产品。从排名情况可以看出，由于爱奇艺视频、腾讯视频和优酷视频的内容资源最为丰富，故以其为内容支撑的互联网电视内容服务产品在用户中受欢迎的程度较高。

图表 36：互联网电视全天点播媒体使用排行（家庭）（2019年10月）



资料来源：勾正数据，中航证券金融研究所

公司的互联网电视服务合作，主要包括与 TCL、雷鸟科技、创维酷开电视等智能终端开展集成服务合作。此外，公司还围绕互联网电视业务进行了新的布局，推出公司自主研发的互联网电视智能终端桌面系统“云视听智能系统”、与深圳橙子科技合作开发的“云视听大眼橙 X10”智能投影仪等产品。随着合作的深入，公司还将不断探索新的商业模式，进一步提高用户对大屏的粘性。

公司互联网电视用户规模：公司互联网电视云视听系列产品的合作方为腾讯计算机等内容提供商，客户为终端用户，终端用户通过下载安装云视听产品 APP 并注册成为会员等方式获取相应服务，公司与合作方根据各自优势以不同方式进行业务推广营销。

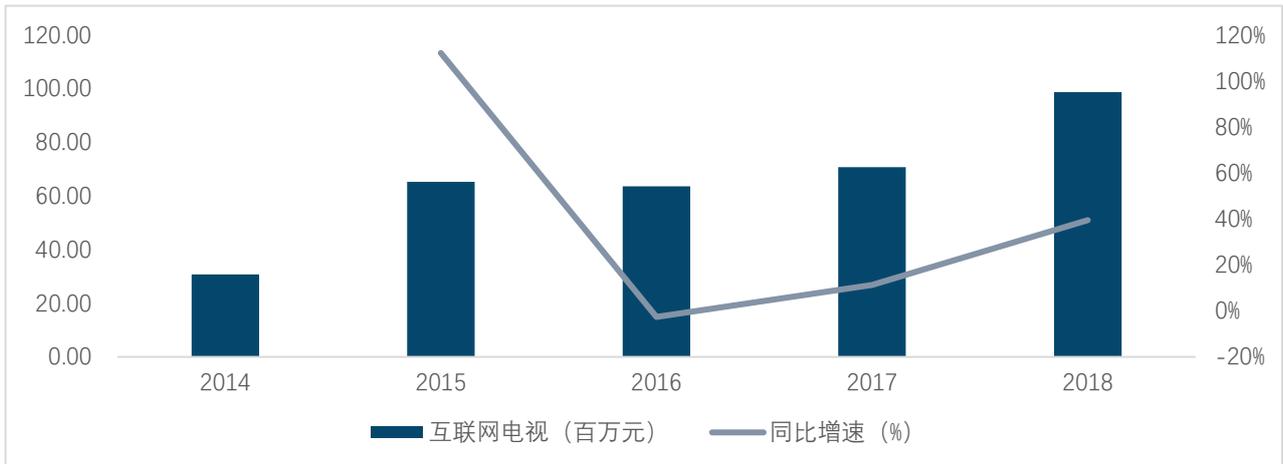
图表 37：公司互联网电视业务的用户规模（单位：万户）

业务类别		2018年12月31日	2017年12月31日	2016年12月31日
互联网电视业务	云视听极光累计激活用户数	13300.66	6574.24	2477.69
	云视听 MoreTV 累计激活用户数	3625.99	1949.25	-
	云视听悦厅累计激活用户数	1295.81	-	-
	云视听小电视累计激活用户数	872.28	-	-

资料来源：wind，中航证券金融研究所

公司互联网电视业务收入情况：2015-2018 年分别实现营收 0.65、0.64、0.71 亿元和 0.99 亿元，增速分别为 112%、-3%、11%和 39%。2019 年上半年，公司互联网电视业务收入 5,937.36 万元，同比增长 30.93%，其中互联网电视产品运营业务（云视听系列产品）收入 5,814.07 万元，同比增长 63.54%。互联网电视单用户价值开发当前仍处于较为早期阶段，后续变现的提升空间较大。

