



“量”“价”续升，打造领先的广电新媒体运营平台

2019.5.29

强烈推荐（首次覆盖）

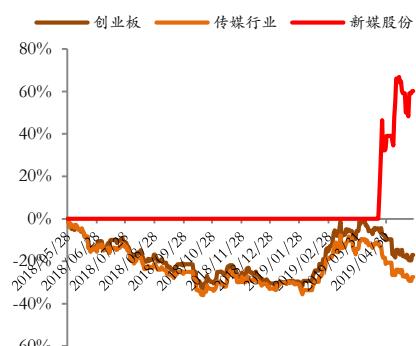
肖明亮(分析师)	叶锟(分析师)
电话：020-88832290	020-88836101
邮箱：xiaoml@gzgzs.com.cn	yek@gzgzs.com.cn
执业编号：A1310517070001	A131051904001

传媒行业

投资逻辑：

- IPTV+OTT 牌照壁垒明显，量价齐升推动大屏-新媒体运营服务商高增长。**公司是国内运营 OTT 和 IPTV 服务提供商，经广东广播电视台独家授权运营，是广东省内唯一的 IPTV 运营服务商，OTT 业务资质全国范围内亦具有一定稀缺性。智能电视加速出货普及（出货量占比 88%）、居民收入提升以及大屏内容丰富完善提升大屏端 ARPU，同时 IPTV 和 OTT 用户快速提升且渗透率（40%左右）仍有提升空间，有望带动电视大屏“量”“价”齐升和价值重估，驱动高水平增长。公司近 3 年每年收入增长均在 40%以上，净利润增长均在 80%以上。
- IPTV 业务：广东省内独家，量价提升趋势延续。**2018 年公司 IPTV 业务营收 4.8 亿元，同比增长 57%（近 4 年复合增长率为 66%），营收占比为 74%，是公司业务短期成长核心驱动力。目前广东 IPTV 渗透率约 40%，较相对领先的四川、江苏等省份 70%+的渗透率还有提升空间；考虑近期移动联通光纤入户加速渗透，后续有望依托移动联通而加速布局，实现用户数的快速增长。同时随着内容丰富度提升，以及合作分成机制趋向完善有望带来 ARPU 提升，其中 2018 年公司与广东移动结算模式由固定金额转换成固定金额+用户付费分成，且增值业务上线，我们预计与广东移动的合作业务带来 ARPU 值提升将显著增加。
- OTT 业务：牵手腾讯等顶级内容服务商，量价齐驱弹性大。**2018 年，公司 OTT 业务营收 9866 万元，同比增长 39%，营收占比为 15%。2018 年，我国 OTT 用户数为 1.6 亿户，同比增长 48%，以 2018 年宽带入户数量为基数，全国 OTT 渗透率为 40%，后续仍有提升空间；公司牵手腾讯、千杉网络、哔哩哔哩、搜狐等内容服务方打造过多个 OTT 应用品牌，其中相对成熟的产品包括与腾讯合作的云视听极光（1.3 亿激活、日活 1800 万台），日活在 OTT 应用领域平台第三位。同时公司拟投资 8 亿元增加内容版权采购，持续丰富和完善大屏内容，吸引用户需求进而带来大屏端 ARPU 提升。
- 盈利预测：**预计公司 19-21 年归母净利润为 2.92/3.83/4.75 亿元，对应 EPS 为 2.28/2.99/3.7 元/股，PE 为 36/28/22 倍，考虑公司牌照壁垒优势显著，目前仍处于 IPTV&OTT 用户数加速渗透期且趋势确定，短期看用户量提升长期看内容付费带来 ARPU 提升，给予 2019 年 45 倍 PE 估值，对应当前股价依然有 24%的空间，首次覆盖、给予强烈推荐评级。
- 风险提示：**版权纠纷、用户渗透不及预期、人们使用偏好改变

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
新媒股份	21.01	60.14	60.14
传媒行业	-11.03	-10.69	3.47
创业板指	-10.01	-3.56	14.00

基本资料

总市值 (亿元)	107.06
总股本 (亿股)	1.28
流通股比例	25.1%
资产负债率	32.14%
大股东	广东广播电视台
大股东持股比例	34.14%

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	643.16	860.94	1142.97	1489.77
同比(%)	44.22%	33.86%	32.76%	30.34%
归属母公司净利润	205.20	292.33	383.37	474.99
同比(%)	86.86%	42.46%	31.14%	23.90%
毛利率(%)	56.58%	56.73%	57.66%	58.09%
ROE(%)	32.24%	20.75%	16.78%	17.67%
每股收益(元)				
最新摊薄	1.60	2.28	2.99	3.70
P/E	38.70	36.20	27.60	22.28





目录

目录	2
图表目录	3
1. 公司简介	5
1.1 全国首家独立 IPO 上市的新媒体业务运营商	5
1.2 财务数据分析：近 3 年营收增速 40%+，18 年 IPTV 营收占比 74%	7
2. IPTV 和 OTT 业务增长潜力大，市场空间广阔	9
3. IPTV 业务：广东省内独家，短期看提量加速渗透，长期看 Arpu 值提升	11
3.1 IPTV 行业高速增长期，市场潜在空间充足	11
3.2 公司 IPTV 业务：广东省内唯一资质，垄断省内市场	14
4. OTT 业务：牵手腾讯等顶级内容服务方，量&价提升空间巨大	18
4.1 看行业：ARPU 和用户量提升空间较大	18
4.2 看公司：旗下产品排名前列，获得广东广电独家授权	22
5. 其它主营业务：依托省内资源优势延伸省外	24
6. 盈利预测与估值	25
6. 风险提示	26



图表目录

图表 1. 公司发展历程	5
图表 2. 公司旗下控股子公司梳理	5
图表 3. 公司旗下参股、合营公司梳理	6
图表 4. 公司股权结构	7
图表 5. 2014-2018 年营收及增速	8
图表 6. 2014-2018 年归母净利润及增速	8
图表 7. 公司毛利率稳步增长	8
图表 8. 公司期间费用率情况	8
图表 9. 公司 2018 年产品分行业营业收入占比	8
图表 10. 公司主要业务近几年营收表现	8
图表 11. IPTV 与 OTT TV 的区别	9
图表 12. 2012-2018 年电视用户变化及增速情况	10
图表 13. 中国电视机出货量与互联网电视机出货量占比趋势	10
图表 14. 2012-2018 年 IPTV 和 OTT 用户在宽带用户中的渗透率	11
图表 15. IPTV 行业运营模式	11
图表 16. IPTV 产业链	12
图表 17. IPTV 产业链分工：公司负责 IPTV 平台运营环节	12
图表 18. 2012-2018 年中国 IPTV 用户及增速情况	13
图表 19. 各省 IPTV 渗透率	13
图表 20. 广东省互联网（固定）宽带接入户数	14
图表 21. IPTV 业务在二、三线城市渗透率更高	14
图表 22. 公司是广东省内独家授权运营 IPTV 的企业	14
图表 23. 公司业务合作模式	15
图表 24. 三大运营商传输系统	15
图表 25. 公司获奖情况梳理	15
图表 26. 公司 IPTV 基础业务和增值业务营收对比	16
图表 27. 2016-2018 年 IPTV 用户数	17
图表 28. 2016-2018 年 IPTV 用户渗透率	17
图表 29. 三大运营商 IPTV 用户数情况	17
图表 30. 公司 IPTV 各大运营商平均客单价情况	17
图表 31. 互联网电视行业运营模式	18
图表 32. 互联网电视产业链	18
图表 33. 互联网电视产业链分工	19
图表 34. 互联网电视内容服务牌照持证机构及经授权经营互联网电视内容服务业务企业名单	19
图表 35. 互联网电视集成服务牌照持证机构及经授权经营互联网电视集成服务业务企业名单	20
图表 36. 2018 年全 TV 端媒体日活（万台）	20
图表 37. 家庭大屏终端更换设备意愿	21
图表 38. 智能电视用户学历分布	22
图表 39. 电视日均观看时长	22
图表 40. 三端广告曝光量	22
图表 41. 公司互联网电视业务合作模式	22
图表 42. 应用用户界面	23
图表 43. 2018 年 12 月 OTT 日活排行榜	23
图表 44. 公司 OTT 产品累计激活用户数	24



图表 45. 公司 OTT 产品平均单用户收入.....	24
图表 46. 公司核心业务营收预测	26

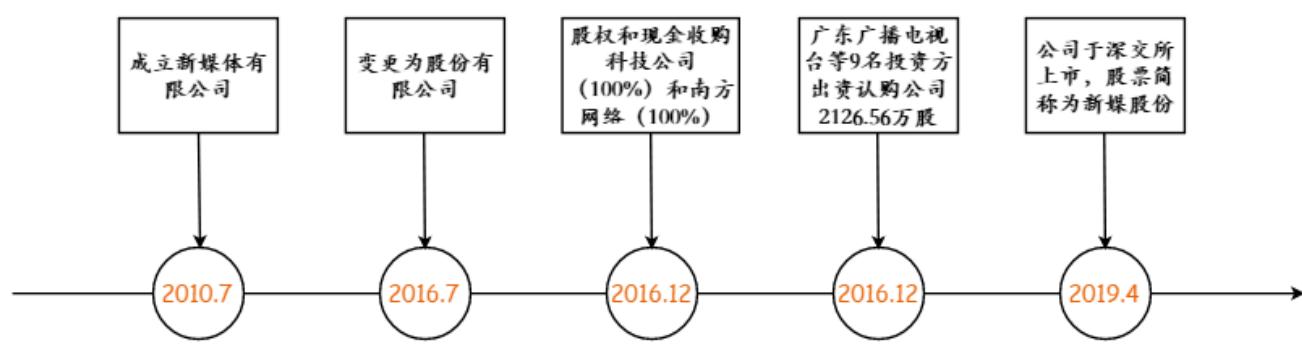


1.公司简介

1.1 全国首家独立IPO上市的新媒体业务运营商

公司于2019年4月19日上市，系全国首家独立IPO上市新媒体业务运营公司。广东南方新媒体股份有限公司成立于2010年7月，为广东广播电视台旗下一家新媒体与现代传播技术相融合的新型企业。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。期间公司经过2016年7月变更为股份有限公司，12月通过股权与现金收购科技公司和南方网络100%股权等重大资产重组，2019年4月17日成功于深交所上市，股票简称“新媒股份”，股票代码：300770.SZ。

