

2013年07月01日

网络服务

证券研究报告--公司深度报告

收盘价(元): 29.01

目标价(元): 37.00

百视通(600637)

从 200 亿到 630 亿—新媒体运营商的三重野心

投资评级: 买入(首评)
TMT 组
分析师: 陈筱

执业证书编号: S0290513060001

电话: 021-61681575

邮箱: chenx@zsq.com

研究助理: 田明华(组长)

电话: 0755-82570575

邮箱: tianmh@zsq.com

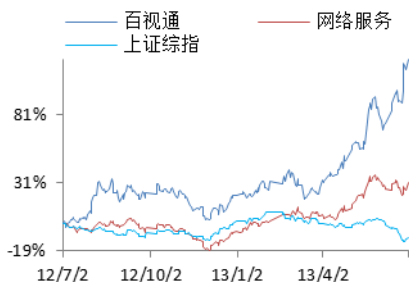
联系人: 姜烨

电话: 021-61681566

公司基本数据

总股本(万股)	111373.61
流通 A 股/B 股(万股)	83551.57/0.00
资产负债率(%)	16.69
每股净资产(元)	2.90
市净率(倍)	10.00
净资产收益率(加权)	4.65
12 个月内最高/最低价	29.20/12.41

股价走势图



相关研究报告

◎投资要点:

六维分析: 资源: 作为 SMG 旗下内容、品牌和价值的重要新媒体渠道, 公司得到了来自集团的大力扶持; 政策: IPTV 二级播控政策和互联网电视集成牌照政策明确, 减少业务发展的不确定性; 管理: 高管素质和背景使公司可无缝的游走于市场、政府、央企的沟通协调中; 技术: 公司在内容集成与监看、电子节目菜单、用户管理、计费系统、版权管理五大系统构建了全面地 IPTV 专网运营体系; 产品: 优质服务、内容保障、用户体验使公司 IPTV、OTT 产品拥有 90% 以上的续订率; 市场: 2 亿宽带用户规模打造广阔客厅新媒体空间

◆**四方比较: 合理市值 540 亿元, 首次买入。** 采取 PE 估值计得公司 2013-2015 年可实现的 EPS 分布为 0.74、1.04 和 1.41 元, 6 月目标价 37.00 元; 全球可比公司估值录得 3 年合理市值 630 亿, 首次买入。

◎不同之处:

◆**可监可控, 自我造血完善, IPTV 成视听新媒体快速发展最大受益者。** 新媒体视听大发展大潮中, IPTV 在节约传输成本、互动体验、营销推广及政策方面均胜数字电视一筹; IPTV 在自我造血、“可监可控”等方面较 OTT 优势显著; 利益绑定, 地方广电和电信运营商积极性得到充分的调动, 公司与 CNTV 合资公司落地意味着各方利益梳理已完成, 用户将步入快速成长期。2016 年 IPTV 用户规模有望超过 1 亿。

◆**三重野心, 全球新媒体运营商雏形显现。** 通过深厚技术储备、丰富运维经验和高品质版权, 在行业快速成长中获取规模用户, 是公司第一重野心。借助对高品质用户数据矿挖掘, 以获取精致用户需求、建立差异化资源库、实现精准广告推送、提高自投内容成功率构建公司第二重野心。将在手技术、内容和服务输出, 成为华语内容走出去的历史责任承载者是公司第三重野心所在。

◎**关键假设:** 2013-2015 年, IPTV 用户分别为 2400 万、3200 万和 4000 万, ARPU 值分别为 90 元、97 元和 105 元。

◎**风险提示:** 政策、分成比例低于预期及新品开发未能满足用户需求

	2011A	2012A	2013Q1	2013E	2014E	2015E
主营收入(百万)	1335.47	2027.75	479.07	3002.37	4219.48	5638.24
同比增速(%)	43.04	51.84	-17.64	48.06	40.54	33.62
净利润(百万)	355.10	516.47	146.78	823.45	1156.12	1573.11
同比增速(%)	37.73	45.44	17.96	59.44	40.40	36.07
毛利率(%)	49.69	44.30	52.54	48.27	49.59	50.70
每股盈利(元)	0.32	0.46	0.13	0.74	1.04	1.41
ROE(%)	16.54	17.78	4.47	23.19	25.50	26.71
PE(倍)				39.20	27.89	20.57

正文目录

1. 全球最大的 IPTV 运营商	4
1.1. 四方比较：周期与选时.....	4
1.2. 股东背景保障内容品牌高起点.....	5
1.3. 六维分析：国内最大的新媒体运营商与技术服务商.....	6
2. 第一重：握手各利益链方，快速圈地	7
2.1. 网络视听新媒体日益融合化、平台化.....	7
2.2. IPTV 是模拟电视改造中的最大受益者.....	10
2.3. 利益梳理清晰，IPTV 步入全面推广.....	12
2.4. 新产品研发任重道远，全球运营商跑在路上.....	15
3. 第二重：大数据挖掘是第一生产力	17
3.1. 千万用户样本锁定用户内容需求.....	18
3.2. 大数据分析建立高品质的版权资源库.....	18
3.3. 发掘用户观影要素，提升投拍成功率.....	20
3.4. 用户分析打造差异化竞争策略.....	22
3.5. 前端收费，中端广告，后端增值.....	24
4. 第三重：新媒体技术与华语内容输出的承载者	25
4.1. 卫星通讯降低成本兼提升效率.....	25
4.2. 借助地域优势，东南亚为突破口.....	26
4.3. 印尼为样板工程，成功模式全球复制.....	27
5. 盈利预测与估值	27
5.1. 估值 1：市盈率.....	27
5.2. 估值 2：国际流媒体公司市值对比.....	29
6. 风险提示	31

图表目录

图 1 四方比较：传媒行业表现出始终强于沪深 300 的走势.....	4
图 2 四方比较：传媒行业与其他 TMT 行业估值比较.....	4
图 3 百视通与传媒行业估值比较.....	5
图 4 百视通历史估值比较.....	5
图 5 公司股权结构.....	6
图 6 公司的 IPTV 收入规模及增速.....	7
图 7 公司的市占率变化情况.....	7
图 8 公司的营收结构.....	7
图 9 公司的业务结构.....	7
图 10 视听新媒体的用户数量格局（单位：亿人）.....	8
图 11 IPTV 和手机电视是增速最快的两类视听新媒体应用.....	8
图 12 新媒体视听广告增速远超电视广告（单位：亿元）.....	9
图 13 视听媒体非广告收入（单位：亿元）.....	9
图 14 新媒体视听格局.....	10
图 15 新媒体视大格局下的产业生态趋势.....	12
图 16 二级播控平台下的 IPTV 产业链.....	13
图 17 未来客厅新媒体视听的几种形式.....	16

图 18	当下几种机顶盒的市场欢迎度	16
图 19	魔盒版小红开机界面	17
图 20	魔盒版 OTT 链接	17
图 21	IPTV 用户规模及增速预测	17
图 22	数字电视用户规模及增速预测	17
图 23	公司开机率已经达到 80% 以上	20
图 24	《辛巴达历险记》同档期卡通片的观影场次与人数	22
图 25	《辛巴达历险记》同档期卡通片的人均票房及票房对比	22
图 26	视频游戏占网游收入比重逐年提升	24
图 27	百视通 IPTV 用户规模及增速预测	25
图 28	百视通高清用户数及占比	25
表 1	技术变迁带来的全媒体视听服务全终端全业务融合趋势	8
表 2	国内 IPTV 与 OTT 和数字电视的对比	11
表 3	IPTV 与 OTT 相关政策汇总	14
表 4	公司部分 IPTV、互联网电视的战略合作方	19
表 5	公司近期投拍的卡通电影	21
表 6	公司对于卫视同类型节目的部署	23
表 7	建立在大数据基础上的相关视频增值业务	23
表 8	利润表(单位:百万元)	28
表 9	可比公司估值比较	28
表 10	可比流媒体公司对比	29
表 11	可比流媒体公司估值比较	30
表 12	公司 ARPU 值预测(单位:元/年)	31

(本报告共有图 28 张, 表 12 张)

1.全球最大的 IPTV 运营商

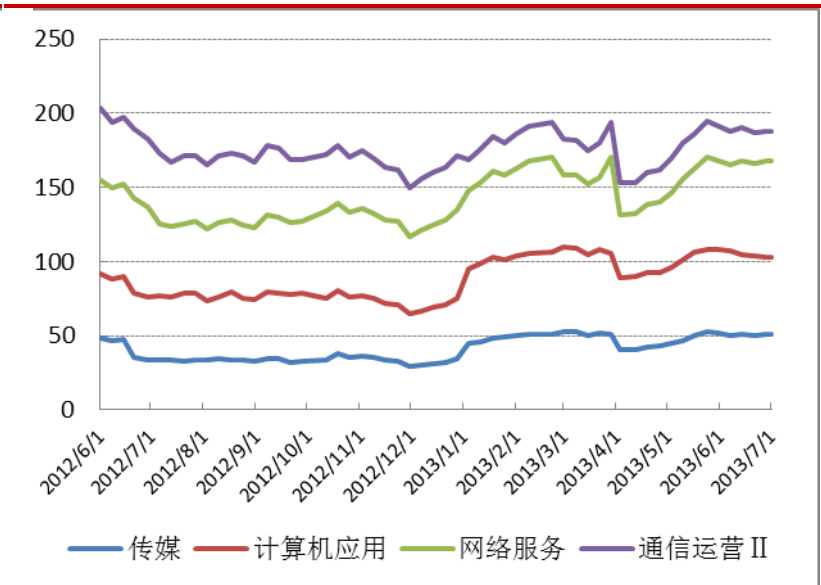
1.1.四方比较：周期与选时

我们采取四方比较对公司进行估值比较：(1) 传媒行业与市场的对比：2007 年 6 月以下，在政策的驱动于文化产业自身成长良好的情况下，文化传媒公司表现出始终强于沪深 300 的走势，目前传媒行业的静态估值为 150，沪深 300 估值约为 100，显示出了文化传媒行业在经济整体增速趋于平稳中呈现出更快速成长的潜力；(2) 传与其他 TMT 行业对比，传媒板块自身具备更持续稳定的业绩，相对动态估值也处于一个较为合理的水平；(3) 与传媒行业其他公司相比，公司自去年以来始终处于更为强势的表现，反映了市场对于公司增长的较高预期；(4) 从自身的历史估值来看，公司当下估值低于历史平均水平，显示出当下较好的投资机会与价值。

图 1 四方比较：传媒行业表现出始终强于沪深 300 的走势



图 2 四方比较：传媒行业与其他 TMT 行业估值比较



资料来源：Wind 资讯，中山证券研究所

资料来源：Wind 资讯，中山证券研究所

图3 百视通与传媒行业估值比较



资料来源: Wind 资讯, 中山证券研究所

图4 百视通历史估值比较

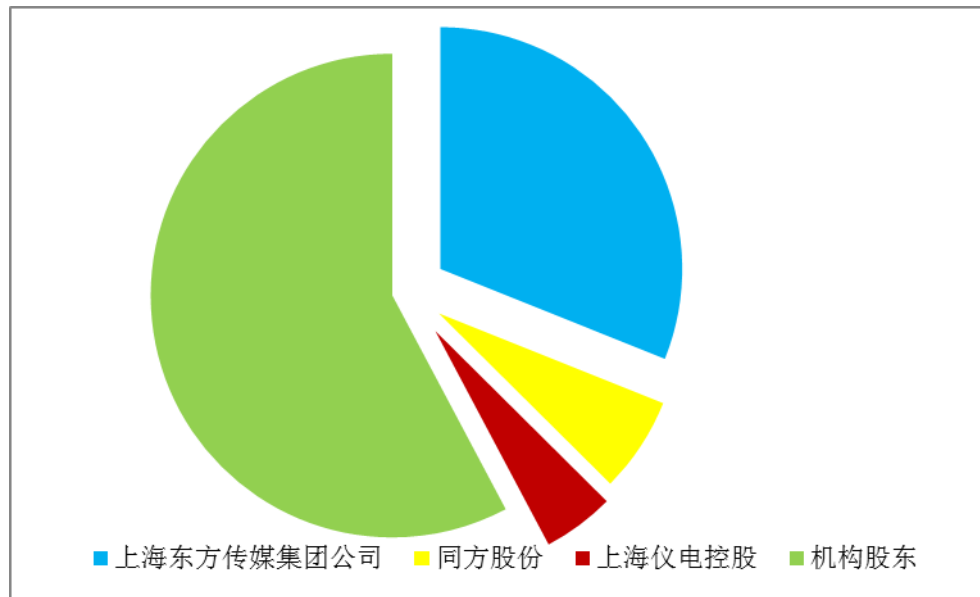


资料来源: Wind 资讯, 中山证券研究所

1.2. 股东背景保障内容品牌高起点

百视通前身系上海广播电视集团公司, 1992 年进行股份制改制, 于 1994 年 5 月上市。2011 年 2 月, 公司拟以现金 12.23 亿元向东方传媒非公开发行股份购买百视通 51.78% 的股权, 文广科技 100% 股权, 广电制作 100% 股权, 信投股份 21.33% 股份。同时, 公司拟向东方传媒外的同方股份, 恒盛嘉业等 9 家百视通其他股东非公开发行股份, 购买其持有的百视通合计 48.22% 的股份。收购完成后, 百视通, 文广科技和广电制作成为广电信息的全资子公司。东方传媒成为上市公司的第一大股东, 参股比例为 41.60%。公司的股权结构请参见下图。

图 5 公司股权结构



资料来源：中山证券研究所

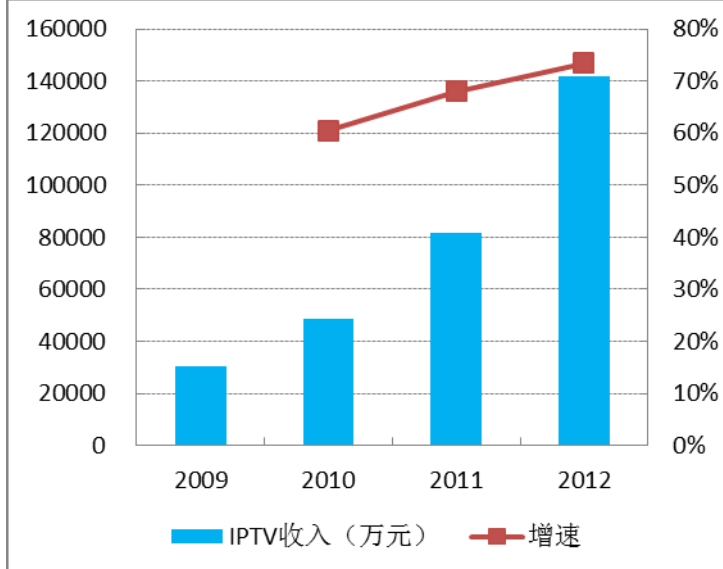
公司最大股东为上海东方传媒（SMG），SMG 是由上海广播电视台发起出资成立，是台属、台控、台管的控股企业集团公司。SMG 以传媒产业为核心业务，集广播电视节目制作、报刊发行、在线媒体以及娱乐相关业务于一体的多媒体集团。目前已经成为、中国乃至国际具有广泛影响的大型骨干文化企业。其下属东方卫视、艺术人文频道、ICS、广告经营中心、节目资料中心、版权中心及相关职能部门。下属子公司业务板块涵盖影视剧、少儿动漫、综艺娱乐、体育赛事、生活时尚、专业财经资讯、纪录片、电视购物、新媒体、大型活动内容制作、投资、运营领域，并积极进行跨媒体、跨地域拓展，构建完整产业链。SMG 强大优质的内容、主持人、采编团队及品牌资源为公司构建版权资源库、打造自有频道方面的强大竞争优势，奠定了良好坚实的基础。公司作为 SMG 的内容、品牌和价值的新媒体传播渠道方，也将得到了集团公司全力的支持。

