

研究所

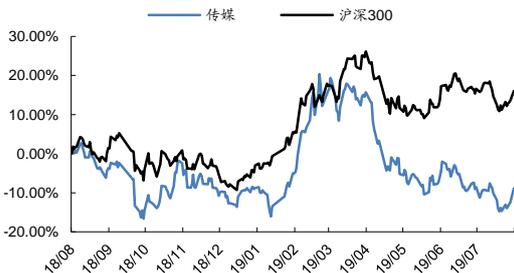
证券分析师:
021-60338167

朱珠 S0350519060001
zhuz@ghzq.com.cn

科技与文化双步走 5G对传媒应用场景影响之 超高清视频产业

——传媒行业深度报告

最近一年行业走势



行业相对表现

表现	1M	3M	12M
传媒	-0.3	-3.9	-8.4
沪深300	-0.4	3.9	17.4

相关报告

《传媒行业周报: BirTV2019 将开幕 可关注超高清 广电系 融媒体标的》——2019-08-18

《传媒行业周报: 2019 上半年广告市场整体下滑 8.8% 可关注视频广告与 OTT 广告标的》——2019-08-11

《传媒行业周报: 关注国产电影回暖 智慧屏助推超高清视频产业发展》——2019-08-04

《传媒行业周报: 第 29 届全国书博会开幕 自上而下关注大众图书与广电系》——2019-07-28

《传媒行业深度报告: 对比中外企业看大众图书消费行业新增量》——2019-07-24

投资要点:

■ **5G 具备更高数据容量、高数据速率进而推动超高清视频、云办公、云游戏、VR/AR 等领域的应用，超高清视频产业有望成为主赛道**。通信技术发展带动新媒体行业体验进一步提升，其中，超高清视频有望成为未来新媒体行业的基础业务，视频消费量也将伴随 5G 大幅增长。“信息视频化、视频超高清化”已成为全球信息产业发展的大趋势。从增长和规模角度，到 2022 年超高清占视频直播 IP 流量的百分比将高达 35%，我们认为，超高清视频将成为主赛道，进而本篇将主要围绕视频赛道的平台及内容角度展开其商业模式和货币化能力

■ **超高清视频产业行动计划预计到 2022 年市场规模达 4 万亿元**。行业应用环节 1.8 万亿元，其中广播电视及文教娱乐占比 72%，达到 1.3 亿元市场规模，进而带来平台与内容的市场空间提升。预计 2022 智能电视的生态产业规模将达到 3000 亿元。家庭广告营销营收+用户内容付费收入+流量分发平台+电商物联网等将有望成为智能电视下阶段重要营收组成，广告营销（整合现有传统 TV 千亿规模及 OTT/IPTV 百亿规模）将达到 1400 亿元，内容付费（内容市场规范化后带来用户内容支出增加）将达到 800 亿元，用户增值（以教育、游戏、短视频、健康为代表的服务模式将衍生产业生态）将达到 800 亿元，预计 2022 智能电视的生态产业规模将达到 3000 亿元，同时，版权管理运营者也成为重要守门人。

从用户在智能电视日均观看时长看，从 2016 年的 322 分钟增加至 2019 年的 342 分钟，2019 年在整体智能开机率下滑 1.4 个百分点下，用户日均观看时长增加 5.56%，凸显出大屏开机后对用户的粘性是增加的。

■ **行业评级及投资策略 推荐评级**。2019 年 2 月 28 日三部门联合推出的超高清视频行动计划从 2019 年至 2022 年分两步走，从时间维度以及顶层设计角度均可中长期研究和跟踪。2019 年 8 月 19 日广电总局印发《关于推动广播电视和网络视听产业高质量发展的意见》，再次从政策高度、文化内容角度、科技角度、广电角度进一步细化和推进，进而有望推动广电系、超高清、融媒体、新媒体在 5G

下的变革。超高清视频产业下，央视将作为国家 4k 推进者，2018 年拉开 4K 高清发展序幕后，预计 2019 年 1 月-2020 年 6 月央视将逐步完成 3-5 个频道 4K 超高清制播系统的建设；地方上如芒果超媒、新媒股份、贵广网络、广电网络、华数传媒等在超高清视频产业链的布局。

- **重点推荐个股 芒果超媒（300413）**（原名快乐购）收购的五家标的业绩备考 2018-2020 年合计取得净利润为 8.75/10.94/14.95 亿元，2018 年报中由于少数股东损益 0.62 亿元影响归母净利润至 8.66 亿元，少数股东损益对 2019 年影响消除，我们预计 2019-2021 年归母净利润 10.96 亿元、14.95 亿元、17.03 亿元，对应最新股本 10.47 亿股后的 PE 分别为 xx。鉴于目前芒果 TV 在募集资金到位后可进一步加强内容生态建设，同时，借助华为终端及中移动的资源，均有望推动芒果 TV 在会员付费、广告变现等商业变现之外，其 IPTV、OTT 业务的商业价值仍具空间，从中长期角度看，未来 2-3 年视频赛道仍为媒介必争之地，芒果 TV 已占据融媒体头部位置，兼具商业与主流文化属性。

新媒股份（300770）南方新媒体是广东广播电视台旗下新媒体业务的核心运营主体，IPTV 和互联网电视是公司经营的主要业务，两项业务收入合计在 2018 年保持在 75%以上。我们预计公司 2019-2020 年归母净利润为 2.85 亿元、3.6 亿元，对应最新 pe 分别为 38 倍、30 倍，公司通过补充内容版权库以及现有平台，依托 IPTV、互联网电视已拥有的用户基础，实现内容资源在公司新媒体端的高效、充分利用，从而提升公司用户粘性并进一步增加用户规模，后续在 IPTV 用户、互联网电视用户端仍具增量空间。

同时，可关注视觉中国在版权领域守门人角色。

- **风险提示：**收购标的业绩不达预期的风险、业务整合风险、影视游戏作品未能通过审查的风险、艺人经纪业务中艺人自身因素带来的潜在风险、募集资金使用效率低下的风险、产业政策变化风险、用户单价下降的风险、三网融合竞争风险、有线电视用户流失的风险、开机率下滑的风险、推荐公司业绩不及预期的风险、市场容量风险、宏观经济波动的风险；

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2019-08-19 股价	EPS			PE			投资 评级
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
300413.SZ	芒果超媒	40.90	0.87	1.05	1.43	47.01	38.95	28.60	买入
300770.SZ	新媒股份	84.40	2.13	2.22	2.81	39.62	38.02	30.04	买入
000681.SZ	视觉中国	22.82	0.46	0.52	0.61	49.61	43.88	37.41	买入
600088.SH	中视传媒	12.88	0.25	0.26	0.44	51.52	49.54	29.27	未评级
600831.SH	广电网络	8.70	0.17	0.27	0.29	51.18	32.22	30.00	未评级

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所 (未评级盈利预测取自万得一致预期)

内容目录

1、 5G 应用：主线之超高清视频	6
2、 5G 应用之视频流媒体的信息视频化 视频超高清化.....	7
2.1、 超高清视频产业行动计划 2022 年市场规模达到 4 万亿元	9
2.2、 智慧屏 新物种-New TV OTT（智能电视）价值再放大	11
2.3、 智能电视营销：营销深浅需用户粘性 & 日均时长.....	13
2.4、 预计 2022 年中国智能电视的生态产业规模将达到 3000 亿元.....	17
3、 行业评级及投资策略	19
4、 重点推荐个股：	20
4.1、 芒果超媒（300413）	20
4.2、 新媒股份（300770）	23
5、 风险提示	26