图表1. 公司发展历程



资料来源：公司公告，广证恒生

公司旗下拥有6家控股子公司，6家参股公司，1家合营公司，业务覆盖范围广。2016年12月，公司为避免同业竞争、发挥协同效应，以股份和现金作价2.06亿元收购科技公司100%股权（已于2017年8月23日注销）；同时为实现业务整合、发挥协同效应，以股份和现金收购南方网络100%股权，作价4901.95万元。公司目前拥有6家控股子公司、6家参股公司、1家合营公司，经营IPTV、互联网电视等公司主要业务外，还覆盖省外专网视听节目综合服务、新媒体产业投资、创业投资、教育培训业务等其他相关业务。

图表2. 公司旗下控股子公司梳理

公司名称	收购时间	持股比例	主营业务
广东南方网络电视传媒有限公司（南方网络）	2011年2月24日	南方新媒体持股100%	有线电视网络增值服务
广东南方电视新媒体有限公司（南视新媒体）	2008年7月3日	南方新媒体持股100%	新媒体产业投资（与公司主营业务无关）
广东南新金控投资有限公司（南新金控）	2017年6月20日	南视新媒体持股100%	创业投资（与公司主营业务无关）



广东南新创业投资有限公司 (南新创投)	2017年7月19日	南新金控持股100%	创业投资（与公司主营业务无关）
广东南广影视互动技术有限公司 (南广影视互动)	2011年5月3日	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年8月9日	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%	便民综合信息服务平台运营（与公司主营业务无关）

资料来源：公司招股说明书，广证恒生

图表3. 公司旗下参股、合营公司梳理

公司名称	公司取得时间	取得方式	股东构成	主要业务
广东南方爱视娱乐科技有限公司（南方爱视）	2016年7月	出资设立	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；互联网电视业务的市场营销及推广工作，重点负责终端用户发展及用户服务等
广东电视地铁传播有限公司（广东地铁传播）	2011年5月	无偿划转	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。
广东正谊教育科技有限公司（正谊教育）	2017年1月	股权转让	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。
广州创博传媒合伙企业（创博传媒）	2016年6月	出资设立	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98%	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媒。其中南视新媒体出资2万元。
广东南传飞狐科技有限公司（南传飞狐）	2017年8月	出资设立	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年5月完成股东变更	股权转让	南视新媒体股权交割日起拥有所持有雷鸟科技1.11%的股权对应的股东权利和义务。	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

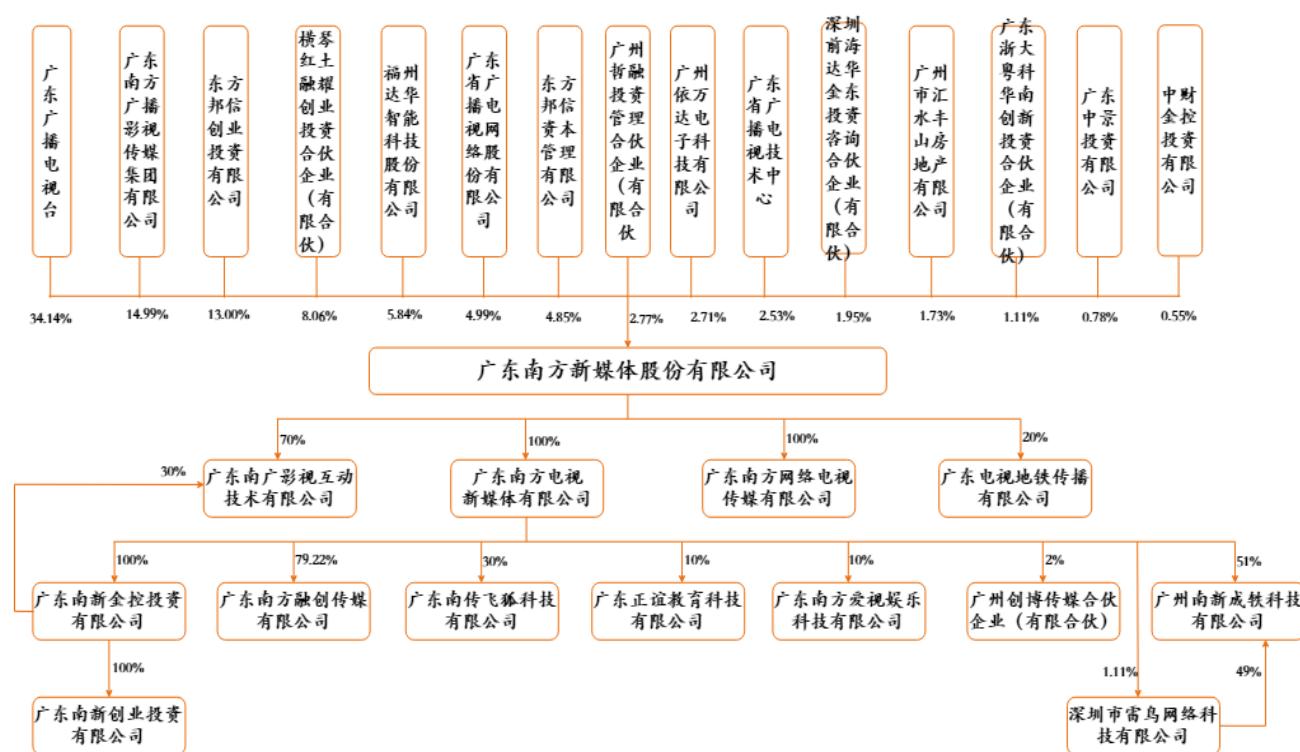


	更的工商变更登记，2018年8月完成股权转让			公司在中国地区全部智能电视终端平台运营。
广州南新成铁科技有限公司（南新诚铁）	2018年6月13日	出资设立	南视新媒体持股51%，雷鸟科技持股49%。	互联网电视业务

资料来源：公司招股说明书，广证恒生

公司控股股东和实际控制人为广东广播电视台。截止2019年4月1日，直接持有公司股份34.14%，通过集团公司、台技术中心控制公司17.52%的股份。其余持股5%以上其他股东分别为：集团公司、东方邦信创投、横琴红土和达华智能。公司控股股东、实际控制人广东广播电视台、集团公司、台技术中心承诺公司股票上市后锁定期36个月，其余股东锁定期12个月。

图表4. 公司股权结构



资料来源：公司招股说明书，广证恒生 （注：截止2019年4月1日）

1.2 财务数据分析：近3年营收增速40%+，18年IPTV营收占比74%

公司营业收入与归母净利润逐年增长，增速居高不下：公司2017年营收4.46亿元，同比增长46.38%，2018年营收6.43亿，同比增长44.22%；2017年归母净利润为1.10亿，同比增长117.56%，2018年归母净利润2.05亿元，同比增长86.86%，公司近五年营收及归母净利润均稳步增长，增速均维持在45%以上。

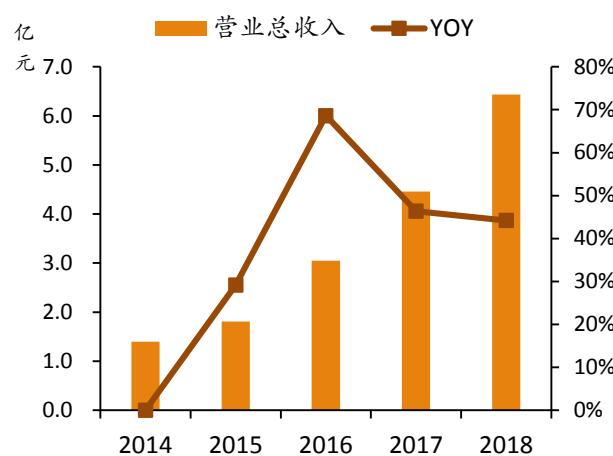


公司近三年毛利率稳定在50%以上。公司2017年毛利率约为54.70%，2018年毛利率约为56.58%，公司毛利率始终处于高水平阶段，并有持续上升趋势，高毛利率带来更广阔盈利空间。

期间费用率：2018年度销售费用率和财务费用率变化不大，管理费用率降低3.69pct，得益于公司内部管理模式的优化。

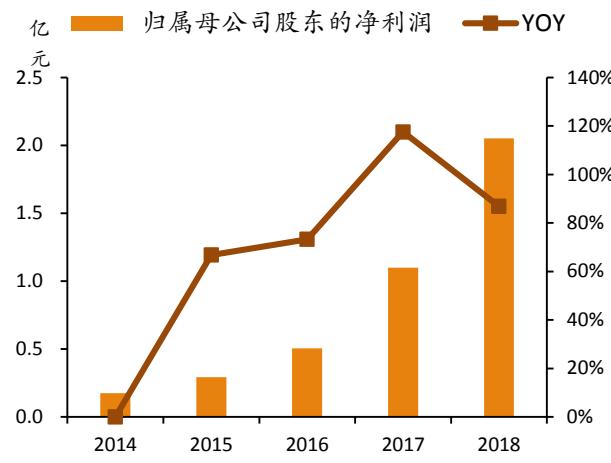
IPTV业务营收占公司总营收的74.29%为主要营收来源。公司是一家新媒体业务运营公司，主营业务为IPTV和互联网电视产品，IPTV业务为公司主要营收来源，占总营收的74.29%。

