

确定市场红利及强产品竞争力共驱高增长 买入 (首次)

2019 年 06 月 05 日

证券分析师 张良卫

执业证号: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证号: S0600517110002

021-60199793

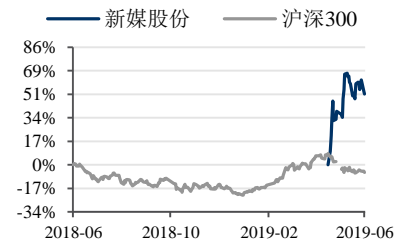
zhoulj@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	643	889	1,212	1,581
同比 (%)	44.2%	38.2%	36.3%	30.4%
归母净利润 (百万元)	205	317	450	605
同比 (%)	86.9%	54.3%	42.0%	34.5%
每股收益 (元/股)	1.60	2.47	3.50	4.71
P/E (倍)	51.23	33.20	23.38	17.38

投资要点

- **新媒股份: 纯正的新媒体业务运营龙头。** IPTV 及互联网电视业务是当前公司收入主要来源, 基于广东广播电视台授权的稀缺牌照资源, 公司与广东省三大运营商及腾讯视频保持着最紧密合作关系。公司过去三年业绩亮眼, 2016/2017/2018/2019Q1 收入增速分别为 69%/46%/44%/45%, 归母净利增速分别为 73%/118%/87%/91%, ROE (加权) 分别为 21.19%/21.86%/32.37%/9.82%, 业绩增速及盈利能力均保持在较高水平。
- **广东省内 IPTV 用户仍有望保持较快增长。** 广东广播电视台授权公司独家运营广东 IPTV 集成播控业务, 省内区域壁垒高, 是广东省信息化建设及各项增值服务应用推广的直接获益者。截至 2018 年底, 公司 IPTV 基础业务用户数为 1,475.04 万户, 渗透率为 40.56% (占广东省家庭户数), 截止 2019 年 2 月广东省宽带接入用户达到 3,654.7 万户, 50M、100M 以上用户数分别为 3,166.5/2,657.5 万户, 占比分别为 86.6%/72.7%, 广东省具有较好的信息化基础及较强的消费能力, 预计未来公司 IPTV 用户规模仍有望保持较快增速, 我们预计 2019/2020/2021 年 IPTV 收入 (包括增值业务) 增速分别为 33.93%/28.73%/21.78%。
- **OTT TV 迎行业爆发, 付费和广告有望保持高增长。** 公司旗下 OTT TV 主要产品“云视听极光”在同类产品中各项指标具有明显领先优势, 将直接受益于行业增长的红利。据勾正数据统计, 2018 年智能电视保有量渗透率为 36%, 预计 2019 至 2022 年分别为 41%、46%、49%及 53%, 仍有较大提升空间。当前市场上普遍采用打通多屏会员体系做法以拉动会员, 我们认为在渗透率持续提升及绑定销售带动下, 会员规模及收入短期保持较快增速的确定性高。广告领域, 类比在线视频广告规模增长情况, 我们认为, OTT 广告市场目前仍处于早期阶段, 未来几年将进入较快增长阶段, 勾正数据预计 2019 年 OTT 广告投入规模将翻倍, 达 129 亿元。长期来看, OTT TV 未来有望成为客厅应用重要入口之一, 如何基于客厅场景, 提供更多增值性服务、电商、教育、医疗等新的场景应用, 进行深度的用户运营值得期待。我们预计公司 2019/2020/2021 年互联网电视业务收入增速分别为 81.90%/75.64%/58.93%。
- **首次覆盖, 给予“买入”评级。** 公司 IPTV 业务及 OTT TV 业务均具有较强规模效应, 我们认为未来费用率仍有下降空间, 预计公司 2019/2020/2021 年归属净利分别为 3.17/4.50/6.05 亿元, 对应增速分别为 54.3%/42.0%/34.5%, 对应 PE 分别为 33/23/17 倍, 考虑到可比公司估值、公司未来几年的成长性, 给予公司 2020 年 30 倍 PE, 目标价为 105 元。
- **风险提示:** 牌照续签风险; IPTV 用户单价下降; 互联网电视业务市场拓展不及预期; 税收优惠政策变化; 次新股股价波动; 版权采购摊销费用影响业绩等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	81.90
一年最低/最高价	43.40/89.83
市净率(倍)	5.65
流通 A 股市值(百万元)	2629

基础数据

每股净资产(元)	14.49
资产负债率(%)	34.69
总股本(百万股)	128.37
流通 A 股(百万股)	32.10

相关研究

内容目录

1. 新媒股份：纯正的新媒体业务运营龙头	5
2. 广东省内 IPTV 用户仍有望保持较快增长	8
2.1. IPTV 区域壁垒高，产品竞争力强	8
2.2. 广东省内 IPTV 用户仍有望保持较快增长	10
3. OTT TV 迎行业爆发，付费和广告有望保持高增长	11
3.1. 与腾讯合作稳定，云视听极光领先优势明显	11
3.2. 智能电视销售驱动 OTT TV 渗透率提升	14
3.3. 多屏绑定带来会员规模增长，广告收入有望翻倍	15
4. 加码内容采购，提升产业链话语权及竞争力	16
5. 盈利预测及投资建议	17
5.1. 盈利预测	17
5.2. 投资建议	18
6. 风险提示	19

图表目录

图 1: 公司发展历程	5
图 2: 公司营业收入 (万元) 及增速	5
图 3: IPTV 和 OTT TV 是公司主要收入来源 (万元)	5
图 4: IPTV 业务收入 (万元)、占比及增速	6
图 5: IPTV 业务用户数 (万户) 及增速	6
图 6: 互联网业务收入 (万元)、占比及增速	6
图 7: 互联网业务细分类别收入 (万元)	6
图 8: 云视听系列产品累计激活用户数 (万户)	7
图 9: 2018 年有线电视网络增值服务业务收入按经营区域划分 (万元)	7
图 10: 2018 年省外专网视听节目综合服务业务收入按经营区域划分 (万元)	7
图 11: IPTV 两级集成播控平台架构	9
图 12: IPTV 基础和增值业务收入 (万元) 及增速	10
图 13: IPTV 业务与三大运营商合作的用户数量 (万户)	10
图 14: 全国范围内不同收视方式用户数 (万户)	11
图 15: 全国范围内不同收视方式用户增速	11
图 16: 广东省 IPTV 用户数、家庭户数 (万户) 及渗透率	11
图 17: 互联网电视行业管理模式	12
图 18: 互联网电视产业链构成	12
图 19: 2019 年 4 月智能电视点播媒体收视排行 (%)	13
图 20: 云视听极光累计激活用户数 (万户) 及增速	13
图 21: 2018 年中国智能电视销量占比达 89%	14
图 22: 智能电视终端保有量渗透率仍有较大提升空间	14
图 23: OTT 广告投入规模及预测 (亿元)	15
图 24: 在线视频行业广告规模、增速及用户规模增速	15
图 25: 基于客厅场景的新应用领域值得期待	16
图 26: 公司版权内容采购成本 (万元)、占比及增速	16
图 27: 2018 年公司采购情况 (万元)	16
图 28: 公司毛利率保持稳中有升	18
图 29: 公司各主营业务毛利率情况	18
图 30: 公司销售费用 (万元) 及销售费用率	18
图 31: 公司管理费用 (万元) 及管理费用率	18
表 1: IPTV 服务许可持证机构及 IPTV 集成播控平台授权运营情况	8
表 2: 公司 IPTV 主要功能及内容	10
表 3: 互联网电视内容服务牌照持有机构及运营机构	12
表 4: 全国共 7 家公司被不同牌照持有机构授权能够同时开展内容服务和集成服务	13
表 5: 2018 年全天时段点播媒体时长排行榜	13
表 6: 云视听极光发展阶段及收入分配调整情况	14
表 7: APP 及视频网站会员的价格和权益介绍 (2019 年 6 月 3 日统计)	15
表 8: 公司上市后三年内版权内容采购投入计划 (万元)	17
表 9: 公司各业务收入预测 (万元)	17