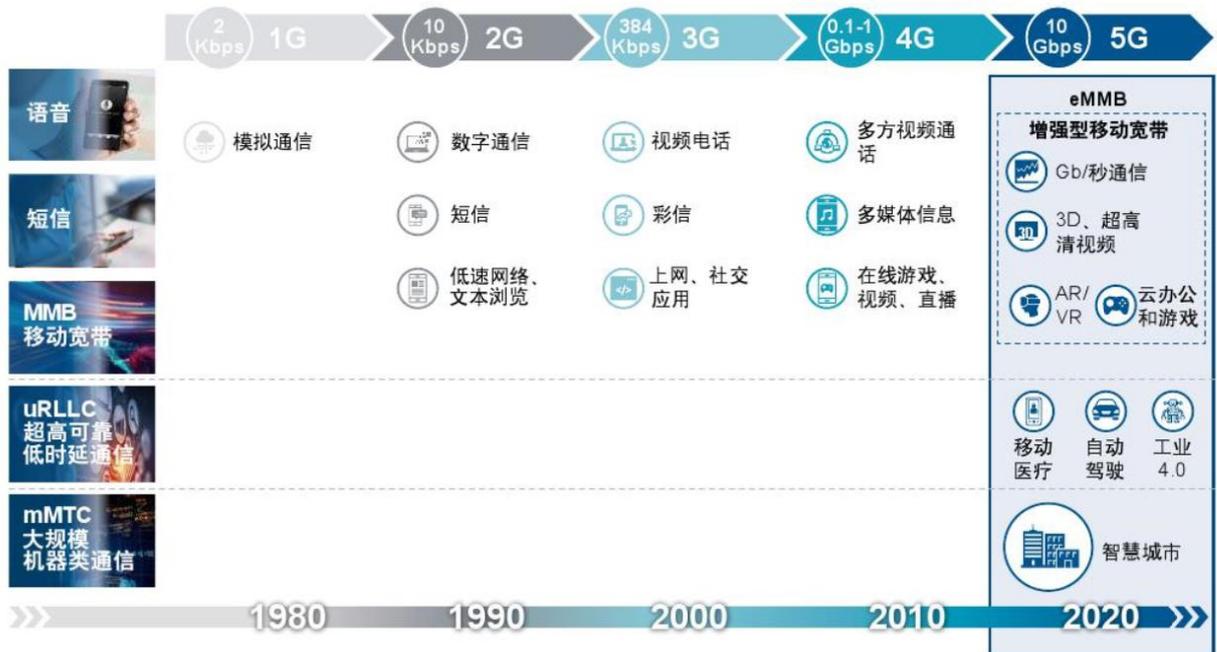
图表目录

图 1: 1980-2020 年 1G 到 5G 下的应用趋势变化	6
图 2: 5G 高速、低时延将带动的新服务需求 (黄色部分)	7
图 3: 2005-2025 年中国视频行业发展过程	8
图 4: 超高清显示沉浸感体验	9
图 5: 新闻联播播出超高清视频产业行动计划内容	10
图 6: 海外超高清视频产业发展情况	11
图 7: 全球平均每周视频内容 (电视直播与点播) 消费时间 单位: 小时	11
图 8: 智能电视主要生态图谱	12
图 9: 智能电视主要商业模式 (上)、智能及有线及 IPTV 三大类电视规模现状 (下)	13
图 10: 2016-2018 年智能电视开机率及日均观看时长	14
图 11: 2018 年 1 月-2019 年 5 月每单月 OTT 日均活跃用户及同比增速	14
图 12: 营销效果公式	15
图 13: 2017-2019 年单季度广告监测流量环比以及流量份额 (上) 2019 年投放智能电视媒介策略 (下)	16
图 14: 2019 年广告主媒介预算同比增速变动 (上)、2019 智能电视广告投放形式占比 (下)	17
图 15: 2018-2022 年智能电视覆盖用户数	18
图 16: 2022 年预计智能电视生态产业规模	18
图 17: 2022 年后围绕客厅经济发展的各个细分领域要素	19
表 1: 2018-2019 年单季度利润拆分	21
表 1: 2019H1 芒果 TV 综艺及广告主冠名及播放 (内容力驱动广告投放力)	22
表 3: 新媒股份主营收入组成及预测	24
表 4: 新媒股份 DCF 估值下的两种假设	25

1、5G 应用：主线之超高清视频

无线通信从以语音为主的 2G 时代，发展到以数据为主的 3G/4G 时代，目前正在步入万物互联的 5G 时代。2019 年 6 月 6 日，5G 牌照的发放，我国正式进入 5G 商用元年。5G 以全新网络架构，提供 10Gbps 以上的带宽、毫秒级时延、超高密度连接，实现网络性能新的跃升。

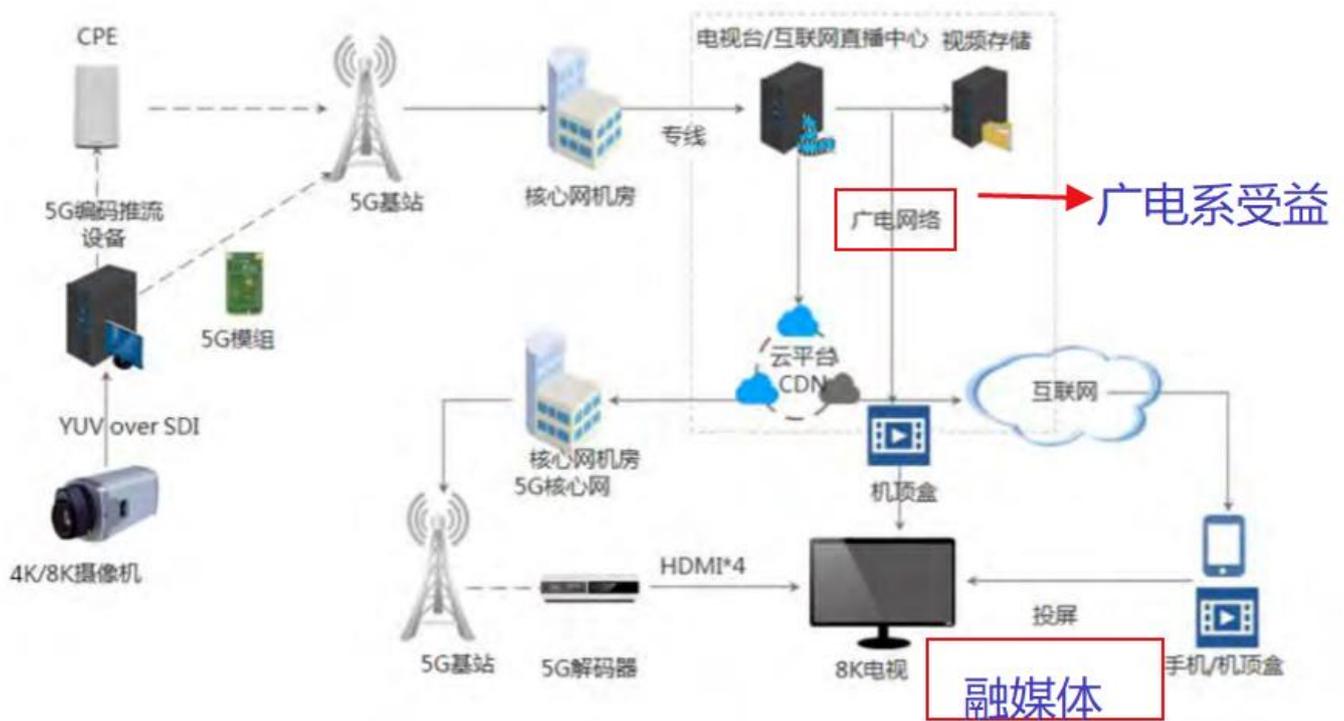
图 1：1980-2020 年 1G 到 5G 下的应用趋势变化



资料来源：Roland Berger、国海证券研究所

文化传媒领域在 5G 背景下也将使得其实时高清渲染、降低设备对本体计算能力的需求，使得大量数据被实时传输，降低网络延时，5G 具备更高的数据容量、高数据速率进而推动超高清视频、云办公、云游戏、VR/AR 等领域的应用。其中，游戏行业的下一个竞争动力集中在云计算，进而拥有云基础设施和运营成本效益的公司，凭借其规模大、效率高的服务交付能力才有可能在游戏行业的下一波浪潮中赢在起跑线，据 HIS 数据显示预计 2023 年云游戏市场规模将达到 25 亿美元，但由于云游戏行业的发展仍需要腾讯、微软等公司摸索出代表性的产品预计商业变现模式，同时游戏玩家需要更多的时间来适应，后续报告我们将进一步探索，我们认为，超高清视频将成为主赛道，进而本篇将围绕视频赛道的平台及内容角度展开其商业模式和货币化能力。

图 2: 5G 高速、低时延将带动的新服务需求 (黄色部分)



资料来源: 安永、GSM、IMT、国海证券研究所

2、5G 应用之视频流媒体的信息视频化 视频超高清化

- 从增长和规模角度, 到 2022 年超高清占视频直播 IP 流量的百分比将高达 35%

通信技术发展带动新媒体行业体验进一步提升，其中，超高清视频有望成为未来新媒体行业的基础业务，视频消费量也将伴随 5G 大幅增长。广电媒体和互联网媒体均在积极布局超高清视频直播业务。“信息视频化、视频超高清化”已成为全球信息产业发展的大趋势。从增长和规模角度，到 2022 年超高清占视频直播 IP 流量的百分比将高达 35%；从技术演进来看，视频图像分辨率已从标清、高清进入 4K、8K、3D 视频、高清电视的扩展使用、音频和视频播放服务以及更多设备支持的互动视频等发展。

图 3：2005-2025 年中国视频行业发展过程



资料来源：IMT、国海证券研究所绘制

我们在前期报告《超高清视频政策下看内容与广电板块选择》中指出，2019年2月28日工业和信息化部、国家广播电视总局、中央广播电视总台三部门联合印发《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022年）》的通知，该行动计划指出根据我国超高清视频产业发展基础和实际，加快推进4K产业创新和应用，同时结合超高清视频技术发展趋势和产业发展规律，做好8K技术储备。该行动计划的重点任务从突破核心关键器件、推动重点产品产业化、提升网络传输能力、丰富超高清电视节目供给、加快行业创新应用和加强支撑服务保障等部署。

