

## 大屏端逐渐回归，开启客厅娱乐新时代

### 投资要点

- 推荐逻辑：**公司是全国领先的新媒体业务运营商，主打IPTV和互联网电视业务，2019年营收9.96亿元，同比增长54.86%；实现归母净利润3.96亿元，同比增加92.83%，近三年均保持高速增长。（1）从内部来看，公司募集资金十亿用于“全媒体融合云平台建设项目”、“版权内容采购项目”，看好公司全媒体融合平台和日益丰富的版权内容带来业绩持续增长。（2）从外部来看，智能电视普及量持续提升，截至2019年底，中国智能电视保有量达到2.7亿台，同比增加12.5%，我们认为公司业务将受益于智能电视的普及。（3）2020年上半年疫情原因为智能电视家庭场景提供了充分的体验时间，大屏端使用习惯的回归有助于公司业绩增长。
- IPTV+OTT齐头并进成新趋势，助力布局新媒体业务：**随着智能电视的普及，有线电视、IPTV、OTT三足鼎立的局面已被打破，IPTV、OTT用户激活量远超有线电视。公司全渠道汇聚超过1.4亿用户，其中全国专网有效用户超过1800万户，云视听系列APP有效用户超过1.3亿户。随着IPTV、OTT市场份额进一步扩大，预计公司庞大的用户群体将支撑收入稳健增长，且随着版权采购成本、期间费用得到控制，利润率有望进一步提升。
- 互联网电视APP发展潜力巨大，有望成为新增长点：**我们认为公司互联网电视业务有望高速增长，原因有：（1）公司拥有庞大的互联网电视APP有效用户。“云视听极光”长期居于行业月活排行榜第一名，云视听小电视和云视听MoreTV位居月活排行榜前十名。（2）在智能电视端，互联网电视应用收视率已远超央视和五大卫视，点播用户群体日益庞大将持续促进公司“云视听”和IPTV业务快速增长。（3）合作虎牙打造首款电竞OTT应用有望成为新增长点。
- 盈利预测与投资建议。**预计公司2020-2022年EPS分别为2.62元、3.46元、4.25元，对应的PE分别为43倍、33倍、27倍。考虑到5G时代公司潜在的增量并未在盈利预测中体现，且公司电竞、直播等业务在未来巨大的增长前景，我们给予公司2021年42倍的目标估值，对应的目标价为145元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**市场准入或行业监管的政策放宽，加剧市场竞争的风险。公司存在因规模扩大导致的管理风险。

### 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)	2.31
流通A股(亿股)	0.79
52周内股价区间(元)	83.16-227.58
总市值(亿元)	261.10
总资产(亿元)	30.94
每股净资产(元)	18.13

### 相关研究

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	996.00	1415.37	1892.07	2320.22
增长率	54.86%	42.11%	33.68%	22.63%
归属母公司净利润(百万元)	395.68	606.42	798.52	981.03
增长率	92.83%	53.26%	31.68%	22.86%
每股收益EPS(元)	1.71	2.62	3.46	4.25
净资产收益率ROE	18.09%	22.36%	23.56%	23.30%
PE	66	43	33	27
PB	11.95	9.63	7.71	6.20

数据来源：Wind, 西南证券

## 目 录

<b>1 公司概述：全国 IPTV 业务领跑者，互联网电视的先行者</b>	<b>1</b>
1.1 围绕“智慧家庭”场景主打 IPTV 业务	1
1.2 IPTV 和互联网电视业务牌照获授权	3
1.3 全国专网业务（粤 TV）：深耕广东，布局全国	5
1.4 互联网电视业务：用户规模逐步提升，重点发力“云视听”系列 APP	8
<b>2 行业分析：IPTV 和 OTT 双巨头市场成新趋势，点播视频习惯逐渐养成</b>	<b>13</b>
2.1 智能电视赶超传统电视已成大势所趋	13
2.2 三足鼎立的局面被打破，IPTV+OTT 齐头并进成新趋势	14
2.3 用户点播习惯渐成，直播、点播呈现共荣共生之势	15
2.4 “智能电视+互联网”开启客厅娱乐新时代	18
<b>3 公司分析：盈利能力行业领先，打造优质丰富的客厅娱乐平台</b>	<b>21</b>
3.1 公司盈利能力位列行业上游，主营业务毛利率保持稳定	21
3.2 总资产规模逐年增长，应收账款回款迅速	27
3.3 合作互联网龙头企业，共建人工智能实验室	32
3.4 “云游戏”享 5G 赋能，大屏端占赛道先机	34
<b>4 盈利预测与估值</b>	<b>36</b>
4.1 盈利预测	36
4.2 相对估值	37
<b>5 风险提示</b>	<b>37</b>

## 图 目 录

图 1: 互联网电视云视听极光用户界面	1
图 2: IPTV 用户界面	1
图 3: 2019 年营收分业务占比	2
图 4: 2016 年-2019 年按业务分类收入 (万元)	2
图 5: 2016 年-2019 年主营业务收入及同比增速	2
图 6: 2016 年-2019 年归母净利润	2
图 7: 新媒股份主要股东以及对外投资情况	3
图 8: 广东广播电视台持股比例图	4
图 9: 我国 IPTV 行业管理模式	6
图 10: 图 10: IPTV 娱乐增值服务宣传图	6
图 11: 图 11: IPTV 教育增值服务宣传图	6
图 12: 2016 年-2019 年 IPTV 用户数及同比增速	8
图 13: 2016 年-2019 年全国专网收入及同比增速	8
图 14: 互联网电视集成平台系统组成示意图	9
图 15: 四大内容平台 OTT 视频应用月活堆叠图	12
图 16: 四大内容平台 OTT 视频应用 5 月月活占比	12
图 17: 2016 年-2019 年互联网电视业务收入及同比增速	12
图 18: 2016 年-2019 年云视听系列产品收入及同比增速	12
图 19: 截至 2019 年底中国电视用户规模	13
图 20: 中国 OTT、IPTV、有线电视缴费用户数激活量走势	14
图 21: 截至 2019 年底 三种信号源渗透率表现	14
图 22: 2019 年 12 月家庭大屏日开机终端规模 (万台)	15
图 23: 2019 年家庭大屏终端开机表现	15
图 24: 2019 年 12 月智能电视端直播、点播日活用户规模	16
图 25: 智能电视直点播独占用户 VS 重叠用户: 收看行为	16
图 26: 2017-2019 年 OTT 独立应用市场运营收入 (亿元)	17
图 27: 应用日活跃用户每终端使用时长	17
图 28: 2019 年 OTT 端垂直类应用年度月均活跃规模	17
图 29: OTT 智能电视终端日均活跃规模 (万台)	18
图 30: 互联网电视优势	19
图 31: 互联网电视丰富的娱乐方式	19
图 32: 4K 电视	19
图 33: 3D 大屏观看场景	19
图 34: 内置“小爱同学”的智能电视	20
图 35: “天猫精灵”控制智能电视	20
图 36: 客厅功能	21
图 37: 客厅娱乐互动方式	21
图 38: 2014 年-2019 年 ROA 与 ROE 行业对比	22
图 39: 2016 年-2019 年各业务毛利率	22

图 40: 2016 年-2019 年互联网电视明细业务占比 .....	22
图 41: 2016 年-2018 年互联网电视明细业务毛利率 .....	22
图 42: 2016 年-2019 年主营业务毛利率和其他业毛利率 .....	23
图 43: 同行业销售毛利率对比 .....	23
图 44: 同行业可比上市公司期间费用率 .....	24
图 45: 2016 年费用明细 .....	24
图 46: 2017 年费用明细 .....	24
图 47: 2018 年费用明细 .....	25
图 48: 2019 年费用明细 .....	25
图 49: 公司营业成本的构成情况 (万元) .....	25
图 50: 2019 年营业成本构成 (按产品) .....	26
图 51: 2019 年营业成本构成 (按项目) .....	26
图 52: 计入当期损益的政府补助占净利润比例 .....	27
图 53: 2016 年-2019 年资产金额及增速 (亿元) .....	27
图 54: 2019 年年末流动资产明细表 .....	28
图 55: 2016 年至 2019 年各项流动资产占流动资产总额比例 .....	28
图 56: 2016 年期末公司应收账款账龄结构 (万元) .....	29
图 57: 2017 年期末公司应收账款账龄结构 (万元) .....	29
图 58: 2018 年期末公司应收账款账龄结构 (万元) .....	29
图 59: 2019 年期末公司应收账款账龄结构 (万元) .....	29
图 60: 账龄一年以内的应收账款回收比例 .....	30
图 61: 各年期末坏账准备计提情况 .....	30
图 62: 2019 年末非流动资产明细 .....	31
图 63: 2019 年末固定资产明细图 (万元) .....	31
图 64: 2019 年末无形资产明细图 (亿元) .....	32
图 65: 流动比率行业对比 .....	32
图 66: 资产负债率行业对比 .....	32
图 67: 云视听虎牙电竞界面 .....	33
图 68: 2020 年 6 月斗鱼虎牙用户重合独占情况 .....	33
图 69: 公司同腾讯科技、海思科技共建人工智能实验室 .....	33
图 70: 智能电视云游戏页面 .....	34
图 71: 腾讯 START 云游戏平台 .....	34
图 72: 云游戏技术运作原理 .....	34
图 73: 2018-2023 年中国云游戏市场规模及预测 (亿元) .....	35
图 74: 2018-2023 年中国云游戏用户规模及预测 .....	35
图 75: 小屏端客厅娱乐 .....	35
图 76: 大屏端客厅娱乐 .....	35

## 表 目 录

表 1: IPTV 服务许可证持证机构 .....	4
表 2: 互联网电视内容服务牌照持证机构和被授权企业 .....	5
表 3: 集成服务牌照持有方和集成服务平台运营方 .....	5
表 4: 公司与电信运营商 IPTV 业务分成模式 (IPTV 用户数量统计截至 2018 年 12 月底) .....	7
表 5: 公司 IPTV 业务节目内容来源及版权内容采购分类情况 .....	7
表 6: 公司互联网电视业务收入构成 单位 (万元) .....	9
表 7: 公司互联网电视产品运营收费分成模式 .....	10
表 8: “云视听”系列 APP .....	10
表 9: 2020 年 OTT 端点播媒体月活排行榜 (万台) .....	11
表 10: 截至 2019 年底 智能电视激活量超 1000 万台省市 .....	13
表 11: 2019 年智能电视端直点播收视率排行榜 .....	16
表 12: 2020 年 5 月 OTT 端 APK 月活排行 .....	18
表 13: 2019 年计入当期损益政府补贴明细表 (万元) .....	26
表 14: 2019 年应收账款期末余额前五名欠款方 .....	30
表 15: 分业务收入及毛利率 .....	36
表 16: 可比公司估值 .....	37
附表: 财务预测与估值 .....	38