1.3. 三维分析：国内最大的新媒体运营商与技术服务商

公司目前是国内首家专门从事 IPTV 和手机电视等新媒体的运营商，已经成为广电体系内布局最全、规模最大的新媒体公司。截止到 2012 年年底，公司的 IPTV 用户规模已经达到 1600 万户，国内的市占率为 70%，亦是全球最大的 IPTV 运营商和技术服务提供商。公司的三维比较如下：

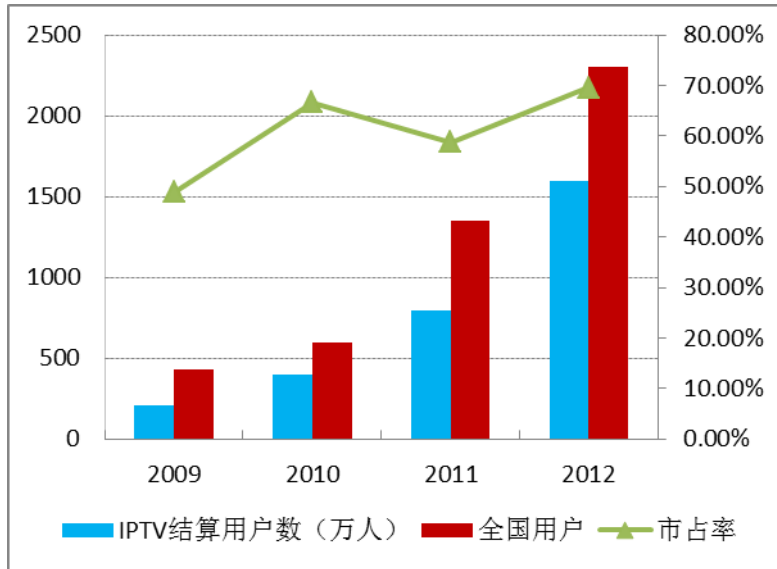
资源：作为 SMG 旗下内容、品牌和价值的重要新媒体渠道，公司得到了来自集团的大力扶持；政策：IPTV 二级播控政策和互联网电视集成牌照政策明确，减少业务发展的不确定性；管理：高管素质和背景使公司可无缝的游走于市场、政府、央企的沟通协调中；技术：公司在内容集成与监看、电子节目菜单、用户管理、计费系统、版权管理五大系统构建了全面地 IPTV 专网运营体系；产品：优质服务、内容保障、用户体验使公司 IPTV、OTT 产品拥有 90% 以上的续订率；市场：2 亿宽带用户规模打造广阔客厅新媒体空间。

图6 公司的IPTV收入规模及增速



资料来源：公司公告，中山证券研究所

图7 公司的市占率变化情况

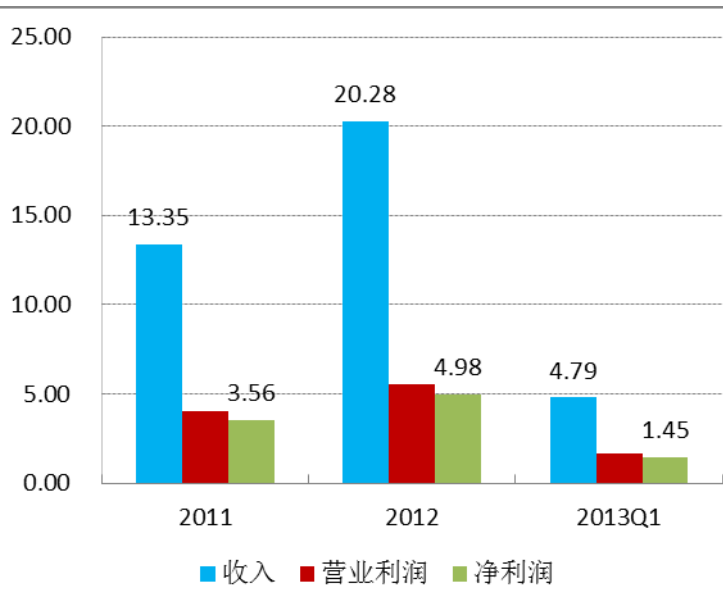


资料来源：公司公告，中山证券研究所

公司在IPTV、互联网电脑机平板视频、互联网电视及手机电视外，率先在广电新媒体行业取了卫星通讯这项差异化经营资质，使得公司成为中国“三网融合”领域方案最完整、服务能力最强的新媒体公司。

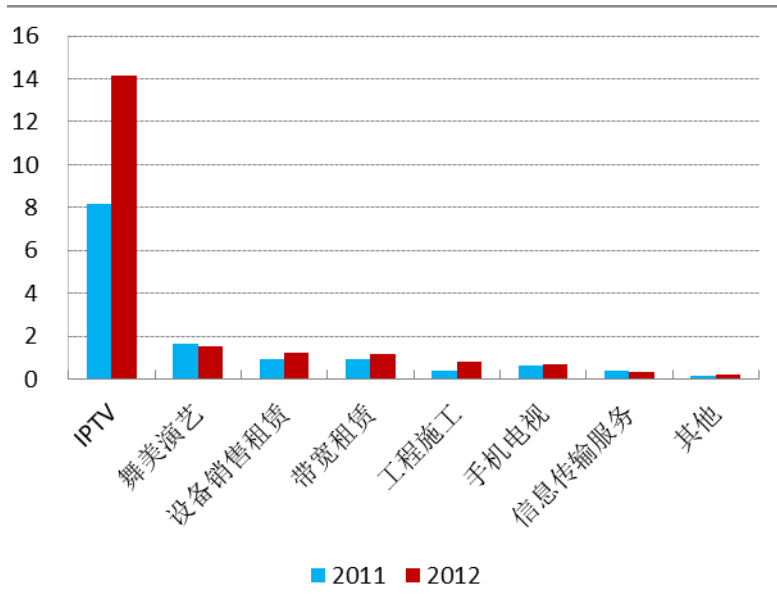
新媒体贡献主要营收。2011-2013年1季度公司实现的收入分别为13.35亿元、20.28亿元和4.79亿元，实现归属母公司的净利润分别为3.56亿元、4.98亿元和1.45亿元。广电信息重组为百视通之后，公司的IPTV收入占总体收入比例由2011年的61%上升至2012年末的70%。手机电视占收入比重3.4%，可以看出，目前新媒体业务收入构成了公司收入的主要来源。

图8 公司的营收结构



资料来源：

图9 公司的业务结构



资料来源：

2.第一重：握手各利益链方，快速圈地

2.1.网络视听新媒体日益融合化、平台化

随着传输宽带化、终端智能化以及应用移动化等几大趋势的相互作用，视听服务的消费体验、用户使用习惯及需求正在经历着快速变化与升级。越来越多的用户开始使用包括IPTV、数字互动电视、互联网电视、手机电视、网络视频在内的多种多屏的视听应用，用户的个性化需求正在得到前所未有的满足。传统有线电视网络经过数字化改造后，也逐渐具备为用户提供高清互动电视以及数据传输的能力，业务逐渐从单一化走向多元化。传统电视领域的有线、地面、卫星、移动广播电视正在与新媒体领域中的IPTV、互联网电视、手机电视等业务发生着融合，全新的基于网络的视听新媒体格局正在形成。

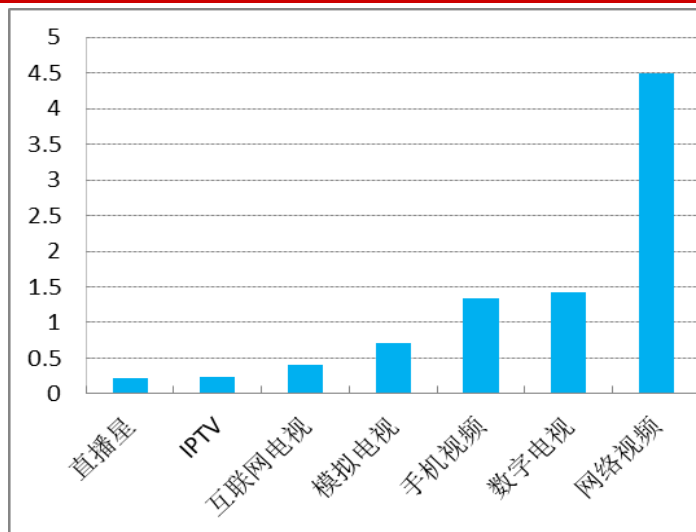
表 1 技术变迁带来的全媒体视听服务全终端全业务融合趋势

	技术变化	用户行为变迁	供应商/运营商服务变迁
硬件	高处理、高清化，3D 体验加强且成本降低	使用情景碎片化 信息渠道多元化 体验要求不断提升	扁平化：缩短内容与用户距离 智能管道化：面向应用的智能化调度、适配、定位
软件	UI、UE 易用性、友好性，业务可扩展性增强		联网化：跨网互联接入能力 移动化：适应的便携性
电信网络	宽带普及提升视频传输效率及观看体验		融合化
广电网络	双向化提升互动能力及业务部署		全业务：多业务和应用融合 融合化 全终端：跨网跨屏扩展

资料来源：中山证券研究所

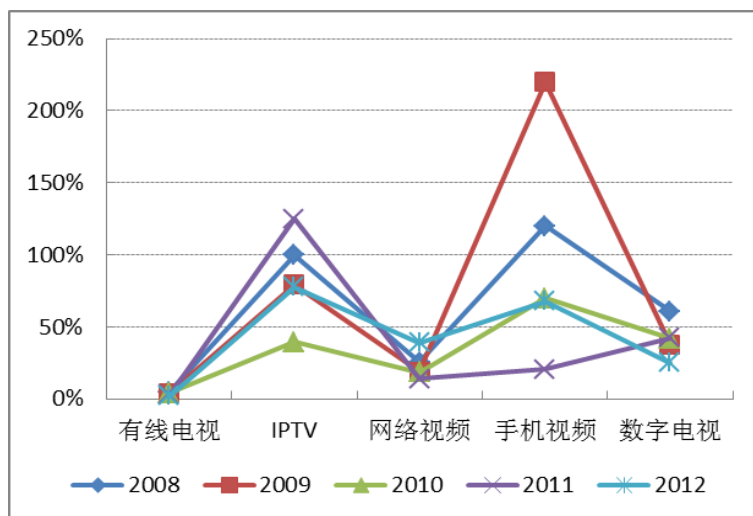
比较各类视听应用不难发现，目前 IPTV 和手机视频成为成长最快的两类应用，从体量上来看，当下网络视频用户规模最大，2012 年用户规模达到了 4.5 亿人，其次是数字电视的 1.43 亿人和手机视频的 1.34 亿人。从增速方面来看，手机视频和 IPTV 近年表现最为抢眼，2008 年-2012 年期间的复合增速分别为 89%和 82%。有线电视、IPTV、网络视频、手机视频的用户增长率可反映新媒体视听的优势：有线电视用户的年均增长率一直在 7%左右，相比之下，网络视频则在 20%左右，而 IPTV 和手机视频则在 60%左右，手机视频甚至出现过 200%以上的超高增长率。说明网络视听媒体对用户产生了较大吸引力，相比于有线电视具有明显的竞争优势。

图 10 视听新媒体的用户数量格局（单位：亿人）



资料来源：艾瑞咨询，中山证券研究所

图 11 IPTV 和手机电视是增速最快的两类视听新媒体应用



资料来源：艾瑞咨询，中山证券研究所

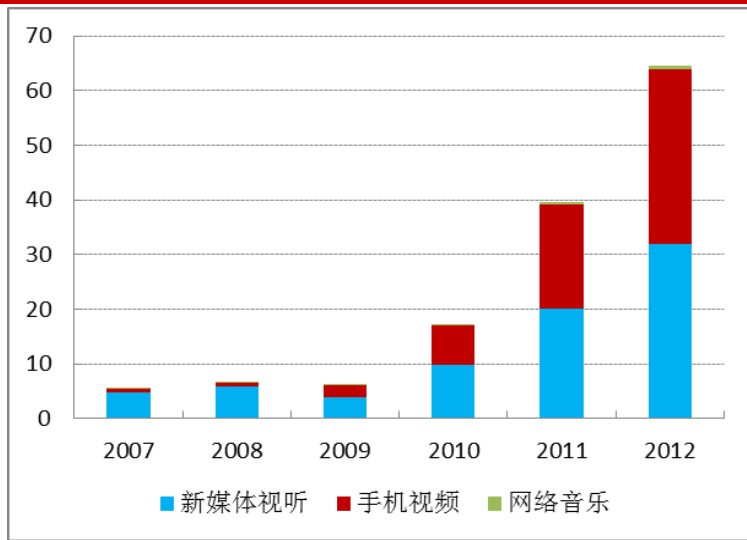
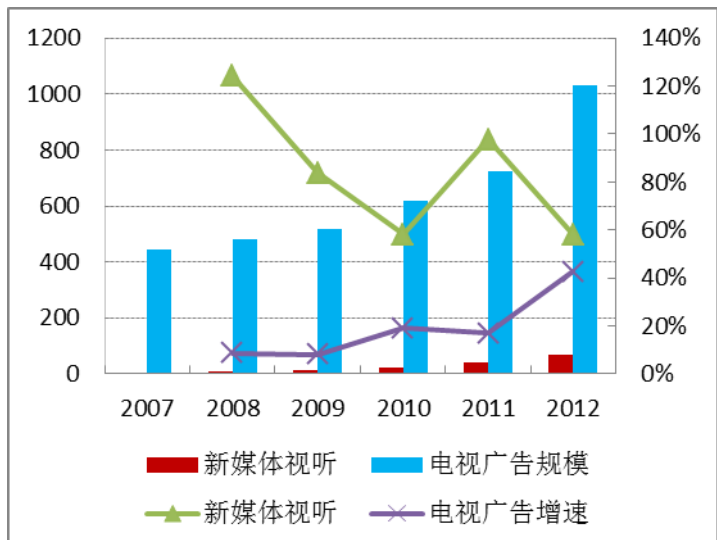
从盈利能力来看，目前整个视听产业的盈利模式主要来自于广告、付费及增值服务等。目前电视广告和网络视频仍是广告收入的主要载体，手机视频广告投放目前仍处于培育探索之中，当下体量可忽略不计。2007-2012 年，国内新媒体视频广告容量从 3.3 亿

请务必仔细阅读报告结尾处的风险提示及免责声明

元增长到 67.2 亿元，年均复合增速都超过 80%。纵向对比来看，2007-2012 年间，视听新媒体广告收入占网络广告总收入的比例从 3.11% 上升至 8.92%，成为互联网新的收入增长源。横向对比来看，网络视频 2007 年还仅占电视广告的 0.74%，2012 年已经上升至 6.51%，虽然两者差距依然十分巨大，但网络视频广告份额增速明显。视听新媒体在中国广告市场，特别是网络广告市场影响力日益重要，成为电视广告不可忽视的竞争者。

图 12 新媒体视听广告增速远超电视广告 (单位: 亿元)

图 13 视听媒体非广告收入 (单位: 亿元)