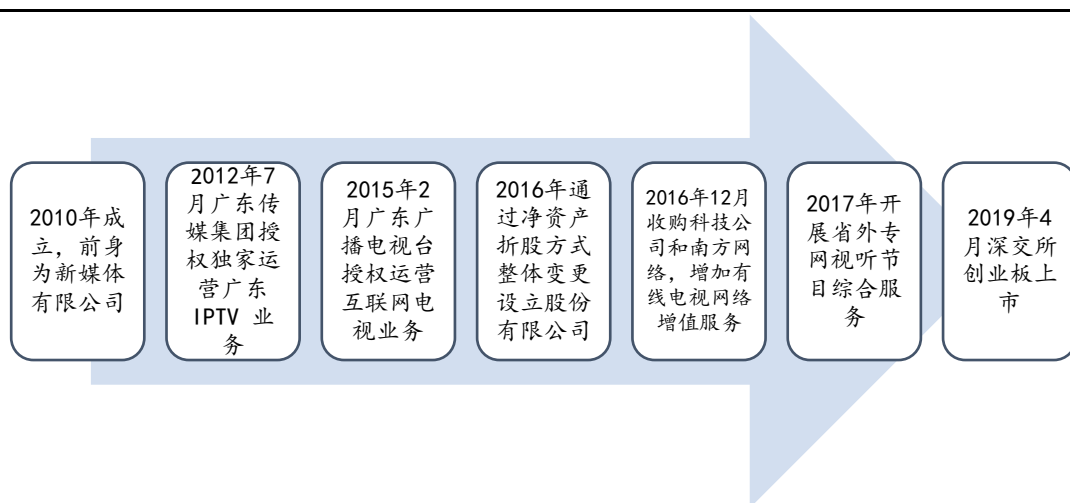
表 10：可比公司估值情况	19
---------------------	----

1. 新媒股份：纯正的新媒体业务运营龙头

公司是全国领先的新媒体业务运营商,前身新媒体有限公司由广东传媒集团于2010年通过全资子公司传媒控股公司出资设立,2016年整体变更设立股份有限公司,2019年4月在深交所创业板上市。

自成立以来,公司先后开始经营IPTV业务和互联网电视业务:2012年7月,广东传媒集团授权公司独家运营广东IPTV业务。2015年2月,广东广播电视台授权公司运营互联网电视业务。IPTV及互联网电视业务也是当前公司收入的主要来源。

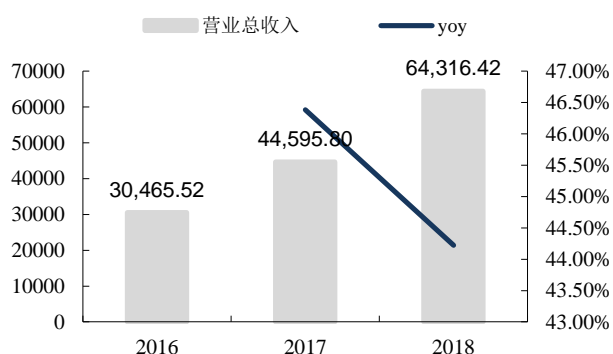
图1: 公司发展历程



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

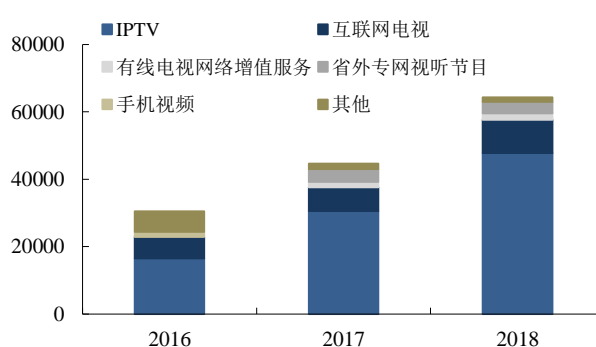
2018年公司营业总收入为64,316.42万元, 同比增长44.22%, 其中IPTV业务和互联网电视业务2016-2018年其收入总和分别占总收入75.03%/84.32%/89.63%, 其他业务包括有线电视网络增值服务和省外专网视听节目综合服务等, 收入占比逐渐降低。

图2: 公司营业收入(万元)及增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

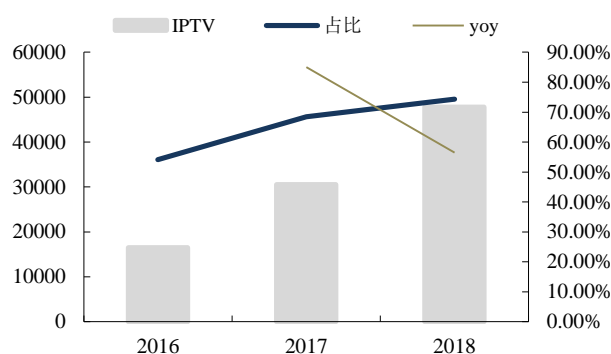
图3: IPTV和OTT TV是公司主要收入来源(万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

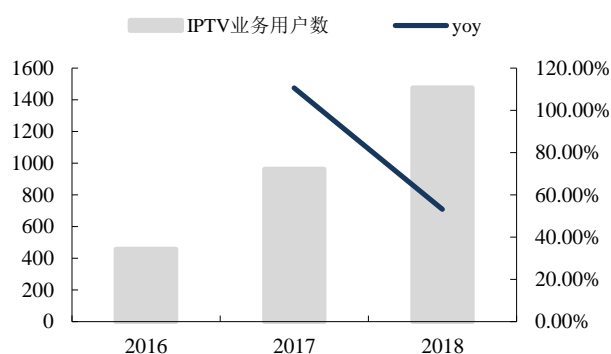
1、IPTV 业务是公司营业收入的最大来源。 IPTV 即交互式电视，以电视机为显示终端，经国家广电行政部门批准的集成播控平台，通过电信运营商虚拟专网传输，向家庭用户提供视听节目等多种服务。2018 年公司 IPTV 业务收入为 4.78 亿元，占营业总收入 74.29%，同比增长 56.50%。2016-2018 年公司 IPTV 用户数量快速增长，分别为 456.60/962.27/1,475.04 万户，年均 CAGR 为 79.74%。

