

5G 商用先行者，手握优质资源禀赋

投资要点

● **运营商在 5G 初期具备显著优势。**我们认为，超高清视频、VR、云游戏将成为未来主流娱乐方式，传媒产业将“由平面向立体沉浸时代”、“由单一场景向全场景时代”发展，而其核心均为巨量视频流。依托自身流量优势，运营商在内容运营、生态构建方面拥有一定竞争优势。我们看好运营商在 5G 用户渗透率提升背景下的盈利改善，以及商用产品在 5G 初期的前期用户积累。

● **公司推出 5G 商业应用，处于行业领先。**公司是中国电信 A 股唯一上市平台，是中国电信内容集约运营中心，具有极强的资源禀赋优势。2019 年 10 月 31 日，公司旗下三大 5G 商业应用“天翼超高清”、“天翼云 VR”、“天翼云游戏”上线，旨在以商业应用作为抓手，实施“大视频”战略，运用电信“云、管、端”资源禀赋，构建开放的大视频文娱平台，完成由“管道经营”到“内容经营”的巨大转变。

“天翼超高清”是原天翼视讯在 5G 场景下的全面升级产品，增加了 4K、VR 相关内容。该产品主打红色正能量、少儿、国粹等垂直细分领域，引入了 500 余部近千小时的视频内容。

“天翼云 VR”是公司重点打造的 VR 内容聚合平台，与韩国 LG U+ 实现战略合作，独家引入其 VR 内容，预计年底突破 1620 小时 VR 内容和 20 款 VR 游戏。目前在 VR 直播领域也有所实践，处于行业领先地位。

“天翼云游戏”可真正实现“即点即玩”，免下载免安装体验，已引入 Gamepoch 作为主机云游戏、PC 云游戏深度合作伙，有望形成“大小屏”互动，全场景布局。

公司互娱业务存在一定周期性，目前正处于 4G 末期、5G 初期黄金拐点，随 5G 用户渗透率逐步提升，公司业绩有望实现反转。

● **混改进程深化，有望享受改革红利。**近期，国家频繁下发国企改革指导文件，国企混合所有制改革进程有望加速。公司作为中国电信稀缺上市平台，有望持续深化混改进程，进一步提升工作效率、经济效益，充分享受国企改革红利。

● **盈利预测与投资建议。**预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.33 元、0.46 元和 0.70 元。公司是最纯正的 5G 标的之一，在 5G 商用领域处于领先地位，且兼有“业绩拐点”、“混改预期”主题，首次覆盖给予“增持”评级。

● **风险提示。**5G 商用进程不及预期的风险，市场竞争加剧的风险，新业务拓展不及预期的风险，核心人才流失的风险，混改进程不及预期的风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4546.70	4774.37	5959.63	7460.92
增长率	-18.31%	5.01%	24.83%	25.19%
归属母公司净利润(百万元)	262.29	265.54	365.00	558.85
增长率	4.39%	1.24%	37.45%	53.11%
每股收益 EPS(元)	0.33	0.33	0.46	0.70
净资产收益率 ROE	5.54%	5.40%	6.96%	9.75%
PE	56	55	40	26
PB	3.28	3.13	2.94	2.68

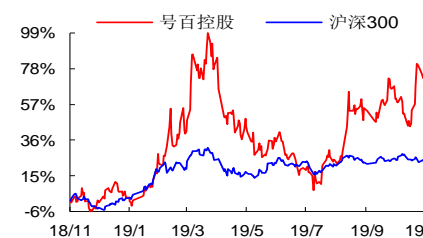
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

分析师: 杭爱
执业证号: S1250519080006
电话: 010-58251921
邮箱: ha@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	7.96
流通 A 股(亿股)	5.89
52 周内股价区间(元)	9.29-19.74
总市值(亿元)	146.89
总资产(亿元)	65.20
每股净资产(元)	5.64

相关研究

目 录

1 公司概况：中国电信 A 股唯一上市平台	1
2 5G 世代来临，运营商先发优势显著	3
2.1 5G 商用开启，中国电信战略清晰.....	5
2.2 运营商在 5G 应用初期优势显著.....	8
3 5G 商用落地，实施“大视频战略”	10
3.1 中国电信资源赋能，助力公司打造泛娱乐板块.....	10
3.2 5G 商用落地，业绩拐点来临.....	11
3.3 切入内容版权运营，推动“大视频战略”.....	26
3.4 积分业务运营稳健，酒店商旅业务承压.....	29
4 国企改革进程深化，混改落地预期强	32
5 盈利预测与估值	34
6 风险提示	35

图 目 录

图 1: 公司历史沿革.....	1
图 2: 公司股权结构一览.....	2
图 3: 公司 2014 年以来营业收入及增速.....	2
图 4: 公司 2014 年以来净利润及增速.....	2
图 5: 公司 2018 年主营业务结构情况.....	3
图 6: 公司 2018 年主营业务毛利情况.....	3
图 7: 5G 的场景定义和技术指标拆分.....	3
图 8: 1G 到 5G 的场景变迁.....	4
图 9: 网络切片是 5G 核心技术.....	7
图 10: 移动互联网接入流量使用情况.....	8
图 11: 四类娱乐方式用户统计情况.....	8
图 12: 电信套餐用户可免流量、免会员费体验 5G 应用.....	9
图 13: 韩国 LTE、5G 用户月均流量使用情况.....	9
图 14: 韩国三大运营商 ARPU 值变化情况.....	9
图 15: 资产重组交易详情.....	10
图 16: 超高清视频应用广泛.....	12
图 17: 4K 专区截图.....	14
图 18: VR 专区截图.....	14
图 19: 内容矩阵囊括各类主流资源.....	15
图 20: HUAWEI VR Glass.....	18
图 21: 2018-2023 年中国 VR 用户规模.....	19
图 22: 天翼云 VR 主界面.....	19
图 23: LG U+ VR 内容示例.....	20
图 24: 公司开展 VR 直播街头体验.....	21
图 25: 云游戏将引领行业巨大变革.....	21
图 26: 谷歌推出云游戏平台——Stadia.....	22
图 27: “天翼云游戏”体验专区.....	23
图 28: “天翼云游戏”与 Gamepoch 达成合作.....	24
图 29: 云游戏的家庭场景解决方案示例.....	25
图 30: 依托“一云两网”优势,“天翼云游戏”竞争优势显著.....	25
图 31: 内容运营战略——“一个中心、三个重点、六个举措”.....	27
图 32: 公司积分业务核心数据.....	29
图 33: 翼支付积分兑好礼.....	29
图 34: 商旅业务主要服务类别.....	30
图 35: 酒店业务地点分布.....	31
图 36: 公司高管发布 5G 主题演讲.....	34

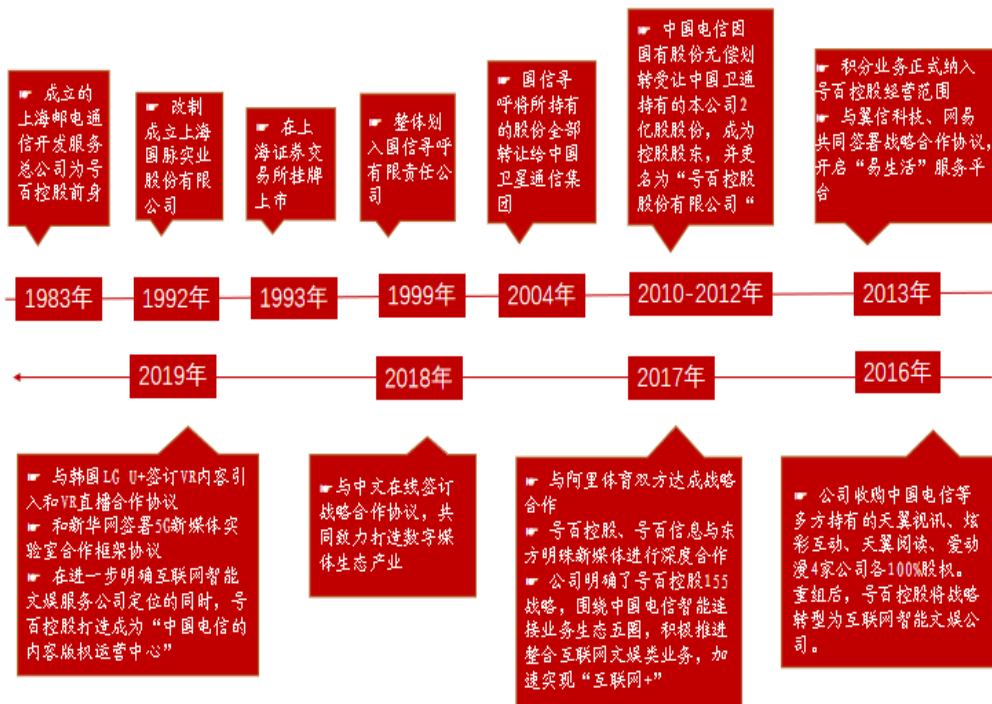
表 目 录

表 1: 4G、5G 核心数据比较.....	3
表 2: 5G 极大的拓宽应用范围	4
表 3: 中国移动 5G 智享套餐个人版.....	5
表 4: 中国移动 5G 智享套餐家庭版.....	6
表 5: 中国联通 5G 个人版	6
表 6: 中国电信 5G 个人版	6
表 7: SA 与 NSA 优劣对比	7
表 8: 重组标的承诺业绩及完成情况 (未扣非净利润)	10
表 9: 重组标的承诺业绩及完成情况 (扣非后净利润)	11
表 10: 超高清视频相关政策梳理	12
表 11: 主流视频应用会员权益对比	16
表 12: 公司视频业务核心数据	16
表 13: 虚拟现实沉浸体验分类情况	17
表 14: 2017-2023 年全球 VR/AR 头显设备出货量	18
表 15: 天翼云 VR 会员体系	19
表 16: 运营商 VR 内容资源对比.....	20
表 17: 云游戏平台收费模式一览	23
表 18: 天翼视讯会员订购业务核心数据	26
表 19: 国有企业改革政策梳理	32
表 20: 分业务收入及毛利率	34
表 21: 可比公司估值.....	35
附表: 财务预测与估值.....	36

1 公司概况：中国电信 A 股唯一上市平台

号百控股的前身是成立于 1983 年的上海邮电通信开发服务总公司，于 1993 年 4 月 7 日登陆上交所挂牌上市，属邮电体系首家上市公司。后几经调整，中国电信集团有限公司成为公司控股股东，并于 2012 年将公司更名为“号百控股股份有限公司”。2017 年，公司完成对天翼视讯、炫彩互动、天翼阅读和天翼爱动漫的收购事项，开始涉足互联网文娱板块。公司是中国电信 A 股唯一上市平台，中国电信“内容集约运营中心”，拥有极强的资源禀赋优势。

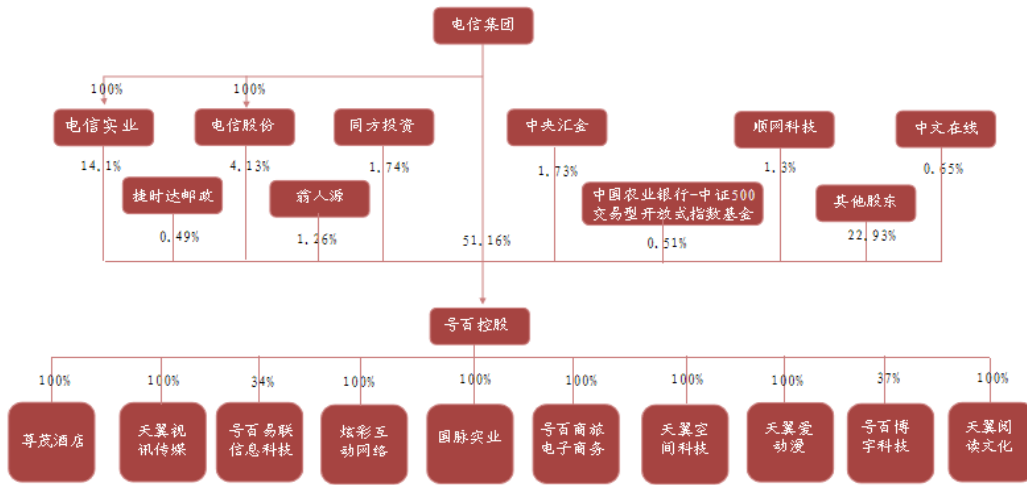
图 1：公司历史沿革



数据来源：公司公告，西南证券整理

股权结构：公司控股股东为中国电信集团有限公司，占有 51.2% 的股权，并通过旗下子公司中国电信实业资产管理有限公司、中国电信股份有限公司等共同控制该公司。公司旗下包括天翼视讯、炫彩互动、天翼爱动漫、天翼阅读、号百商旅等参控股子公司，涉及视频、动漫、游戏、商旅、酒店等诸多领域，实现业务的优化整合。