图 4: 超高清显示沉浸感体验



资料来源：SEWISE、国海证券研究所

2.1、超高清视频产业行动计划 2022 年市场规模达到 4 万亿元

超高清视频产业将主要有 6 大产业环节，行业应用环节 1.8 万亿元，其中广播电

视及文教娱乐占比 72%，达到 1.3 亿元市场规模，进而带来内容与渠道市场空间提升，央视与广电有望齐发力。央视将作为国家 4K 推进者，2018 年拉开 4K 高清发展序幕后，预计 2019 年 1 月-2020 年 6 月央视将逐步完成 3-5 个频道 4K 超高清制播系统的建设；地方上如南方新媒体、贵广网络、湖北广电、东方明珠、华数传媒在超高清视频产业链的布局以及 4k 频道的进展均是广播电视、文教娱乐市场发展的重要入口。

图 5：新闻联播播出超高清视频产业行动计划内容



资料来源：广播电视总局、新闻联播截图、国海证券研究所

2.1.1、行动计划产生背景：内外因兼有

内因看，终端先行但超高清视频内容应用标准不统一，内容供给匮乏。目前我国超高清视频产业已形成终端先行、频道建设稳步推进、行业应用初步兴起，但，产业发展中也存在内容应用标准不一致、超高清视频内容供给匮乏、产业协同发展不够等突出问题。本次行动计划的推出，我们认为通过政策引导和支持，强化产业顶层规划设计，利于充分激发市场主体活力，推进产业持续健康快速发展。外因看，中美贸易摩擦下以及日本、韩国在该领域处于领先地位，倒逼中国国内推出该行动计划，硬件端的超高清频道陆续开通以及内容的供应，在“硬件+软件+内容+服务”模式下拓宽超高清内容与应用渠道，也将助力产业发展，助推国内内容消费升级，同时有望复制 5G 在国际发展路径。

图 6：海外超高清视频产业发展情况

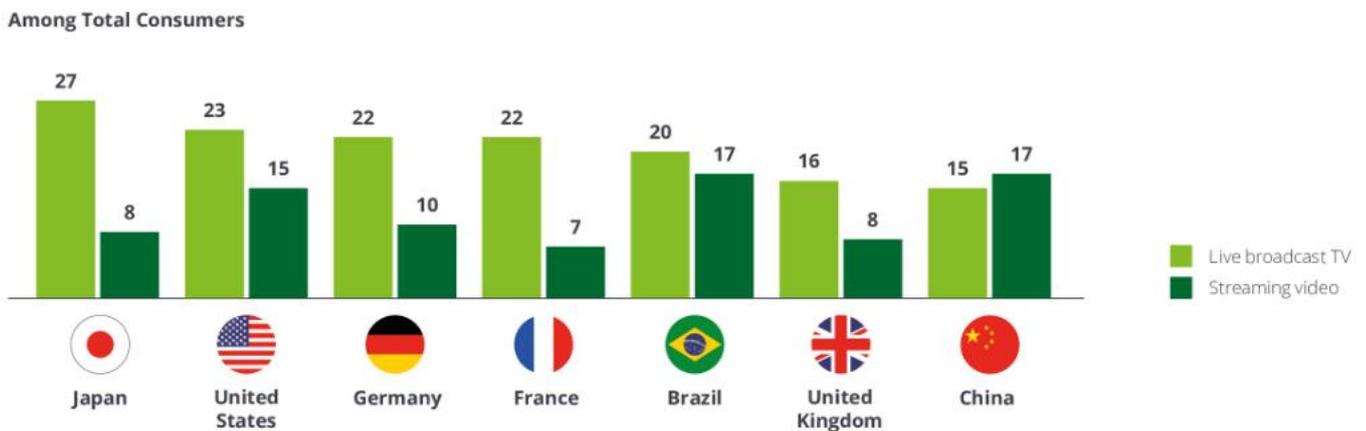


资料来源：CCID、国海证券研究所

2.1.2、从全球看，日本超高清视频产业具有技术于品牌优势，韩国具有高端面板优势，美国具有内容优势

日本、美国、德国等用户平均每周观看电视直播分别为 27 小时、23 小时、22 小时，流媒体点播收看时长低于直播观看时长，中国在用户观看方面，点播时长 17 小时，大于直播的 15 个小时。相比流媒体服务不仅是电影和电视节目消费播放的平台，也是通过上下游的布局建立自身流媒体服务。

图 7：全球平均每周视频内容（电视直播与点播）消费时间 单位：小时



资料来源：Digital Media Trends Survey、国海证券研究所

2.2、智慧屏 新物种-New TV OTT (智能电视) 价值再

放大

从电视未大众服务已近百年，再技术推动下从硬件设备、传输方式、节目内容、功能服务到商业模式均在不断演变。2011-2019年电视再不断演变中仍是家庭核心媒介渠道，从单向传播为主到双向智能的人机互动。

从 5G 角度，智能家庭大屏使用场景将更加丰富。从 OTT 营销行业看，广告主对 OTT 关注度有望大幅提升，未来 OTT 家庭营销趋势也有望嫁接大数据为基础进行标签化定向投放。在智能大屏广告投放方面如汽车类、品牌消费品类陆续加入大屏营销之列。

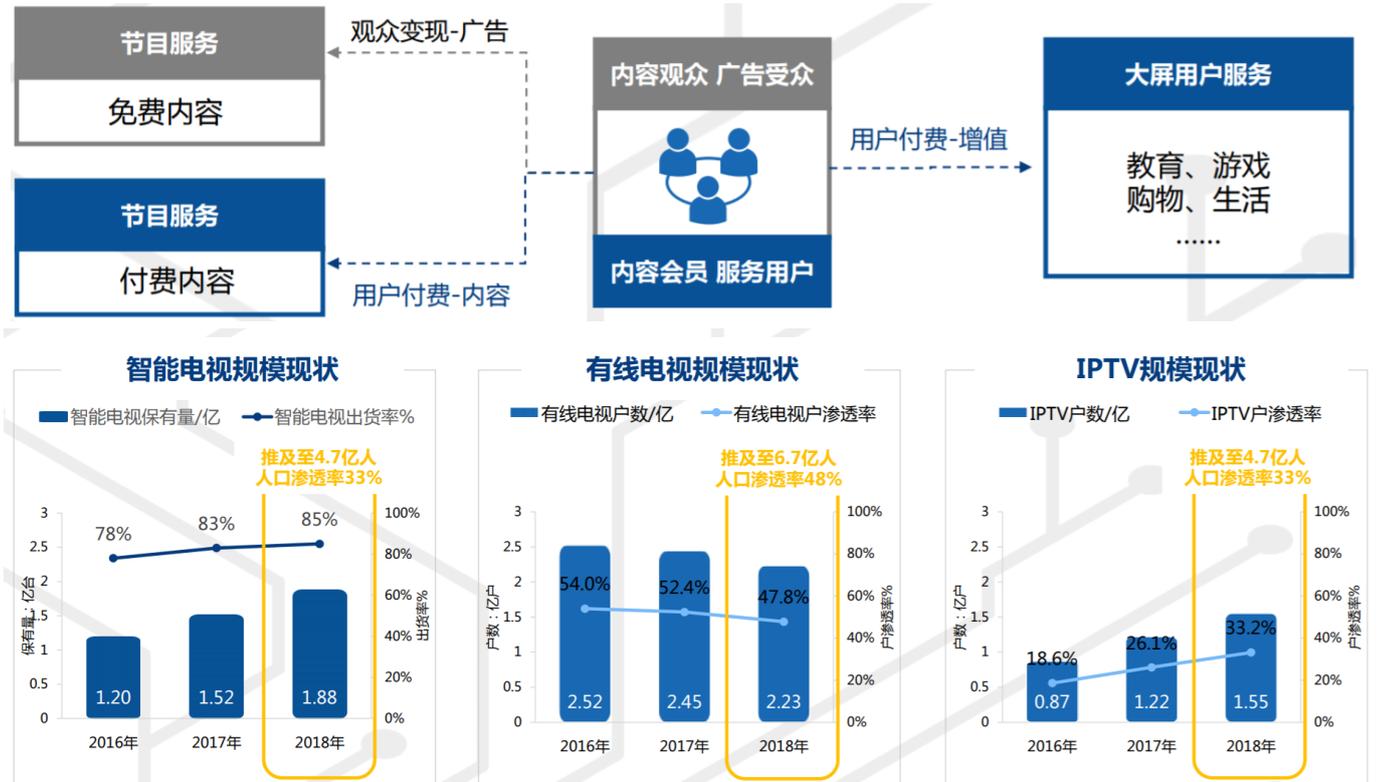
图 8：智能电视主要生态图谱



资料来源：miaozen system、国海证券研究所

在 New TV (2019 年行业第三方秒针系统以 New TV 重新定义电视营销新生态) 的营销生态圈中主要参与者为广告主及品牌方、代理商 (广告与资源代理)、资源方 (广电运营商、电信运营商、OTT 智能硬件生产方)、操作系统大屏 OS (酷开、风行等)、大屏内容方 (广电播出机构、网络内容方、内容生产与分发)、生态管理 (集成业务牌照方 7 家、内容服务牌照方核准审批 14 家)、营销目标 (观众、用户等)。