图 4：IPTV 业务收入（万元）、占比及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 5：IPTV 业务用户数（万户）及增速

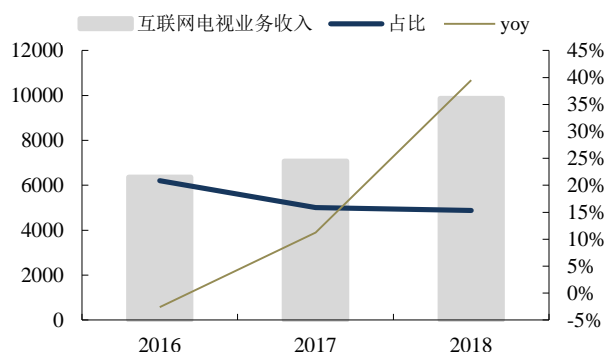


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2、互联网电视（OTT TV）业务是公司营收第二大来源。 互联网电视以电视机为显示终端，经国家广电行政部门批准的互联网电视内容服务平台和集成服务平台，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。2018 年公司互联网电视业务收入为 9,865.81 万元，其中产品运营业务收入规模最大，2018 年收入 8,667.33 万元，同比增加 152%，互联网电视服务合作业务收入逐年减少，互联网电视硬件销售业务逐渐收缩。

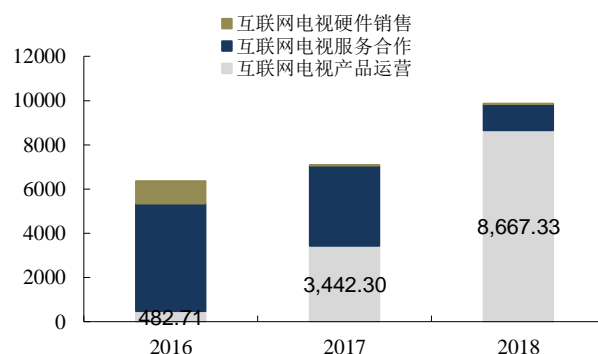
- **产品运营业务模式：**与内容提供方进行合作，**共同经营**互联网电视产品，如云视听系列产品。
- **服务合作业务模式：**与终端设备提供方合作，或通过市场推广方实现与终端设备提供方的合作，**提供相关服务和技术支持**。

图 6：互联网业务收入（万元）、占比及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

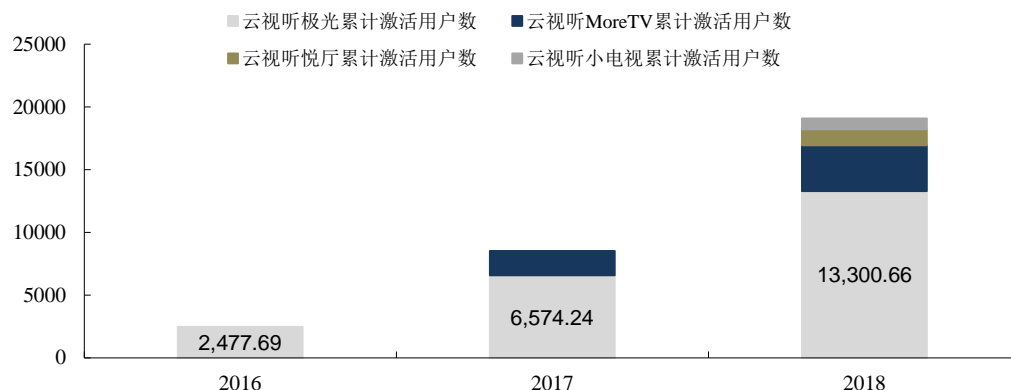
图 7：互联网业务细分类别收入（万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司互联网电视产品运营业务品牌为“云视听”，云视听系列产品有云视听极光、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。截至 2018 年末，云视听极光、云视听 MoreTV、云视听悦厅和云视听小电视累计激活用户数分别为 13,300.66、1,295.81 和 872.28 万户。

图 8：云视听系列产品累计激活用户数（万户）

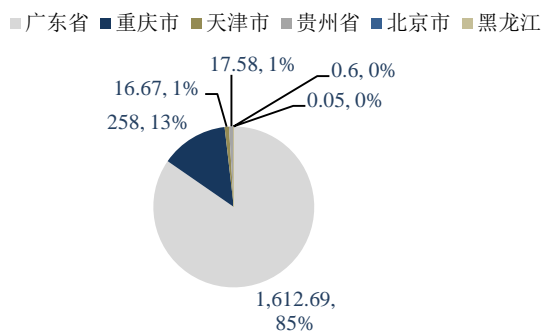


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

3、有线电视网络增值服务是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，由公司全资子公司南方网络运营，在营业收入中占比较低。2018 年公司有线电视网络增值服务业务收入为 1,905.59 万元，其中广东省内业务收入 1,612.69 万元，占 85%。

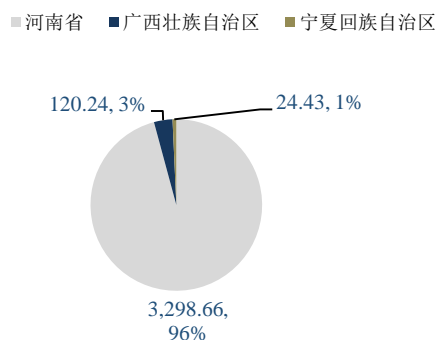
4、省外专网视听节目综合服务是指公司子公司南广影视互动为广东省以外的专网业务运营方提供的技术、运维、视听类节目内容 and 应用类增值等综合服务。2018 年公司省外专网视听节目综合服务收入为 3,443.33 万元，主要集中在河南省，占 96%。

图 9：2018 年有线电视网络增值服务业务收入按经营区域划分（万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 10：2018 年省外专网视听节目综合服务业务收入按经营区域划分（万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 广东省内 IPTV 用户仍有望保持较快增长

2.1. IPTV 区域壁垒高，产品竞争力强

我国 IPTV 行业实行严格的牌照管理制度，并执行两级集成播控平台架构，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。中央 IPTV 集成播控总平台运营方负责将全国性内容服务平台的节目信号集成后统一传送至各省 IPTV 集成播控分平台，公司作为广东 IPTV 集成播控分平台运营方，负责将总平台传来的节目信号与源自本省的节目信号集成在一起，规范接入到本省 IPTV 传输系统，广东地区电信运营商作为 IPTV 传输系统运营方，负责将 IPTV 节目信号传输给终端用户。