图表5. 2014-2018年营收及增速



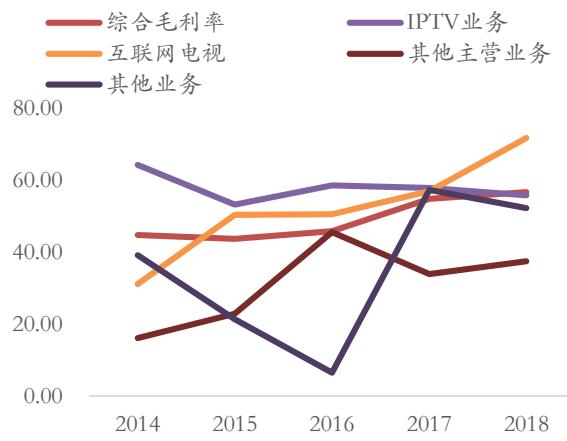
资料来源：Wind, 广证恒生

图表6. 2014-2018年归母净利润及增速



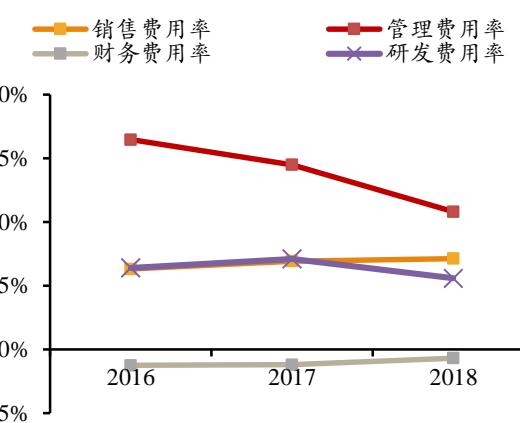
资料来源：Wind, 广证恒生

图表7. 公司毛利率稳步增长



资料来源：Wind, 广证恒生

图表8. 公司期间费用率情况

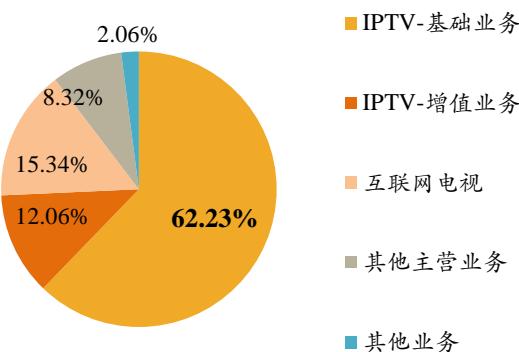


资料来源：Wind, 广证恒生

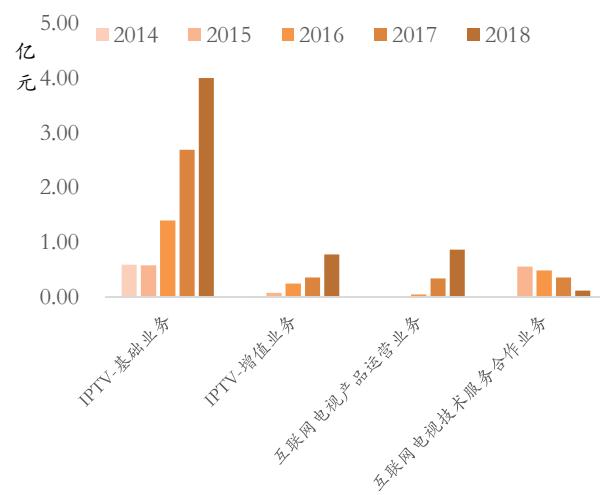
图表9. 公司2018年产品分行业营业收入占比

敬请参阅最后一页重要声明

图表10. 公司主要业务近几年营收表现



资料来源：Wind，广证恒生



资料来源：Wind，广证恒生

2. IPTV 和 OTT 业务增长潜力大，市场空间广阔

IPTV (Internet Protocol Television)：即交互式网络电视，在国内是指以电视机为显示终端，中央和省两级IPTV集成播控平台引入内容并集成播控后，规范对接到电信运营商利用互联网架设专网的定向传输通道，向公众提供包括广播电视台节目等视听节目及增值服务在内的多种交互式服务的业务。

OTT TV (Over The Top Television)：即互联网电视，是指以电视机为显示终端，以公共互联网为传输介质，通过经国家广电行政部门批准的集成服务平台，向绑定特定编号的电视一体机或机顶盒提供经互联网电视内容服务平台审核的，为公众提供包括广播电视台节目等视听节目及增值服务在内的多种服务的业务。

图表11. IPTV 与 OTT TV 的区别

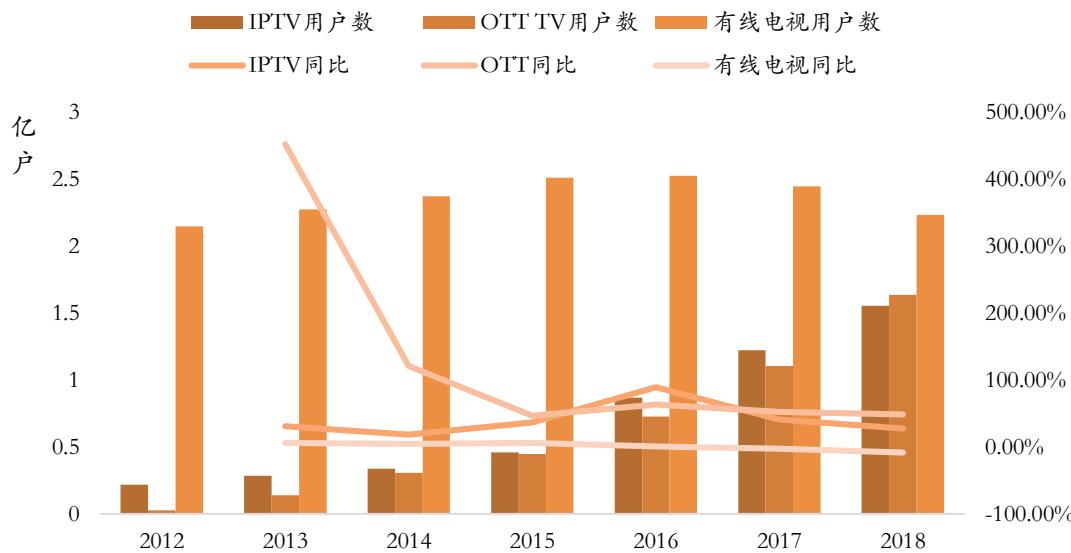
项目	IPTV	互联网电视
传输网络	IPTV 专网	公共互联网
接收终端	TV+机顶盒	TV+机顶盒/TV 一体机
内容提供	IPTV 集成播控平台内容	互联网电视内容服务平台内容
主要业务形态	视频直播、回看、点播及增值业务等	视频点播、增值服务和应用服务业务等
流畅清晰度	无滞后，清晰度高	主要取决于网络带宽
业务开展范围	省级播控分平台仅限于本省区域内，全国内容服务牌照可向全国范围内的省级播控分平台提供内容	全国
内容监管程度	可控可管	可控可管
业务平台	集成播控总分平台和全国内容服务平台	集成服务平台和内容服务平台
经营资质	信息网络传播视听节目许可证（IPTV 全国内容服务牌照和集成播控牌照）	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：公司招股说明书，广证恒生



IPTV 和互联网电视的用户规模高速增长，两者用户规模已接近有线电视用户规模。根据工信部《2018年通信业统计公报》数据，截至 2018 年 12 月底，IPTV 用户数为 1.55 亿户。根据《2018 年第四季度有线电视行业发展公报》数据，2017 年 12 月末和 2018 年 12 月末，我国互联网电视用户分别为 1.10 亿户和 1.64 亿户，分别较 2016 年同期增长 52.22% 和 48.17%。IPTV 和互联网电视用户数均呈现较快增长趋势。

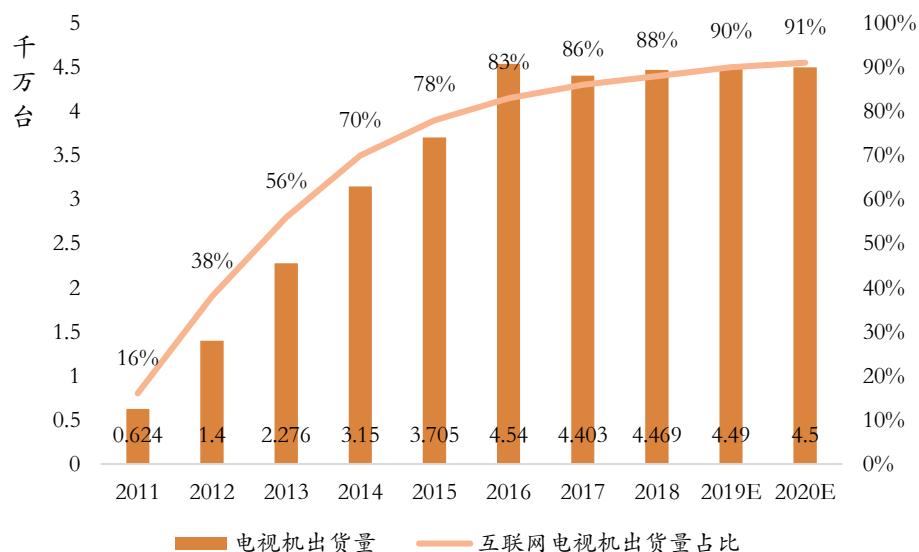
图表12. 2012-2018 年电视用户变化及增速情况



资料来源：2016-2018 年通信运营业统计公报，2016-2018 年第四季度有线电视行业发展公报，广证恒生

驱动力一：智能电视已经成为中国家庭主流电视收视终端，为 OTT 加速渗透奠定基础。根据尼尔森数据，2018 年智能电视出货量约为 3933 万台，占电视机出货量的 88%。预计 2019 年智能电视的整体出货量约占中国电视机市场出货总量的 90%。根据奥维互娱数据，2018 年 OTT 激活用户规模（智能电视+OTT 盒子）为 2.1 亿台，预计 2019 年 OTT 终端能够达到 2.4 亿台。

图表13. 中国电视机出货量与互联网电视机出货量占比趋势



资料来源：尼尔森，2019 智能电视服务运营发展报告，广证恒生

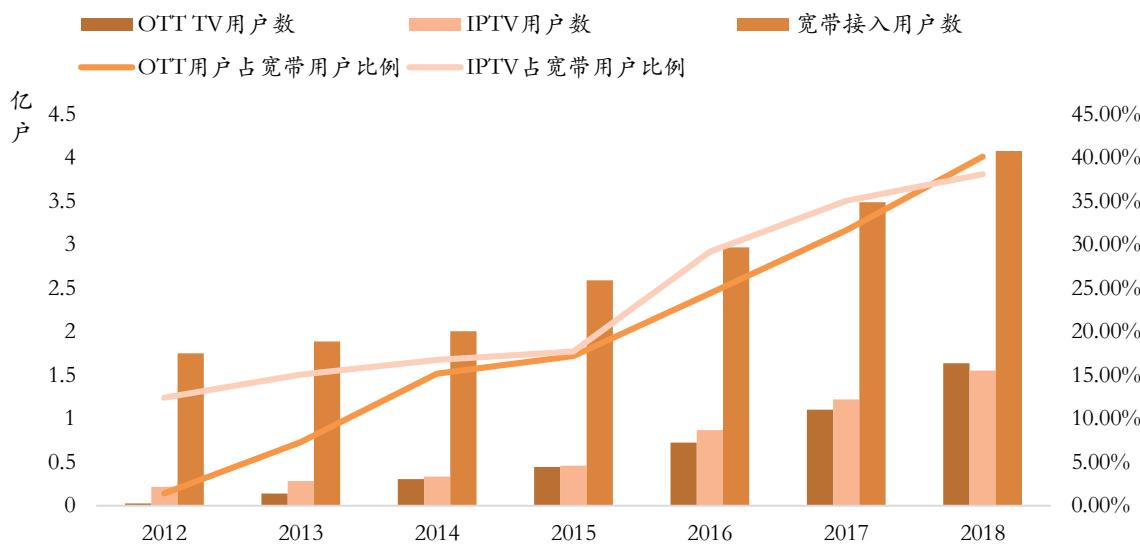
驱动力二：居民消费能力提升带来 ARPU 值增长空间，大屏内容丰富驱动用户付费习惯。我国经济敬请参阅最后一页重要声明

