

牌照构筑护城河，创新+内容注入新动能

——新媒股份（300770）首次覆盖

报告关键要素：

公司主要业务包括广东省内 IPTV 运营、全国 OTT 运营。IPTV 基础业务用户数从 16 年的 457 万户增长至 19 上半年的 1685 万户。19 年 6 月底，云视听系列产品累计激活用户数达 2.5 亿 (+87%)。迅速扩大的用户群带动公司业绩高速增长，2019 前三季度公司实现营收 7.3 亿元 (+65%)，归母净利润 2.8 亿元 (+77%)，处于增长的快车道中。

投资要点：

- 牌照+技术+版权投入，资本加持下公司发展进入快车道：**1) 公司拥有广电总局授予的广东省唯一 IPTV 经营牌照，2018 年末广东常住人口 1.1 亿人，全国第一，具备人口基数优势。2) 公司 IPTV 集成播控平台国内领先，上市后，公司拟投入 4.6 亿元促现有的融合云平台项目升级再出发。3) 8 亿元资金投资版权内容，丰富内容库。
- 短中期看渗透率&ARPU 提升：**渗透率提升带来用户基数的扩大，带动基础业务营收以及广告价值的提升。广东省内 IPTV 对固定宽带接入用户的渗透率从 16 年的 16% 提升至 19H1 的 43.8%，在全国 31 个省市中排名在中部，有望提升至 70%。云视听极光的日活用户有望赶超酷喵，与银河奇异果相当，公司 OTT 业务的用户数还远未到天花板。精细化运营带来公司 ARPU 提升，公司 18 年 IPTV 基础业务 ARPU 值为 27.1 元，较 16 年下降 3.4 元，主要受广东移动加速发展用户的影响。公司 ARPU 值有望在用户达到一定规模后回升。
- 长期看 5G 时代客厅场景价值的提升：**聚焦客厅场景，构建家庭生态圈，挖掘多元化价值。5G 时代客厅大屏有望成为家庭互联网入口，公司有望为用户打造开放的服务型平台，通过客厅场景触达更多消费需求。
- 盈利预测与投资建议：**给予公司 20 年 40 倍的估值，预计 19-21 年 EPS 分别为 2.73/3.64/4.79 元，归母净利润分别为 3.51/4.67/6.15 亿元，对应目标价 145.60 元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。
- 风险因素：** IPTV、OTT 付费或用户拓展不及预期；新娱乐形式的冲击；牌照授权风险；传媒行业政策收紧。

	2018 年	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿元)	6.43	9.16	11.78	15.23
增长比率(%)	44.2	42.4	28.6	29.2
净利润(亿元)	2.05	3.51	4.67	6.15
增长比率(%)	86.9	71.0	33.0	31.7
每股收益(元)	1.60	2.73	3.64	4.79
市盈率(倍)	—	42.74	32.14	24.40

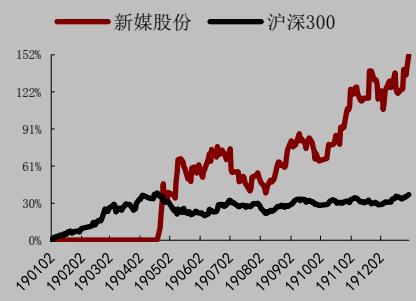
数据来源：WIND，万联证券研究所

买入（首次）

日期：2019 年 12 月 31 日

基础数据

行业	互联网传媒
公司网址	www.snm.gd.cn
大股东/持股	广东广播电视台/25.6%
实际控制人/持股	广东广播电视台/38.7%
总股本(百万股)	128.37
流通A股(百万股)	32.10
收盘价(元)	131.40
总市值(亿元)	168.67
流通A股市值(亿元)	42.18

个股相对沪深 300 指数表现

数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2019 年 12 月 30 日

相关研究**分析师：王思敏**

执业证书编号：S0270518060001

电话：01056508508

邮箱：wangsm@wlzq.com.cn

研究助理：徐益彬

电话：075583220315

邮箱：xuyb@wlzq.com.cn

请阅读正文后的免责声明

目录

1、领先的新媒体运营平台，高管激励促积极性	4
2、政策推动下，拥有更高用户基数的地区具备优势	7
2.2 IPTV、OTT 替代传统有线电视，称霸客厅场景	9
3、牌照优势打造壁垒，深化运营放大价值	13
3.1 IPTV 业务：借助运营商渠道快速铺开，渗透率空间可观	13
3.2 OTT 业务：背靠优质内容方，腾讯云视听系列持续扩大用户群	17
4、三大优势奠定腾飞基石，客厅场景价值有望在 5G 时代重估	20
4.1 核心优势：牌照+技术+版权，资本加持下发展进入快车道	20
4.2 核心逻辑：短中期看渗透率&精细化运营，长期看大屏价值提升	22
5、盈利预测与估值	24
6、风险提示	25

图表 1：公司历史沿革	4
图表 2：公司股权结构	5
图表 3：2015 年以来营业收入和归母净利润情况	5
图表 4：公司盈利能力不断提升	5
图表 5：2015 年以来各业务营收构成：IPTV 营收占比逐年提升	6
图表 6：2016 年以来各业务毛利构成：IPTV 业务占比超 70%	6
图表 7：公司募集资金拟投入的项目情况（万元）	6
图表 8：IPTV、OTT 产业相关政策	7
图表 9：各省 2018 年常住人口数量（万人）	9
图表 10：各省 2018 年居民人均可支配收入（万元）	9
图表 11：IPTV、OTT 业务对比：产业链、运作模式、牌照相似	9
图表 12：IPTV、OTT 业务相关牌照、牌照持证机构，及经授权经营的企业	10
图表 13：IPTV、OTT 产业链情况	11
图表 14：IPTV、OTT 产业运营模式	11
图表 15：中国家庭电视收视格局（含复合收视）	12
图表 16：中国 IPTV、OTT 用户数量及增速	12
图表 17：德国 IPTV 渗透率、美国 OTT 渗透率，与中国渗透率的对比	13
图表 18：IPTV 产业运营链	13
图表 19：广东电信专网传输的 IPTV 用户界面图	14
图表 20：与三大运营商合作情况	15
图表 21：IPTV 业务用户数及整体 ARPU 值	15
图表 22：IPTV 业务 ARPU 值：分运营商（单位：元/年）	15
图表 23：IPTV 业务 2014–2018 年毛利率	16
图表 24：IPTV 业务 2014–2018 年营收情况（万元）	16
图表 25：IPTV 基础业务、增值业务营收占比	16
图表 26：智能电视全天点播媒体使用排行（家庭）	18
图表 27：OTT 业务布局情况	18
图表 28：云视听极光发展阶段	19
图表 29：云视听 MoreTV 2017–2018 年用户增长及分成	19
图表 30：云视听极光 2016–2018 年用户增长及分成	19
图表 31：OTT 业务 2014–2018 年营收情况（万元）	20

图表 32: OTT 业务 2014-2018 年毛利率变动情况	20
图表 33: 2016 年来公司持续加码研发 (万元)	21
图表 34: 2019 年度全国广电十佳融媒体名单	21
图表 35: 2016 年来公司采购版权支出逐年提升	21
图表 36: 公司提供超 1.5 万小时 VIP 片库	21
图表 37: 2019-2021 年公司版权内容投入计划情况 (万元)	22
图表 38: 广东省 IPTV 对固定宽带渗透率情况	23
图表 39: 云视听极光用户数远未到天花板	23
图表 40: 广东省 IPTV 基础业务 ARPU 值情况	23
图表 41: 构建家庭生态圈, 挖掘多元价值	23
图表 42: 公司主要业务营收预测 (百万元)	24
图表 43: 可比公司估值情况	25

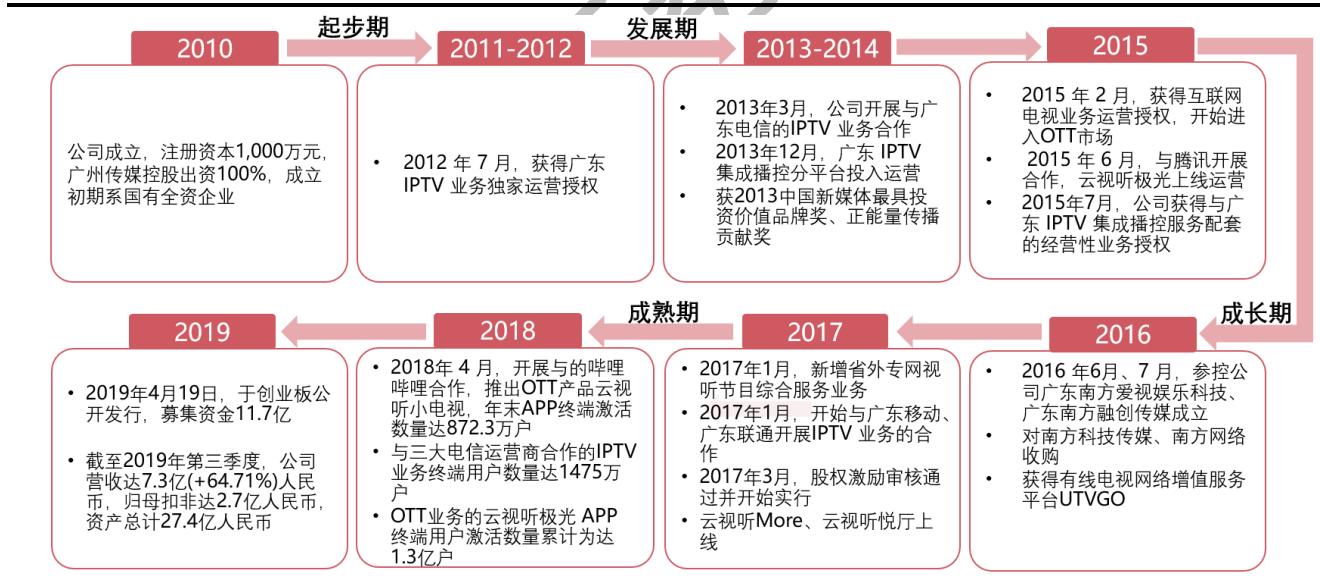
万联证券

1、领先的新媒体运营平台，高管激励促积极性

新媒股份即广东南方新媒体股份有限公司，是全国首家实现独立IPO上市的播控平台运营公司。公司主要业务为交互式网络电视（IPTV）业务、互联网电视（OTT）业务。公司具有IPTV广东地区平台运营市场的绝对垄断优势、渠道优势。公司OTT业务“云视听”系列产品优势明显，与腾讯在运营推广、版权、内容方面深度合作，OTT端DAU居行业前三。此外，公司还积累了大数据、云计算等方面新媒体领域前沿核心技术。未来，依托公司现有的资质、渠道、市场护城河，以及产品竞争优势、技术先发优势，公司主营业务营收、利润有望进一步快速增长。

公司发展可分为四个阶段：起步期、发展期、成长期、成熟期。广东新南方新媒体股份有限公司于2010年7月12日成立，成立之初由广州传媒控股全资认缴，系国有独资企业。2012年，公司获得广东IPTV业务独家运营授权，IPTV业务开始起步。

图表1：公司历史沿革



资料来源：公司招股说明书、万联证券研究所

2013年，公司进入发展期。公司IPTV平台投入运营，并与广东电信开展业务合作，还取得了IPTV配套业务经营授权；2015年，公司获得互联网电视影业运营授权，开始进入OTT市场，并与腾讯开展业务合作，2015年6月，云视听极光上线运营。

