

拥抱新媒体牌照确定性红利，迎接 5G 时代大屏生态新成长

——新媒股份 公司深度研究

公司深度研究

胡皓(分析师)

huhao@xsdzq.cn

证书编号: S0280518020001

赵琳(联系人)

证书编号: S0280118050009

● 新媒体双牌照龙头，业务兼具确定性和成长性，维持“推荐”评级

我们认为，公司是广东 IPTV 和全国 OTT TV 双牌照新媒体龙头，凭借牌照资源直接受益于 IPTV 和 OTT TV 行业的高增长，公司业务采取轻资产分成模式，业绩确定性高且成长性强。预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 3.18/4.18/5.54 亿元，对应 EPS 分别为 2.48/3.26/4.32 元，当前股价对应 2019-2021 年 PE 分别为 34、26 和 20 倍。维持“推荐”评级。

● 受益于新媒体行业快速发展，公司业绩将维持高增长

全国 IPTV 行业正处于高增长阶段，2018 年全国 IPTV 渗透率高达 64%，广东省仅 43%，潜在提升空间较大。公司 IPTV 业务尚处于快速扩张阶段，未来 2 年用户数和 ARPU 值快速提升，有望带动公司业绩持续高增长。

OTT TV 行业进入规范化阶段，公司和腾讯 2016 年开始合作开发云视听极光产品，截至 2018 年该产品激活用户数达到 1.3 亿以上。伴随 5G 时代来临，大屏生态崛起，腾讯发力客厅业务，云视听极光会员付费和广告收入有望爆发，该产品将会成为公司业绩增长的重要动力。

● 轻资产经营，业务成长性强且确定性高

公司凭借牌照资源，采取轻资产经营模式，业务风险低且成长性强。公司 IPTV 业务收入是由运营商按用户分成，且内容采购主要采取与内容方分成的方式支出；公司互联网电视运营业务主要参与内容审核和产品运营，基本无重大内容采购支出，按照产品总收入分成。

● 掌握大屏流量入口，衍生大屏业务有望成为新看点

由于大屏牌照管理的特殊性，公司通过 IPTV 和 OTT TV 业务掌握大屏流量入口和用户数据。随着 5G 时代的来临，大屏生态崛起，公司有望凭借政策优势，通过布局在线教育、游戏、养老等衍生项目，享受大屏时代红利，迎来大屏业务的新成长。

● 风险提示：运营商 IPTV 补贴退潮，广电行业政策调整。

财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	446	643	949	1,191	1,501
增长率(%)	46.4	44.2	47.6	25.5	26.0
净利润(百万元)	110	205	318	418	554
增长率(%)	117.6	86.9	55.0	31.4	32.6
毛利率(%)	54.7	56.6	57.0	58.7	60.5
净利率(%)	24.6	31.9	33.5	35.1	36.9
ROE(%)	19.7	28.7	30.9	29.3	28.2
EPS(摊薄/元)	0.86	1.60	2.48	3.26	4.32
P/E(倍)	98.7	52.8	34.1	25.9	19.5
P/B(倍)	19.4	15.2	10.5	7.6	5.5

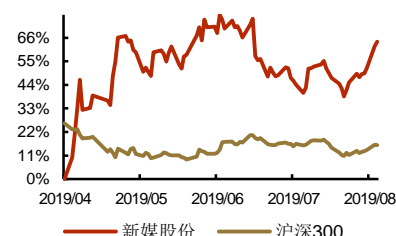
推荐(维持评级)

市场数据

时间 2019.08.20

收盘价(元):	85.5
一年最低/最高(元):	43.4/94.18
总股本(亿股):	1.28
总市值(亿元):	109.75
流通股本(亿股):	0.32
流通市值(亿元):	27.45
近 3 月换手率:	366.2%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	11.5	-2.76	115.96
绝对	11.05	1.14	133.34

相关报告

目 录

1、 公司简介：全牌照广电新媒体龙头	5
1.1、 发展史：电视台新媒体中心发展为独立上市公司	5
1.2、 管理层：新媒体产业专家团队掌舵	5
1.3、 股权结构：广东广播电视台实际控制	6
1.4、 核心业务：IPTV+OTT TV 全牌照服务	6
1.4.1、 IPTV 集成播控：细分为基础业务和增值业务	6
1.4.2、 互联网电视业务：收入分为平台广告费和会员费分成	7
1.4.3、 其他业务：有线网增值服务和省网专网业务	8
1.5、 财务情况：收入、利润持续高增长，费用率控制良好	8
2、 产业背景：三网融合推进，IPTV 和 OTT TV 发展壮大	9
2.1、 IPTV 和 OTT TV：从三网融合讲起	9
2.2、 IPTV 和 OTT TV 区分：IPTV 专网运营电视直播，OTT TV 深耕互联网内容点播	11
2.3、 IPTV 业务：中国移动强势入局，行业进入新一轮爆发期	11
2.3.1、 IPTV 用户依然具有增长空间	12
2.3.2、 IPTV 用户价值有待挖掘	13
2.4、 OTT TV 业务：产业风口已至，付费和广告潜力亟待挖掘	14
2.4.1、 产业进入规范化阶段，行业增长全面提速	14
2.4.2、 OTT TV 产业链：内容提供方与内容服务平台运营方的合作为核心环节	15
2.4.3、 OTT TV：用户付费和广告价值有待挖掘	17
3、 IPTV 业务：用户渗透率和 ARPU 值持续提升	19
3.1、 基础业务+增值业务：付费方式及内容不同	19
3.2、 业务发展情况：与电信合作较成熟，移动 IPTV 刚起步且空间大	20
3.2.1、 广东电信 IPTV：用户量大，ARPU 值连续三年上升	21
3.2.2、 广东移动 IPTV：用户量增速快，增值业务刚上线	21
3.2.3、 广东联通 IPTV：用户基数较小，ARPU 值高，企业付费意愿强	22
3.3、 业务前景：用户数和 ARPU 值均具备较大提升空间	22
3.3.1、 广东 IPTV 渗透率依然较低	22
3.3.2、 IPTV 用户 ARPU 值依然较低	24
3.3.3、 IPTV 业务盈利稳定	24
3.3.4、 IPTV 增值业务具备持续挖掘潜力	24
4、 互联网电视业务：大屏生态崛起，云视听极光潜力无限	25
4.1、 互联网电视产品运营业务：“云视听”品牌成长空间广阔	25
4.1.1、 云视听极光发展势头迅猛	26
4.1.2、 公司议价能力持续提升	26
4.1.3、 云视听极光合作关系稳定	27
4.1.4、 云视听极光市场空间广阔	28
4.2、 互联网电视服务合作业务：部分业务已停止，与雷鸟科技有合作	28
4.3、 互联网电视硬件销售已全面停止	29
5、 其他业务：增值业务稳健增长，省外业务前景可期	29
5.1、 有线电视增值服务业务：主打电视自由行 UTVGO	29
5.1.1、 业务无地域限制，与全国有线电视运营方合作	29
5.2、 省外专网综合服务：由南广影视互动运营提供服务	30
5.2.1、 全国范围内开展业务，对接省网专网运营方	30
6、 市场空间测算	30

6.1、IPTV 市场空间：单用户价值可达 55 元/年，收入超 12 亿元	30
6.2、云视听极光市场空间：收入高达 100 亿，分成比率为 10%	30
7、盈利预测	30
8、风险因素	31
8.1、运营商 IPTV 补贴退潮	31
8.2、腾讯视频和公司的合作	31
8.3、广电全国一网整合导致的政策变化	31
附：财务预测摘要	32

图表目录

图 1：新媒股份发展历程	5
图 2：新媒股份股权结构	6
图 3：IPTV 产业机构图	7
图 4：OTT TV 商业模式图	7
图 5：OTT TV 业务收入来源拆分	8
图 6：新媒股份 2014—2019Q1 收入情况	8
图 7：新媒股份 2014—2019Q1 净利润情况	8
图 8：新媒股份 2016—2018 年收入结构	9
图 9：新媒股份 2014—2018 年毛利率情况	9
图 10：新媒股份 2014—2019Q1 费用率情况	9
图 11：新媒股份 2014—2019Q1 盈利能力情况	9
图 12：有线电视、IPTV 和 OTT TV 盒子产品示意图	10
图 13：2014-2019H1 有线电视用户总数及增速	10
图 14：2014—2018 年全国 IPTV 用户情况	10
图 15：2014—2018 年全国 OTT TV 用户情况	10
图 16：2014—2018 年全国宽带用户情况	12
图 17：2014—2018 年全国 IPTV 发展情况	12
图 18：2018 年底全国各省级地区 IPTV 渗透率测算结果	13
图 19：2014-2018 年 OTT TV 全国用户数情况	14
图 20：OTT TV 产业链各合作方示意图	15
图 21：2011-2019e 智能电视和 OTT TV 盒子数量及占比情况	16
图 22：OTT TV 产业链合作模式	17
图 23：2018 年各个月份 OTT TV 日均终端数据	18
图 24：公司 IPTV 合作示意图	19
图 25：IPTV 商业模式图	20
图 26：广东电信专网传输的 IPTV 用户界面图	21
图 27：广东移动专网传输的 IPTV 用户界面图	21
图 28：广东联通专网传输的 IPTV 用户界面图	22
图 29：2018 年全国各省 IPTV 用户渗透率	24
图 30：新媒股份 OTT TV 业务生态一览	26
图 31：互联网集成服务牌照格局	27
表 1：IPTV 和 OTT TV 的主要区别	11
表 2：2017、2018 年三大运营商固网宽带用户数对比	13
表 3：OTT TV 内容服务牌照持证机构及企业名单	15
表 4：OTT TV 集成服务牌照持证机构及企业名单	16

表 5: 2017 年中国 OTT TV 主要媒体资源合作情况	18
表 6: 2016-2018 年与三大运营商 IPTV 业务数据一览	20
表 7: 公司互联网电视业务收入构成情况 (万元)	25
表 8: 2016-2018 年云视听产品用户数 (万个)	25
表 9: 2019 年 5-7 月份智能电视点播媒体全天收视率数据	26
表 10: 腾讯视频大屏端用户预测 (单位: 亿户)	28

1、公司简介：全牌照广电新媒体龙头

南方新媒体股份有限公司（简称“新媒股份”），是广东广播电视台下属新媒体公司，经广东广播电视台授权，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等配套的经营性业务。

1.1、发展史：电视台新媒体中心发展为独立上市公司

2010 年 5 月，广东传媒集团下发通知，整合广东传媒集团及其下属各单位新媒体资源，拟成立新媒体有限公司，当年 10 月新媒体有限公司正式成立。

2010 年 12 月，广东传媒集团将其持有的新媒体有限 60% 股权无偿划转给其下属单位广东电视台、广东南方电视台、广东广播电台和台技术中心。

2012 年 7 月，广东传媒集团授权新媒体有限独家运营广东省 IPTV 播控业务。

2013—2014 年，广东电视台、广东南方电视台和广东广播电台合并，成立广东广播电视台，撤销广东传媒集团和原来的三台，同时组建集团公司，集团公司为广东广播电视台的台属企业集团。

2015 年 2 月，广东广播电视台授权新媒体有限运营互联网电视业务。

2016 年 7 月，新媒体有限正式进行股份制改造，随后经历一系列重组和股权变更，逐步形成现有的股权结构。

2019 年 4 月，公司登陆创业板。

图1：新媒股份发展历程



资料来源：公司公告，新时代证券研究所整理

1.2、管理层：新媒体产业专家团队掌舵

新媒股份管理层均为资深的行业专家，具有很强的产业背景和技术能力。

林瑞军：公司核心创始人，现担任总经理，原广东电视台新媒体中心主任，成立新媒体公司后一直担任公司总经理，带领公司一路发展到上市。林总历任原广东电视台新闻中心记者、监制和总监，原广东电视台经济中心副主任，原广东电视台新媒体中心主任，具有 30 多年的从业经历。