证券研究报告

持续快速发展，根据国家统计局数据，2018年我国GDP达900,309亿元，比上年增长6.6%；全年人均国内生产总值6.46万元，比上年增长6.1%；居民人均可支配收入2.82万元，比上年增长8.7%。根据《2018年广东国民经济和社会发展统计公报》，截至2018年底，广东常住人口1.13亿人，实现地区生产总值97277.77亿元，同比增长6.8%，连续30年排名全国第一；人均地区生产总值8.64万元；居民人均可支配收入3.58万元，比上年增长8.5%。巨大的人口基数为公司提供了众多的受众，经济发展的前列也有利于公司未来拓展增值业务，保证公司业务拥有相对较大的市场容量。随着居民收入水平的提高，居民消费支出中教育文化娱乐服务的金额也在同步增加。如果行业内企业进一步丰富节目内容和形式，将显著受益于居民消费能力提升带来的ARPU值增长。

驱动力三：IPTV和OTT用户渗透率不断上升，仍有较大提升空间。2018年，IPTV和OTT用户在宽带用户中的渗透率为38.1%和40.11%，仍然较低。截至2018年12月，我国农村互联网普及率上升至38.4%，仍远低于城镇74.6%的水平。互联网普及率方面城乡差距仍然较大。一方面随着我国城市化进程的稳步推进，城镇人口每年将以约1,500万的数量增加，新增人口将对IPTV和互联网电视产生新的需求；另一方面，农村互联网的普及率提高，也将带动农村IPTV和互联网电视用户的增加。此外，IPTV和互联网电视基础业务和增值业务进一步丰富完善，“宽带中国”等增进用户体验的开展，均能够进一步增加IPTV和互联网电视对潜在用户的吸引力。

图表14. 2012-2018年IPTV和OTT用户在宽带用户中的渗透率



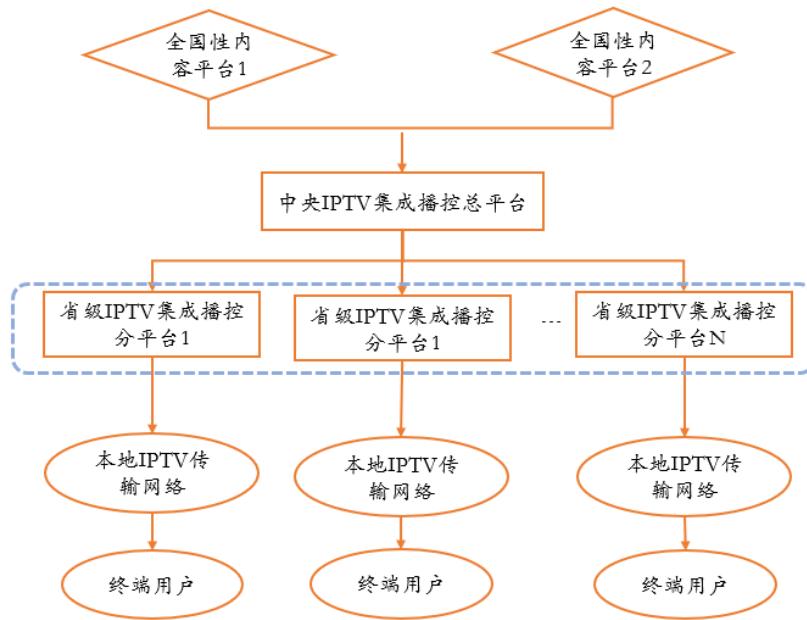
资料来源：2016-2018年通信运营业统计公报，2016-2018年第四季度有线电视行业发展公报，广证恒生

3. IPTV业务：广东省内独家，短期看提量加速渗透，长期看Arpu值提升

3.1 IPTV行业高速增长期，市场潜在空间充足

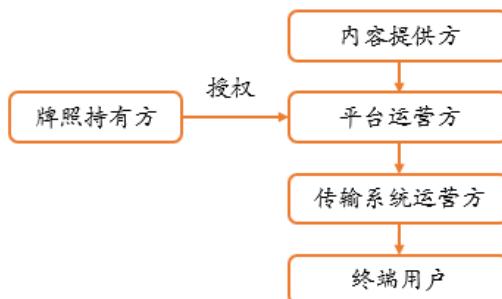
IPTV产业链主要由内容生产制作方、内容和服务提供方、集成播控平台运营方、传输渠道运营方、终端设备生产方以及终端用户构成。

图表15. IPTV行业运营模式



资料来源：公司招股说明书，广证恒生

图表16. IPTV产业链



资料来源：公司招股说明书，广证恒生

图表17. IPTV产业链分工：公司负责IPTV平台运营环节

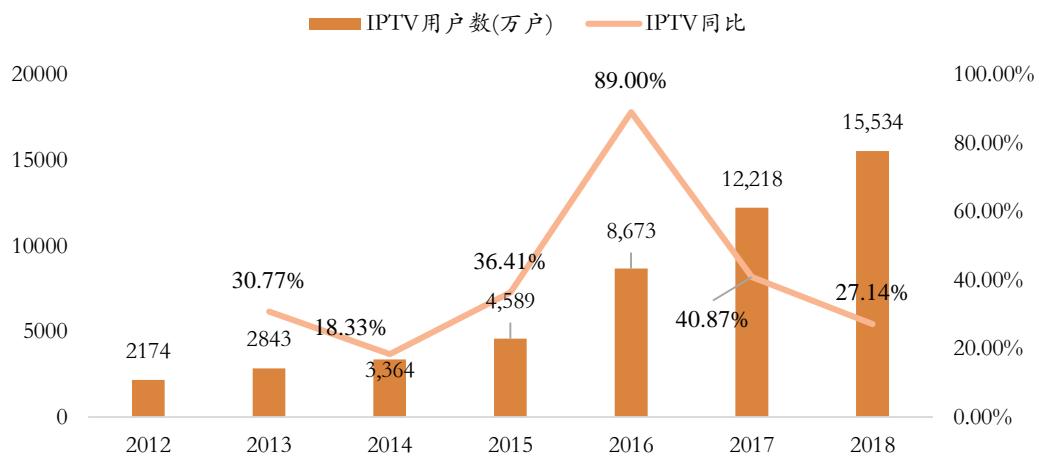
产业链环节	具体内容
内容提供方	主要包括中央及各省市广播电视台、影视剧制作企业以及媒体版权内容、游戏、在线社交、在线教育等服务的运营商。
牌照持有方和平台运营方	我国IPTV行业实行牌照管理制度，广电总局已经发放的IPTV服务相关牌照分为三类：全国IPTV集成播控服务许可、全国IPTV内容服务许可和各省IPTV集成播控服务许可。
传输系统运营方	根据国家三网融合政策，IPTV信号通过获得IPTV传输牌照的电信运营商架设的虚拟专网传输。我国IPTV传输系统运营方主要是中国电信、中国移动和中国联通。
终端设备提供商	IPTV的接收终端包括IPTV机顶盒和IPTV电视，终端设备提供方是指这两种终端产品的制造商。

资料来源：公司招股说明书，广证恒生



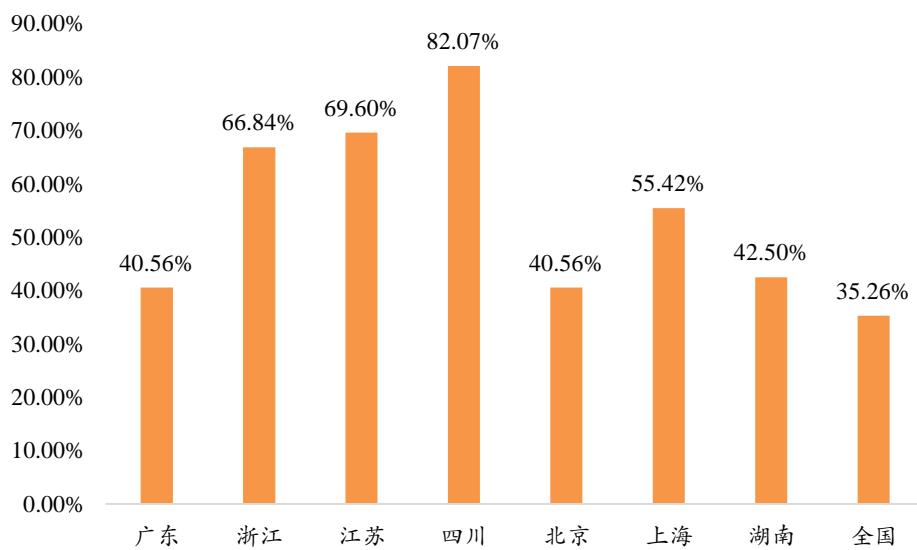
IPTV 行业用户数处于高速增长期，对标成熟省份渗透率仍有 30pct 提升空间。在目前三网融合背景下，由电信用户推动光纤入户，IPTV 获得发展用户红利，我国 IPTV 用户数呈现快速上升趋势。根据工信部《2018 年通信业统计公报》数据，截至 2018 年 12 月底，IPTV 用户数为 1.55 亿户。2018 年末，IPTV 在国内的渗透率约为 35.26%，渗透率虽呈现上升趋势，但仍然较低。2018 年末，广东 IPTV 基础业务用户数为 1475.04 万户，渗透率为 40.56%。预计未来，IPTV 业务的用户数仍能保持较强的增长势头。

图表18. 2012-2018 年中国 IPTV 用户及增速情况



资料来源：2016-2018 年通信运营统计公报，广证恒生

图表19. 各省 IPTV 渗透率



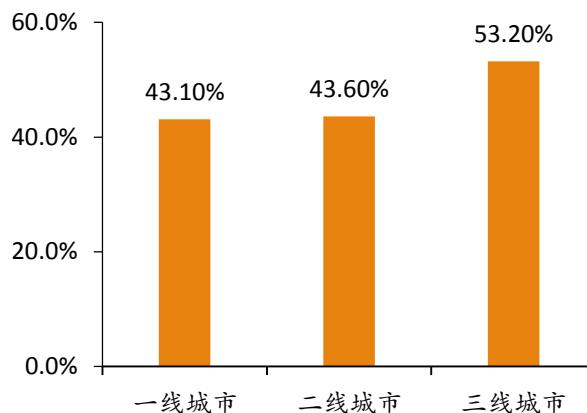
资料来源：公司招股说明书，2018 年全国广播电视台行业统计公报，国家统计局，流媒体网，广证恒生

注：我国家庭平均规模为 3.12 人，户数=人口/3.12；广东省数据来源为公司招股说明书；除广东外各省 IPTV 用户数据来源为流媒体网，统计截至 2018 年 5 月。