图表 38：新媒股份 2014-2018 年互联网电视业务变化



资料来源: wind, 中航证券金融研究所

公司互联网电视业务分为产品运营、服务合作和硬件销售三类。在互联网电视产品运营业务中,公司作为内容服务平台运营方,主要负责提供内容服务,并与合作方共同经营云视听系列产品;在互联网电视服务合作业务中,公司作为集成服务平台运营方,主要负责提供集成服务以及相应的技术支持,并对在终端设备中预装的云视听系列产品提供内容服务;在互联网电视硬件销售业务中,公司对外销售互联网电视机顶盒。在上述三类互联网电视业务中,产品运营业务规模最大,硬件销售业务规模很小。

图表 39: 公司 OTT 业务的收入构成情况 (单位: 万元)

项目	2018 年度		2017 年度		2016 年度	
	金额	比例 (%)	金额	比例 (%)	金额	比例 (%)
互联网电视产品运营业务	8667.33	87.85	3442.30	48.67	482.71	7.59
互联网电视服务合作业务	1174.33	11.90	3630.90	51.33	4867.83	76.55
互联网电视硬件销售业务	24.15	0.24	0.15	-	1008.58	15.86
合计	9865.80	100.00	7073.34	100.00	6359.12	100.00

资料来源: 招股说明书, 中航证券金融研究所

四、价值与未来: 围绕主营多元衍生, 构建智慧家庭生态

4.1 IPTV 渗透率及 ARPU 值仍有提升空间, 增值业务是未来重要增长点

IPTV 市场容量: 区别于传统有线电视, IPTV 互动化、综合化、个性化、人性化四个业务特点, 其中能实现真正意义上的互动与提供娱乐、通信等综合解决方案是 IPTV 最显著的特点, 也是受到市场欢迎的重要原因。

根据前瞻产业研究院的数据，从中国 IPTV 的用户数量近 10 年来增长迅猛。2009 年开始，用户增速连续四年超过 60%，2013 年以来，中国 IPTV 进入融合阶段，业务更加多元化，行业市场规模得到迅速扩展。

据工信部统计数据，截至 2019 年 10 月底全国 IPTV 用户数达 2.94 亿户，对全国固定宽带接入用户的渗透率为 65%。截至 2019 年 9 月末广东固定宽带接入用户数为 3893.2 万户，公司 IPTV 基础业务用户数约 1700 多万户，对广东省固定宽带用户的渗透率约为 46%。若公司 IPTV 用户对广东省固定宽带用户渗透率达到 65%（与全国渗透率持平），即广东 IPTV 基础用户可达到约 2530 万户，比公司 1700 多万 IPTV 基础用户有约 830 万用户新增空间。随着公司 IPTV 业务运营能力的不断提升，未来公司 IPTV 业务的用户数仍有望持续增长，增值业务将带来一定的业绩弹性。

目前公司 IPTV 增值业务主要是以视听点播为主，如影视 VIP、少儿 VIP 等。未来，除了提供视听类增值业务之外，公司还会联合运营商为用户提供非视听类的产品和服务，比如在线教育、健康、游戏等多元化的智慧家庭服务，进一步增加用户订购粘性，提升用户 ARPU 值。

4.2 客厅经济的主要流量入口，互联网电视会员/广告收入潜力大

互联网电视市场容量：根据《2018 年第四季度中国有线电视行业发展公报》数据，报告期内 2016 年末、2017 年末及 2018 年末，我国互联网电视盒子用户数分别为 7250.00 万户、11036.20 万户和 16352.80 万户。根据工信部《2018 年通信业主要指标完成情况（二）》，截至 2018 年末，我国互联网宽带接入用户总数达 40738.00 万户，目前渗透率为 40.14%，仍然处于较低的水平。报告期内，我国互联网电视用户数持续增加，年均复合增长率为 50.19%。预计未来互联网电视用户数仍将继续保持一定速度增长。

智能电视驱动 OTT TV 渗透率提高，丰富的场景营销激活。根据勾正数据显示，截至 2019 年上半年智能电视激活数达到 2.03 亿，并且保持快速增长趋势，助推互联网电视行业的市场规模以及垂直生态的快速发展，预计 2020 年 OTT 营收规模将达到 382 亿。