姚军成：副总裁，2005—2015 年历任百视通网络电视技术发展有限公司销售

总监、副总裁、高级副总裁，是当年百视通的核心人物，后加入南方新媒体，成为公司 OTT TV 业务快速崛起的关键角色。

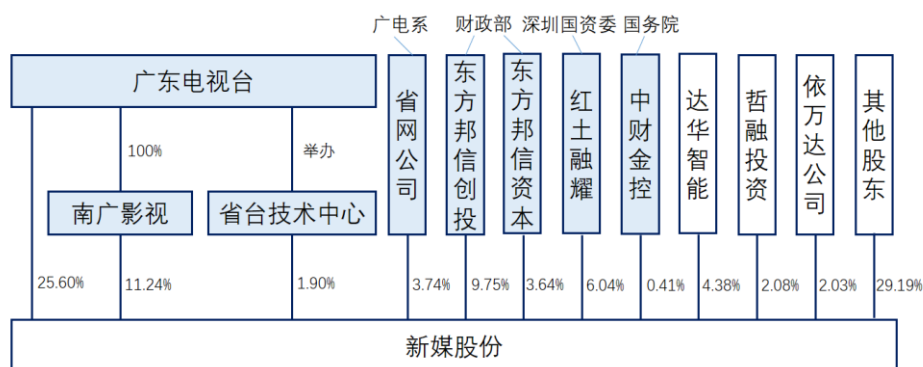
陈硕宏：副总裁，2009—2012 年，任浙江华数信息传媒科技有限公司总监，具有很强的业务能力，后担任南方新媒体副总裁，引领公司 IPTV 业务一路发展壮大。

1.3、股权结构：广东广播电视台实际控股

根据公司招股说明书，截至 2019 年 4 月 19 日，公司前十大股东合计持股 70.40%。广东广播电视台直接持股 25.60%，通过南方影视传媒和台技术中心间接持股 13.14%，合计持有公司股份的 38.74%，为公司实际控制人。

其他股东包括：广东省广播电视网络股份有限公司（省网公司）、东方邦信创投（实际控制人为财政部）持股、红土融耀（实际控制人为深圳市国资委）、达华智能、东方邦信资本（实际控制人为财政部）、哲融投资、依万达科技。分别持有公司股份为 3.74%、9.75%、6.04%、4.38%、3.64%、2.08%、2.03%，国资背景的股东持股超过 62.32%。

图2：新媒股份股权结构



资料来源：公司公告，新时代证券研究所整理

1.4、核心业务：IPTV+OTT TV 全牌照服务

公司目前业务包含：广东省 IPTV 集成播控服务、互联网电视（OTT TV）集成服务、互联网电视内容服务牌照的运营授权。其他业务包含：有线电视增值业务和省外专网业务。

1.4.1、IPTV 集成播控：细分为基础业务和增值业务

广东 IPTV 业务：广东省内通过运营商专网，提供电视端直播、时移、回看、点播及应用服务等。根据提供节目内容以及终端用户付费方式的不同，IPTV 业务分为基础业务和增值业务。

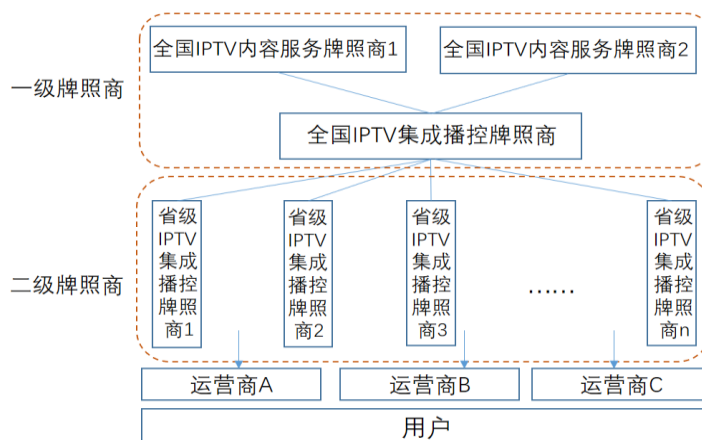
基础业务：对所有 IPTV 用户开放，对应的费用是用户支付的 IPTV 基本视听服务费，根据内容对用户的收费标准分别为 15 元/月、20 元/月和 30 元/月。

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，主要包括高清影视、在线教育、在线娱乐、粤语特色专区等内容。用户享受增值业务服务需分次或按期支付增值业务费。

公司主要是提供 IPTV 的集成播控服务，公司将中央播控总平台的内容、广东

省内的电视台内容以及其他内容集成后通过运营商专网，提供给用户。本质上看，公司是为 IPTV 用户提供视频内容服务。

图3: IPTV 产业机构图



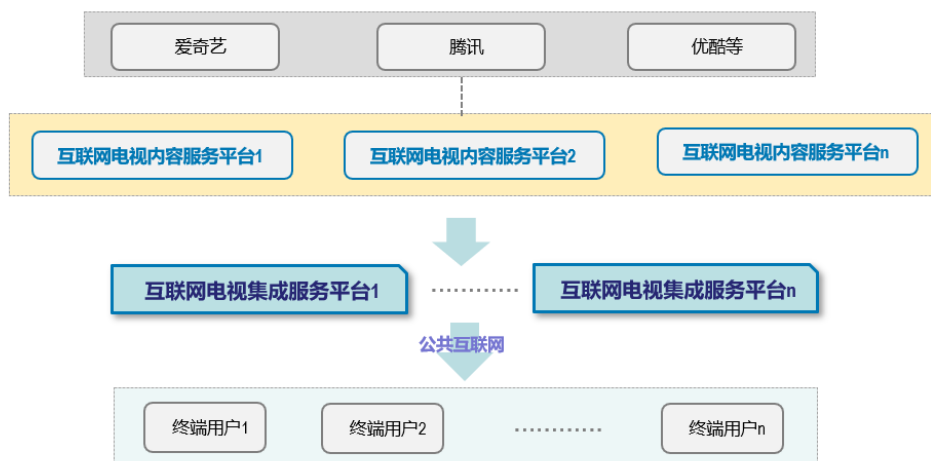
资料来源：公司公告，新时代证券研究所整理

1.4.2、互联网电视业务：收入分为平台广告费和会员费分成

互联网电视业务：公司作为内容服务平台运营方，主要负责提供内容服务，并与合作方共同经营云视听系列产品。

根据政策要求，内容平台在大屏提供视听内容需要与互联网电视牌照方合作，通过牌照方提供内容和运营服务。互联网电视牌照分为内容服务牌照和集成服务牌照，公司持有互联网电视内容和集成服务2张牌照，因此业务本质是和内容方合作，负责大屏产品的内容审核、产品运营服务以及其他服务。

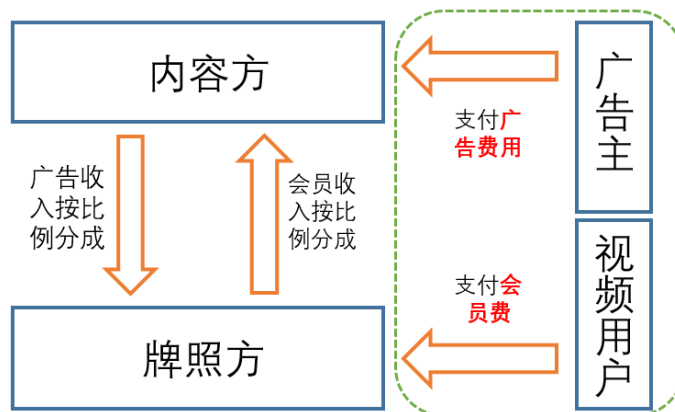
图4: OTT TV 商业模式图



资料来源：公司公告，新时代证券研究所整理

公司互联网电视产品运营的收入来源是大屏端视频应用的付费和广告收入分成，具体见下图：

图5: OTT TV 业务收入来源拆分



资料来源: 新时代证券研究所整理

1.4.3、其他业务: 有线网增值服务和省网专网业务

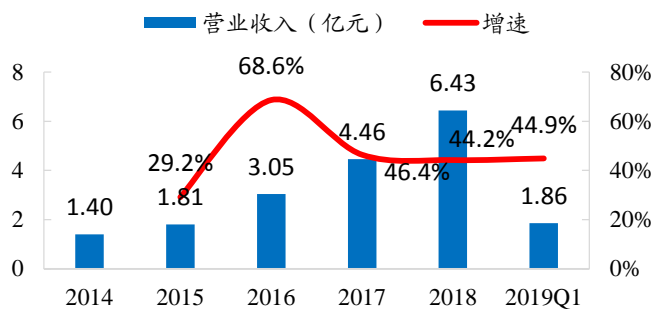
有线电视网增值服务: 公司利用在互联网电视领域的经验和资源优势, 与有线电视网络运营商合作, 为有线电视用户提供视频点播及应用服务等增值服务。这项业务由公司全资子公司南方网络运营。

省外专网业务: 公司利用在 IPTV 领域的经验和资源优势, 与广东省外的其他省份的 IPTV 业务运营商合作, 为其开展 IPTV 业务提供运营管理等多方面服务。这项业务由公司子公司南广影视互动运营。

1.5、财务情况: 收入、利润持续高增长, 费用率控制良好

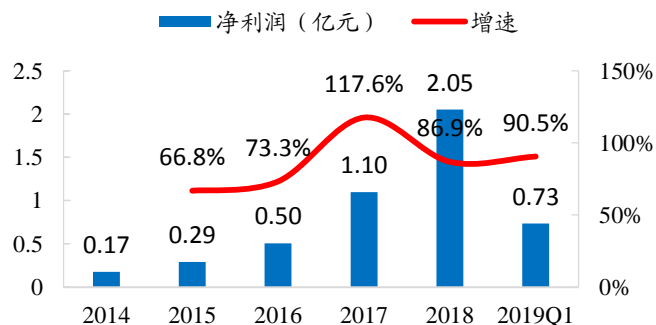
公司收入和利润连续多年保持高增长, 2014—2018 年, 收入复合增速 46.4%, 净利润复合增速 86.3%。

图6: 新媒股份 2014—2019Q1 收入情况



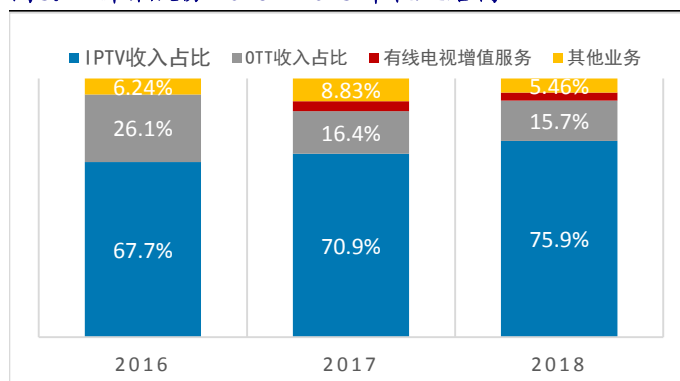
资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图7: 新媒股份 2014—2019Q1 净利润情况

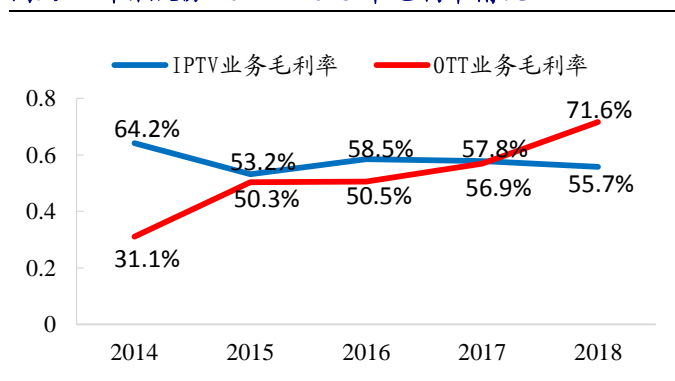


资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

公司 90% 以上的收入来自于 IPTV 和 OTT TV 业务, 轻资产经营, 整体毛利率保持较高水准, IPTV 和 OTT TV 业务毛利率分别高达 56% 和 72%。