图 9：智能电视主要商业模式（上）、智能及有线及 IPTV 三大类电视规模现状（下）



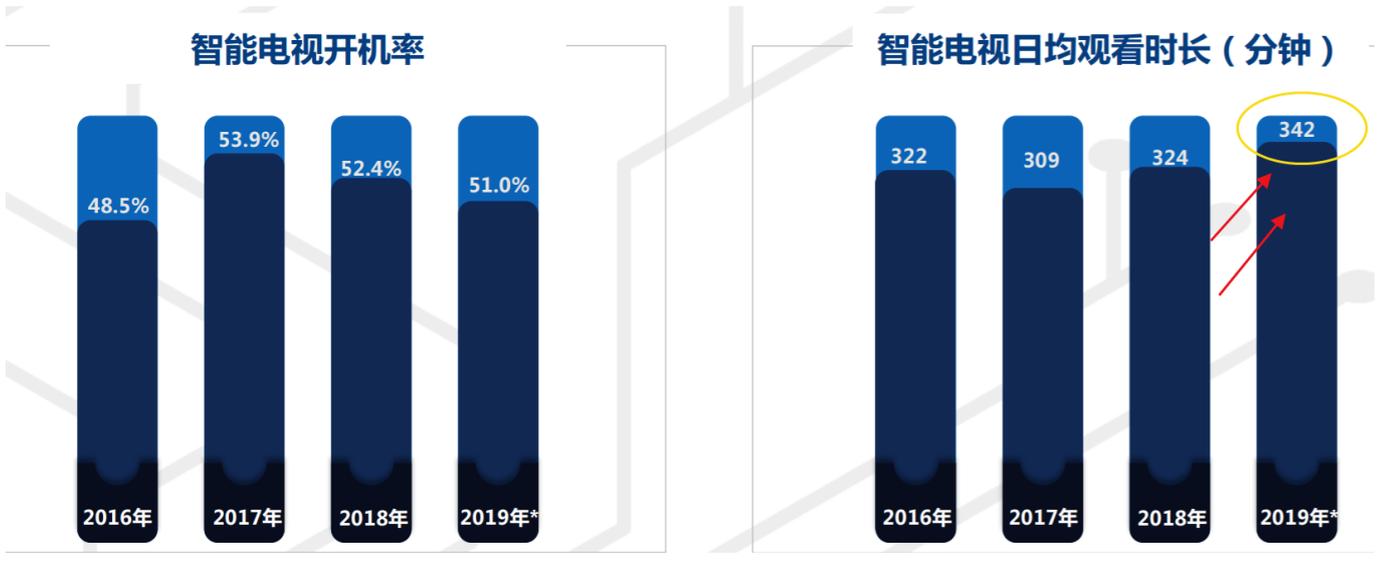
资料来源：miaozen system、国海证券研究所

目前智能电视的客厅经济收入主要为广告与用户付费收入，例如腾讯视频借助新媒股份的牌照切入客厅大屏，新媒股份于腾讯打造了“云视听极光 TV”并通过会员付费、广告、硬件生态进行商业变现，为用户提供音视频体验；爱奇艺通过联合银河互联网电视公司打造“奇异果 TV”（银河奇异果）互联网电视应用。从市场规模角度看，智能电视和 IPTV 发展趋势持续上升，如上图，2018 年智能电视保有量为 1.88 亿（出货率从 2016 年的 78% 增加至 2018 年的 85%），IPTV 用户为 1.55 亿（渗透率从 2016 年的 18.6% 增加至 2018 年的 33.2%），而有线电视的规模呈现下滑趋势。

2.3、智能电视营销：营销深浅需用户粘性及日均时长

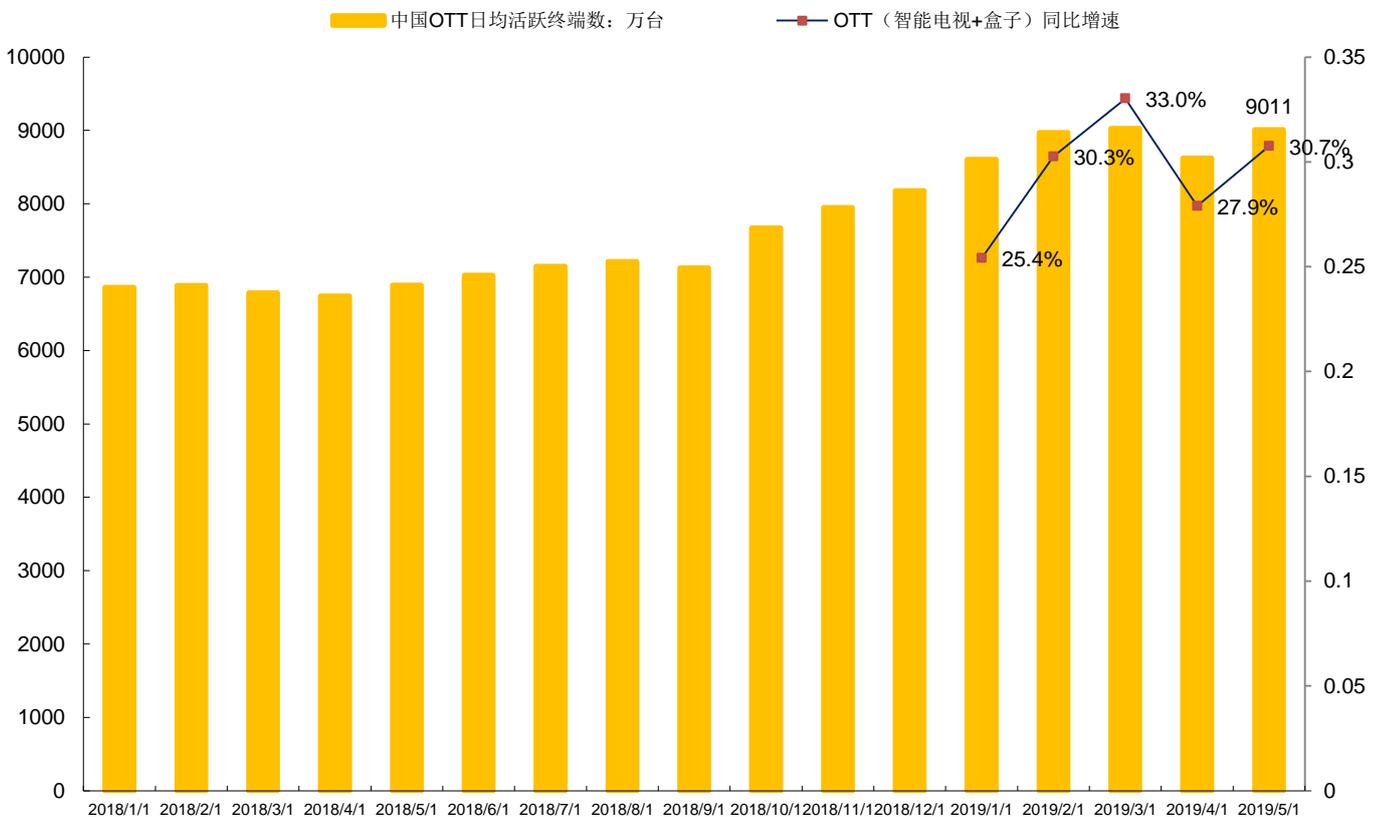
智能电视营销的核心是建立在用户的开机率于观看时长之上，其营销的触达才能为广告主带来潜在流量的转化率。如下图，智能电视开机率从 2016 年的 48.5% 增加至 2019 年的 51%，但相比 2017-2018 年的开机率略会下滑；从用户在智能电视日均观看时长看，从 2016 年的 322 分钟增加至 2019 年的 342 分钟，2019 年在整体智能开机率下滑 1.4 个百分点下，用户日均观看时长增加 5.56%，凸显出大屏开机后对用户的粘性是增加的。