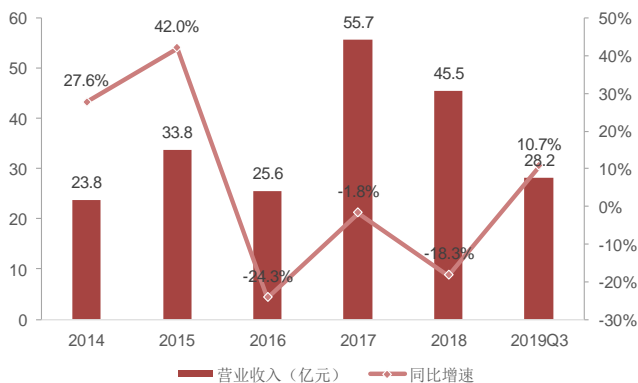
图 2：公司股权结构一览



数据来源：公司公告，西南证券整理

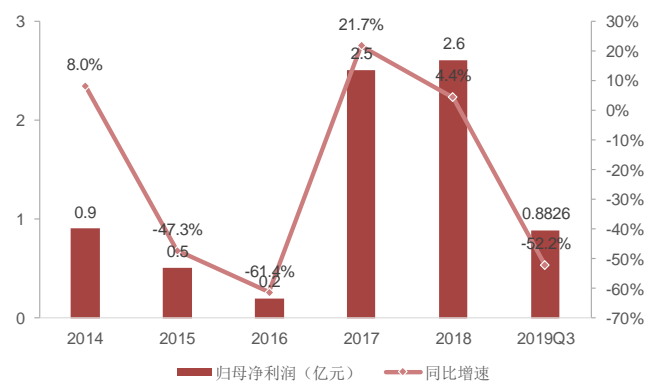
公司业绩状况：近年，公司受重大资产重组、传统业务收缩、会计准则改变等因素影响，营业收入和净利润呈现波动式变化。2015 年，公司净利润下滑 47.3%，主要是由于商旅业务中机票预订业务量的下滑以及航空公司佣金率的下降。2016 年，公司营业收入同比减少 24.3%、净利润同比减少 61.4%，主要为商旅业务话务量和业务量的下滑、年内计提资产减值损失以及投资收益同比下降等因素导致。2017 年，公司营业收入同比略有下降，但在重大资产重组标的天翼视讯、炫彩互动、天翼阅读和爱动漫四家公司带动下实现净利润同比增加 21.7%。2018 年，公司营业收入下滑 18.3%，是因为公司执行新收入准则，计费能力开放业务收入确认改为净额法导致。2019 年前三季度，公司实现营业收入 28.2 亿元 (YOY+10.7%)，归母净利润 8826 万元，同比下降 52.2%，主要由于公司收缩传统业务，加快业务结构调整所致。预计随着公司紧抓 5G 发展机遇，大力发展泛文娱业务，加速对业务结构的调整，公司将得到持续改善。

图 3：公司 2014 年以来营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

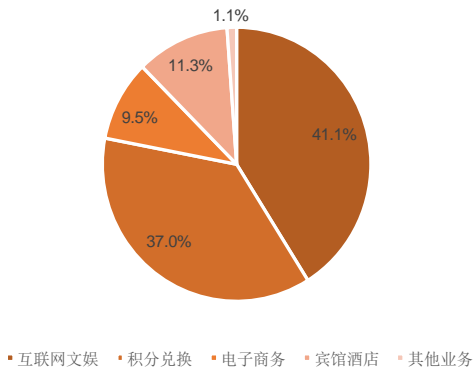
图 4：公司 2014 年以来净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

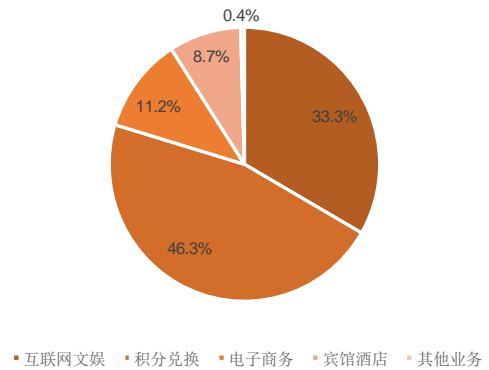
公司主营业务结构：公司主营业务可划分为互联网文娱业务、积分业务、商旅业务、酒店业务等。2018 年，互联网文娱业务收入贡献已超过 41%，成为公司主要收入来源；传统积分业务继续发挥优势并服务于互联网文娱等业务，成为新的增长点。毛利角度，积分兑换毛利润贡献达到 46.3%，互联网文娱业务位居其后，毛利占比约为 33.3%。

图 5: 公司 2018 年主营业务结构情况



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 6: 公司 2018 年主营业务毛利情况



数据来源: Wind, 西南证券整理

2 5G 世代来临，运营商先发优势显著

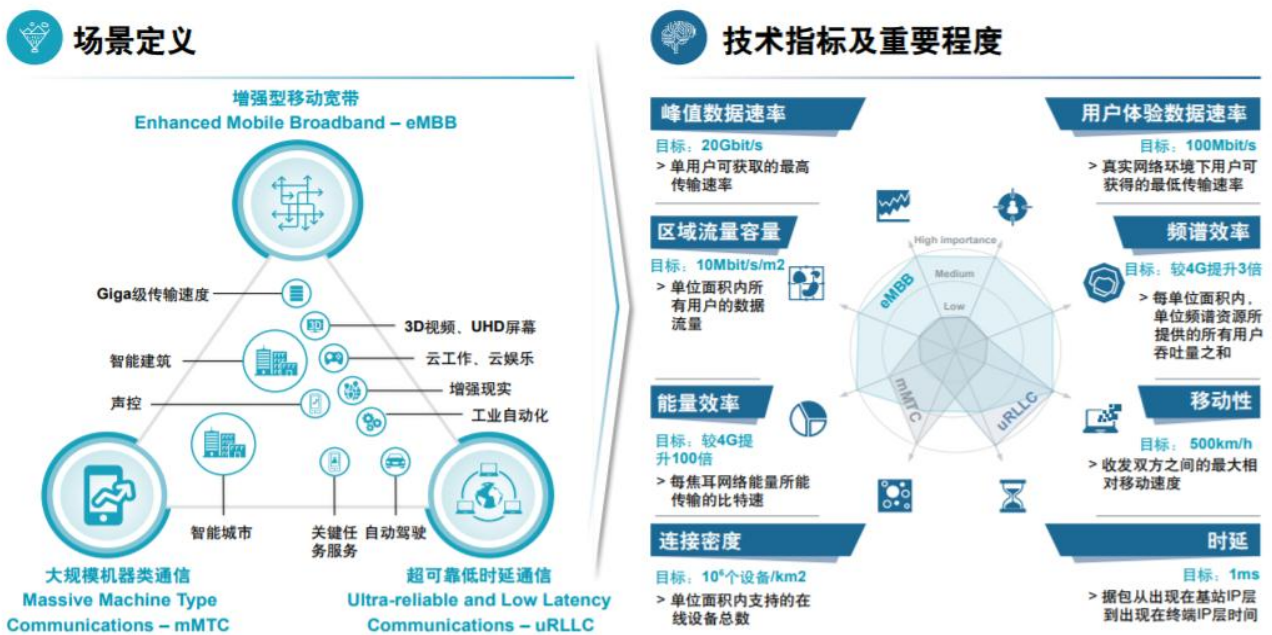
5G (5th Generation Mobile Networks) 是最新一代移动通信技术，是一整套由跨国界、跨行业专家写作制定的通信标准，具备高数据速率、低时延、高能源效率、提高系统容量和大规模设备连接的特性。

表 1: 4G、5G 核心数据比较

技术指标	峰值速率	用户体验速率	端到端时延	连接数密度	移动通信环境	能效
4G	1Gbps	10Mbps	10ms	105/km ²	350km/h	1 倍
5G	10-20Gbps	0.1-10Gbps	1ms	106/km ²	500km/h	100 倍

数据来源: 迪赛智库, 西南证券整理

图 7: 5G 的场景定义和技术指标拆分

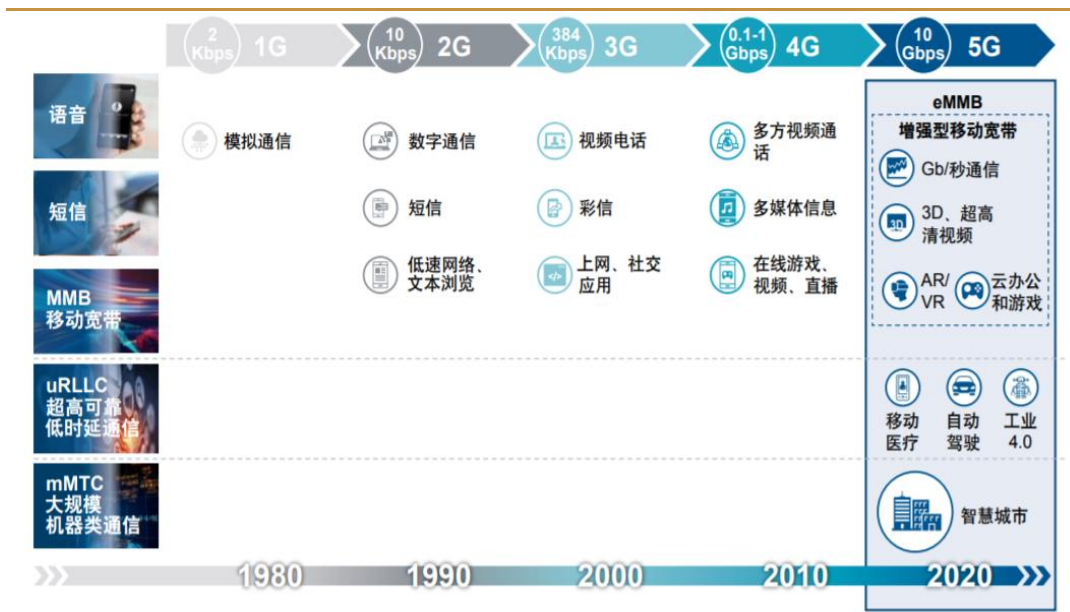


数据来源: 罗兰贝格, 西南证券整理

5G 拥有 3 大应用场景——“eMBB（增强型移动宽带）”、“mMTC（大规模机器类通信）”、URLLC（超可靠低时延通信）。

- eMBB 对带宽要求较高，典型应用场景有超高清视频、AR/VR 等。关键性能指标包含 100Mbps 体验速率、数十 Gbps 峰值速率、每平方公里数十 Tbps 能量密度、每小时 500km 以上的移动性等。
- URLLC 对时延要求较高，主要针对垂直行业的特殊应用需求。典型应用场景有工业控制、无人机控制、智能驾驶等，要求毫米级时延等级。
- mMTC 对连接密度要求较高，可满足海量物联的通信需求，主要针对以传感和数据采集为目标的应用场景。典型应用场景包括智慧城市、智能家居等。

图 8：1G 到 5G 的场景变迁



数据来源：罗兰贝格，西南证券整理

1G 时代，通信系统出现，满足了一般语音通话的需求，但应用领域非常狭小；2G 时代，随着数字通信的来临，短信功能及低速网络产生；3G 时代，应用领域逐步拓宽，带来了视频电话、网络社交等功能，出现了部分移动网站；在 4G 时代，智能手机全面普及，在线视频游戏等新娱乐业态深入我们的生活，并逐步向其他领域发展。随着 5G 商用对数据传输带宽的大幅提升、对网络延迟的有效降低，使得超高清视频、VR/AR、云游戏、远程理疗、工业控制等应用场景的发展瓶颈得到了有效解决，极大地拓宽了应用范围。

表 2：5G 极大的拓宽应用范围

应用领域	5G 对场景的拓宽	实体案例
VR/AR: 利用电脑提供给使用者一个视觉、听觉、触觉等感官模拟的三维虚拟空间	5G 带来的数据传输，可以帮助 VR/AR 解决渲染能力不强、优化延迟问题、提高互动效果等问题	2019 年 9 月，华为发布了一款全新的 VR 眼镜产品“HUAWEI VR Glass”，是华为时隔两年再次更新 VR 产品线
4K/8K 超高清视频: 相较于普通高清电视，具有分辨率高、色域更宽、运行速度快等特点	传输 4K 分辨率画质的带宽需要 30Mbps, 5G 的大带宽和高传输速度可以轻松解决	2019 年春晚首次实现 4K 超高清频道直播，并全程采用 5.1 环绕声

应用领域	5G 对场景的拓宽	实体案例
云游戏：脱离终端限制，直接在云端服务器运行游戏，本地只接收数据	高速且低延的 5G 网络解决 4G 云游戏发展的瓶颈问题	腾讯推出了云游戏平台“腾讯即玩”，无需下载安装，在线即开即玩
车联网：通过信息通信系统实现车、人、路的全方位网络连接的综合服务	5G 形成了端到端的生态系统，有着更低的延迟和更大的宽带，给予车联网系统更高的安全性、更高的可靠性	房山区政府与中国移动联手，在北京高端制造业基地打造国内第一个 5G 自动驾驶示范区
远程医疗：利用信息通信技术，突破时间与空间限制，让原地患者接受远程专家的会诊	5G 将时延从 4G 的近 300 毫秒降到 30 毫秒，大幅提升会诊的及时性与可靠性	2019 年 3 月，解放军总医院医师在三亚对身在北京的患者，在 5G 网络下进行了一例帕金森患者脑部植入起搏器的手术
工业 4.0：利用智能网络将设备、生产线、工厂、供应商、产品、客户保持信息交流	5G 与传感器、系统控制等技术结合，实现对室内精准定位、设备远程操作、生产过程实时监测	2019 年 10 月，联通、网研院联合华为公司就在青岛港前湾港正式部署了 5G 商用网络，并实现了集装箱的远程抓取以及高清视频回传
智慧城市：以地理空间坐标为框架，利用空间信息技术，对信息资源进行整合的支持平台	5G 为智慧城市提供随时随地的连接能力，促进人、物、组织、在数字城市中实时连接、交换数据和需求	银川与中兴通讯携手规划智慧城市，建立了智慧银川城市运营指挥中心，集合智慧城市日常运营、应急指挥、城市综合管理于一体，汇聚城市信息，分析城市指标