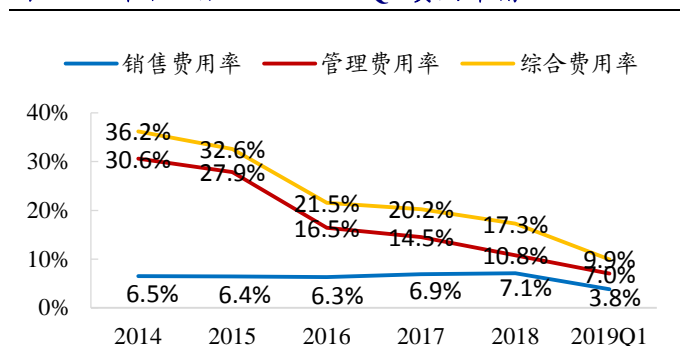
图8：新媒股份 2016—2018 年收入结构

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

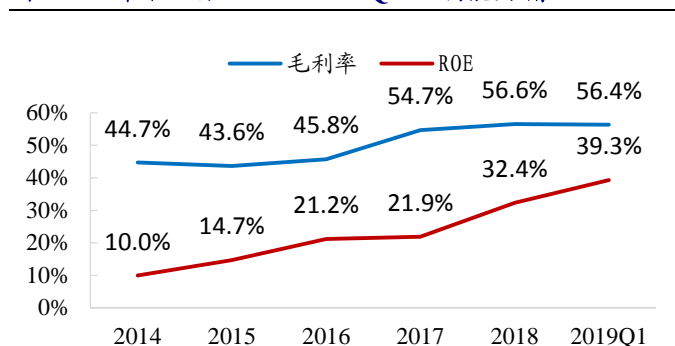
图9：新媒股份 2014—2018 年毛利率情况

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

公司的业务本身也具有明显的规模效应，因此随着公司营收的增加，费用率持续下降，净资产收益率（ROE）持续走高。

图10：新媒股份 2014—2019Q1 费用率情况

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图11：新媒股份 2014—2019Q1 盈利能力情况

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

2、产业背景：三网融合推进，IPTV 和 OTT TV 发展壮大

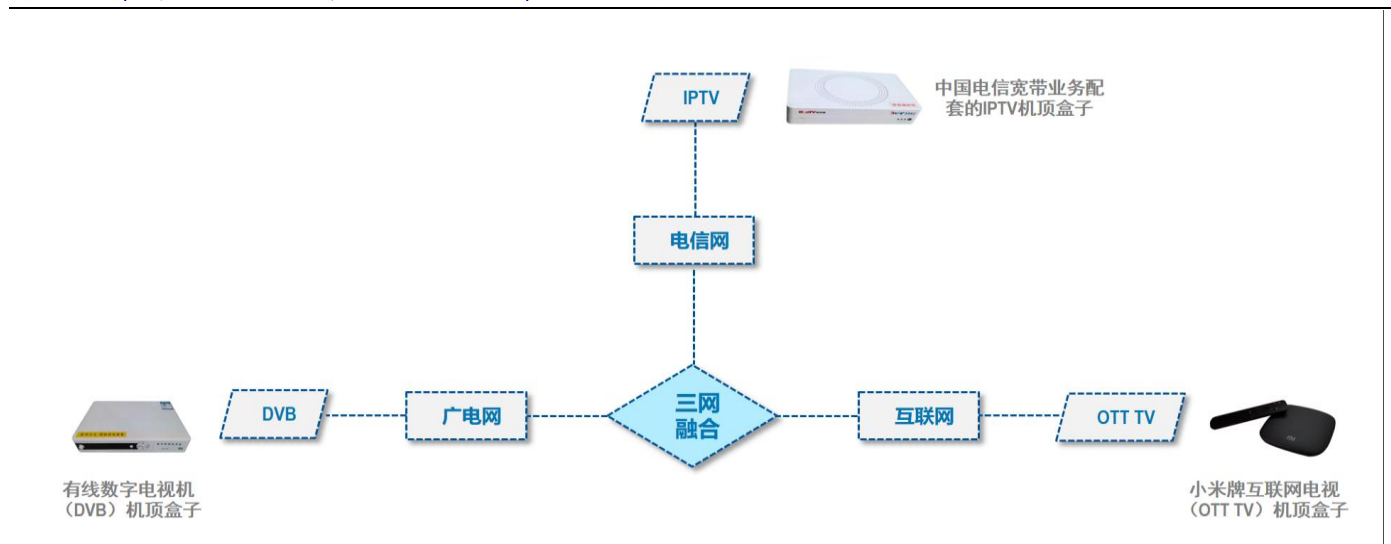
2.1、IPTV 和 OTT TV：从三网融合讲起

IPTV 与 OTT TV 是三网融合的产物。三网融合，指的是电信网、互联网和广播电视网的融合。三网融合最初于 2001 年被提出，目的是为了促进市场竞争和各网互联互通，优化资源配置和利用，然而由于历史遗留问题和涉及到多方的利益，融合进程缓慢，直到 2010 年国务院出台相关文件决定推进三网融合，明确在部分城市开始试点，由此三网融合终于进入实质性推进阶段。

三网融合在客厅视频领域表现为三类机顶盒子的竞争，即为有线数字电视机顶盒、IPTV 机顶盒和互联网电视机顶盒。

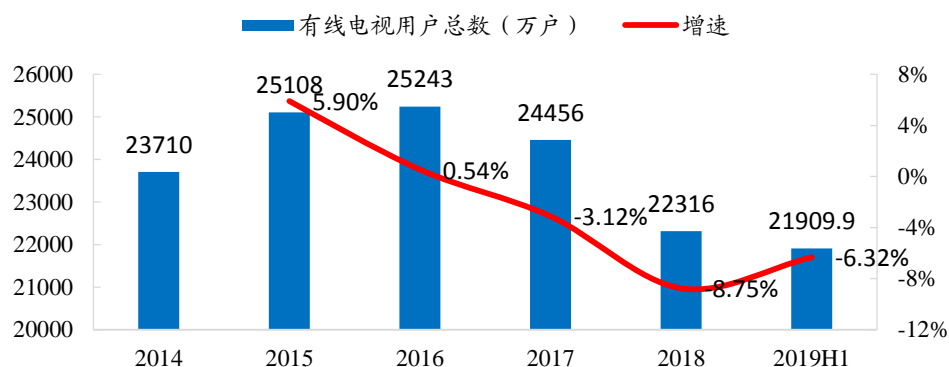
数字电视机顶盒子是有线电视传输信号由模拟信号升级为数字信号过程中配送的，用户端的体验升级表现为频道数量更多，画面更清晰。由于广电行业网络整合进度迟缓，“全国一张网”的目标仍未实现，有线电视在互联网时代受 IPTV 与 OTT 冲击，竞争力下降。

IPTV 和 OTT 是“三网融合”的产物，IPTV 和 OTT 机顶盒子分别是电信运营商和互联网技术公司两大主体，利用互联网技术将互联网视频内容呈现在电视屏幕上的硬件设施，之后因监管分化为 IPTV 与 OTT 两大阵营。

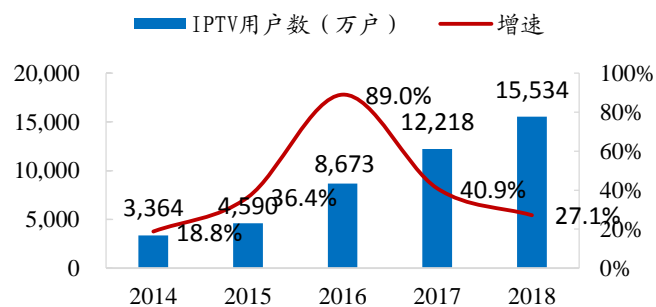
图12: 有线电视、IPTV 和 OTT TV 盒子产品示意图

资料来源: 百度图片, 新时代证券研究所整理

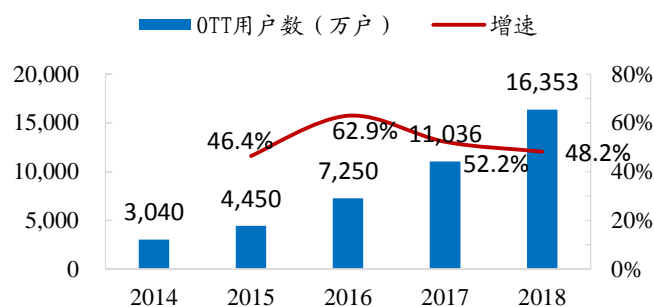
三网融合过程中, 以 IPTV 为代表的电信网和以 OTT TV 为代表的互联网, 借着更强大的竞争力, 逐步蚕食广播电视网在客厅大屏领域的市场份额。从数据看, IPTV 和 OTT TV 用户保持高增长, 有线电视用户持续流失。

图13: 2014-2019H1 有线电视用户总数及增速

资料来源: 《中国有线电视行业发展报告》, 新时代证券研究所

图14: 2014—2018 年全国 IPTV 用户情况

资料来源: 《全国广播电视行业统计公报》, 新时代证券研究所

图15: 2014—2018 年全国 OTT TV 用户情况

资料来源: 《全国广播电视行业统计公报》, 新时代证券研究所

2.2、IPTV 和 OTT TV 区分：IPTV 专网运营电视直播，OTT TV 深耕

互联网内容点播

IPTV 即交互式电视，英文全称为 Internet Protocol Television，是一种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的新业务。**IPTV** 集互联网、多媒体多种技术于一体，具备直播、点播、时移、回看等一系列功能，可以实现媒体提供者与媒体消费者的实质性互动，能够根据用户的选择配置多种多媒体服务功能。

OTT TV 即互联网电视，英文全称为 Over The Top Television，是一种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的新业务。互联网电视是随着互联网发展而兴起的新型媒体运营方式，内容提供商、网络传输商、设备提供商等都可以加入其中，具有一定的开放性和吸引力。

表1：IPTV 和 OTT TV 的主要区别

项目	IPTV	OTT TV
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、点播及增值服务	视频点播、增值服务和应用服务业等
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：流媒体网，新时代证券研究所

传输网络和流畅清晰度：IPTV 用的是电信运营商提供的专网，视频流畅度和清晰度有保障；OTT TV 用的是公共互联网，视觉体验主要取决于网速。

内容提供上：IPTV 可以观看电视台直播，OTT TV 不能收看直播；IPTV 用户能用的 APP 只有机顶盒子装机自带的，OTT TV 用户可以通过应用商城下载安装自己喜欢的 APP，内容更为开元。

牌照管理：IPTV 的牌照分全国总平台和省分平台两级集成播控牌照，省分平台只负责本省内的集成播控服务；OTT TV 只有集成播控和内容两种牌照，牌照没有地域限制。

2.3、IPTV 业务：中国移动强势入局，行业进入新一轮爆发期

IPTV 行业发展至今已有 15 年历史，主要经历 3 个阶段：

市场导入期（2006—2009 年）：我国的 IPTV 行业发展可追溯至 2005 年，广电

总局向原上海文广发放了国内首张 IPTV 集成播控运营牌照。2006 年 5 月中央电视台获得了第二张牌照，并于 6 月份先后在吉林、云南开展业务。

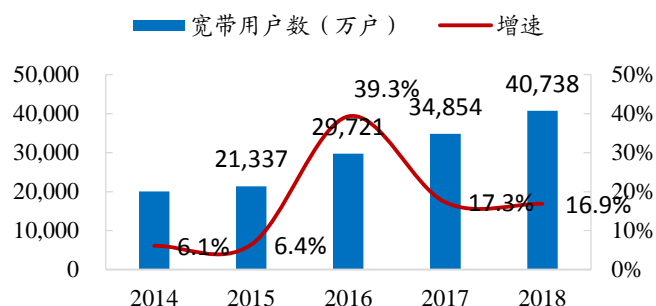
市场培育期（2010—2014 年）：2010 年三网融合作为国务院层面的战略推出，IPTV 成为三网融合的典型业务，广电总局作为主管单位也顺势发文推出了三网融合试点，确定了 IPTV 牌照制的管理方法，IPTV 行业逐步进入一个有据可依的制度时代，中国电信和中国联通开始在三网融合的试点城市进行 IPTV 平台建设。2010-2014 年，IPTV 市场迈入了市场培育期。截至 2014 年底，全国 IPTV 用户数达 3363.60 万户。

高速发展期（2015—今）：2015 年国务院发文三网融合推广方案，三网融合结束了试点阶段，进入到全面推广阶段。中国电信、中国联通开始将 IPTV 业务作为基础业务进行全面推广。中国移动在 2018 年 6 月通过相关部门批复全面进军 IPTV 业务。由于运营商的大力推动，这一阶段我国 IPTV 用户数呈现快速上升趋势，2015—2018 年，全国 IPTV 用户年复合增速为 46.6%。