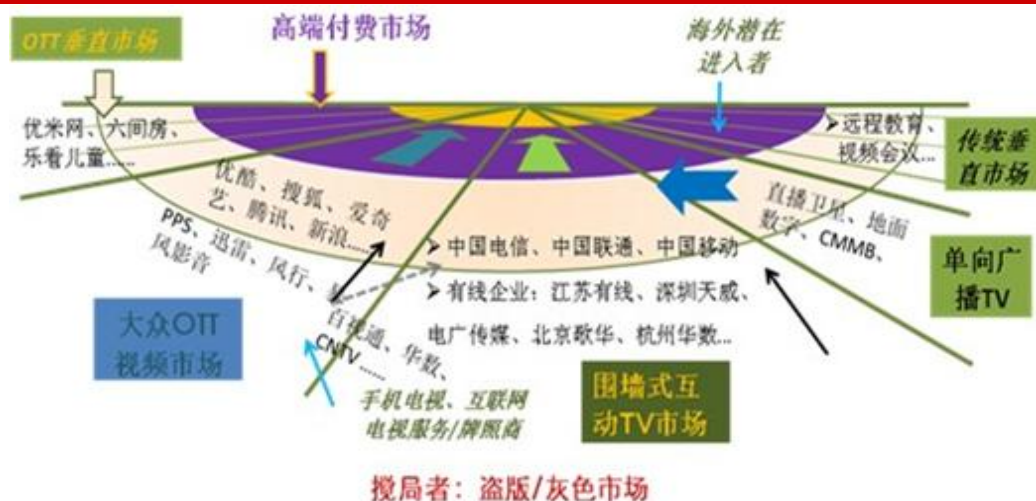


资料来源: 艾瑞咨询、中山证券研究所

资料来源: 艾瑞咨询, 中山证券研究所

技术创新加快与应用成熟促进业务融合化。在大视频竞争格局之下，各类视频服务商通过网络融合、业务融合及融合终端应用，不断推进跨网、跨屏等互动视频服务，促进业务创新。目前包括公司在内的新媒体。例如公司目前打造的“一云多屏”理念，并在用户观看方面提供的“网台互动”互动，歌华有线、天威视讯等有线电视运营商推出的 VOD 点播、时移电视、多屏互动等业务，无不体现了业务融合化在视听领域中的所在。另一方面，视听行业的竞争正在走向平台化运营：在可持续获取用户的基础上，通过平台化运营，与上下游伙伴深入合作，实现功能和业务的完善，达到规模效应。从长远发展来看，这一趋势将演变为“生态链”的竞争。我们判断，在新媒体视听领域快速发展的大势中，能够经营全融合业务、与上下游合作方利益联动、可快速抢占用户形成规模效应的新媒体平台运营商将脱颖而出。非广告市场收入来源主要是包括公司所提供的 IPTV 服务的基础业务费用、用户点播、游戏、音乐等增值服务的收入。2012 年新媒体非广告收入为 25.3 亿元，占网络视频收入的 27.35%。预计广告收入及增值服务仍将是视听新媒体领域中的主要收入来源。

图 14 新媒体视听格局



资料来源：中广互联，中山证券研究所

2.2.IPTV 是模拟电视改造中的最大受益者

相比模拟电视，新媒体视听可提供海量内容、高互动体验等与生俱来的优势。另外，新媒体视频在技术的支撑下，商务应用也得到了体现：新媒体运营商可以通过 IPTV 双向网络，快速对用户行为进行精准监测与分析，从而快速布局新业务。例如封闭架构的有线运营商上马一项新业务一般需要 6-12 个月的时间，而 IPTV、互联网电视布局新业务只需 1-6 个月。另一方面，视听新媒体带来的大视频格局促进了内容制作业、内容版权交易等文化产业发展，拉动了信息基础设施、前端数字设备、视听终端产品等信息产业发展，扩大了电子商务、视频游戏、广告、社会化营销等网络信息经济的发展。而这些因素又最终在吸纳社会资本、增加社会就业、盘活社会各类资源、带动国民经济发展与转型等方面表现出较强的影响力，因此也成为国家大力促成以三网融合为依托的新媒体视听大发展的主要动力。在这种背景下，模拟电视被新媒体电视取代已是大势所趋，数字电视本认为是传统模拟电视的取代者，但 IPTV 与 OTT TV 却凭各自的优势大有取代数字电视成为客厅媒体的主流播控方式态势。下面我们将数字电视，IPTV 和 OTT TV 进行对比，IPTV 将成为客厅视听中最为主要的形式。

表 2 国内 IPTV 与 OTT 和数字电视的对比

	IPTV	OTT	数字电视
概念对比	通过 TCP/IP 协议, 传输视音频节目以及开展各种交互增值业务的技术及运营模式	基于互联网的视频服务	专指有线数字电视
传输网络	电信 IPTV 专网	互联网公网	地方无线传输、卫星传输、有线传输
显示	目前只支持电视屏	支持多屏, 包括电视、手机、平板电脑、Pc 等	电视屏
牌照方	CNTV, 各省级电视台	CNTV、百视通、华数、电广传媒、南方传媒、中国国际广播电视台、中央人民广播电视台	广电运营商(运营方必须由广电控股)
播控管制	分为中央集成播控平台和省级分播控平台二级播控资质	通过广电总局运营的 7 家互联网电视播控平台	各地方广电自行改造
产业链参与方	电信运营商、广电运营商、内容提供商	电视机厂商、机顶盒厂商、牌照方主导、互联网企业主导产品	广电
技术标准	统一成熟的技术标准	尚无技术标准	统一成熟的技术标准
优点	(1) 用户互动体验良好; (2) 政策管控明确到位; (3) 盈利模式清晰形成具有自身造血功能的产业链; (4) 统一的技术标准有助于行业发展	(1) 开放性最好, 内容资源丰富 (2) 支持多屏显示, 用户体验好	(1) 收费相对较低; (2) 直播信号稳定
缺点	(1) 目前只能在电视屏显示; (2) 开放性不及 OTT TV	(1) 难以监管; (2) 尚未形成良好的盈利模式; (3) 版权问题难以解决; (4) 业内厂商众多, 难以形成合力; (5) 尚无统一技术标准, 不利于行业发展; (6) 不支持直播	(1) 双向交互体验差; (2) 服务于用户推广能力较差; (3) 内容资源较为匮乏
用户数量	1600 万	2012 年出货量约为 2000 万台 (包括有编号和山寨机)	1.57 亿户
趋势	有望成为未来 3 年内增长最快的客厅视听形式	需和 IPTV 或 DVB 嫁接	用户增速逐步放缓, 需改进营销推广及用户体验

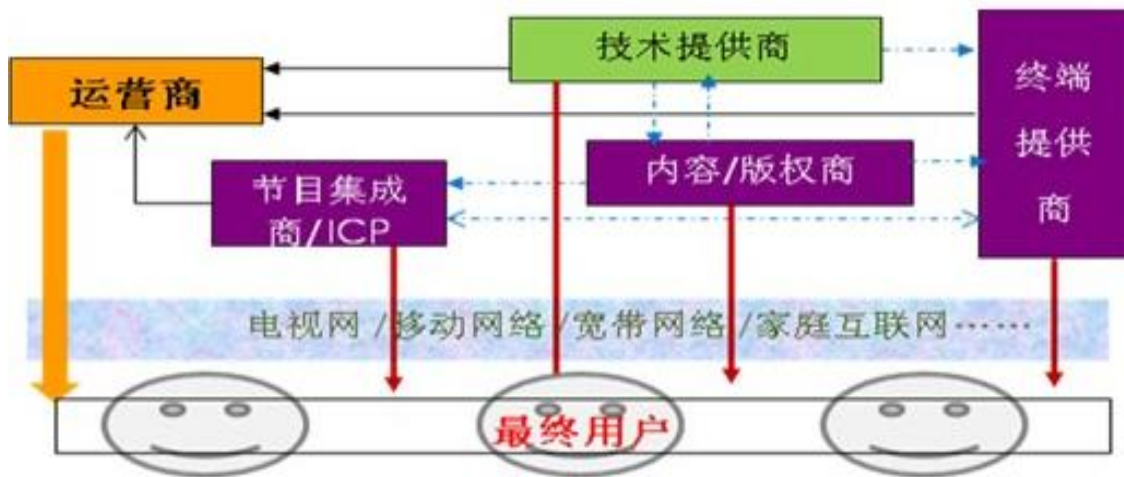
资料来源: 中山证券研究所

通过上表可以看出, 虽然广电总局本意将数字电视扶持为模拟电视的继任者, 且数字电视在基础资费和直播信号稳定性等方面较有优势, 但 IPTV 却以更好的用户体验、更优质的用户服务、以及海量的视频数据获取了更多的用户口碑。经过 8 年的发展与行业努力, IPTV 解决了政策、盈利模式、版权及技术标准等核心问题, 随着今年 5 月份 CNTV 和公司设立的一级集中播控合资公司宣告成立, 桎梏 IPTV 发展的最后一道政策问题宣告落地。而数字电视在双向交互体验、用户服务及内容建设等方面仍无进步。我们判断数字电视增速将有所放缓, 未来增速将保持 8% 左右的水准。

除了 IPTV 和数字电视外, 如今横空出世的 OTT TV, 凭借其海量内容、开放技术和优质的用户体验吸引了产业链多方的热切追捧。OTT 的核心是依靠产业链上下游资源的市场化规律, 依托用户的前向付费这一生存根基, 给予各方相应的利益回报而建立的良性循环。而在中国, 缺少付费根基难以构建良性的利益链, 且产业环境开放但无序可言, 政策监管封闭, 利益集团错综复杂, 这都使得中国的 OTT 暂时很难具备一个虚拟运营的土壤, 进而将在较长时间内处于一个盈利模式探索阶段。我们判断, 当下的 OTT TV 正如当年的 IPTV, 存在政策监管缺失、盈利模式不清、版权意识不明、技术标准不统一、无直播服务等致命缺陷。其实, OTT TV 的实质并不是像其所描述的完全“过顶传球”。其实, 对 OTT 发展

来说，技术可以过顶，但利益不可以（必须要考虑到运营商和广电的利益分配）过顶，这是任何一个产业长远壮大，健康发展的本质所在。在现有的竞争格局下，我们坚持认为 IPTV 将是未来 3 年内成长最快的新媒体电视形式。而 OTT 的互联网开放性与海量内容优势须与 DVB（电视直播）或 IPTV 的结合，解决上述的缺陷后，有望成为未来视听新媒体的新方向。

图 15 新媒体视大格局下的产业生态趋势

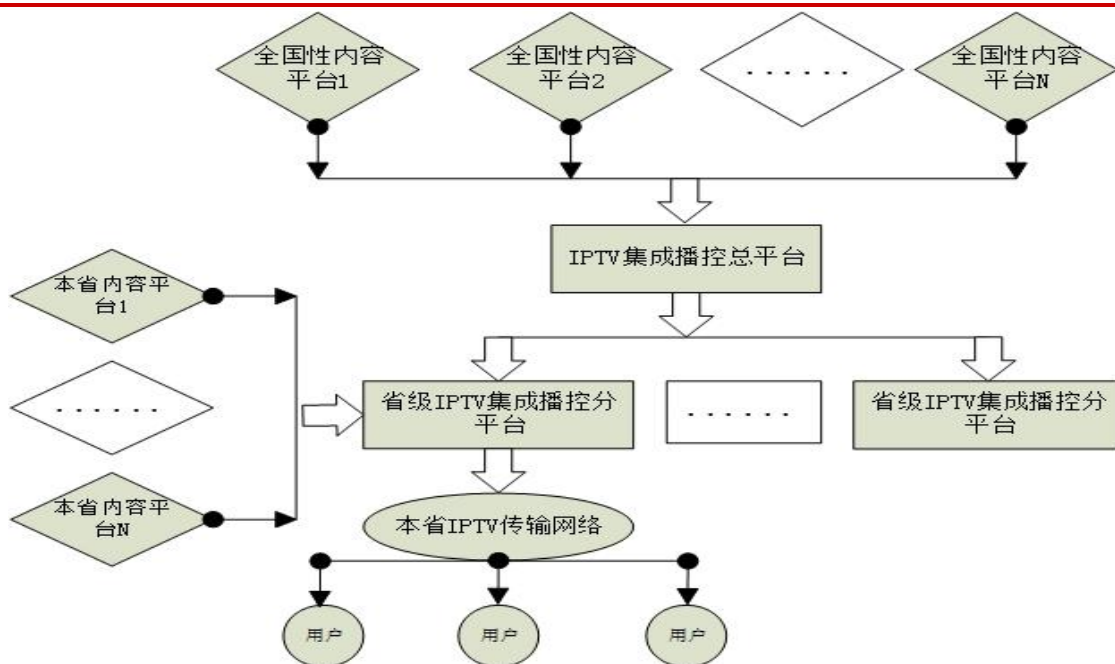


资料来源：中广互联，中山证券研究所

2.3.利益梳理清晰，IPTV 步入全面推广

牌照不是稀缺性资源，但仍是限制性资源。IPTV 处于广电和电信两个强垄断行业的交叉位置，其发展不可避免的受到国家政策的左右。经过 200-2012 年的试点阶段，IPTV 已形成了明确的二级播控平台的架构：广电总局 43 号文件明确规定 IPTV 集成播控总平台牌照由中央电视台持有，分平台牌照由省级电视台申请。全国性 IPTV 内容服务平台牌照由中央级广播电视播出机构和拥有全国性节目资源的省级广播电视播出机构申请，省级 IPTV 内容服务平台牌照由拥有本省节目资源的广播电视播出机构申请。目前来看，该制度已将地方广电与电信纳入相关的利益共同体，地方的积极性已经被调动，2013 年三网融合步入了全面推广阶段。43 号文件之后，IPTV 的二级播控体系已经确立，我们试图从产业链出发，梳理政策导向及各利益方获益手段基本明朗后，产业链各方的利益分布情况。

图 16 二级播控平台下的 IPTV 产业链



资料来源：流媒体网，中山证券研究所

(1) IPTV 集成播控平台：CNTV 与百视通强强联合

2013 年 5 月，公司与 CNTV 的合资公司正式宣告成立，这意味着此前产业链各方就利益链梳理已经达成一致，未来产业链各方将集中自身资源和渠道共同推进 IPTV 产业的发展。根据 43 号文件，IPTV 的集成播控平台收归央视下的 CNTV，CNTV 与公司的合资公司作为备份平台。合资公司的成立，一则是广电总局看到 IP 且符合用户需求趋势，且实现了“可监可控”，因此对 IPTV 的态度由封堵转变为，二是在 CNTV 播控平台始终无法取得实效情况下，且在三网融合全面展开之际，期望直接借助公司的市场运营能力和现有资源，从而帮助 CNTV 形成在播控上的突破，顺利切入 IPTV 产业链，三是借助合资公司，把原本 CNTV 和公司的市场竞争，转为合资公司的内部矛盾，形成统一战线。

此前 CNTV 在 IPTV 的市场拓展主要依托于政策支持，以及央视 3568 频道的独家优势。从我们对市场调研的情况了解，央视 3568 以及本地频道还是对用户具有较强的吸引力的。而公司在各地 IPTV 业务发展的劣势之一便在于央视 3568 节目的缺失。2012 年 5 月央视将 3568 频道新媒体分发权益从原来 CNTV 手中划归中央卫星电视传播中心，由中央卫传中心统一管理。这一调整就拉平了 CNTV 在内容资源上和公司差距同时，也将淡化公司原本的直播内容短板。在体育及影视节目方面，公司之前所投入的如 NBA、影视版权资源，会使自身内容优势得以进一步展现。

另外，虽然从形式上看 CNTV 掌握了播控环节，但公司的营运能力对 IPTV 的内容建设仍不可或缺。这是要求播控是基于监管要求而设立的核心审核职能，并非 IPTV 的核心环节。IPTV 包括的平台研发、运行和维护、版权引进、内容采编、产品设计等诸多环节，成功的 IPTV 的平台的核心在于把握用户需求的基础上，对研发、运维、内容及营销推广的能力。因此，由于其运营能力和经验的欠缺，CNTV 仍需依靠综合运维经验强大的公司来进行市场开拓和原有用户维护。