数据来源：公开资料，西南证券整理

2.1 5G 商用开启，中国电信战略清晰

5G 商用开启，三大运营商发布 5G 套餐。2019 年 10 月 31 日，中国移动、中国电信和中国联通在中国国际信息通信展览会上正式公布了 5G 商用套餐，并于 11 月 1 日正式上线。从档位和定价来看，中国移动将 5G 套餐分为个人版和家庭版两类，并分别设置为五档；联通和电信均为个人版，划分为七档。移动 5G 个人版套餐价格在 128-598 元之间，联通和电信在 129-599 元之间，三大运营商的定价极为接近。

表 3：中国移动 5G 智享套餐个人版

月费 (元/月)	流量 (GB)	语音 (分钟)	网络权益	品牌权益	服务权益	业务权益	会员权益		套外资费	
							套内权益	5G PLUS 会员 优惠购权益	流量	语音
128	30	500	优享服务 (网速上限 500Mbps)	全球通银卡	热线优先 接入服务； 延期停机 服务	咪咕 5G 畅玩包； 视频彩铃	6 选 1	6 折	超出后 5 元 1G； 满 15 元 后按 3 元 1G 计费	0.15 元 /分钟
198	60	1000						5 折		
298	100	1500	急速服务 (网速上限 1Gbps)	全球通金卡	2 折					
398	150	2000		全球通白金卡	0 元购					
598	300	3000		全球通钻卡	0 元购					

数据来源：中国移动官网，西南证券整理

表 4: 中国移动 5G 智享套餐家庭版

月费 (元/月)	流量 (GB)	语音 (分钟)	网络权益	品牌权益	服务权益	业务权益	带宽 (兆)	魔百和功 能 (个)	互打免 费 (人)	共享成 员 (人)	家庭会员 优惠购	套外 资费
169	30	500	优享服务	全球通银卡	热线优先 接入服务; 延期停机 服务	咪咕 5G 畅玩包; 视频彩铃	100	1	2	2	6 折	超出后 5 元/G; 满 15 元后 3 元/G; 语音 0.15 元/分钟
269	60	1000	(网速上限 500Mbps)				200	2	3		5 折	
369	100	1500	急速服务	全球通金卡			300	3	4		2 折	
569	150	2000	(网速上限 1Gbps)	全球通白金卡			500				0 元购	
869	300	3000		全球通钻卡			1000				0 元购	

数据来源: 中国移动官网, 西南证券整理

表 5: 中国联通 5G 个人版

月费 (元/月)	流量 (GB)	语音 (分钟)	网络权益	套外资费
129	30	500	5G 优享服务 (网速上限 500Mbps)	超出后语音 0.15 元/分钟; 短信 0.1 元/条; 流量 3 元/GB
159	40	500		
199	60	1000		
239	80	1000	5G 急速服务 (网速上限 1Gbps)	
299	100	1500		
399	150	2000		
599	300	3000		

数据来源: 中国联通官网, 西南证券整理

表 6: 中国电信 5G 个人版

月费 (元/月)	流量 (GB)	语音 (分钟)	套外资费
129	30	500	超出后语音 0.15 元/分钟; 短信 0.1 元/条; 流量 3 元/GB; 副卡 2 张
169	40	800	
199	60	1000	
239	80	1000	
299	100	1500	
399	150	2000	
599	300	3000	

数据来源: 中国电信官网, 西南证券整理

中国电信 5G 战略清晰且坚定。中国电信在 2018 年 6 月发布了《中国电信 5G 技术白皮书》，提出选择独立组网 (SA) 模式进行 5G 组网，通过核心网互操作实现 4G 和 5G 网络的协同，发展切片技术与边缘计算以支持多种业务场景，并在之后坚定围绕 5G 战略，为 5G 商用提供了坚实的理论支持和技术保障。

- **较早明确“SA”组网方案，实践方案领先行业。**独立组网 (SA) 模式与非独立组网 (NSA) 模式都可实现 4G/5G 协同，但 NSA 模式下的 5G 依赖于 4G 网络，不能单独进行网络服务。虽然 NSA 模式在 eMBB 场景下可以基本满足用户使用 4K/8K 超高清视频、VR 等大流量娱乐活动，但面对附加值更高的 uRLLC 以及 mMTC 等应用场景，NSA 模式无法满足诸如车联网、远程医疗、工业 4.0 等垂直领域所需的

低时延、超大上行速率的要求。中国电信在探索 SA 模式的道路上一路走在前列，较早确定了“SA”组网方案，并在 2018 年 12 月完成业界首个 SA 组网的 4G 与 5G 网络互操作验证、成功实现业界首次高速 WDM-PON 在 5G 承载的现网应用，并于 2019 年 8 月完成了 5G SA 终端芯片巴龙 5000 与多个厂家系统的全面互通，使“SA”模式商用突破了终端瓶颈。目前，中国电信已建成全球最大的 SA/NSA 混合组网跨省跨域规模试验网。

表 7: SA 与 NSA 优劣对比

组网方式	优势	劣势
独立组网 (SA)	不依赖于 4G 网络，独立提供 5G 网络； 支持网络切片、MEC； 能够适用 5G 下所有应用场景	建设成本较高，无法有效利用现存 4G 基站； 前期难以全面实现覆盖，用户体验较差
非独立组网 (NSA)	借助 4G 网络扩大 5G 网络范围； 建设成本低，速度更快； 无需建设新的 5G 核心网	无法适用 uRLLC 和 mMTC 等场景； 需要频繁的网络改造，调整设备供应商结构难度较大

数据来源：中国电信，西南证券整理

- 大力发展网络切片技术，适应不同场景需求。我们在前面介绍了，国际上把 5G 网络的应用场景划分为三类：“eMBB（增强型移动宽带）”、“mMTC（大规模机器类通信）”以及“uRLLC（超可靠低时延通信）”，三种场景对于网络的移动性、安全性、时延、可靠性，甚至是计费方式的需求是不同的。所以，5G 网络需要利用切片技术，将一个物理网络分成多个虚拟的逻辑网络，每一个虚拟网络对应不同的应用场景。中国电信较早实现了对网络切片技术的探索，完成了业界首个基于 5G SA 端到端环境的网络切片实验室验证。在“eMBB”场景中，实现了央视的跨年、央视的春晚直播，满足了云 VR 业务上下行、低时延、大带宽的需求。在“mMTC”场景中，中国电信将 5G 物联网技术运用到福州市政防汛排涝工程中，通过在城区水库、湖、闸站、内河等区域装配智慧液位监测、智慧井盖、全球眼等物联网设备，实时采集、监测、调控水位和路面积水数据，大大提升城市排涝应急响应效率。在“uRLLC”场景方面，已于 2019 年 9 月成功与中兴通讯共同将“5G 切片+MEC+智能制造”在浙江成功试商用，助力企业打造 5G 智慧新工厂。

图 9: 网络切片是 5G 核心技术



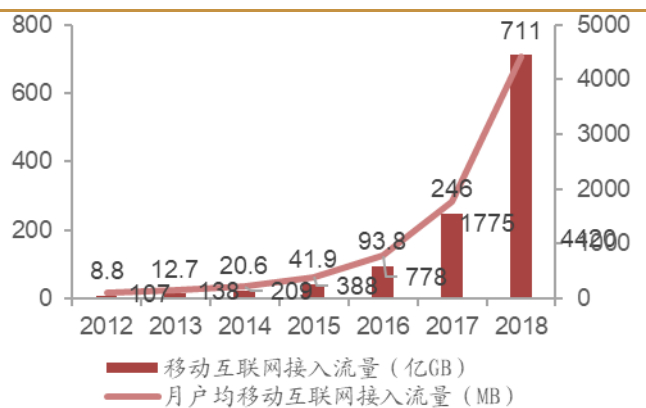
数据来源：西南证券

- 持续移动边缘计算布局，提升 5G 网络适用能力。**5G 推动了智能家庭、智慧城市、车联网等物联网应用场景的发展，对数据处理手段也提出了更高要求，原有的数据层层传输的模式难以承担 5G 网络数据传输问题。移动边缘计算 (MEC) 是一种分布式计算方式，将数据的计算运行从网络中心下放到网络边缘的节点上，可以有效提升数据传输效率。对于自动驾驶等高时延要求的应用场景，MEC 能在 10 毫秒以内迅速处理数据，解决时延问题。中国电信早在 2017 年就开展 MEC 研发工作，并于 2019 年 4 月完成了 MEC 平台的自主研发，完成与 5G 核心网的对接测试，验证了流量引导、位置订阅等 5G 网络能力。

2.2 运营商在 5G 应用初期优势显著

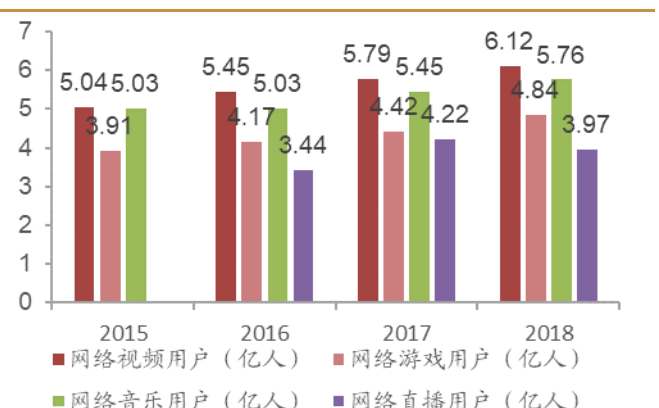
5G 催生“流量焦虑”，运营商具备流量优势。随互联网技术发展&用户需求升级，用户使用场景流量消耗剧增，造成用户流量的严重不足或超支，带给用户极大的流量忧虑，进而对用户消费行为产生影响，我们称之为“流量焦虑”。4G 时代，用户的网络需求从基本社交转为更广泛的娱乐应用，网络视频、网络游戏和网络直播的需求暴增，带来了用户流量消耗的大幅增长，促使用户选择流量性价比较高的选择。根据韩国 LG U+ 公布数据，5G 时代韩国用户观看棒球比赛每小时消耗流量可达 4GB，云游戏每小时可达 8GB，VR/AR 每小时流量消耗可达 30GB，5G 所引起的流量焦虑或更甚从前。

图 10: 移动互联网接入流量使用情况



数据来源：工信部，西南证券整理

图 11: 四类娱乐方式用户统计情况



数据来源：工信部，西南证券整理

从发展阶段来看，5G 早期最先成熟的是增强移动宽带 (eMBB) 应用场景，该场景主要面向个人消费者，商业模式将延续 4G 时代的流量商业模式——基于使用量的基本定价，“流量”仍是核心要素。而运营商天然拥有的流量优势在 5G 初期有望缓解用户流量焦虑，对运营商相关应用的用户需求提升产生重要推动作用。以中国电信为例，5G 套餐用户不仅可享受套餐内通话、流量权益，也可免流量、免会员费体验天翼超高清、天翼云 VR、天翼云游戏等 5G 应用。在 5G 初期，运营商流量优势有望推动相关应用产品用户数量的快速增长，有利于运营商构建娱乐生态文化。

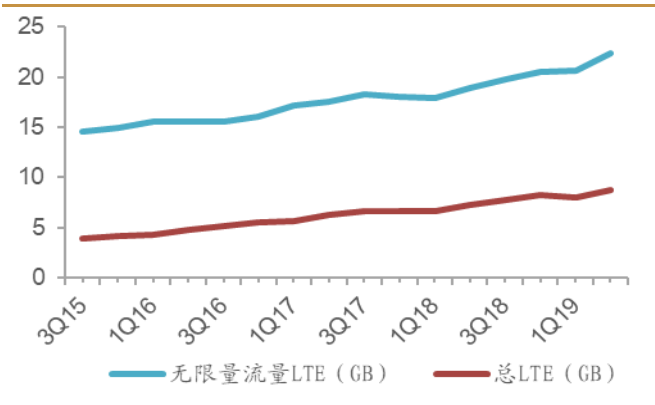
图 12: 电信套餐用户可免流量、免会员费体验 5G 应用



数据来源: 官方APP, 西南证券整理

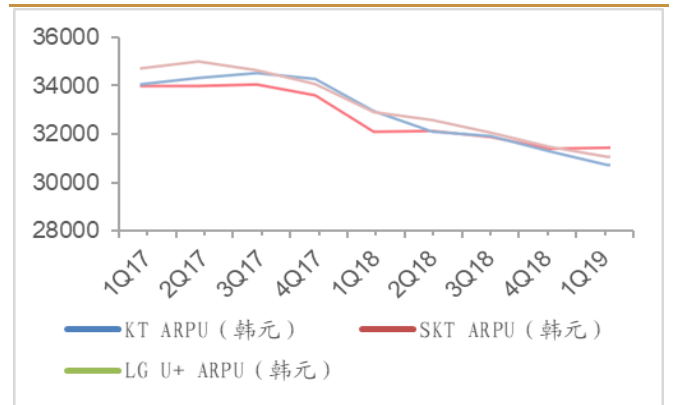
5G 带动运营商经营情况转好。5G 的流量消耗、套餐资费均高于 4G, 5G 商用普及度提升有望带动运营商经营层面改善, Dou、ARPU 均将呈现快速增长。韩国是全球 5G 商用较为领先的国家, 自 2019 年 4 月开启商用, 截至 5 月底韩国 5G 数据量每人每天就达到了 1.3G, VR/AR 等新业务已占 5G 总流量的 20%, 增长十分迅速。截止三季度, 韩国 5G 用户约 318 万人, 预测 2019 年底将突破 480 万人, 5G 用户占人口比重将达 10%。从用户数据流量使用的具体情况来看, 二季度 5G 用户 DOU 达到 22.5GB, 是 4G 的 2.6 倍, 流量的增加主要由于 VR/AR、超高清视频等 5G 应用的推动。