IPTV 行业发展地域性强，发展下沉至二、三线城市，挖掘空间大。 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。因此，人口更多的省份，互联网宽带接入率更高的省份更有利于 IPTV 业务的发展。根据《中国互联网发展报告 2018》显示，广东省互联网发展指数位列全国第一，数据显示，截至 2018 年末，广东省固定宽带用户 3598 万户，移动宽带用户 15747 万户，连续多年位居全国首位。IPTV 业务呈现发展下沉趋势，在三线以下城市渗透率超过 50%，IPTV 行业市场具有一定挖掘空间。

图表20. 广东省互联网（固定）宽带接入户数


资料来源：广东省互联网行业发展报告，广证恒生

图表21. IPTV 业务在二、三线城市渗透率更高


资料来源：2019 中国家庭大屏产业发展白皮书，尼尔森，广证恒生

3.2 公司IPTV业务：广东省内唯一资质，垄断省内市场

省内唯一授权牌照，排他优势明显。公司拥有广东广播电视台授权IPTV集成播控服务牌照，独家运营与广东IPTV集成播控服务配套的经营性业务。公司主要负责建立广东IPTV集成播控分平台，与总平台的对接以及本地节目源的集成和播出情况监看和广东地区EPG菜单开发、运营、管理等。作为广东省唯一一家拥有授权牌照运营商，公司业务方面具有排他性、合法性与持续性。

公司坚持业务合作模式，业务平台技术领先，容量大、内容丰富。IPTV业务是公司最主要营收来源，公司IPTV业务品牌为“粤TV”、集成播控平台呼号为“中国IPTV-广东”。公司IPTV业务采取合作模式，主要合作方为中央IPTV集成播控总平台运营方——爱上传媒以及广东地区三大电信运营商——广东电信、广东移动和广东联通，其中，与广东电信合作的IPTV业务收入占比最大，与广东联通合作的IPTV业务收入占比最小。

图表22. 公司是广东省内独家授权运营IPTV的企业

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



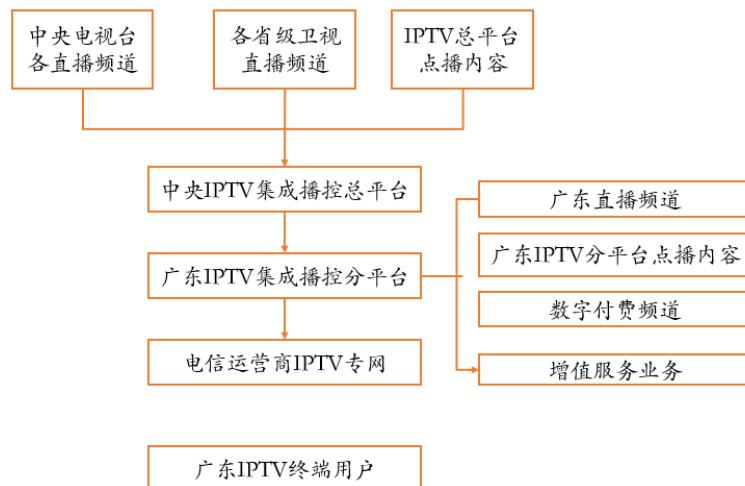
7 省级 IPTV 集成播控服务

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：公司招股说明书，广证恒生

图表23. 公司业务合作模式



资料来源：公司招股说明书，广证恒生

率先提出“统一播控、分域运营”理念，公司 IPTV 集成播控平台是全国首个实现多个运营商传输系统接入的 IPTV 播控平台。采用了大数据、云计算、智能搜索引擎、智能推荐等先进技术，处于国内领先地位。于 2017 年获得王选新闻科学技术奖二等奖。截至 2018 年末，公司 IPTV 播控平台能够支持 1,500 万用户、142 路标清、46 路高清频道和 3 路 4k 频道，具有 10 万小时标清节目库、7 万小时高清节目库和 3,400 小时 4K 超高清 VOD 节目库，可以提供 2 小时时移 7 天回放，同时兼具粤语特色等基础和增值业务功能，能够为用户提供丰富的选择和良好的体验。

图表24. 三大运营商传输系统



与广东电信合作的 IPTV 业务



与广东移动合作的 IPTV 业务



与广东联通合作的 IPTV 业务

资料来源：招股说明书，广证恒生

图表25. 公司获奖情况梳理



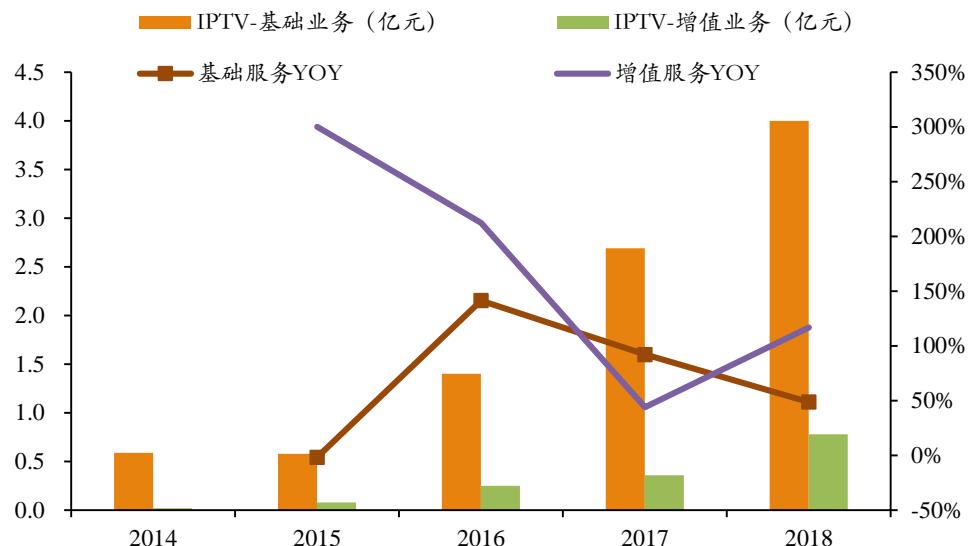
年度	获得荣誉	颁布机构
2013 年	中国新媒体正能量传播贡献奖	2013 中国新媒体年度盛典暨第六届新媒体节组委会
	2013 中国新媒体最具投资价值品牌	
	最具资源整合力广电新媒体	中国传媒大学广告学院、《媒介》杂志社
	广东省自主创新示范企业	广东省企业联合会、广东省企业家协会
2014 年	中国新媒体民生服务最佳贡献奖	中关村数字媒体产业联盟、中国传媒大学新媒体研究院、新媒体节组委会
	中国新媒体融合发展特别贡献奖	
2016 年	2016 中国年度影响力品牌	《中国企业报》集团、国家发改委《宏观经济管理》编辑部、对外经济贸易大学中国国际品牌战略研究中心、中国国际企业品牌文化博览会组委会
	2016 中国品牌影响力十大最具价值企业	
2017 年	王选新闻科学技术奖二等奖	中国新闻技术工作者联合会
	2017 最具行业影响力新媒体品牌	第十届新媒体节组委会
	2017 年中国新媒体领军榜十大领军品牌	
	2017 年度广东省科学技术奖三等奖	广东省人民政府
	2017 年度广播影视科技创新奖	中国广播电影电视社会组织联合会
2018 年	2018 年广东省科学技术奖三等奖	广东省人民政府
	广东省版权保护联合会第四届理事会理事单位	广东省版权保护联合会
	区域经济社会发展综合贡献奖	越秀区经济工作会议办公室

资料来源：公司招股说明书，广证恒生

公司 IPTV 业务功能丰富，包括直播、时移、回看、点播及应用服务等形式，主要功能为直播和点播。直播功能包括中央、各省卫视及广东省内各地方频道在内的多路标清、高清直播频道；点播功能可根据用户个人喜好点播各类影视剧等。

公司 IPTV 基础服务&增值服务均处于高速发展期。根据提供节目内容以及终端用户付费方式的不同，公司 IPTV 业务分为基础业务和增值业务。基础业务为用户提供基础视听内容服务，无需额外付费即可收看；增值业务为用户提供增值类视听节目点播服务和非视听应用增值服务，用户享受增值业务服务需分次或按期支付增值业务费。2018 年公司 IPTV 增值业务营收增速为 117%，高于基础服务 49% 的增速，从长期看，增值服务提升有望带动 arpu 提升。

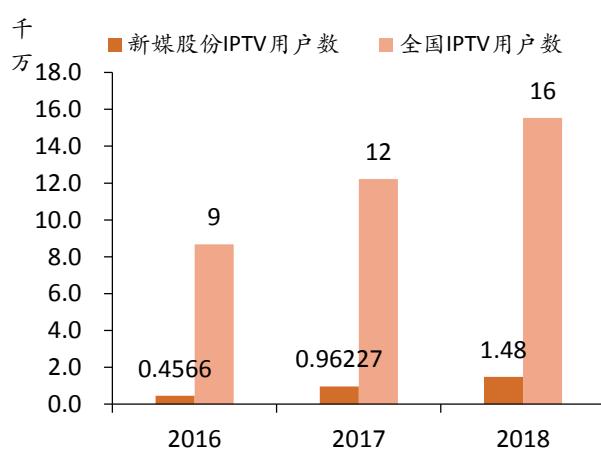
图表26. 公司 IPTV 基础业务和增值业务营收对比



资料来源：公司公告，广证恒生

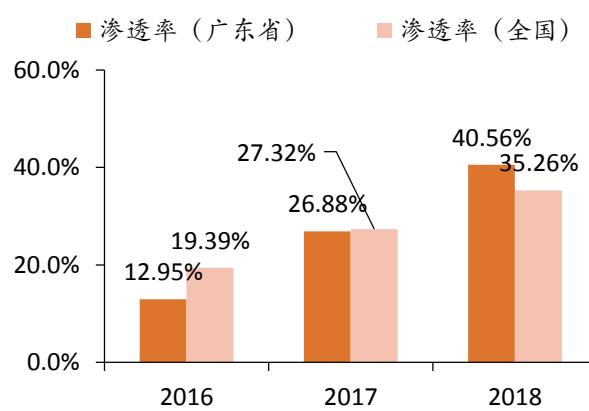
公司用户数快速增长，市场渗透提升空间大；ARPU有望随业务成熟以及内容丰富后逐渐提升，重点关注19年后移动渠道ARPU提升。公司IPTV用户数量快速增长，报告期各期末分别为456.60万户、962.27万户和1,475.04万户，最近三年年均复合增长率为79.74%。截止2018年末，广东省互联网宽带用户数为1.57亿户，领先全国其他省份。根据工信部发布的《通信业主要指标完成情况(二)》，可得到2016、2017、2018年末，IPTV业务全国渗透率约为19.39%/27.32%/35.26%，仍处于较低水平。由于公司IPTV业务范围基本在广东省，根据广东省统计局发布的《广东国民经济社会发展公报》，可以得到2018年公司IPTV业务渗透率为40.56%，公司市场渗透率还有提升空间。广东移动的2018ARPU只有20元左右，但是接下来有一个大的变化，是公司ARPU提升的核心关键点：2018年3月之前，南方新媒体与广东移动合作，后者是支付固定金额的，2018年4月开始也转换成了固定金额+用户收费分成的模式，而且去年9月开始，跟广东移动合作的IPTV上线了增值业务，所以这些会导致跟移动这边的合作ARPU提升。