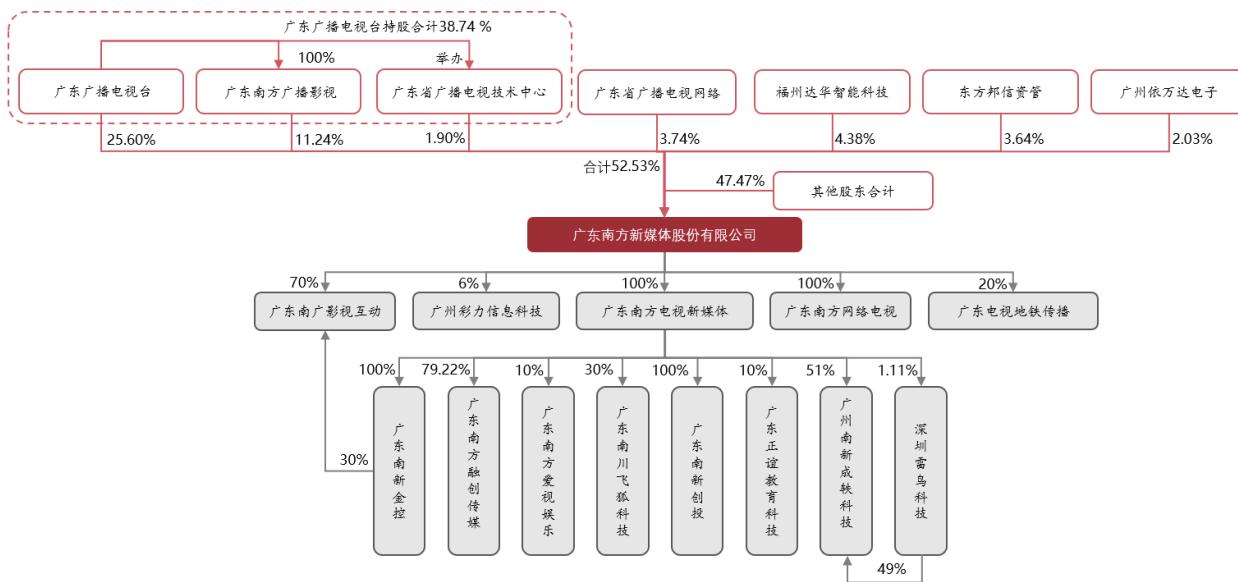
2016年，公司步入成长期，公司全面发展OTT业务，并横向拓展主营相关的周边业务。通过出资成立南方爱视娱乐、合并吸收南方科技传媒，与千杉网络合作经营云视听More，与飞狐信息、南传飞狐合作运营云视听悦厅，OTT业务规模快速增长。还通过参股南方融创传媒、南方网络，新增了便民综合信息服务平台运营业务、有线电视网络增值服务。2017年，公司成立投资公司南新金控及其子公司南新创投，开始着手产业及创业投资。此外，公司于2017年审核通过了股权激励计划并开始实行。

2018年公司步入成熟期。IPTV业务方面，公司与三大运营商合作的终端用户数量合计达1475万户。OTT业务方面，公司与哔哩哔哩开展合作，推出了OTT产品云视听小电视，2018年底，APP终端激活数量达872.3万户。与腾讯合作运营的云视听极光APP终端用户2018年底的激活数量累计为1.3亿户。2019年4月，公司于创业板公

公开发行，募集资金11.61亿。募集资金主要用于全媒体融合云平台建设、版权内容采购。截至2019年第三季度，公司营收达7.3亿元，归母扣非达2.7亿元，资产总计27.4亿元。目前，公司营收、利润保持高速增长。

公司控股股东、实际控制人为广东广播电视台。公司背靠原广东传媒集团，广东广播电视台直接持有25.60%的股权，广东广播电视台旗下子公司持有公司股权的还有：广东南方广播影视持有11.24%，广东省广播电视网络股份有限公司持有3.74%，广东省广播电视技术中心持有1.90%。广东广播电视台合计控制公司42.48%的股权，为公司的实际控制人。其他主要股东还包括福州达华科技、东方邦信资管、广州倚万达电子，分别持有公司4.38%、3.64%、2.03%的股份。

图表2：公司股权结构



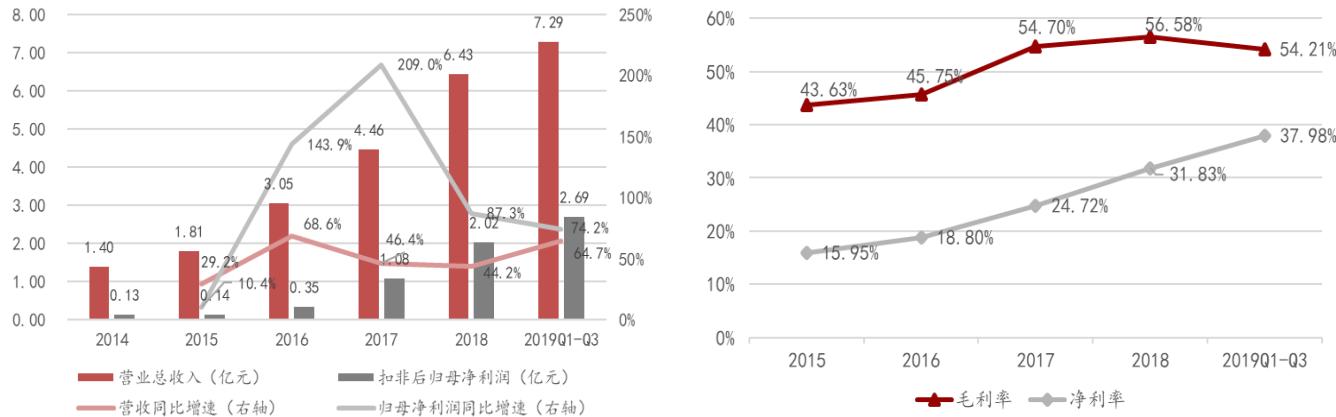
资料来源：公司公告、万联证券研究所

从主营业务看，公司参控的子、孙公司主营业务主要为以下三类：经营互联网电视业务，进行产业投资和创业投资业务，经营公司主营的其他新媒体业务。南传飞狐科技、南新成铁科技、南方爱视娱乐主营互联网电视业务。南方电视新媒体、南新金控、南新创投主营为新媒体投资、创投业务。南方网络电视传媒主营有线电视网络增值服务，广州彩力信息科技主营电视端彩票业务，南广影视互动主营省外专网视听节目综合服务业务，南方融创传媒主营便民综合信息服务平台运营业务，广东电视地铁传播主营地铁电视业务，广东正谊教育科技主营教育培训业务。

公司业绩维持高速增长，盈利能力不断提升。随着新媒体行业快速发展，公司的IPTV、互联网电视业务大幅增长，IPTV+OTT打造新媒体业务运营龙头，双轮驱动业绩高增长。其中IPTV业务立足广东，受益于终端用户数量的增长，是营收最大来源；OTT业务联姻腾讯打造云视听极光业内领先，增长潜力大。2019年前三季度，公司实现营收7.29亿元，同比增长65%，归母净利润2.77亿元，同比增长77%。盈利能力方面，受高毛利率的OTT业务占比提升的影响，公司综合毛利率水平随之提升。2019年以来，受IPTV业务版权摊销的影响，公司毛利率短期承压。

图表3：2015年以来营业收入和归母净利润情况

图表4：公司盈利能力不断提升

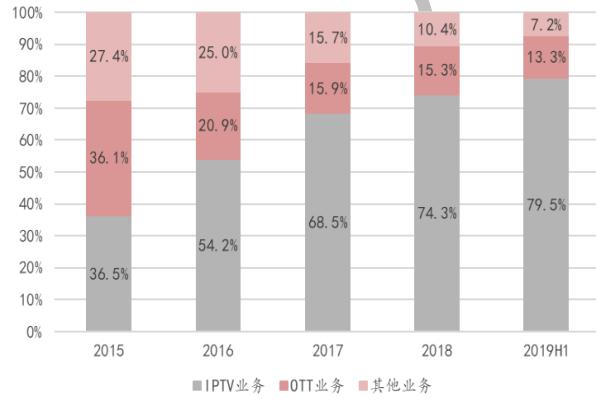


资料来源：公司公告、万联证券研究所

资料来源：公司公告、万联证券研究所

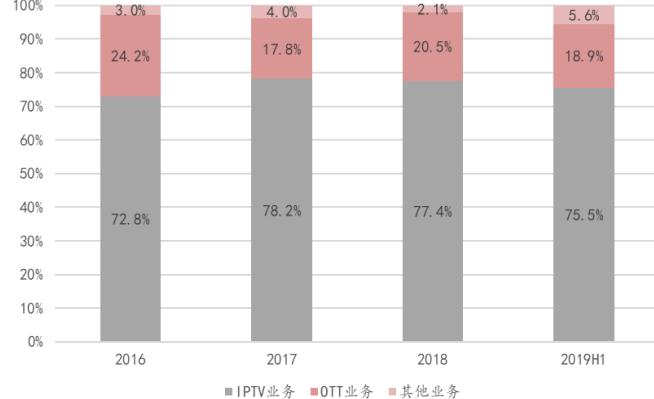
2018年IPTV、互联网电视业务合计占营收约90%，IPTV业务占毛利约80%。公司IPTV基础用户数从16年的456.6万户直线提升至2019上半年的1684.8万户；OTT方面，公司主打产品云视听极光业务的累计激活用户数由2016年末的2478万户增加到2019上半年的1.6亿户。受益于用户基础的持续提升，公司IPTV、OTT业务营收持续提升。IPTV业务自2015年以来营收占比不断提升，由2015年的36.5%提升至2018年的74.3%，2019年上半年，公司IPTV营收3.6亿元，占公司总营收79.5%，同比增长57%。OTT业务方面，公司互联网电视产品2016-18年运营业务收入分别为483万元、3442万元和8667万元。

图表5：2015年以来各业务营收构成：IPTV营收占比逐年提升



资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表6：2016年以来各业务毛利构成：IPTV业务占比超70%



资料来源：公司公告、万联证券研究所

内容建设不断加码，构筑版权护城河。公开发行募资约11亿元拟投入到全媒体融合云平台建设项目和版权内容采购项目中，进一步强化公司的营运优势。**1) 全媒体融合云平台项目建设**，能够对公司现有融合云平台系统进行升级，实现一个服务平台支撑IPTV和互联网电视等业务，避免公司建设IPTV和互联网电视业务相关平台造成的内容重复购买及生产、平台设备的重复投资及人力成本浪费等情况，有利于公司简化平台管理，实现低成本地支撑公司新媒体业务的发展。**2) 版权内容采购项目**，即公司在原有运营分成的基础上增加以直接采购版权方式储备优质节目内容资源，提升公司长期盈利能力。

图表7：公司募集资金拟投入的项目情况（万元）

项目	项目投资总额	拟用本次募集资金投入金额	项目介绍
全媒体融合云平台建设项目	46,305.00	42,410.18	采用云计算和大数据技术，整合各类运营资源，充分挖掘和分析数据资源，提升数据处理能力，为内容生产和传播提供强大的支撑，同时全面支撑新媒体公司各种业务的拓展工作，实现对各类媒体业务的全覆盖。
版权内容采购项目	65,143.00	65,143.00	通过主动采购优质版权来扩充和丰富公司版权内容库和媒资内容，帮助公司巩固用户市场，提升户均消费价值，增强高清互动及用户粘性，改善用户观看体验，促进公司主营业务盈利能力的提升。
合计	111448.00	107553.18	

资料来源：公司招股书、万联证券研究所

核心团队中长期激励计划实施，深度绑定公司中高管及核心骨干员工。为进一步激发经营活力，激励管理层、中层管理人员及核心骨干员工，经2017年董事会审议通过了《核心团队中长期激励计划》，计划每年在达成董事会批准的净利润预算指标的基础上计提激励基金，2019-2020年净利润目标分别为1.25亿、1.5亿，激励效果可观。

2、政策推动下，拥有更高用户基数的地区具备优势

政策助力，IPTV、OTT渗透率提升大势所趋，牌照价值有望提升。国家相继出台多项政策支持产业发展，由于IPTV、OTT影响极广，内容的管控只增不减，各省牌照方具有垄断优势且在5G时代牌照价值有望提升。IPTV、OTT目前仍处于高速发展期，由于IPTV业务的运营具有区域限制，因此拥有更广用户基数、更宽渗透率提升区间的省份有望享受行业高速增长的红利。OTT业务内容为王，拥有内容优势的运营方有望快速成长。

2.1 政策助推、人口优势，广东省IPTV业务方兴未艾

国家政策大力支持，政策引导下产业发展步入正轨：2009年以来，国家大力支持产业发展，国务院、广电总局、工信部等有关部门、地方政府不断出台利于产业发展的总体规划文件及政策法规。国家相继出台了如《文化产业振兴规划》、《电子信息产业调整和振兴规划》、《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》等行业总体规划，大力支持新媒体产业的发展建设，全面推进三网融合，明确支持IPTV、OTT产业的发展。与此同时，有关部门、各级政府还出台了对产业运营资质、内容规范等相关政策法规，加强对市场的规范与引导。在政策与法律法规的支持下，公司IPTV、OTT业务未来发展确定性高。

图表8：IPTV、OTT产业相关政策

序号	政策名称	产业	时间	颁布机构	主要内容
1	《持有互联网电视牌照机构运营管理要求》	OTT	2011	广电总局	明确了互联网电视集成服务、互联网电视内容服务、互联网电视业务和互联网电视机顶盒等终端产品管理要求

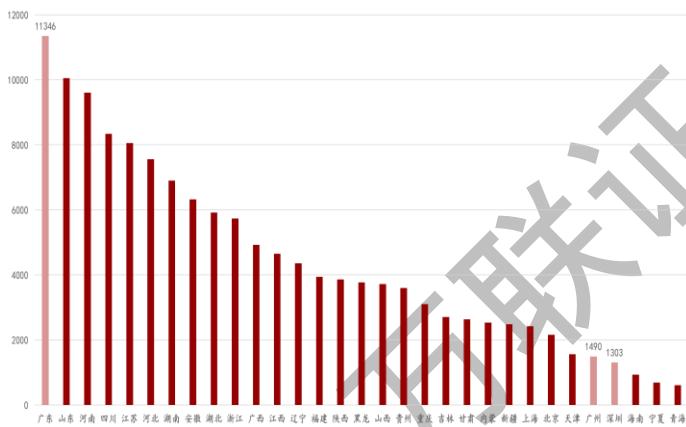
2	《关于严禁通过互联网机顶盒向电视机终端提供视听节目服务的通知》	OTT	2011	广电总局	要求各持证网站严禁从事相关业务，不得以内容提供商的身份与非法开展互联网电视业务的公司开展合作
3	《关于印发“宽带中国”战略及实施方案的通知》	OTT	2013	国务院	积极发展互联网电视等多种形态的上网终端产品
4	《关于互联网电视、手机电视等新媒体业务公司化运营有关问题的通知》	OTT	2013	广电总局办公厅	规定经广电总局批准开展互联网电视业务的广播电视台播出机构可以成立公司运营相关业务
5	《关于贯彻落实〈国务院关于积极推进“互联网+”行动的指导意见〉的行动计划》	OTT	2015	工信部	推动基于互联网的视听节目服务、智慧家庭服务等产品的研发和应用，加强互联网电视接收设备等新型信息消费终端产品研发创新
6	《关于三网融合试点地区IPTV集成控制平台建设有关问题的通知》	IPTV	2010	广电总局	明确IPTV播控平台实行总、分播控平台两级架构
7	《关于IPTV集成播控平台建设有关问题的通知》	IPTV	2012	广电总局	要求建设全国统一的IPTV集成播控平台体系，规定开展IPTV业务需取得广电总局颁发的具有相应许可项目的《信息网络传播视听节目许可证》
8	《关于印发促进信息消费实施方案（2013—2015年）》	IPTV	2013	广东省人民政府	要求加快普及数字化高清电影，鼓励发展交互式网络电视（IPTV）等新型信息服务
9	《关于印发三网融合推广工作实施方案的通知》	IPTV	2016	广东省人民政府办公厅	提出建设新一代超高清、智能化有线电视及IPTV集成播控平台，重点推广广东IPTV平台“粤TV”品牌
10	《关于进一步扩大和升级信息消费持续释放内需潜力的指导意见》	IPTV	2017	国务院	鼓励企业推广智能电视等新型数字家庭产品，发展交互式网络电视（IPTV）等融合性业务
11	《落实国家广播电视台局、广东省人民政府<推动广东省4K超高清电视应用与产业发展合作备忘录>工作方案》	IPTV	2018	广东省人民政府办公厅	力争用3年左右时间，广东省政府和国家广电总局共同推进全国4K超高清应用与产业发展取得显著成效
12	《超高清视频产业发展行动计划（2019—2022年）》		2019年	工信部、国家广播电视台局、中央	大力推进超高清视频产业发展和相关领域的应用。2022年，我国超高清视频产业总体规模超过4万亿元，4K产业生态体

广播电视台系基本完善，8K关键技术产品台研发和产业化取得突破，形成一批具有国际竞争力的企业。

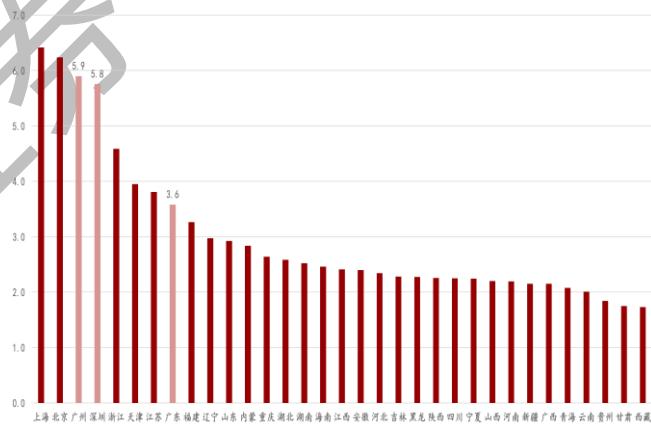
资料来源：公司招股说明书、万联证券研究所

背靠人口、经济大省，公司IPTV业务具备人口基数优势，OTT业务具有渠道、产品优势。截至2018年，广东省常住人口为1.1亿人，广东省居民人均可支配收入达3.6万元，分别位居全国第一、第三。公司作为省内唯一授权IPTV运营商，IPTV基础业务18年底用户数为1475万户，广东省常住人口为11346万人，以家庭平均规模为3.12人计算，2018年广东省IPTV渗透率为40.56%，仍有增长空间。

图表9：各省2018年常住人口数量（万人）



图表10：各省2018年居民人均可支配收入（万元）



资料来源：国家统计局、万联证券研究所

资料来源：国家统计局、万联证券研究所

2.2 IPTV、OTT替代传统有线电视，称霸客厅场景

有线电视（CATV）属传统广播电视媒体业务。CATV以同轴电缆、光纤同轴混合网线作为传播媒介，以电视机为终端向用户提供服务，传输渠道运营方为电信运营商，与IPTV、OTT在产业链、牌照、运作模式等方面都有较大区别。CATV内容及服务提供方主要为各县级以上广播电视台单位、企业，经营需要取得《基础电信业务经营许可证》、《增值电信业务经营许可证》，业务中包含中央频道、地方频道、增值频道等，通过数字电视转换（数字机顶盒）进行集成，业务收入主要为配套费、收视费和线路出租费等。

IPTV、OTT业务均属新媒体形态业务。总体来说，两项业务的相似之处为：1)产业链：结构相似，上游为内容、服务、软硬件提供方，中游为平台运营方，下游为传输渠道运营商。2)运作模式：皆为产业链上下游合作运营。3)牌照：IPTV、OTT业务的运营皆需要取得广电总局审批的《信息网络传播视听节目许可证》项下牌照。目前，广电总局已发放共7张IPTV集成服务或内容服务牌照，23张互联网电视集成服务或内容服务牌照。两项业务的不同之处为：1)管理架构：IPTV采用总分集成播控平台架构分省管理，OTT业务则采用“内容服务平台+集成服务平台”架构管理。2)经营范围：IPTV业务经营范围按照全国级、省级牌照划分经营范围，OTT业务牌照可在全国范围经营。3)具体业务内容：OTT业务不具备IPTV业务中的直播、回看内容。

图表11：IPTV、OTT业务对比：产业链、运作模式、牌照相似

	项目	IPTV 业务	OTT 业务
相同点	产业链	结构相似，上游为内容、服务、软硬件提供方，中游为平台运营方，下游为传输渠道运营商	
	运作模式	皆为产业链上下游合作运营	
	牌照	皆需取得广电总局审批的《信息网络传播视听节目许可证》项下牌照	
不同点	管理架构	采用总分集成播控平台架构分省管理	“内容服务平台+集成服务平台”架构管理
	经营范围	全国级、省级牌照划分经营范围	全国范围经营
	业务内容	具备直播、回看功能	不具备直播、回看功能

资料来源：公司招股书、万联证券研究所

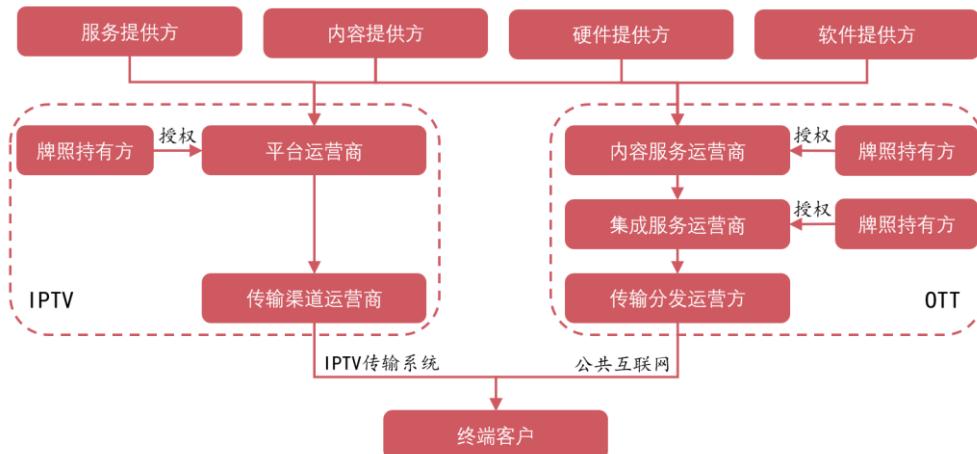
图表12：IPTV、OTT业务相关牌照、牌照持证机构，及经授权经营的企业

序号	牌照	持证机构名称	经授权开展业务的公司
1	OTT 内容服务	中国网络电视台	未来电视
2	OTT 内容服务	上海广播电视台	东方明珠新媒体
3	OTT 内容服务	浙江电视台和杭州市广播电视台（联合开办）	华数传媒网络
4	OTT 内容服务	广东广播电视台	广东南方新媒体
5	OTT 内容服务	湖南广播电视台	湖南快乐阳光互娱
6	OTT 内容服务	中国国际广播电视台	国广东方网络
7	OTT 内容服务	中央人民广播电视台	银河互联网电视
8	OTT 内容服务	江苏电视台	银河互联网电视
9	OTT 内容服务	国家广播电影电视总局	-
10	OTT 内容服务	湖北广播电视台	-
11	OTT 内容服务	城市联合网络电视台	-
12	OTT 内容服务	山东电视台	山东广电新媒体
13	OTT 内容服务	北京广播电视台	北京歌华有线电视网络
14	OTT 内容服务	云南广播电视台	-
15	OTT 内容服务	重庆网络广播电视台	重庆广电数字传媒
16	OTT 内容服务	贵州广播电视台	-
17	OTT 集成服务	中国网络电视台	未来电视
18	OTT 集成服务	上海广播电视台	东方明珠新媒体
19	OTT 集成服务	浙江电视台和杭州市广播电视台	华数传媒网络
20	OTT 集成服务	广东广播电视台	广东南方新媒体
21	OTT 集成服务	湖南电视台	湖南快乐阳光互娱
22	OTT 集成服务	中国国际广播电视台	国广东方网络
23	OTT 集成服务	中央人民广播电台	银河互联网电视
24	全国 IPTV 集成播控服务	中央电视台	爱上传媒运营
25	全国 IPTV 内容服务	中央电视台	-
26	全国 IPTV 内容服务	上海广播电视台	-
27	省级 IPTV 集成播控服务	广东广播电视台	广东南方新媒体
28	省级 IPTV 集成播控服务	湖南广播电视台	湖南快乐阳光互娱
29	省级 IPTV 集成播控服务	重庆网路广播电视台	重数传媒
30	省级 IPTV 集成播控服务	辽宁广播电视台	-