图 13: 韩国 LTE、5G 用户月均流量使用情况



数据来源: KT, MSIT, 西南证券整理

图 14: 韩国三大运营商 ARPU 值变化情况



数据来源: KT, SKT, LG U+, 西南证券整理

从 ARPU 值角度来看, 韩国于 2017 年下调了家庭通讯费用, 9 月起针对普通手机用户的基本费用优惠幅度从 20 扩大到 25, 中长期阶段推动实行“普遍话费制”, 使得韩国三大运营商 SKT、KT 和 LG U+ 的 ARPU 值在近两年持续下滑。但随着 4 月 5G 套餐的推出, 三大运营商的 ARPU 值环比均有所回升, 预计 ARPU 值有望在 Q4 实现同比正增长。而国内三大运营商在经历取消漫游费、月底不清零、套餐资费降低等政策影响, ARPU 值也逐年下滑, 2019 年三季度中国移动 ARPU 值已下滑至 50.2 元, 中国联通下滑至 40.6 元。参照韩国运营商发展情况, 我们预计 5G 用户渗透率的逐步提升将显著带动 Dou、ARPU 值的上涨, 从而带动运营商整体盈利的好转。

3 5G 商用落地，实施“大视频战略”

公司业务可大致划分为互联网文娱业务、积分运营业务、电子商务业务和宾馆酒店业务。其中，互联网文娱业务是由重大资产重组注入的天翼视讯、炫彩互动、天翼阅读和爱动漫所构成，是目前公司的核心业务。此外，公司拥有中国电信积分运营权，构成公司另一重要业务板块——积分运营业务。电子商务和宾馆酒店业务属于传统业务，提供了业务多样性。

3.1 中国电信资源赋能，助力公司打造泛娱乐板块

公司于 2016 年发起重组事项，以“支付现金”+“发行股份”的方式收购由中国电信集团等多方持有的天翼视讯传媒有限公司、炫彩互动网络科技有限公司、天翼阅读文化传播有限公司和天翼爱动漫文化传媒有限公司等四家公司股权。总交易对价约为 39.3 亿元，其中现金支付约 1.7 亿元，发行股份约 2.6 亿股。

图 15：资产重组交易详情



数据来源：公司公告，西南证券整理

交易对手方承诺天翼视讯、炫彩互动、天翼阅读、天翼爱动漫等标的在 2017-2019 年分别完成一定业绩体量。截至目前，重组标的均较好的完成了承诺业绩，成为上市公司新利润增长极。

表 8：重组标的承诺业绩及完成情况（未扣非净利润）

年度	标的	承诺净利润 (万元)	实际净利润 (万元)	承诺业绩完成率
2017	天翼视讯	12140.90	12168.42	100.23%
	炫彩互动	7430.92	7662.24	103.11%
	天翼阅读	6795.40	6944.59	102.20%
	爱动漫	748.54	912.67	121.93%
2018	天翼视讯	14484.09	15414.55	106.42%
	炫彩互动	8245.96	8755.52	106.18%

年度	标的	承诺净利润 (万元)	实际净利润 (万元)	承诺业绩完成率
	天翼阅读	6910.65	7411.12	107.24%
	爱动漫	833.9	1533.59	183.91%
2019	天翼视讯	17607.41	-	-
	炫彩互动	8937.57	-	-
	天翼阅读	7538.11	-	-
	爱动漫	1051.92	-	-

数据来源: Wind, 西南证券整理

表 9: 重组标的承诺业绩及完成情况 (扣非后净利润)

年度	标的	承诺净利润 (万元)	实际净利润 (万元)	承诺业绩完成率
2017	天翼视讯	11715.90	11802.93	100.74%
	炫彩互动	7430.92	7433.84	100.04%
	天翼阅读	6795.40	6981.70	102.74%
	爱动漫	748.54	811.08	108.35%
2018	天翼视讯	14059.09	14255.41	101.40%
	炫彩互动	8245.96	8444.01	102.40%
	天翼阅读	6910.65	6991.73	101.17%
	爱动漫	833.90	1087.05	130.36%
2019	天翼视讯	17182.41	-	-
	炫彩互动	8937.57	-	-
	天翼阅读	7538.11	-	-
	爱动漫	1051.92	-	-

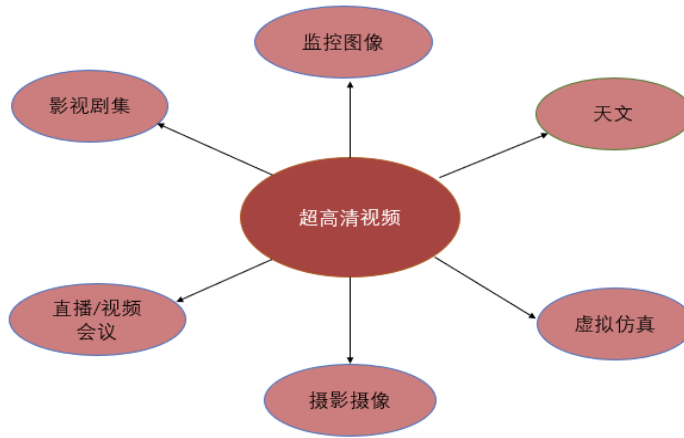
数据来源: Wind, 西南证券整理

3.2 5G 商用落地, 业绩拐点来临

5G 网络具备大带宽、高速度、低时延、低功耗的特点, 可有效解决 4G 时代超高清视频、VR/AR、云游戏等垂直应用发展的瓶颈问题, 后者将成为 5G 时代互联网文娱领域的重要应用方向。2019 年 10 月 31 日, 中国电信公布的 5G 商用产品——“天翼超高清”、“天翼云 VR”和“天翼云游戏”, 正式开启 5G 商用进程。

3.2.1 天翼超高清

超高清视频是 5G 重要应用场景。超高清视频是指比普通高清视频有着更高的分辨率, 更高清晰度的视频格式, 在分辨率 (4K、8K)、亮度、帧率 (50 帧以上)、色深、色域、声道、采样率等方面提出了更高要求, 是视频数字化、高清化之后又一重大技术革新。此前, 超高清视频受制于 4G 网络较低的上下行速率较难形成规模化发展, 而 5G 的大带宽、低时延等特点较好地解决了产业痛点, 将带动超高清视频行业快速发展。2017 年, 我国超高清视频产业总产值为 7615 亿元, 2022 年有望达到 4 万亿元水平, 年均复合增速达到 39%。视频将是未来主流信息传播媒介, 未来消费者 80% 以上的流量、行业应用 70% 以上的流量将以视频的形式被消耗, 超高清视频有望对整个传媒行业进行重构。

图 16: 超高清视频应用广泛


数据来源: , 西南证券整理

政策鼓励&市场推动, 超高清渗透率有望快速增长。2019年2月28日, 工业和信息化部、国家广电总局和中央广播电视总台等三部门联合推出《超高清视频产业发展行动计划(2019-2022年)》提出了两阶段目标, 2020年4K电视终端销量占比超40%, 4K超高清视频用户数达1亿; 2022年4K电视终端全面普及, 8K电视终端销量占比超5%, 超高清视频用户数达2亿, 产业整体规模超过4万亿元。北京市、上海市、广东省、重庆市等地区迅速响应《行动计划》, 制定了各具特色的地方行动计划, 形成了多点开花的局面。

表 10: 超高清视频相关政策梳理

时间	层级	相关部门	主要内容
2019.2.28	国家	工业和信息化部、国家广电总局、中央广播电视总台	2020年4K电视终端销量占比超40%, 4K超高清视频用户数达1亿; 2022年4K电视终端全面普及, 8K电视终端销量占比超5%, 超高清视频用户数达2亿, 产业整体规模超过4万亿元
2019.5.9	省级	广东省	2020年, 省内超高清视频产业迅速发展, 总体规模超6000亿元, 骨干企业4K电视机年产量达3000万台, 广东省4K电视机销量占比超40%, 4K芯片国内市场占比超60%, 4K面板产能、4K机顶盒出货量全国领先, 4K摄像机、监视器等采编播专用设备形成产业化能力
2019.5.9	省级	安徽省	2022年, 安徽全省超高清视频产业体系总体规模超过3000亿元, 4K产业生态基本完善, 8K显示器件、集成电路、应用终端等关键技术产品研发和产业化取得突破, 在国内外市场占据重要市场份额
2019.5.9	省级	湖南省	到2022年, 将马栏山视频文创产业园打造成为具有国际竞争力的"中国V谷", 构建制造+内容+传输+应用的全产业链体系, 推动湖南成为全国超高清产业集聚区和示范引领区
2019.5.9	省级	四川省	分别在核心关键器件突破、前端设备提升、终端设备产业化、传输网络改造升级、超高清内容建设、行业试点示范等方面提出超高清视频发展的重点
2019.5.9	省级	北京市	推动北京超高清视频关键核心技术取得突破、产品创新自主可控、内容制作国际领先、示范应用国际同步、产业集聚规模效应, 实现2022年北京冬残奥会4K超高清电视全程直播, 8K超高清试验直播
2019.5.9	省级	上海市	2022年产业规模突破4000亿元, 培育一批具有国际竞争力的头部企业, 建设领先的超

时间	层级	相关部门	主要内容
			高清视频产业内容中心、超高清视频产业芯片研发中心、超高清视频产业标准专利中心、超高清视频产业创新应用中心，形成具有核心竞争力、资源要素集聚的产业生态圈
2019.5.9	省级	重庆市	2020 年超高清视频总体产业规模达 1000 亿元，4K 用户数达 400 万户，实现全市 40% 以上家庭可收看 4K 电视节目
2019.5.9	市级	青岛市	超高清视频产业总规模超 1000 亿元，建成 4K 产业生态体系，8K 关键技术产品研发和产业化取得突破，骨干企业 4K 电视机年产量达 1500 万台、8K 电视机年产量达到 100 万台，成为国内重要的超高清视频终端及设备生产基地
2019.9	市级	深圳市	到 2022 年，深圳将成为具有全球影响力的 8K 技术创新策源地、8K 产业发展高地、“AI+5G+8K”应用先导区

数据来源：官方网站，西南证券整理

5G 颠覆超高清视频行业，行业龙头纷纷布局。消费升级带动对画面的清晰度、沉浸感提出了新需求。目前市场上流行的 1080P 的分辨率为 1920*1080，而 4K 的分辨率为 3840*2160，8K 为 7680*4320，8K 的分辨率是 1080P 的 16 倍。如此高的分辨率使用户在观看大荧屏时画面更加清晰，极大提升用户的观感效果，超高清视频在大屏端的应用场景更符合用户消费升级趋势，超高清视频将推动视频行业视觉需求的提升，将逐渐替代 720P、1080P 等成为视频发展的主流形式。

目前行业巨头均在超高清领域进行布局。

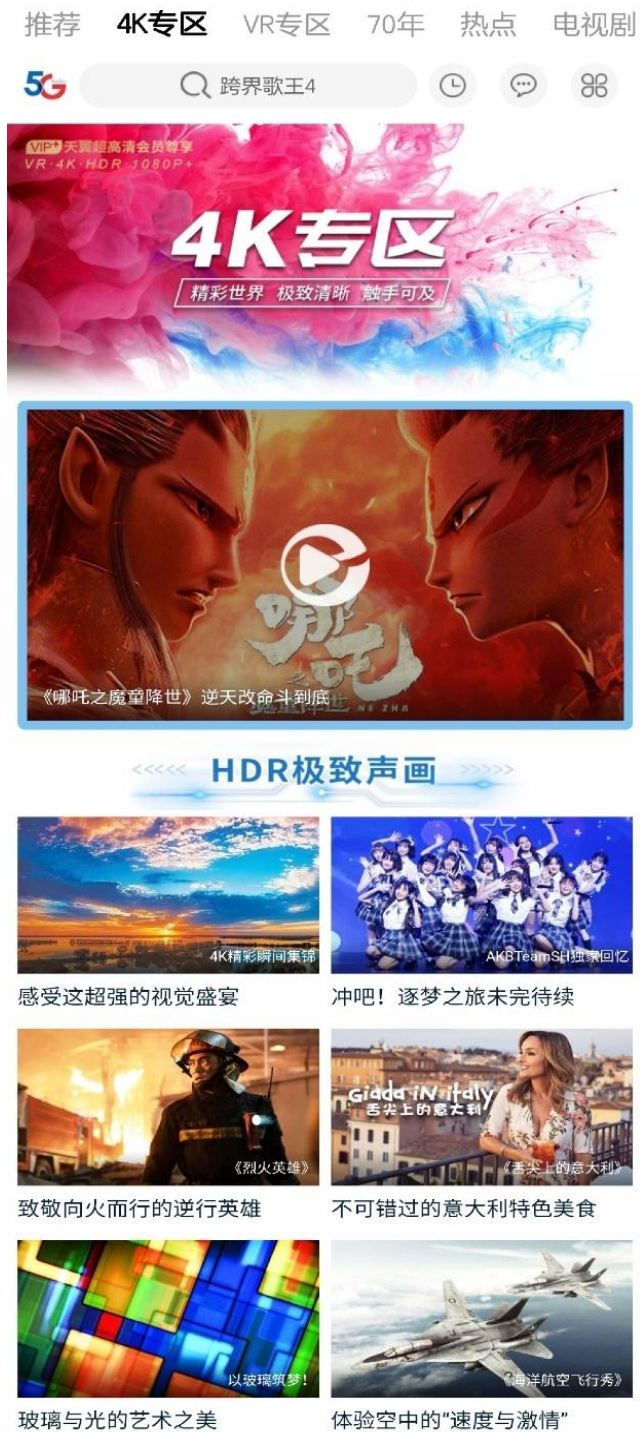
在技术侧，2019 年 8 月，爱奇艺与华为完成了基于 5G MEC+CDN 的边缘加速业务验证，解决了超高清视频画面拖影问题，实现在超高清视频应用的突破。在视频制作上，2019 年 9 月优酷与 Intel 合作的中国首部 8K 全画幅变形宽银幕纪录片《你好，AI》上线。