从商业场景角度来看，TO B 业务包含流量分发、APP 分发和广告营销；相比传统电视广告的“广而告之”模式，智能大屏在科技的赋能下可以实现泛社群化精准营销，比如汽车、金融、亲子、美妆社区等，定向投放价值已经得到了广告主认可，并且认可度会越来越高。TO C 业务包含内容付费、电商和其他应用运营等，随着互联网电视的持续渗透和新技术的加持，围绕家庭场景的音乐、游戏、教育等垂直需求服务日益增强，依托于电视大屏的垂直应用将被深度解码。

4.3 “技术+资本”双轮驱动，深度聚焦家庭场景

入股圣剑网络，解锁更多的应用场景。新媒股份入股新三板公司圣剑网络，圣剑网络是一家行业领先的智能电视健康娱乐方案提供商，其专注于智能电视软硬件内容的研发、运营，为客户提供一整套智慧家庭健康娱乐解决方案，通过智慧家庭健康娱乐环境的建设，为家庭用户提供一种轻松欢快、健康和谐的生活方式。目前，圣剑网络拥有游戏、电竞、教育等业务，主要服务于 IPTV 和 OTT 等大屏渠道的家庭用户。随着 5G 和 AIoT 时代到来，智能大屏将会把家庭客厅、智能家庭整体、商务场景等进行结合，以大屏为中心的智能客厅生态将引爆更多的新型消费场景，比如家庭视频会议、家庭远程医疗、家庭购物、新零售等一系列的生态场景变现潜力大。

与科大讯飞合作，加码智慧家庭业务。2019 年 10 月，广东南方新媒体股份有限公司与科大讯飞股份有限公司在广州签署战略合作协议，双方将基于“电视+客厅”这一场景下的智慧家庭业务生态开展深度合作，推动媒体深度融合发展、促进人工智能成果转化，积极探索多元化的业务合作。伴随着 5G 和 4K 业务的逐步兴起，公司可以利用科大讯飞的语音技术实现基于语音交互的直播切台、影音搜索、游戏音乐、远程医疗、智能家居、儿童教育、电视购物等，以及基于语音识别、图像识别、人脸识别和大数据的场景化电视广告业务等，构建 4K 智能生态圈、打造特色内容专区、实施 O2O 互动营销等方式，基于“硬件+软件



+平台+内容”的服务模式在构建数字家庭方面更多探索。

成立产业投资基金，战略布局产业链上下游。 公司二级全资子公司广东南新金控投资有限公司拟与万联天泽资本投资有限公司、广州开发区新兴产业投资基金管理有限公司及广州市宏华投资有限公司共同发起设立广州新媒天泽文化产业股权投资中心(有限合伙)，产业投资基金总募集规模为 20000 万元人民币，其中南新金控作为有限合伙人出资 8000 万元人民币。此次参与投资设立产业投资基金，符合公司发展战略和投资方向，通过整合各方资源助力公司实现战略目标，拓宽公司的盈利空间，提升公司的核心竞争力和行业影响力。

五、盈利预测

面对 5G+4K/8K 的战略发展机遇，新媒股份在夯实主营业务的基础之上，通过内容和技术的创新升级，解锁更多的家庭应用场景，创造更多商业变现的机遇，实现从产品到生态的融合，布局链接产业链上下游的多元衍生业务。未来，大屏作为重要客厅流量入口，在新技术的赋能下，围绕会员用户进行精细化运营，从而提升用户付费规模，成为公司未来发展道路上新的盈利点。

我们预计公司 2019-2021 年的营业收入分别为 9.36 亿元、12.21 亿元和 14.85 亿元，净利润分别为 3.57 亿元、4.74 亿元和 5.89 亿元，EPS 分别为 2.79 元、3.70 元和 4.60 元，当前股价对应 PE 分别为 40.3X、30.4X 和 24.5X。