图表27. 2016-2018年IPTV用户数



资料来源：公司招股说明书，工信部，广证恒生

图表28. 2016-2018年IPTV用户渗透率



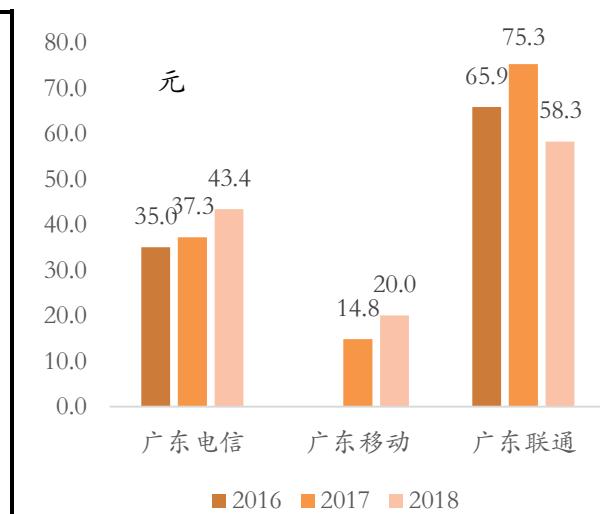
资料来源：公司招股说明书，《广东国民经济社会发展统计公报》，广证恒生

图表29. 三大运营商IPTV用户数情况

图表30. 公司IPTV各大运营商平均客单价情况



资料来源：公司招股说明书，广证恒生



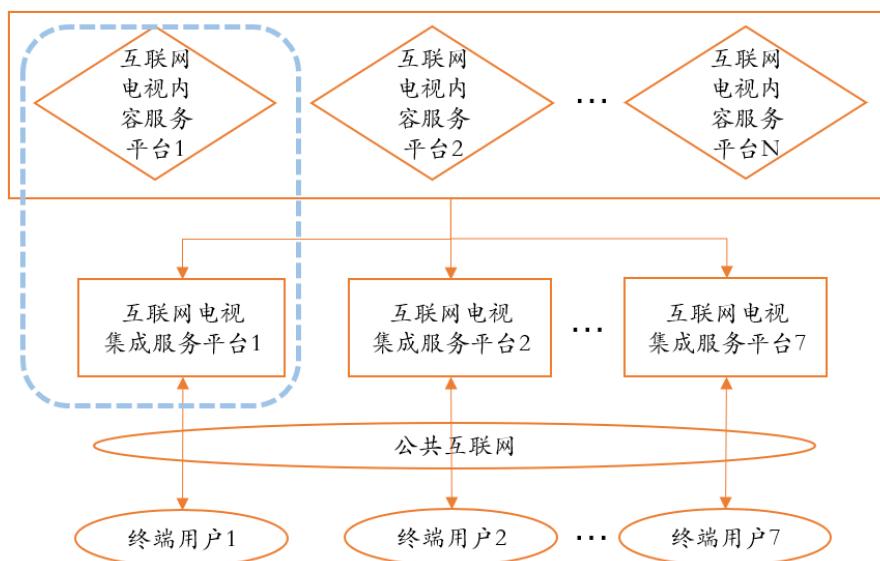
资料来源：公司招股说明书，广证恒生

4. OTT 业务：牵手腾讯等顶级内容服务方，量&价提升空间巨大

4.1 看行业：ARPU 和用户量提升空间较大

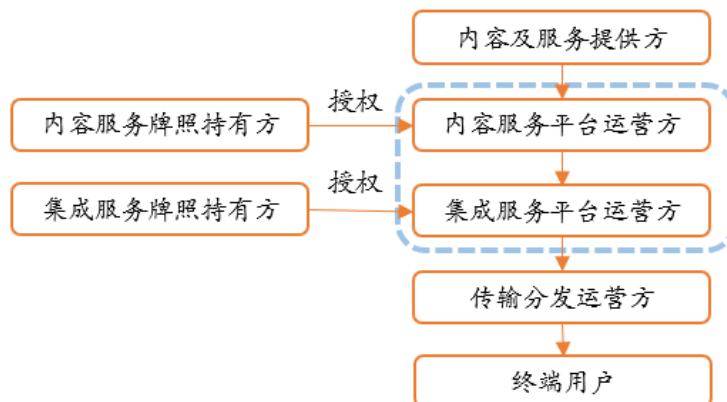
互联网电视的产业链主要由内容生产制作方、内容和服务提供方、内容服务平台运营方、集成服务平台运营方、传输渠道运营方、终端设备生产方以及终端用户构成。

图表31. 互联网电视行业运营模式



资料来源：公司招股说明书，广证恒生

图表32. 互联网电视产业链



资料来源：公司招股说明书，广证恒生

图表33. 互联网电视产业链分工

产业链环节	具体内容
内容和服务提供方	互联网电视内容和服务提供方主要分为两类，一类为包括影视剧、新闻综艺节目、体育赛事等视频类内容，主要对应基础业务；另一类为包括游戏、在线教育等综合服务，主要对应增值业务。视频类内容的主要提供方包括中央及各省市广电系统，优酷土豆、爱奇艺、腾讯视频等在内的视频类网站，盛世骄阳、华视网聚等内容分销商等。综合服务的主要提供方包括各种游戏、在线社交、在线教育等服务运营商。
内容服务牌照持有方和内容服务平台运营方	我国互联网电视行业实行牌照管理制度，广电总局已经发放的互联网电视服务相关牌照分为两类：互联网电视内容服务许可和互联网电视集成服务许可。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。在互联网行业实际运行中，一些牌照持有方授权其控制的企业运营相关业务平台。
集成服务牌照持有方和集成服务平台运营方	互联网电视通过公共互联网传输，主要由公共互联网接入服务运营商和内容分发运营商提供。
传输分发运营方	生产终端产品的制造商；互联网电视的接收终端为互联网电视一体机和互联网电视机顶盒，其中互联网电视机机顶盒连接普通电视后即具备了互联网电视一体机的功能。
终端设备提供方	

资料来源：公司招股说明书，广证恒生

图表34. 互联网电视内容服务牌照持证机构及经授权经营互联网电视内容服务业务企业名单

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
14	云南广播电视台	公开资料中未查询到相关信息
15	重庆网络广播电视台	重庆广电数字传媒股份有限公司
16	贵州广播电视台	公开资料中未查询到相关信息

资料来源：公司招股说明书，广证恒生

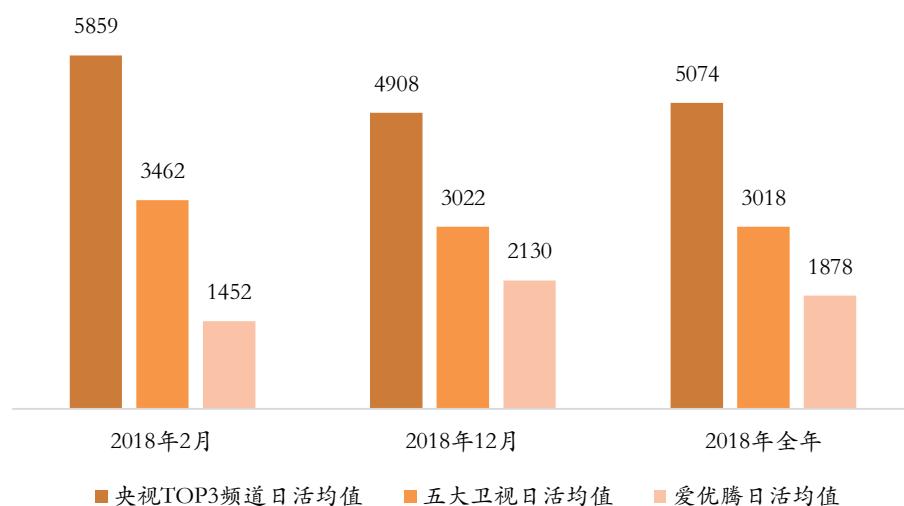
图表35. 互联网电视集成服务牌照持证机构及经授权经营互联网电视集成服务业务企业名单

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：公司招股说明书，广证恒生

OTT 视频内容海量丰富，对用户吸引力更强，预计未来用户量增长潜力较大。全 TV 终端范围中，头部视频媒体与五大卫视用户总规模大幅缩小。未来传统直播频道与视频媒体激烈博弈中，或将出现媒体影响力的逆转。