在应用侧，腾讯视频已于 2016 年开播了 4K 专区，截止 2019 年 3 月已在专区开播了超 50 万的 4K 影片，覆盖热播影视剧集，这极大提升了腾讯视频 TV 端的活跃用户量的增长，截止到 2019 年 1 月，腾讯视频 TV 端最高月活超 1 亿，同比增长了一倍，日均播放量超过 5.3 亿。未来随着超高清视频的发展潜力进一步释放，将会有更多的视频行业企业加入到超高清视频的探索与竞争当中。

我们认为，随 5G 商用进程深入，视频用户消费习惯将逐步向超高清视频迁移，在“棘轮效应”影响下，视频行业现有生态将发生根本性变化，“超高清视频”将最终成为未来主流视频娱乐方式。

“天翼超高清”是原天翼视讯在 5G 场景下的全面升级产品。2019 年 11 月 1 日，公司正式推出“天翼超高清”应用，在天翼视讯基础上，增加了 4K、VR 相关内容，实现了产品、品牌在 5G 层面的重要升级。

图 17: 4K 专区截图



数据来源: 官方App, 西南证券整理

- **4K专区:** 视频画质实现 3840*2160 分辨率, 真正达到真 4K 画质水平, 并借助 HDR 技术, 接近裸眼观看效果, 用户将感受最优画质带来的极致声画享受。持续整合热门资源, 提升用户 5G 感知, 提升用户活跃度与留存, 拉动流量, 并帮助促进 5G 业务发展。

图 18: VR 专区截图



数据来源: 官方App, 西南证券整理

- **VR专区：**用户以主角视角身临其境，提升空间、距离层次感，以沉浸感让内容“活起来”。通过引入优质游戏、运动等资源，依据内容类型差异化运营，不断提升用户粘性。

内容主打红色正能量，差异化内容构建壁垒。“天翼超高清”主打红色正能量、少儿、国粹等垂直细分领域特色内容，引入了 500 余部近千小时的视频内容，不仅包括《哪吒之魔童降世》、《超凡蜘蛛侠》、《银河补习班》等热门大片，也包括《瓦登海》、《超级智人》、《红名单》等国际获奖纪录片，《人生一串》、《川·味》、《穷豪旅游记》等爆款纪录片，构成差异化竞争格局。其中，《哪吒之魔童降世》于 10 月 11 日与爱奇艺、优酷、腾讯、Bilibili 等视频巨头一同实现全网首播，截至目前已实现超过 124 万次播放。

图 19：内容矩阵囊括各类主流资源



数据来源：官方App，西南证券整理

会员月费 19.9 元，会员权益丰富。“天翼超高清”超高清 VIP+会员每月费用为 19.9 元，可随时无限次观看包含超高清视频 App 内的各类视频内容服务；此外，用户也可以选择购买超高清视频点播包，费用为 5 元/次，内含 5 张观影券，可观看含超高清视频在内的任意 5 部/集付费视频内容。与主流视频应用相比，“天翼超高清”会员月费基本持平（未包含连续包月），且拥有较为稀缺的 VR 内容，存在一定竞争优势。

表 11: 主流视频应用会员权益对比

企业类型	产品名称	会员类型	资费	是否包含 VR 内容
运营商	天翼超高清	1 个月	19.9 元	含 VR
		点播包	5 元/次	
	咪咕视频	连续包月	6 元	-
		1 个月	20 元	
		3 个月	55 元	
		12 个月	175 元	
沃视频	1 个月	29.9 元	含 VR	
互联网	爱奇艺	连续包月	15 元	含 VR
		1 个月	19.8 元	
		连续包季	45 元	
		3 个月	58 元	
		连续包年	178 元	
		12 个月	198 元	
	优酷	连续包月	15 元	-
		连续包季	45 元	
		季度会员	56 元	
		半年会员	108 元	
		连续包年	178 元	
		年度会员	198 元	
	腾讯视频	连续包月	15 元	-
		1 个月	20 元	
		连续包季	45 元	
		3 个月	58 元	
		连续包年	178 元	
		12 个月	198 元	

数据来源: 官方 App, 西南证券整理 (数据截至 2019.11.12)

截至 2018 年 12 月 31 日, 公司视频业务拥有累计注册用户数 5.1 亿, 全年累计付费用户数 5841 万, 全年用户累计使用市场 4.8 亿小时, 月均流量拉动 6368TB。**我们认为, 5G 消耗流量较 4G 提升显著, 运营商视频应用在 5G 商用初期具备一定流量优势, 可较快提升会员数量及流量拉动数据。**

表 12: 公司视频业务核心数据

年度	累计注册用户数 (万)	全年用户累计使用时长(万小时)	全年累计付费用户数 (万)	月均流量拉动 (TB)
2017	40295	78919	6461	8918
2018	50993	47856	5841	6368

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3.2.2 天翼云 VR

行业处于“部分沉浸”阶段，技术突破加速产业发展进程。VR 是指利用电脑提供给使用者一个视觉、听觉、触觉等感官模拟的三维虚拟空间。业界将虚拟现实技术发展划分为无沉浸、初级沉浸、部分沉浸、深度沉浸和完全沉浸等 5 个阶段。目前，行业整体处于部分沉浸期，主要表现为 1.5k-2k 单眼分辨率、100°-120° 视场角、20 毫秒 MTP 时延、4K/90 帧率渲染处理能力等。

表 13：虚拟现实沉浸体验分类情况

技术体系	体验层级	初级沉浸 (E)	部分沉浸 (P)	深度沉浸 (D)	完全沉浸 (FI)
近眼显示	单眼屏幕分辨率门槛	接近 1K	1.5K-2K	3K-4K	≥8K
	视场角 (FOV)	90-1000	100-1200	1400 左右	2000
	角分辨率 (PPD)	≤15	15-20	30 左右	60 左右 (人眼极限)
	可变焦显示	否	否	是	是
内容制作	360 全景视频分辨率 (弱交互)	4K	8K	12K	24K
	游戏等内容分辨率 (强交互)	2K	4K	8K	16K
	虚拟化身	-	-	虚拟化身	精细化虚拟化身
网络传输	码率 (Mbps) - 弱交互	≥40	≥90	≥290/≥160	≥1090/≥580
	码率 (Mbps) - 强交互	≥40	≥90	≥360	≥440
	MTP 时延 (ms)	20	20	20	20
	移动性	有线连接	有线/无线并存		无线
渲染处理	渲染计算	2K/60FPS	4K/90FPS	8K/120FPS	16K/240FPS
	渲染优化	-	-		注视点渲染
感知交互	追踪定位	Outside-In		Inside-Out	
	眼动交互	-	-		眼球追踪
	声音交互	-	沉浸声		个性化沉浸声
	触觉交互	-	触觉反馈		精细化触觉反馈
	移动交互	-	虚拟移动 (行走重定向等)		高性能虚拟定向

数据来源：中国通信院，西南证券整理

目前，VR 产业核心技术愈发成熟，在画面质量、图像处理、眼球捕捉、3D 声场、人体工程等方面均取得了长足进步。随着 5G 技术的成熟应用，过往制约产业发展的诸如分辨率低、码率低、眩晕感强、渲染能力弱、舒适度差等痛点将得到有效解决，有望进一步提升 VR 技术的用户体验，激发 VR 产业的商用潜力。

- **5G 技术提升 VR 观看体验。**VR 产品需要更高的分辨率和码率，主流视频平台播放 1080P 视频的码率在 1-2Mbps，而 VR 视频的播放需要更高的码率水平(以《Henry》为例，分辨率为 5K，码率为 20.8Mbps)，而现有网络的带宽无法满足 VR 视频的流畅播放。前文提到，5G 的网络速率可达到 100Mbps 以上，VR 产品的观看体验将得到有效保证。
- **VR 上云解决行业痛点。**主流 VR 产品将处理芯片放置于 VR 外显设备中，而移动端处理芯片性能仍不足以承载较高的画质水平，而且较重的头显设备不适合长时间

佩戴。如依托 5G 低时延特性,将 VR 内容上云,就可以将图像处理数据由大型 CPU、GPU 进行运算,并向移动端外显设备输出完美画质。

消费级产品不断问世,市场规模有望快速增长。在技术突破、应用场景拉动下,VR 产业消费级产品不断问世。2019 年 9 月,华为推出 HUAWEI VR Glass,采用了超短焦光学系统、三段式折叠光路、5 像素高精度校准,单眼分辨率达到 1600*1600,像素密度达到 1058PPI,眼镜厚度仅为 26.6 毫米。此前亦有 Nreal light、3Glasses X1、Nreal light 等产品陆续问世。

图 20: HUAWEI VR Glass



数据来源:官方网站,西南证券整理

根据 IDC 数据显示,2019 年第一季度全球 VR/AR 头显设备出货量为 130 万台,同比增加 27%,预计全年实现 760 万台出货量,同比增加 29%。2023 年,全球 VR/AR 总出货量将达到 6860 万台,2019-2023 年复合增速高达 73%。

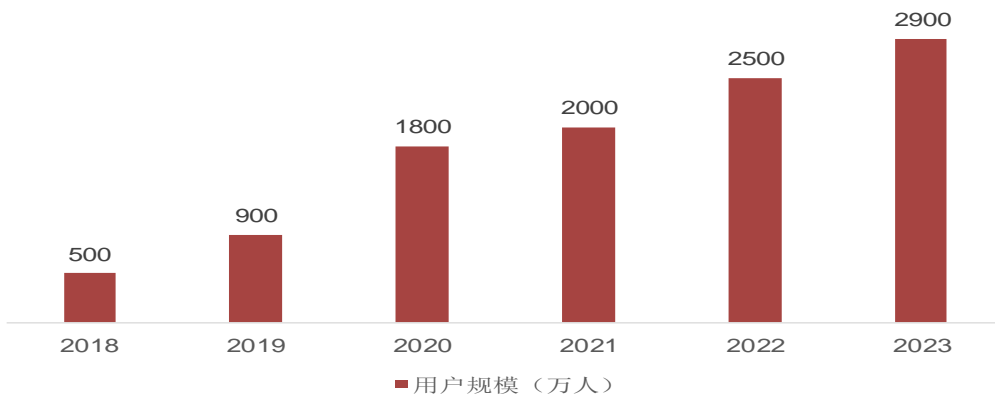
表 14: 2017-2023 年全球 VR/AR 头显设备出货量

出货量年份	2017 年	2018 年	2019 年(预测)	2023 年(预测)
VR 头显(万台)	776	574	737	3670
AR 头显(万台)	60	16	23	3190
总出货量(万台)	836	590	760	6860

数据来源:IDC,西南证券整理

VR 用户规模也处于快速增长通道内,2019 年预计有 900 余万 VR 用户,这一数字将在 2023 年增长到 2900 万人的规模。根据迪赛智库数据 市场,2019 年我国虚拟现实市场规模预计达到 550 亿元,2023 年预计将达到 4300 亿元,年均复合增速达 67.2%。

图 21: 2018-2023 年中国 VR 用户规模



数据来源: 官方网站, 西南证券整理

“天翼云 VR”是公司重点打造的 VR 内容聚合平台。2019 年 11 月 1 日, 公司推出“天翼云 VR”产品, 是依托 5G 超高速网络, 通过穿戴 VR 设备将云端的影音无损输出的超酷炫内容平台。在云平台统一承载之上, 充分发挥云网协同优势, 实现 VR 业务内容上云、渲染上云, 以深度沉浸感连接虚拟和现实, 打开新的感知、交互、融合的维度。凭借在云 VR 领域的平台系统技术创新、应用软件创新和商业模式创新, 中国电信云 VR 系统平台和应用软件项目获得“2019 世界 VR 产业大会 VR/AR 创新金奖”。

图 22: 天翼云 VR 主界面



数据来源: 官方 App, 西南证券整理

表 15: 天翼云 VR 会员体系

名称	基本费	会员特权
云 VR 白金会员	29.9 元/月	可随时无限次观看会员专区内的各类 VR 视频内容; VR 游戏时长 2 小时/月
云 VR9.9 元游戏时长包	9.9 元/次	云 VR 游戏时长 30 分钟, 60 天内有效