2.3.1、IPTV 用户依然具有增长空间

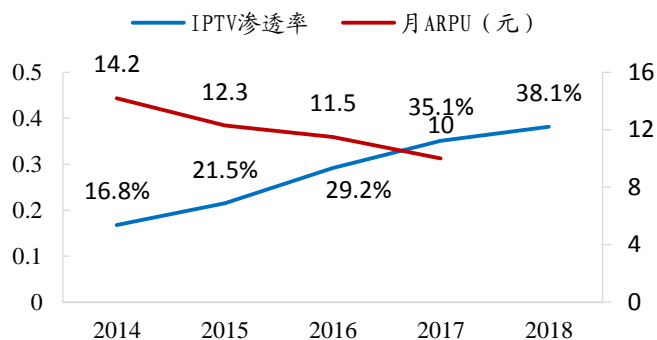
IPTV 是三大运营商抢占固网宽带市场的增值业务，用户数的增长主要靠宽带业务捆绑销售或者增速，其用户天花板对应的是固网宽带用户数。根据工信部公开数据，2014-2018 年，我国固网宽带用户数由 20048.30 万户翻倍增长至 40738.00 万户，年复合增长率为 19.39%，由此对应 IPTV 用户渗透率由 2014 年的 16.78% 增至 2018 年的 38.13%。

图 16： 2014—2018 年全国宽带用户情况



资料来源：工信部，新时代证券研究所

图 17： 2014—2018 年全国 IPTV 发展情况



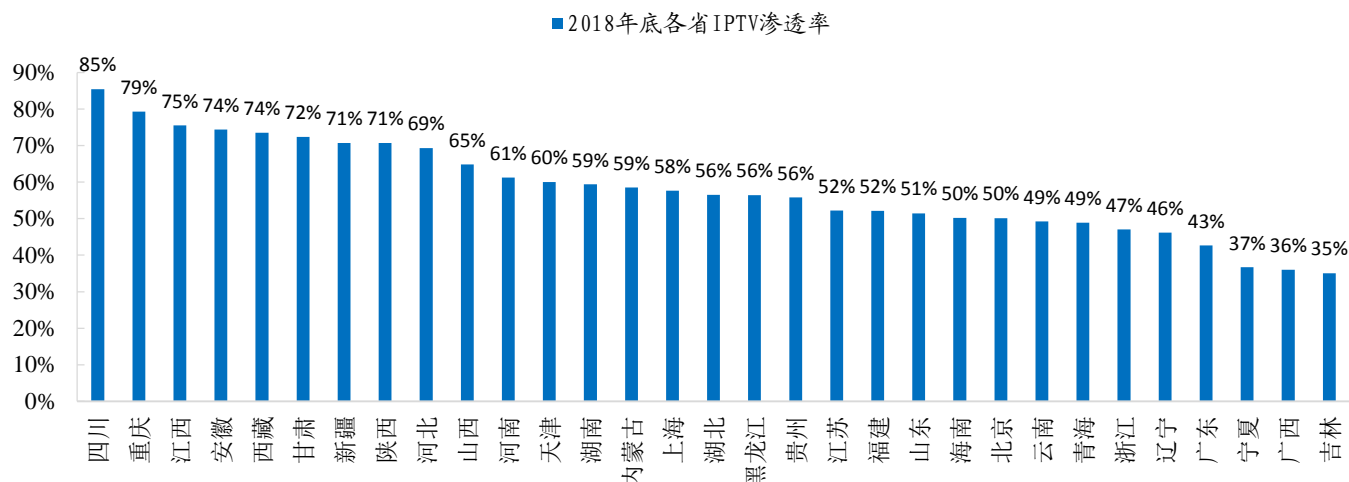
资料来源：工信部，流媒体网，新时代证券研究所

由于工信部对 IPTV 用户规模的统计口径缺失了电信北方十省用户数量以及中国移动“魔百和”用户数量（在未获得 IPTV 传输牌照之前，通过 OTT TV 的业务形态开启“魔百和”业务，其实质为 IPTV），实际上经过测算我国 2018 年底的 IPTV 用户渗透率在 64% 左右，具体测算过程将在下文详细介绍。

通信运营商作为 IPTV 市场的开拓主体，为了抢占市场份额，拥有足够的动力去将自身的固网宽带用户转化为 IPTV 用户。直观上看，IPTV 业务 64% 的宽带用户渗透率离理论上 100% 的天花板只有 32% 的增长空间，但由于我国的人口基数大，地域广阔，IPTV 业务发展在不同行政区域的水平差距较大。根据测算（下文将介绍测算过程），我国 31 个省级地区当中，只有 10 个地区的 IPTV 用户渗透率高于 64% 的全国平均水平，而有 21 个地区的数据“被平均”，其中有 10 个地区的 IPTV 渗透率低于 50%，而渗透率最高的省份四川的数据高达 85%。

因此，对于 IPTV 渗透率低的省级地区，未来业务发展的空间仍然较大，而渗透率最高的省份数据高达 85%，也为其他省级地区渗透率的提升和 IPTV 市场的发展壮大提供了想象空间。

图18： 2018 年底全国各省级地区 IPTV 渗透率测算结果



资料来源：流媒体网，国家统计局，各省级地区统计局，新时代证券研究所测算

表2： 2017、2018 年三大运营商固网宽带用户数对比

	2017 年	2018 年	增速
中国电信	1.34	1.46	9.18%
中国移动	1.13	1.57	39.05%
中国联通	0.77	0.81	5.67%
总计	3.23	3.83	18.78%

资料来源：三大运营商公司公告，新时代证券研究所

中国移动是 IPTV 用户增长的主要动力。中国移动 2017 年首先在广东获准开展 IPTV 业务，2018 年 6 月正式获批全面进入 IPTV 市场，因此中国移动 IPTV 业务相对来说起步较晚。根据三大运营商年报披露的信息，2018 年中国移动宽带用户增速达 39.05%，一举超越中国电信成为固网宽带用户数量最大的运营商，主要是中国移动在全国各地开启了一轮宽带业务免费捆绑 IPTV 销售，其对 IPTV 业务的发力，掀起了 IPTV 市场新一轮竞争，也推动其他运营商对其固网宽带用户的 IPTV 业务渗透。

2.3.2、IPTV 用户价值有待挖掘

IPTV 用户量尚处扩张期，ARPU 值持续下降，增值业务空间有待后续挖掘。根据流媒体网的数据，2014-2017 年 IPTV 行业的月 ARPU 值分别为 14.2、12.3、11.5、10 元。

过去几年 IPTV 用户数的增长较为粗放，各运营商为了抢占 IPTV 市场，短期内一些付费意愿不高的用户只是为了续费宽带顺便办理 IPTV 业务，且不同省份的 IPTV 平台运营水平差距较大，内容丰富度参差不齐，用户 ARPU 值在平台扩张的过程中呈下降走势。这对于 IPTV 市场在增量导入、各大运营商抢占用户阶段的 IPTV 市场来说属于正常现象，而未来当这个市场用户增长空间变小，IPTV 用户数逐渐趋近固网宽带用户数，市场由增量抢占转为存量运营的时候，挖掘存量用户价

值,提高用户付费意愿就是下一阶段博弈的关键,到时 ARPU 将成为运营商们重点关注的指标。

因此,2018 年是一个重要的时间节点,中国移动在 2018 年 6 月拿到牌照,全面布局 IPTV 业务,加速了 IPTV 用户的增长和市场的竞争,未来各大运营商将需要逐步将业务重心放到用户运营和增值服务的开拓上,从而进一步驱动行业 ARPU 值的走高。

2.4、OTT TV 业务:产业风口已至,付费和广告潜力亟待挖掘

2.4.1、产业进入规范化阶段,行业增长全面提速

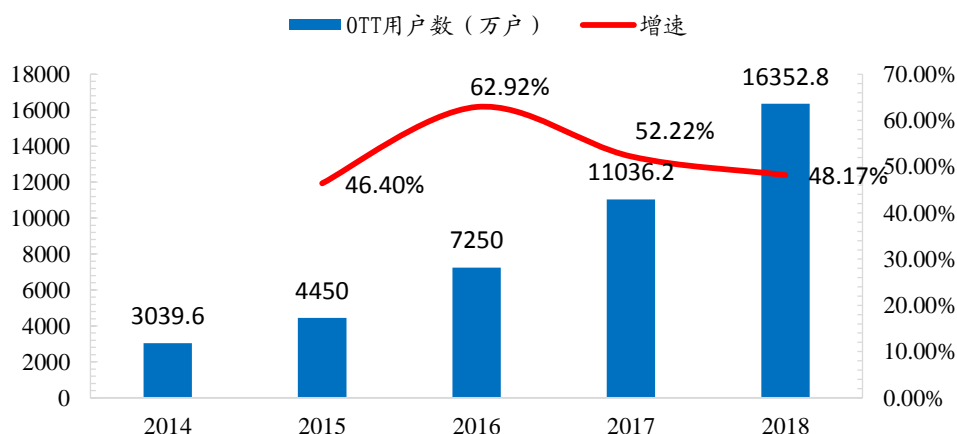
中国互联网电视产业经历 20 多年的发展,逐步进入规范化的快速发展阶段,总体看经历 3 个阶段:

探索阶段(20 世纪末—2009 年):互联网电视的概念起源于上世纪末市场上陆续出现的“电视机上网”,包括微软、盛大、英特尔在内的互联网公司都在这个阶段有过互联网电视相关的业务尝试。但一开始发展缓慢,主要是因为当时国内的互联网环境难以提供良好的用户体验,产业链与产业环境的成熟度不够,内容与互联网应用的整合与开发成本过高导致产品价格过高。随着网络环境的改善以及产品技术水平的提高,“电视机上网”在技术层面已得到有效解决,产品成本也得到有效控制。2008—2009 年,海信、海尔、创维、长虹等一批家电厂商推出互联网电视。

牌照规范阶段(2010—2014):互联网电视相比传统的数字电视,事实上就多了一个硬件,这个硬件能够通过其内置系统和软件连接互联网,将视频内容呈现在电视机荧幕上。2010 年前后正值国内视频版权行业的变革时期,互联网电视通过连接网络获取的视频内容也相应出现版权问题的争论,因此广电总局于 2009 年 8 月叫停互联网电视业务并开始酝酿牌照制度。2010 年底开始,广电总局先后向中国网络电视台、上海广播电视台、广东广播电视台等七家电视台发布了互联网电视服务牌照,标志着互联网电视内容服务牌照和互联网集成服务牌照制度初步建立。

快速发展阶段(2015—今):2015 年 9 月以后,随着监管机构政策的逐步调整 and 不断完善,互联网电视获得规范发展,产业链各方如内容和服务提供方、内容服务平台运营方、集成服务平台运营方等都积极介入互联网电视领域,互联网电视市场逐步恢复并走上正轨,呈现出快速发展、精细运营的态势。

图19: 2014-2018 年 OTT TV 全国用户数情况

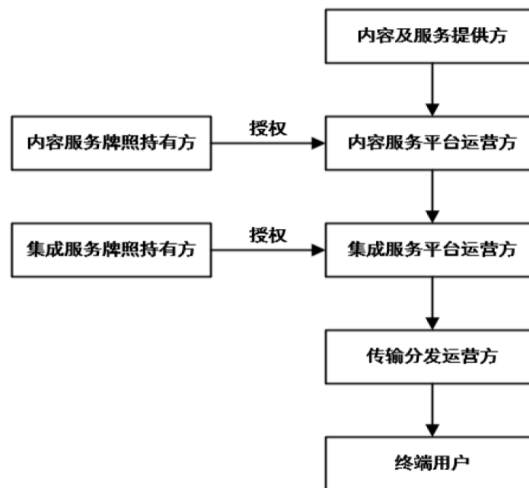


资料来源:广电总局,新时代证券研究所

2.4.2、OTT TV 产业链：内容提供方与内容服务平台运营方的合作为核心环节

互联网电视产业链主要包括内容提供、内容服务、集成服务、传输分发等环节，主要由内容及服务提供方、牌照持有方、平台运营方、传输分发运营方、终端用户以及终端设备提供方构成。

图20： OTT TV 产业链各合作方示意图



资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

（1）内容及服务提供方

互联网电视内容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；另一类为包括游戏、在线教育等综合服务。视频类内容的主要提供方包括中央及各省市广播电视台，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。