图 10: 2016-2019 年智能电视开机率及日均观看时长



资料来源: 酷云大数据、miaozen system、国海证券研究所

图 11: 2018 年 1 月-2019 年 5 月每单月 OTT 日均活跃用户及同比增速

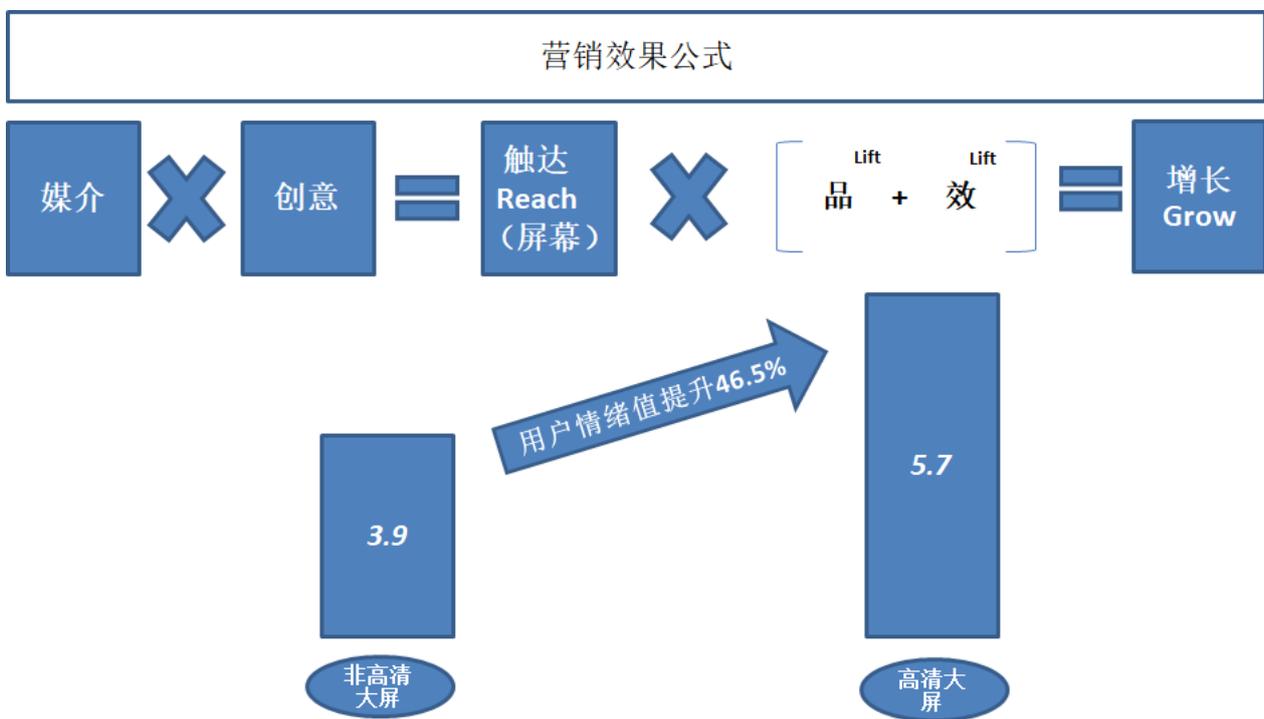


资料来源: 勾正、国海证券研究所

➤ 智能电视端的营销较其它媒介营销的核心竞争力:

- 1、为广告主提供基于数据基础上，真正解决营销问题的定制化方案;
- 2、提高精准、频控、跨屏、定向专业能力;
- 3、为广告主在 OTT 投放基础上更加更多附加价值 (如下图，广告营销效果公式表明其创意占比 52%，媒介占比 13%，在大屏高清端，其用户情绪值提升 46.5%);
- 4、坚持真实流量，通过数据不断优化客户 KPI