表 3 IPTV 与 OTT 相关政策汇总

时间	文件名称	内容	意义
2010 年 7 月 12 日	《关于三网融合试点地区 IPTV 集成播控平台建设有关问题的通知》 (广电 344 号文)	IPTV 播控平台实行两级架构：IPTV 集成播控平台由中央电视台组织建设；中央电视台与地方电视台联合建立试点地区 IPTV 集成播控分平台。IPTV 集成播控平台播出的节目信号经由电信企业架构的虚拟专网，传输到由 IPTV 集成播控平台管控的用户机顶盒	确立了 IPTV 播控平台两级架构的原则，其建设确保了节目内容的可管可控
2012 年 7 月 5 日	《关于 IPTV 集成播控平台建设有关问题的通知》(广电 43 号文)	IPTV 集成播控总平台牌照由中央电视台持有，分平台牌照由省级电视台申请。全国性 IPTV 内容服务平台牌照由中央级广播电视播出机构和拥有全国性节目资源的省级广播电视播出机构申请，省级 IPTV 内容服务平台牌照由拥有本省节目资源的广播电视播出机构申请	正式确立了 IPTV 合法化的地位；明确了 IPTV 二级播控平台体系的细则；将省级电视台和电信运营商纳入二级播控利益链
2011 年 11 月 23 日	《持有互联网电视牌照机构运营管理要求》 (广电 183 号文)	互联网电视集成机构必须与牌照持有者合作，所选择合作的互联网电视终端产品，只能唯一连接互联网电视集成平台，终端产品不得有其他访问互联网的通道，不得与网络运营企业相关管理系统、数据库进行连接接入互联网电视	通过对互联网电视集成业务牌照持有者、互联网电视内容服务牌照持有者进行管理，以达到管控电视机终端的目的，从而正式将互联网电视机顶盒和一体机纳入到互联网电视一体机的管理范围，有助于建立互联网电视机顶盒的市场新格局
2012 年 2 月 19 日	广电总局关于促进主流媒体发展网络广播电视台的意见 (广电 1 号文)	将网络广播电视台提升到与电台电视台发展同等重要地位，并鼓励台长兼任。体制上实行由上而下的三级整合。广电总局鼓励电台电视台与宽带互联网、移动通信网等新兴媒体结合，发展新形态广播电视播出机构——网络广播电视台	广电开始把关注重点转向自身的根基——电台电视台，为电视台的未来发展谋求成长机会。此次不仅指明发展方向，更提出了诸多实施中的细节，无论从人员配置、资金来源以及与保障措施来看，都把网络广播电视台的建设推向了各地的一把手项目

资料来源：中山证券研究所

(2) 传输方：联通和电信——网络传输保障与付费渠道的重要保障

在 IPTV 尚未发展到较大规模时，运营商起到的作用功不可没，这主要体现在以下两点：首先是网络保障，虽然目前宽带速度不断提升，但用户的需求标准也由标清提升到了高清，将来再到超清。网络带宽与用户需求之间始终存在着供需不平衡的矛盾，免费用户和付费用户对于服务的要求是完全不同的，即在用户付费的情况下，任何的服务瑕疵缺陷都会被无限放大。鉴于基于公网的网络环境存在着较大的不可控性，因此运营商搭建起来的 IPTV 专网的意义十分重要。

第二是付费通道，借助电信的付费渠道具有以下与生俱来的优势：(1) 由于用户付费习惯的养成，电信的付费通道具有得天独厚的优势；(2) 操作便捷，即点即付，满足了冲动性消费和小额多次的需要；(3) 操作者与付费者往往不是同一人（很可能消费方是学生，付费方是家长），消费没有压力，可积少成多；(4) 账单的结算灵活多样化（例如单位通讯费福利等）；全业务套餐，增加用户的购买欲望，提升营销空间；(5) 有利于形成多业务虚拟货币交易的环境，增大用户粘性。因此，在国内用户自然付费条件不够成熟，且用户数量规模仍较低的情况下，运营商渠道无疑为 IPTV 用户快速的铺开搭建了天然优质渠道。

而站在电信角度，也不希望内容平台的切换损害用户体验和延缓 IPTV 发展进程。因此，电信即使对接 CNTV 播控平台，很可能仍倾向于选择公司负责内容平台的日常建设与运营。目前深圳、海南目前正是采用这样的合作模式（CNTV+百视通+地方电信），相信以

后三方合作的模式将是主流。相对与 CNTV 的强势，不管是从自身利益分配、后续运营以及配合度来说相信地方广电部门和电信公司更加愿意和公司进行谈判和合作。

(3) 省级、地方有线网络运营商——利益调动接地气者积极性

在 43 号文件之前，国内 IPTV 的内容集成运营牌照集中在公司、CNTV、南方传媒、杭州华数、江苏电视台和华夏安业 6 家集成商。截止到 43 号文发布，除了公司和 CNTV 之外，南方传媒、中国国际广播电台、杭州华数，因为原本在 IPTV 市场上建树不大，或是受制于自身电视台身份的压力，或是受限于内容资源的缺乏，或是受限于 IPTV 牌照的地域局限性，最终都避开了 IPTV 业务，转而以互联网电视作为公司发展新目标。我们刚才已分析，开展 IPTV 业务除了要牌照之外，还需要技术平台、内容储备及人员配置等。43 号文发布之后，原本还可以借助政策优势的有线网络运营商的生存空间越加压缩，政策的多变导致市场策略的无序，竞争对手有增无减（外部竞争者 IPTV、内部的直播星和有执照的互联网电视等等），其生存空间面临进一步压缩。有线网络运营商原本还可以借助政策的优势，对 IPTV 有所限制，但随着三网融合的深度，试点城市的增加，已经日益艰难；43 文规定的播控平台合并以及总局领导对 IPTV 的推进态度，更是给予 IPTV 了更多的支撑；地方电视台的加入，将使得有线网络在本地内容上的优势也彻底逝去。

对于地方电视台而言，随着 IPTV 本身的政策通道被打开，电信运营商需要依靠他们的合作，广电总局需要依靠他们实施播控，央视需要依靠地方广电落地，而 IPTV 商业模式所带来的收益则更是地方广电的合作动力。因此，未来地方电视台以播控为手段，以利益为目标，以内容为优势，将更多掌握 IPTV 播控体系中的主导性，地方电视台的内容，虽然不是所有当地观众要求的内容，但确实电视机重要的观众群体（50 岁以上的人群）已经深深固化的观看部分。同时地方电视台的媒体资源，对于 IPTV 的传播可以起到极大的推动作用，更何况这是为自己创造营收增加的有利方式，因此其对于 IPTV 显示出明显的积极性。最后，对于地方普通观众而言，由地方电视台出面共同推进 IPTV 业务，带来的信服度有益于用户规模的扩张。

截止到今年 6 月初，已有包括云南、四川、湖南、辽宁、北京、河北、山东、海南等 10 个地区以三方合作的形式签订协议，共同推进 IPTV 业务。我们预计在领域内各有优势央百合资公司、地方电信和地方广电开展 IPTV 合作经营的形式将成为 IPTV 全国推广的主流，IPTV 用户规模有望加速扩张。

2.4. 新产品研发任重道远，全球运营商跑在路上

虽然当下高清 IPTV 已是用户体验绝佳、盈利模式健康和生态链相对完善的客厅新媒体产品，没有之一。但带宽提升、硬件终端价格下降、应用开发的不断丰富完善已经是一个不断加速和持续的趋势，而文化大部制改革将为文化行业注入更多的活力和更好的创新环境，因此将会不断的有用户体验更好的新媒体形式涌现。目前对于客厅新媒体试听的最终形式和盈利模式是服务运营商和我们都当下难以达成一致的，而 IPTV+OTT、OTT 和 DVB+OTT 是业内普遍认可几种客厅新媒体试听趋势。调研显示，大部份的专业人士（60% 以上）认为 IPTV+OTT 是未来互联网新视听的主导者。

目前公司已获批 200 项 IPTV 专利和核心软件著作权，在内容管理与分发、EPG、DRM、视频分发、智能搜索、智能推荐、收视分析与数据分析、电视支付等领域形成优势。2005 年，百视通投资数亿元，建设“三层架构、五大系统”技术平台模式，达到全球领先水平，被誉为“广电新媒体技术第一体系”。包括：IPTV 内容集成与监看、电子节目菜单（EPG）、用户管理、计费系统、版权管理五大系统，构建了“全程全网、统一管理、统一运营、统一服务”的 IPTV 专网运营体系。其技术先进程度达到全国领先水平，标志着全国广电新媒体第一平台诞生。目前，公司已拥有超过 800 人专业技术研发团队，这也是中国新媒体

最大的一支技术铁军。公司的 IPTV 技术也赢得了世界知名电信运营商的青睐。2010 年，法国电信采购公司自主研发的 IPTV 中间件技术，合同金额达上百万欧元，公司 IPTV 技术开始服务法国电信分布在欧洲、非洲、中亚等地的近 200 万用户。此外，法国电信还与百视通签署了“三屏融合”的战略框架协议，通过此次合作，公司专利技术借船出海“走出去”，填补了相关领域技术输出的空白。继法国电信平台项目合作之后，公司又与印尼签订千万级的技术咨询，开始在印尼、越南、新加坡等东南亚新兴市场全面拓展。

图 17 未来客厅新媒体视听的几种形式

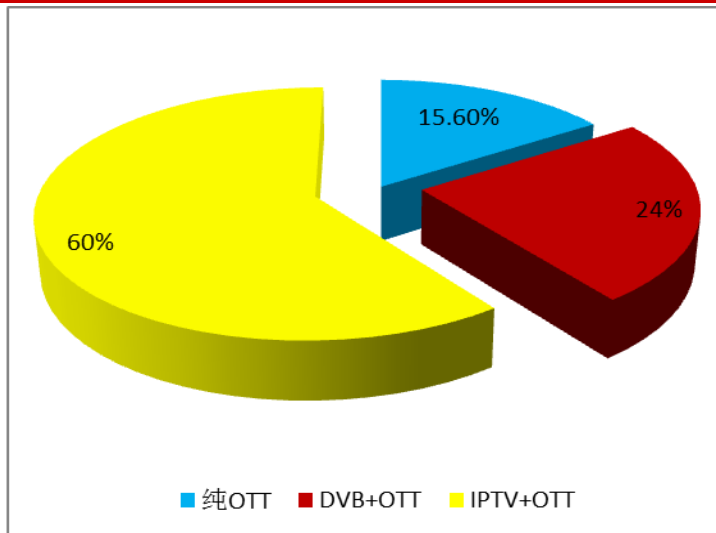
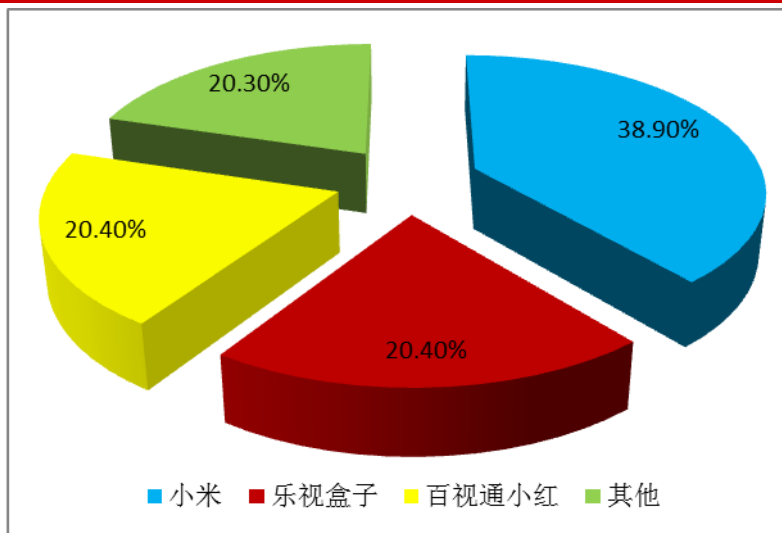


图 18 当下几种机顶盒的市场欢迎度



资料来源：流媒体网、中山证券研究所

资料来源：流媒体网、中山证券研究所

公司在现有的 IPTV 业务保障良好的现金流、运维经验和研发积累的基础上，积极投入新的流媒体产品的研发，于 2012 年推出小红机顶盒。产品一经推出，从产品外形设计、内容编排再到操作细节，都广受用户好评。除了在内容资源、用户体验方面较好外，公司还拥有了广泛的销售渠道，包括运营商（电信、联通）、公司自有网站、国美商场等。公司在国家广电总局下发的 300 万个互联网机顶盒序列号中，占据了 200 万个互，占总量的 2/3。目前公司的小红机顶盒在市场的欢迎度位列第二，仅次于小米。公司近期计划推出双核机顶盒，我们预计其用户体验和性价比方面均将较一代机顶盒有较大的提升。后续公司新产品也有望保持系统持续的更新速度，后续也有望继续开发拓展 B2C 市场，预计小红今年全年销量可达到 100 万台。

魔盒是新产品探索中的一步。5 月 17 日，公司联合中国电信共同推出了“魔盒”，该产品的实质即为 IPTV+OTT。虽然该款产品较 IPTV 或机顶盒在产品形式、功能及体验方面并无实质性的改变，增值服务体现也较为差强人意，但我们认为该产品在以下方面仍具有较大的意义：首先，魔盒强调的是 IPTV+OTT，这种产品形式有助于吸纳 IPTV 的直播和 OTT 的应用和海量内容的双向优点，为客厅新媒体的方式探索提供了重要的用户数据支持和方向；第二，公司的 OTT 和 IPTV 采取两套不同的团队打造运作，这样就可以有效避免了内容和应用重复，有助于实现 1+1 大于 2 的效果。第三，小红魔盒的商城完全由公司主导，这与原来的 IPTV 增值及电信此前的视讯魔盒的应用是由电信主导完全不同。这意味着公司在增值服务中的分成和产品引导占据了非常有利的地位，该地位的获取也与公司长期的技术积淀和运维经验密不可分。

图 19 魔盒版小红开机界面



图 20 魔盒版 OTT 链接



资料来源：流媒体网、中山证券研究所

资料来源：流媒体网，中山证券研究所

小结： IPTV 的中国式发展缘起于新媒体牌照商的市场竞争所带来的政策夹缝空间，并随着用户规模的扩大逐步由灰变白。在这个过程中，广电总局除了意识到 IPTV 在用户体验和成本上较数字电视的优越性，及较 OTT 电视的可管可控，态度也逐步由限制到放开。从监控体制上来看，二级播控平台的推出虽然会改变原有全国 IPTV 运营商的格局，对于公司来说，仍可凭借丰厚的内容储备、技术和运维经验来承担起一级播控平台的运维，并利用自身优势与地方广电共同承建起地方二级播控平台的职责，做大用户规模，为增值用户的大面积提升奠定良好的基础。央百合资公司、地方电信和地方广电三方合作协议将成为主流趋势。内容、运维和技术储备，以及持续的创新理念有助于公司不断预测或顺应市场需求开发推出的新的客厅新媒体视听产品，并不断探索新的盈利或服务模式，以保持行业的领导者地位。