（2）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。

截至 2019 年 8 月，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如下：

表3： OTT TV 内容服务牌照持证机构及企业名单

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	中国国际广播电视台	国光东方网络（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	公开资料中未查询到相关信息

序号	持证机构名称	经授权开展互联网电视内容服务的公司
	目制作中心	
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：招股说明书，新时代证券研究所

(3) 集成服务牌照持有方和集成服务平台运营方

截至 2019 年 8 月，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如下：

表4：OTT TV 集成服务牌照持证机构及企业名单

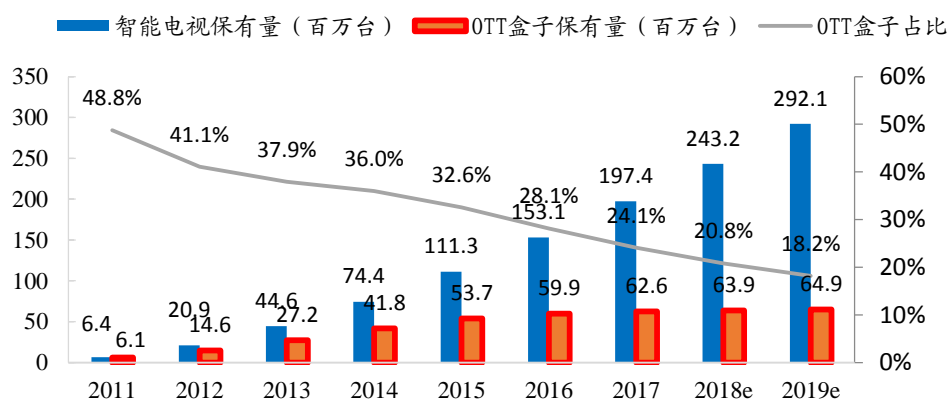
序号	持证机构名称	经授权开展互联网电视集成服务业务的公司
1	中国网络电视台	未来电视有限公司
2	上海广播电视台	东方明珠新媒体股份有限公司
3	浙江电视台和杭州市广播电视台 (联合开办)	华数传媒网络有限公司
4	广东广播电视台	广东南方新媒体股份有限公司
5	湖南广播电视台	湖南快乐阳光互动娱乐传媒有限公司
6	中国国际广播电视台	国光东方网络(北京)有限公司
7	中央人民广播电台	银河互联网电视有限公司

资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

(4) 传输分发运营方

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。

图21：2011-2019e 智能电视和 OTT TV 盒子数量及占比情况



资料来源：奥维云网，新时代证券研究所

(5) 终端设备提供方

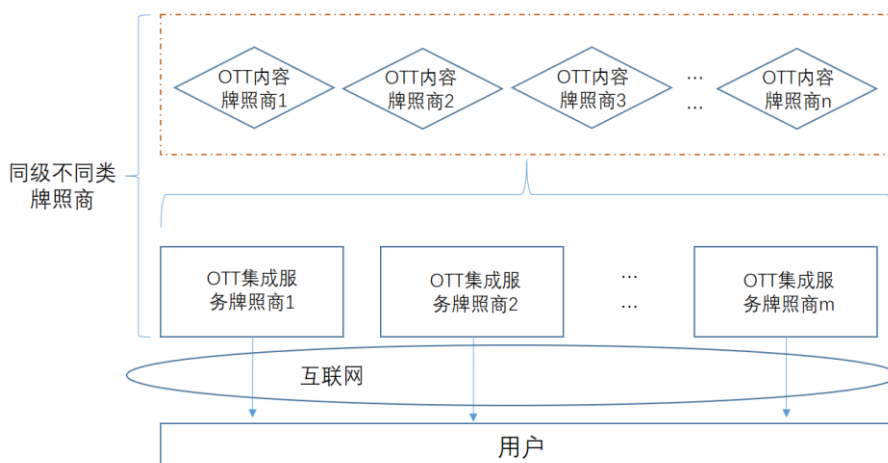
互联网电视的接收终端为互联网电视一体机和互联网电视机顶盒，其中互联网

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。该环节的参与者为生产上述终端产品的制造商。根据奥维云网的数据，随着电视机厂商的介入，OTT TV 盒子的市场占比持续下降，预计 2019 年占比将降至 18.18%。

(6) 小结

OTT TV 产业链上的参与主体当中，互联网电视内容提供方（如果没有互联网电视内容服务资质）需与内容服务牌照商合作，其提供的节目的内容和版权需经内容服务牌照商审查通过方能上线。互联网电视终端设备提供方需与集成服务牌照方合作，且每个终端产品只能与一个集成服务牌照商合作，嵌入一个集成服务平台地址，终端产品与集成服务平台之间是完全绑定的关系。

图22: OTT TV 产业链合作模式



资料来源：招股说明书，新时代证券研究所整理

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，这就是内容服务牌照商与集成服务牌照商的对接，目前同时持有双牌照的 7 家单位相比单一持有内容牌照的单位，可以更好的开展 OTT TV 业务。互联网电视内容服务平台和集成服务平台均不能与设立在公共互联网上的网站进行相互链接，不能将公共互联网上的内容直接提供给用户，暂不得开放广播电视节目直播类服务的技术接口。互联网电视终端产品只能唯一连接集成服务平台，不得有其他访问互联网的通道，不得与网络运营企业的相关管理系统、数据库进行连接。

因此，上述提到的 OTT TV 的应用商店是由内容服务平台审查，无法下载安装与电视台直播和互联网浏览器等相关 APP。互联网机顶盒子之所以分化出 IPTV 与 OTT TV，正是由于不同牌照制度演变出来平台内容的分化。

2.4.3、OTT TV：用户付费和广告价值有待挖掘

OTT TV 产业链各参与主体的多样性，决定了 OTT TV 行业生态更具多元化市场竞争。OTT TV 相比 IPTV，没有电视台直播作为内容护城河，因此需要在点播内容方面倾注更大的成本。为了规范 OTT TV 平台的播控秩序和视频内容而设立 OTT TV 集成牌照和内容牌照，这在很大程度上限制了 OTT TV 原先开源的应用安装环境，不仅引入了牌照方，也逐渐引入了内容方，各大视频网站纷纷参与到与各大牌照商和互联网电视厂商的合作中来。而 OTT TV 的产业链上，牌照方、内容方、终端厂商以及广告商的分成模式也渐趋成熟。

下图是艾瑞咨询研究报告披露的 2017 年 OTT TV 参与各方合作情况，当中不

排除有部分合作关系已经中止。

表5： 2017 年中国 OTT TV 主要媒体资源合作情况

序号	终端厂商	牌照方	内容方
1	长虹	ICNTV	腾讯视频、企鹅电视
2	创维	ICNTV、CIBN	爱奇艺、腾讯视频
3	风行	百视通	百视通、风行
4	海信	华数 TV	爱奇艺
5	华为	芒果 TV	华为视频
6	康佳	ICNTV、百视通	爱奇艺、优酷、腾讯
7	乐视	华数 TV、CIBN	乐视视频、乐视音乐、乐视体育
8	TCL	南方新媒体	腾讯视频、爱奇艺、优酷
9	小米	华数 TV、GITV	爱奇艺、腾讯、PPTV、搜狐视频

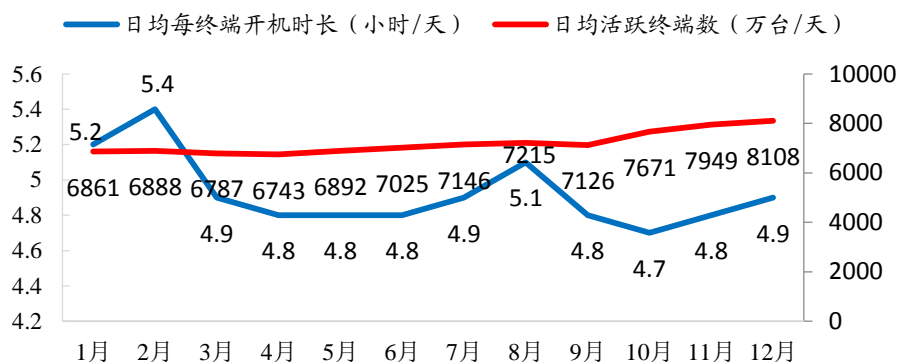
资料来源：艾瑞咨询，新时代证券研究所整理

随着 OTT 终端规模的持续增长，其每日覆盖人群和使用时长已经比肩三大视频网站移动端。2018 年 12 月 OTT 整体日活终端数为 8108 万台，日均每终端开机时长稳定在 4.7 小时以上/天，同时也存在季节性波动。

2018 年 12 月三大视频平台腾讯视频、爱奇艺、优酷土豆 APP 的日活分别为 1.13 亿、1.18 亿、0.75 亿，日均使用时长分别为 1.2 亿小时/天、1.41 亿小时/天、0.68 亿小时/天，日均每终端使用时长在 1 小时左右/天。从用户数据看，OTT 用户已经具有相当规模。

目前，视频网站移动端用户增长已明显放缓，OTT 端仍在高速增长。腾讯视频、爱奇艺、优酷土豆 2018 年 12 月日活同比增速分别为 8.4%、5.3%和 5.4%，而 OTT 端 2018 年 12 月日活同比增速分别是 49%、42%和 56%。OTT 整体日活终端数在 2018 年全年，由 1 月份的 6861 万台增至 12 月底的 8108 万台，净增 1547 万台，同比增长 22.55%。

图23： 2018 年各个月份 OTT TV 日均终端数据



资料来源：奥维云网，新时代证券研究所

OTT 发展至今，其流量的规模与价值已经可以媲美甚至超过 MPP (Mobile、PC、Pad) 端，从而成为新媒体时代下，各方必须争夺的流量平台，其广告价值是不可忽视的。

相比 OTT TV 日渐庞大的用户群，行业付费和广告收入依然较低。根据广电总

局和艾瑞咨询披露的数据，2018年OTT TV行业用户数达到1.64亿，全行业收入仅47亿元，单用户收入仅28.7元，整个行业依然处于价值挖掘阶段，未来用户付费和广告价值提升依然是行业大趋势。

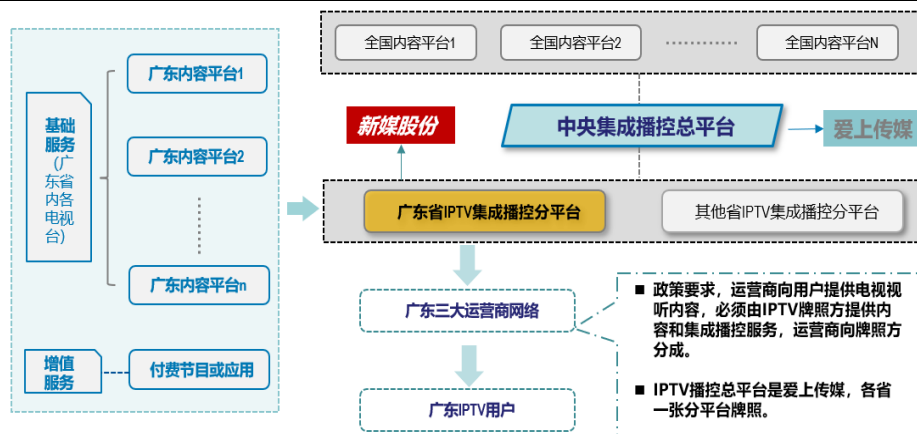
从数据看，OTT TV行业正处于爆发式增长阶段，2017—2018年行业收入分别为18.3亿元和47亿元，同比增长156.8%，根据流媒体网预测到2020年OTT TV行业收入有望达到200亿元。

3、IPTV业务：用户渗透率和ARPU值持续提升

公司IPTV业务是负责广东省一级IPTV集成播控服务，公司IPTV集成播控平台分别与广东电信IPTV传输专网、广东移动IPTV传输专网和广东联通IPTV传输专网规范对接。

IPTV业务具体运行模式：广东广播电视台作为牌照持有方，授权南方新媒体经营广东IPTV相关业务；爱上传媒作为中央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广东IPTV集成播控分平台；南方新媒体作为广东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。

图24：公司IPTV合作示意图



资料来源：招股说明书，新时代证券研究所整理

爱上传媒：主要负责运营IPTV中央集成播控总平台，全国性节目源的集成，IPTV集成播控总平台对分平台的分发和播出情况监看等；

新媒股份：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。

广东电信运营商：主要负责IPTV传输网络系统的规划、建设、运营和管理，IPTV业务受理、安装调试、技术服务、客户服务及日常维护，并由电信运营商负责向用户收取费用。