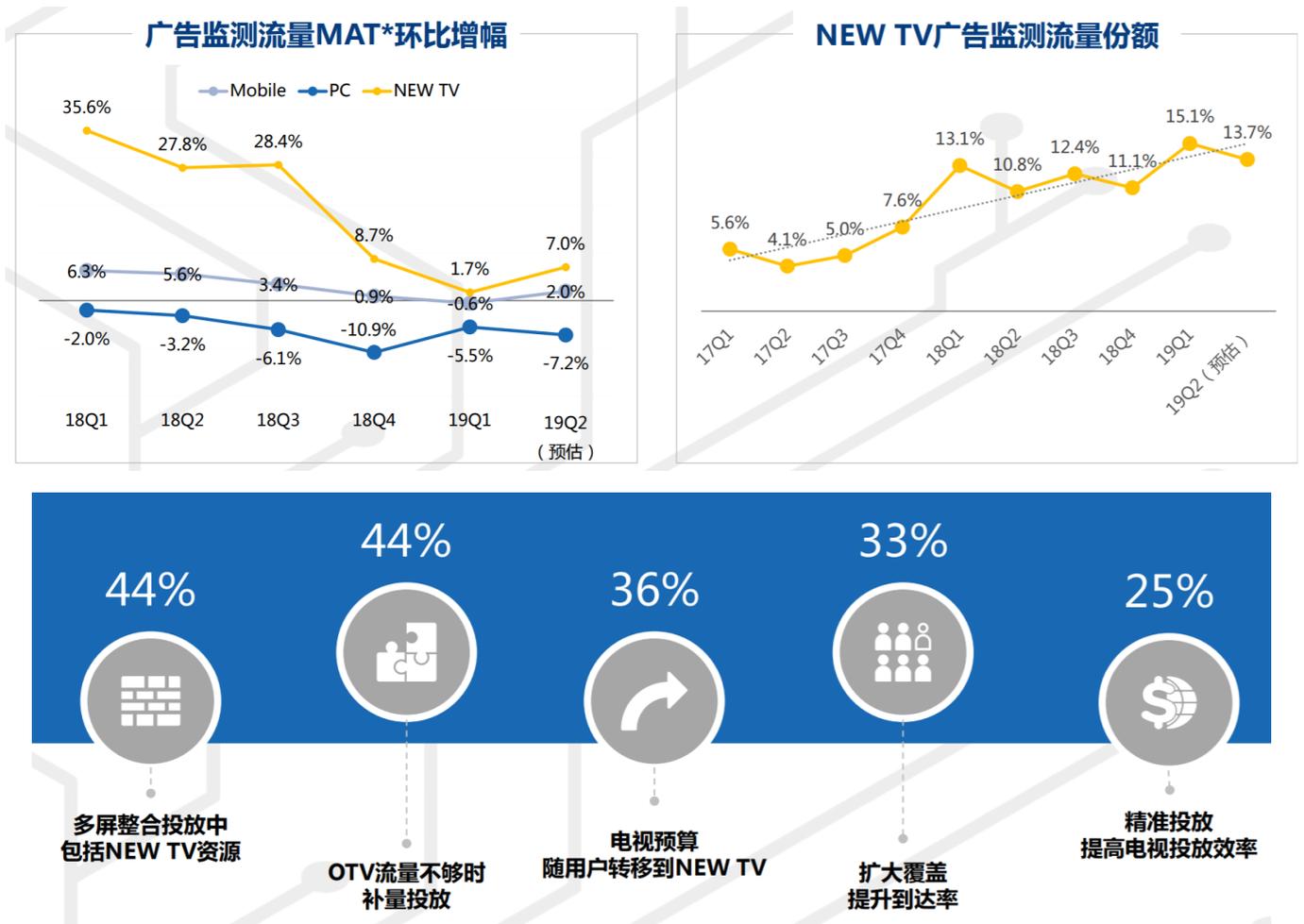
图 12: 营销效果公式



资料来源: miaozen system、国海证券研究所绘制

*广告创意对产品销售额的贡献高达 52% 媒介占比 13% 但伴随高清大屏与否则用户情绪值也呈正比

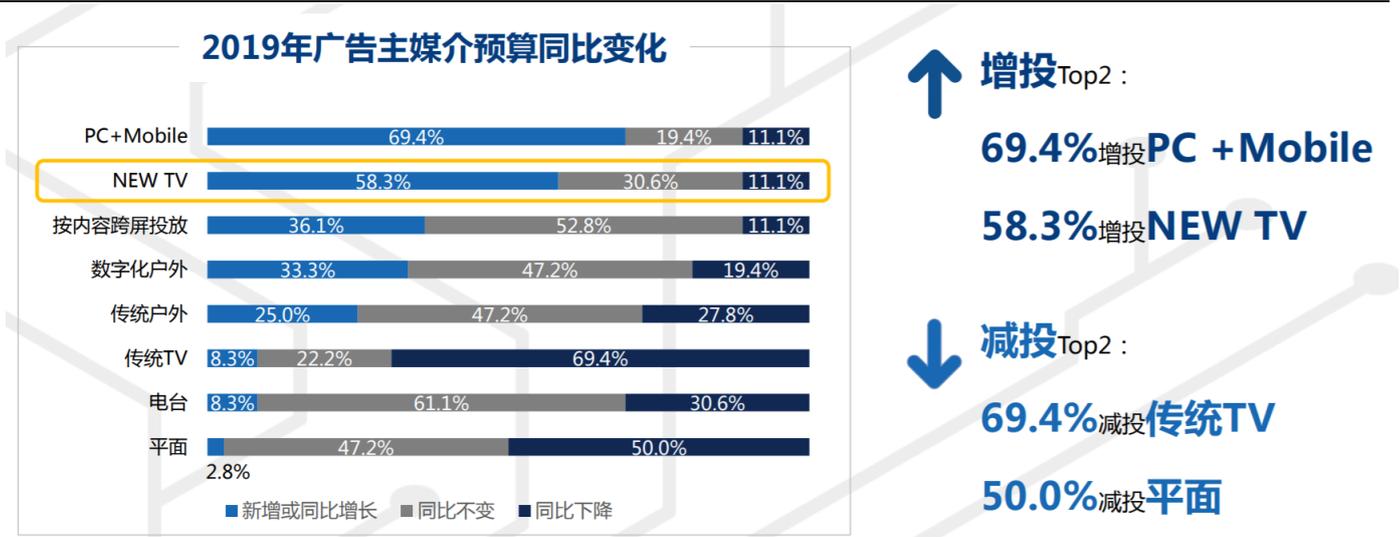
图 13: 2017-2019 年单季度广告监测流量环比以及流量份额 (上) 2019 年投放智能电视媒介策略 (下)



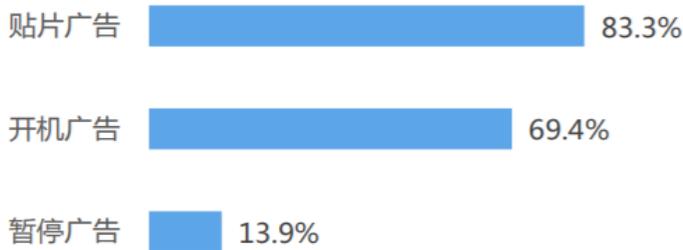
资料来源: Ad monitor miaozen system、国海证券研究所

预计2019年广告主对电视预算转移约36%至智能电视(如上图),广告主对NEW TV 增投比例高达58.3%(如下图);其中,智能电视的贴片于开机广告占比较多,但冠名合作、信息流广告、屏保广告增长潜力较高。

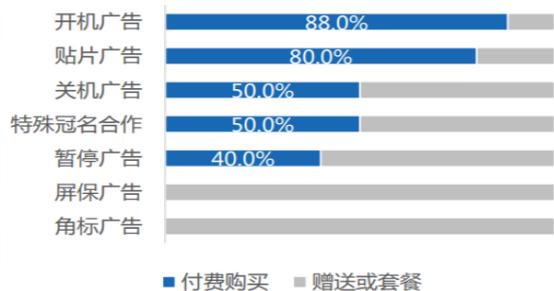
图 14: 2019 年广告主媒介预算同比增速变动 (上)、2019 智能电视广告投放形式占比 (下)



• 2019年广告主投放最多的三种NEW TV广告形式是贴片广告、开机广告和暂停广告。



• 2019年广告主投放资源中开机广告、贴片广告、关机广告通过付费购买形式投放的比例更高；角标、屏保、暂停广告主要为赠送或套餐资源。



资料来源: miaozen system、国海证券研究所

2.4、预计 2022 年中国智能电视的生态产业规模将达到 3000 亿元

据秒针预计,电视出货量在 2022 年为 0.44 亿台,其中智能电视出货比例预计在 95%,即智能电视出货量将达到 0.42 亿台,智能电视市场保有量预计在 2022 年将达到 3.49 亿台,联网率预计将达到 95%,智能电视的覆盖用户预计 2022 年将达到 10 亿人。

图 15: 2018-2022 年智能电视覆盖用户数

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
电视出货量预估: 亿台		0.44亿	0.44亿	0.44亿	0.44亿
智能电视出货比例预估%		87%	90%	92%	95%
智能电视出货量预估: 亿台		0.39亿	0.40亿	0.41亿	0.42亿
智能电视市场保有量预估: 亿台	1.88亿	2.27亿	2.66亿	3.07亿	3.49亿
智能电视联网率预估%	82%	84%	87%	90%	95%
智能电视覆盖用户: 人	4.66亿	5.75亿	7.00亿	8.35亿	10.02亿

资料来源: 酷云、miaozen system、国海证券研究所

- 如下图, 家庭广告营销盈收+用户内容付费收入+流量分发平台+电商物联网等用户增持将成为智能电视下一阶段重要盈收组成, 预计 2022 智能电视的生态产业规模将达到 3000 亿元

广告营销 (整合现有传统 TV 千亿规模及 OTT/IPTV 百亿规模) 将达到 1400 亿元, 内容付费 (内容市场规范化后带来用户内容支出增加) 将达到 800 亿元, 用户增值 (以教育、游戏、短视频、健康为代表的服务模式将衍生产业生态) 将达到 800 亿元。预计 2022 年 5G 将驱动智能电视应用及内容进化, 同时, 5G 传输速率、传输安全的优势将促使大屏在同一网络不仅可连接电视终端, 也可连接其他人工智能、智能家居终端, 为大屏除观看之外拓宽用户路径。5G 有可能打破内容分发模式, 从物理网络入户+终端连接的内容传输模式, 到自带 5G 模块的终端直接联网, 将 DTV、IPTV 和 OTT 为代表有线电视网、电信网和互联网的三种模式合并, 换言之, 5G 真正带来的是激活智能电视的平台潜在价值。

图 16: 2022 年预计智能电视生态产业规模



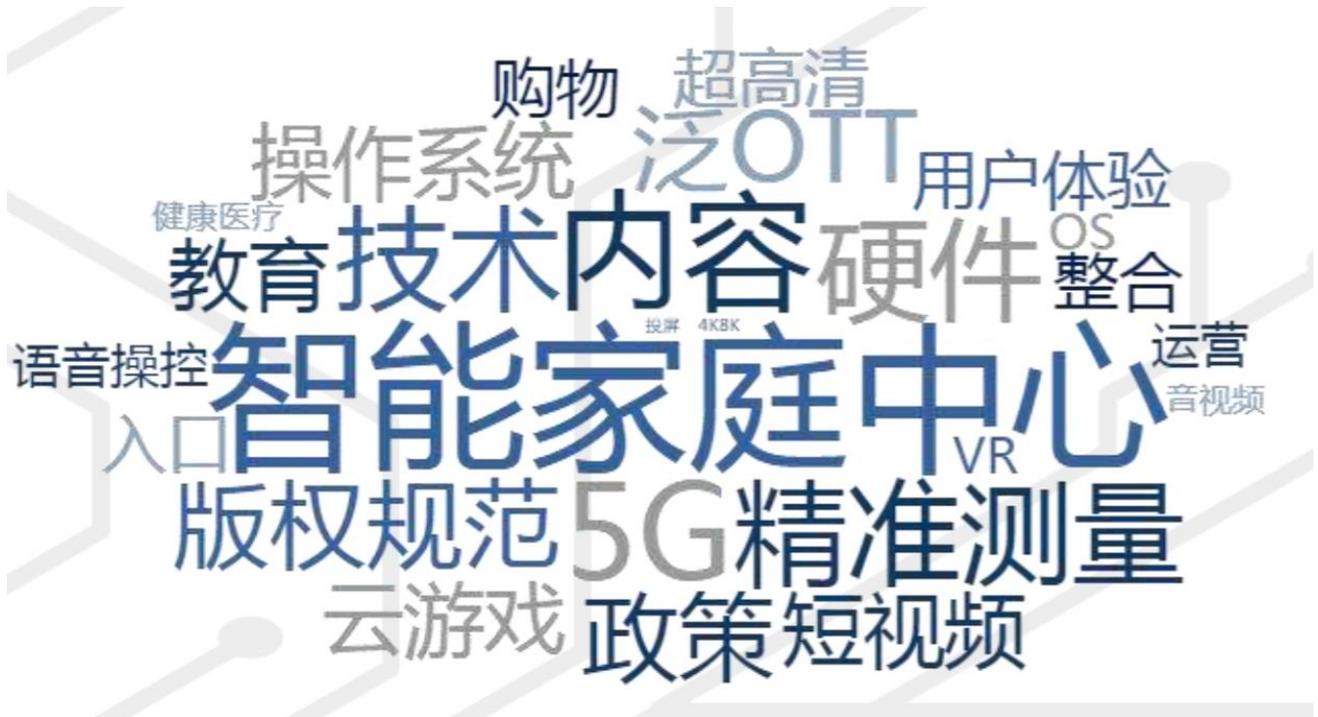
资料来源: miaozen system、国海证券研究所

- 2022 年, 电视作为重要公共媒介, 其喉舌作用仍在, 同时内容方仍是

核心 版权管理运营者也成为重要守门人

2022 格局中，每个平台均需要有核心基因吸引用户，其中，智能电视的客厅经济的核心即是内容，不仅是影视随着未来市场内容竞争更强，同时，内容的版权管理要求也会逐渐提升，更规范。