图 21 IPTV 用户规模及增速预测

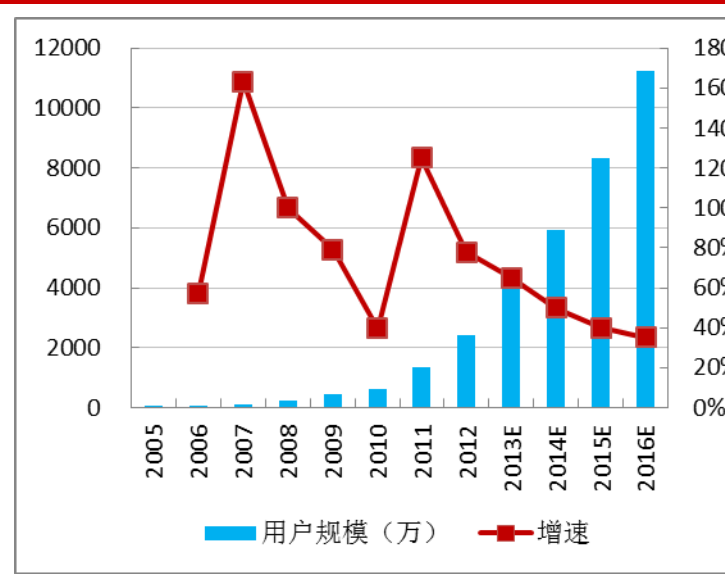
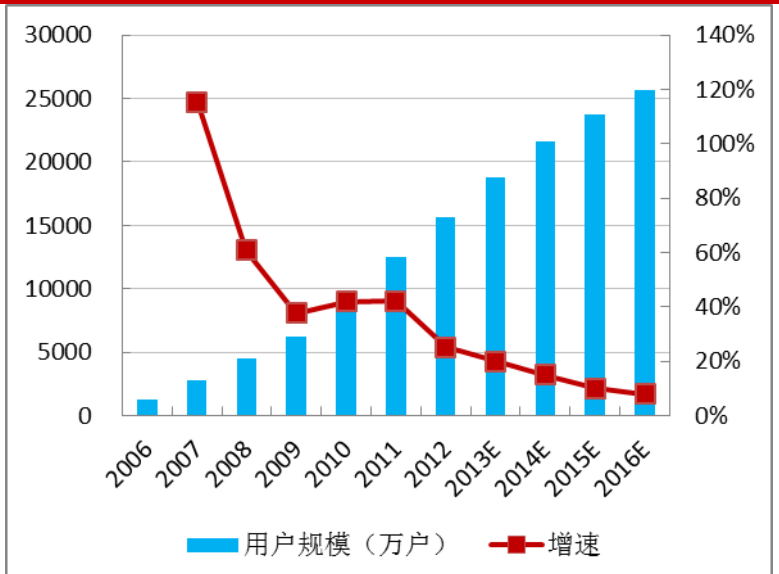


图 22 数字电视用户规模及增速预测



资料来源：流媒体网，华宝证券研究所

资料来源：流媒体网，华宝证券研究所

3.第二重：大数据挖掘是第一生产力

信息革命带来更高效的生产、流通和消费的同时，还带来了数据爆发式的增长。现在企业开始达成共识开始系统的对数据进行挖掘。对于包括公司、百度、阿里巴巴、腾讯在内的平台类公司，数据正如蕴藏能量的煤矿。煤炭按照性质有焦煤、无烟煤、肥煤、贫煤等分类，而露天煤矿、深山煤矿的挖掘成本又不一样。与此类似，大数据并不在“大”，而在于“有用”。价值含量、挖掘成本比数量更为重要。和众多行业相似，下一个传媒业的浪潮将是大数据浪潮下的新媒体竞争。公司的早在 2005 年成立之初就注重数据积累与挖掘，随着用户规模积累到千万级别以上，用户的数据价值正在不断加速凸显。目前公司正持续通过丰富在手数据金矿，可对为观众提供的内容进行优化（采购预期收益率更高的节目入库），从而实现公司旗下平台节目“差异化”内容；同时又可通过对细分用户的梳理，可通过向用户推送点播服务、精准广告、游戏、音乐、教育等增值服务，以提升自身的单位用户价值；最后，公司根据用户互动与回看数据情况，可深度挖掘出用户感兴趣的观看元素，为公司对新媒体内容领域的投资或发行奠定了更高的成功概率。

3.1. 千万用户样本锁定用户内容需求

公司自 2005 年起开始经营 IPTV 业务，目前手握 2000 万 IPTV 用户、风行网的 2200 万日均登陆用户。8 年的运营经验和庞大的用户数量二者交互作用，形成了规模庞大的数据流。通过对自身数据的深度挖掘与解析，公司可获得用户需求及市场变化等第一手的分析资料。坚持“差异化”的节目内容，正是公司对用户反馈回来的数据全面分析后制定的发展方向。

互动数据及用户基础形成良性循环。与传统的模拟电视不同，新媒体电视不再是由用户被动的接受电视播出的节目，而是通过用户自主选择自己想看的节目来收看。在这种情况下反馈回来的数据是完全真实的。公司目前仅 IPTV 领域在全国的用户总数在已经突破 1800 万，通过对用户年龄结构、开机时间段、节目驻留时间等数据的分析，再决定采购、推出什么类型的节目。公司目前确立了以用户需求为前提，推出独具市场竞争力的差异化内容，才能持续在市场上吸引更多的用户。加速成长的用户规模则又生产更多的具备挖掘意义的的数据，从而帮助包括公司在内的所有新媒体公司完成更加精准的判断和决策，提供更加具有针对性的优质服务，从而进一步提高用户粘性和市场占有率，形成良性循环。

例如根据公司 IPTV 暑期收视分析发现，7、8 月综艺娱乐和动漫节目的平均收视时长明显增加：点播数据中，综艺娱乐节目的平均时长比去年同期增长 30%，比暑期前增长 10%，青少年动画游戏类节目增长 12%。根据过往季节性报告结论，针对暑期的收视高峰，公司 6 月起对电影、电视剧、综艺娱乐、音乐、纪实、少儿 6 大产品进行了全面策划，通过版权引进和资源整合，准备了 60 余个特别专题，共计逾 5000 小时节目量。今年 6 月公司 IPTV 平台少儿版块又在现有大量“明星节目”的基础上，又引入 Fox 的全球少儿知名品牌 Cbeebies，该品牌在公司平台上建立的专区涵盖每年 200 小时的节目内容，专区视频点播服务将于今年夏天启动。加上上万小时的库存在线视频量，全方位满足了 IPTV 用户，尤其是学生用户的收视需求。另外根据东方卫视《达人秀》和湖南卫视《快乐女声》等倍受年轻观众喜爱的综艺节目成为回看收视数据的高点，且这部分受众的年龄层集中在 13-35 岁之间的研究，公司为近期东方卫视重点宣传的综艺节目《中国梦之声》设立首页专区，并针对该类节目的重点观看群体，增加了广告节目精细化营销成功的可能性。

3.2. 大数据分析建立高品质的版权资源库

通过在手用户行为数据的分析，公司不断对现有的节目结构进行优化调整，完成一系列产业运作，对影视、财经、体育、教育、音乐等节目内容大区升级扩容，有的放矢地将根据用户需求而制作的节目投放市场，成功避开版权节目竞争造成的资源浪费。

根据用户行为数据打造内容品牌。公司目前已经形成超过 40 万小时的版权内容资源库，包括高清、3D 等精品内容。近年来，随着网络视频与传统电视台争夺内容的激烈竞争，内容版权费一路水涨船高，尤以最新“热播”、“独播”创下天价。公司自 2011 年末推出了“八大明星产品”，打响“2012 百视通制造”的内容品牌。八大明星产品涵盖多屏体育、独家影视、益智少儿、海量新闻、高清纪实、电视社区、全能音乐、趣味教育等，是 IPTV 收视第一阵营。数据显示，2011 年 IPTV 用户平均收视时长达每天 4.5 小时，每周收看 5.3 天，均超过传统电视。新媒体企业聚集采购大批量内容，有利于打破版权割据格局的坚冰，形成长尾效应。

大数据有助于建立完善的内容引进运营体系。在内容上，除了来自 SMG 的内容资源，公司已经建立起了完善的内容运营体系，与香港 TVB、韩国 SBS、华谊兄弟、保利博纳等国内外知名的数百家影视制作商、内容提供商、版权提供商以及各地广电等紧密合作，其中，NBA、英超、首映院线片等独家、精品视频资源的储备量居全国首位。例如，今年 4 月公司与综艺节目制作巨头灿星签署战略合作协议，公司将获得灿星多档综艺节目新媒体 TV 端（IPTV、OTT）独家传播权。合作涉及《中国好声音》、《舞林争霸》、《中国好歌曲》等。公司则借平台优势为灿星提供传播服务，并围绕灿星内容，与灿星联合拓展广告领域。其中公司将在平台设立“灿星专区”，并与灿星围绕专区另外打造一档原创栏目，增强收视体验。灿星提供其他卫视所播的《中国好功夫》等节目幕后花絮，公司利用传播平台对外传播独家资讯，栏目将单独招商运营。更重要的是，公司建立起一套完整的数字版权保护系统，保证了视听内容的正版传播，有利于电视以及互联网产业的良性发展。公司目前保证每年 5 万小时的引进量。

表 4 公司部分 IPTV、互联网电视的战略合作方

节目类别	内地合作方	海外合作方
电影	华谊兄弟、保利博纳、光线传媒	索尼、环球、华纳、迪士尼、福克斯、派拉蒙
电视剧	海润影视、中影、华谊、博纳、光线、海润、华策、克顿传媒、西安曲江	Tvb、Sbs、索尼、环球、华纳、迪士尼、福克斯、派拉蒙
动漫卡通	原创动力、奥飞动漫	迪斯尼、Cbeebies (BBC)、Baby TV (Fox)
娱乐	灿星娱乐	维亚康姆
体育	中超	NBA、英超、澳网
纪实	东方传媒	BBC、Discovery

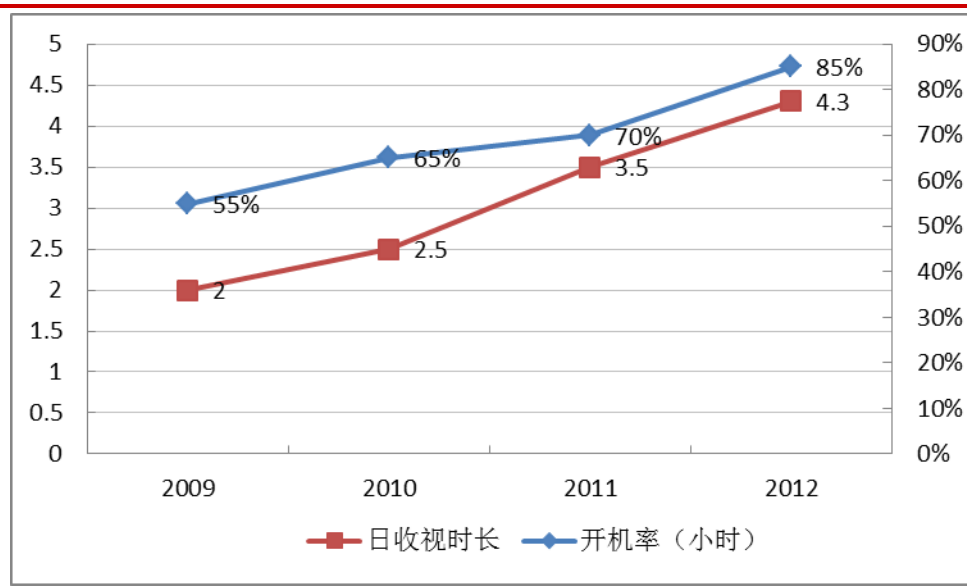
资料来源：中山证券研究所

数据分析保留高收视率精品。公司数据研究院通过 2011-2012 年全国用户机顶盒数据分析，综合用户点击量、用户粘度、收视时长等要素，从内容总库中划出八大最受用户欢迎的八大“明星产品”。这八大明星产品也代表了当今主流受众最关注、最具发展潜力的新媒体内容板块，对“百视通制造”这个内容品牌的未来发展起到了风向标作用。经过 7 年的扎实探索，公司走出了“从海量到精品”、“从集中到集成”、从“电视内容到互联网产品”的广电新媒体内容板块发展之路。将传统电视内容融入互联网元素，多元化、多角度集成编排，满足不同层次细分受众的需求。以刚刚播出的电视剧《流泪的新娘》为例，该片在国内传统电视频道播出的收视率稳定在晚间黄金档前三甲，在平台上的点播量进入“电视剧每日网络播放量”前十，仅次于《甄嬛传》。在细致到位的数据分析基础之上，公司的内容目前形成了包含影、电视剧、综艺娱乐等在内的 8 大版权库。符合观众需求的内容选择与到位的推送，使得公司 IPTV 用户的开机率、续费率都是市场上最高的。再如：为 20-35 岁男性为主的球迷用户提供“英超”、“NBA”等整赛季全赛事节目，仅 NBA 全年放送量就达 1000 小时；为喜欢音乐娱乐的年轻人提供 MV 欣赏及综艺娱乐专题；为 2-16 岁少年儿童群体提供超过 5 万小时的动画片、青春剧；国内首款 IPTV 虚拟儿童电视社区“星星

国”，融视频、游戏、娱乐活动、互动交友为一体。这些个性化的内容，可供用户任意点播、回看、甚至边看电视边交友，让看电视重新成为年轻观众的爱好。

独家全面合作战略保障高用户体验与接受度。公司目前已经形成超过 40 万小时的版权内容资源库，包括高清、3D 等精品内容。近年来，随着网络视频与传统电视台争夺内容的激烈竞争，内容版权费一路水涨船高，尤以最新“热播”、“独播”创下天价。公司新媒体通过与香港 TVB、韩国 SBS 等国际国内著名产剧大鳄达成全面战略合作，第一时间实现“新片速递”。90%院线大片上映一个月后即从影院“送进”客厅，数千小时最新电视剧同步热播，构建起全国品类最全的新媒体影视片库。

图 23 公司开机率已经达到 80%以上



资料来源：流媒体网，中山证券研究所

人均周收视时间 4.5 小时，用户粘性强。目前公司的 IPTV 人均收视时长每天 4.5 小时，比传统电视长 1 小时，且也高于 UGC（用户生成内容）类视频网站的 40 分钟。开机率目前已上升至 85%，春节期间的开机率可达到 90%以上，与传统收看模拟电视用户的群体不同，IPTV 和互联网电视用户通常是“年轻夫妻加少儿”的三口之家，其用户粘性远高于与传统电视和视频网站用户。

3.3. 发掘用户观影要素，提升投拍成功概率

大数据挖掘除了可保障公司精选节目类型及内容，设计节目位置，精准推送广告之外，还有助于改善通过挖掘观众的观影爱好及需求要素，为公司进军产业链上游——内容制作领域提供了充分的保障。借住大数据分析，通过与合作方探讨联合投资拍摄影视剧、大剧精细化运营与整合营销等深层领域的合作，公司在保证节目制作质量的同时，公司将自身的新媒体的传播营销渠道优势和节目的内容优势发挥到极致，最终实现了全产业链的无缝对接。

电视剧方面，今年 5 月，公司宣布成为话题情侣李晨、张馨予担当主演的医疗题材电视剧《到爱的距离》的联合出品方。公司通过前期投资的方式进入参投电视剧投资，是新媒体运营公司从下游版权的购买方向上游影视剧制作领域渗透的表现，将有助于催生更多的优秀影视剧作品。另外，这一方面减少了内容产业链流通的中间过程，实现了无缝对接，另一方面也可通过精心优质剧集，从而避免市场上过度同质化的竞争。公司的新媒体互动传播和渠道优势，也有助于公司投拍影视剧的推广。今年 6 月公司与国内最大影视制作集团海润影视达成战略合作协议，公司除了在 IPTV 平台建立“海润影视专区”之外，获得

海润 2013 年部分新剧的优先购买权、未来每年有 8 部以上的海润新剧外，双方还将联手进军内容制作领域。公司将参投拍摄海润新剧，并购买新剧的。公司旗下全平台和海润衍生影视商品资源，都将参与其中。公司与海润的合作案，标志着国内新媒体行业与内容产业的合作步入一个新阶段，即从简单的内容分发走向版权运营、商业开发、资本嫁接的产业联盟式合作。这将有利于整合产业链上的优势资源，强化稳定的长期合作，提升双方品牌影响力，快速推动中国新媒体产业的规模化发展。