图表36. 2018 年全 TV 端媒体日活（万台）

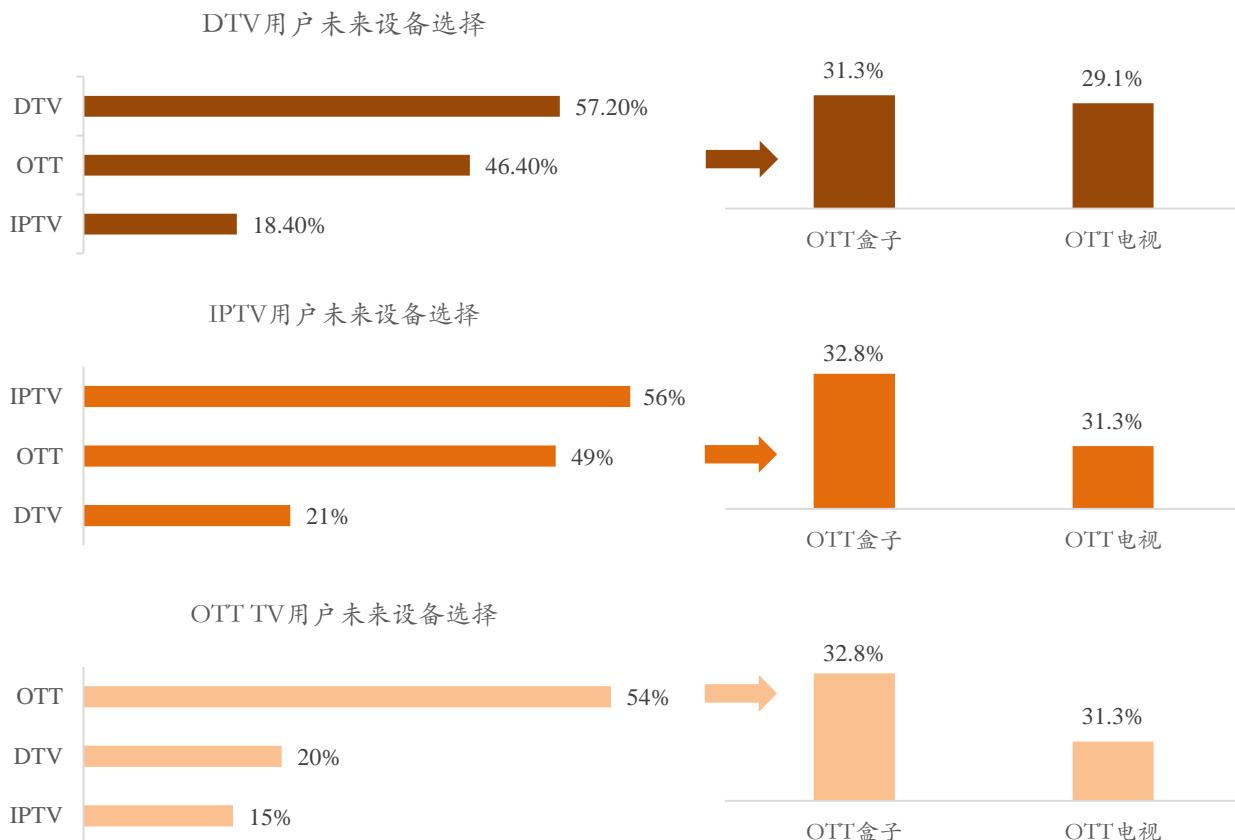


资料来源：奥维互娱，《2019年中国OTT发展预测报告》，广证恒生



OTT 视频内容经过牌照方把关筛选，多为优质精品。用户想要看的热门节目，尤其是热门剧和综艺，在OTT端几乎都能看得到。因此OTT TV对用户更具吸引力，预计未来用户量增长潜力较大。根据尼尔森数据，DTV 和 IPTV 用户选择使用OTT设备的意愿也比较强烈，分别占到46.4%和48.6%。而OTT用户选择使用DTV或IPTV的则比较少。此外，OTT用户在未来OTT设备选择上更倾向于OTT电视机，占比35.8%；

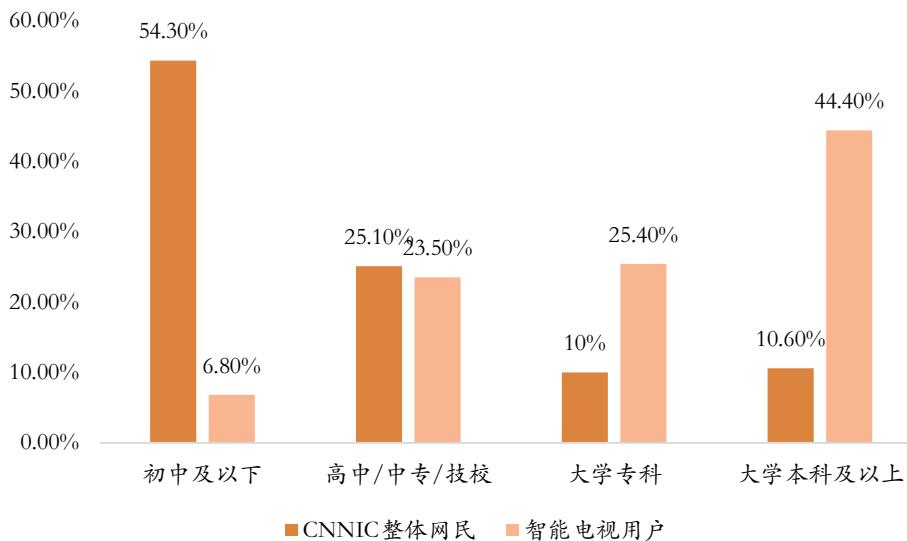
图表37. 家庭大屏终端更换设备意愿



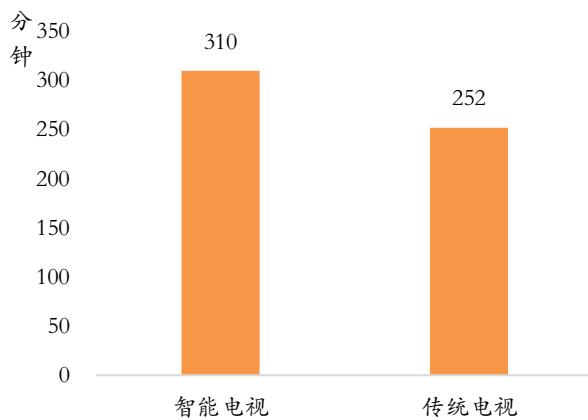
资料来源：2019 中国家庭大屏产业发展白皮书，尼尔森，广证恒生

OTT 电视观众相较传统电视观众更具消费能力，广告收入提升空间大。根据奥维互娱数据显示，智能电视用户年龄构成比传统电视用户更加年轻，年轻人对于优质内容的付费意愿更强。其次，智能电视用户大学及以上学历所占比重超60%，企事业单位管理人员所占比重超35%。在家庭收入方面，智能电视用户家庭收入结构与Pad视频用户最为相似，家庭月收入在15000元以上的占比均已超过40%，超越PC端与手机端中高收入用户的占比。

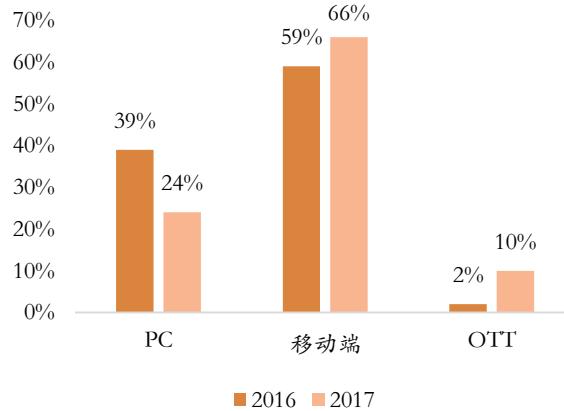
目前OTT终端日活规模相当于有线电视日活规模的10%，但广告收入仅为其3%；而且OTT广告具有大屏展示、一屏多用户、强制曝光、互动性强、可定向投放、可衡量曝光效果等优势，具有更好的视听体验，广告环境和广告效果俱佳。而且在多屏营销与跨屏营销的趋势下，OTT作为客厅和家庭中心，将会越来越重要。目前OTT广告售卖价格偏低，因此智能大屏领域有着巨大商业价值，随着视频付费用户的增长，未来OTT广告增值潜力相当可观，预期ARPU值将会有较大提升空间。

图表38. 智能电视用户学历分布


资料来源：2018年中国智能电视用户洞察报告，酷鹅用户研究院，广证恒生

图表39. 电视日均观看时长


资料来源：2018年中国智能电视用户洞察报告，酷鹅用户研究院，广证恒生

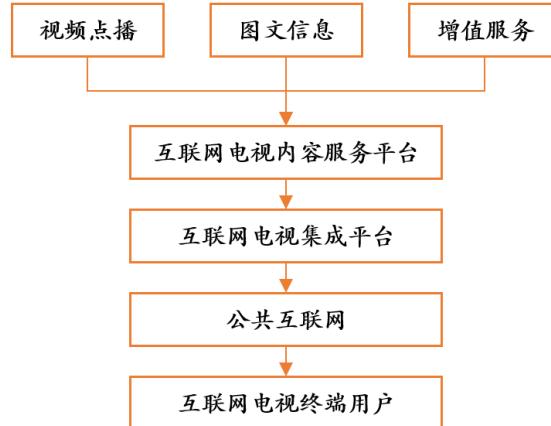
图表40. 三端广告曝光量


资料来源：2018年中国智能电视用户洞察报告，酷鹅用户研究院，广证恒生

4.2 看公司：旗下产品排名前列，获得广东广电独家授权

广东广播电视台持有广电总局颁发的《信息网络传播视听节目许可证》，拥有互联网电视集成牌照和互联网电视内容服务牌照。经广东广播电视台授权，公司负责运营与互联网电视集成服务和内容服务配套的经营性业务。该授权具有排他性。2018年，公司互联网电视业务收入为9865.80万元，占营业收入的比例为15.66%。

图表41. 公司互联网电视业务合作模式



资料来源：公司招股说明书，广证恒生

公司旗下产品线行业排名前列，日活均进入前十名。根据奥维互娱数据，2018年12月云视听极光日活1800万台，OTT行业排名第三，全TV端排名二十四；云视听More TV日活265万台，OTT行业排名第五，全TV端排名五十一。

公司运营的互联网电视产品有云视听极光、云视听More TV、云视听悦厅和云视听小电视。其中，云视听极光、云视听More TV已经规模运营，云视听悦厅、云视听小电视处于起步阶段。(1) 云视听极光是公司与腾讯计算机合作打造的针对互联网电视的视频点播产品。版权内容主要由广东台授权和腾讯计算机提供，传输分发及渠道推广服务由腾讯计算机提供。云视听极光预装在智能电视/盒子或由用户通过互联网电视应用软件下载安装。(2) 云视听More TV：云视听More TV是公司与千杉网络合作打造的针对互联网电视的视频点播产品。公司主要负责产品的内容集成和管理、运营管理、用户管理、EPG管理、技术运维、宣传推广等；千杉网络主要负责版权内容提供、CDN传输分发和宣传推广等。云视听More TV由用户通过互联网电视应用软件下载。截至2018年末，云视听极光APP的终端用户激活数量累计为1.33亿户，云视听More TV APP的终端用户激活数量累计为3625.99万户。公司产品在用户中的使用率较高，相比同行业其他产品具有明显的竞争优势。

图表42. 应用用户界面



云视听极光用户界面



云视听 MoreTV 用户界面

资料来源：公司招股说明书，广证恒生

图表43. 2018年12月OTT日活排行榜

名称	DAU (万台)	OTT 端排名	全 TV 端排名
银河奇异果	2569	1	17

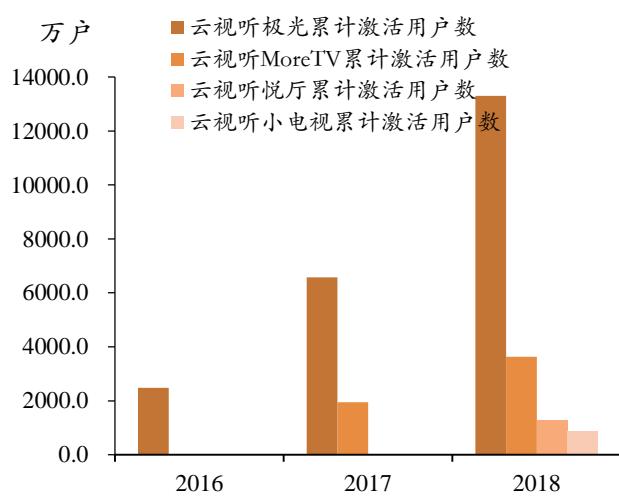


CIBN 酷喵影视	2021	2	20
云视听极光	1800	3	24
芒果 TV	537	4	50
云视听 MoreTV	265	5	51
CIBN 高清影视	205	6	53
CIBN 聚体育	79	7	55
CIBN 巨精彩	52	8	56
云视听·泰捷	30	9	57
云视听悦厅 TV	12	10	58

资料来源：奥维互娱，《2019年中国OTT发展预测报告》，广证恒生

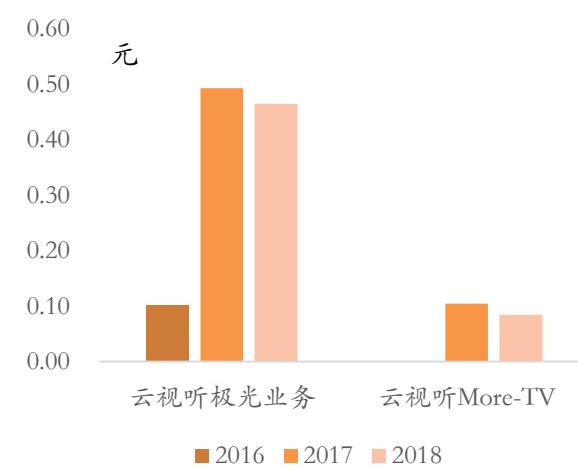
公司产品累计激活用户数量快速增长，单位用户收入提升空间巨大。目前公司旗下产品累计激活用户数在1.5亿左右，且处于高速增长状态；ARPU方面，公司云视听极光以及云视听 More-TV 平均用户收入不足1元，表明用户习惯仍然处于培养，我们认为随着后续内容的丰富，大屏显示仍然具有观赏价值，有望带来ARPU值提升。

图表44. 公司OTT产品累计激活用户数



资料来源：公司招股说明书，广证恒生

图表45. 公司OTT产品平均单用户收入

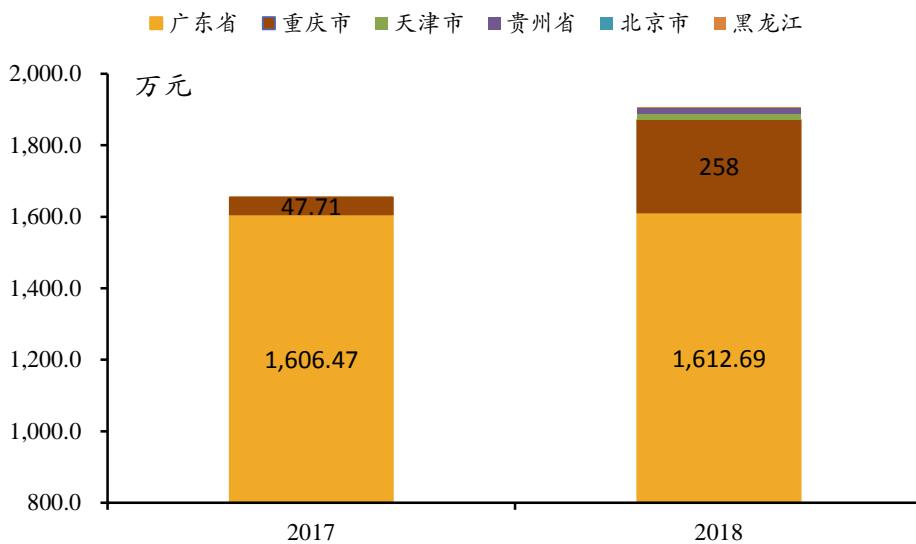


资料来源：公司招股说明书，广证恒生

5.其它主营业务：依托省内资源优势延伸省外

业务一：有线电视网络增值服务。指通过综合服务平台——“电视自由行(UTVGO)”，为有线电视用户提供视频点播和应用服务等增值服务，是报告期内的新增业务，由公司全资子公司南方网络运营，2018年，公司该业务营收1905万元，占当期营业收入比例为3.03%。**立足广东延伸省外：**公司的有线电视网络增值服务业务主要来源于广东省，2017年、2018年来源于广东省的有线电视网络增值服务业务占比分别为97.12%、84.63%，而省外营收占比持续提升。

图表46. 公司省外专网视听节目综合服务业务经营区域



资料来源：公司招股说明书，广证恒生

业务二：省外专网视听节目综合服务。系公司子公司南广影视互动为广东省以外的专网业务运营方提供的技术、运维、视听节目内容和应用类增值等综合服务。对于本业务，南广影视互动无需取得业务资质与许可。2018年，公司该业务营收3443万元，占当期营业收入比例为5.47%。2017年和2018年，公司的省外专网视听节目综合服务业务经营区域主要为河南省。

图表47. 公司有线电视网络增值服务收入区域



资料来源：公司招股说明书，广证恒生

我们认为，随着公司运营平台的成熟和经验积累，有望会带动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的发展，立足广东辐射全国，提高公司天花板，完善公司运营平台的定位，驱动公司长期成长。

6. 盈利预测与估值

我们预计19-21年公司IPTV营收为6.21/8.03/10.23亿元，OTT营收为1.58/2.32/3.24亿元，为公司营收增长的核心驱动业务；预计19-21年公司归母净利润为2.92/3.83/4.75亿元，19年净利润增速为40%，



对应 PE 为 36/28/22 倍，结合公司业务发展的高成长性、牌照的稀缺价值，给予公司 19 年 45 倍估值，对应还有 24% 的股价空间，首次覆盖，给予强烈推荐评级。

图表48. 公司核心业务营收预测

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019E	2020E	2021E
IPTV	1.65	3.05	4.78	6.21	8.03	10.23
YOY		84.8%	56.7%	29.8%	29.5%	27.3%
OTT	0.64	0.71	0.99	1.58	2.32	3.24
YOY		10.9%	39.4%	59.8%	46.7%	39.8%
其他主营业务	0.15	0.55	0.53	0.70	0.96	1.32
YOY		266.7%	-3.6%	33.0%	36.8%	36.9%
其它业务	0.61	0.15	0.13	0.12	0.12	0.12
YOY		-75.4%	-13.3%	-5.0%	-2.0%	0.0%

资料来源：Wind，广证恒生

6. 风险提示

- 影视内容版权纠纷
- 用户渗透不及预期
- 人们使用偏好改变，大屏使用时长大幅下滑



盈利预测模型：

资产负债表				利润表				单位:百万元	
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产					营业收入	643	861	1143	1490
现金	611	1587	1896	2382	营业成本	279	372	484	624
应收账款	190	222	316	398	营业税金及附加	3	4	5	7
其它应收款	8	5	6	6	营业费用	46	60	80	104
预付账款	10	7	8	8	管理费用	70	142	206	298
存货	0	0	0	0	财务费用	-4	-16	-26	-32
其他	3	200	200	200	资产减值损失	8	7	11	15
非流动资产	228	506	569	592	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	6	4	5	5	投资净收益	-3	-2	-4	-3
固定资产	83	100	104	106	营业利润	206	290	379	470
无形资产	63	258	501	794	营业外收入	1	4	6	7
其他	77	144	-42	-314	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1050	2527	2995	3587	利润总额	206	294	385	477
流动负债	315	406	510	656	所得税	1	1	2	2
短期借款	0	0	0	0	净利润	205	292	383	475
应付账款	205	278	359	464	少数股东损益	-0	0	0	0
其他	109	128	152	192	归属母公司净利润	205	292	383	475
非流动负债	23	17	19	19	EBITDA	218	404	569	744
长期借款	0	0	0	0	EPS（摊薄）	1.60	2.28	2.99	3.70
其他	23	17	19	19					
负债合计	338	423	529	676					
少数股东权益	1	1	1	1					
股本	96	128	128	128					
资本公积	316	1383	1383	1383					
留存收益	299	592	953	1398					
归属母公司股东权益	711	2103	2465	2910					
负债和股东权益	1050	2527	2995	3587					
现金流量表									
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	246	175	772	1085	成长能力				
净利润	205	292	383	475	营业收入增长率	44.2%	33.9%	32.8%	30.3%
折旧摊销	21	127	210	299	营业利润增长率	84.6%	41.0%	30.9%	24.0%
财务费用	-4	-16	-26	-32	归属于母公司净利润增长率	86.9%	42.5%	31.1%	23.9%
投资损失	3	2	4	3	获利能力				
营运资金变动	10	-25	198	339	毛利率	56.6%	56.7%	57.7%	58.1%
其他	12	-204	2	1	净利率	31.8%	34.0%	33.5%	31.9%
投资活动现金流	-100	-316	-467	-601	ROE	32.2%	20.8%	16.8%	17.7%
资本支出	-67	-28	-18	-18	ROIC	27.5%	13.1%	14.5%	15.2%
长期投资	33	22	-4	-4	偿债能力				
其他	-67	-309	-444	-578	资产负债率	32.1%	16.7%	17.7%	18.8%
筹资活动现金流	-53	1116	4	2	净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	2.61	4.98	4.75	4.56
长期借款	0	0	0	0	速动比率	2.61	4.98	4.75	4.56
普通股本增加	0	32	0	0	营运能力				
资本公积金增加	-1	1068	0	0	总资产周转率	0.69	0.48	0.41	0.45
其他	-52	16	4	2	应收账款周转率	4.46	4.18	4.25	4.17
现金净增加额	93	975	309	486	应付账款周转率	1.56	1.54	1.52	1.52



团队成员介绍：

肖明亮：江西高安人，武汉大学传媒+会计学复合背景，目前担任TMT副团长，传媒和教育行业负责人，4年传媒行业研究经验。持续跟踪覆盖文化传媒和教育领域，在文娱、教育、营销服务、出版发行等细分领域积累了较丰富的研究经验，重视产业链研究分析，致力于从产业供需分析以及产业链的边际变化挖掘投资价值，多次受邀参加全国性峰会论坛交流、上市企业战略咨询交流以及企业战略咨询委托等。

叶锟：广东梅州人，华东师范大学法学硕士，具有新财富团队实习及大型泛娱乐上市公司投资部工作经验，近3年产业和行业研究经验，主要研究教育及泛娱乐方向。

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132, 020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者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、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。