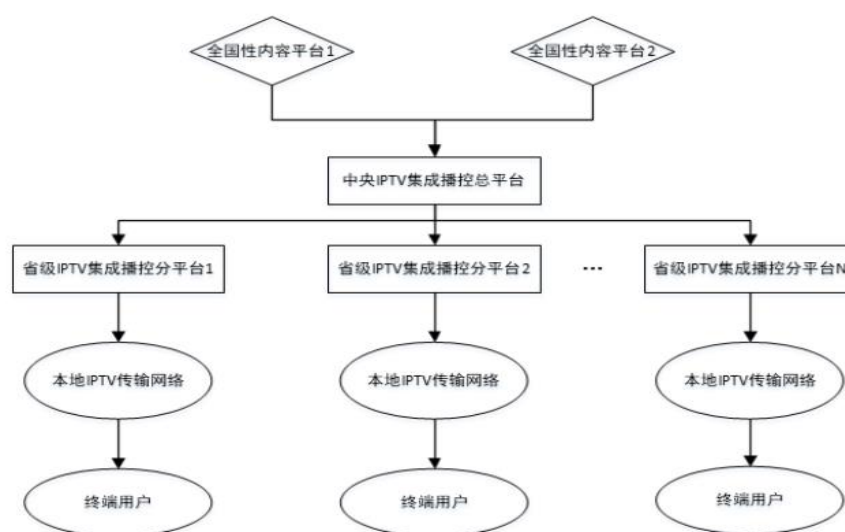
电信运营商负责 IPTV 业务终端用户付费的收取和分成结算，公司与电信运营商的分成比例整体较为稳定。

表 1: IPTV 服务许可持证机构及 IPTV 集成播控平台授权运营情况

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

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 11: IPTV 两级集成播控平台架构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

截至 2018 年末，公司与广东电信、广东移动、广东联通合作 IPTV 业务的用户数量分别为 735.91、712.87 和 26.26 万户。

➤ 与电信的合作

公司 2013 年开始与广东电信合作开展 IPTV 业务，2017 年 4 月进行分成比例调整，分成比例根据不同的基础包进行细化，并约定在 30 元/月/户、20 元/月/户、15 元/月/户基础包的基础上，按照公司是否提供广东省内地市台直播节目内容，对结算价格进行调整；

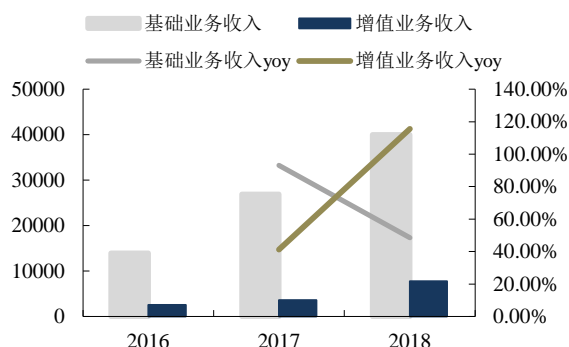
➤ 与移动的合作

公司 2017 年开始与广东移动合作开展 IPTV 业务，期初业务处于测试和试商用运营阶段，2017 年 1 月至 2018 年 3 月广东移动按照固定金额支付公司。协议到期后，双方根据业务发展阶段、运营管理成本、用户数量等因素，经商业谈判后确定 2018 年 4 月至 2019 年 3 月基础业务采用用户单价收费方式，同时为引入丰富的版权内容等，广东移动需要向公司支付固定金额。2018 年 3 月，公司与广东移动签署 IPTV 增值业务协议，9 月增值业务正式上线，收费标准未发生变化；

➤ 与联通的合作

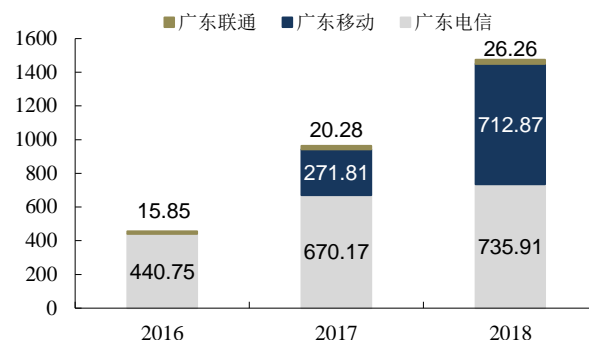
公司 2016 年开始与广东联通合作开展 IPTV 业务，2017 年 12 月公司与广东联通签署 IPTV 增值业务协议，以结算用户购买增值业务的实际收入为基础，公司获得约定的分成比例，目前公司与广东联通合作的 IPTV 增值业务尚未上线。

图 12: IPTV 基础和增值业务收入 (万元) 及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 13: IPTV 业务与三大运营商合作的户数量 (万户)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司 IPTV 产品具备较强市场竞争力，具有直播、点播、时移、回看等功能，直播节目内容包括中央各频道及各省级卫视频道、广东省本地地面频道、公司外购的数字及特色频道等，点播节目内容包括影视剧、少儿、纪实、网络大电影、音乐、戏曲、生活等。公司具有 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。

表 2: 公司 IPTV 主要功能及内容

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	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	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

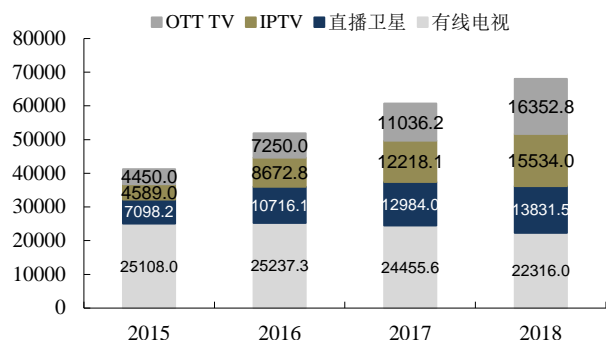
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.2. 广东省内 IPTV 用户仍有望保持较快增长

根据《2018 年第四季度中国有线电视行业发展公报》，截止 2018 年期末，全国 IPTV 用户净增 3315.9 万户，同比增长 27.1%，总量达到 1.55 亿户，公司 2018 年 IPTV 用户

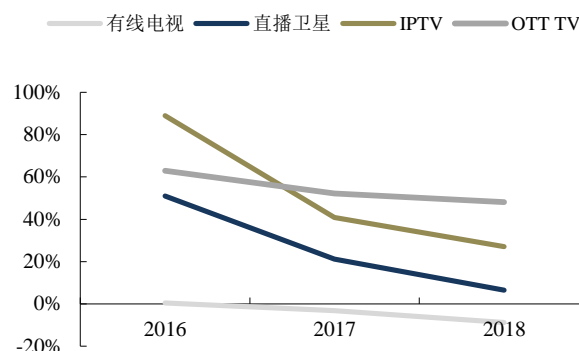
增速为 53.29%，远高于行业平均水平。

图 14：全国范围内不同收视方式用户数（万户）



数据来源：《2018 年第四季度中国有线电视行业发展公报》，东吴证券研究所

图 15：全国范围内不同收视方式用户增速

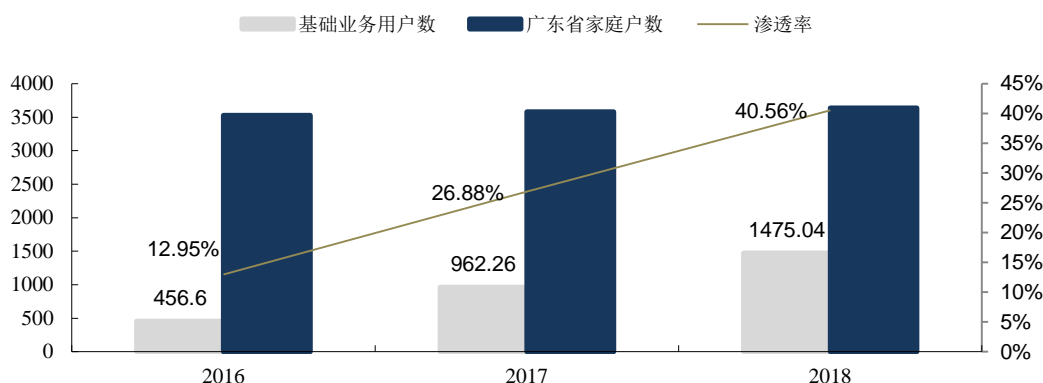


数据来源：《2018 年第四季度中国有线电视行业发展公报》，东吴证券研究所

根据《2018 年广东国民经济和社会发展统计公报》，截至 2018 年末，广东省常住人口 11,346.00 万人，按我国家庭平均规模为 3.12 人测算，测算广东省家庭户数约为 3,636.54 万户，截至 2018 年底，公司 IPTV 基础业务用户数为 1,475.04 万户，测算渗透率为 40.56%。

截止 2019 年 2 月，广东省互联网宽带接入用户达到 3,654.7 万户，50M、100M 以上用户数分别为 3,166.5 万户、2,657.5 万户，占比分别达到 86.6%、72.7%，广东省具有较好信息化基础及较强消费能力，预计未来公司 IPTV 用户规模仍有望保持较快增速。

图 16：广东省 IPTV 用户数、家庭户数（万户）及渗透率



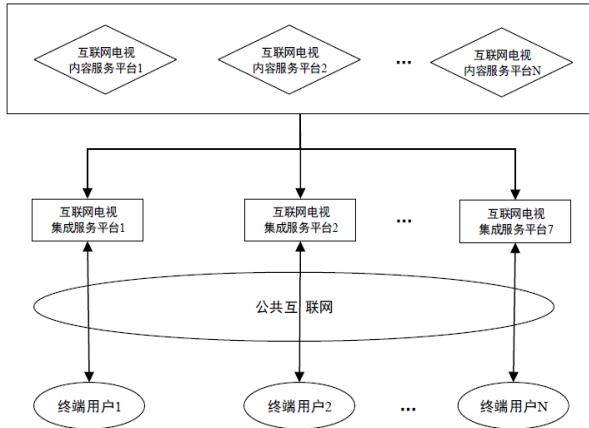
数据来源：广东省统计局、公司公告，东吴证券研究所

3. OTT TV 迎行业爆发，付费和广告有望保持高增长

3.1. 与腾讯合作稳定，云视听极光领先优势明显

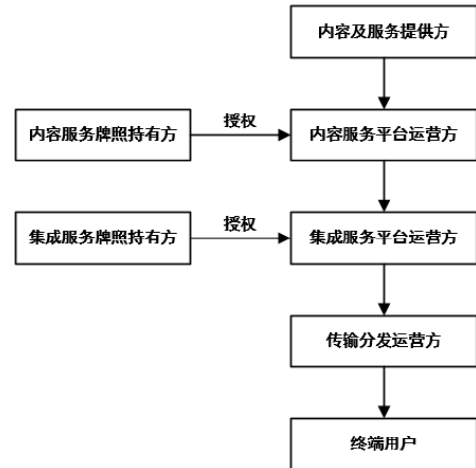
互联网电视节目需经广电总局批准设立的互联网电视内容服务平台和集成服务平台后，才能通过公共互联网传输分发至终端用户。互联网电视内容服务平台只能接入到广电总局批准设立的集成服务平台上，集成服务平台只能选择连接广电总局批准设立的内容服务平台。

图 17：互联网电视行业管理模式



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 18：互联网电视产业链构成



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

目前广电总局已发放 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，授权公司全方面运营互联网电视业务。

表 3：互联网电视内容服务牌照持有机构及运营机构

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	中央国际广播电台	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

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 4：全国共 7 家公司被不同牌照持有机构授权能够同时开展内容服务和集成服务

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（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	中央国际广播电台	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

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

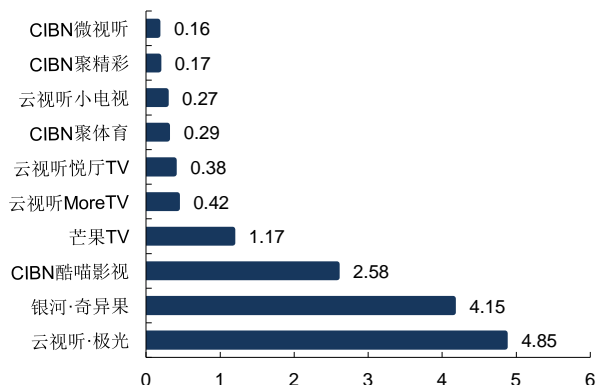
云视听极光是公司与腾讯合作运营的互联网电视视频点播产品，在同类产品中具有明显的竞争优势，是云视听系列产品中业务收入规模最大的产品。在 2018 年全天时段点播媒体排行中，云视听极光位列第一，日均使用时长分别为 211 分钟，收视率方面，2019 年 4 月云视听极光收视率达 4.85%，蝉联第一名。

表 5：2018 年全天时段点播媒体时长排行榜

排行	媒体	日均使用时长 (min)
1	云视听·极光	211
2	云视听 MoreTV	205
3	银河·奇异果	196
4	CIBN 酷喵影视	175
5	CIBN 微视听	168
6	芒果 TV	164
7	CIBN 高清影视	155
8	CIBN 聚体育	154
9	CIBN 悦厅 TV	116

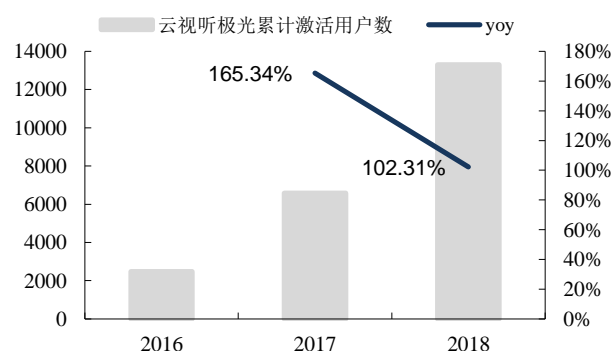
数据来源：勾正数据，东吴证券研究所

图 19：2019 年 4 月智能电视点播媒体收视排行 (%)



数据来源：勾正数据，东吴证券研究所

图 20：云视听极光累计激活用户数（万户）及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司来自云视听极光产品的业务收入包括用户付费分成和广告收入分成。公司与腾讯自 2015 年起合作开展云视听极光业务，至今大体经历了三个阶段，随着 OTT TV 监管的趋严，公司在产品运营及分成模式话语权提升。

表 6：云视听极光发展阶段及收入分配调整情况

阶段	产品名称	收费方	职责划分与分成比例
2015.06-2016.06	云视听企鹅	腾讯计算机	双方按照一定比例对用户付费和广告收入进行分成，不可以从收取的用户付费中先行扣除部分运营成本
2016.07-2017.04	云视听极光	公司	公司广告收入分成比例没有变化，公司用户付费分成比例因增加了调整系数因素有所降低（即原来分成比例×调整系数）；同时公司可以从收取的用户付费中先行扣除部分运营成本
2017.05 至今	云视听极光	公司	公司 用户付费分成比例、广告收入分成比例均有所提高 ；同时公司可以从收取的用户付费中 先行扣除部分运营成本 。

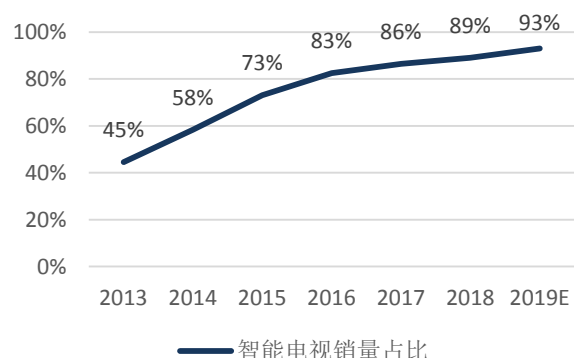
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. 智能电视销售驱动 OTT TV 渗透率提升

OTT TV 盒子作为 OTT TV 的过渡型产品，近年来增长放缓，2018 年激活量维持在 3,800 万左右，与 2017 年基本持平，智能电视销售成为驱动 OTT TV 渗透率增长的主要因素。2018 年，中国彩电零售量为 4,774 万台，同比微增 0.5%，零售额规模为 1,490 亿元，同比下降 8.6%，零售均价 3,121 元，同比下降 9%，其中智能电视销量占比达到 89%，非智能电视销量占比低。奥维云网预计，2019 年中国彩电零售量规模将达 4,851 万台，同比上升 1.6%，零售额 1,468 亿元，同比下降 1.5%，智能电视销售占比进一步提升到 93%。

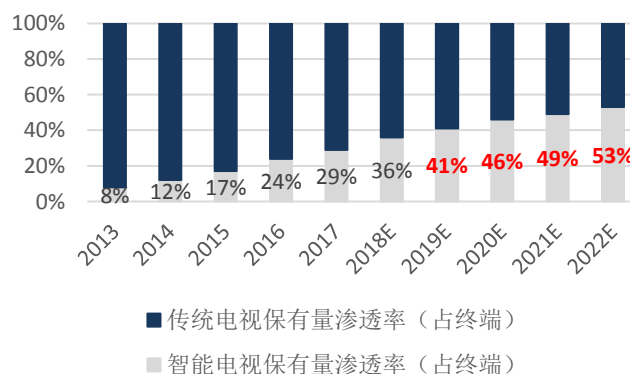
根据勾正数据统计，2018 年智能电视保有量渗透率为 36%，预计 2019 至 2022 年分别为 41%、46%、49%及 53%，仍有较大提升空间。

图 21：2018 年中国智能电视销量占比达 89%



数据来源：奥维云网，东吴证券研究所

图 22：智能电视终端保有量渗透率仍有较大提升空间



数据来源：勾正数据，东吴证券研究所

3.3. 多屏绑定带来会员规模增长，广告收入有望翻倍

当前市场上普遍采用打通多屏会员体系的做法，以拉动会员付费，我们认为在渗透率持续提升及绑定销售带动下，会员规模及收入短期保持较快增速的确定性高。当前行业正处于渗透率快速提升阶段，我们认为短期 ARPU 大幅提升概率不大，但长期有提升空间。当前各视频网站会员价格差异较小，月度价格在 30-50 元之间，年度价格主要在 330-500 元区间内，这一价格普遍包含了多屏打通的会员权益。

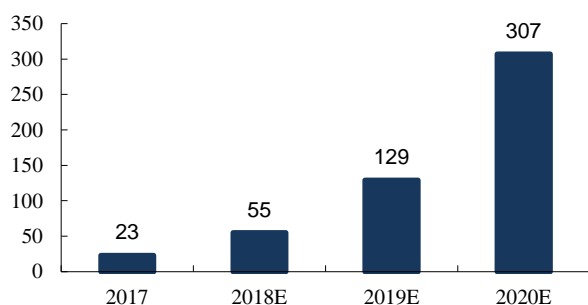
表 7：APP 及视频网站会员的价格和权益介绍（2019 年 6 月 3 日统计）

APP	会员名称	月/年度原价 (元)	会员权益
云视听极光	腾讯超级影视 VIP	50/488	腾讯 VIP 权益+TV 端
云视听 MoreTV	影视 VIP	25/258	整合海量视频资源（仅在 TV 端）
银河奇异果	爱奇艺钻石 VIP	49.8/360	爱奇艺黄金会员权益+TV 端
CIBN 酷喵影视	酷喵 VIP 会员	49/479	优酷 VIP 权益+TV 端
芒果 TV	全屏影视会员	35/330	芒果 PC 移动影视会员+电视、盒子端
华数 TV	华数超级 VIP	30/360	华数 VIP+互联网电视端

数据来源：各视频软件官网及 APP，东吴证券研究所整理

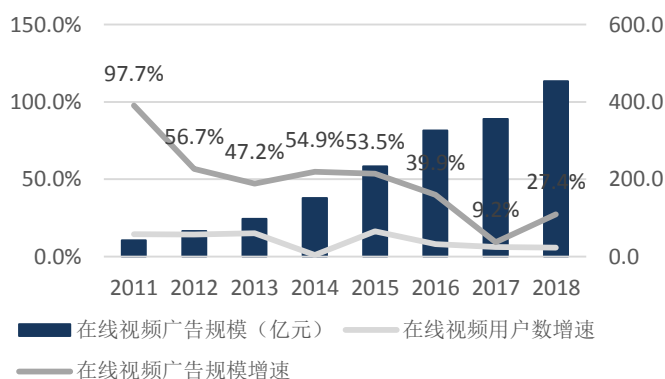
随着 OTT TV 未来渗透率提高，广告收入业务有望迎来爆发增长。根据《2018 年全国广播电视行业统计公报》，2018 年电视广告收入 958.86 亿元，根据勾正数据统计，2018 年 OTT 广告投放规模仅为 55 亿元。类比近年来在线视频广告规模增长情况，2011 年在线视频用户增速仅为 14.6%，而在线视频广告规模增速高达 97.7%。我们认为，OTT 广告市场目前仍处于早期阶段，未来几年将进入较快增长阶段，勾正数据预计 2019 年 OTT 广告投入规模将翻倍，达 129 亿元。目前公司与腾讯采取稳定的分成模式，公司作为双牌照持有方，具有较强的议价权。

图 23：OTT 广告投入规模及预测（亿元）



数据来源：勾正数据，东吴证券研究所

图 24：在线视频行业广告规模、增速及用户规模增速

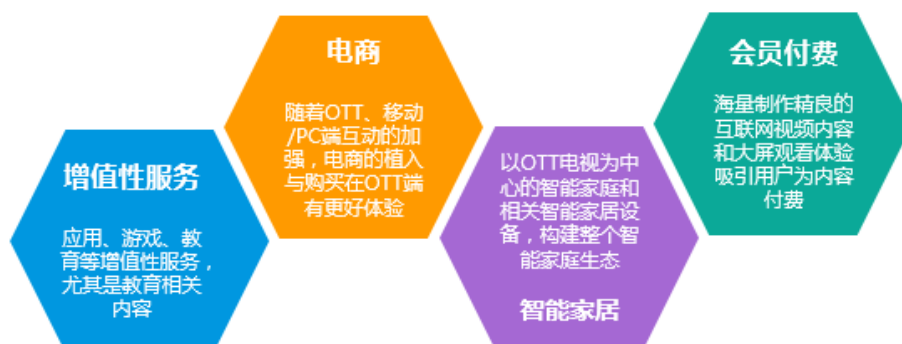


数据来源：CNNIC、艾瑞咨询，东吴证券研究所

长期来看，随着智慧家庭应用生态的完善，OTT TV 未来有望成为客厅应用重要入口。

口之一，如何基于客厅场景，提供更多增值性服务、电商、教育、医疗等新的场景应用，进行深度的用户运营，值得期待。

图 25：基于客厅场景的新应用领域值得期待

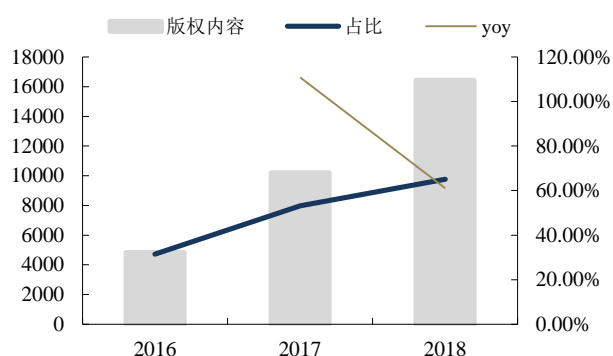


数据来源：易观数据，东吴证券研究所

4. 加码内容采购，提升产业链话语权及竞争力

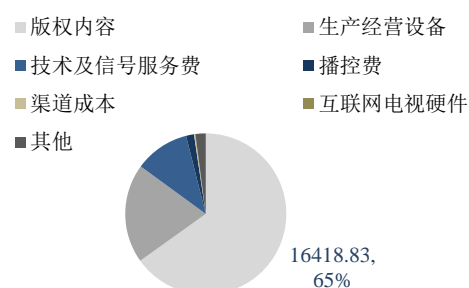
内容是视频行业核心，优质内容是吸引用户付费及提升广告价值的关键，2018 年公司版权内容采购成本达 1.64 亿元，占采购总成本的 65.13%，同比增长 61.14%。未来随着公司业务拓展，预计对于优质内容的需求将更加凸显。

图 26：公司版权内容采购成本（万元）、占比及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 27：2018 年公司采购情况（万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司计划在上市后三年内加大版权内容采购规模，实现差异化的内容服务特色，增强公司在产业链中的话语权和竞争力。计划在上市后三年内共计投入 8 亿元资金（其中使用募集资金 65,143 万元），以一次性买断方式采购版权内容，用于 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等业务的经营发展。

表 8：公司上市后三年内版权内容采购投入计划（万元）

项目	T1 年	T2 年	T3 年	合计
版权内容采购（全部）	20,000	25,000	35,000	80,000
版权内容采购（使用募集资金）	13,055	22,045	30,043	65,143

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 盈利预测及投资建议

5.1. 盈利预测

收入预测：1) 考虑到 IPTV 的推广情况，以及 IPTV 增值服务收入的高增长，我们预计公司 2019/2020/2021 年 IPTV 业务收入增速分别为 33.93%/28.73%/21.78%；2) 考虑到 OTT TV 行业渗透率提升以及商业变现环境已经成熟，我们预计公司 2019 年 OTT TV 业务将延续高增长趋势，2019/2020/2021 年收入增速分别 81.90%/75.64%/58.93%；3) 有线电视网络增值服务及省外专网视听节目综合服务收入增速预计保持平稳。

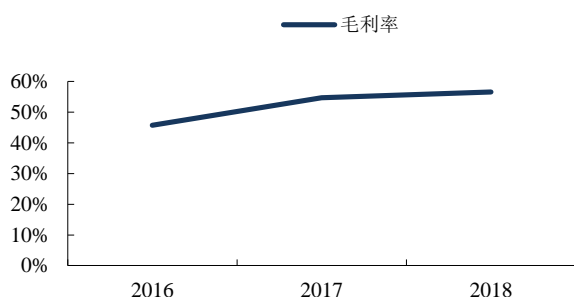
表 9：公司各业务收入预测（万元）

营业收入	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
IPTV 业务	16,500.00	30,529.17	47,778.40	63,989.27	82,372.05	100,312.79
yoy		85.03%	56.50%	33.93%	28.73%	21.78%
互联网电视	6,359.12	7,073.35	9,865.81	17,945.98	31,520.12	50,094.76
yoy		11.23%	39.48%	81.90%	75.64%	58.93%
有线电视网络增值服务		1,654.18	1,905.59	2,191.43	2,520.14	2,898.16
yoy			15.20%	15%	15%	15%
省外专网		3,800.66	3,443.32	3,443.32	3,443.32	3,443.32
yoy			-9.40%	0%	0%	0%

数据来源：wind，东吴证券研究所预测

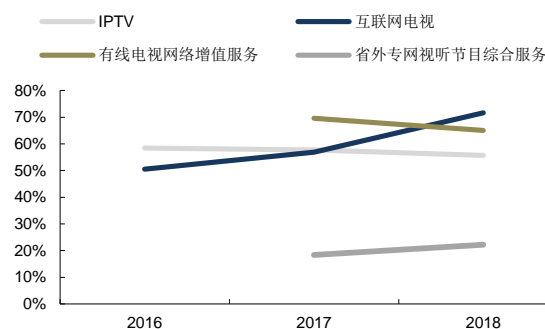
毛利率预测：虽然规模效应使得人工成本、技术及信号服务费、折旧及摊销、租金及物业管理费占销售收入的比重下降，但考虑到增值业务占比的提升，以及增值业务毛利率相对较低，我们预计 IPTV 业务毛利率或将小幅下滑；同样受益于规模效应，我们预计互联网电视业务毛利率有望持续提升；有线电视网络增值服务及省外专网视听节目综合服务毛利率假设保持平稳。

图 28：公司毛利率保持稳中有升



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 29：公司各主营业务毛利率情况

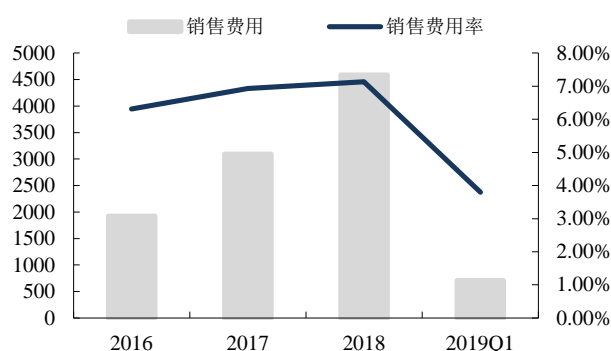


数据来源：wind，东吴证券研究所

费用预测：公司管理费用率近年来持续下降，主要受益于公司主营业务的规模效应，我们预计改善趋势有望延续；我们预计销售费用率将保持平稳；财务费用方面，公司账上无短期及长期借款，本次 IPO 募集资金净额 107,553.18 万元，预计可带来一定财务收益。

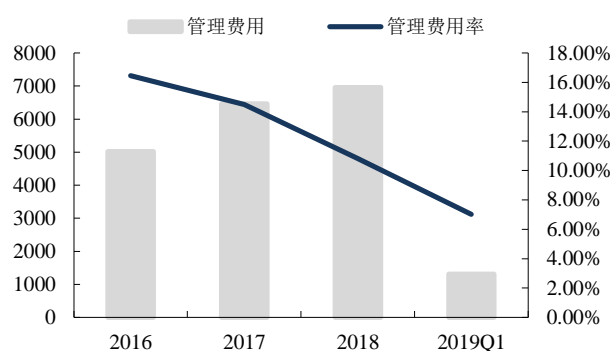
假设税收优惠政策、政府补助政策等延续并保持当前水平。

图 30：公司销售费用（万元）及销售费用率



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 31：公司管理费用（万元）及管理费用率



数据来源：wind，东吴证券研究所

我们预计公司 2019/2020/2021 年归属净利分别为 3.17/4.50/6.05 亿元，对应增速分别为 54.3%/42.0%/34.5%，对应 PE 分别为 33/23/17 倍。

5.2. 投资建议

公司业务模式稀缺，与公司业务模式较为类似企业包括芒果超媒、华数传媒、东方明珠等，由于业务结构及增速不同，估值差异较大，考虑到可比公司估值情况、公司未来三年增速，我们给予公司 2020 年 30 倍 PE，目标价为 105 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 10：可比公司估值情况

证券代码	证券简称	PE (LYR)	PE_2019	PE_2020	PE_2021
300413. SZ	芒果超媒	49.6	35.7	28.0	24.1
000156. SZ	华数传媒	26.3	-	-	-
600637. SH	东方明珠	17.3	17.1	17.0	18.7

数据来源：wind，东吴证券研究所，备注：PE 根据 wind 一致盈利预测计算，股价选 2019 年 6 月 2 日收盘价

6. 风险提示

1、牌照风险：广东广播电视台从事相关业务的许可证及相关批准文件到期未能延展或被提前终止，或是广东广播电视台收回对南方新媒体的上述业务资质授权或将上述业务资质同时授予其他方；

2、行业监管风险：公司所处经营领域受到国家有关部门的严格监管，如行业监管政策发生调整，将对公司业务造成影响；

3、IPTV 业务用户单价下降的风险：随着市场环境的变化，IPTV 用户数量增长，存在 IPTV 业务用户单价下降的风险。若公司 IPTV 业务用户单价下降，将影响公司主营业务收入和盈利能力。

4、互联网电视业务市场拓展不及预期的风险：该领域竞争较为激烈，公司市场拓展效果可能不及预期，由此获得用户付费分成等收入也存在不及预期的风险。

5、税收优惠政策无法延续的风险：公司为文化体制改革中经营性文化事业单位转制的企业，免征企业所得税，公司未来可能面临税收优惠政策变化的风险；

6、次新股股价波动较大风险；

7、版权采购摊销费用影响业绩：公司上市后将加大版权采购，将新增版权采购摊销费用，可能会影响公司毛利率。

新媒股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	822	2,350	2,851	3,516	营业收入	643	889	1,212	1,581
现金	611	2,117	2,487	3,107	减:营业成本	279	392	528	685
应收账款	190	208	335	373	营业税金及附加	3	3	5	7
存货	0	0	0	1	营业费用	46	62	85	111
其他流动资产	20	25	29	35	管理费用	70	120	158	198
非流动资产	228	276	331	381	财务费用	-4	-32	-57	-68
长期股权投资	6	5	3	1	资产减值损失	8	11	15	19
固定资产	83	120	166	210	加:投资净收益	-3	2	-1	-2
在建工程	2	7	9	10	其他收益	0	0	0	0
无形资产	63	70	77	85	营业利润	206	334	478	627
其他非流动资产	75	75	74	74	加:营业外净收支	1	1	2	1
资产总计	1,050	2,626	3,182	3,897	利润总额	206	336	480	628
流动负债	315	404	509	630	减:所得税费用	1	10	13	13
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	0	9	17	10
应付账款	205	298	380	500	归属母公司净利润	205	317	450	605
其他流动负债	109	106	130	130	EBIT	188	295	411	544
非流动负债	23	23	23	23	EBITDA	209	311	433	574
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	23	23	23	23	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	338	427	532	653	每股收益(元)	1.60	2.47	3.50	4.71
少数股东权益	1	10	27	37	每股净资产(元)	5.54	17.05	20.43	24.98
归属母公司股东权益	711	2,189	2,622	3,206	发行在外股份(百万股)	96	128	128	128
负债和股东权益	1,050	2,626	3,182	3,897	ROIC(%)	25.4%	12.9%	15.1%	16.5%
					ROE(%)	28.7%	14.8%	17.6%	19.0%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	毛利率(%)	56.6%	55.9%	56.4%	56.6%
经营活动现金流	246	374	408	655	销售净利率(%)	31.9%	35.6%	37.1%	38.3%
投资活动现金流	-100	-62	-78	-82	资产负债率(%)	32.1%	16.3%	16.7%	16.8%
筹资活动现金流	-53	1,193	40	47	收入增长率(%)	44.2%	38.2%	36.3%	30.4%
现金净增加额	93	1,506	370	620	净利润增长率(%)	86.9%	54.3%	42.0%	34.5%
折旧和摊销	21	16	23	30	P/E	51.23	33.20	23.38	17.38
资本开支	67	49	56	52	P/B	14.78	4.80	4.01	3.28
营运资本变动	10	67	-25	76	EV/EBITDA	47.55	27.09	18.64	13.00

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