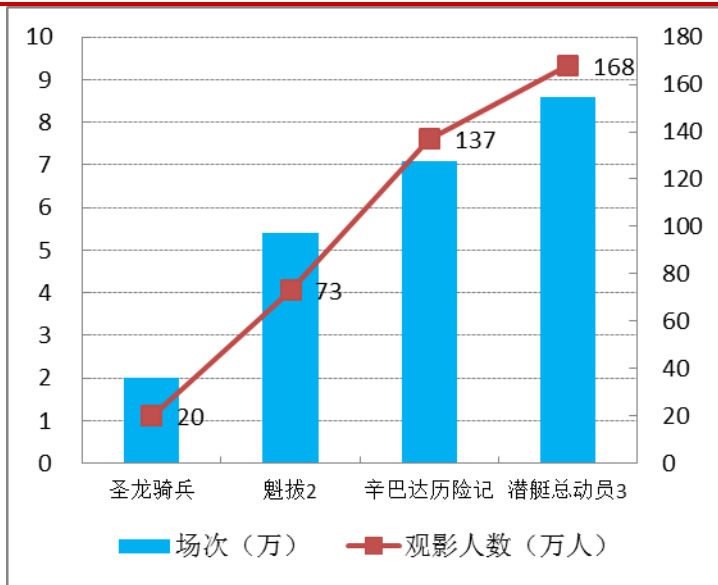
表 5 公司近期投拍的卡通电影

节目类别	合作方	品牌影响	票房	上映时间
《我爱灰太狼》	卡通先生	2005 年推出后在全国近 50 家电视台热播，最高收视率达 17.3%，大大超过同时段播出的境外动画片。在中国香港、中国台湾、东南亚等国家和地区也风靡一时。获国家动画片最高奖“优秀国产动画片一等奖”	7250 万元	2012 年 8 月 10 日
《辛巴达历险记 2013》	卡通先生		3745 万元（上映中）	2013 年 5 月 31 日
《我爱灰太狼 2》	原创动力、卡通先生	同《我爱灰太狼》	未上映	2013 年内地、新加坡、马来西亚同步上映
《熊出没》	卡通先生	《熊出没》2012 年登陆央视少儿频道后，拿下同期收视排名第一和非黄金时段收视冠军的佳绩，网络的单日点击有数千万之多；获“五个一”工程奖、“美猴奖”最佳动画、优秀国产动画一等奖、最具产业价值影视动画形象奖等	未上映	2014 年

资料来源：中山证券研究所

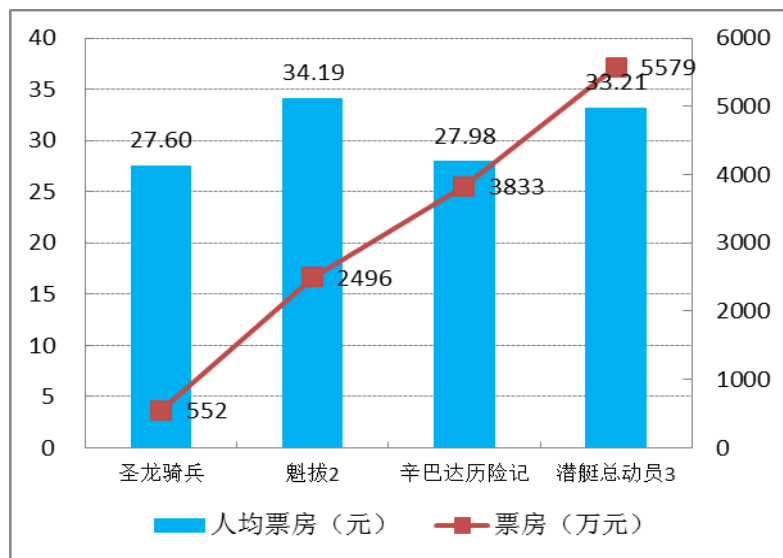
电影方面，2012 年公司宣布《前女友的第二场婚礼》为公司“特别关注电影项目”，对前期制作进行创投，对宣传/发行进行介入，并通过新媒体版权优先购买，保障影片的传播和推广。公司投拍的《我爱灰太狼》最终取得了 7250 万的票房，位于 2012 年动画电影的第四位（前三位分别为《冰川时代 4》、《马达加斯加 3》、《喜羊羊开心闯龙年》等系列电影）；2013 年 5 月 31 日公司与卡通先生合拍的《辛巴达历险记》，首日取得 2000 万元的票房，截止到 6 月 23 日累计票房超过 3800 万元，位列同档期上映的动画电影票房第二位，仅次于系列电影《潜艇总动员 3》。公司在第二次涉足动画电影投资就取得了良好的战绩，我们认为这与公司长期对于节目类型和具体的少儿节目互动数据库的积累分析密不可分。公司和原创动力、卡通先生等机构出品的电影《我爱灰太狼 2》，在电影节上宣布将于 7 月 26 日在中国内地、新加坡、马来西亚同步上映。2013 公司与卡通先生联合制作的动画电影《熊出没》将于 2014 年上映，预计在公司的数据分析、新媒体营销及投资影片的品牌效应三重保障下，接下来上映的两部影片将取得不俗的表现。

图 24 《辛巴达历险记》同档期卡通片的观影场次与人数



资料来源：流媒体网，中山证券研究所

图 25 《辛巴达历险记》同档期卡通片的人均票房及票房对比



资料来源：流媒体网，中山证券研究所

娱乐综艺方面，近几年来，从《超级女声》、《非诚勿扰》，到《中国达人秀》，新颖、优秀的娱乐节目在公司的新媒体平台上的传播往往能够造就全民的狂欢和巨大的舆论效力。从7月1日起，由公司新媒体与上海新娱乐传媒有限公司共同出品的真人秀节目《天哪！我们变小啦！》登陆上海新娱乐频道、北京文艺频道、深圳娱乐频道等十多家电视台以及风行网，并于百视通 IPTV 娱乐看吧上线节目专区。公司参与出品该节目，使新媒体对电视娱乐节目传播的参与，从最后的播出阶段，提前到前期投入与制作阶段，从被动的选择版权内容购买，变为主动参与到内容的选择与生产；这是公司新媒体积极进入上游产业链，实现台网联动，谋求综艺节目版权突破的重要一步。

2006 年至今，影视剧的新媒体版权大战经历了令人瞠目结舌的大起大落；价格竞争之战不仅对许多视频网站资金投入造成巨大影响，同时也使得观众面临收看内容单一的局面。公司主动参与上游制作环节，变单纯购买为先期投入，在如今的新媒体视频行业竞争环境下，不仅是为了优化自身竞争力，顺应市场环境的需求，更将公司的用户数据分析与价值提升挖掘到新的高度。公司延伸至影视剧、综艺娱乐节目制作所在的产业链上游，拓宽投资方向，从制作阶段起参与投资，一方面是能够避免价格的不良竞争，以更加优化的模式取得内容资源。

3.4. 用户分析打造差异化竞争策略

IPTV 与互联网重要不同点之一在于加入了电视节目直播，公司无论是在节目点播还是自有频道运营方面都不可避免的面临了来自于直播频道节目的竞争，表 5 列出了公司对于卫视直播节目所进行的差异化节目部署。

表 6 公司对于卫视同类型节目的部署

节目类别	CCTV 对应频道	公司对应服务	公司的相关内容
综艺娱乐	CCTV3	IPTV 综艺频道、IPTV 娱乐点播节目	综艺频道：魅力音乐、七彩戏剧、特别精选、娱乐精选、综艺、怀旧金曲、音乐疯 娱乐点播代表：内地、港台、韩国和欧美最经典最新的娱乐节目（代表：情书、中国梦之声等）
电影	CCTV6	IPTV 电影频道（海外影院、动作影院、超级影院、经典影院）首映专区、点播专区	与华谊兄弟、保利博纳、派拉蒙、迪斯尼等海内外著名的版权内容商建立了建立合作，经典、最新的影片及时上线
电视剧	CCTV8	IPTV 电视剧频道（白金剧场、都市剧场等），点播专区，热播电视剧	与海润影视、中影、华谊、博纳、光线、海润、华策、克顿传媒、西安曲江、原创动力、Tvb、Sbs、索尼、环球、华纳等海内外内容商建立起全面引进系统，及时引进最新的高收视率电视剧
体育	CCTV5	五星体育、劲爆足球、劲爆体育、极速汽车、欧冠、中超直播、瑜伽	中超、英超、意甲、欧冠、NBA、CBA、澳网
少儿	少儿频道	IPTV 少儿频道、哈哈、星星国等	与原创动力、BBC、迪斯尼、Fox 等建立起了长期卡通及少儿节目引进合作

资料来源：中山证券研究所

数据分析使得公司保留了收视率最高的细分节目类别，专区形式也使得公司的营销也可有助于公司把握细分客户的需求。通过大数据研究公司可以根据最新的热点，定期推出节目专区吸引用户，相比卫视频道更加灵活的内容营销策略也有助于改善突出差异化的内容竞争优势。

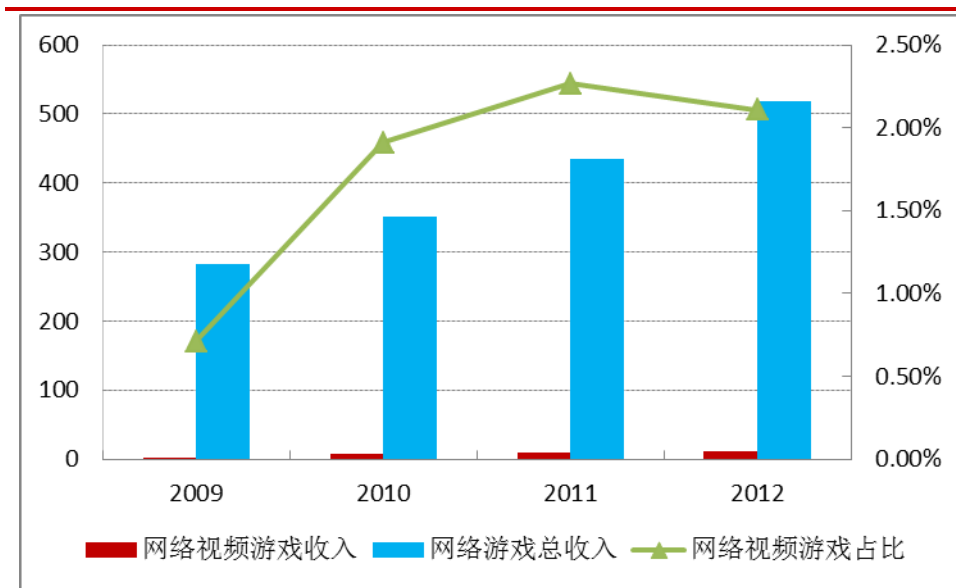
表 7 建立在大数据基础上的相关视频增值业务

增值服务类型	内容
精准广告	在对网络视听用户精准数据分析上，展开精准化广告推送，提升广告价值
电子商务	通过视频内容吸引客户，借此展开与内容相关的商务和服务的线上线下交易
视频游戏	将视频流量转变为视频游戏流量
视频搜索	互联网海量视听视频内容相关的搜索，满足用户信息需要
社交电视	基于用户收视的互动性需求进行视频社交，并开展相关的增值业务
卡拉 OK 和电台	通过免费音乐吸引用户，在此基础上推送在线 K 歌，语音聊天室等业务

资料来源：中山证券研究所

除了内容精准提供之外，公司还可以利用其广泛的人群覆盖及流量拉动网络广告、电子商务、网络游戏等行业的发展。例如，2009-2012 年间通过网络视频获得的游戏联运收入从 2 亿元增长到 10.8 亿元，占总营收比例保持在 10% 以上。在线视频游戏联运所获收入占网游市场规模比例从 0.71% 增长到 2.09%。表明其拉动作用明显。各方已开始利用视频的入口价值。如 2012 年乐视网与电商京东网合作，用户如果在观看影视剧时产生想要购买剧中商品的想法，只需点击视频旁边的商品链接即可。爱奇艺、天猫商城等都推出了类似的视频购物业务。爱奇艺、优酷等也正在尝试个性化广告推荐业务，根据用户行为检测分析，向其推荐不同类型的广告，以提高广告效果，最终提高视频行业的盈利水平。六间房、QQ 音乐、酷我音乐、搜狗音乐等也开设了秀场、卡拉 OK 吧、个性电台、聊天室等业务，在规模用户基础上实现增值业务转化。

图 26 视频游戏占网游收入比重逐年提升



资料来源：艾瑞咨询，中山证券研究所

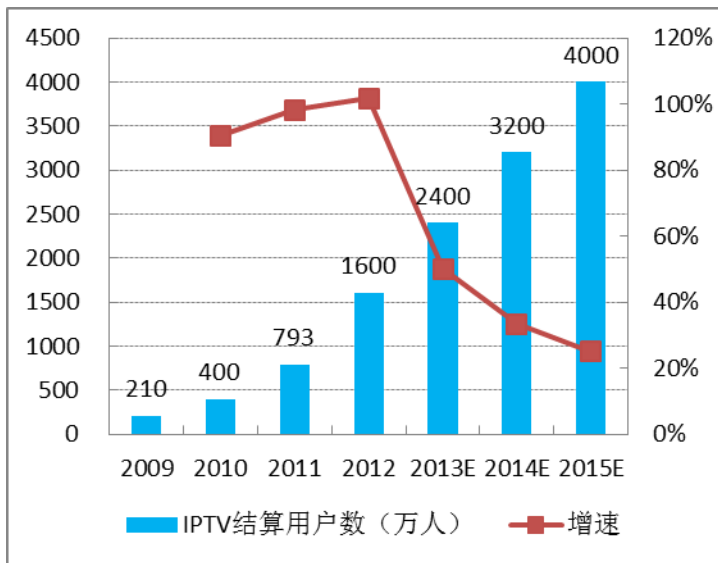
3.5.前端收费，中端广告，后端增值

在国内视听新媒体快速成长过程中，IPTV 业务在国家“可监可控”、政策明细下，将成为三网融合政策中主推的新媒体视听形式；加之产业链自我造血功能完善、各利益方回报协调完善的情况下，IPTV 业务将迎来快速成长。公司优质丰富的版权资源、充分的技术储备、长期运营经验均使得公司可成为产业快速发展的最大受益者。快速提升的用户基础及与生俱来的双向传输优势则保障了公司可在高品质的数据矿中充分挖掘用户的需求，为后续的精准营销、电子商务推送、游戏音乐推荐奠定了强有力的基础。网络宽带传输效率的提升与高清版权资源的配套同步，电信的大力营销，可保障公司高盈利的高清 IPTV 占总体新增用户比例的提升。

2012 年公司的 PPV (点播) 实现了 2 亿元的收入 (与电信的分成比例是 1:1)，同比增长了 100%，实现广告收入超过 1 亿元。2013 年公司将推出一系列的更加针对用户细分化需求的点播包，例如：OTT、IPTV 都有 NBA，每个产品都是可以收费的，一次性的产品规划，多个屏都可以用，用户体验和内容是一模一样的，这样节省了成本；以后的收费模式可能会采取包月电视，赠送手机一个月；再如有些好莱坞的大片不进院线，公司也通过分析引进，通过把优质产品前向颗粒化，对外就是产品化，以扩大收入规模。我们预计 2013 年公司的广告收入和增值点播仍可保证 80% 以上的增速。

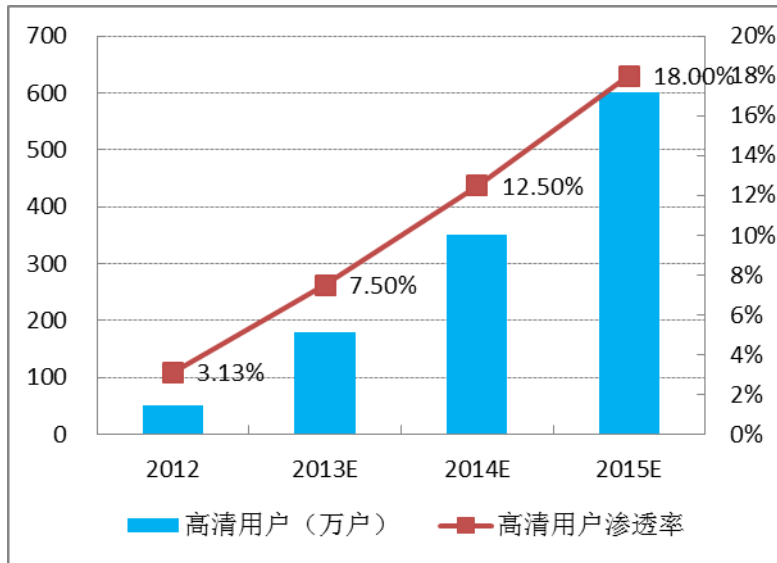
将海外用户考虑在内，我们预计 2013-2015 年公司可达到的 IPTV 用户规模分别为 2400 万、3200 万和 4000 万户，对应 ARPU 值分别为 90 元、97 元和 105 元。其中高清 IPTV 用户分别可达到 180 万、400 万和 720 万户，对应渗透率分别为 7.50%、12.50% 和 18%。