六、风险提示

牌照授权风险、行业监管风险、知识产权纠纷风险、IPTV/互联网电视业务市场拓展不及预期的风险、税收优惠政策无法延续的风险、产业政策风险

附表：财务预测与估值

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	304.66	445.96	643.16	935.80	1221.22	1485.01
增长率(%)	68.63%	46.38%	44.22%	45.50%	30.50%	21.60%
归属母公司股东净利润	50.48	108.55	202.40	358.08	475.08	589.94
增长率(%)	73.28%	115.05%	86.46%	76.92%	32.67%	24.18%
每股收益(EPS)	0.393	0.846	1.577	2.790	3.701	4.596
每股股利(DPS)	0.000	0.000	0.390	0.690	0.915	1.137
每股经营现金流	0.576	1.562	1.961	1.205	2.788	4.550
销售毛利率	45.75%	54.70%	56.58%	56.80%	57.20%	57.50%
销售净利率	18.80%	24.43%	31.40%	38.18%	38.81%	39.64%
净资产收益率(ROE)	11.28%	19.48%	28.45%	36.50%	35.49%	33.09%
			169.73		128.63	123.31
投入资本回报率(ROIC)	80.83%	85.03%	%	210.79%	%	%
市盈率(P/E)	285.87	132.93	71.29	40.30	30.37	24.46
市净率(P/B)	32.25	25.89	20.28	14.71	10.78	8.09
股息率(分红/股价)	0.000	0.000	0.003	0.006	0.008	0.010

报表预测						
利润表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	304.66	445.96	643.16	935.80	1221.22	1485.01
减: 营业成本	165.27	202.01	279.25	404.27	522.68	631.13
营业税金及附加	1.13	1.93	3.20	4.66	6.08	7.40
营业费用	19.23	30.91	45.87	86.09	118.09	147.31
管理费用	50.15	64.64	69.51	91.71	112.35	130.68
财务费用	-3.80	-5.32	-4.34	-7.43	-11.22	-19.34
资产减值损失	1.46	3.90	7.83	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	4.75	-6.21	-3.21	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	-19.50	-31.65	-35.89	0.00	0.00	0.00
营业利润	56.46	110.02	202.73	356.50	473.23	587.83
加: 其他非经营损益	3.81	1.11	0.61	0.75	0.75	0.75
利润总额	60.27	111.13	203.34	357.25	473.99	588.58
减: 所得税	3.00	2.18	1.40	-0.02	-0.02	-0.02
净利润	57.27	108.96	201.94	357.27	474.01	588.60
减: 少数股东损益	6.80	0.41	-0.46	-0.81	-1.08	-1.34
归属母公司股东净利润	50.48	108.55	202.40	358.08	475.08	589.94
资产负债表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	334.30	450.62	526.10	605.75	863.46	1327.04
应收和预付款项	64.14	107.80	202.33	189.49	321.54	299.59
存货	0.05	0.21	0.10	0.35	0.24	0.47



其他流动资产	1.06	1.88	2.71	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	1.28	5.90	6.13	6.13	6.13	6.13
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	58.65	76.26	84.89	77.41	69.93	62.46
无形资产和开发支出	69.17	85.08	102.15	100.46	98.78	97.10
其他非流动资产	5.43	3.02	33.60	32.88	32.16	32.16
资产总计	534.08	730.77	958.01	1012.48	1392.24	1824.95
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	81.26	164.06	236.52	22.29	45.54	35.56
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	1.78	6.69	8.11	8.11	8.11	8.11
负债合计	83.04	170.74	244.64	30.40	53.65	43.67
股本	96.27	96.27	96.27	96.27	96.27	96.27
资本公积	316.66	316.66	315.76	315.76	315.76	315.76
留存收益	34.50	144.31	299.46	568.98	926.56	1370.59
归属母公司股东权益	447.42	557.24	711.48	981.01	1338.59	1782.62
少数股东权益	3.61	2.79	1.29	0.48	-0.60	-1.94
股东权益合计	451.04	560.03	712.78	981.48	1337.99	1780.68
负债和股东权益合计	534.08	730.77	957.41	1011.88	1391.64	1824.35
现金流量表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营性现金净流量	73.92	200.46	251.69	154.72	357.90	584.07
投资性现金净流量	-13.92	-49.98	-100.32	0.77	0.77	0.77
筹资性现金净流量	121.88	-13.67	-52.89	-75.83	-100.97	-121.26
现金流量净额	181.88	136.80	98.48	79.66	257.70	463.58

资料来源: Wind 中航证券研究中心

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

裴伊凡，SAC 执业证书号：S0640516120002，英国格拉斯哥大学经济学硕士，中航证券金融研究所传媒与互联网行业分析师。

张超，SAC 执业证书号：S0640519070001，清华大学硕士，中航证券金融研究所首席分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：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。

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。