数据来源: 官方 App, 西南证券整理

“他山之石，可以攻玉”，引入海外先进内容+器材。中国电信号百控股与韩国 LG U+ 签订了 VR 内容引入和 VR 直播合作协议，建立战略合作关系，独家引入 LG U+ 超高清 VR 内容。“天翼云 VR” 是国内第一个引入海外优质内容和先进制作经验、独家提供百兆码率的高品质 VR 视频平台，率先引入 100Mb/s 高码率和 60fps 高刷新率 3D VR 内容，并于中国电信 5G 商用发布当天在 5G 应用天翼云 VR 上进行了同步首发。截至目前，“天翼云 VR” 旗下 VR 内容已超 1000 小时，预计年底突破 1620 小时，VR 游戏超过 20 款。

表 16: 运营商 VR 内容资源对比

运营商	现有资源	2019 年计划
中国电信	≥1000 小时	≥1600 小时；VR 游戏超 20 款
中国移动	≥800 小时	≥1100 小时；VR 游戏超 20 款

数据来源：公开资料，西南证券整理

图 23: LG U+ VR 内容示例



数据来源：北国网，西南证券整理

此外，中国电信引入了 LG U+ 拍摄技术、硬件设备，并将在超高清视频、AR/VR 应用、“3D+180 度+多机位” VR 真 4K 直播等方面开展深度合作。根据天翼云 VR、4K VR 一体机用户体验反映，天翼云 VR 画面清晰度提升 100%，沉浸感提升 70%，而之前其他产品被诟病的眩晕不适感降低了 50%。在 2019 年 10 月 28 日的中国音乐金钟奖引入了“天翼云 VR”直播服务，成为了全国首次采用 5G 技术直播的国家级艺术盛会。公司在会场外搭载 5G 高清直播区，现场通过 VR 眼镜让用户零距离感受了无延时、超高清的视听体验。公司也将对 AKB48 一周年演唱会进行 VR 巨幕直播。

图 24: 公司开展 VR 直播街头体验



数据来源: 天极网, 西南证券整理

3.2.3 天翼云游戏

云游戏是以云计算为基础的游戏方式, 所有游戏在服务器端运行, 并将渲染完毕后的游戏画面压缩后通过网络传送给用户。与传统游戏的“点击安装-下载游戏-安装游戏-玩游戏”操作步骤不同, 云游戏点开即玩, 类似于页游。此前, 云游戏受制于网络环境发展较为缓慢, 5G 网络的推出有望解决产业发展痛点, 有望引领游戏行业巨大变革。

图 25: 云游戏将引领行业巨大变革



数据来源: 百度, 西南证券整理

基于视频流的云游戏或是未来主流形式。目前，云游戏存在两种解决方案，分别是“视频流”和“指令集”。

- **“视频流”解决方案：**游戏运行在云端，云端将输出视频进行压缩、编码，通过传输协议传输到本地，本地是一个播放器，它对视频流进行播放，然后播放器内可以捕捉你手指的一些操作、滑动、点击位置，将这些操作指令的位置信息传送到云端去跟游戏本身画面的操作界面进行映射，映射形成控制指令，操控云端的游戏进行运行，将运行结果反馈到本地。
- **“指令集”解决方案：**游戏在云端用 GPU 进行指令的解析、运算，最后将运算出来的指令流传到本地，本地再对指令进行解析。

对比两种解决方案，我们可以看到起实质区别在于本地是否需要处理芯片，“视频流”对前端要求较低，并不要求前端具备运算能力；“指令集”并非完全云化，虽对网络带宽要求较小，但本地需匹配运算能力。日前推出的 Google Stadia 即是基于“视频流”解决方案，高通、华为等厂商存在基于“指令集”的云游戏解决方案，但仍不成熟。

图 26：谷歌推出云游戏平台——Stadia



数据来源：极客公园，西南证券整理

云游戏的特点和表现形式将对游戏行业产生巨大影响。我们总结主要为两点：

- 1) **付费模式变迁：**根据上文分析，“视频流”解决方案可能是云游戏未来主流呈现方式，而游戏将完全转化为流媒体形式。国内游戏市场目前以“免费下载”+“游戏内付费”作为主要付费模式，我们判断未来游戏市场付费方式将更趋向视频网站收费模式，“订阅模式”或“会员模式”将成为主流。而这种付费习惯已由视频网站实现了先期培育，故游戏行业付费模式的切换进程或将超市场预期。

表 17: 云游戏平台收费模式一览

云游戏产品	收费模式	详情
Stadia	订阅+买断	专业版会员 9 美元/月, 游戏产品售价 20-60 美元之间
天翼云游戏	会员费+时长费	白金会员 29.9 元/月, 每月 20 小时游戏时长; 5 元时长包, 云游戏时长 1 小时, 60 天内有效
咪咕快游	会员费	连续包月 29.9 元; 月卡 39.9 元; 季卡 79 元; 年卡 289 元
格来云游戏	订阅+会员费	订阅制购买游戏内容: 月卡 35.99 元; 包夜卡 5 元 会员付费: 单月/单季/半年/一年的 SVIP 会员价分别为 23.9/70/136/258 元
达龙云电脑	会员费+时长费	每个用户每天 10 分钟免费体验时间 会员费: 50 元起充, 50/100/200/300 元四个档位 时长费: 会员标配 3 元/小时, 高配 5 元/小时; 非会员标配 5 元/小时, 高配 8 元/小时
菜鸡游戏	创新定价模式	取消会员付费 在安卓版开放充值功能, 免排队卡券, 100 币=1 元, 秒进卡 1 天 8 元, 5 天 25 元, 加时卡 1 小时 1 元
红手指	会员费	GVIP 云手机: 58 元/30 天, 158 元/90 天, 388 元/365; VIP 云手机: 2 元/天, 9 元/5 天, 38 元/30 天, 98 元/90 天, 168 元/180 天, 248 元/365 天

数据来源: 官方 App, 西南证券整理

- 2) **行业规模提升:** 云游戏将对现有游戏生态产生巨大影响, 1) 不同终端间数据实现完全打通, 游戏体验实现连贯性和全场景化覆盖, 用户游戏时长有望进一步提升; 2) 游戏上云降低了中重度游戏进入门槛, 渠道下沉&游戏人口重度化将带来用户规模快速增加; 3) 中重度游戏人群占比提升, 单用户 ARPU 值将实现增长。故而我们认为, 云游戏将大幅提升游戏全行业市场规模。

“天翼云游戏”是公司游戏板块重要布局。2019 年 10 月 31 日, 公司旗下“天翼云游戏”正式亮相中国电信 5G 商用发布会。“天翼云游戏”是中国电信为 5G 用户精心打造的提供高清优质内容、跨终端体验的云游戏服务平台。通过该平台, 用户可以在 5G 高速网络环境中真正实现“即点即玩”、免下载免安装, 在不同终端体验游戏乐趣。

图 27: “天翼云游戏”体验专区


数据来源: 公司官网, 西南证券整理

加强产业合作，构建云游戏生态。2019年9月19日召开的中国电信天翼智能生态博览会上，“天翼云游戏”与Gamepoch联合宣布将在云游戏内容方面达成合作，共建高品质云游戏内容生态，后者成为“天翼云游戏”在主机云游戏、PC云游戏方面的深度合作伙伴。

图 28：“天翼云游戏”与 Gamepoch 达成合作



数据来源：新浪财经，西南证券整理

Gamepoch 是国内规模最大的主机游戏发行商,致力于国行主机游戏发行和主机电子竞技赛事运营,与海外诸多行业大型游戏公司保持长期稳定的合作关系。Gamepoch 相继为中国用户带来了数十款国行 3A 主机游戏大作,从耳熟能详的格斗电竞游戏《拳皇 14》《侍魂晓》到风靡全球的主机年度体育大作。

家庭场景是未来重要游戏场景，运营商拥有天然优势。目前，我国家庭游戏场景发展较为缓慢，2018 年我国家庭游戏机硬件和软件销售收入为 10.5 亿元，同比减少了 23.3%。除政策之外，硬件设备成本高企、游戏产品售价高昂、不同场景间游戏体验的割裂是主要制约因素，而云游戏可以较好的解决上述问题。我们认为，家庭场景或是未来弹性最大的游戏场景，是游戏生态重要一环。

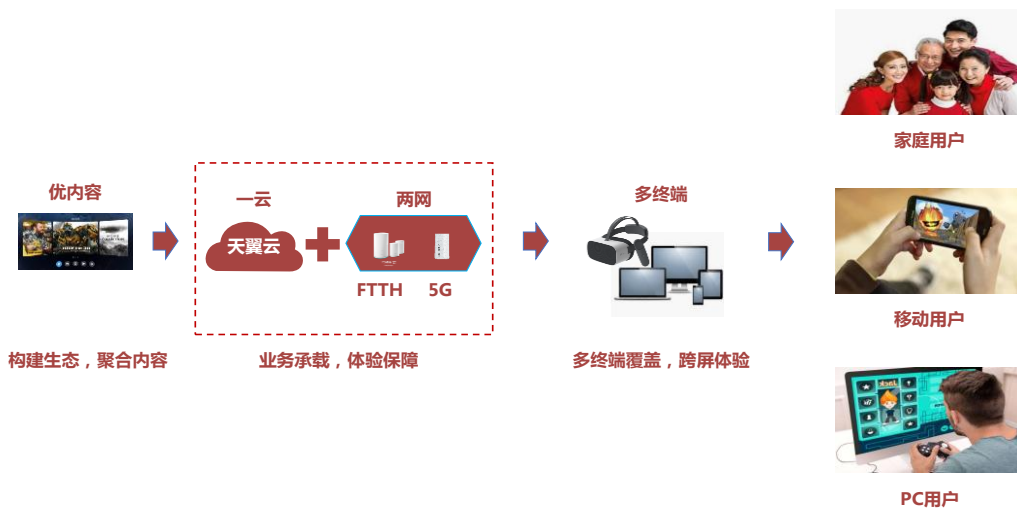
图 29: 云游戏的家庭场景解决方案示例



数据来源: ChinaJoy, 西南证券整理

中国电信在网络条件、终端布局方面均有显著优势, 其对游戏用户的全场景覆盖方面具备一定壁垒。而在此优势加持下, “天翼云游戏” 将成为中国家庭娱乐领先平台。

图 30: 依托“一云两网”优势, “天翼云游戏” 竞争优势显著



数据来源: 西南证券

3.2.4 恰临 5G 初期, 业绩拐点可期

公司互联网文娱业务存在一定周期性, 2014 年及以前, 3G 用户占比较高, 对业绩贡献也处于核心位置。随 4G 网络逐步普及, 高 ARPU 值的 4G 用户渗透率不断提升, 带动业绩快速提升。2014 年, 3G 视频业务收入占比超过 86%, 而 4G 视频业务收入占比仅为 14%, 这一情况在 2016 年前三季度即实现逆转, 4G 视频业务收入贡献已超过 3G, 成为视频业务核心业绩来源。

表 18: 天翼视讯会员订购业务核心数据

年度	2014	2015	2016 年 1-9 月
3G 视频业务收入 (万元)	51,081.09	42,289.24	20,239.61
占互联网视频业务收入比例	86.04%	64.90%	39.50%
月均付费用户数 (万户)	892	716	431
月均付费次数 (万次)	1.297	872	524
ARPU (元/月)	4.8	4.9	5.2
4G 视频业务收入 (万元)	8,284.89	22,868.22	30,996.85
占互联网视频业务收入比例	13.96%	35.10%	60.50%
月均付费用户数 (万户)	42	142	324
月均付费次数 (万次)	62	176	332
ARPU (元/月)	16.6	13.5	10.6
收入合计	59,365.98	65,157.46	51,236.47

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

目前, 运营商“携号转网”已开启, 截至 2019 年 11 月 26 日, 三大运营商“携号转网”总人数为 15226 人, 其中中国电信转入用户为 5780 户, 转出为 2606 户, 净转入 3174 户, 转入用户数占全部转入用户的 49.3%, 而中国移动转入占比为 28.1%, 中国联通占比为 22.6%, 近有一半用户转为电信用户, 中国电信用户数有望进一步提升。

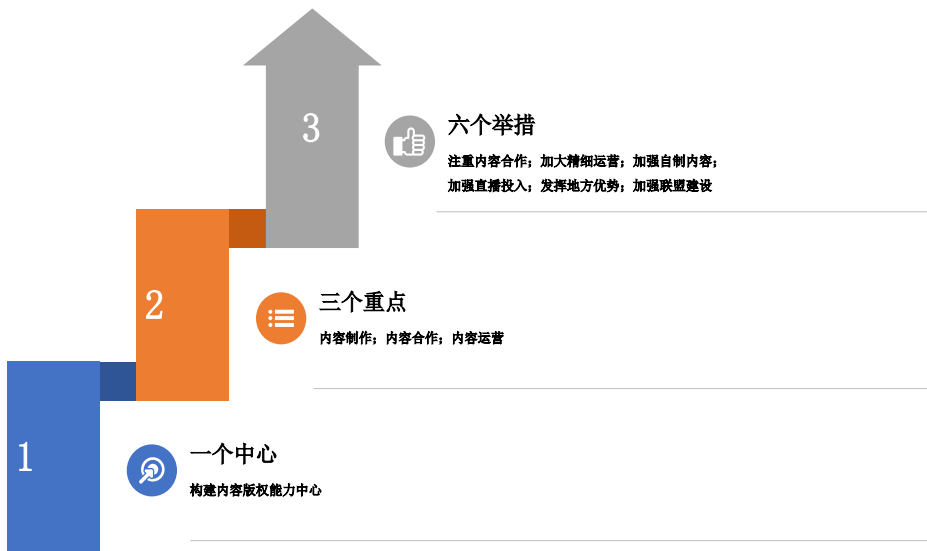
从网络流量方面, 前文已论述中国电信 5G 前瞻战略布局, 运营商在 5G 初期的显著优势, 有望助力“天翼超高清”、“天翼云游戏”、“天翼云 VR”等应用的前期用户积累, 构成一定的行业先发优势。