# 1 公司概述：全国 IPTV 业务领跑者，互联网电视的先行者

## 1.1 围绕“智慧家庭”场景主打 IPTV 业务

新媒股份是全国领先的新媒体业务运营商，其前身是广东南方新媒体发展有限公司，于2010年7月12日由广东南方国际传媒控股有限公司以货币资金出资设立。2016年8月15日在原公司基础上改组为股份有限公司。公司于2019年4月在深圳证券交易所上市。

公司目前拥有广东IPTV集成播控服务牌照、全国互联网电视集成服务牌照与内容服务牌照的授权。公司围绕“智慧家庭”场景为用户提供视频、教育、游戏、生活、电视购彩等多元内容和综合服务，覆盖IPTV、互联网电视、有线电视等大屏主流渠道。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。公司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 TV 和云视听小电视。其中：云视听极光、云视听 MoreTV 已经发展成为成熟产品；云视听悦厅 TV、云视听小电视是公司新兴互联网电视应用平台。

图 1：互联网电视云视听极光用户界面



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：IPTV 用户界面



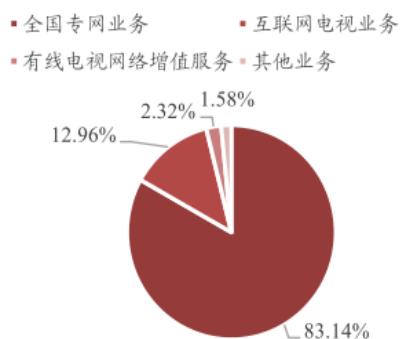
数据来源：公司公告，西南证券整理

公司主要涉及的主营业务包括IPTV、互联网电视、有线电视网络增值服务、省外专网视听节目综合服务。从2017年开始，开始涉足有线电视网络增值服务，并大力推进IPTV、互联网电视服务，同时不断开拓省外专网视听节目综合服务。2019年，公司对业务分类进行调整，将IPTV业务、省外专网视听节目综合服务业务合并为全国专网业务。

**全国专网业务占主营业务收入8成以上。**公司目前仍然以省内IPTV业务为主，2019年度，由IPTV业务和省外专网视听节目综合服务业务合并的全国专网业务占公司主营业务的83.14%。在互联网电视方面，虽然为公司提供的营收贡献与IPTV业务相比显得较少，仅占总营收的12.96%，但仍然是公司第二大业务，有极大的发展潜力。互联网电视业务重点发力云视听系列APP，同时积极拓展合作伙伴，共同打造互联网电视产业链闭环。目前稳定的合作方有腾讯、TCL雷鸟，除此之外还正开启与创维酷开等智能终端厂商的合作，为其提供互联网电视集成服务和内容服务。

全国专网服务业务增势明显，互联网电视业务发展潜力巨大。2019年全国专网服务实现营收8.28亿元，相比2018年的5.1亿元，同比增长61.67%。从2016年至2019年，全国专网服务营收年复合增长率达到71.21%。2019年互联网电视实现1.3亿元，相比于2018年的9866万元，同比增长30.79%。公司作为全国七家互联网电视集成服务平台运营商之一和十六家内容服务平台运营商之一，手持广东广播电视台对于互联网电视集成服务牌照与内容服务牌照授权，未来互联网电视业务发展潜力巨大。

图3：2019年营收分业务占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

图4：2016年-2019年按业务分类收入（万元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

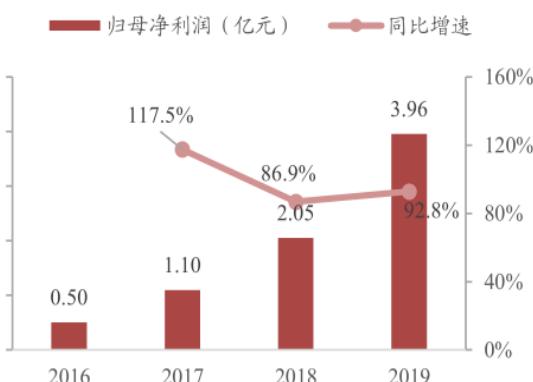
公司整体业绩表现不凡，净利润增速近三年均保持85%以上。2019全年实现主营业务收入9.8亿元，同比增加55.6%；全年实现归母净利润3.96亿元，同比增加92.8%，2017年和2018年净利润增速分别为117.5%和86.9%，近三年均保持高增速状态。公司自上市以来，加快布局“智慧家庭”生态的步伐，加强全媒体融合云平台的建设，稳步推进全国专网、互联网电视、有线电视网络增值服务等主营业务的发展。公司全渠道汇聚超过1.4亿用户，其中全国专网有效用户超过1800万户，互联网电视云视听系列APP有效用户超过1.3亿户，有线电视增值服务有效用户超过70万户。公司业绩有望持续增长。

图5：2016年-2019年主营业务收入及同比增速



数据来源：公司年报，西南证券整理

图6：2016年-2019年归母净利润

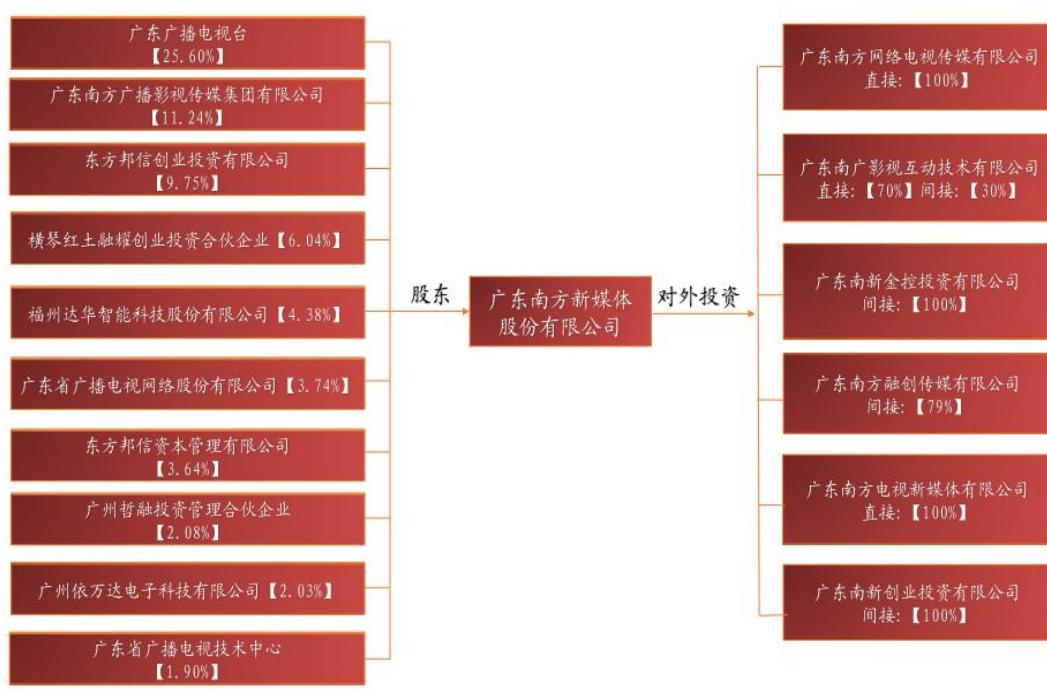


数据来源：公司年报，西南证券整理

## 1.2 IPTV 和互联网电视业务牌照获授权

截至 2020 年 3 月 31 日，公司前十大股东分别为广东广播电视台、广东南方广播影视传媒集团有限公司、东方邦信创业投资有限公司、横琴红土融耀创业投资合伙企业、福州达华智能科技股份有限公司、广东省广播电视台网络股份有限公司、东方邦信资本管理有限公司、广州哲融投资管理合伙企业、广州依万达电子科技有限公司、广东省广播电视台技术中心。公司主要控股、参股的公司有，广东南方电视新媒体有限公司、广东南广影视互动技术有限公司、广东南方网络电视传媒有限公司、广东南方融创传媒有限公司、广东南新金控投资有限公司、广东南新创业投资有限公司。

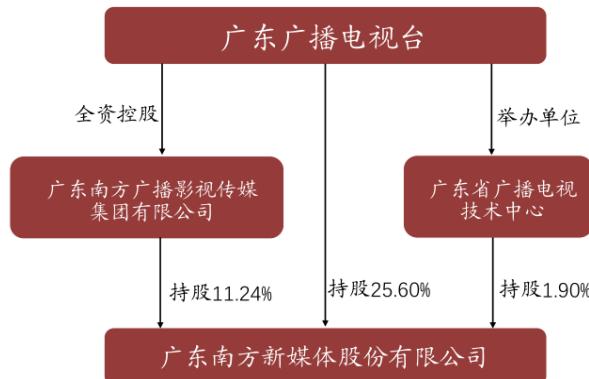
图 7：新媒股份主要股东以及对外投资情况



数据来源：公司年报，西南证券整理

**控股股东广东广播电视台合计持股 38.74%。** 截至 2019 年财报报出日，公司控股股东广东广播电视台直接持有公司股票 25.6%，通过其全资控股公司广东南方广播影视传媒集团有限公司间接持股 11.24%，通过其举办单位广东省广播电视台技术中心间接持股 1.90%，合计持有公司 38.74% 股份，为公司控股股东及实际控制人。

图 8: 广东广播电视台持股比例图



数据来源：招股说明书，西南证券整理

**IPTV 和互联网电视业务获控股股东广东广播电视台授权。**2015 年 2 月，广东广播电视台授权南方新媒体运营互联网电视业务。2016 年 10 月，广东广播电视台签署《关于 IPTV 集成播控服务业务运营授权书》，授权南方新媒体独家运营与广东 IPTV 集成播控平台配套的经营性业务。

我国 IPTV 行业实行牌照管理制度，广电总局已经发放的 IPTV 服务相关牌照分为三类：全国 IPTV 集成播控服务许可、全国 IPTV 内容服务许可和各省 IPTV 集成播控服务。截至 2019 年，共有 6 家电视台获得 IPTV 集成播控服务或者内容服务牌照，其分别是中央电视台、上海广播电视台、广东广播电视台、湖南广播电视台、重庆网络广播电视台、辽宁广播电视台。

表 1: IPTV 服务许可证机构

序号	牌照	持证机构	集成播控平台授权运营情况
1	全国 IPTV 集成播控服务	中央电视台	授权爱上传媒运营中央 IPTV 集成播控总平台
2	全国 IPTV 内容服务	中央电视台	未取得是否授权及授权情况的公开信息
3	全国 IPTV 内容服务	上海广播电视台	未取得是否授权及授权情况的公开信息
4	省级 IPTV 集成播控服务	广东广播电视台	授权南方新媒体运营广东 IPTV 集成播控分平台
5	省级 IPTV 集成播控服务	湖南广播电视台	授权快乐阳光运营湖南 IPTV 集成播控分平台
6	省级 IPTV 集成播控服务	重庆网络广播电视台	授权重数传媒运营重庆 IPTV 集成播控分平台
7	省级 IPTV 集成播控服务	辽宁广播电视台	未取得是否授权及授权情况的公开信息

数据来源：招股说明书，西南证券整理

**公司作为全国七家互联网电视集成服务平台运营商之一和十六家内容服务平台运营商之一。**在互联网电视方面，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。截至目前，广电总局发了 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。控股股东广东广播电视台同时拥有两类牌照，而且都授权给南方新媒体。

**表 2: 互联网电视内容服务牌照持证机构和被授权企业**

序号	持证机构名称	经授权开展互联网电视内容服务业务的公司
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	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	中国国际广播电台	国广东方网络(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目制作中心	-
10	湖北广播电视台	-
11	城市联合网络电视台	-
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	-
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	-

数据来源：广电总局，招股说明书，西南证券整理

**表 3: 集成服务牌照持有方和集成服务平台运营方**

序号	持证机构名称	经授权开展互联网电视内容服务业务的公司
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	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	中国国际广播电台	国广东方网络有限公司
7	中央人民广播电台	银河互联网电视有限公司

数据来源：广电总局，招股说明书，西南证券整理

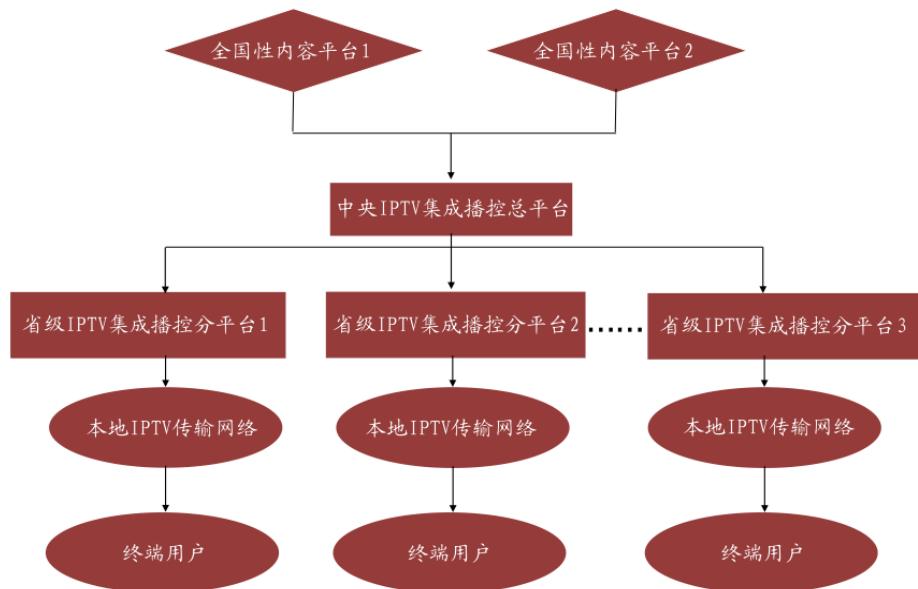
### 1.3 全国专网业务（粤 TV）：深耕广东，布局全国

2019 年，公司对其业务分类进行调整，将 **IPTV** 业务、省外专网视听节目综合服务业务合并为全国专网业务。公司 **IPTV** 业务采取合作模式，其主要合作方有中央 **IPTV** 集成播控总平台运营方爱上传媒和广东地区三大电信运营商。**IPTV** 业务是公司的主要业务之一，是公司营业收入的最大来源。公司 **IPTV** 业务品牌为“**粤 TV**”、集成播控平台呼号为“**中国 IPTV-广东**”。

爱上传媒作为中央 **IPTV** 集成播控总平台，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。南方新媒体获得牌照持有方广东广播电视台的 **IPTV**

相关业务授权后，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。电信运营商再将节目信号传输给终端用户。

图 9：我国 IPTV 行业管理模式



数据来源：招股说明书，西南证券整理

**IPTV** 业务主要通过提供基础服务和增值服务获取收入。基础业务包括各大卫视电视台的直播和回看，以及部分影视剧、体育节目等内容的点播，对所有 IPTV 用户开放，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即可收看。增值服务为用户提供包括高清影视、在线教育、在线娱乐、粤语特色专区等点播服务和应用增值服务。

图 10：图 10：IPTV 娱乐增值服务宣传图



数据来源：广东电信官网，IPTV 业务宣传海报，西南证券整理

图 11：图 11：IPTV 教育增值服务宣传图



数据来源：广东电信官网，IPTV 业务宣传海报，西南证券整理

**符合政策要求，牵手电信运营商合作发展。**公司与电信运营商的合作对接是服从国务院办公厅《关于印发三网融合推广方案的通知》、广电总局《关于当前阶段 IPTV 集成播控平台建设管理有关问题的通知》等政策法规文件的政策要求。IPTV 业务收入由电信运营商向终端用户收取服务费用后，按照约定方式向分平台运营商分成。具体的分成规则根据不同电信运营商略有不同。

**表 4：公司与电信运营商 IPTV 业务分成模式 (IPTV 用户数量统计截至 2018 年 12 月底)**

电信运营商 (收费方)	基础业务收入	套餐资费	增值业务收入	IPTV 用户数量 (万户)
广东电信	按不同用户购买基础包级别不同比例分成	20-30 元/月	用户支付增值业务费 按比例分成	735.91
广东移动	统一用户单价收费分成, 广东移动向公司支付固定金额以方便引入丰富版权内容	20-30 元/月	用户支付增值业务费 按比例分成	712.87
广东联通	统一用户单价收费分成	20-30 元/月	用户支付增值业务费 按比例分成	26.26

数据来源：招股说明书，西南证券整理

**IPTV 业务与合作方电信运营商自身的发展战略契合。**公司与广东地区电信运营商已形成了稳定的合作关系。电信运营商的网络传输成熟，公司不必投入巨资建设传输网络。业务能以轻资产的模式发展；通过电信运营商营销推广，用户拓展速度加快，并且省去了不少市场推广成本；终端用户付费先由电信运营商收取再向公司分成，业务办理主要通过电信运营商，使得 IPTV 业务流程合理高效。综上，公司与电信运营商合作开展 IPTV 业务，符合政策规定和业务特点，能够发挥各自优势，实现互利共赢，并且极大节省公司的各项营销、运营成本。

**IPTV 结算模式符合政策要求和市场实际。**对于中央 IPTV 集成播控总平台传来的节目内容，公司不支付费用，由电信运营商按照相关合同约定，向爱上传媒支付用户付费分成。对于广东 IPTV 集成播控分平台自身汇集的节目内容，公司进行自行采购，具体采购方式包括一次性买断和营运收入分成两种。营运收入分成方式采购是指，公司在取得电信运营商支付的用户付费分成后，按照相关合同约定向版权内容提供方支付营运收入分成。实现了资质牌照拥有方、业务平台运营方、内容提供方、传输系统运营方和消费者各方的利益均衡，促进了 IPTV 业务的良好发展。

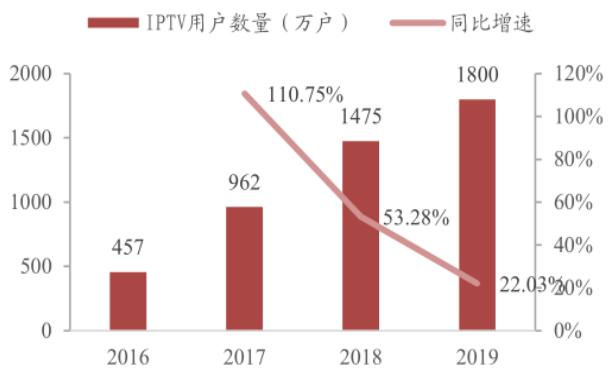
**表 5：公司 IPTV 业务节目内容来源及版权内容采购分类情况**

业务类别	节目内容	版权内容提供方	结算方式	财务核算
直播节目	中央各频道及各省级卫视频道版权内容	爱上传媒	电信运营商将用户付费分成 直接支付给爱上传媒	不计入公司的版权 内容采购成本
	广东省本地地面频道版权内容	广东广播电视台及广东省内各 地市广播电视台等	一次性买断 或营运收入分成方式采购	计入公司的版权 内容采购成本
	数字及特色频道版权内容	中央数字电视传媒有限公司等	一次性买断 或营运收入分成方式采购	计入公司的版权 内容采购成本
点播节目	影视剧、少儿、纪实、网络大电影、 音乐、戏曲、生活等节目内容	华数传媒、华泓文化、环球合 一、广东广播电视台等	主要采用营运收入分成方式采购	计入公司的版权 内容采购成本

数据来源：招股说明书，西南证券整理

**全国专网业务深耕广东本地市场，同时积极向全国积极拓展业务。**2019 年，公司全国专网业务收入达到 8.28 亿元，同比增长 61.67%。截至 2019 年底，公司全国专网有效用户超过 1800 万户，同比上升 22.03%，相比前几年增速有所放缓。由于公司将省内 IPTV 业务和省外专网业务合并披露，所以把数量较小的省外专网用户也包含在内。在省内专网方面，公司持续精细化运营，并根据行业变化，继续加大超高清、体育、影视、少儿等多元内容的建设，有效提升了省内 IPTV 用户规模和渗透率，另外增值用户规模和付费转换率也显著增加。

图 12: 2016 年-2019 年 IPTV 用户数及同比增速



数据来源：公司年报，西南证券整理

图 13: 2016 年-2019 年全国专网收入及同比增速



数据来源：公司官网，西南证券整理

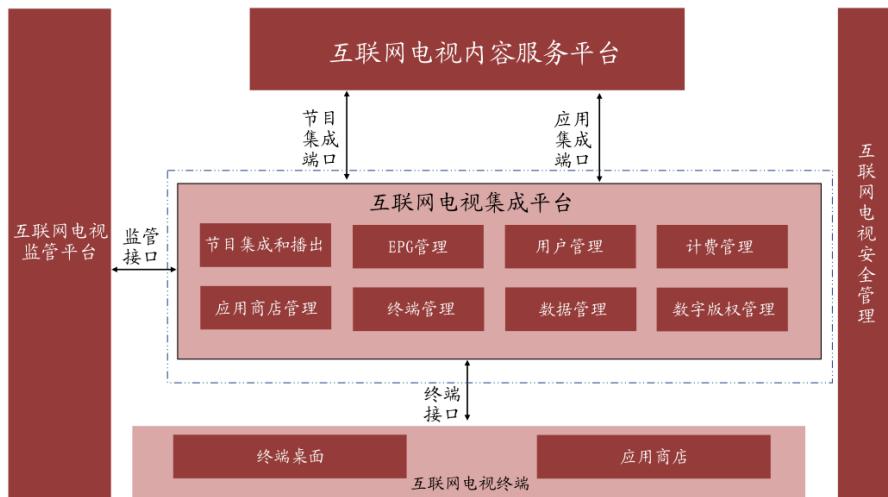
**IPTV 终端用户数量大幅增长获益于丰富的 IPTV 内容及政策支持。**各报告期末 IPTV 终端用户高速增长，主要有两方面原因：一方面，公司 IPTV 有直播、点播、时移、回看等全面且实用的功能，以及 10 万小时标清节目库、7 万小时高清节目库、3400 小时 4K 超高清 VOD 节目库等丰富的片库，还能提供 2 小时时移 7 天回放，能够为用户提供丰富的优质内容和良好的体验。另一方面，政府大力推进三网融合建设，公司和电信运营商大力推广 IPTV 业务。此外，在最近两年公司 IPTV 合作方新增了广东移动和广东联通，相应带动了终端用户数的大幅增长。

在省外专网方面，公司凭借其在广东省内运营 IPTV 的先进经验和资源优势，向全国拓展 IPTV 市场。省外专网业务主要由公司全资子公司南方影视互动负责运营。南方影视为省外的 IPTV 运营商提供与 IPTV 相关的技术、运维、视频内容和综合服务。收入主要来源包括各省 IPTV 业务运营商支付的服务费和用户付费分成收入。公司持续升级融合云平台的综合能力，支撑拓展全国专网市场。截至目前，业务已经覆盖 11 个省份（不含广东）。此外，公司与腾讯合作推出的“粤 TV-极光”增值服务专区于 2019 年 9 月成功落地，并已在湖南、海南等省份正式上线。

## 1.4 互联网电视业务：用户规模逐步提升，重点发力“云视听”系列 APP

互联网电视业务作为公司第二大业务，极具发展潜力。截至目前，全国共有七家互联网电视集成服务牌照和十六家内容服务牌照。公司获得其控股股东广东广播电视台的授权，同时拥有互联网电视集成服务平台运营商和互联网电视内容服务平台运营商的资质，能够向全国大屏用户提供视频内容和综合服务。目前，公司的互联网电视业务主要包括产品运营、服务合作两项。2019 年底，互联网电视云视听系列 APP 有效用户超过 1.3 亿户，同比增长 31%。

图 14: 互联网电视集成平台系统组成示意图



数据来源：广电总局《互联网电视集成平台技术要求》，西南证券整理

**集中发力互联网电视产品运营业务。**公司互联网电视业务收入主要来自产品运营业务、电视服务合作业务和硬件销售业务。其中互联网电视产品运营业务近年来已成为占比最大的业务。公司互联网电视产品运营业务品牌为“云视听”系列产品，其中云视听极光和云视听电视猫已经规模运营。

表 6: 公司互联网电视业务收入构成 单位 (万元)

项目	2018 年度		2017 年度		2016 年度	
	金额	比例 (%)	金额	比例 (%)	金额	比例 (%)
互联网电视产品运营业务	8667.33	87.85	3442.30	48.67	482.71	7.59
互联网电视服务合作业务	1174.33	11.90	3630.90	51.33	4867.83	76.55
互联网电视硬件销售业务	24.15	0.24	0.15	-	1008.58	15.86
合计	9865.80	100.00	7073.34	100.00	6359.12	100.00

数据来源：招股说明书，西南证券整理

**合作经营模式保障公司运营成本。**以云视听极光为例，云视听极光业务是公司与腾讯展开的合作业务。业务模式主要是向终端用户提供视频点播服务，服务内容分为免费和付费两类。点播付费内容需要分次或按期付费。公司云视听极光业务收入包括用户付费分成和广告收入分成，用户付费由公司收取；公司需承担成本主要包括运营人员人力成本、IDC 机房机柜及互联网宽带租赁成本、内容服务和集成服务平台建设成本、版权内容采购成本等。其中部分运营成本可在收取的用户付费中先行扣除。

分成基于付费来源不同会存在不同比例，用户付费分成和广告收入分成主要来源于两种情形：(1) 非预装渠道（终端用户从应用软件下载云视听极光 APP）且腾讯计算机提供版权内容；(2) 腾讯渠道（在腾讯自有及合作的电视一体机、机顶盒等终端预装云视听极光 APP）且腾讯计算机提供版权内容。

云视听电视猫同样采取合作经营模式，由公司与千杉网络共同经营。业务模式与云视听极光类似。但在收入分配上略有不同，公司在云视听电视猫业务的收入为固定金额报酬。终

终端用户仍然向公司支付费用，公司在扣除运营成本和合同约定金额后，再将剩余款项支付给千衫网络。

表 7：公司互联网电视产品运营收费分成模式

合作产品	合作方	收费方式	收费方	收入分配
云视听极光	腾讯	购买 VIP：包月 50 元，包季 148 元，包年 488 元；连续包月 30 元/月	新媒股份	扣除公司运营成本后根据来源不同比例分成
云视听电视猫	千衫网络	购买 VIP：包月 50 元，连续包季 88 元，连续包年 348 元，连续包月 30 元/月	新媒股份	扣除公司运营成本后公司获得固定金额报酬

数据来源：招股说明书，西南证券整理

**业务模式实现平台内容大统一，塑造公司用户影响力。**公司通过取得内容服务和集成服务业务授权，与内容提供方、终端厂商、市场推广方等合作开展互联网电视业务。通过多年磨合，基本实现了各方利益均衡。达到了“可管可控、播出安全”的政策要求，实现了统一监管、统一服务、统一用户、统一计费和统一大数据分析，做到了内容、运营、产品、用户层面的全面管理。终端用户接收到的是公司提供的节目内容和相关服务，直接向公司付费，公司对终端用户联系更紧密，具有用户影响力。

**公司重点发力“云视听”系列 APP。**在产品运营业务中，主要收入来源于用户付费和广告分成收入。公司作为互联网电视内容服务平台运营商，与各大互联网视频网站合作，共同打造全国性产品“云视听”系列大屏端 APP 产品。截至目前，公司推出的产品有与腾讯合作的“云视听极光”、与哔哩哔哩合作的“云视听小电视”、与千衫网络合作的“云视听电视猫”、与飞狐信息、南传飞狐合作的“云视听悦厅 TV”，携手虎牙电竞联合推出“云视听虎电竞”。

表 8：“云视听”系列 APP

云视听 APP	截至 2019 年末 有效用户数 (万户)	合作方	推出时间	产品介绍
 云视听极光	8000	腾讯	2016 年 7 月	专为大屏用户服务的智能电视 APP，也是腾讯视频 TV 版官方 APP。作为云视听系列 APP 的龙头产品，云视听极光融合了互联网极致、快速、迭代产品运营理念，以海量优质内容、极致畅快体验深受大屏用户喜爱，常年稳居行业 TV 端视听应用的 TOP3。
 云视听电视猫	1600	千衫网络	2017 年 4 月	为亿万家庭用户提供超感官的视听服务；云视听电视猫涵盖海量的热门影视综艺动漫等内容，尤其经典 TVB 影视及 K12 教育内自成特色，其炫酷的瀑布流界面，极简的交互。
 云视听小电视	2800	哔哩哔哩	2018 年 4 月	集结精彩番剧、最新国创、原创音乐、时尚美妆等内容，以其独特的二次元文化备受年轻人青睐，在 90-00 后用户群中拥有庞大影响力。

云视听 APP	截至 2019 年末 有效用户数 (万户)	合作方	推出时间	产品介绍
云视听悦厅TV	1200	飞狐信息 南传飞狐	2017 年 8 月	云视听悦厅 TV 在版权大剧的加持下, 深挖优质自媒体短视频, 不断打造顶级自制剧以及发力美剧美综等领域, 一直占据美剧美综平台的领先地位, 持续打造电视 APP 高端品牌。
云视听虎电竞	--	虎牙电竞	2020 年 1 月	专注于为电竞爱好者提供高清大屏视听服务。云视听虎电竞深耕独家 IP 赛事, 汇聚众多世界级电竞赛事内容, 共同推进电竞文化产业的繁荣发展。

数据来源: 公司官网, 公司年报, 西南证券整理

**产品行业领先, 抢占智能电视行业头部。**云视听极光、云视听电视猫和云视听小电视发展良好, 被成功打造为智能电视领域的头部产品, 月活排名行业领先。公司与腾讯合作的云视听极光 app 表现亮眼, 长期居于行业月活排行榜第一名。另外, 云视听小电视和云视听电视猫也表现不俗。使得月活排行前九名中, 云视听系列产品稳占三个, 极具竞争力。随着各公司打造的智能电视产品排名趋于稳定。市场渐渐形成以云视听系 app、银河奇异果、CIBN 系 app、芒果 TV 四足鼎立市场格局。

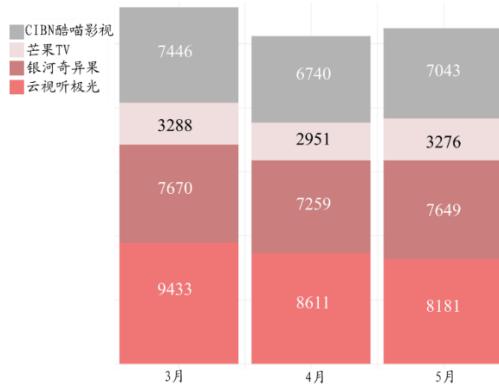
表 9: 2020 年 OTT 端点播媒体月活排行榜 (万台)

3 月			4 月		5 月	
排名	应用名称	月活	应用名称	月活	应用名称	月活
1	云视听极光	9433	云视听极光	8611	云视听极光	8181
2	银河奇异果	7670	银河奇异果	7259	银河奇异果	7694
3	CIBN 酷喵影视	7446	CIBN 酷喵影视	6740	CIBN 酷喵影视	7043
4	芒果 TV	3288	芒果 TV	2951	芒果 TV	3276
5	云视听小电视	1891	云视听小电视	1972	云视听小电视	1780
6	云视听 MoreTV	830	云视听 MoreTV	716	云视听 MoreTV	723
7	CIBN 聚体育	812	CIBN 聚体育	468	CIBN 聚体育	618
8	CIBN 聚精彩	427	CIBN 聚精彩	386	CIBN 聚精彩	404
9	CIBN 微视听	343	CIBN 微视听	283	CIBN 微视听	307

数据来源: 勾正数据, 西南证券整理

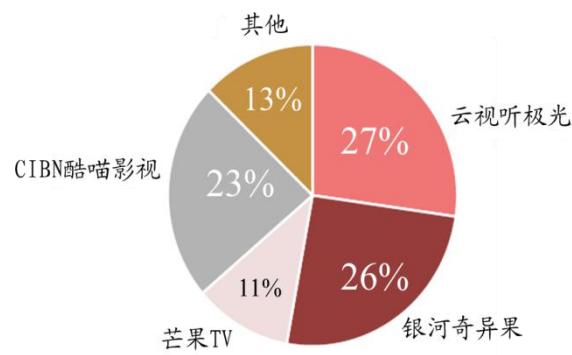
**“云视听极光”日活居榜首。**公司与腾讯视频联手打造的互联网电视视频类应用“云视听极光”同爱奇艺旗下的“银河奇异果”、优酷旗下的“CIBN 酷喵影视”以及芒果 TV 组成智能电视视频类应用 app 前四名, 牢牢占有前十名总月活的 90%。公司产品成功抢占行业头部, 在赢者通吃的激烈市场竞争中, 得以分享行业头部优势及红利。