3.1、基础业务+增值业务：付费方式及内容不同

公司IPTV业务功能包括：直播、时移、回看、点播及应用服务等形式。其中，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；时移功能可将直播内容从当前时间后退最多2个小时，观看前2小时以内任意时段的内容；回看功能可根据频道的节目表按节目名称收看最近7天内的节目；点

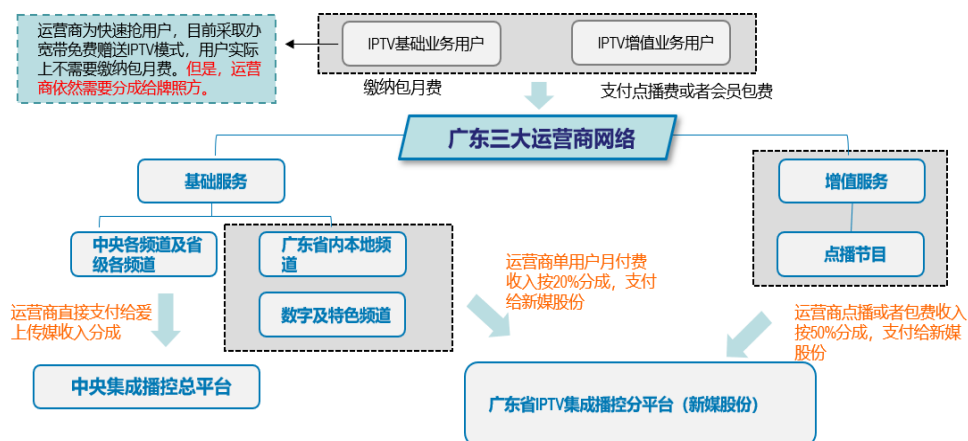
播功能可根据用户个人喜好点播各类影视剧等。

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。

IPTV 基础业务：为用户提供基础视听内容服务，主要包括中央电视台频道、各省级卫视频道、广东省本地地面频道和数字及特色频道等节目的直播和回看，以及部分影视剧、体育节目等内容的点播。

IPTV 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，主要包括高清影视、在线教育、在线娱乐、粤语特色专区等内容。用户享受增值业务服务需分次或按期支付增值业务费。

图25： IPTV 商业模式图



资料来源：招股说明书，新时代证券研究所整理

3.2、业务发展情况：与电信合作较成熟，移动 IPTV 刚起步且空间大

公司是广东省 IPTV 集成播控平台方，与广东省电信运营商直接合作。电信运营商利用其网上营业厅、实体营业厅、掌上营业厅和服务热线等渠道，采取单独或与其宽带等业务组成套餐的方式进行 IPTV 业务营销，发展终端用户，收取终端用户付费，并负责收入分成相关的资金结算。

广东电信 2013 年开始发展 IPTV 业务，目前用户和 ARPU 值基本稳定；广东移动从 2017 年开始发展 IPTV 业务，因此用户尚处于快速增长期，ARPU 值还不高；广东联通用户量较小，对整体业务影响不大。

表6： 2016-2018 年与三大运营商 IPTV 业务数据一览

运营商	2018 年			2017 年			2016 年		
	用户数 (万)	业务收入(万元)	单用户价值 (元/年)	用户数 (万)	业务收入(万元)	单用户价值 (元/年)	用户数 (万)	业务收入(万元)	单用户价值 (元/年)
广东电信	735.91	31960.22	43.43	670.17	24968.9	37.26	440.75	15446.47	35.05
广东移动	712.87	14287.46	20.04	271.81	4033.02	14.84	-	0	-
广东联通	26.26	1530.71	58.29	20.28	1527.25	75.31	15.85	1044.09	65.87
合计	1475.04	47778.39	32.39	962.26	30529.17	31.73	456.60	16490.56	36.12

资料来源：公司公告，新时代证券研究所整理

3.2.1、广东电信 IPTV：用户量大，ARPU 值连续三年上升

2016—2018 年，广东电信 IPTV 用户 ARPU 值分别为 35/37/43 元，用户 ARPU 值增长原因：用户的增长逐步放缓；公司和广东电信调整分成协议，分成比例随之提升。

2017 年 4 月起，公司与广东电信合作的 IPTV 业务基础包的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。在公司与广东电信合作的 IPTV 业务中，广东电信收取终端用户付费，按照双方约定的分成方法，将一定比例的终端用户付费收入支付给公司；公司在收到终端用户付费分成后，按照与相关合作方的协议约定支付版权内容等费用。

图26： 广东电信专网传输的 IPTV 用户界面图



资料来源：产品界面截图，新时代证券研究所

3.2.2、广东移动 IPTV：用户量增速快，增值业务刚上线

2017—2018 年，广东移动 IPTV 用户 ARPU 值分别为 15/20 元，ARPU 值增长原因与电信类似：一方面广东移动从 2017 年开始发展 IPTV 业务，导致用户增长很快；另一方面随着广东移动 IPTV 用户快速增长，公司从固定金额分成调整为按照用户分成，同时增加其他分成。

公司 2017 年开始与广东移动合作 IPTV 基础业务，2017 年 1 月至 2018 年 3 月，广东移动按照固定金额支付公司。随着广东移动 IPTV 基础用户数量达到一定的规模，2018 年 4 月开始，IPTV 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，广东移动向公司支付固定金额。同时，2018 年 3 月，公司与广东移动签署 IPTV 增值业务协议；并于 2018 年 9 月正式上线。

图27： 广东移动专网传输的 IPTV 用户界面图



资料来源：产品界面截图，新时代证券研究所

3.2.3、广东联通 IPTV：用户基数较小，ARPU 值高，企业付费意愿强

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28： 广东联通专网传输的 IPTV 用户界面图



资料来源：产品界面截图，新时代证券研究所

在固网宽带市场，素有“北联通，南电信”的竞争格局，中国联通在南方地区的固网业务开拓力度不大，2018 年的业务收入较 2017 年基本不变，用户数持续增长，单用户价值较高。公司与联通合作 IPTV 业务的 ARPU 值较电信和移动要高，主要原因是联通 IPTV 有较多企业用户。由于公司与联通的 IPTV 合作基数较小，联通 IPTV 业务对公司整体业绩影响有限。

3.3、业务前景：用户数和 ARPU 值均具备较大提升空间

IPTV 的发展容量取决于宽带业务的容量。目前单一宽带收入模式已经逐渐走入下坡路，固移融合套餐、固网增值业务等是运营商看重的新盈利点。IPTV 是运营商进入用户家庭的天然业务入口，随着中国移动的强势入局，围绕宽带业务竞争，IPTV 业务或在激烈竞争中将迎来爆发。

3.3.1、广东 IPTV 渗透率依然较低

关于 IPTV 渗透率尚无比较权威的数据，我们通过相关数据试图对全国和各省 IPTV 用户渗透率做测算。

(1) 全国 IPTV 渗透率测算

根据工信部披露的数据，2018 年全国 IPTV 用户数为 15534 万户，宽带接入用户数为 40738 万户。但是，工信部披露的数据不包含中国电信北方 10 省的用户以及中国移动 OTT TV 用户（移动 OTT TV 实际是 IPTV）。

根据流媒体网信息，2018 年工信部披露的 IPTV 用户数未包含电信北方十省 IPTV 用户数，截至 2018 年 5 月份，电信北方十省 IPTV 用户数为 1397 万户，粗略估算 2018 年底包含电信北方十省的 IPTV 用户数约为 1700 万户。

中国电信和中国联通最初在 2010 年前后获得 IPTV 业务试点许可，直到 2018

年6月份中国移动才正式获得IPTV传输牌照。中国移动为了参与客厅大屏电视市场的竞争，早期推出“移动魔百和”，以OTT TV业务的形态变相参与IPTV市场的竞争，从2017年开始逐步转向IPTV。根据中国移动业绩报告，推算2018年底中国移动的IPTV+OTT TV用户量在9000万户左右。

因此，考虑到中国电信北方十省1700万IPTV用户及中国移动的OTT TV用户数据，大致测算可得2018年底全国的IPTV用户量约26,000万户左右。

根据流媒体网统计的数据，2018年5月份，全国31省的IPTV用户量为22,078万户，结合下半年移动魔百和新增将近2000万户以及电信、联通IPTV用户数的增加（二者在下半年面对移动宽带捆绑IPTV入户的竞争，也加大了对IPTV业务的推广），全年26,000万的IPTV用户量是较为客观且可推敲的。

2018年底互联网宽带接入用户数为40738万户，IPTV用户总量26,000万户，全国IPTV用户渗透率已经达到64%左右。

根据工信部最新数据，2019上半年全国IPTV用户（调整后）已经达到2.81亿户，基础宽带用户数4.35亿，全国IPTV用户渗透率达到64.6%。因此，我们对2018年全国IPTV渗透率的测算是可靠的。

（2）广东省IPTV渗透率测算

根据新媒股份招股说明书数据，2018年公司的IPTV基础业务用户数为1475.04万户，广东省无移动OTT TV业务，该数据即为IPTV用户综合。

根据广东省统计局数据，参考2017年广东省内全部地级市互联网宽带用户数和2018年全省大多数主要地级市（部分三四线城市2018年的数据未披露）互联网宽带用户数据，以此测算2018年宽带用户增速，得2018年广东省全省互联网宽带用户数为3459.12万户，由此测得广东省IPTV业务渗透率为42.64%，远低于全国64%的水平。

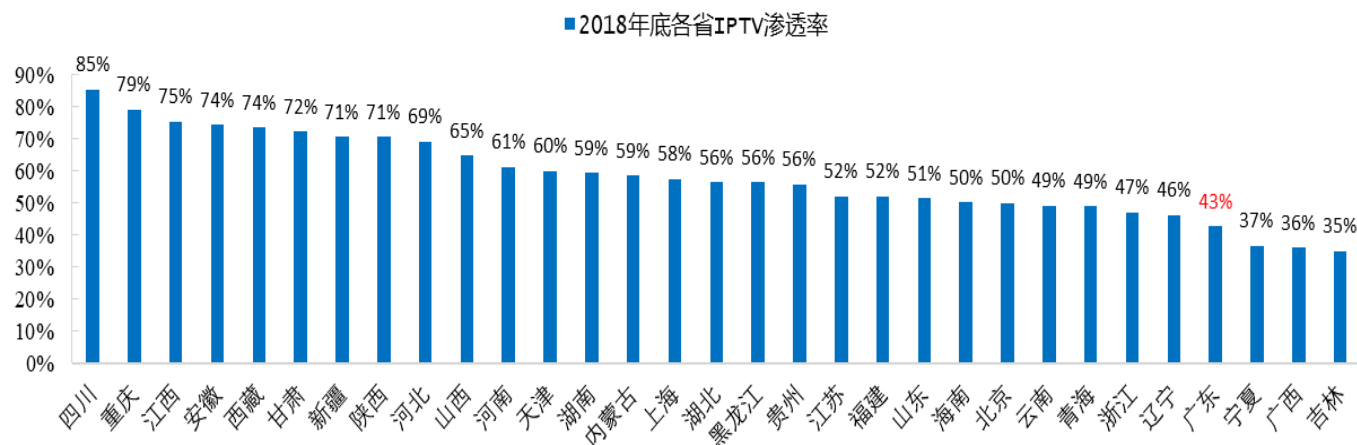
（3）其他省份的IPTV渗透率

同时，对全国省市地区的IPTV渗透率进行测算。测算方法如下：

各省市宽带用户数：工信部发布的各省市地区的宽带用户数据截止到2016年，2017—2018年各省市地区统计局均发布本区域宽带用户平均增长率，由此可以测算出各省市2018年宽带用户数。

各省市IPTV用户数：流媒体网最新披露的2018年5月份全国的IPTV用户量数据，每个省市2018年5-12月的IPTV用户增速可以通过测算对应地区的宽带用户增速（我国IPTV业务的发展地域属性较强且很不平衡，各地区IPTV用户的基数、渗透率和增速差异性较大，因此不同地区的IPTV用户增速应当参考当地宽带用户增速），并在该增速数据上乘以7/12的系数，由此粗略可测算出2018年底各省市IPTV用户数。