从内容运营方面, 公司将转为中国电信内容版权运营中心, 与国内外各大版权方进行合作, 实现在内容竞争的赛道上的积极布局。具体来说, 公司与抖音、B 站、完美世界等公司进行战略合作实现视频、游戏领域的内容丰富; 引入 LG U+ 稀缺内容资源, 推动自身在 VR 产业的影响力。

我们认为, 公司在用户、流量、内容等方面均有显著变化, 将对公司经营产生极大推动作用, 并于 5G 商用加速的 2020 年实现集中爆发, 公司营收及净利润将会有明显好转, 迎来业绩拐点。

3.3 切入内容版权运营, 推动“大视频战略”

由“管道运营”向“内容运营”进军。公司在 2018 年报中首次提出“打造中国电信内容版权运营中心”的目标, 这是对公司自身战略定位的一次重要转变, 也是对于运营商管道流量经营向互联网内容经营的主动探索。

图 31：内容运营战略——“一个中心、三个重点、六个举措”


数据来源：西南证券

为充分做好内容运营工作，公司提出详细周密的行动方针，可归纳为“一个中心、三个重点、六个举措”。其宗旨为以“天翼超高清”、“天翼云游戏”、“天翼云 VR”作为抓手践行“大视频战略”，发挥运营商资源禀赋优势，内容集约注入，业务全网开通，进而构建开放的大视频能力服务平台，最终实现内容资源差异化、网络保障差异化，双向赋能确保用户获得优异体验。

- 1) “一个中心”：即打造独有的“内容版权能力中心”，不仅实现对电信省级单位的内容支撑，也可以构建差异化的大视频娱乐平台，服务更广泛的用户群体。
- 2) “三个重点”：分别为“内容自制”、“内容合作”、“内容运营”，旨在通过加大自制内容的投入力度、优质内容方合作深度，加深内容壁垒，并对海量内容进行集约运营。
- 3) “六个措施”：
 - 注重内容合作，结合不同方式进一步加大内容的引入工作。
 - 在头部爆款内容方面，着重进行 4K/HDR、战略大 IP 的引入；
 - 腰部内容重性价比，以分成/保底模式开展合作；
 - 尾部内容通过自我转换丰富内容库，利用现有内容转码 4K 丰富超高清内容，利用视讯内容转码成巨幕影院丰富云 VR 内容。
 - 加大精细运营，以用户体验作为核心出发点，提升内容使用效率、分发效率。
 - 从用户和产品的需求出发，战略和差异化大 IP 牵引，协调协同互动；
 - 建设统一媒资管理平台、版权管理平台，提高内容复用效率，规避版权风险；

- 三大产品内容相互引流、权益叠加组合、优势互动。
- 加强内容自制
 - 引入 LG U+的直播设备, 及国内合作方的 VR 制作设备及技术, 打造精品化 VR 内容;
 - 打好国有牌、文化牌、智能牌, 联合行业 TOP 合作伙伴, 联合出品大型综艺、节目等;
 - 推动和抖音、B 站等平台的战略合作和协同。
- 加强直播投入
 - 聚焦于演艺活动、热门赛事、大型会议/盛典, 周周有热门, 月月有大事
 - 利用 LG U+的技术和设备有时候, 独家直播或联合独播, 形成行业影响力, 线上线下活动营销
- 发挥地方优势, 实现差异化的本地内容输送:
 - 为省公司提供版权内容支撑服务;
 - 发挥省公司地域优势形成联合属地运营能力, 构建本地化特色内容。**一城一品, 分城分域。**
- 加强联盟建设, 加强与国内外拥有优质版权/牌照的合作方紧密合作
 - 与 LG U+形成战略合作;
 - 与完美世界形成战略合作;
 - 筹办 XR 实验室, 发布三个 100 VR 内容等扶持计划。

截至目前, 公司正围绕内容运营战略有条不紊开展。内容运营的提升将为业务融合、文娱生态链的建立与发展提供内容基础, 为公司高质量发展提供新价值。

我们认为, 随 5G 商用进程逐步深化, 超高清、VR、云游戏将成为未来主流娱乐方式, 传媒产业将“由平面向立体沉浸时代”、“由单一场景向全场景时代”发展, 而其核心均为巨量视频流。在这个过程中, 运营商无论是在内容运营抑或生态构建方面均拥有较高竞争壁垒。

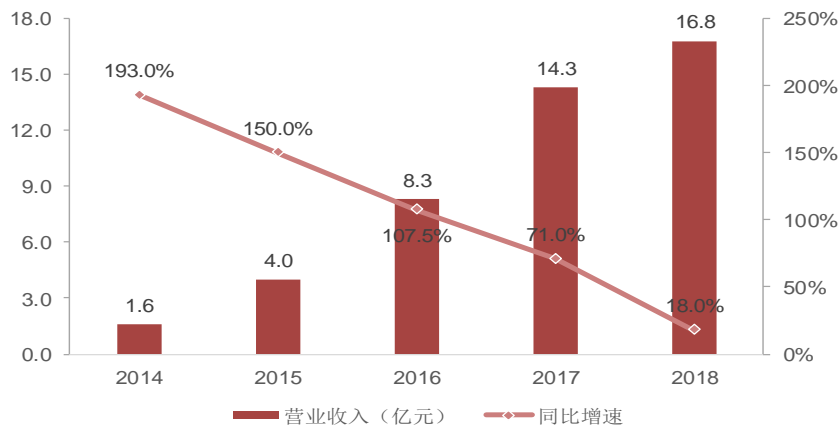
- **通道优势:** 运营商作为网络通道提供者, 5G 时代其自身数据源优势将会凸显。中国电信拥有的 5G 基站及 5G 频谱为公司向其他领域拓展提供了坚实的通道基础, 最终形成综合收益。
- **场景优势:** “大屏”是最能体现 5G 优势的应用场景, 而中国电信拥有数量庞大的入户接口, IPTV 在家庭场景渗透率绝对领先, 在家庭场景争夺中具备天然优势。
- **流量优势:** 在 5G 商用初期, 运营商在流量利用方面具备显著优势, 这是互联网企业所不具备的。

3.4 积分业务运营稳健，酒店商旅业务承压

3.4.1 公司是电信集团积分运营中心

公司拥有中国电信的积分运营权益，为电信集团全国积分运营平台——“天翼积分商城”提供专业的积分兑换服务，同时以电信积分及平台为基础，通过拓展外部积分商户联盟，设计、建造和管理多合作伙伴参与的联盟积分回馈和兑换平台，为企业及其用户提供全方位的忠诚度产品和服务。2018年，公司的积分运营业务规模进一步提升，全年实现营业收入16.8亿元，同比增加18%，是公司的主要业务之一。

图 32：公司积分业务核心数据



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司通过中国电信网上营业厅（“欢 go”网站）、掌上营业厅、公众号等入口，来运营“天翼积分商城”。该积分平台具有三大优势：1) 全国最大的客户体量；2) 全国最大的积分体量；3) 丰富的优惠商品及权益，全国连锁加盟品牌超过 70 个，实物商品和虚拟商品超过 6000 种，互通合作企业不少于 13 家。因此公司可以将消费积分和线上线下资源连接，平台覆盖 8000 个全国连电信营业厅和 30000 家线下消费门店，用户可以通过营业厅获得周边门店优惠券。

图 33：翼支付积分兑好礼



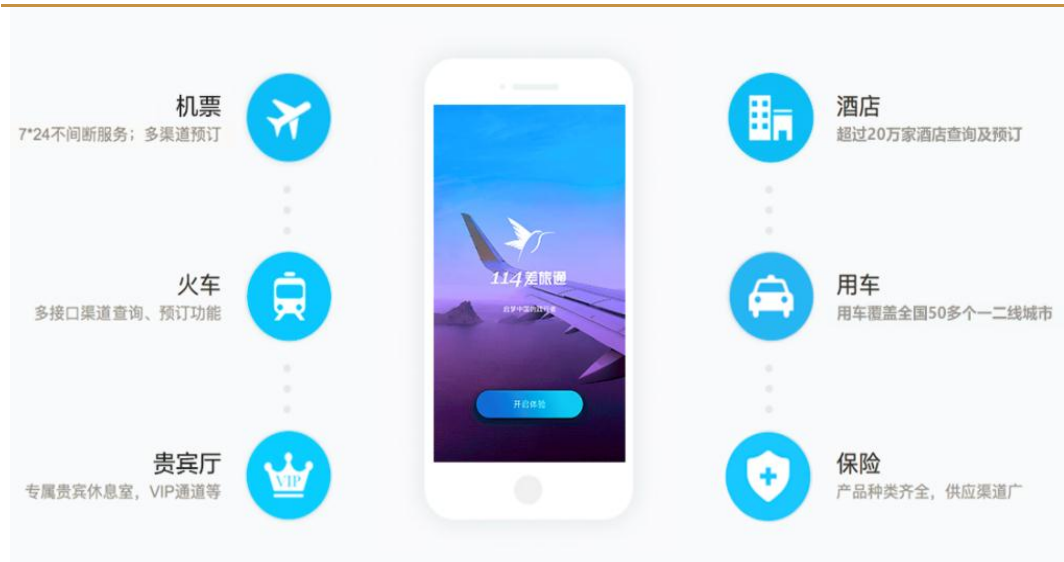
数据来源：公司官网，西南证券整理

此外，公司还针对 B 端客户推出“积分 e 管家”与“积分买卖提”产品。“积分 e 管家”可为商家提供翼积分平台接入权限，维持存量用户忠诚度的同时，提升增量客户；“积分买卖提”为商企用户提供使用积分兑换产品的平台。

3.4.2 商旅行业受压行业激烈竞争

公司商旅预订业务包括机票预订、酒店预订、餐饮预订、旅游会务、票务预订、其他本地生活服务预订等。中国电信为公司商旅业务提供商品销售及采购、业务代理服务、呼叫中心、公共平台、电路设备租赁及维护服务，并在房屋租赁、后勤服务、品牌宣传等方面提供了大力支持。公司背靠电信行业资源优势、电信天翼手机中的预装优势，以及 114/118 较高知名度和品牌公信力，公司积极围绕“互联网+”差旅服务需求，利用大数据、云计算、移动互联网等先进工具聚合“旅游出行”生态圈上下游优质资产资源，打造了交通，住宿，订餐，票务一条龙综合服务，为客户提供国内国际所有航班机票预订服务、国内 20 万家酒店预订服务、全国主要城市 1.5 万家餐馆预订服务；为政府、企事业提供差旅管理服务、会务会展、定制旅游服务。

图 34：商旅业务主要服务类别



数据来源：公司官网，西南证券整理

商旅公司在浙江、江苏、广东、福建、湖南、湖北、四川、陕西设立了 8 个分公司，在成都、南京、广州、西安分别成立了 4 个集约化呼叫中心，坐席数 600 席以上，提供全国各省的商旅查询及预订服务。

2018 年，国内差旅市场交易规模达到 220 亿，保持较快增长态势，但整体普及率仅为 20%，远低于国外成熟市场的 40% 的水平。但随着 TMC、机票代理商、航司酒店直销、费控/OA 系统供应商等不断加入市场，市场竞争渐趋激烈。以携程为首的行业龙头在在线旅游市场的垄断格局形成，互联网的用户聚集效应异常显著，导致公司商旅预订业务毛利有所下滑。

3.4.3 酒店行业进入红海时代，公司酒店业务盈利能力不高

公司的酒店管理业务主要通过下属的尊茂酒店集团实施管理运营，自有、委托管理及品牌加盟酒店共计 53 家，可售房数共计 8555 间，酒店遍布 11 个省、34 个市。酒店业务以“尊茂精选”、“茂”、“之茂”为代表的中端品牌为主要发展目标，投资以盘活电信闲置资产、开发“茂居”系列实现多品牌战略。公司酒店业务虽然发展稳定，但面对激烈的竞争格局，提价承压，成本上升，盈利能力并不乐观。2018 年，公司酒店业务实现营业收入 5.5 亿元，同比继续下滑 1.2%，其中客房收入 1.6 亿元，餐饮收入 2.4 亿元，全年实现净利润 2922 万元，同比增加 9.9%，净利润率为 8.1%。

图 35：酒店业务地点分布



数据来源：公司官网，西南证券整理

国际品牌积极布局中端酒店，中端酒店市场的竞争更加激烈。目前，锦江国际酒店集团、首旅集团、华住市占率排名前三，紧随其后的是格林豪泰酒店、东呈酒店、尚美生活等品牌。同时，随着新兴资金注入，中端市场迎来“野蛮人”的冲击，特色小镇、养老酒店民宿、公寓等非标住宿产品挤占了部分酒店业的消费市场，甚至直指酒店业的长期消费群体——商旅人士，酒店运营业务面对激烈的竞争格局。