资料来源：公司招股书、万联证券研究所

产业链方面，IPTV、OTT业务产业链结构相似。产业上游为内容、服务、软硬件提供方，中游为平台运营方，下游为传输渠道运营商。产业上游服务、内容提供方主要提供电视剧、新媒体视听节目、游戏、在线教育等版权内容或服务，包括中央IPTV总平台、省级本地直播频道、内容合作方等。硬件提供方主要向中游销售电视机顶盒、电视机等硬件产品。软件提供方主要提供应用软件服务与技术支持。产业中游主要可分为牌照持有方、集成运营商、电信运营商（传输渠道/分发），IPTV、OTT产业管理架构有所不同。IPTV方面，平台运营商即集成播控服务商，由牌照持有方授权开展集成播控服务，中央和省两级IPTV集成播控平台引入内容并集成播控后，规范对接到电信运营商利用互联网架设专网的定向传输通道，向公众提供包括广播电视台节目等视听节目及增值服务在内的多种交互式服务。

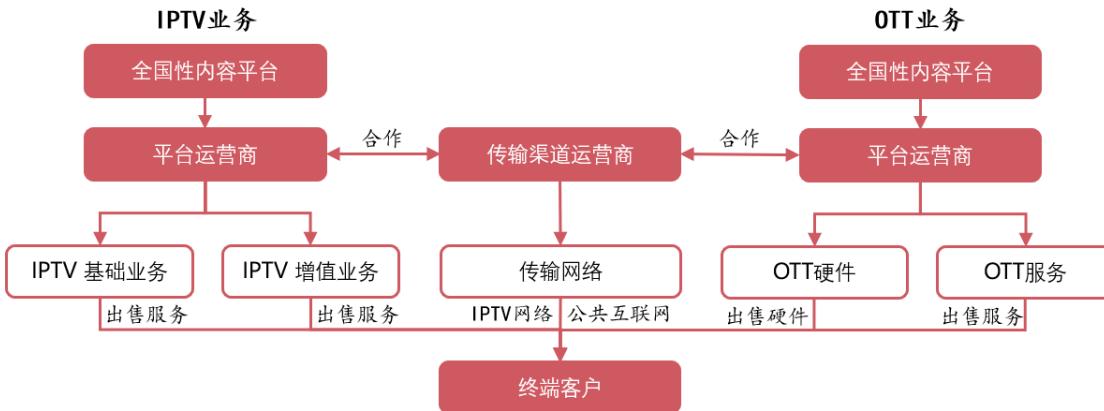
图表13：IPTV、OTT产业链情况



资料来源：公司公告、万联证券研究所

IPTV、OTT业务运营模式相异。IPTV平台运营商主要通过基础业务和增值业务获取收入。OTT平台运营商主要通过与互联网电视内容提供方、终端生产厂商合作，向终端用户提供互联网电视服务获取用户付费分成收入，向终端生产厂商等提供技术服务获取收入。另一方面，OTT互联网平台运营商还可向上游延伸，进行互联网硬件设备的研发、生产和销售，向终端用户销售互联网电视一体机和互联网电视机顶盒等硬件设备获取收入。传输渠道运营商方面，主要为电信运营商为终端客户提供IPTV网络、公共互联网服务及相关设备获取收入。

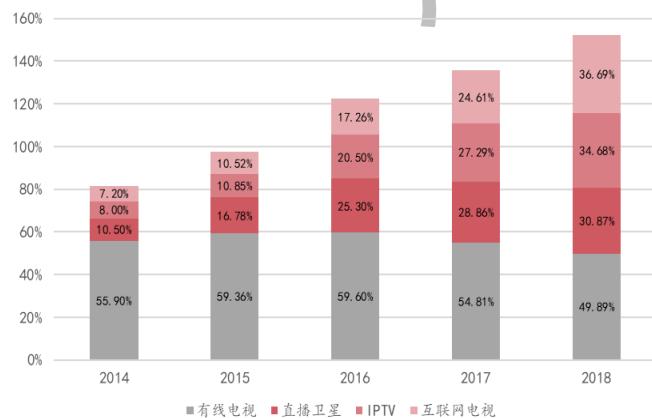
图表14：IPTV、OTT产业运营模式



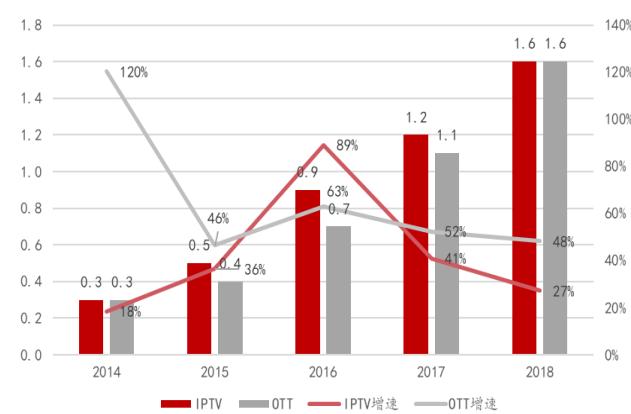
资料来源：公司公告、万联证券研究所

IPTV、OTT用户数量、市场占比提升大势所趋。根据《中国有线电视行业发展公报》，2018年有线电视、IPTV、OTT用户数量分别为2.2亿户、1.6亿户、1.6亿户。IPTV用户数量由2016年0.3亿户提升至2018年1.6亿户，2018年增速达27.1%。OTT用户数由2016年的0.7亿户增至2018年的1.6亿户，2018年增速达48.2%，三年CAGR达50.2%，IPTV、OTT用户数量不断攀升。收视格局方面，2018年IPTV+OTT合计收视市场份额占比达71%（数据含复合收视）。传统媒介的直播卫星+有线电视市场占比由2017年的84%小幅下降至2018年的81%。IPTV、OTT市场占比的不断稳步提升显著改变了市场格局。未来，电视收视格局改变的趋势较为清晰，IPTV、OTT用户数量或加速赶超传统媒介电视用户数量，成为市场主流收视方式。

图表15：中国家庭电视收视格局（含复合收视）



图表16：中国IPTV、OTT用户数量及增速



资料来源：工信部、万联证券研究所

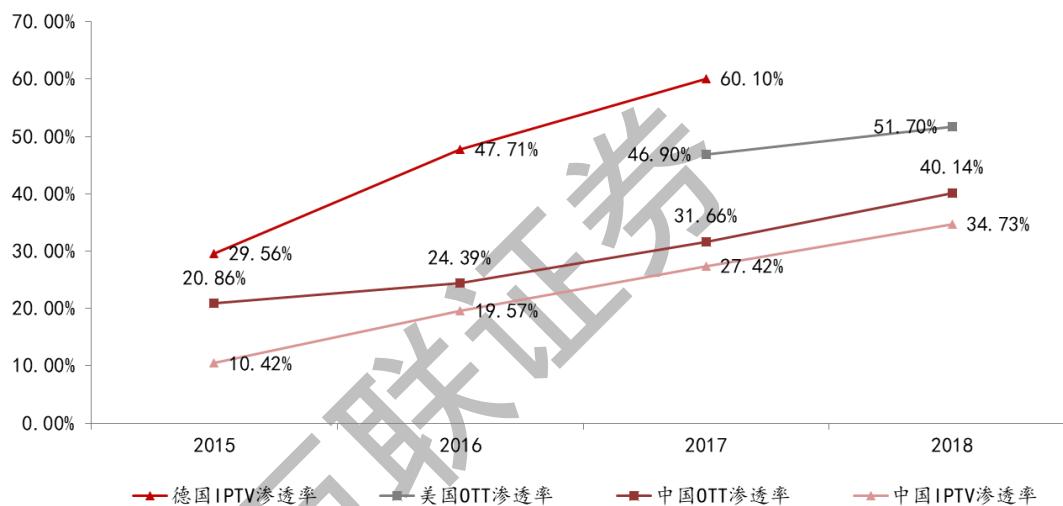
资料来源：工信部、万联证券研究所

IPTV、OTT渗透率处于稳步增长期。2017–2018年，全国IPTV用户分别为1.2亿户、1.6亿户，目前中国家庭户数约为4.5亿户，2017–2018年IPTV对家庭户数渗透率分别为27.4%和34.9%。2017–2018年，全国OTT用户数分别为1.1亿户、1.6亿户，互联网宽带接入用户数为3.5亿户、4.0亿户，以此为基数计算，2017–2018年我国OTT对互联网宽带接入用户的渗透率分别为31.7%、40.1%，未来或仍保持较高增速。

海外横向比较，我国IPTV、OTT产业渗透率仍有发展空间。德国IPTV产业2014年迎来爆发式增长，目前IPTV用户数量为欧洲地区第一。2017年，德国IPTV用户达2440万户，同比增长26%。据德国联邦统计局数据显示，2017年，德国人口总数为8279万人，按照德国业界主流计算方式，以家庭平均规模为2人计算，2017年德国IPTV渗透率为60.1%。对标德国，我国IPTV整体渗透率有近30%的增长空间。OTT产业

方面，美国近年快速增长，2018年美国OTT用户数量超1.8亿人，Youtube、奈飞、亚马逊2018年三家平台旗下OTT业务产品播放量达1.9亿、1.5亿、0.9亿。根据市场研究机构eMarketer按用户人数为基础的测算，2020年至2022年，IPTV渗透率将维持在58%左右。截至2018年第四季度，美国OTT电视用户近6190万户，考虑到美国电视用户占比较低，实际OTT电视用户渗透率低于58%。由于国内OTT业务中电视用户占比相对美国更多，实际OTT电视渗透率会高于美国值。总体而言，借鉴美国OTT产业的发展经验，我国OTT产业总体渗透率水平仍有增长空间。

图表17：德国IPTV渗透率、美国OTT渗透率，与中国渗透率的对比



资料来源：工信部、中国广电、前瞻产业研究院、德国联邦统计局、eMarketer、万联证券研究所

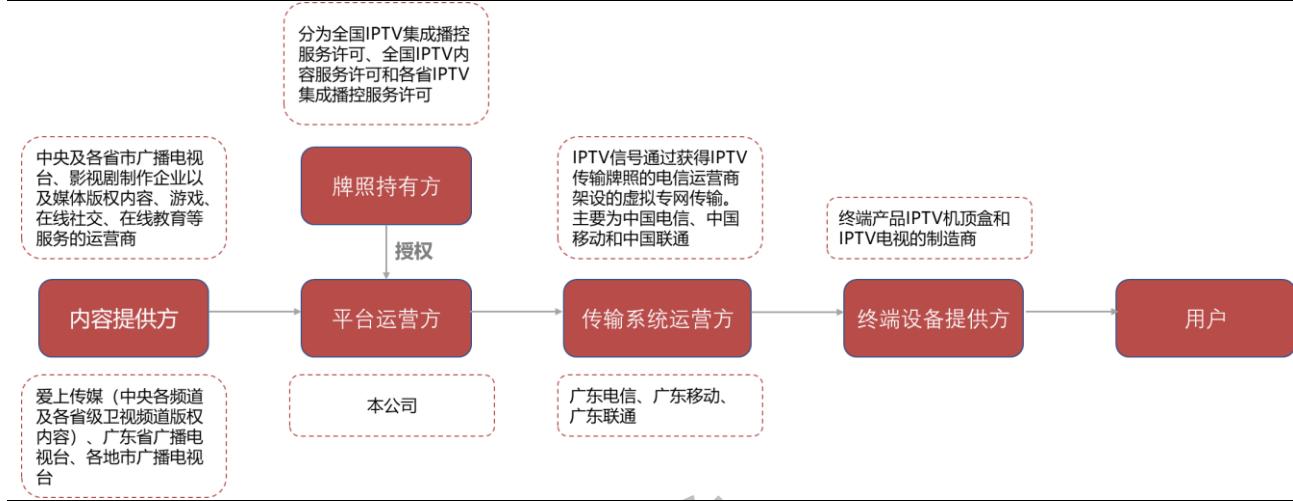
3、牌照优势打造壁垒，深化运营放大价值

3.1 IPTV业务：借助运营商渠道快速铺开，渗透率空间可观

IPTV业务为公司营收贡献的主力军，营收、毛利贡献近8成。IPTV业务自2015年以来营收占比不断提升，由2015年的36.5%提升至2018年的74.3%，2019年上半年，公司IPTV营收3.6亿元，占公司总营收79.5%，同比增长57%；毛利占公司总毛利达75.5%。

公司拥有广东省唯一IPTV牌照，牌照优势打造天然壁垒。以牌照优势+深化运营商合作，公司有望成为可支撑各项新媒体业务的全媒体融合云平台。根据广电总局的规定，IPTV采取中央和省两级集成播控平台的管理模式，各省只能存在一家省级集成播控分平台，运营省级分平台需要相应牌照。广东广播电视台持有广电总局核发的《信息网络传播视听节目许可证》，拥有IPTV集成播控服务牌照，且经广东广播电视台的授权，公司独家运营与广东IPTV集成播控服务配套的经营性业务，IPTV业务处于区域垄断性地位。

图表18：IPTV产业运营链



资料来源：公司招股书、万联证券研究所

公司IPTV业务目前已经形成日均开机时长超过4小时，已发展为覆盖频道广、支持时移和回放的播控平台。截至2018年末，公司IPTV播控平台能够支持1,500万用户、142路标清、46路高清频道和3路4k频道，具有10万小时标清节目库、7万小时高清节目库和3,400小时4K超高清VOD节目库，可以提供2小时时移7天回放，同时兼具粤语特色等基础和增值业务功能，能够为用户提供丰富的选择和良好的体验。公司IPTV播控平台还具备动态在线扩容能力，可以根据用户数量和节目内容的增加进行动态资源调度和服务能力扩容。

图表19：广东电信专网传输的IPTV用户界面图



资料来源：公司招股书、万联证券研究所

与运营商建立稳定、互利的合作关系，公司借助运营商渠道优势，迅速扩大用户数。公司与运营商合作，一方面可实现轻资产运营，通过运营商收费提高业务效率，还因与运营商在发展战略需求上的契合性，可通过电信运营商触达大量用户。IPTV节目信号由电信运营商的成熟网络传输，使得公司不必投入巨资建设传输网络；终端用户付费先由电信运营商收取再进行收入分成，与用户主要通过电信运营商办理业务相适应，使得业务流程合理高效；主要通过电信运营商进行营销推广，使得用户拓展速度加快，并且降低了市场推广成本。

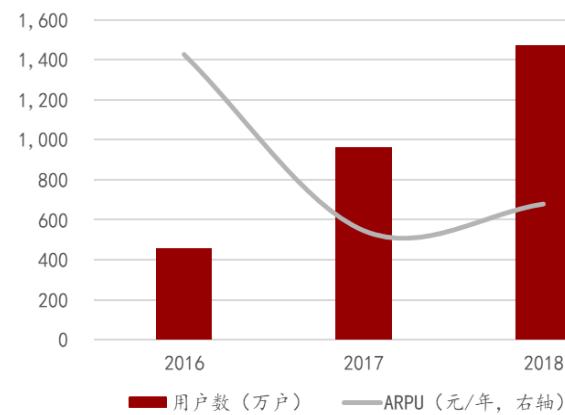
图表20：与三大运营商合作情况

	广东电信	广东移动	广东联通
合作时间	2013年	2017年	2016年
分成模式	IPTV业务分成比例主要根据公司与电信运营商各方在IPTV业务合作中提供的业务资源，须履行的权利、义务和职责等，并结合行业发展情况，综合考虑业务发展阶段、内容丰富度、用户数量等因素，并经商业谈判后确定的分成比例。在实际运营中，根据实际运营情况，公司每年可对分成比例与电信运营商协商进行适当调整		
结算过程	运营商按月向公司提供IPTV业务结算数据，经双方核对确认结算数据无误后，公司依据结算金额向运营商开具发票；运营商收到发票后将相应款项支付至公司银行账户		
近三年用户数（万户）	440.75→670.17→735.91	271.81→712.87	15.85→20.28→26.26
2018年营收占比（%）	49.69	22.21	2.38

资料来源：公司招股书、万联证券研究所

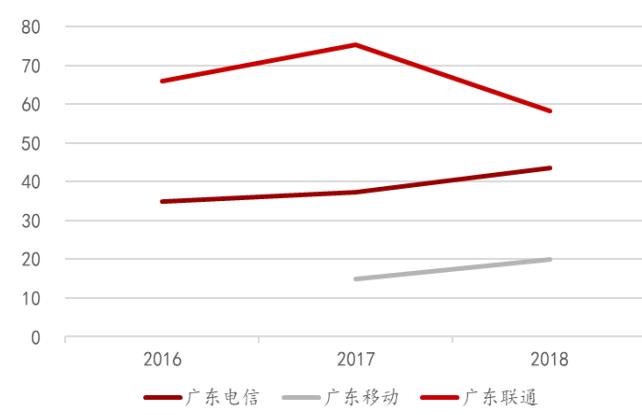
广东移动渠道ARPU有较大提升空间，并有望贡献更多增量。在与三大运营商的合作上，广东移动渠道的用户数增长最快，渗透率最高，公司从2013年起与广东电信合作IPTV业务，2016年开始和广东联通合作，2017年与广东移动建立合作，合作效果均显著。截至2018年底，广东电信、广东联通、广东移动IPTV用户在其宽带用户的渗透率分别达37.5%、9.0%、53.0%。与移动的合作虽起步最晚，但增长最快，2018年公司IPTV用户净增约500万，主要增量来自广东移动用户，广东移动用户有望成为未来IPTV用户增长的主要来源。由于公司与广东移动的IPTV业务合作尚处于业务推广期，由于业务处于测试和试商用运营阶段，导致其ARPU值相对较低，随着建设成熟，预计ARPU将升至正常水平，广东移动用户的ARPU值有较大提升空间。

图表21：IPTV业务用户数及整体ARPU值



资料来源：公司招股书、万联证券研究所

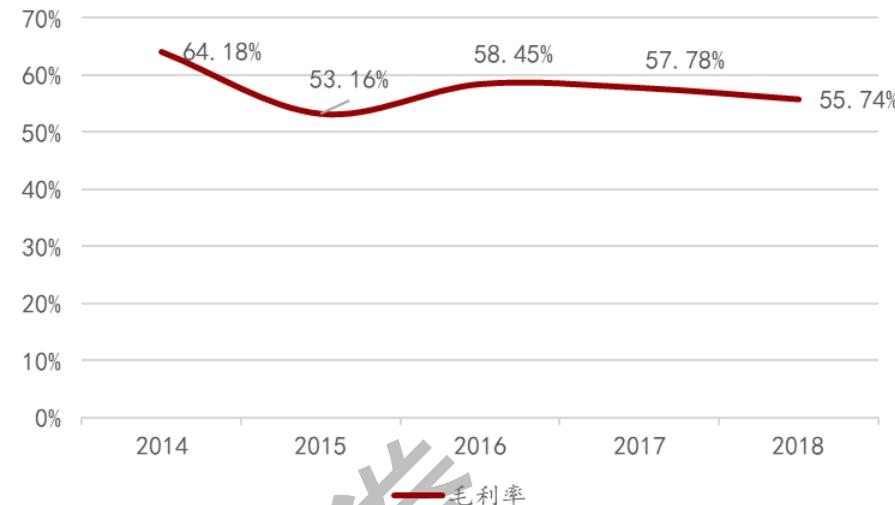
图表22：IPTV业务ARPU值：分运营商（单位：元/年）



资料来源：公司招股书、万联证券研究所

IPTV业务毛利短期承压，不改整体营收增长态势。由于增值业务中，支付版权内容供应方的分成比例相对较高，而公司的增值业务比重提升，导致公司IPTV业务盈利能力短期承压，但受基础业务的爆发影响，IPTV业务整体营收呈高速增长态势。公司2018年毛利率较2017年下降2.05pct，主要系因增值业务收入比重从2017年的11.79%升至2018年内的16.24%。

图表23: IPTV业务2014-2018年毛利率



资料来源: Wind、万联证券研究所

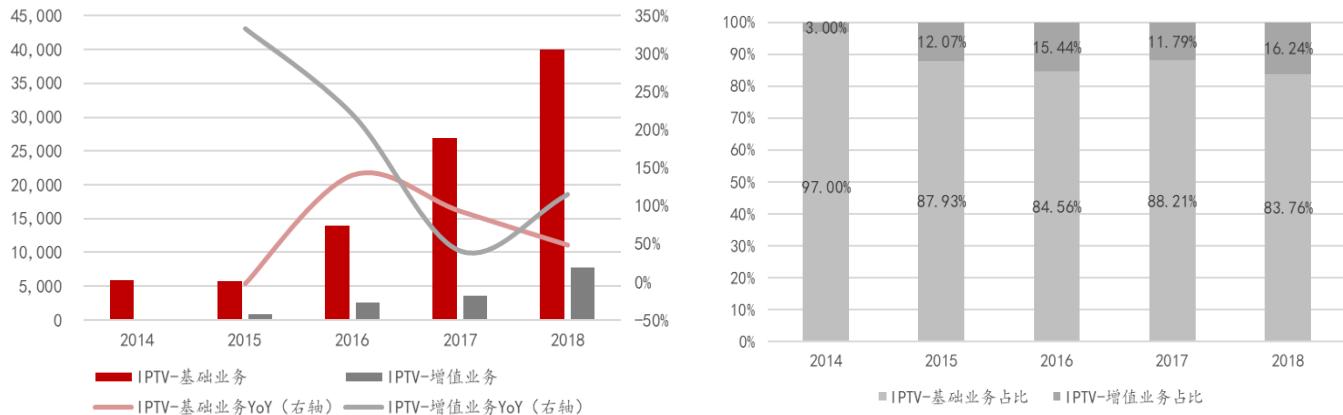
增值业务有望成为增长驱动点，用户数与增值业务的增长将共同推动公司IPTV业务持续向上。IPTV业务上，增值业务收入从2014年的183.58万元增至2018年的7756.85万元，5年内CAGR达154.96%，占该业务整体收入比重从3.00%提升至16.24%。随着公司版权内容的不断优化和持续推进精细化运营，IPTV增值业务收入有显著增长，2019上半年占比已升至21.58%，增值业务在公司占据愈发重要的地位。

增值业务的发展基于以下逻辑：1) 公司庞大的基础业务用户为增值服务发展奠定了基础。其开展服务的广东省，有庞大的人口基数，发达的经济基础，人均GDP较高，居民具备良好的消费能力与消费意愿。根据《2018年广东国民经济和社会发展公报》，截至2018年末，广东省常住人口11346万人，地区GDP为97278亿元，居全国第一。2) IPTV基础业务用户也有望进一步拓展。2019年6月末，公司的IPTV基础业务用户数为1,684.81万户，渗透率为46.33%；而根据工信部统计数据，同期全国IPTV用户数已达2.81亿户，渗透率为64.7%。公司所处广东省的IPTV渗透率与全国相比还有一定距离，预计未来公司IPTV业务的用户数仍能保持一定的增长。3) 用户版权意识提升、付费习惯逐渐养成。用户获取是IPTV、OTT业务的基础，优质的内容资源是吸引用户的的核心资源，购买优质版权既能保障行业良性发展，充足的内容还能够提升用户付费意愿，如三大视频网站之一爱奇艺最新财报中显示，会员收入已占比过半，会员规模、会员收入的不断攀升正是这一趋势的体现。

云平台+大数据赋能，内容采购加码，公司多重举措提升增值业务比重：1) 加码内容采购，公司2018年版权内容采购成本1.64亿元，占采购总成本65.13%，同比增长61.14%，加码布局优质内容，体现出公司的前瞻性；2) 大数据赋能，通过精准推荐提升用户活跃度、黏性与付费意愿。

图表24: IPTV业务2014-2018年营收情况 (万元)

图表25: IPTV基础业务、增值业务营收占比



资料来源: Wind、万联证券研究所

资料来源: Wind、万联证券研究所

3.2 OTT业务: 背靠优质内容方, 腾讯云视听系列持续扩大用户群

OTT业务有较大推升空间, 有望带动公司毛利率进一步上行。OTT业务在公司主营业务收入中占比稳定, 2019年上半年, OTT业务在营收中占比13.3%, 但毛利润占比达18.9%, 毛利率超70%。

受益于牌照的相对稀缺性, 公司在产业链中占据优势地位。我国OTT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, 公司在OTT产业链中承担内容服务和集成服务运营职责。OTT产业链中, 上游头部内容方与中游牌照方较之下游终端方具有竞争优势, 而牌照方相比头部内容方优势更明显。内容方、终端方市场皆竞争激烈, 头部内容方虽具备一定议价权, 但内容提供商必须通过与牌照方合作才能向消费者分发内容, 作为为数不多的分发渠道(仅7家), 公司具备稀缺性竞争优势。

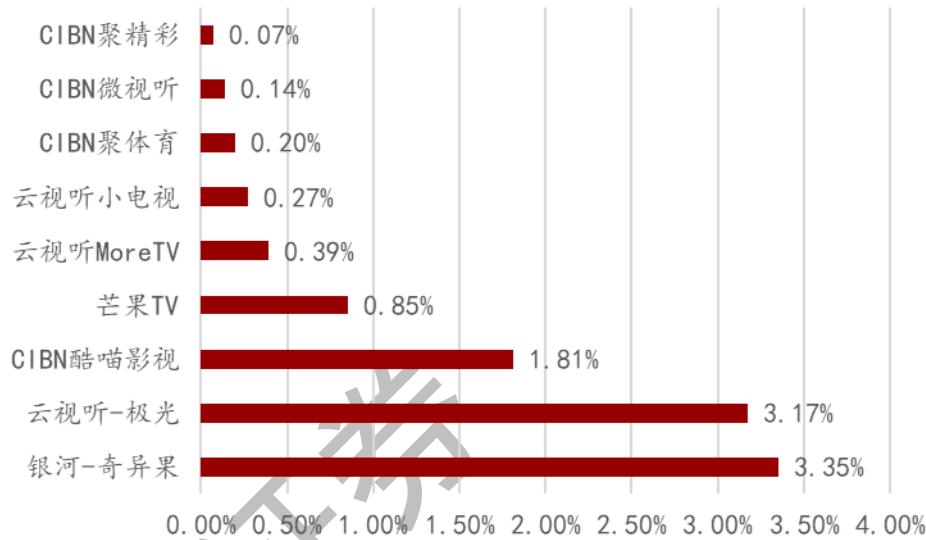
OTT业务与IPTV业务互补, 其不受地域限制经营的属性, 使得业务天花板相对不可见。公司实现的OTT业务收入覆盖了全国各个地区, 其中华南地区贡献从2016年的64.13%下降至2018年的47.73%, 呈现逐年下降趋势。

智能电视渗透率提升, 技术掣肘问题解决, OTT优势愈发凸显。OTT可同时实现互联网互动、资源更新迅速与获得高清大屏观影体验的双重优点, 可满足不同层次观众需求, 并带动重回大屏观影的转换需求。根据奥维云网的数据, 截至2018年底智能电视保有量已达2.4亿台, 在整体彩电的渗透率为35.8%, 并呈现出加快提升的态势。得益于4K技术导入带来的高清晰度片源丰富, 传输速度的加快, OTT业务所面临的技术掣肘问题解决, 5G超高清进一步提升吸引力。OTT为用户提供了丰富多样、与互联网更新同步的服务, 可同时满足互联网深度用户与传统电视观众的需求, 大屏观影吸引力恢复。

细分公司的OTT业务来看, 产品运营业务占据最大比重。公司OTT业务分为产品运营业务、服务合作业务、硬件销售业务, 2018年度公司三类业务占整体业务比重分别为87.85%、11.90%、0.24%, 公司互联网电视产品运营业务品牌为“云视听”。

云视听系列产品用户增长符合预期, 相较于业内其他产品竞争优势明显。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24917.43万户, 同比增长87.24%。根据勾正数据发布的《2019年10月智能电视大数据报告》, 云视听极光、云视听MoreTV分别位列2019年10月智能电视全天点播媒体收视率排行的第2、第5名, 二者合计收视率为3.56%, 合计后收视份额位列第一。

图表26：智能电视全天点播媒体使用排行（家庭）



资料来源：勾正数据、万联证券研究所

注：家庭收视率指在统计周期内，平均每分钟家庭收视规模占推及总家庭规模的比率，推及整体为智能电视覆盖的全部家庭

内容是吸引用户的核心，公司整合多内容方资源，云视听系列产品矩阵逐步建立。公司已经与腾讯视频、搜狐、电视猫、哔哩哔哩等视频网站在内容领域展开深度合作，用户增速迅猛，且有望实现高留存率。丰富优质的内容是吸引和留存用户的关键，公司与多个主流平台合作，实现了对多层次的视频用户的覆盖。高度垂直的视频网站拥有较高黏性的用户，以与哔哩哔哩合作的云视听小电视为例，产品2018年4月上线，8个月内激活用户量达872.28万户，截至2019年6月30日增至2381.99万户，用户增速迅猛；同时，B站用户忠诚度极高，据统计，其会员付费1年后仍有高达79%的留存率。

图表27：OTT业务布局情况

	云视听极光	云视听 MoreTV	云视听悦厅	云视听小电视
产品定位	视频点播服务		互联网电视视频点播产品	
上线时间	2015.6	2017.5	2017.12	2018.4
用户数（万户， 截至 2019 年 6 月 30 日）	15,942.32	4,334.86	2,258.26	2,381.99
合作方	腾讯计算机	千杉网络	飞狐信息、南传飞狐	哔哩哔哩
收入构成	用户付费分成和广 告收入分成	固定金额报酬	\	\
收入方式	“先收费，后服务”模式，公司与 合作方按月进行结算		\	\

资料来源：公司招股书、公司公告、万联证券研究所

注：\为未披露

主营业务“云视听”发展趋于成熟，合作分成比例仍有提升空间。OTT主营业务云视听极光的商业模式为与合作方分成模式，在当前结算模式下，公司与合作方

共同获得广告、会员费收入并依据分成比例进行分成。根据公司公告，公司与腾讯计算机在合作初期，分成比例与公司同其他方合作的OTT业务的分成比例不存在明显差异，随着云视听极光业务的发展，用户规模迅速增加，并发展成为排名靠前的OTT产品，公司的参与程度也不断深入，且与腾讯计算机相互依存度不断增强，因此分成比例相应的有所提高。云视听极光终端用户付费分成的交易价格是根据公司与腾讯计算机在云视听极光业务所提供的业务资源、履行的权利义务、各自的市场地位，并结合行业发展情况，综合考虑业务发展阶段、用户数量等因素，并经商业谈判后确定。公司与腾讯计算机的合作上，2016、2017、2018年分成收入占当期营收比例分别为0.75%、2.42%、3.24%，呈逐年提高之势。

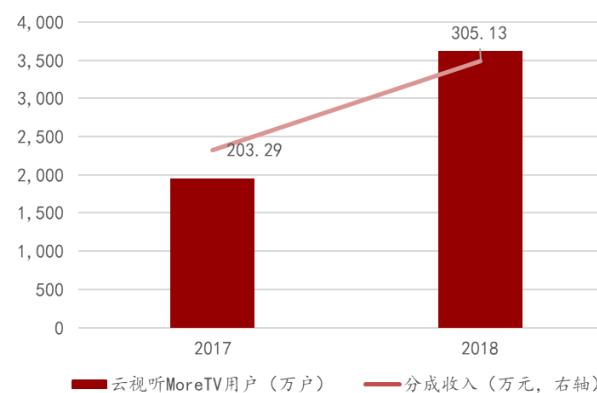
图表28：云视听极光发展阶段



资料来源：公司招股书、万联证券研究所

当前付费水平仍处于低位，未来ARPU尚有提升空间。公司与腾讯计算机合作共同运营云视听极光业务，2016、2017、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；产品受大力推广影响，累计激活用户数量大幅增长，2016、2017、2018年累计激活用户数分别为2477.69万户、6574.24万户、13300.66万户。2017年新增云视听MoreTV业务，公司与千杉网络大力推广云视听MoreTV，2017、2018年累计激活用户数分别为1949.25万户、3625.99万户；相应的业务收入分别为203.29万元、305.13万元。随着增值业务的发展，与合作方分成比例的提升，ARPU有较大提升空间。

图表29：云视听MoreTV2017-2018年用户增长及分成



图表30：云视听极光2016-2018年用户增长及分成

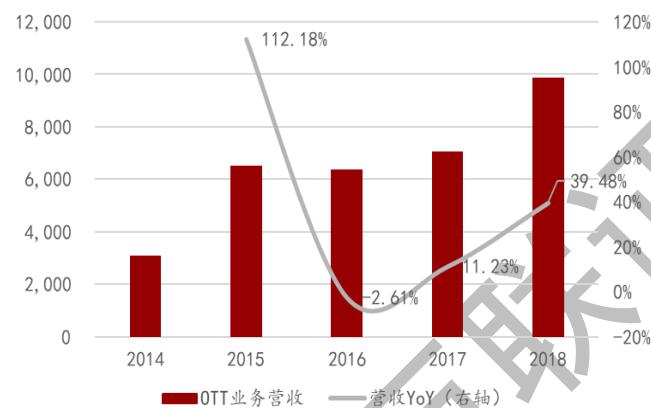


资料来源: Wind、万联证券研究所

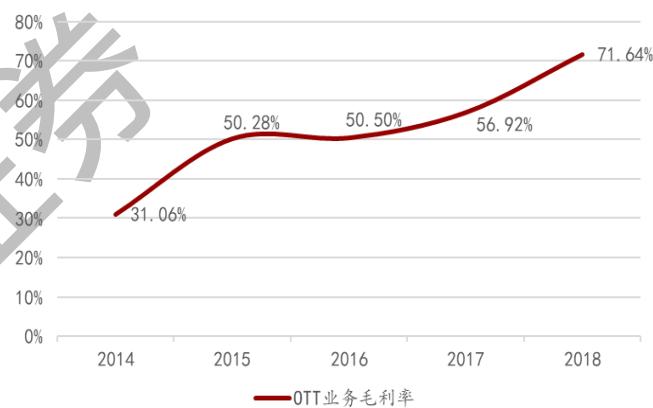
资料来源: Wind、万联证券研究所

受益于云视听极光业务大幅增长带来的规模效应，公司OTT业务毛利率持续上攻，产业链话语权不断增强。OTT业务营业收入从2014年的3077.27万元增至2018年的9865.80万元，5年内CAGR达到33.81%，目前仍维持增长势头。营收增长的同时，盈利能力也在提升，得益于规模效应，毛利率从2014年的31.05%升至2018年的71.64%。占收入主要比重的云视听极光业务的累计激活用户数从2016年末的2477.69万户增至2018年末的13300.66万户，销售收入相应地由482.71万元增至7842.93万元，销售收入的大幅增加带来规模效应。此外，公司与腾讯计算机的合作分成比例有所上升，一定程度上也对毛利率产生了积极影响。

图表31: OTT业务2014-2018年营收情况 (万元)



图表32: OTT业务2014-2018年毛利率变动情况



资料来源: Wind、万联证券研究所

资料来源: Wind、万联证券研究所

4、三大优势奠定腾飞基石，客厅场景价值有望在5G时代重估

4.1 核心优势：牌照+技术+版权，资本加持下发展进入快车道

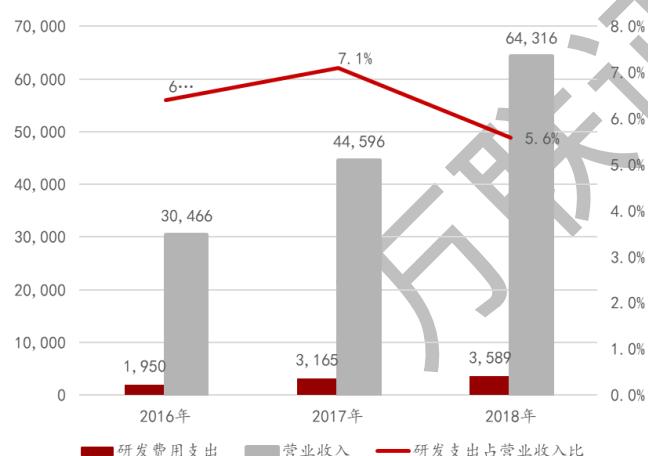
优势1：公司是广东省唯一IPTV运营方，是可以在全国范围内开展OTT运营的平台方之一，背靠1.1亿常住人口的广东省，公司将稀缺的牌照资源转化为用户资源。在IPTV领域，作为7家IPTV集成播控平台授权运营方之一，公司拥有IPTV牌照优势。根据广电总局的相关政策，IPTV业务仅能够局限于一省，因此IPTV业务的拓展与当地的经济人口等紧密相关。Wind数据显示，2018年末广东常住人口1.1亿人，位列全国第一，常住人口的增长率处于持续稳定增长中。且规划预计2030年达到1.25亿人左右。广东省在OTT领域，公司作为4家（广东、上海、湖南、浙江）同时拥有OTT内容和集成服务牌照的地方广电之一，公司可以在全国范围开展OTT运营，拥有显著的牌照优势。

优势2：加码技术，公司IPTV集成播控平台国内领先，16-18年累计研发费用近9000万，IPTV技术实现跨省输出。公司招股说明书显示，截至2018年末，公司拥有核心技术人员5人，技术研发人员57名，占员工总人数的比重达18%。公司自主研发的广东IPTV集成播控分平台曾于2017年荣获王选新闻科学技术奖二等奖，具有内容智能搜索、推荐，用户行为实时分析，“双认证、双计费”等先进功能，是国内领先的IPTV集成播控分平台。与此同时，2018年公司正式实体化运作子公司广东南广影视互动技术有限公司，为国内IPTV各运营方提供相关技术、运维、视听类节目内容和应用类增值等综合服务，致力成为国内领先的网络电视业务提供商，目前北京、宁夏、河南、江西、湖南、福建、广西、广东、海南，已经落地了业务，进行跨省

输出。

拟投入4.6亿元促公司现有的融合云平台项目升级再出发。在公司业务涵盖的IPTV、手机电视、网络电视、地铁电视、数字移动电视等多个领域，各个业务都为独立的平台业务系统，系统间缺乏整合和沟通。随着业务的开展，多服务平台容易造成内容重复购买及生产、平台设备的重复投资及人力成本的浪费等情况。2013年公司开始构建全媒体融合云平台，根据流媒体网的数据，公司已建立起支撑全业务的全媒体融合云平台，基于云计算、大数据、人工智能、区块链等先进技术，融合云平台采用统一播控、统一数据、分域运营的创新架构，目前融合云平台已有效的支撑广东IPTV、互联网电视、粤TV全国专网互动电视、电台粤听等广电业务以及无线广东、养老、医疗、彩票、游戏等各类互联网+的业务。根据公司19年初的招股说明书，公司拟投入资金4.6亿元（其中包括募集资金4.2亿元，建设期36个月），投入全媒体融合云平台项目的建设，对公司现有融合云平台系统进行升级，随着融合云平台的升级，预计未来也将持续为各类新业务的发展提供强有力的技术支撑。

图表33：2016年来公司持续加码研发（万元）



图表34：2019年度全国广电十佳融媒体名单

年度全国广电十佳融媒体平台	
中国国际广播电台中华云	
江苏省广播电视台总台荔枝云	
浙江广播电视台中国蓝云	
湖南广播电视台芒果云	
湖北广播电视台长江云	
云南广播电视台七彩云	
天津津云新媒体集团津云	
济南广播电视台鹊华云	
广东南方新媒体股份有限公司融合云平台	
宁波广播电视台融媒体云平台	

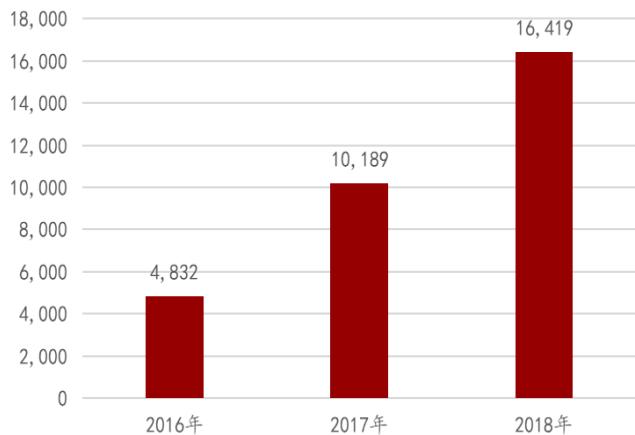
资料来源：招股说明书、万联证券研究所

资料来源：公司官网、济南日报地方号、中国山东网、万联证券研究所

优势3：8亿元资金投资版权内容，丰富内容库形成护城河。公司计划在上市后三年内共计投入8亿元资金（其中使用募集资金6.5亿元）以一次性买断方式采购版权内容，用于IPTV、互联网电视、有线电视网络增值服务和省外专网视听节目综合服务等主营业务的经营发展，预计2019-2021年年均投入分别为2/2.5/3.5亿元，2016-2018年的0.5/1.0/1.6亿元来说，版权投入的资金更多。根据公司招股说明书数据，截至2018年末，公司具有10万小时标清节目库、7万小时高清节目库和3400小时4K超高清VOD节目库。根据公司官网数据，粤TV的VIP专区拥有超1.5万小时超大VIP片库，影视专区拥有8.7万小时片库，超1万集优质剧集库，影视类型包括军旅、家庭、古装、都市、英美日韩等多元影视剧。

图表35：2016年来公司采购版权支出逐年提升

图表36：公司提供超1.5万小时VIP片库



资料来源：招股说明书、万联证券研究所



资料来源：公司官网，万联证券研究所

图表37：2019–2021年公司版权内容投入计划情况（万元）

项目	2020年	2021年	2022年	合计
版权内容采购（全部）	20,000	25,000	35,000	80,000
版权内容采购（使用募集资金）	13055	22045	30043	65143
采购版权内容投入计划：				
电影	4,055	6,030	7,950	18,035
电视剧	2,115	3,665	4,565	10,345
少儿动漫	1,520	2,660	3,730	7,910
体育类	1,500	3,250	4,950	9,700
纪实、资讯、综艺、教育	1,200	2,030	2,690	5,920
粤港澳内容及自制内容	815	1,410	2,008	4,233
4K、3D、VR 内容	1,850	3,000	4,150	9,000
合计	13,055	22,045	30,043	65,143

资料来源：公司招股书、万联证券研究所

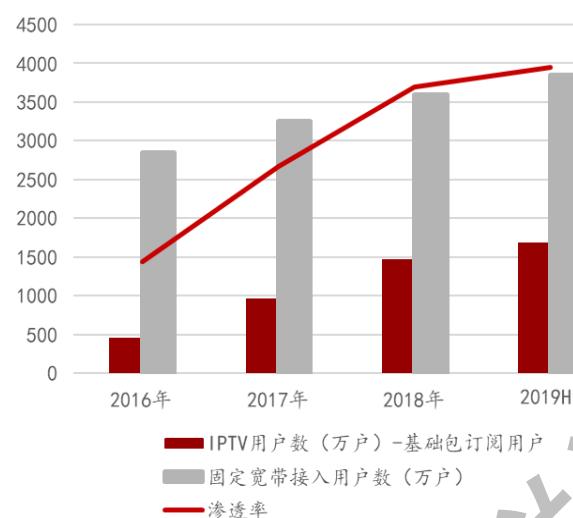
4.2 核心逻辑：短中期看渗透率&精细化运营，长期看大屏价值提升

第一阶段看渗透率提升带来用户基数的扩大，带动基础业务营收以及广告价值的提升。2016–2019上半年，广东省IPTV基础包订阅用户数分别为457、962、1475、1685万户，省内IPTV对固定宽带接入用户的渗透率从16年的16%直线提升至2019年6月底的43.8%。从全国横向对比来看，广东省的IPTV渗透率几乎是四川省的一半，在全国31个省市中排名在中部，具备较大提升空间。以70%的省内渗透率目标计算，对应1000万+潜在用户数，用户基数提升一方面直接带动基础业务的业绩，另一方面广东省内定向推广的广告价值也将水涨船高。

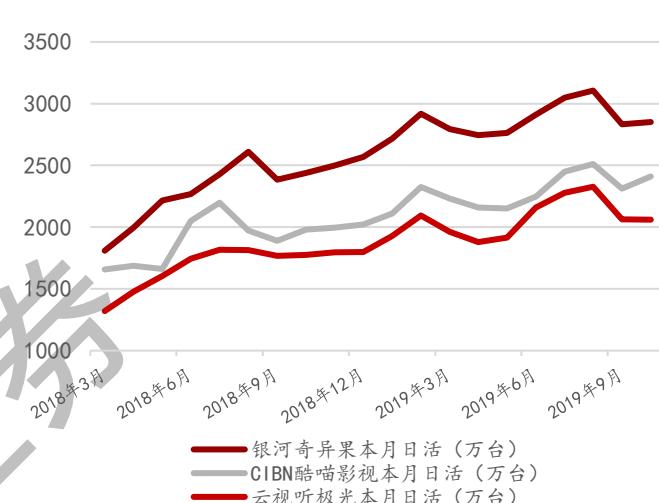
OTT方面，公司目前主打产品云视听极光于2015年6月上线运营，依靠腾讯视频强大的内容库及渠道迅速推广，截至2019年6月底累计激活用户数量达1.6亿。根据奥维互娱的数据，2019年10月，云视听极光日活为2061万台，位居行业第三名，与银河奇异果（爱奇艺）相差约800万台。就内容端来看，截至2019Q3，腾讯视频付费用户1.002亿，爱奇艺付费用户1.06亿，二者付费用户相当。根据QuestMobile的数据，就移动端的去重用户总量来看，2019年8月，爱奇艺、腾讯视频、优酷视频分别为60031、58513、45433万人，爱奇艺与腾讯并列第一梯队，优酷视频次之。因