图 17：2022 年后围绕客厅经济发展的各个细分领域要素



资料来源：miaozhen system、国海证券研究所

互联网品牌以及内容商+终端厂商的合作模式的建立会成为新的风潮，开源的系统更加吸引终端厂商应用，围绕系统平台形成智能电视生态圈。也成为营销入口，家庭生态系统不断完善，实现万物互联。

3、行业评级及投资策略

推荐评级。2019 年 2 月 28 日三部门联合推出的超高清视频行动计划从 2019 年至 2022 年分两步走，从时间维度以及顶层设计角度均可中长期研究和跟踪。2019 年 8 月 19 日广电总局印发《关于推动广播电视和网络视听产业高质量发展的意见》，该意见发展目标是到 2025 年，广播电视和网络视听内容创作生产更加繁荣，作品质量更加精良；广电 5G 网络和智慧广电建设取得重要成果，高新技术深度融合应用，网络综合承载能力和智能化水平显著提升；产业市场涌现一批特色鲜明、有较强实力和影响力的骨干企业、龙头企业；同时，加速广电网络提质升级：加快建设广电 5G 网络，打造集融合媒体传播、智慧广电承载、智能万物互联、移动通讯运营、国家公共服务、绿色安全监管于一体的新型国家信息化基础网络。按照全国有线电视网络整合发展领导小组部署，加快实现全国“一张网”，与广电 5G 网络建设一体化推进。

实现大屏小屏融合互动，让电视大屏用户充分享受通信红利，满足用户对跨屏、跨域、跨网、跨终端的收视和信息需求，实现广播电视人人通、移动通、终端通。加快服务能力与科技深度融合发展：加快高清电视和 4K/8K 超高清电视采集制作、集成播出、互动分发、数据中心、管理平台等系统建设，推动高清、超高清电视频道建设，推动高清、超高清电视在有线电视、IPTV 和互联网电视的应用，推动普及高清、超高清机顶盒；

我们认为超高清视频产业链从视频生产设备、网络传输设备、终端呈现设备、核心元器件、平台服务、行业营业六个维度在 2022 年有望带来 4 万亿元的市场规模，其中行业应用市场 1.8 万亿元，占比总超高清视频产业规模的 45%，行业应用中的广播电视、文教娱乐将在 2022 年达到约 1.3 万亿元。央视将作为国家 4K 推进者，2018 年拉开 4K 高清发展序幕后，预计 2019 年 1 月-2020 年 6 月央视将逐步完成 3-5 个频道 4K 超高清制播系统的建设；地方上如新芒果超媒、新媒股份、贵广网络、广电网络、华数传媒等在超高清视频产业链的布局。我们认为从超高清视频行动计划从 2019 年至 2022 年分两步走到 2019 年 8 月 19 日的《关于推动广播电视和网络视听产业高质量发展的意见》进一步从政策高度、文化内容角度、科技角度、广电角度进一步的细化和推进，从政策以及主题层面进一步推升广电系、超高清、融媒体、新媒体在 5G 下的变革。

4、重点推荐个股：

4.1、芒果超媒（300413）

芒果超媒（原名快乐购）收购的五家标的业绩备考 2018-2020 年合计取得净利润为 8.75/10.94/14.95 亿元，2018 年报中由于少数股东损益 0.62 亿元影响归母净利润至 8.66 亿元，少数股东损益对 2019 年影响消除，我们预计 2019-2021 年归母净利润 10.96 亿元、14.95 亿元，对应最新股本 10.47 亿股后的 PE 分别为 38.9 倍、28.5 倍，由于其估值部分主要涉及广告与会员，广告部分的投放取决于公司的内容综艺的系列化与创新度，如下表，其广告与综艺内容上的投放已佐证。5G 下芒果超媒携手中移动利于将公司内容嫁接牌照优势，中移动参与公司的定增后从战略角度看，运营商端，双方的 IPTV 是合作，中移动的 IPTV 起步晚，进而后续其发力较大，公司有望分享其增长红利；其次，在 OTT/IPTV 的拓展部分，OTT 的体验的大屏优势明显，5G 到来之际公司也有望在牵手中移动后，进行内容与牌照的匹配，利于新方向的拓展，进而保持内容的可持续发展与创新。

表 1: 2018-2019 年单季度利润拆分

芒果超媒300413 单位 (亿元)	芒果超媒 (原 零售+现五家 合计部分)	同比增速	单季度	单季度整体净 利润 (亿元)	环比增速	单季度同比增 速
2018年一季报整 体归母净利润	3.37	38.72%	2018第一季度	3.37		38.72%
2018年中报整体 归母净利润	5.73	92.47%	2018第二季度	2.36	-30%	94.26%
2018年前三季整 体归母净利润	8.13	37.36%	2018第三季度	2.40	2%	-18.39%
2018年前四季整 体净利润 (年 度)	8.66	21.1%	2018第四季度	0.53	-78%	20.45%
2019年一季报整 体归母净利润	4.18	24.04%	2019第一季度	4.18	689%	24.04%
2019年中报整体 归母净利润	7.3-8.3	27.47%-44.93%	2019第二季度	3.12-4.12	(-25%)至(-1.4%)	32%至75%
2019前三季度 E	10.18	25.22%	2019第三季度	2.40	后两个季度保守估计	0.00%
2019前四季度 E	10.96	26.56%	2020第四季度	0.78	同比看, 2019Q4预计 无快乐购的业绩影响	47.17%

资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

表 2: 2019H1 芒果 TV 综艺及广告主冠名及播放 (内容力驱动广告投放力)

Sealand国海传媒 2019年H1芒果TV网综节目类型品牌合作分析						
	节目	大行业	品牌	播放频率	时长(秒)	合作项目
生活 体验 类	妻子的浪漫旅行第二季	饮料	金领冠	季播	81813	独家冠名
	妻子的浪漫旅行第二季	邮电通讯	三星	季播	3208	指定产品
	妻子的浪漫旅行第二季	互联网	小红书	季播	2339	合作伙伴
	少年可期	化妆品/浴室用品	韩束	季播	66830	独家冠名
	少年可期	饮料	康师傅	季播	2539	指定产品
	我最爱的女人们	化妆品/浴室用品	韩束	季播	52968	独家冠名
	哈哈农夫	化妆品/浴室用品	舒肤佳	季播	34201	联合冠名
	哈哈农夫	药品	创福康	季播	33366	联合冠名
	哈哈农夫	化妆品/浴室用品	舒肤佳	季播	1734	独家冠名
	哈哈农夫	交通	东风	季播	1373	指定产品
新生日记	化妆品/浴室用品	帮宝适	季播	6518	独家冠名	
婚 恋 交 友 类	女儿们的恋爱	化妆品/浴室用品	欧诗漫	季播	66366	独家冠名
	女儿们的恋爱	交通	福特	季播	3932	联合特约
	女儿们的恋爱	商业/服务性行业	铂爵旅拍	季播	1203	合作伙伴
	女儿们的恋爱	互联网	蘑菇街	季播	1112	联合特约
	女儿们的恋爱	化妆品/浴室用品	ABC	季播	1090	合作伙伴
脱 口 秀 类	闺蜜说第二季	饮料	颜如玉	季播	14609	独家冠名
	闺蜜说第二季	互联网	寺库	季播	1229	独家特约
	闺蜜说第二季	家居	苏泊尔	季播	794	指定产品
	闺蜜说第二季	娱乐及休闲	本宫的茶	季播	234	合作伙伴
美 食 类	野生厨房	食品	和成天下	季播	10446	独家冠名
	野生厨房	互联网	爱钱进	季播	179	联合赞助
	野生厨房	药品	999	季播	137	合作伙伴
	野生厨房	食品	劲仔	季播	102	指定产品
	野生厨房	饮料	露露	季播	69	洽谈
青 少 类	童言有计第二季	饮料	铂睿	季播	35061	独家冠名
	童言有计第二季	饮料	美赞臣美国	季播	2111	独家冠名
	童言有计第二季	饮料	美赞臣	季播	137	独家冠名
	童言有计第二季	数码/电脑/办公用	优必选	季播	119	指定产品
	童言有计第二季	饮料	安儿宝	季播	97	独家冠名
	童言有计第二季	互联网	宝宝树	季播	86	指定产品
游 戏/ 竞 技 类	密室大逃脱	饮料	脉动	季播	72272	独家冠名
	密室大逃脱	化妆品/浴室用品	小嗨森	季播	201	指定产品
	密室大逃脱	互联网	王者荣耀	季播	30	洽谈
	明星大侦探第四季	邮电通讯	OPPO	季播	30885	独家冠名
	明星大侦探第四季	互联网	抖音	季播	1361	联合赞助
	明星大侦探第四季	互联网	网易考拉	季播	377	联合赞助
	明星大侦探第四季	互联网	我是谜	季播	374	联合赞助
	明星大侦探第四季	交通	凯迪拉克	季播	202	联合赞助
	明星大侦探第四季	食品	叼嘴巴	季播	33	洽谈
明星大侦探第四季	数码/电脑/办公用	坚果	季播	32	洽谈	