4 国企改革进程深化，混改落地预期强

自改革开放以来，国有企业改革就一直是国家经济体制改革的中心环节。回顾 1978 年以来的国企改革历程，大致分为四个历史时期：分别为**经营管理方式变革时期**、**国有企业制度改革时期**、**国有资产监督管理体制改革时期**、**深化国企改革时期**，虽侧重点各不相同，但均围绕三条主线开展：一是改革政府与企业的关系，二是改革国有企业自身的制度安排，三是完善国有企业的外部环境。

表 19：国有企业改革政策梳理

年份	时期	具体政策	工作内容
1978-1988	经营管理方式变革时期	1979.7 《关于扩大国营工业企业经营管理自主权的若干规定》	放权让利和两权分离
		1979.7 《关于国营企业实行利润留成的规定》	
		1979.7 《关于开征国营工业企业固定资产税的暂行规定》	
		1979.7 《关于提高国营工业企业固定资产折旧率和改进折旧率使用办法的暂行规定》	
		1979.7 《关于国营工业企业实行流动资金全额信贷的暂行规定》	
		1984 《关于经济体制改革的决定》	
		1986.12 《关于深化企业改革增强企业活力的若干规定》	
1988-1998	国有企业制度改革时期	1992.5 《股份制试点办法》	转换企业经营机制、建立现代企业制度与国有企业重组
		1992.7 《全民所有制工业企业转换经营机制条例》	
		1992.10 十四大提出“建立社会主义市场经济体制是中国经济体制改革的目标”	
		1993 《关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》	
		1994.12 《关于国家体改委联系的 30 家现代企业制度试点企业和 1 家国家控股公司试点工作的有关通知》	
		1996.6 《关于加快国有小企业改革的若干意见》	
		1997.5 《关于进一步深化和扩大大型企业集团试点的意见》	
1998-2012	国有资产监督管理体制改革时期	2002 十六大提出“国有资产由国家统一所有，委托政府履行出资人职责……”	国有经济战略性调整、设立国资委、完善国有企业法人治理结构、垄断行业改革
		2003.5 《企业国有资产监督管理暂行条例》	
		2003.10 《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》	
		2004.6 《中央企业负责人薪酬管理暂行办法》	
		2004.6 《关于中央企业建立和完善国有独资公司董事会试点工作的通知》	
		2004 《国有独资公司董事会试点企业外部董事管理办法》	
2012-至今	深化国企改革时期	2015.9 国务院 《关于深化国有企业改革的指导意见》	以发展混合所有制经济为突破口，推动各项改革进程
		2015.9 国务院 《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》	
		2015.10 《关于鼓励和规范国有企业投资项目引入非国有资本的指导意见》	
		2016.3 《关于 2016 年深化经济体制改革重点工作意见的通知》	
		2016.8 《国有控股混合所有制企业员工持股试点的意见》	
		2018.3 《关于开展“国企改革双百行动”企业遴选工作的通知》	
		2018.8 《国企改革“双百行动”工作方案》	
		2019.11 《中央企业混合所有制改革操作指引》	
		2019.11 《关于进一步做好中央企业控股上市公司股权激励工作有关事项的通知》	
2019.11 《关于加强中央企业内部控制体系建设与监督工作的实施意见》			

数据来源：政府官网，西南证券整理

混合所有制改革是当前国企改革的核心主题，是贯穿于整个国企改革进程的。1993年，党的十四届三中全会《关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》最早提出了混合所有制经济的思想，并在1997年党的十五大文件中出现了混合所有制经济的表述。在2013年党的十八届三中全会为混合所有制经济注入了新的内容，指出“国有资本、集体资本、非公有资本等交叉持股、相互融合的混合所有制经济，是基本经济制度的重要实现形式”。2017年党的十九大报告提出“完善各类国有资产管理体制，改革国有资本授权经营体制，推动国有资本做强做优做大，发展混合所有制经济，培育具有全球竞争力的世界一流企业。2018年的“双百行动计划”使混改由试点走向综合性改革，此次行动主要目标是稳妥推进股权多元化和混合所有制改革。2019年，国家陆续颁布了《中央企业混合所有制改革操作指引》、《中央企业控股上市公司股权激励工作有关事项的通知》、《加强中央企业内部控制体系建设与监督工作的实施意见》等指引文件，对大型央企的所有制度、管理制度等方面进行了进一步指引，其中《中央企业混合所有制改革操作指引》对中央企业所属各级子企业通过产权转让、增资扩股、首发上市、上市公司资产重组等方式，引入非公有资本、集体资本实施混合所有制改革的具体操作规定了指引。

2019年两会政府工作报告明确提出加快国资国企改革，积极稳妥推进混合所有制改革，尤其提出完善公司治理结构，建立职业经理人等制度，自然垄断行业要根据不同行业特点实行网运分开，并且将竞争性业务全面推向市场。我们认为，2019年有望成为国企混改实现突破的关键一年，大型央企混改进程有望加速。

5G时代来临，混改红利有望助推公司乘风破浪。在5G产业的推动下，2C、2H、2B端会呈现新的产品形态，而“云、网、端”协同下，也将产生新的生态化学反应，塑造全新业务模式，这一系列新变化是给予中国电信运营商的绝佳契机。而如何与市场进行相互融合、交叉赋能、重新定义、重新组合也是国企机制体制改革所赋予的重要任务。以联通为例，电信运营商如何通过混合所有制改革引入BAT等战略投资者对后续发展极为重要，不仅对原有国企股权结构、管理方式进行优化，还可将自身优势与行业巨头形成互补和协同。

2018年，中国电信混改迈出关键步伐，中通服、翼支付等公司混改试点工作逐步推进，翼支付A轮引入前海母基金、中信建投、东兴证券和中广核资本等四家战略投资者。2019年9月20日，号百控股副总经理张明杰在第十一届天翼智能生态博览会对公司5G战略进行了相关阐述，指出“通过资本层面的力量，借助已有的对外投资平台，进行相互参股、成立合资公司等资本合作，并在混改、股权投资等过程中，寻找并购标的，推动号百控股的混改计划。”

图 36: 公司高管发布 5G 主题演讲



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

作为中国电信 A 股唯一上市平台, 公司有望持续推进混合所有制改革进程, 借助混改东风实现管理机制、业务条线的理顺, 实现工作效率、经营效益的双重提升。

5 盈利预测与估值

核心假设:

假设 1: 5G 用户渗透率逐步提升, “天翼超高清”、“天翼云 VR”、“天翼云游戏”等应用开始贡献业绩, 2019-2021 互联网文娱业务毛利率维持在 35%-36%左右;

假设 2: 随着 5G 套餐用户增长, 公司积分兑换业务保持平稳较快增长, 毛利率维持在 3%-5%的水平。

表 20: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
互联网文娱	收入	1868.3	1779.3	2524.4	3551.5
	增速	-35.9%	-4.8%	41.9%	40.7%
	毛利率	37.5%	34.6%	35.8%	36.3%
积分兑换	收入	1681.0	2017.2	2420.6	2856.3
	增速	17.9%	20.0%	20.0%	18.0%
	毛利率	3.5%	3.0%	3.0%	5.0%
电子商务	收入	433.5	398.8	410.7	423.1
	增速	-16.3%	-8.0%	3.0%	3.0%
	毛利率	9.1%	9.0%	9.0%	9.0%

单位: 百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
宾馆酒店	收入	511.8	537.3	564.2	592.4
	增速	0.8%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	40.8%	40.0%	40.0%	40.0%
其他	收入	52.2	41.7	39.7	37.7
	增速	-73.8%	-20.0%	-5.0%	-5.0%
	毛利率	70.1%	70.0%	70.0%	70.0%
合计	收入	4546.7	4774.4	5959.6	7460.9
	增速	-18.3%	5.0%	24.8%	25.2%
	毛利率	22.9%	20.0%	21.3%	23.2%

数据来源: Wind, 西南证券

预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.33 元、0.46 元和 0.70 元。公司是最纯正的 5G 标的之一, 在 5G 商用领域处于领先地位, 且兼有“业绩拐点”、“混改预期”主题, 首次覆盖给予“增持”评级。

表 21: 可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
002555	三七互娱	21.69	0.47	0.97	1.16	1.31	19.89	22.20	18.32	19.17
603444	吉比特	293.27	10.06	12.44	14.46	16.64	14.72	23.57	20.28	17.63
300494	盛天网络	14.49	0.22	0.23	0.40	0.52	44.73	61.83	36.55	27.68
300113	顺网科技	21.52	0.46	0.65	0.76	0.90	27.44	32.95	28.40	24.03
300413	芒果超媒	30.46	0.87	0.66	0.85	1.01	42.33	46.27	35.89	30.24
603533	掌阅科技	16.66	0.35	0.33	0.35	0.40	51.18	50.77	47.52	41.40
平均值							36.68	42.20	32.91	28.15

数据来源: Wind, 西南证券整理 (数据截至 2019.11.30)

6 风险提示

5G 商用进程不及预期的风险, 市场竞争加剧的风险, 新业务拓展不及预期的风险, 核心人才流失的风险, 混改进程不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4546.70	4774.37	5959.63	7460.92	净利润	275.19	280.80	384.96	589.93
营业成本	3503.97	3817.37	4692.89	5726.92	折旧与摊销	215.77	164.25	164.25	164.25
营业税金及附加	30.08	28.65	35.76	44.77	财务费用	-63.40	-61.31	-62.48	-69.02
销售费用	226.76	119.36	148.99	186.52	资产减值损失	0.45	0.00	0.00	0.00
管理费用	381.56	572.92	715.16	895.31	经营营运资本变动	266.49	-115.37	-44.07	-35.51
财务费用	-63.40	-61.31	-62.48	-69.02	其他	-22.24	-75.87	-6.78	-9.83
资产减值损失	0.45	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	672.26	192.50	435.88	639.80
投资收益	52.18	30.00	30.00	30.00	资本支出	-220.50	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	-0.08	-0.05	-0.06	其他	-391.56	29.92	29.95	29.94
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-612.06	29.92	29.95	29.94
营业利润	336.85	327.31	459.26	706.37	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-2.65	13.72	8.27	10.08	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	334.21	341.03	467.52	716.45	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	59.02	60.23	82.57	126.53	支付股利	-79.57	-52.46	-53.11	-73.00
净利润	275.19	280.80	384.96	589.93	其他	-36.59	57.64	62.48	69.02
少数股东损益	12.89	15.26	19.96	31.07	筹资活动现金流净额	-116.16	5.18	9.37	-3.98
归属母公司股东净利润	262.29	265.54	365.00	558.85	现金流量净额	-55.96	227.60	475.19	665.77
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	3843.66	4071.26	4546.46	5212.22	成长能力				
应收和预付款项	1333.63	1325.88	1711.01	2120.37	销售收入增长率	-18.31%	5.01%	24.83%	25.19%
存货	19.02	20.70	23.47	30.08	营业利润增长率	17.36%	-2.83%	40.31%	53.81%
其他流动资产	71.60	75.18	93.85	117.49	净利润增长率	1.93%	2.04%	37.09%	53.24%
长期股权投资	17.26	17.26	17.26	17.26	EBITDA 增长率	6.47%	-12.06%	30.40%	42.88%
投资性房地产	162.96	162.96	162.96	162.96	获利能力				
固定资产和在建工程	836.69	737.50	638.31	539.12	毛利率	22.93%	20.04%	21.26%	23.24%
无形资产和开发支出	200.77	154.04	107.31	60.58	三费率	11.99%	13.22%	13.45%	13.57%
其他非流动资产	207.28	188.95	170.62	152.30	净利率	6.05%	5.88%	6.46%	7.91%
资产总计	6692.86	6753.73	7471.25	8412.37	ROE	5.54%	5.40%	6.96%	9.75%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	4.11%	4.16%	5.15%	7.01%
应付和预收款项	1116.25	1146.24	1442.39	1760.87	ROIC	14.07%	15.63%	23.05%	36.85%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	10.76%	9.01%	9.41%	10.74%
其他负债	605.18	407.07	496.59	602.31	营运能力				
负债合计	1721.44	1553.31	1938.98	2363.18	总资产周转率	0.69	0.71	0.84	0.94
股本	795.70	795.70	795.70	795.70	固定资产周转率	5.82	6.76	9.81	14.68
资本公积	2383.44	2383.44	2383.44	2383.44	应收账款周转率	4.02	5.33	5.53	5.54
留存收益	1298.41	1511.50	1823.39	2309.24	存货周转率	150.72	192.11	203.18	202.51
归属母公司股东权益	4476.90	4690.63	5002.53	5488.38	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	122.10%	—	—	—
少数股东权益	494.53	509.78	529.74	560.82	资本结构				
股东权益合计	4971.42	5200.42	5532.27	6049.19	资产负债率	25.72%	23.00%	25.95%	28.09%
负债和股东权益合计	6692.86	6753.73	7471.25	8412.37	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.09	3.57	3.32	3.19
					速动比率	3.08	3.56	3.30	3.18
					股利支付率	30.34%	19.76%	14.55%	13.06%
					每股指标				
					每股收益	0.33	0.33	0.46	0.70
					每股净资产	5.63	5.90	6.29	6.90
					每股经营现金	0.84	0.24	0.55	0.80
					每股股利	0.10	0.07	0.07	0.09
业绩和估值指标									
EBITDA	489.22	430.24	561.03	801.59					
PE	56.00	55.32	40.24	26.28					
PB	3.28	3.13	2.94	2.68					
PS	3.23	3.08	2.46	1.97					
EV/EBITDA	21.13	23.49	17.16	11.18					
股息率	0.54%	0.36%	0.36%	0.50%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
北京	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	高梦悦	销售经理	18682149415	18682149415	gaomy@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn