

用户高增长暂无虞，同时看好公司运营能力持续提升

买入（维持）

2019 年 08 月 29 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

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	643	905	1,192	1,495
同比（%）	44.2%	40.8%	31.7%	25.4%
归母净利润（百万元）	205	354	478	610
同比（%）	86.9%	72.7%	34.8%	27.6%
每股收益（元/股）	1.60	2.76	3.72	4.75
P/E（倍）	54.83	31.75	23.55	18.46

投资要点

■ **H1 业绩超出此前预告，三季度延续高增长。**公司 2019H1 实现营业收入 44,793.02 万元，同比增长 56.47%；归属净利润 17,093.90 万元，同比增长 63%，增速超出此前预告上限。公司同时预告，预计 2019Q3 净利润区间为 6,329.87 万元至 9,453.04 万元，同比增长 23.42%至 84.32%，整体延续二季度高增长趋势。

■ **IPTV 新增用户数符合预期，增值业务增长亮眼。**截至 2019H1 期末，公司 IPTV 基础业务用户数达到 1,684.81 万户，同比上升 33.81%，上半年新增 209.77 万户，符合此前预期。上半年公司 IPTV 业务收入 35,618.84 万元，同比增长 57.37%。值得关注的是，IPTV 收入中，基础业务收入 27,933.77 万元，同比增长 41.66%，增值业务收入 7,685.07 万元，同比增长 163.65%，增值业务收入占 IPTV 收入比例达到 21.6%，相比 2018 年全年有明显提升。公司上半年加强了影视 VIP、少儿、纪实及电竞等高流量内容的整合与精细化运营，订购粘性及用户 ARPU 值持续提升。

■ **互联网电视激活用户仍保持高增速，期待更多变现。**互联网电视业务 H1 实现收入 5,937.36 万元，同比增长 30.93%，其中互联网电视产品运营业务（云视听系列产品）收入 5,814.07 万元，同比增长 63.54%。H1 激活用户数仍保持较高增速，截至 2019H1 期末，云视听系列产品累计激活总用户数已达到 24,917.43 万户，同比增长 87.24%，其中“云视听极光”累计激活用户达 15,942.32 万户，“云视听电视猫”为 4,334.86 万户，“云视听悦厅 TV”为 2,258.26 万户，“云视听小电视”为 2,381.99 万户。单用户价值开发当前仍处于较为早期阶段，后续期待更多变现来源。

■ **毛利率有所降低，但费用率同比改善明显，凸显业务模式的规模经济。**H1 公司 IPTV 毛利率 51.15%，互联网电视毛利率 76.75%，均保持在较高水平，IPTV 毛利率同比有所下滑，与二季度新购买版权内容有关，我们认为投资优质内容有助于提升公司产品竞争力及用户粘性。费用率下降明显，2019H1 公司销售费用同比增长 24.82%，管理费用同比减少 10.61%，研发费用同比增加 19.19%，以上三项费率合计下降 7pct。

■ **维持“买入”评级。**基于未来依旧可观的市场空间，以及公司不断提升的运营能力，我们预计公司 2019/2020/2021 年归属净利润分别为 3.54/4.78/6.10 亿元，对应 PE 为 32/24/18 倍，给予公司 2019 年 40 倍 PE，目标价为 110.4 元。

■ **风险提示：**内容监管风险，用户增长低于预期，运营系统故障等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	87.65
一年最低/最高价	43.40/94.18
市净率(倍)	5.75
流通 A 股市值(百万元)	2813.57

基础数据

每股净资产(元)	15.25
资产负债率(%)	23.21
总股本(百万股)	128.37
流通 A 股(百万股)	32.10

相关研究

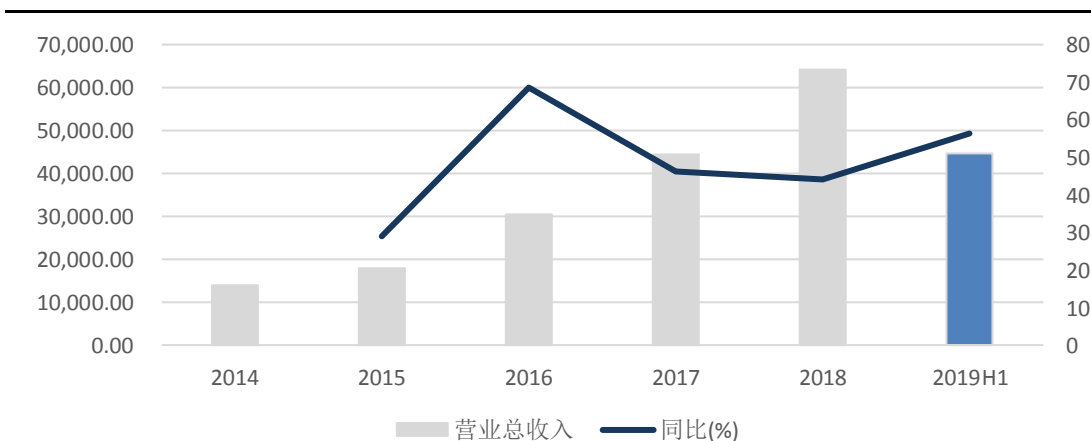
1、《新媒股份 (300770)：确定市场红利及强产品竞争力共振高增长》2019-06-06

1. 上半年业绩超出此前预告

2019 年上半年，公司实现营业收入 44,793.02 万元，同比上升 56.47%；归属于上市公司股东的净利润为 17,093.90 万元，同比上升 63%，增速超出此前预告上限。归属于上市公司股东的扣非后的净利润为 16,690.67 万元，同比上升 60.06%；

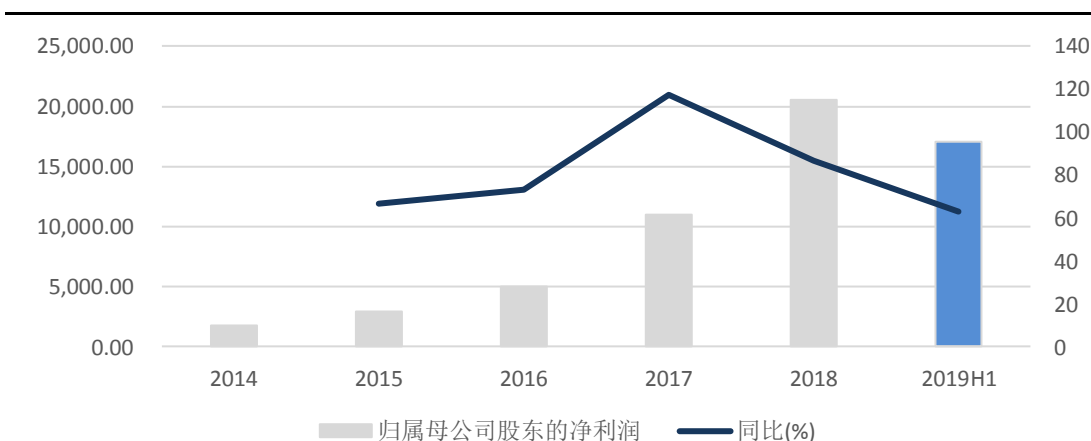
公司预计 2019Q3 净利润区间为 6,329.87 万元至 9,453.04 万元，同比增长 23.42%至 84.32%，整体延续二季度高增长趋势。

图 1：2014 年至今公司收入及同比增速（单位：万元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：2014 年至今公司归属净利润及同比增速（单位：万元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. IPTV 及 OTT 用户高速增长暂无虞

2019 年 6 月末，公司 IPTV 基础业务用户数为 1,684.81 万户，渗透率为 46.33%。报告期内，公司 IPTV 收入 35,618.84 万元，同比增长 57.37%，其中基础业务收入 27,933.77 万元，同比增长 41.66%；增值业务收入 7,685.07 万元，同比增长 163.65%。

公司持续强化内容和产品运营，推动业务向精细化转型。为进一步改善用户体验，增加订购粘性，提升用户 ARPU 值，公司上半年加强了影视 VIP、少儿、纪实及电竞等高流量内容的整合与精细化运营，并完成大数据平台迭代升级。同时，公司与爱上传媒、广东移动的 IPTV 合作协议已顺利完成续签，并已与中广影视卫星有限责任公司达成合作协议，于 2019 年 4 月在广东 IPTV 恢复上线央视 3、5、6、8 频道。

报告期内，公司互联网电视业务收入 5,937.36 万元，同比增长 30.93%，其中互联网电视产品运营业务（云视听系列产品）收入 5,814.07 万元，同比增长 63.54%。

截至 2019 年 6 月末，公司云视听系列产品累计激活总用户数已达到 24,917.43 万户，同比增长 87.24%，其中与腾讯合作的“云视听极光”累计激活用户达 15,942.32 万户；与千杉网络合作的“云视听电视猫”为 4,334.86 万户；与飞狐信息、南传飞狐合作的“云视听悦厅 TV”为 2,258.26 万户；与哔哩哔哩合作的“云视听小电视”为 2,381.99 万户。

表 1：公司主要业务线条历史用户情况（单位：万）

	业务类别	2018 年 12 月 31 日	2017 年 12 月 31 日	2016 年 12 月 31 日
IPTV	基础业务用户数	1,475.04	962.27	456.6
	其中：广东电信	735.91	670.17	440.75
	广东移动	712.87	271.81	-
	广东联通	26.26	20.28	15.85
OTT	云视听极光累计激活	13,300.66	6,574.24	2,477.69
	云视听 MoreTV 累计激活	3,625.99	1,949.25	-
	云视听悦厅累计激活	1,295.81	-	-
	云视听小电视累计激活	872.28	-	-

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 其他业务同比增长迅猛，整体运营能力持续提升

有线电视网络增值服务：公司全资子公司南方网络负责运营有线电视网络增值服务业务。2019 年上半年，业务平台完成了少儿板块的改版、QQ 音乐的版本迭代、虎牙电竞专区的开发及少儿动漫类内容的上线，业务拓展已覆盖广东、重庆、贵州、北京等 8 个省市的有线电视渠道。其中，音乐业务上半年营业收入同比增长 180.34%。

省外专网视听节目综合服务：公司全资子公司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 and 应用类增值等综合服务。2019 年上半年，省外专网视听节目综合服务业务已覆盖河南、广西、宁夏、江西、福建等 9 个省份（自治区）。在部分区域，南广影视互动与腾讯开展了版权内容合作，进一步提升了市场竞争力。

4. 风险提示

内容监管风险；

用户增长低于预期；

运营系统故障等。

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	2,413	2,911	3,603	营业收入	643	905	1,192	1,495
现金	611	2,171	2,564	3,217	减:营业成本	279	411	538	677
应收账款	190	216	318	351	营业税金及附加	3	3	5	6
存货	0	0	0	1	营业费用	46	59	77	97
其他流动资产	20	26	28	34	管理费用	70	81	107	135
非流动资产	228	279	327	366	财务费用	-4	-33	-59	-72
长期股权投资	6	5	3	1	资产减值损失	8	11	15	18
固定资产	83	123	163	196	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	374	508	632
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	2,692	3,238	3,969	利润总额	206	376	510	633
流动负债	315	431	497	629	减:所得税费用	1	12	14	13
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	0	10	18	10
应付账款	205	322	369	500	归属母公司净利润	205	354	478	610
其他流动负债	109	109	128	130	EBIT	188	334	439	546
非流动负债	23	23	23	23	EBITDA	209	351	461	576
长期借款	0	0	0	0	重要财务与估值指标				
其他非流动负债	23	23	23	23	每股收益(元)	1.60	2.76	3.72	4.75
负债合计	338	454	520	652	每股净资产(元)	5.54	17.35	20.94	25.53
少数股东权益	1	11	30	40	发行在外股份(百万股)	96	128	128	128
归属母公司股东权益	711	2,227	2,688	3,277	ROIC(%)	25.4%	14.4%	15.7%	16.2%
负债和股东权益	1,050	2,692	3,238	3,969	ROE(%)	28.7%	16.3%	18.3%	18.7%
现金流量表(百万元)					毛利率(%)	56.6%	54.6%	54.8%	54.7%
经营活动现金流	246	432	421	673	销售净利率(%)	31.9%	39.1%	40.1%	40.8%
投资活动现金流	-100	-65	-71	-70	资产负债率(%)	32.1%	16.9%	16.1%	16.4%
筹资活动现金流	-53	1,194	42	51	收入增长率(%)	44.2%	40.8%	31.7%	25.4%
现金净增加额	93	1,560	393	653	净利润增长率(%)	86.9%	72.7%	34.8%	27.6%
折旧和摊销	21	16	23	29	P/E	54.83	31.75	23.55	18.46
资本开支	67	52	49	41	P/B	15.81	5.05	4.19	3.43
营运资本变动	10	86	-39	93	EV/EBITDA	51.09	26.00	18.95	14.07

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>