根据以上数据测算，全国10个省市地区的IPTV渗透率超过65%，高于全国平均水平（64%左右），广东省的IPTV渗透率在31个省市地区中排名**倒数第四**。

图29： 2018年全国各省IPTV用户渗透率

资料来源：流媒体网，国家统计局，各省级地区统计局，新时代证券研究所测算

广东 IPTV 用户依然处于快速增长阶段，尤其是广东移动正在省内铺宽带，持续推进 IPTV 业务，预计未来全省 IPTV 渗透率将会持续提升。

2018 年广东省有线电视用户数约 1600 万，按照家庭用户算，广东有线电视市场占有率约 44%，IPTV 市占率 40%，广电省内有有线电视和 IPTV 尚未进入此消彼长的阶段，我们推测广东省 IPTV 用户渗透率将快速达到 60% 以上，用户总数将达到 2100 万以上。

3.3.2、IPTV 用户 ARPU 值依然较低

2018 年公司 IPTV 业务 ARPU 值仅 32.4 元/年，远低于行业平均水平，主要原因是 IPTV 用户高增长以及中国移动业务快速发展期进行优惠。预计，随着公司 IPTV 用户稳定后，ARPU 值有望达到 45 元/年以上。

广东电信 2017—2018 年 IPTV 用户分别为 670 万/736 万，2018 年广东电信 IPTV 总收入 31960.22，2018 年加权用户数（年初用户数加年末用户数除以 2）为 703 万，实际 ARPU 值为 45.5 元/年。

广东电信和广电移动 IPTV 业务基础收视业务内容基本一致，公司为两家公司提供的服务高度一致，因此最终单用户的分成将会趋于一致。广东移动 IPTV 业务 2018 年 ARPU 值仅 20 元，预计未来与公司关于 IPTV 业务的分成标准将趋同于广东电信，达到 45 元/年以上。

3.3.3、IPTV 业务盈利稳定

公司 IPTV 业务确定性和稳定性较高，且毛利率稳定。公司 IPTV 收入来自于运营商用户分成，业务具有独家垄断性，收入确定且稳定。成本主要来自于内容版权支出，公司内容支出主要是按照分成模式，因此该业务毛利率十分稳定。按照分成模式，公司 IPTV 业务毛利率将会长期持续维持在 55% 以上。

3.3.4、IPTV 增值业务具备持续挖掘潜力

公司目前 IPTV 业务收入主要来自于基本收视业务，增值业务占比较低。预计，随着 IPTV 用户逐步稳定，增值业务收入占比有望提升。

IPTV 业务和有线电视业务内容一致，有线网公司收视业务发展时间比较久，其增值业务发展情况作为参考标准。

全国有线电视：2018 年广播电视收视维护费收入 368.4 亿元，付费电视收入 56.9 亿元，有线电视收视服务合计 425.2 亿元，增值业务占总收入 13.4%。

江苏有线：2018 年江苏有线基本收视业务收入 32.7 亿元，增值业务收入 5 亿元，增值业务占总收入 13.3%。

贵广网络：2018 年贵广网络基本收视业务收入 9 亿元，增值业务收入 3.1 亿元，增值业务收入占比为 25.6%。

参考全国有线电视和江苏有线情况，假定未来广东 IPTV 收入 13% 来自于增值业务，则新媒股份增值业务业务收入占比将达到 27% 以上（新媒股份从运营商端获得 IPTV 基本收视业务收入的 20%，增值业务收入的 50%，推算即可得到该结果）。

目前，公司 IPTV 增值业务收入占该业务比例约 10% 左右，增值业务收入还有较大提升空间，随着未来增值业务占比的持续提升，公司 IPTV 用户 ARPU 值有望达到 55 元以上。

4、互联网电视业务：大屏生态崛起，云视听极光潜力无限

公司互联网电视业务分为产品运营、服务合作和硬件销售三类，其中服务合作和硬件销售不是业务重点，重点介绍互联网电视产品运营业务。

2016-2018 年，公司互联网电视业务收入构成情况如下：

表7： 公司互联网电视业务收入构成情况（万元）

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
OTT TV 产品运营	482.71	7.59%	3443.30	48.67%	8667.33	87.85%
OTT TV 服务合作	4867.83	76.55%	3630.90	51.33%	1174.33	11.90%
OTT TV 硬件销售	1008.58	15.86%	0.15	-	24.15	0.24%
合计	6359.12	100%	7073.34	100%	9865.80	100%

资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

4.1、互联网电视产品运营业务：“云视听”品牌成长空间广阔

公司互联网电视产品运营业务品牌为“云视听”，互联网电视产品运营即为云视听系列产品运营。2016-2018 年，公司的互联网电视业务收入构成中，OTT TV 产品运营的占比持续提升，由 2016 年的 7.59% 提升至 2018 年的 87.85%。云视听产品是公司互联网电视业务的核心部分，尤其是与腾讯视频合作的云视听极光产品，是主要的收入来源。

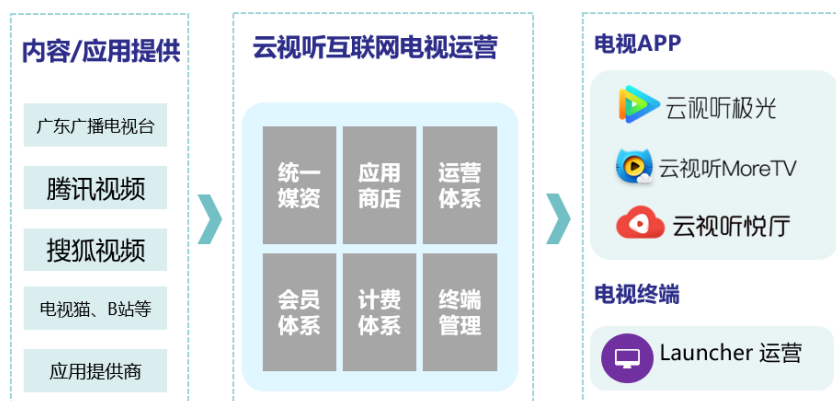
公司目前运营的云视听系列产品有：云视听极光、云视听 MoreTV、云视听悦厅和云视听小电视。其中：云视听极光、云视听 MoreTV 已经规模运营；云视听悦厅、云视听小电视处于起步阶段。

表8： 2016-2018 年云视听产品用户数（万个）

OTT TV 产品	2018 年 12 月 31 日	2017 年 12 月 31 日	2016 年 12 月 31 日
云视听极光	13300.66	6574.24	2477.69
云视听 MoreTV	3625.99	1949.25	-
云视听悦厅	1295.81	-	-
云视听小电视	872.28	-	-
合计	19094.74	8523.49	2477.69

资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

云视听极光是公司和腾讯合作运营的产品，主要是针对大屏端 APK 市场，即是腾讯布局在大屏电视领域的腾讯视频；云视听 MoreTV 是公司和电视猫合作的产品；云视听悦听是公司和搜狐视频合作的产品；云视听小电视是公司和哔哩哔哩合作的产品。

图30： 新媒股份 OTT TV 业务生态一览

资料来源：公司公告，新时代证券研究所整理

4.1.1、云视听极光发展势头迅猛

云视听极光是公司 OTT TV 业务最核心的产品，由公司与腾讯计算机合作运营的互联网电视视频点播产品，在云视听系列产品中业务收入规模最大。云视听极光 2015 年 6 月上线运营，发展势头良好，用户增长迅速。截至 2018 年末，云视听极光 APP 的终端用户激活数量累计为 13300.66 万户。

表9： 2019 年 5-7 月份智能电视点播媒体全天收视率数据

OTT TV 产品	5 月份	6 月份	7 月份
云视听极光	4.86%	5.05%	5.53%
银河奇异果	4.87%	4.72%	4.69%
CIBN 酷喵影视	2.78%	2.90%	3.16%
芒果 TV	1.20%	1.16%	1.16%
云视听 MoreTV	0.41%	0.40%	0.40%
云视听悦厅 TV	0.37%	0.36%	-
云视听小电视	0.26%	0.26%	0.27%

资料来源：勾正数据，新时代证券研究所

根据勾正数据每月发布的《智能电视大数据报告》，2019 年 5-7 月份用户点播媒体全天收视率排名的内容服务产品中，云视听极光除了在 5 月份与银河奇异果以 0.01% 的差距屈居收视率第二，6-7 月的收视率均排名第一，且 7 月份的收视率先优势在扩大，而同为云视听系列的云视听 MoreTV 排名持续以 0.40% 左右的收益率稳居第五，云视听悦厅 TV 排名第六，云视听小电视排名第七。榜单第二至第四名分别为银河奇异果、酷喵影视、芒果 TV。

4.1.2、公司议价能力持续提升

公司和腾讯视频的合作分为三个阶段，随着云视听极光产品用户量持续增长，公司在合作过程议价能力逐渐提升：

第一阶段（2015年6月—2016年6月）：用户付费由腾讯收取，公司参与产品运营管理程度不深。双方按照一定比例对用户付费和广告收入进行分成，公司用户付费收入分成不扣除运营成本。

第二阶段（2016年7月—2017年4月）：用户付费改由公司收取，公司权利义务增加。公司广告收入分成比例没有变化，公司用户付费分成比例有所降低，但是用户付费分成先行扣除部分云视听极光业务运营成本。

第三阶段（2017年5月—今）：用户付费仍由公司收取，双方职责划分基本没有变化，公司付费收入和广告收入分成比例有所提高，公司用户付费分成先行扣除部分云视听极光业务运营成本。

4.1.3、云视听极光合作关系稳定

国内共有7张互联网电视集成服务牌照，按照OTT TV牌照管理规定，内容平台发展大屏业务必须跟7张牌照方合作。目前，腾讯、爱奇艺、优酷等主流内容平台与牌照方的合作基本形成稳定的格局，预计短期内很难出现大调整。

按照牌照使用情况，分为牌照自用和牌照合作两类模式，东方明珠、芒果超媒的牌照自用，原则上不会与其他主流内容平台合作。从牌照合作的角度，目前主流内容平台可选择的牌照方仅剩5家，经过近几年的发展，内容平台和牌照方的合作关系已经比较稳固。爱奇艺和银河电视独家合作，优酷和国广东方、华数传媒有业务合作，腾讯和未来电视、新媒股份合作，由于内容平台之间存在竞争关系，内容方与牌照方存在较强的利益捆绑，因此，目前这种合作的局面会比较稳定。

图31： 互联网集成服务牌照格局



资料来源：新媒股份招股说明书，公司公告，新时代证券研究所整理

腾讯视频和未来电视和新媒股份均有合作，但是合作的重点有明显区别。未来电视和腾讯视频合作的产品是云视听 NewTV，双方的合作主要是在电视机的预装市场，那么云视听 NewTV 只能在购买预装了该产品的互联网电视的用户才能使用，获客门槛较高，且面临的竞争对手不同，预装市场主要的竞争对手是其他互联网电视厂家及其预装系统开发者。新媒股份和腾讯视频的合作主要是 APK 市场，即所有的互联网电视和 OTT 盒子用户均能通过应用商城下载云视听，主要的竞争对手是爱奇艺、优酷、芒果等主流视频平台旗下的 APK 应用。

预装市场和 APK 市场各有优劣，预装市场通常用户活跃度较高，但是当前 OTT TV 硬件市场竞争已然白热化，各电视机厂商为了卖出电视不惜让利降价，将盈利

目标放到线上,因此预装市场发展空间有限。而且即便是腾讯参与合作预装的机型,也可以在应用商城下载云视听极光。此外,华为智慧屏也将全部采用云视听极光产品,该产品市场空间值得期待。

4.1.4、云视听极光市场空间广阔

公司从云视听极光产品获得的收入包括付费和广告提成,提成的比例均有合同约定,因此公司可获得的收入体量和云视听产品的发展直接相关。公司在云视听极光产品的支出主要是产品运营的人力成本,不存在重大经营风险。随着云视听极光产品的持续运营,公司将会获得可观的收益。

2018年,公司从云视听极光产品获得的收入为7843万元,其中会员付费约5200万,广告分成约2600万。根据我们估算,云视听极光产品2018年总收入约10亿元,其中会员付费收入约6.6亿元,广告收入约3.4亿元,付费会员数约500万。