此，我们认为公司与腾讯视频合作的云视听极光的日活用户有望赶超酷喵（优酷），与银河奇异果（爱奇艺）相当，而银河奇异果日活用户数本身也在高速增长中，2019年10月其日活用户数同比增长17%，即使考虑到户均移动端拥有数量，公司OTT业务的用户数还远未到天花板。

图表38：广东省IPTV对固定宽带渗透率情况



图表39：云视听极光用户数远未到天花板



资料来源：公司公告、广东省通信管理局，万联证券研究所

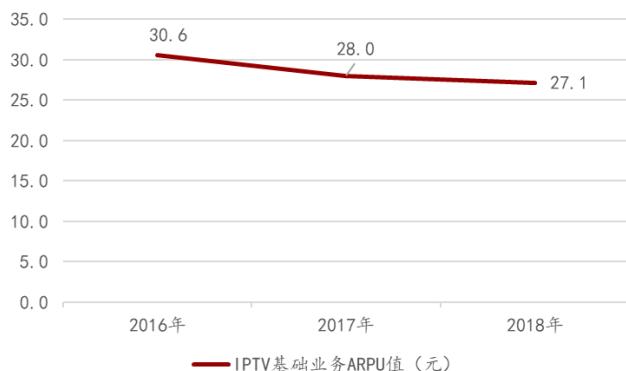
资料来源：奥维互娱，万联证券研究所

第二阶段看精细化运营、定向挖掘带来ARPU值的提升。公司2018年IPTV基础业务ARPU值为27.1元，较2016年下降3.4元，主要受广东移动用户数自17年开始快速扩张，渠道跑马圈地多促销活动的影响。随着渗透率的提升，公司重心或将从用户由数量增长转为质量提升，公司3年8亿元加码版权、19年11月入股圣剑网络10%股权增强电竞内容的供给，公司ARPU值有望在广东移动渗透率达到一定规模后开始触底回升。与此同时，根据流媒体网的数据，2019年起通信运营商从高增长转向高质量发展，运营商的KPI考核开始向质量侧重，或能实现数量增长与ARPU提升的平衡。

第三阶段，聚焦客厅场景，构建家庭生态圈，挖掘多元化价值。5G时代客厅大屏有望成为家庭互联网入口，通过基于云计算、大数据、人工智能、区块链等技术的全媒体融合云平台，围绕粤TV、云视听、移动端、UTVGO等产品，面向广东省以及云视听客户，通过资本或其他方式跨界联合娱乐（影视游）、养老（养老机构、医院）、教育（培训机构、学校）、生活（政务、电商）等机构，为视频用户、老年用户、少儿用户等打造开放的服务型平台，通过客厅场景触达更多消费需求，并持续催生新业态的成长，带来公司价值的重估。

图表40：广东省IPTV基础业务ARPU值情况

图表41：构建家庭生态圈，挖掘多元价值



资料来源：公司招股说明书，万联证券研究所



资料来源：流媒体网，万联证券研究所

5、盈利预测与估值

基于公司目前的主营业务，即IPTV业务和互联网电视业务。

假设1：IPTV业务：公司IPTV业务主要包括基础业务和增值业务。

基础业务为用户提供基础视听内容服务，包括中央电视台频道、各省级频道、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，用户在支付IPTV基本视听服务费之外无需支付其他额外费用。基础业务和IPTV用户数以及ARPU值相关，假设19-21年，广东省内固定宽带用户数增长率分别为9.2%/7.2%/5%，IPTV对固定宽带用户的渗透率分别为48%/53%/58%，ARPU值小幅回升。**增值业务**为用户提供高清影视、在线教育、在线娱乐、粤语特色专区等内容，分次或按期支付。假设公司增值业务随着基础业务用户规模的提升而逐年增长。毛利率方面，考虑到毛利率较低的增值业务占比提升以及公司对于版权内容的成本提升，预计IPTV业务综合毛利率短期延续小幅下滑的态势。

假设2：OTT互联网电视业务：公司互联网电视业务主要包括云视听极光、云视听MoreTV等。预计云视听极光、云视听MoreTV的用户规模、广告价值逐年提升，毛利率保持较高水平。

假设3：费用：考虑到当前阶段公司仍需加强营销，扩大IPTV、OTT业务用户数，销售活动、品牌宣传等销售费用预计将小幅提升。与此同时，由于公司计划投入4.6亿元升级融合云平台项目，预计公司研发费用也将提升。

图表42：公司主要业务营收预测（百万元）

项目	2018	2019E	2020E	2021E
IPTV业务				
收入	477.8	671.6	838.7	1,003.7
增速	56.5%	40.6%	24.9%	19.7%
毛利率	55.7%	54.0%	55.0%	55.0%
互联网电视业务（OTT）				
收入	98.7	172.3	268.5	422.5
增速	39.5%	74.7%	55.8%	57.3%
毛利率	71.6%	71.6%	71.6%	71.6%
其他业务				
收入	13.2	13.2	13.2	13.2

增速	-14.0%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	52.2%	52.2%	52.2%	52.2%
其他主营业务				
收入	53.5	58.8	70.6	84.7
增速	-1.9%	10.0%	20.0%	20.0%
毛利率	37.4%	37.4%	37.4%	37.4%
合计				
收入	643.2	916.0	1191.1	1524.1
增速	44.2%	42.4%	30.0%	28.0%
毛利率	56.6%	56.2%	57.7%	58.6%

资料来源：wind、万联证券研究所

我们选取A股上市公司中主业与IPTV、OTT业务相关的传媒公司进行对比，2019–2021年行业平均估值水平为34/27/25倍，基于1) 公司背靠广东省，省内IPTV对固定宽带接入用户的渗透率从16年的16%直线提升至2019年6月底的43.8%，渗透率天花板有望达70%，对应1000万+潜在用户；2) 公司有望在用户数达到一定规模后依靠精细化运营等提升ARPU值；3) 公司拥有粤TV、云视听、移动端、UTVGO等产品，有望通过客厅场景触达更多消费需求，客厅大屏价值有望重估。预计2019–2021年EPS分别为2.73元、3.64元、4.79元，归母净利润分别为3.51亿元、4.67亿元、6.15亿元，我们首次覆盖，给予公司“买入”评级。

图表43：可比公司估值情况

证券代码	证券名称	最新收盘价	EPS (元)			PE		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
芒果超媒	300413.SZ	34.74	0.66	0.85	1.01	51.8	40.14	33.83
华数传媒	000156.SZ	10.68	0.51	0.55	0.58	19.5	18.09	17.15
贵广网络	600996.SH	8.04	0.27	0.33	0.35	30.18	24.11	22.97
平均	/	/	0.48	0.58	0.65	33.83	27.45	24.65
新媒股份	300770.SZ	131.40	2.73	3.64	4.79	42.74	32.14	24.40

资料来源：wind、万联证券研究所

注：以上市值数据截至2019年12月30日收盘。

6、风险提示

IPTV、OTT付费或用户拓展不及预期：IPTV业务是由电信运营商根据用户订购产品的种类、用户数量及合作协议约定的分成方式与公司进行结算，随着市场的变化和用户的增长，有可能出现用户单价下降的风险；OTT业务在全国范围开展，竞争对手强劲，面临全国性的行业竞争，用户拓展与用户单价均有下降的风险；

新娱乐形式的冲击：短视频等针对于小屏开发的新娱乐形式可能争夺用户时间，造成行业增长空间不及预期；

牌照授权风险：1) 授权增加，行业竞争加剧风险。公司经营的广电新媒体业务受多个职能部门的严格监管，国家监管部门对行业准入有严格限制。若行业关于市场准入或监管政策放宽，或将加剧市场竞争，从而降低公司的业务壁垒，对

公司业务发展产生不利影响；2) 本公司依托的排他性授权被终止风险。公司业务开展依托于广东广播电视台将相关业务牌照排他性授予本公司，若广东广播电视台相关许可证未能延期或被终止，公司IPTV和OTT业务将受重大影响；

传媒行业政策收紧：有关部门先后出台多部产业政策和发展意见，促进三网融合，支持IPTV、OTT业务的发展，若未来相关产业政策收紧，将不利于公司主营业务发展。

万联证券

资产负债表

	单位: 百万元					单位: 百万元			
至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E	至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	822	2082	2628	3341	营业收入	643	916	1178	1523
货币资金	611	1866	2345	2979	营业成本	279	401	498	630
应收及预付	200	204	269	344	营业税金及附加	3	4	6	7
存货	0	0	0	0	销售费用	46	65	84	109
其他流动资产	11	12	14	18	管理费用	70	40	55	70
非流动资产	228	553	577	603	财务费用	(4)	0	0	0
长期股权投资	6	6	6	6	研发费用	36	56	70	91
固定资产	83	103	116	132	资产减值损失	8	0	0	0
在建工程					公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	63	337	347	357	投资净收益	(3)	5	5	5
其他长期资产					营业利润	206	354	470	620
资产总计	1050	2635	3205	3944	营业外收入	1	1	1	1
流动负债	315	388	491	616	营业外支出	0	1	1	1
短期借款	0	0	0	0	利润总额	206	355	471	621
应付及预收	303	372	475	597	所得税	1	4	5	6
其他流动负债	81	119	144	181	净利润	205	351	466	614
非流动负债	23	23	23	23	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
长期借款	0	0	0	0	归属母公司净利润	205	351	467	615
应付债券	0	0	0	0	EBITDA	230	349	465	615
其他非流动负债	23	23	23	23	EPS (元)	1.60	2.73	3.64	4.79
负债合计	338	411	514	639					
股本	96	128	128	128					
资本公积	316	1445	1445	1445					
留存收益	35	88	158	250					
归属母公司股东权益	711	2223	2690	3305					
少数股东权益	1	1	1	0					
负债和股东权益	1050	2635	3205	3944					

现金流量表

	单位: 百万元					单位: 百万元			
至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E	至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	246	412	531	685	成长能力				
净利润	205	351	466	614	营业收入	44.2%	42.4%	28.6%	29.2%
折旧摊销	21	0	0	0	营业利润	84.6%	72.2%	32.8%	31.9%
营运资金变动	10	(0)	(0)	(0)	归属于母公司净利润	86.9%	71.0%	33.0%	31.7%
其它	10	(6)	(9)	(9)					
投资活动现金流	(100)	(319)	(18)	(20)	获利能力				
资本支出	(67)	(294)	(23)	(25)	毛利率	56.6%	56.2%	57.7%	58.6%
投资变动	(33)	(30)	0	0	净利率	31.8%	38.3%	39.6%	40.3%
其他	0	5	5	5	ROE	28.8%	15.8%	17.3%	18.6%
筹资活动现金流	(53)	1161	0	0	ROIC	290.8%	105.0%	145.6%	205.7%
银行借款	0	0	0	0	偿债能力				
债券融资	0	0	0	0	资产负债率	32.1%	15.6%	16.0%	16.2%
股权融资	5	1161	0	0	净负债比率	47.4%	18.5%	19.1%	19.3%
其他	(58)	0	0	0	流动比率	2.61	5.37	5.35	5.43
现金净增加额	93	1255	479	635	速动比率	2.58	5.33	5.32	5.39
期初现金余额	518	611	1866	2345	营运能力				
期末现金余额	611	1866	2345	2979	总资产周转率	0.69	0.50	0.40	0.43
					应收账款周转率	4.46	4.82	4.69	4.73
					存货周转率	1774.65	1702.25	1725.72	1717.82
					每股指标(元)				
					每股收益	1.60	2.73	3.64	4.79
					每股经营现金流	1.92	3.21	3.87	5.10
					每股净资产	5.54	17.32	20.96	25.75
					估值比率				
					P/E	42.74	32.14	24.40	
					P/B	6.75	5.58	4.54	
					EV/EBITDA	(2.65)	37.63	27.21	19.54

资料来源：公司财报、万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

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，以勤勉的执业态度，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受到任何形式的补偿。

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心
广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场