资料来源: 击壤数据、国海证券研究所

鉴于目前芒果 TV 在募集资金到位后可进一步加强内容生态建设, 同时, 借助华为终端及中移动的资源, 均有望推动芒果 TV 在会员付费、广告变现等商业变现

之外，其 IPTV、OTT 业务的商业价值仍具空间，从中长期角度看，未来 2-3 年视频赛道仍为媒介必争之地，芒果 TV 已占据融媒体头部位置，兼具商业与主流文化属性。

4.2、新媒股份（300770）

南方新媒体是广东广播电视台旗下新媒体业务的核心运营主体，IPTV 和互联网电视是公司经营的主要业务，两项业务收入合计在 2018 年保持在 75%以上（如下表，IPTV 基础业务仍有渗透空间，互联网定时平台与腾讯 2015 年开始合作，合同签订为 2017-2020 年，公司与腾讯共同运营云视听极光期间，公司云视听终端用户分成收入分别为 255 万元，2157.7 万元、4092.67 万元，同时，新媒股份有线电视网络增值服务、省外专网视听节目综合服务为报告期内新增业务也带来潜在增量。公司目前在 IPTV 与互联网电视端的用户数均位于前列，依靠经营资质优质（同时拥有互联网电视集成服务许可和互联网电视内容服务许可的互联网电视运营商之一）以及渠道优势，2018 年公司 IPTV 播控平台能够支持 1500 万用户、142 路标清、46 路高清频道和 3 路 4k 频道，公司也将在版权内容布局适合引进优质 4k 节目等版权。

表 3: 新媒股份主营收入组成及预测

	2016	2017	2018	2019 E	2020 E	2021 E
新媒股份300770主要业务总收入（百万元）			643	785	1,052	1,397
YOY				22%	34%	33%
归母净利润			205	286	363	451
1、IPTV业务						
营业收入	165.00	305.30	477.79	645.02	851.42	1,106.85
YOY	150.27%	85.03%	56.50%	35.00%	32.00%	30.00%
营业成本（内容结算分为用户+自行采购）中央不计入版权成本、一次性购买的广东地方计入版权	68.55	128.88	211.48	329.70	494.55	689.89
毛利率	58.45%	57.79%	55.74%	48.89%	41.92%	37.67%
1.1、IPTV-基本业务						
营业收入	139.52	269.30	400.22	545.01	701.42	886.85
YOY		93.02%	48.61%	36.18%	28.70%	26.44%
单用户（2016-2018=456.60 万户、962.27 万户和 1475.04 万户，三年年均复合增长率为 79.74%。一年50-54元）	9	18	27	30	32	34
	4.57	9.62	14.75	18		
IPTV新增		5.06	5.13	2.85		
营业成本			62.30	90.00	120.00	160.00
基础业务占总iptv收入比例	85%	88%	84%	84%	82%	80%
毛利率	100.00%	100.00%	84.43%	83.49%	82.89%	81.96%
1.2、IPTV-增值业务						
营业收入	25.48	36.00	77.57	100.00	150.00	220.00
YOY		41.29%	115.47%	28.92%	50.00%	46.67%
营业成本				300.00	440.00	580.00
毛利率	100.00%	100.00%	100.00%	-200.00%	-193.33%	-163.64%
2、互联网电视业务（16张互联网电视内容服务牌照+7张互联网电视集成服务）						
营业收入	63.60	70.73	98.66	140.10	200.34	290.49
YOY	-2.59%	11.21%	39.49%	42.00%	43.00%	45.00%
营业成本	31.48	30.47	27.98	36.37	49.10	67.76
毛利率	50.50%	56.92%	71.64%	74.04%	75.49%	76.67%
2.1、互联网电视产品运营业务（与腾讯合作2015年开始，合同签订2017-2022年），新媒股份：公司与腾讯计算机合作共同运营云视听极光业务，公司与腾讯计算机共同运营云视听极光期间中 2016 - 2018 年，公司云视听极光业务中终端用户付费分成收入金额分别为 255.19 万元、2157.73 万元和 4092.67 万元；	2.55	21.58	40.93	60.242	90.153	136.531
公司从腾讯用户付费分得的收入占总互联网电视收入比例（百万元）	4.0%	30.5%	41.5%	43.0%	45.0%	47.0%
公司互联网电视业务云视听极光累计激活用户2,477.69 万户、6,574.24 万户和 13,300.66 万户（公告）	24.78	65.74	133	190	230	250
公司云视听极光付费用户		10	19	28	42	63
公司互联网电视剔除云视听业务外的其它收入	61.05	49.15	57.73	79.86	110.19	153.96

资料来源：wind 资讯、国海证券研究所

表 4: 新媒股份 DCF 估值下的两种假设

新媒股份300770 (中性预期)				新媒股份300770 (悲观预期)			
4.1 假设未来10年的15%增速				4.1 假设未来10年的10%增速			
DCF估值	增长率	自由现金流 (亿元)	贴现率	DCF估值	增长率	自由现金流 (亿元)	贴现率
2018	15%	2.05	8.90%	2018	10%	2.05	8.90%
2019	15%	2.36	2.16	2019	10%	2.26	2.07
2020	15%	2.71	3.22	2020	10%	2.48	2.94
2021	15%	3.12	2.41	2021	10%	2.73	2.11
2022	15%	3.59	2.55	2022	10%	3.00	2.13
2023	15%	4.12	2.69	2023	10%	3.30	2.16
2024	15%	4.74	2.84	2024	10%	3.63	2.18
2025	15%	5.45	3.00	2025	10%	3.99	2.20
2026	15%	6.27	3.17	2026	10%	4.39	2.22
2027	15%	7.21	3.35	2027	10%	4.83	2.24
2028	15%	8.29	3.54	2028	10%	5.32	2.27
2029年以后	5%	243.16	95.19	2029年以后	5%	155.90	61.03
总计			124.12	总计			84

资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

如上表, 新媒股份自 2014-2018 年的归母净利润从 0.17 亿元增加至 2.05 亿元, 四年归母净利润复合增长率为 85%, 由于公司在累积稳定用户后, 其经营性现金流也有望趋稳, 同时, 公司通过补充内容版权库以及现有平台, 依托 IPTV、互联网电视已拥有的用户基础, 实现内容资源在公司新媒体端的高效、充分利用, 从而提升公司用户粘性并进一步增加用户规模, 后续在 IPTV 用户、互联网电视用户端仍具增量空间, 进而我们给予两种预估下的 DCF 估值模型。新媒股份通过本次上市募集资金后将发展全媒体融合云平台建设以及内容版权采购, 将公司打造成覆盖广东、影响全国的新媒体视听节目和增值业务服务平台, 延展公司新媒体业务链, 实现广电新媒体内容、平台、应用的多方位发展, 将业务资质和渠道优势打造成为公司的核心竞争力。我们预计公司 2019-2020 年归母净利润为 2.85 亿元、3.6 亿元, 对应最新 pe 分别为 38 倍、30 倍, 维持买入评级。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2019-08-19 股价	EPS			PE			投资 评级
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
300413.SZ	芒果超媒	40.90	0.87	1.05	1.43	47.01	38.95	28.60	买入
300770.SZ	新媒股份	84.40	2.13	2.22	2.81	39.62	38.02	30.04	买入
000681.SZ	视觉中国	22.82	0.46	0.52	0.61	49.61	43.88	37.41	买入
600088.SH	中视传媒	12.88	0.25	0.26	0.44	51.52	49.54	29.27	未评级
600831.SH	广电网络	8.70	0.17	0.27	0.29	51.18	32.22	30.00	未评级

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所 (未评级盈利预测取自万得一致预期)

5、风险提示

- 1) 收购标的业绩不达预期的风险;
- 2) 业务整合风险、影视游戏作品未能通过审查的风险、艺人经纪业务中艺人自身因素带来的潜在风险;
- 3) 募集资金使用效率低下的风险、产业政策变化风险;
- 4) 用户单价下降的风险; 三网融合竞争风险;
- 5) 有线电视用户流失的风险、开机率下滑的风险;
- 6) 推荐公司业绩不及预期的风险;
- 7) 市场容量风险、宏观经济波动的风险;

【传媒与互联网组介绍】

朱珠，会计学学士、商科硕士，拥有实业及资产管理从业经历，目前主要负责文化传媒、互联网行业研究

【分析师承诺】

朱珠，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。