图 15：四大内容平台 OTT 视频应用月活堆叠图



数据来源：勾正数据，西南证券整理

图 16：四大内容平台 OTT 视频应用 5 月月活占比



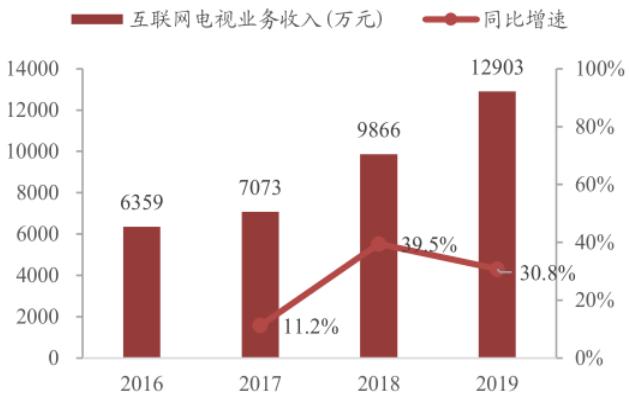
数据来源：勾正数据，西南证券整理

在服务合作业务方面，业务的收入来源为服务费。公司作为互联网电视集成服务平台运营商，主要负责为智能电视机、机顶盒等智能终端提供集成服务及相应技术支撑，并在终端中提供内容服务。目前主要的合作方有 TCL 雷鸟、创维酷开等智能终端厂商。

公司积极拓展有线电视网络增值服务业务范围，有效用户超 70 万。上市以来，公司不断丰富有线电视网络增值服务内容品类，提升平台运营能力。截至目前影视、QQ 音乐、虎牙电竞专区等各项增值服务已覆盖全国 8 个省市的有线电视渠道，有效用户超过 70 万。

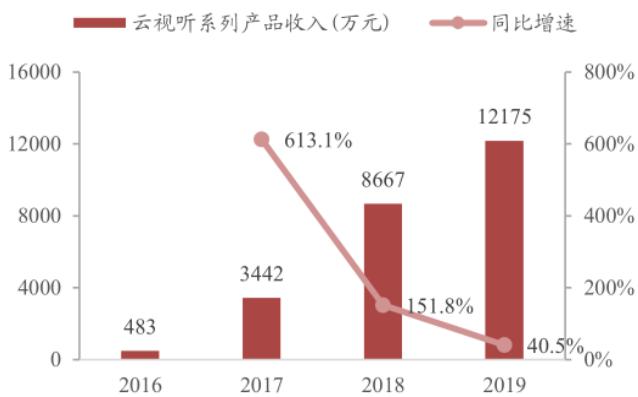
互联网电视业务收入增速趋于平稳，云视听系列产品收入有所放缓。2019 年互联网电视业务贡献营收 1.3 亿元，同比增加 30.8%，相比 2018 年 39.5% 的增速，略有下降，但趋于平稳。云视听系列产品作为互联网电视业务收入的主要贡献者，2019 年实现营收 1.2 亿元，同比增速 40.5%，近三年增速逐渐放缓。

图 17：2016 年-2019 年互联网电视业务收入及同比增速



数据来源：公司年报，西南证券整理

图 18：2016 年-2019 年云视听系列产品收入及同比增速



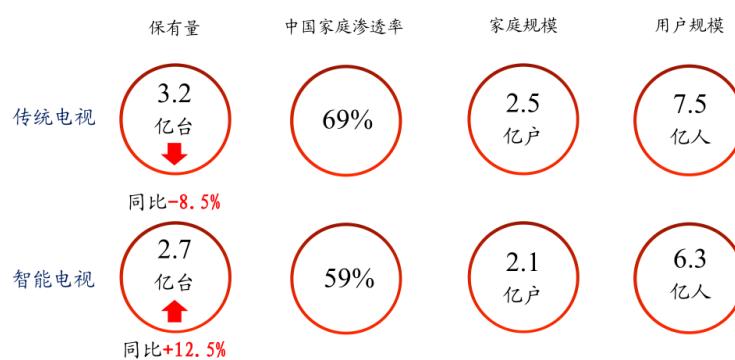
数据来源：公司年报，西南证券整理

## 2 行业分析：IPTV 和 OTT 双巨头市场成新趋势，点播视频习惯逐渐养成

### 2.1 智能电视赶超传统电视已成大势所趋

智能电视保有量与传统电视差距逐年缩短。奥维互娱发布的《2020 年中国智慧大屏发展预测报告》显示，截至 2019 年底，中国彩电保有量达 5.9 亿，其中智能电视规模近半，渗透 59% 的中国家庭，可触达用户规模达 6.3 亿。相比 2018 年，智能电视保有量同比增长 12.5%，传统电视保有量同比下降 8.5%，其差距逐渐缩短，智能电视赶超传统电视已成大势所趋。随着智能电视的普及，有利于公司布局 IPTV 和互联网电视业务。

图 19：截至 2019 年底中国电视用户规模



数据来源：199it 中文互联网数据资讯网，西南证券整理

智能电视与传统电视相比，有 4 大特别功能。(1) 能够直接连接有线网络或者无线网络来网络观看网络电影、电视剧节目；(2) 能够支持安装第三方软件；(3) 能够玩电视游戏，可以玩电视机自带的安卓游戏；(4) 投屏、蓝牙等功能。

广东省智能电视激活量近两千万台，位居全国第二。截至 2019 年底，共有 8 个省市智能电视激活终端规模超过 1000 万，其中江苏省智能电视激活总量已超 2000 万台，位列全国第一。广东省智能电视激活量近 1804 万台，位居全国第二，对公司深耕广东 IPTV 业务和布局互联网电视业务奠定了基础。根据奥维互娱预测：2020 年底，中国 OTT 激活总规模达 29604 万台，其中智能电视的激活量将达 24768 万台，OTT 盒子激活总量预计保持在 4872 万台。

表 10：截至 2019 年底 智能电视激活量超 1000 万台省市

TOP	省份	激活总量（万台）	较 2018 年底增长量（万台）
1	江苏省	2275	412
2	广东省	1804	329
3	山东省	1321	243
4	四川省	1215	230
5	湖北省	1207	228
6	浙江省	1170	214
7	安徽省	1049	195
8	辽宁省	1013	193

数据来源：奥维互娱《2020 年中国智慧大屏发展预测报告》，西南证券整理

## 2.2 三足鼎立的局面被打破，IPTV+OTT 齐头并进成新趋势

有线电视用户数持续降低，IPTV+OTT 两大巨头崛起。随着智能电视机的快速发展，家庭大屏互联网化步伐持续加快，我国 IPTV、OTT 迅速崛起。2019 年底 IPTV、OTT（智能电视+OTT 盒子）的激活量分别为 2.94 亿台和 2.60 亿台，而有线电视缴费用户数仅为 1.45 亿户。OTT TV、IPTV 和有线电视三足鼎立的局面已经被打破，IPTV+OTT 齐头并进成新局面。智能电视与 OTT 盒子的逐年销量新增，使得 OTT 市场规模稳步增长。截至 2019 年 12 月底，OTT 终端激活总量达 25988 万台。其中，智能电视激活量 21604 万台，增长 22.8%；OTT 盒子增长 13.9%，达 4384 万台。

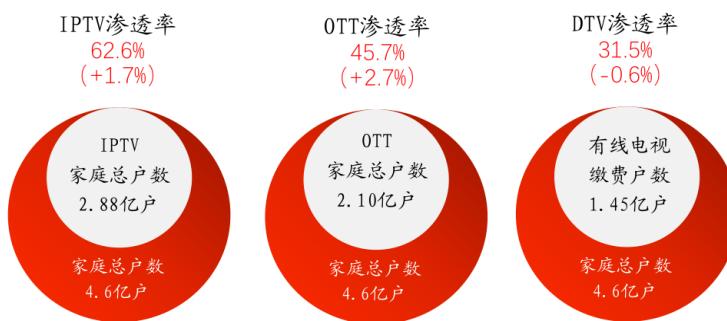
图 20：中国 OTT、IPTV、有线电视缴费用户数激活量走势



数据来源：199it 中文互联网数据资讯网，西南证券整理

IPTV 和 OTT 渗透率持续增加，DTV 渗透率却日益降低。截止 2019 年底，IPTV 和 OTT 家庭总用户数分别为 2.88 亿户和 2.10 亿户；渗透率分别为 62.6%、45.7%，分别增加 1.7% 和 2.7%。然而有线电视 (DTV) 缴费户数只有 1.45 亿户，渗透率仅为 31.5%，大约只有 IPTV 的一半。

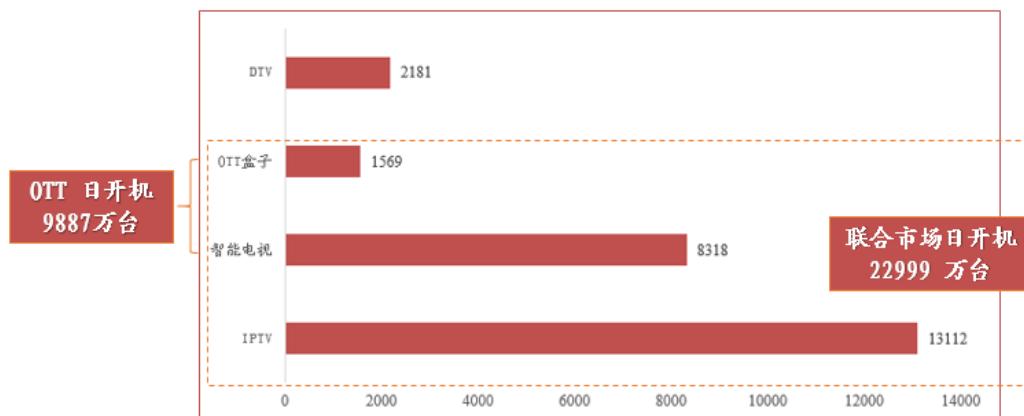
图 21：截至 2019 年底 三种信号源渗透率表现



数据来源：199it 中文互联网数据资讯网，西南证券整理

**IPTV+OTT 联合市场日活规模达 2.3 亿台。**相比于传统电视，IPTV 和 OTT 凭借着其直播、点播、回放和其他第三方应用的优势迅速发展，用户规模日益壮大。截至 2019 年 12 月，IPTV 的日活达 1.3 亿台，OTT 日活规模达 9887 万台，联合市场规模可达 2.3 亿台。

图 22：2019 年 12 月家庭大屏日开机终端规模（万台）



数据来源：199it 中文互联网数据资讯网，西南证券整理

较 2018 年底，OTT 日活规模增长至 9261 万台，涨幅达 14%，其中智能电视日活 7885 万台，增长 24%；OTT 盒子日活规模 1377 万台，下降 11.7%。据此可见，智能电视有逐渐取代 OTT 盒子的趋势。日每终端时长增长 0.11 小时，达到 4.90 小时。日每终端开机次数也由 2.03 次/天增加至 2.20 次/天。

图 23：2019 年家庭大屏终端开机表现



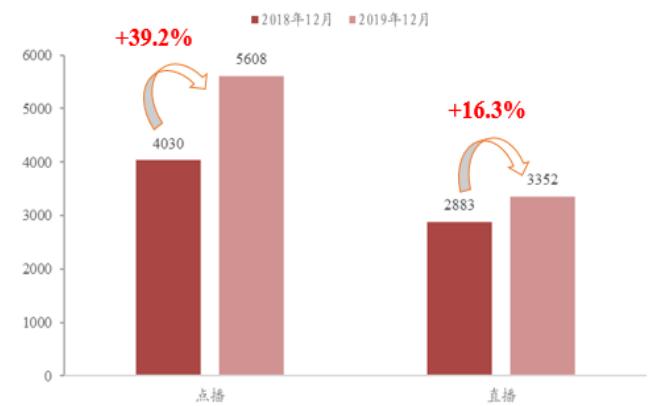
数据来源：奥维互娱，西南证券整理

## 2.3 用户点播习惯渐成，直播、点播呈现共荣共生之势

2019 年底，智能电视端点播视频日活跃用户规模为 5608 万台，同比增加 39.2%，智能电视端直播视频日活跃用户规模为 3352 万台，同比增加 16.3%。传统直播习惯逐渐改变，点播视频习惯逐渐养成，利好 IPTV 和 OTT 发展。目前，直播、点播呈现共荣共生之势。此外，重叠用户占比从 2018 年的 5.5% 增长至 13.6%，上涨 8.1 个百分点。

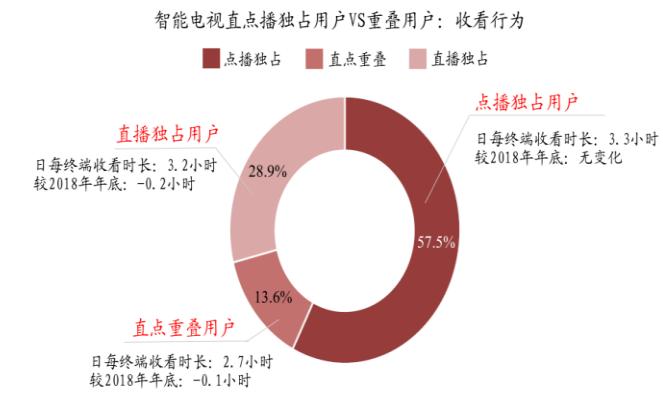
从智能电视用户结构来看，点播视频用户有七成，其中点播独占用户占据近六成份额。相较 2018 年底，直播独占用户日每终端收看时长下降 0.2 小时，直点重叠用户下降 0.1 小时，而点播独占用户的日每终端收看时长无大变化。点播视频收看方便、灵活，汇聚了海量电视剧、电影及各类电视节目，满足家人的多样化收视需求，不受线性节目播放制约，这也使得点播用户的时长更加稳定。

图 24：2019 年 12 月智能电视端直播、点播日活用户规模



数据来源：奥维互娱，西南证券整理

图 25：智能电视直点播独占用户 VS 重叠用户：收看行为



数据来源：奥维互娱，西南证券整理

在智能电视端收视率榜前十中，“云视听”占三席。据勾正数据发布的 2019 年智能电视端直点播收视率排行榜显示，公司有三款产品进入前十名，分别是云视听极光（第一名）、云视听 MoreTV（第六名）、云视听小电视（第九名）。从智能电视端来看，点播节目的收视率已经远超直播，主流的大屏端视频类应用收视率已经超过央视和五大卫视。随着智能电视普及率的提高，大屏端视频类应用收视率有望持续提升。

表 11：2019 年智能电视端直点播收视率排行榜

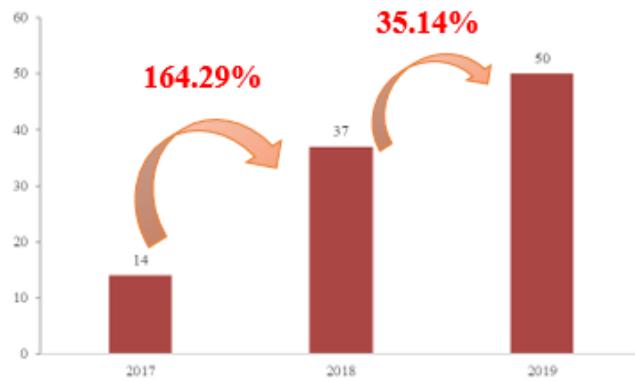
排名	智能电视直点播媒体	全天收视率	排名	智能电视直点播媒体	全天收视率
1	云视听极光	4.96%	11	CCTV-6 电影	0.24%
2	银河奇异果	4.75%	12	CCTV-8 电视剧	0.22%
3	CIBN 酷喵影视	2.74%	13	浙江卫视	0.22%
4	芒果 TV	1.16%	14	CCTV-13 新闻	0.20%
5	CCTV-1 综合	0.40%	15	CCTV-3 综艺	0.19%
6	云视听 MoreTV	0.40%	16	CCTV-5 体育	0.16%
7	湖南卫视	0.29%	17	江苏卫视	0.16%
8	CIBN 聚体育	0.26%	18	CIBN 聚精彩	0.15%
9	云视听小电视	0.26%	19	CIBN 微视听	0.15%
10	CCTV-4 中文国际	0.24%			

数据来源：勾正数据《2019 家庭智慧屏营销生态发展白皮书》，西南证券整理

在互联网和智能电视飞速发展的时代，智慧大屏端除了丰富的视频资源外，各式各样的独立应用也应运而生。根据奥维互娱发布的《2020 年中国智慧大屏发展预测报告》显示，用户每天花费 196 分钟在视频类应用，花费 83 分钟在垂直类应用，现阶段用户仍处于以影音剧集为消遣的主要方式，但超过半数的用户具有应用使用行为，智能大屏应用市场已逐步完成普及，蓄势待发。

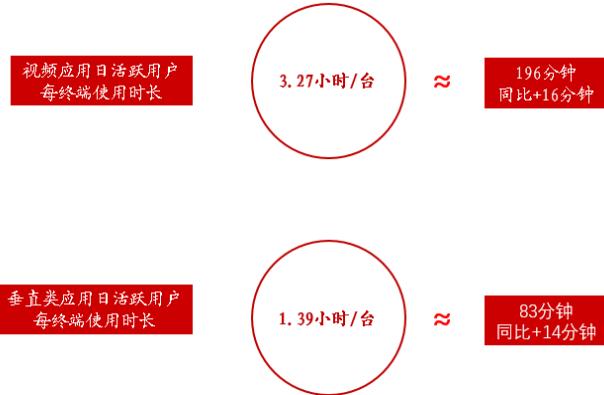
大屏端的各种应用日渐丰富,OTT 独立应用市场的运营收入也步步高升。奥维互娱显示,对比 2018 年同期,2019 年 OTT 端独立应用收入增长 13 亿,达 50 亿规模,同比增长 35.14%,除视频类应用的贡献外,购物类应用收入实现高速增长。2020 年,在疫情的影响下,或将带动更多应用发展,形成收入增长助力。

图 26: 2017-2019 年 OTT 独立应用市场运营收入 (亿元)



数据来源: 奥维互娱, 西南证券整理

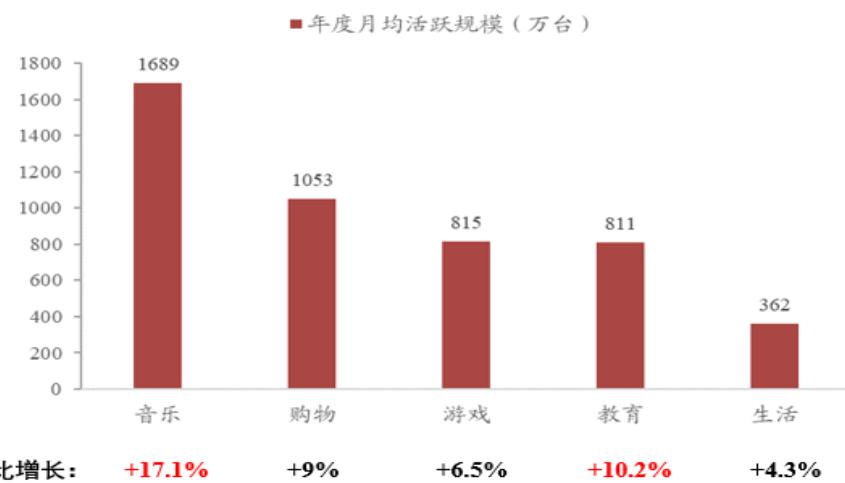
图 27: 应用日活跃用户每终端使用时长



数据来源: 奥维互娱, 西南证券整理

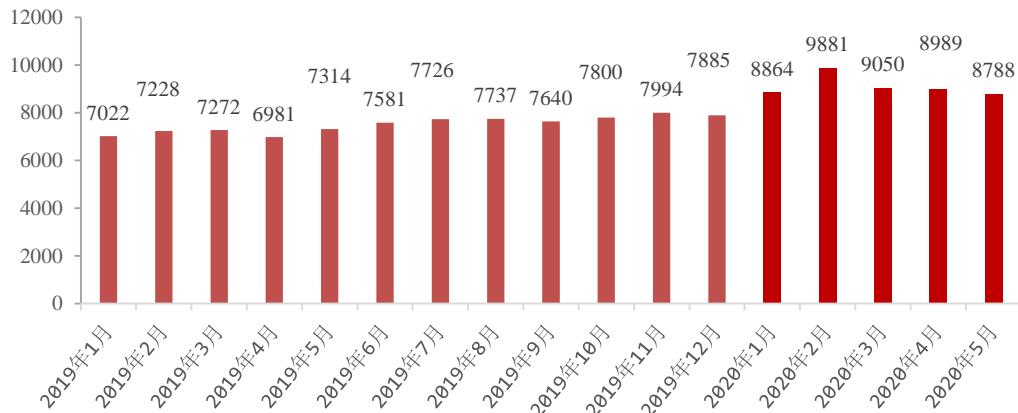
大屏端音乐和购物类用户活跃规模破千万。在 OTT 端垂直类应用中, 用户量最高的为音乐和购物两大类, 据奥维互娱发布的《2020 年中国智慧大屏预测报告显示》, 48% 用户会下载并使用音乐独立应用。与去年相比, 音乐和教育类增势较为突出, 同比增长分别为 17.1% 和 10.2%。

图 28: 2019 年 OTT 端垂直类应用年度月均活跃规模



数据来源: 199it 中文互联网数据资讯网, 西南证券整理

智能电视兼具直播、点播、学习、娱乐等多功能场景服务能力, 是家庭客厅的主要娱乐手段。由于 2020 年初特殊原因为智能电视家庭场景提供了充分的体验时间, 对于成熟的大屏娱乐产业是一次难得的机会。家庭媒体回归大屏的使用习惯养成将导致用户活跃较 2019 年有大幅提升。在 2020 年 2 月, 全国疫情较为严重, OTT 智能电视终端日均活跃规模数达到顶峰 9881 万台。随着疫情好转, 陆续复工复产, OTT 智能电视终端日活略有下降, 但依然保持在近 9 千万的水平, 高于 2019 年最高值。

**图 29: OTT 智能电视终端日均活跃规模 (万台)**


数据来源: 199it 中文互联网数据资讯网, 西南证券整理

**表 12: 2020 年 5 月 OTT 端 APK 月活排行**

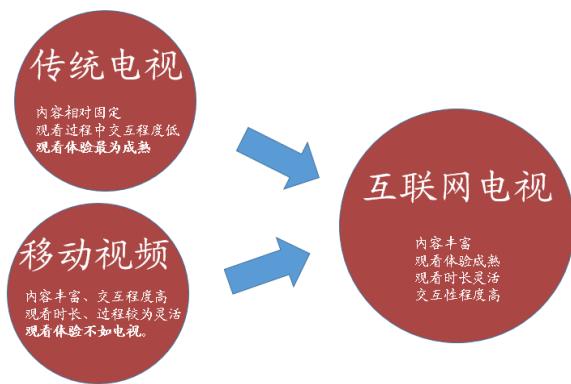
排名	音乐	游戏	购物	生活类	教育类
1	QQ 音乐	游戏中心	电视淘宝	最美天气	悟空识字
2	虾米音乐	咪咕游戏	京东商城	天气预报	叫叫识字大冒险
3	酷狗音乐	有乐斗地主	电视商城	糖豆广场舞	乐学教育
4	全民 K 歌	JJ 斗地主	苏宁易购	酷酷聊天	贝瓦儿歌
5	歌友汇	奥特曼	CIBN 全球购	Keep	悟空拼音
6	天籁 K 歌	疯狂僵尸机	电视家全球购	万年历	悟空数学
7	百灵 K 歌	爱游戏	购好东西	微信	易学教育
8	咪咕爱唱	猪猪侠	电视购物	身材有道	小学同步课堂
9	开麦 K 歌	全民贪吃蛇	天天特价	瑜伽 TV	宝宝巴士
10	酷我音乐	酷跑超人奥特曼	唯品会	央视新闻	儿歌多多

数据来源: 199it 中文互联网数据资讯网, 西南证券整理

## 2.4 “智能电视+互联网”开启客厅娱乐新时代

随着互联网的兴起, 手机、平板电脑、电脑等移动终端的出现, 移动视频凭借其丰富的网络资源以及灵活的观看方式, 导致传统电视活跃用户逐渐下降。但随着智能电视兴起, 其综合了传统电视成熟的观看体验和移动视频的丰富资源库以及灵活的观看方式, 有望成为未来的主流体验。人们对客厅文化的要求越来越高, 单一的、传统的、被动的收看节目已经无法满足广大用户的需求, 互联网高速发展下, 越来越多的智能一体机或智能机顶盒已悄悄走进千家万户, 用户的使用习惯已经在改变, 用户通过电视屏可以自主选择喜爱的节目, 还可以浏览网页、玩游戏、聊微博、远程视频等等。

图 30：互联网电视优势



数据来源：西南证券整理

图 31：互联网电视丰富的娱乐方式



数据来源：西南证券整理

**成熟的大屏观看体验。**目前正常一点的智能手机在 6-6.5 英寸，更大一点的也只有 7 英寸左右。平板电脑的屏幕尺寸也只是 7 英寸到 12.8 英寸之间，与 55 英寸电视相比有着天差地别的观感体验。此外，小屏设备会存在很多隐性“危害”，分辨率低会让人不由自主地降低眼睛与屏幕间的距离，造成视力损伤或者肩颈劳损等问题。而大屏端会有更好的坐姿以及更健康的观看距离，会更多地减轻身体负担。在分辨率方面，目前 4K 电视已经得到普及，4K 分辨率对于大屏端的提升非常大，但是由于手机屏幕尺寸比较小，2K、4K 屏幕画质和 1080P 屏幕画质，在肉眼下区别并不大，而屏幕作为手机最耗电的元件，2K、4K 屏幕手机在续航方面会存在明显短板，尤其是在如今手机设计越来越轻薄的时代，越来越多的旗舰手机依旧以 1080P 分辨率为标准。大屏端有着比手机 1080P 屏幕更细腻的显示效果。

图 32：4K 电视



数据来源：网易，西南证券整理

图 33：3D 大屏观看场景



数据来源：搜狐，西南证券整理

**灵活的点播、回看、时移功能。**传统电视内容相对固定，以电视直播为主，在观看过程中交互程度低。随着智能电视的出现，用户可以根据自己的喜好需求，通过遥控器以交互方式选择收看众多视频内容或浏览各类民生资讯信息，并且在视频播放过程中，用户还可以象看 DVD 一样使用快进、快退、暂停、记忆、停止等功能，真正玩转电视。

**丰富的互联网资源。**传统电视资源不及移动端视频丰富，一直是电视大屏端存在的不足。但是随着互联网的发展，互联网与电视机完美融合，大屏端的资源日益丰富。目前电视访问

互联网的视频主要是通过第三方视频软件。目前主流的电视端视频软件有华数 TV、芒果 TV、银河奇异果、云视听极光、CIBN 环球影视。

**多元化的娱乐方式。**当电视机连接上互联网后，除了视频应用之外，一大批娱乐应用也应运而生。客厅逐渐从单一会客转变为集会客、休闲、娱乐等多种功能于一体的综合性场所，尤其是休闲、娱乐已成为目前客厅的主要功能。目前娱乐方式不仅局限于视频类，客厅 K 歌、大屏游戏、在线教育、电视购物等多元化娱乐方式逐渐兴起。未来有望成为客厅娱乐主流。

**人工智能设备的兴起使得电视机输入不再成为软肋。**电视机与手机、平板电脑相比输入成为很大问题，目前大多数智能电视都是以遥控器输入，并以首字母检索内容，极为不便。而手机、平板电脑以及电脑都有极为方便的输入方式。随着人工智能的发展，一大批人工智能设备涌现，例如小米公司打造的小爱同学、百度公司的推出的小度、阿里巴巴人工智能实验室推出的天猫精灵等。智能家居的兴起，用户与人工智能设备之间能够直接语音交互，从而实现对电视机的控制，使得电视机输入不再成为其软肋。按住遥控器语音键就可以跟电视交流，今天的天气、想看的电影、影视百科，还可以操控各种智能家居设备。

图 34：内置“小爱同学”的智能电视



数据来源：小米商城，西南证券整理

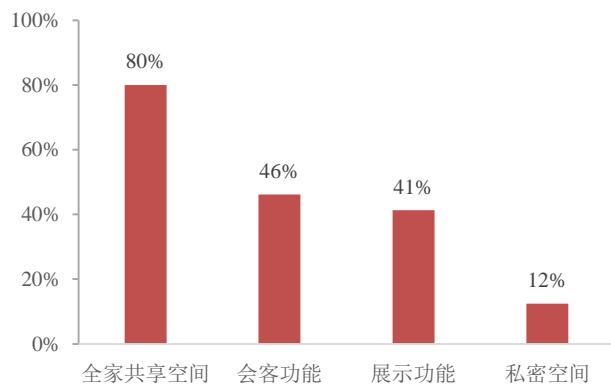
图 35：“天猫精灵”控制智能电视



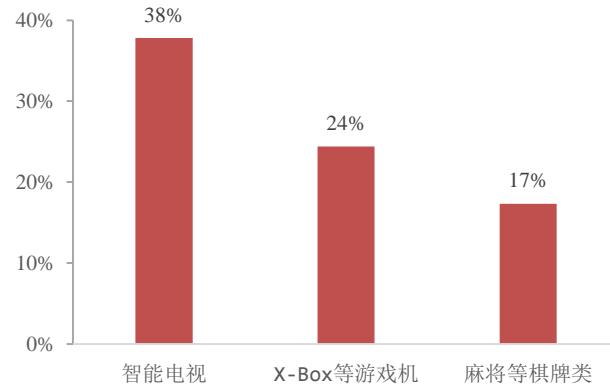
数据来源：西南证券整理

**中华民族有极强的家庭观念。**中国自古以来是重农文化，农业生产几千年来一直是中国经济的主要形式。重农文化则更容易形成本位群体，强调以群体为中心，个人只是群体的组成部分，强调个人对家族、社会等群体的责任。体现在家庭中，就是每个人都看重家庭，都很注重以亲子关系为主的家庭成员之间的关系。而西方很早就从事手工业和商业活动，并生活在城邦中，经常迁徙和流动。所以西方文化强调重商主义，强调个体利益高于一切，即使在家庭关系中也是以个体利益为中心。

在现代社会中，客厅是家庭成员交流感情、共同娱乐的最主要的场景。据搜狐发布的《中国客厅文化白皮书》显示，有高达 80% 的受访者把“全家共享空间”作为客厅主要功能。在客厅娱乐互动方式中，“智能电视”以 38% 的比例占据最高位。全家人围坐在客厅一起观看电视节目已经成为全家增强亲情最主要的活动之一。

**图 36: 客厅功能**


数据来源:《中国客厅文化白皮书》,西南证券整理

**图 37: 客厅娱乐互动方式**


数据来源:《中国客厅文化白皮书》,西南证券整理

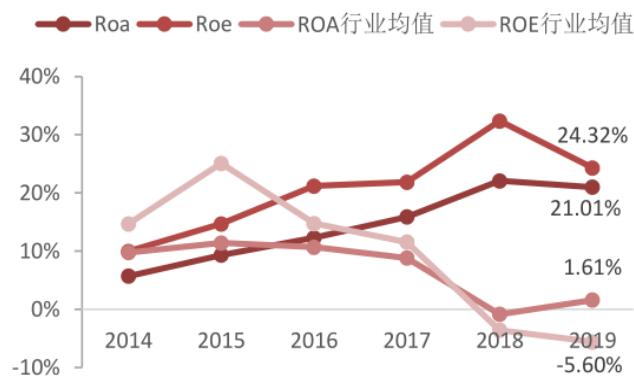
### 3 公司分析: 盈利能力行业领先, 打造优质丰富的客厅娱乐平台

#### 3.1 公司盈利能力位列行业上游, 主营业务毛利率保持稳定

总资产净利率 ROA 保持在 20% 左右, 各业务毛利率保持在高水平。从 2014 年至 2018 年, 公司净资产收益率 ROE 稳定增长, 从 10% 增长到 32.4%, 但是 2019 年公司 ROE 略有下降, 为 24.3%。总资产净利率 ROA 逐年提升, 目前保持在 20% 左右。近年, 公司 roe 与 roa 均远超行业均值, 盈利能力处于行业上游。从各个具体业务来看, 互联网电视业务毛利率最高, 近两年均保持在 70% 以上。公司的第一大主业 IPTV 业务的毛利率也常年保持在 50% 以上。

