

百视通（600637）年报点评

新媒体业务增势良好，家庭互娱战略开启成长新模式

分析师：丁思德

执业证书编号：S0300511010008

Email: dingside@lxzq.com.cn

研究助理：黄继晨

日期：2014年4月14日

www.lxzq.com.cn

事件：

公司发布2013年业绩报告，报告期内实现总收入 26.37 亿元，较上年同期降 30.06%；归属于母公司所有者的净利润 6.77 亿元，较上年同期增 31.15%；基本每股收益为 0.61元。

点评：**1、新媒体业务增势良好，OTT 布局初见成效**

公司业绩符合市场预期，收入增长主要依仗新媒体业务的蓬勃发展：1) 主业 IPTV 运营收入随用户数量增长而同步提升，报告期内公司 IPTV 服务覆盖用户已超过 2000 万户（其中收费用户近 1300 万），较上年同期增长 25%；2) 收购“风行网”进一步完善 OTT 业务生态，实现从“内容-平台-终端”的良性协同，截至 13 年末，公司累计投放 OTT 终端达到 100 万户，对接服务的智能电视一体机用户数超过 3000 万。3) 依托内容和户外媒体资源优势，公司手机电视、设备销售及租赁和广告收入亦录得显著增长。

受益于低毛利的互联网带宽资源租赁业务大幅减少，公司整体毛利率较上年提升 1.6 个百分点，但考虑到由于优质版权购买开支增加，占收入比重较高的 IPTV 业务毛利率仍处于下降通道，我们预计未来公司整体毛利率将呈现稳中有降的趋势。另一方面，OTT 等新业务开拓小幅推升了公司的费用水平，销售费用率和管理费用率分别上升 1.5% 和 1.6%。后续伴随 OTT 业务规模效应的体现，费用率有望逐渐下降。

2、布局家庭互娱产业，强强合作打开逾 500 亿市场空间

作为国内新媒体龙头，公司最早凭借 IPTV 业务吸引用户，抢占了大量客厅入口，当前进一步向 OTT 业态迁移，并联手微软在上海自贸区组建合资公司（公司占 51% 股权），在大陆地区合作推广“微软 Xbox”家庭游戏主机及其内容平台。参考北美市场约 1300 万台/年的游戏主机终端销量数据，国内游戏主机（终端）的市场空间有望超过 200 亿元，再加之内容和配件的贡献，我们预计国内主机游戏产业（客厅游戏）市场空间将超过 500 亿元/年。大陆版 Xbox

有望于年内问世，作为全球范围内最为畅销的中高端游戏主机品牌，其有望凭借自身强大的品牌号召力、完善的开发者生态、百视通丰富的内容资源库和本地运营支撑能力在国内市场上复制其在北美的销量神话，进而大幅提升百视通的业绩弹性。

3、乘政策与资本东风，给予“买入”评级

基于 Xbox 终端 15 年起规模化贡献收入的假设，暂不计入“文广集团”资产整合对盈利的影响，我们预计公司 14/15 年 EPS 分别为 0.77/ 1.01 元，对应 PE 分别为 47/ 36 倍，净利润复合增速约为 30%。公司账面现金充足、股东背景上佳，后续有望乘政策与资本的东风，通过跨国并购打开海外市场。对新媒体业务的持续布局以及上海文广集团优质资产注入的预期均有望成为股价的催化剂。我们给予其“买入”评级，后续将根据 Xbox 游戏主机业务发展情况更新盈利预测。

4、风险提示：

上海国有文化资产整合进度缓慢、海外业务风险、在线视频行业竞争加剧导致盈利能力下降、与微软合作进展逊于预期

图表 1 公司盈利预测简表

百万元（人民币）	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	1335	2028	2637	3404	4556
增速(%)	-	51.89%	30.03%	29.10%	33.85%
营业成本	672	1129	1426	1889	2574
毛利率(%)	49.66%	44.30%	45.90%	44.50%	43.50%
销售费用	84	83	147	177	214
管理费用	182	237	351	408	524
财务费用	(8)	(21)	(31)	(35)	(35)
营业利润	400	553	708	945	1264
利润总额	408	582	769	989	1303
归属于母公司所有者的净利润	355	516	677	860	1127
增速(%)	-	45.34%	31.16%	27.06%	31.11%
基本每股收益(元)	0.32	0.46	0.61	0.77	1.01

资料来源：公司年报，联讯证券投资研究中心

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。

本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%以上。

行业投资评级标准

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

风险提示

本报告由联讯证券有限责任公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。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，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。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

联讯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。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

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资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。