图 27 百视通 IPTV 用户规模及增速预测



资料来源：流媒体网，中山证券研究所

图 28 百视通高清用户数及占比



资料来源：流媒体网，中山证券研究所

4.第三重：新媒体技术与华语内容输出的承载者

公司在 IPTV 和 OTT 等新媒体领域的技术、运维、内容版权和产品设计方面积累了丰富的经验及深厚的优势，并保持着公开放的心态和良好的国际化视野。目前公司在手握丰厚的版权资源及充分的新媒体技术积累的背景下，正通过向海外输出新媒体技术与版权，以寻求国内文化传媒企业的国际化发展道路，抢占国际新媒体文化的制高点。公司出口目前采取了三步走的措施：首先，以地域文化与内地具有较大可比性的印尼为切入点，通过向印尼最大的运营商印尼电信输出包括 IPTV 等新媒体技术、运维服务和内容，来拓展开辟东南亚市场；第二，通过与法国电信合作向整个欧洲地区传播；最后，公司或通过向北美的运营商达成合作，向北美地区拓展业务。基础搭建方面，公司通过竞拍广通网络，完善卫星业务，提升了传输效率并有效降低了传输成本，为公司的新媒体技术、服务和内容向美洲地区拓展奠定了良好的基础。

4.1.卫星通讯降低成本兼提升效率

公司 2013 年 5 月竞购上海广通网络 100% 的股权，将卫星通讯资质收入囊中，国内绝大部分广电类企业不具备卫星通讯牌照资源，公司在 IPTV、互联网电脑机平板视频、互联网电视及手机电视外，将率先在广电新媒体行业取了这项原属通信领域的差异化经营资质，使得公司成为中国“三网融合”领域方案最完整、服务能力最强的新媒体公司。

收购广通网络后，公司除了可以切入到通讯卫星直播服务外（2013 年 5 月全国直播星“户户通”用户已达 869.3 万。此前政府制订的目标是，到 2015 年，将发展到数亿用户），更重要的事有助于降低公司直播节目的传输成本，奠定了公司节目海外输入输出的基础，为公司全球化的新媒体技术和内容的输出奠定了良好的基础。

例如公司自 2009 年开始获得 NBA 联盟通行证，成为全球除北美外唯一获得 NBA 版权的企业，包括未来 4 年 NBA 全赛季的直播、点播新媒体版权。此前公司都通过租用的两根海底光缆，直接从北美向上海传输 NBA 高清视频，赛事播出与北美赛事完全同步。百视通 NBA 联盟通行证每年超过 1200 场的 NBA 季前赛、常规赛和季后赛，每天多至 14 场比赛，其中可以同时直播 8 路高清信号。未来随着公司高清业务占总体业务传输比例的

提升，对于全球性业务传输成本的压力会有所加大，通过收购远程卫星网络业务则有助于改善传输成本，弥补公司在全产业链发展的关键环节

广通网络主要聚焦于卫星网络及远程应用等业务，致力于成为国内一流的 VSAT 卫星网络运营服务与远程应用服务提供商，公司目前正服务于环保、气象、石油、民防、远程医疗等许多高成长性行业。早在几年前，广通网络便率先成为国内首批中标直播星“户户通”工程的企业，属于业内少数具备直播星网络基础研发、全系列产品、服务的厂商。卫星通信网服务是电信领域一项基础服务，由工信部负责行业准入资质审批。国内绝大部分广电类媒体企业缺少这一资源。收购案意味着，在国家三网融合政策背景下，广电行业与电信行业正通过资本手段加快推进“双向进入”进程，而公司在 IPTV、互联网电视及手机电视外，将在广电新媒体行业获得一项原属通信领域的差异化经营资质。

4.2. 借助地域优势，东南亚为突破口

2012 年 6 月公司与印尼电信（印尼最大的信息通信和网络服务提供商）签署资本合作备忘录，根据备忘录约定，双方计划成立合资公司，合资总额预计将达 2000 万美元。公司与印尼电信将以合资形式开展包括内容制作、整合分发、动画制作、多媒体管理系统、频道运营、数字影院系统、直播卫星（DTH）及有线电视运营、电子商务等媒体业务。公司全球内容分发体系“百视云”平台将为这些合作项目提供支持。并进行互联网电视机顶盒 Groo Blue 的联合推广，百视通将全方位介入印尼 IPTV、互联网电视、手机电视、直播卫星及有线网络等媒体业务的技术、内容和运营，全面打造“技术搭台、内容共建、市场联营”的中国媒体跨国合作新模式。此外，两家公司还将在未来进行互联网电视机顶盒 Groo Blue 的联合推广。2012 年 10 月，公司与印尼电信在上海签署卫星直播电视合作备忘录，将联手拓展印尼直播卫星市场。公司与印尼电信将联合组建直播星运营团队，共同启动直播卫星电视的技术平台搭建和业务模式探索。行业预测，双方合作在 2 到 3 年内建成覆盖更广、传输更快、画质更高印尼卫星到户服务，与 6 月上线的新媒体多屏视频业务 Groovia Lite 一起，成印尼电信向综合性媒体集团转型的核心动力。目前印尼国内的直播卫星电视用户占比不到 3%，潜在市场规模预估在 2000 万-2500 万户。

公司选择印尼作为海外拓展的切入点主要基于以下几点考虑：首先，印尼人口数量众多，市场拓展空间较大，印尼是世界第四大人口大国，总人口 2.23 亿，其电视用户数居东南亚国家和地区首位。但目前印尼的电视传输技术以开路电视为主，有线电视用户仅有 100 万左右，相当于十多年前中国的状态，前景巨大。第二，印尼电信作为其国内最大的电信和多媒体服务企业，2012 年总收入达 74 亿美元，用户数超过 1.2 亿，到 2015 年年底，印尼电信计划其信息服务、媒体服务和教娱技术增值服务的收入占比从 2011 年的 9% 增加到 15%。第三，印尼不存在国内电信和广电分立、利益割据的局面。印尼电信在该国实行“一张账单”制，即每个用户以家庭为单位，电视、电话、宽带都由一家运营商提供服务，每个月一张账单，这为 IPTV、互联网电视在印尼健康的发展提供了良好的政策环境，避免了在国内由于广电和电信之间复杂且敏感的利益纠葛带来的阻碍产业发展的困境。第四，印尼用户具备良好的付费习惯，而印尼电信的用户 ARPU 值（每个用户的平均收入，高端用户越多 ARPU 越高）为户均 100 美元以上，这比中国国内高 6 倍左右。最后，印尼与大陆在文化和历史上具备较多的相似之处，这可有效降低公司推出符合东南亚当地特色并令用户产生付费产品需求节目的难度。

公司与印尼市场的合作将采取以下几步：首先，合资公司在技术平台搭建完毕后，前期将对一部分内容先免费试用，根据用户的接受程度定具体的价格。但只要有用户捆绑了 IPTV、互联网电视等服务，即使在免费试用阶段，公司也将会有收入到账。第二，合资公司将在完成平台改造基础上，每年先引进大量欧美、亚洲、日韩等大片。同时，也可能筛选出 3-5 部中国电视剧输送到印尼市场。第三，公司在印尼当地所建立的“百视云”将会

提供一套技术，在电视节目上打上各国字幕，而公司将借此在版权购买上获得更大的谈判筹码，例如在购买某韩国电视剧在华版权后，再用很小的代价买下它在印尼的落地权，成本可以被极大摊薄，以获取更加丰厚的收益。由此可见，硬件技术搭建只是公司业务出口的第一步，后续的内容版权和文化产品的输出才是更加丰厚的盈利点，公司可以从印尼市场获取的收入除了新媒体用户（包括 IPTV、互联网电视和手机电视等）用户分成收入之外，还可获取后续的版权服务费及包括电子商务在内增值服务的收入。随着公司国内和全球用户市场的拓展，公司的 IPTV、互联网电视、手机电视和卫星直播等方面的技术积累和版权储备的规模效应将愈发显著，全球性的新媒体运营服务商的雏形正逐步明朗。

公司在印尼目前的用户规模约为 100 万，预计 2015 年期间可达到千万的规模，对应收入规模可达到数十亿元。我们预计印尼市场 2013-2015 年为公司贡献的 ARPU 值分别为 40 元、60 元和 80 元，对应用户分布为 150 万、500 万、1000 万，可为公司带来的收入规模分别为 6000 万，3 亿元和 8 亿元。

4.3. 印尼为样板工程，成功模式全球复制

从公司在印尼市场的拓展经验不难发现，公司正逐步从 IPTV、互联网电视、手机电视等新媒体业务提供扩展到卫星通讯服务，再到远程教育市场，通过充分发掘用户需求，提高传输效率并有助于降低用户成本，实现规模运营以获取高品质的营收。

根据公司规划，海外战略是公司重要战略之一，目前正在有序通过东南亚市场向全球辐射。公司在拉美和欧美等地的业务也在顺利进行中。总结“印尼模式”，依托技术合作与输出，从国际业务布局阶段进入本地化深耕、运营阶段，下步公司将拓展新媒体业务至香港、印度、罗马尼亚和巴西等市场，实现国际市场突破。

我们预计公司海外收入 2013-2015 年开始将成为支撑公司收入的有力引擎之一，2015 年海外业务收入规模有望贡献到营收的 1/4 以上，包括东南亚和南美在国家和地区良好的付费习惯有助于公司在搭建完技术平台之后，为回报更加丰厚的内容输出奠定良好的基础。

5. 盈利预测与估值

我们在这里采取 2 种方式对公司进行估值：（1）基于传统的 PE 估值法；（2）根据用户的基础服务收入、增值收入趋势来计算用户的 Arpu 值，与全球新媒体运营商的单位用户市值进行对比，来计算公司未来 3 年的合理综合市值。

5.1. 估值 1：市盈率

核心假设：

- （1）2013-2015 年，公司的 IPTV 用户结算数分别为 2400 万、3200 万和 4000 万。
- （2）随着高清用户占用户比例的提升，及点播报包、广告和增值服务的增长，2013-2015 年公司的 ARPU 值分别为 90 元、97 元和 105 元。
- （3）OTT 机顶盒 2013-2015 年的销量分别为 100 万、130 和 150 万台。
- （4）毛利率：由于从 2012 年开始公司已经将与 CNTV、地方广电的分成剔除，我们判断近三年公司的毛利率可维持在 55% 的水准。
- （5）费用水平：管理费用率和销售费用率略有下降法。财务费用为负。

表 8 利润表(单位:百万元)

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	2027.75	3002.37	4219.48	5638.24
营业成本	1129.38	1553.23	2126.96	2779.86
营业税金及附加	72.46	112.18	156.73	207.20
营业费用	82.54	129.10	189.88	236.81
管理费用	236.77	360.28	485.24	670.95
财务费用	-20.79	-12.00	-7.00	-5.00
资产减值损失	11.70	12.54	15.47	25.58
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	38.43	54.44	46.43	46.44
营业利润	554.12	901.48	1298.63	1769.28
营业外收入	30.20	18.28	19.69	22.72
营业外支出	0.98	3.01	1.97	1.99
利润总额	583.34	916.75	1316.35	1790.02
所得税	85.54	97.65	167.72	227.08
净利润	497.79	819.10	1148.63	1562.93
少数股东损益	-18.68	-4.35	-7.49	-10.17
归属母公司净利润	516.47	823.45	1156.12	1573.11
EBITDA	754.31	941.01	1375.06	1867.63
EPS (摊薄)	0.46	0.74	1.04	1.41

资料来源: 港澳资讯, 中山证券研究所

根据我们的核心假设, 公司 2013-2015 年可实现的 EPS 分别为 31.62 亿元、47.47 亿元和 69.38 亿元, 分别较上年增长 55.95%、50.12%和 46.16%; 实现归属母公司的净利润分别为 8.7 亿元、12.55 亿元和 23.01 亿元, 分别较上年同比增长 68.55%、44.21%和 52.01%。2012 年-2014 年可实现的 EPS 分别为 0.74 元、1.04 元和 1.41 元, 分别对应 39.20 倍、27.89 倍和 20.57 倍 PE。

我们选取传媒行业与公司进行估值比较, 使用 PE 估值计算得到 2013-2015 年传媒行业平均(按股本加权平均) PE 估值分别为 34.47 倍、28.23 倍和 22.90 倍。我们认为, 公司正在由新媒体技术和服务提供商向综合的新媒体运营商平台转换, 具备高速的用户成长预期, 因此, 应享受高于行业平均的估值。我们给予公司 2013 年 50 倍 PE, 目标价 37 元。

表 9 可比公司估值比较

证券代码	证券名称	收盘价	2013	2014	2015	2013	2014	2015
600037.SH	歌华有线	6.39	0.32	0.34	0.41	20.16	19.05	15.53
600088.SH	中视传媒	14.29	0.38	0.39	0.22	37.61	37.12	64.95
600373.SH	中文传媒	18.06	1.02	1.15	1.32	17.73	15.69	13.71
600386.SH	北巴传媒	6.14	0.52	0.57	0.52	11.71	10.85	11.81
600633.SH	浙报传媒	23.73	0.76	0.91	1.06	31.19	26.10	22.30
600757.SH	长江传媒	6.15	0.38	0.45	0.56	16.04	13.67	11.00
600831.SH	广电网络	6.96	0.31	0.35	0.37	22.37	20.03	19.07
600880.SH	博瑞传播	17.63	0.58	0.71	0.84	30.55	25.00	20.96
601098.SH	中南传媒	10.18	0.61	0.71	0.80	16.75	14.28	12.70
601928.SH	凤凰传媒	8.72	0.42	0.48	0.56	20.72	18.02	15.57
603000.SH	人民网	46.80	1.09	1.49	1.95	42.99	31.50	24.02
000156.SZ	华数传媒	16.68	0.22	0.27	0.52	76.23	61.12	32.08

000665.SZ	湖北广电	10.53	0.49	0.48	0.55	21.40	21.94	19.15
000793.SZ	华闻传媒	11.01	0.29	0.32	0.46	38.50	33.98	24.11
000917.SZ	电广传媒	12.35	0.76	0.67	0.85	16.23	18.36	14.53
002095.SZ	生意宝	23.16	0.34	0.33	0.39	68.12	71.26	60.16
002181.SZ	粤传媒	8.90	0.42	0.42	0.62	21.45	21.45	14.35
002238.SZ	天威视讯	11.14	0.45	0.45	0.49	24.65	24.58	22.73
002292.SZ	奥飞动漫	23.75	0.40	0.54	0.72	59.27	44.02	32.93
002315.SZ	焦点科技	35.98	1.61	1.77	1.77	22.31	20.38	20.28
002400.SZ	省广股份	28.06	0.71	0.91	1.17	39.50	30.84	24.08
300027.SZ	华谊兄弟	28.55	0.74	0.93	1.16	38.40	30.74	24.57
300052.SZ	中青宝	34.58	0.55	0.67	0.75	62.87	51.61	46.11
300058.SZ	蓝色光标	43.88	0.92	1.25	1.54	47.76	35.07	28.47
300059.SZ	东方财富	14.50	0.07	0.13	0.19	194.63	110.77	74.94
300071.SZ	华谊嘉信	16.22	0.42	0.52	0.59	38.32	31.31	27.49
300079.SZ	数码视讯	22.25	1.06	1.32	1.69	20.94	16.80	13.15
300104.SZ	乐视网	27.35	0.38	0.54	0.74	71.77	50.36	36.89
300113.SZ	顺网科技	45.68	1.03	1.43	1.89	44.46	32.02	24.15
300133.SZ	华策影视	24.43	0.55	0.71	0.91	44.78	34.23	26.99
300148.SZ	天舟文化	14.50	0.37	0.38	0.45	38.91	38.45	32.22
300226.SZ	上海钢联	11.24	0.33	0.47	0.62	34.51	24.01	18.23
300251.SZ	光线传媒	34.00	0.76	0.94	1.16	44.50	36.26	29.26
300291.SZ	华录百纳	37.31	1.35	1.80	2.14	27.57	20.74	17.42
300295.SZ	三六五网	45.10	2.31	2.96	3.97	19.55	15.24	11.35
300315.SZ	掌趣科技	36.28	0.45	0.64	0.81	81.18	56.86	44.58
300336.SZ	新文化	40.43	1.33	1.70	2.04	30.38	23.77	19.86
600637.SH	百视通	29.01	0.74	1.04	1.41	39.20	27.89	20.57
股本加权平均						34.47	28.23	22.90

资料来源：港澳资讯，中山证券研究所

5.2.估值 2：国际流媒体公司市值对比

公司定位是全球性的新媒体技术服务商和内容提供商，在国内外尚无可比上市公司，我们认为公司与 Netflix、Hulu 等国际流媒体公司在内容提供、数据挖掘、内容自制、海外业务拓展等方面具有较大的可比性。以 Netflix 为例，我们认为其在以下几个方面具有较大的可比性：（1）通过为用户提供海量高品质内容资源来吸引用户；（2）通过高品质的用户数据库的挖掘分析来保留或采购新的节目、针对用户需求分析进行精准推荐，并保障内容自投的成功概率；（3）用户规模和客户满意度快速提升建立在持续、较高的研发投入之下；（4）立足于全球性的新媒体运营商，海外布局分阶段有条不紊推进；（5）用户规模均在 2000 万左右，前在用户规模在 1 亿以上，行业具备较大的成长及增值开采空间。因此我们试图从这一类公司的股价/ARPU 值及用户单位用户实质上对公司进行估值。

表 10 可比流媒体公司对比

	定位	盈利模式	特色	内容来源	数据挖掘
Netflix	有线电视网络运营商	会员费	制作并播放电影、音乐、纪录片、体育赛事等节目，超低服务年费	传统媒体内容商（如索尼、华纳等）；自投	通过会员数据分析进行影片、音乐推荐；提升 DVD 周转率；采购预期收视率较高的影片；提升自投影视剧成功概率

Hulu	视频网站	精准广告； 部分视频收 费	高质量、正版、 免费+收费视频	(1) 三大投资方 (NBC、Fox、ABC) 三大公司所拥有的视频节目 (2) 传 统媒体内容商 (如华纳兄弟、索尼等) (3) 小众内容提供商 (4) 网络内容 提供商	通过数据挖掘实现精准广告 投放；影片推荐
HBO	订阅视频提 供商	订阅用户付 费；版权分 销	提供高质量的 影视剧及原创 节目	(1) 自制 (2) 传统媒体内容商	调整自制剧集内容与剧本
百视通	新媒体内容 供应商和技 术服务运营 商	IPTV 基础 月租、点 播、广告等	形成了包括影 视剧、少儿、综 艺在内的八大 精品节目板块	(1) 上海文广 (2) 国内外主流影视 剧、少儿节目和纪录片制作商	通过用户数据分析保留精品 影视剧节目；采购预期高收视 率类型节目；增大自投影视剧 和节目成功概率

资料来源：中山证券研究所

经过综合分析评估，我们选取 Netflix、Hulu、HBO、Starz、Showtime 5 家公司新媒体公司与百视通进行估值对比。通过对这一系列公司的 ARPU 值（由于这几家的公司的所有收入基本上全部产生于其用户，因此我们用营收除以用户数来获取用的 ARPU 值）及单位用户市值（近一年加权平均）进行计算得出，其单位用户市值的加权平均值为 407.53 亿（美元），市值/营收比为 2.83。

表 11 可比流媒体公司估值比较

	市值	收入	用户数	订阅费	ARPU	市销率	人均市值
Netflix	137.2	36.09	2715	7.99	132.93	3.80	505.34
Hulu	25	6.95	300	231.67	231.67	2.88	833.33
HBO	100	50	2830	87.24	176.68	2.00	353.36
Starz	25	15.97	2050	25.32	77.90	1.57	121.95
Showtime	25	11	1900	20.64	57.89	1.82	131.58
加权平均值	100.76	35.44	2484.28	51.29	144.42	2.83	420.30

资料来源：中山证券研究所

公司的 ARPU 值主要由 IPTV 基础业务费分成、点播、广告、电子商务（电视购物）几个部分组成。我们对几部分进行了简单的预测，具体请参见下表。

表 12 公司 ARPU 值预测 (单位: 元/年)

	ARPU 值	测算依据
IPTV 基础年租	70	高清用户与标清用户加权平均
点播	20	点播用户占总体比例提至 20%
广告	60	国内有线电视广告的单位用户价值为 400 元/年, 按照海外新媒体电视人均广告价值占有有线电视 15% 计算, 新媒体电视人均广告价值为 $400 \times 15\% = 60$ 元/年
电视购物	50	按照东方购物电视购物用户单位价值的 1% 计算
游戏	30	按照电视游戏可达网游 1% 计算
合计	230	

资料来源: 中山证券研究所

(1) 人均市值估值: 按照香港 IPTV 发展经验, 用户渗透率可快速达到宽带用户的 70%, 按照 2.5 亿的宽带用户计算, 我们预计 2016 年 IPTV 用户有望达到 1.75 亿人, 预计公司市占率可达到 70% 以上, 对应 1.2 亿用户规模。按照人均市值 420 万元计算, 公司的估值为 504 亿元。

(2) 市销率估值: 按照市销率计算, 公司 1.2 亿的用户规模可带来 276 亿元的市场空间, 按照 2.83 的市销率计算, 公司估值为 770 亿元。

(3) 我们取人均市值与市销率估值取中间值, 公司在三年内的合理市值规模约为 630 亿元。

综上, 根据 PE 估值法和行业综合估值比较 2 种估值方法, 我们认为公司 6 个月内的合理价位为 37.00 元, 3 年内合理市值规模在 630 亿元, 首次给予买入评级。

6. 风险提示

1. 政策不确定性

IPTV 涉及到电信和广电这两个强垄断性行业, 不可避免的受到政策较大影响。虽然目前 IPTV 的二级播控资质和互联网电视 7 家牌照商已成定局, 但不排除后续政策调整或变动对公司的业务推广造成较大不确定性。

2. 分成比例低于预期

由于 IPTV 实行二级播控资质, 其推广需要 CNTV、地方广电运营商、电信等各方共同努力, 尽管公司具有丰厚的版权储备、强大的技术优势以及长期的运维经验, 在市场推广中具有较大的议价能力, 但播控平台上的任何一利益方要求分成比例提升都会影响公司用户的推广进度或盈利能力。

3. 新媒体技术研发不能满足市场需求

当下高清 IPTV 已成为用户体验最高的客厅流媒体形势, 互联网电视一体机和机顶盒的体验也达到了较高水准, 但用户的需求仍存在着快速的变化, 未来互联网电视的最终形式或盈利模式仍非常可能较当下有较大差异。若公司的技术和产品研发方向不能满足用户最新的需求, 会对公司的新媒体运营带来较大的风险。

附录：三大报表预测值
资产负债表

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	2370.79	3779.33	5398.78	6976.75
现金	1943.07	2837.88	4304.88	5494.83
应收账款	229.91	408.87	552.80	715.26
其它应收款	14.49	144.17	122.65	202.02
预付账款	39.22	41.21	51.18	89.29
存货	128.19	339.36	356.49	462.94
其他	15.92	7.84	10.77	12.42
非流动资产	1512.10	1650.63	1961.73	2274.11
长期投资	983.71	958.69	1073.75	1188.53
固定资产	357.93	467.97	598.24	731.70
无形资产	143.74	201.16	262.82	326.75
其他	26.72	22.80	26.92	27.13
资产总计	3882.90	5429.96	7360.52	9250.87
流动负债	724.65	1459.58	2240.67	2566.32
短期借款	1.26	328.45	1079.89	831.93
应付账款	448.42	395.15	628.42	810.35
其他	274.96	735.98	532.35	924.04
非流动负债	17.16	10.20	11.03	12.80
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	17.16	10.20	11.03	12.80
负债合计	741.81	1469.78	2251.70	2579.12
少数股东权益	56.32	51.98	44.48	34.31
归属母公司股东权益	3084.76	3908.21	5064.33	6637.44
负债和股东权益	3882.90	5429.96	7360.52	9250.87

现金流量表

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	922.67	736.35	1094.76	1863.98
净利润	497.79	819.10	1148.63	1562.93
折旧摊销	229.19	86.09	123.60	167.26
财务费用	-20.79	-12.00	-7.00	-5.00
投资损失	-38.43	-54.44	-46.43	-46.44
营运资金变动	285.06	-105.99	-122.80	185.60
其它	-30.15	3.60	-1.24	-0.37
投资活动现金流	-518.38	-171.43	-387.93	-433.01
资本支出	138.28	176.11	191.99	196.12
长期投资	217.12	-24.81	114.91	114.81
其他	-162.98	-20.13	-81.04	-122.08
筹资活动现金流	-8.70	5.19	8.32	6.39
短期借款	-3.74	2.49	-0.42	-0.55
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-4.96	2.70	8.73	6.95
现金净增加额	395.59	570.11	715.15	1437.36

利润表

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	2027.75	3002.37	4219.48	5638.24
营业成本	1129.38	1553.23	2126.96	2779.86
营业税金及附加	72.46	112.18	156.73	207.20
营业费用	82.54	129.10	189.88	236.81
管理费用	236.77	360.28	485.24	670.95
财务费用	-20.79	-12.00	-7.00	-5.00
资产减值损失	11.70	12.54	15.47	25.58
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	38.43	54.44	46.43	46.44
营业利润	554.12	901.48	1298.63	1769.28
营业外收入	30.20	18.28	19.69	22.72
营业外支出	0.98	3.01	1.97	1.99
利润总额	583.34	916.75	1316.35	1790.02
所得税	85.54	97.65	167.72	227.08
净利润	497.79	819.10	1148.63	1562.93
少数股东损益	-18.68	-4.35	-7.49	-10.17
归属母公司净利润	516.47	823.45	1156.12	1573.11
EBITDA	754.31	941.01	1375.06	1867.63
EPS (元)	0.46	0.74	1.04	1.41

主要财务比率

	2012	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	51.84%	48.06%	40.54%	33.62%
营业利润	38.64%	62.69%	44.06%	36.24%
归属母公司净利润	45.44%	59.44%	40.40%	36.07%
获利能力				
毛利率	44.30%	48.27%	49.59%	50.70%
净利率	24.55%	27.28%	27.22%	27.72%
ROE	17.78%	23.19%	25.50%	26.71%
ROIC	14.46%	18.01%	17.76%	19.86%
偿债能力				
资产负债率	19.10%	27.07%	30.59%	27.88%
净负债比率	0.04%	8.29%	21.14%	12.47%
流动比率	3.27	2.59	2.41	2.72
速动比率	3.09	2.36	2.25	2.54
营运能力				
总资产周转率	0.58	0.64	0.66	0.68
应收帐款周转率	0.11	0.14	0.13	0.13
应付帐款周转率	3.75	3.68	4.16	3.86
每股指标(元)				
每股收益	0.46	0.74	1.04	1.41
每股经营现金	0.83	0.66	0.98	1.67
每股净资产	2.82	3.56	4.59	5.99
估值比率				
P/E	32.39	39.20	27.89	20.57
P/B	5.42	8.15	6.32	4.84
EV/EBITDA	19.70	26.98	17.94	12.43

资料来源：港澳资讯、中山证券研究所

分析师介绍

陈筱：复旦大学硕士，2013年加入中山证券，现任文化传媒分析师。主要研究方向：新媒体运营商、互联网平台、内容制作、平面媒体、整合营销、游戏动漫，主要覆盖公司：百视通、乐视网、东方财富、生意宝、光线传媒、顺网科技、蓝色光标、华谊嘉信、凤凰传媒、皖新传媒、中青宝等。

研究助理介绍

田明华：厦门大学工学硕士，曾任职于华为技术有限公司，2011年加盟中山证券，任TMT研究组组长。

投资评级的说明

一 行业评级标准

报告列明的日期后3个月内，以行业股票指数相对同期市场基准指数（中证800指数）收益率的预期表现为标准，区分为以下四级：

强于大市：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在5%以上；

同步大市：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

一 公司评级标准

报告列明的发布日期后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：强于行业指数15%以上；

持有：强于行业指数5%~15%；

中性：相对于行业指数表现在-5%~5%之间；

卖出：弱于行业指数5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

要求披露

本报告由中山证券有限责任公司（简称“中山证券”或者“本公司”）研究所编制。中山证券有限责任公司是经监管部门批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

机构业务部咨询经理

上海

姜烨

021-61681566

北京

深圳

风险提示及免责声明：

- ★ 市场有风险，投资须谨慎。本报告提及的证券、金融工具的价格、价值及收入均有可能下跌，以往的表现不应作为日后表现的暗示或担保。您可能无法全额取回已投资的金额。
- ★ 本报告无意针对或者打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。
- ★ 本报告是机密的，仅供本公司的个人或者机构客户（简称客户）参考使用，不是或者不应当视为出售、购买或者认购证券或其他金融工具的要约或者要约邀请。本公司不因收件人收到本报告而视其为本公司的客户，如收件人并非本公司客户，请及时退回并删除。若本公司之外的机构发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，本公司及本公司雇员不为前述机构之客户因使用本报告或者报告载明的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。
- ★ 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，客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等都只是研究观点的简要沟通，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。
- ★ 本报告基于已公开的资料或信息撰写，但是本公司不保证该资料及信息的准确性、完整性，我公司将随时补充、更新和修订有关资料和信息，但是不保证及时公开发布。本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告列明的发布日期当日的判断，本公司可以在不发出通知的情况下做出更改。本报告所包含的分析基于各种假设和标准，不同的假设和标准、采用不同的观点或分析方法可能导致分析结果出现重大的不同。本公司的销售人员、交易人员或者其他专业人员、其他业务部门也可能给出不同或者相反的意见。
- ★ 本报告可能附带其他网站的地址或者超级链接，对于可能涉及的地址或超级链接，除本公司官方网站外，本公司不对其内容负责，客户需自行承担浏览这些网站的费用及风险。
- ★ 本公司或关联机构可能会持有本报告所提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能已经、正在或者争取向这些公司提供投资银行业务等各类服务。在法律许可的情况下，本公司的董事或者雇员可能担任本报告所提及公司的董事。撰写本报告的分析师的薪酬不是基于本公司个别投行收入而定，但是分析师的薪酬可能与投行收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。因此，客户应当充分注意，本公司可能存在对报告客观性产生影响的利益冲突。
- ★ 在任何情况下，本报告中的信息或者所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，任何人不应将本报告作为做出投资决策的惟一因素。投资者应当自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不就本报告的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。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。除法律强制性规定必须承担的责任外，本公司及雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。
- ★ 本报告版权归本公司所有，保留一切权利。除非另有规定外，本报告的所有材料的版权均属本公司所有。未经本公司事前书面授权，任何组织或个人不得以任何方式发送、转载、复制、修改本报告及其所包含的材料、内容。所有于本报告中使用的商标、服务标识及标识均为本公司所有。