云视听极光付费会员数、ARPU值和广告收入均有较大增长潜力。大屏端付费和广告收入潜力可以参考手机端发展情况。腾讯视频未披露详细数据,以爱奇艺作为参考。

2018年全国智能手机保有量约10亿台,6亿视频用户,爱奇艺月活4.5亿,日活1.35亿,付费会员8600万,会员收入106亿元,广告收入93.3亿元,付费用户平均付费123元。以此为参考,推算腾讯大屏端收入。

2018年,全国智能电视保有量2.9亿台,按照3亿台测算,其中1亿台预装极光NewTV,剩下2亿台APK市场归属云视听极光,云视听激活率按照75%计算,激活用户1.5亿。具体测算情况如下:

表10: 腾讯视频大屏端用户预测 (单位: 亿户)

	激活用户	月活	日活	付费会员数(万)	平均付费(元/年)
未来电视	1	0.75	0.225	1500	200
新媒股份	1.5	1	0.3	2500	200
合计	2.5	1.75	0.525	4000	200

资料来源: 未来电视公众号, 新时代证券研究所整理

基于对过去几年PC端和移动端视频平台的用户数据增长速度和会员付费率的研究,结合目前公司公开披露的用户量数据,预测云视听极光付费会员数将会达到2500万,付费用户平均付费200元(大屏年费200元以上),则付费收入将达到50亿元,广告收入通常与付费收入接近,预计可达50亿元。因此,我们认为未来云视听极光收入有望达到100亿元,按照10%比例分成,公司有望获得10亿分成收入。

2018年底,云视听极光和云视听NewTV付费会员合计约1200万,用户ARPU值仅120元。大屏端付费和广告目前发展阶段,与2014年移动端视频网站发展情况较为类似,我们预计5年后腾讯视频大屏端收入有望达到以上预测值。预计,2024年,公司云视听极光产品分成收入有望达到10亿元。

4.2、互联网电视服务合作业务: 部分业务已停止, 与雷鸟科技有合作

公司互联网电视服务合作业务的主要合作方有南方爱视、达华智能、咪咕视讯、优朋普乐和雷鸟科技等。截至招股说明书签署日,公司与南方爱视、达华智能、优朋普乐、咪咕视讯的合作已经停止,与雷鸟科技的合作处于起步阶段。

2017年10月，公司与雷鸟科技签订《互联网电视业务合作协议》，双方利用各自政策、内容、产品、技术及资源优势，合作推广互联网电视业务。公司的主要职责是提供互联网电视业务集成服务平台和内容服务平台，将公司自有的和组织集成第三方的节目内容向用户提供；雷鸟科技及其关联方主要负责互联网电视终端产品的设计、生产、物流、推广和销售，负责互联网电视终端产品的安装、维护、用户培训和售后服务。

公司和雷鸟科技的合作实际是针对TCL电视的预装，通过与TCL的合作，公司继续开拓预装市场。

由于业务调整，OTT TV服务合作业务收入占比公司OTT TV业务总收入由2016年的76.55%下降至2018年的11.90%。但是，随着公司与TCL的合作逐渐步入正轨，该部分收入有望恢复增长。

4.3、互联网电视硬件销售已全面停止

该业务是公司进行互联网电视业务的推广和测试，通过直接采购和委托加工方式取得了一定数量的互联网电视机顶盒，然后对外销售。2017年及以后，该项业务的收入金额基本为0。

5、其他业务：增值业务稳健增长，省外业务前景可期

5.1、有线电视增值服务业务：主打电视自由行UTVGO

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。

公司有线电视网络增值服务是互联网电视业务模式向有线电视网络的延伸，该业务依托南方网络的UTVGO平台、南方新媒体互联网电视集成服务平台和互联网电视内容服务平台与有线电视网络运营方合作，主要为有线电视终端用户提供包括影视、教育、音乐等内容的点播服务。

有线电视网络增值服务业务的主要参与主体包括内容及服务提供方、平台运营方、有线电视网络运营方及终端用户等。

5.1.1、业务无地域限制，与全国有线电视网络运营方合作

有线电视网络增值服务的节目内容形式包括视频点播及图文服务等；节目内容主要包括影视、教育、音乐等视听类节目内容服务以及应用类增值服务；节目来源主要为向内容提供方采购版权内容。

有线电视网络增值服务的合作方为有线电视网络运营方，目前全国范围内均有有线电视网络运营方，南方网络均存在与其合作的可能，因此本业务没有地域限制。

本业务终端用户主要来自于有线电视网络运营方的推广。有线电视网络运营方主要利用其网上营业厅、实体营业厅、服务热线等渠道进行推广；南方网络主要通过微信公众号进行宣传推广。本业务主要由有线电视网络运营方向购买了本服务的终端用户收取费用并按约定比例或金额分配给南方网络，有线电视网络运营方为南方网络的客户。

5.2、省外专网综合服务：由南广影视互动运营提供服务

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、视听类节目内容及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。

南广影视互动基于公司 IPTV 业务运营的丰富经验和先进的技术等，为省外专网运营方提供相关的技术、运维、视听类节目内容及应用类增值等综合服务，相关的运营方向南广影视互动支付服务费。

5.2.1、全国范围内开展业务，对接省网专网运营方

省外专网视听节目综合服务业务的节目内容形式包括视频点播及图文服务等；节目内容主要包括影视、体育、纪实等视听类节目内容服务以及应用类增值服务；节目来源主要为向内容提供方采购版权内容。公司可以为省外各省市专网业务运营方提供相关的综合服务，本业务没有地域限制。

省外专网视听节目综合服务业务的参与主体主要为南广影视互动和省外专网运营方，该业务南广影视互动不直接面向终端用户提供服务，相关服务费由省外专网运营方支付给南广影视互动，其中服务费由省外专网运营方支付给南广影视互动，视听类节目内容及应用类增值服务由省外专网运营方向接受该服务的终端用户收取并按照约定比例或金额向南广影视互动支付费用，省外专网运营方为南广影视互动的客户。

6、市场空间测算

6.1、IPTV 市场空间：单用户价值可达 55 元/年，收入超 12 亿元

用户数：广东省宽带用户数已经达到 3500 万户，且用户依然处于高增长阶段，假设宽带用户稳定为 3600 万，IPTV 用户渗透率达到 65%（全国平均水平），则 IPTV 用户数为 2340 万。

ARPU 值：公司一年 IPTV 基础包平均分成约为 40 元/户，增值包分成平均 15 元/户，则单用户价值可达 55 元/年。

总收入：按照 2340 万用户，ARPU 值 55 元，测算得 IPTV 收入空间为 12.87 亿元。

6.2、云视听极光市场空间：收入高达 100 亿，分成比率为 10%

付费用户数：预测付费用户 2500 万（具体见章节 4）

平均付费：付费用户平均付费 200 元（具体见章节 4）

总收入：付费总收入 50 亿元，广告收入 50 亿元，合计 100 亿元。

公司分成收入：公司按照 10% 比例获得分成，分成收入可达 10 亿元。

7、盈利预测

我们认为，公司是广东 IPTV 和全国 OTT TV 双牌照新媒体龙头，凭借牌照资源直接受益于 IPTV 和 OTT TV 行业的高增长，公司业务采取轻资产分成模式，业绩确定性高且成长性强。预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 3.18/4.18/5.54

亿元，对应 EPS 分别为 2.48/3.26/4.32 元，当前股价对应 2019-2021 年 PE 分别为 34、26 和 20 倍。维持“推荐”评级。

8、风险因素

8.1、运营商 IPTV 补贴退潮

IPTV 用户高增长主要依赖运营商免费赠送，一旦运营商对用户补贴下降或者消失，IPTV 用户的渗透率可能下滑；

8.2、腾讯视频和公司的合作

公司 OTT TV 业务主要收入是云视听极光产品，该产品是公司和腾讯视频联合运营，腾讯视频负责内容和主要的用户推广，公司只承担内容审核和运营服务，如果和腾讯的合作不愉快将会影响公司 OTT TV 业务前景；

8.3、广电全国一网整合导致的政策变化

IPTV 和 OTT TV 业务一定程度侵蚀有线电视用户，若广电总局改变政策，比如向有线电视全面开放 OTT TV 直播，会削弱 IPTV 和 OTT TV 的竞争力。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	631	822	909	1282	1785
现金	518	611	878	1250	1739
应收票据及应收账款合计	98	190	0	0	0
其他应收款	5	8	12	13	18
预付账款	8	10	16	16	24
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	2	3	3	3	3
非流动资产	172	228	285	321	360
长期投资	6	6	2	-1	-5
固定资产	74	83	131	162	196
无形资产	46	63	70	77	85
其他非流动资产	46	77	82	84	84
资产总计	803	1050	1194	1603	2145
流动负债	227	315	108	122	124
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款合计	153	205	0	0	0
其他流动负债	73	109	108	122	124
非流动负债	17	23	23	23	23
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	17	23	23	23	23
负债合计	243	338	131	145	147
少数股东权益	3	1	1	1	1
股本	96	96	128	128	128
资本公积	317	316	316	316	316
留存收益	144	299	569	945	1434
归属母公司股东权益	557	711	1062	1457	1997
负债和股东权益	803	1050	1194	1603	2145

现金流量表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	199	246	305	445	557
净利润	110	205	318	418	554
折旧摊销	14	21	17	23	29
财务费用	-5	-4	-2	-7	-13
投资损失	6	3	-1	-1	-1
营运资金变动	65	10	-26	12	-12
其他经营现金流	9	12	0	0	0
投资活动现金流	-50	-100	-73	-58	-67
资本支出	39	67	61	40	42
长期投资	-11	-33	4	4	4
其他投资现金流	-21	-67	-8	-15	-21
筹资活动现金流	-14	-53	35	-15	-2
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	32	0	0
资本公积增加	0	-1	0	0	0
其他筹资现金流	-14	-52	2	-15	-2
现金净增加额	135	93	267	372	489

利润表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	446	643	949	1191	1501
营业成本	202	279	408	492	592
营业税金及附加	2	3	5	6	8
营业费用	31	46	68	87	111
管理费用	65	70	95	119	150
研发费用	32	36	50	64	82
财务费用	-5	-4	-2	-7	-13
资产减值损失	4	8	6	12	15
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	1	3	0	0	0
投资净收益	-6	-3	1	1	1
营业利润	111	206	320	420	557
营业外收入	2	1	0	0	0
营业外支出	1	0	1	1	1
利润总额	112	206	320	420	557
所得税	2	1	2	2	3
净利润	110	205	318	418	554
少数股东损益	0	-0	0	0	0
归属母公司净利润	110	205	318	418	554
EBITDA	111	209	314	411	541
EPS(元)	0.86	1.60	2.48	3.26	4.32

主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	46.4	44.2	47.6	25.5	26.0
营业利润(%)	97.2	84.6	55.7	31.3	32.6
归属于母公司净利润(%)	117.6	86.9	55.0	31.4	32.6
获利能力					
毛利率(%)	54.7	56.6	57.0	58.7	60.5
净利率(%)	24.6	31.9	33.5	35.1	36.9
ROE(%)	19.7	28.7	30.9	29.3	28.2
ROIC(%)	194.6	219.5	211.0	230.3	229.9
偿债能力					
资产负债率(%)	30.3	32.1	11.0	9.0	6.8
净负债比率(%)	-89.5	-82.5	-82.9	-86.0	-87.3
流动比率	2.8	2.6	8.4	10.5	14.4
速动比率	2.7	2.6	8.2	10.4	14.2
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.9	0.8
应收账款周转率	5.7	4.5	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	2.0	1.6	0.0	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.86	1.60	2.48	3.26	4.32
每股经营现金流(最新摊薄)	1.40	1.67	2.38	3.47	4.34
每股净资产(最新摊薄)	4.34	5.54	8.02	11.10	15.31
估值比率					
P/E	98.7	52.8	34.1	25.9	19.5
P/B	19.4	15.2	10.5	7.6	5.5
EV/EBITDA	93.4	49.1	31.8	23.4	16.8

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

胡皓，传媒互联网行业首席分析师，擅长自上而下把握行业性机会，探究传媒行业现象本质。2009年4月加盟光大证券研究所，期间曾获2010年新财富钢铁行业金牌分析师排名第五，2011年加盟银河证券，2012、2014年新财富最佳分析师第四名，2015年转型传媒，原银河证券传媒互联网行业首席分析师。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898
	邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>