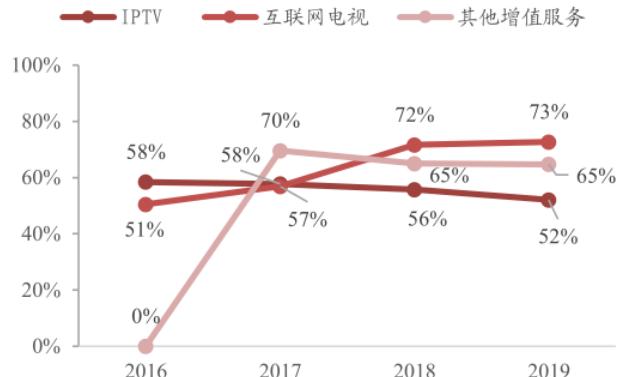
**IPTV 毛利率下降原因系公司调整业务分类。**2019 年 IPTV 业务毛利率为 52.11%, 相比 2018 年有所下滑, 主要原因是公司在充分研究与论证各业务板块的商业模式和战略规划基础上, 对公司业务分类进行调整, 将省内 IPTV 业务和毛利率较低的省外专网业务服务合并成全国专网业务, 合并之后年报以“全国专网业务”列示, 所以造成其整体毛利略有下滑。如果剔除省外专网业务的影响, 2019 年 IPTV 业务的毛利率至少和 2018 年持平, 甚至更高。有线电视网络增值服务 2019 年的毛利率为 64.75%, 此项业务是从 2017 年开始的新增业务, 其毛利率近三年均保持在 60% 以上。

图 38: 2014 年-2019 年 ROA 与 ROE 行业对比



数据来源：同花顺，西南证券整理

图 39: 2016 年-2019 年各业务毛利率

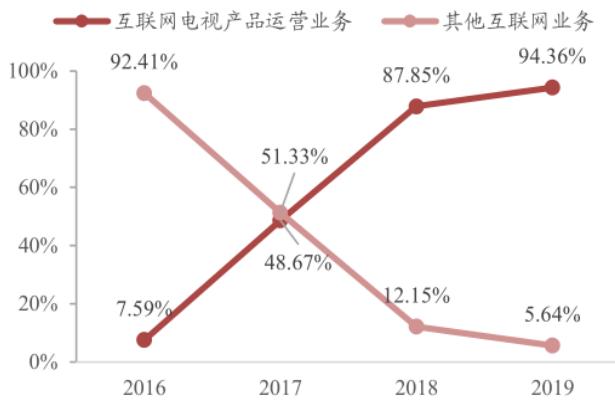


数据来源：公司年报，西南证券整理

互联网电视业务高毛利率得益于零推广成本和较低的版权内容费。从 2016 年至 2019 年公司互联网电视业务高毛利率分别为 50.50%、56.92%、71.64%、72.70%，保持在较高水平。主要原因是其收入来源于终端用户付费分成、广告收入分成和合作费，此外互联网电视产品运营业务(云视听系列产品)作为公司互联网电视业务收入第一大业务，其版权内容、传输分发及渠道推广主要由合作方腾讯计算机、千杉网络提供，其相关费用不计入公司的采购成本，公司不存在传输分发及渠道推广成本，且版权内容费用也比较低。

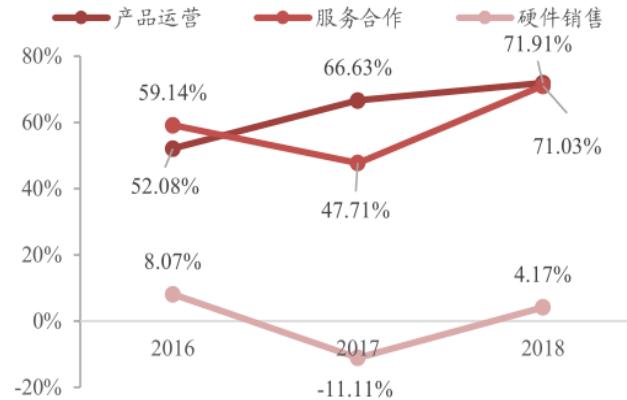
互联网电视业务毛利持续增加原因系互联网电视产品运营业务收入比重和毛利率均上升。公司互联网电视业务分为“互联网电视产品运营业务”、“互联网电视服务合作业务”、“互联网电视硬件销售业务”三部分。公司互联网电视毛利率逐年增加，主要原因是互联网电视产品运营业务收入比重和毛利率均上升。虽然公司互联网电视服务合作业务毛利率增幅较大，但由于互联网电视服务合作业务收入占比大幅下降，2019 年互联网电视服务合作业务和互联网硬件销售业务收入合计仅占整个互联网电视总收入的 5.64%，由此互联网电视服务合作业务并没有带动互联网电视业务毛利率的上升，互联网电视业务毛利上升主要来源是互联网电视产品运营业务收入比重和毛利率的上升。

图 40: 2016 年-2019 年互联网电视明细业务占比



数据来源：公司年报，招股说明书，西南证券整理

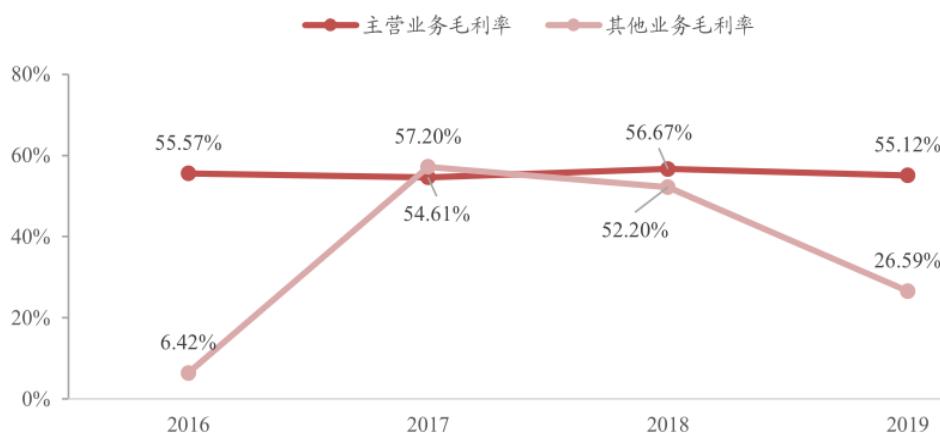
图 41: 2016 年-2018 年互联网电视明细业务毛利率



数据来源：招股说明书，西南证券整理

主营业务毛利率保持稳定在 55% 左右。从 2016 年至 2019 年公司主营业务毛利率分别为 55.57%、54.61%、56.67%、55.12%。IPTV 业务和互联网电视业务是公司最主要的两大业务，2019 年全国专网业务（省内 IPTV+省外专网服务业务）营收占总营收 83.14%，互联网电视业务营收占总收入 12.96%，两大业务合计占比 96.1%。所以两大业务的毛利率保持稳定是公司主营业务毛利率稳定的主要原因。公司的其他业务包括节目活动技术服务、地铁电视技术服务、移动频道技术服务、无线广东和广告代理等。其中：广告代理由南广文化经营，2016 年 7 月公司将所持南广文化股权全部转让后，其他业务不再包括广告代理。其他业务毛利率相比前两年有较大幅度下降，2019 年仅为 26.59%。

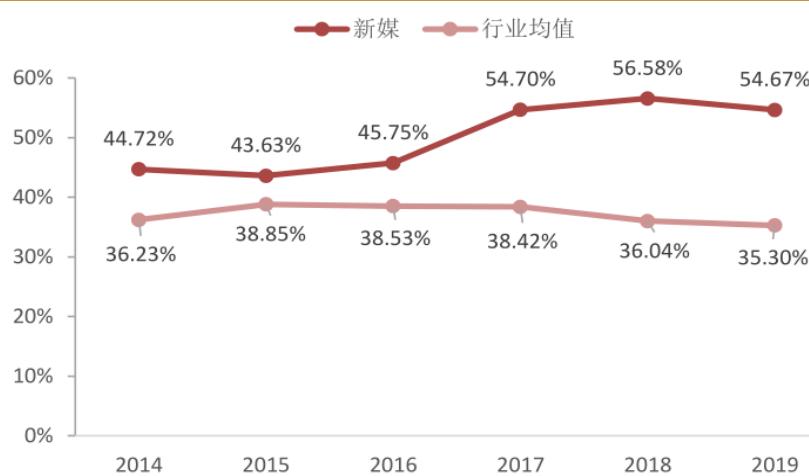
图 42：2016 年-2019 年主营业务毛利率和其他业毛利率



数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司的销售毛利率处于行业上游。公司销售毛利率近三年保持在 50% 以上，明显高于行业均值。公司的主营业务主要包括 IPTV 业务和互联网电视业务，毛利率相对较高，低毛利率的业务占比较低。且公司的 IPTV 和互联网电视业务自身的毛利率也处于较高水平，所以导致销售毛利率处于行业上游。

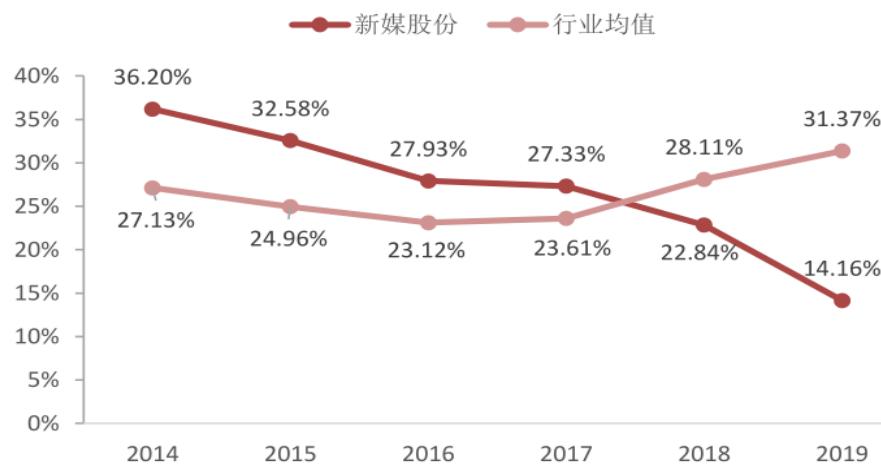
图 43：同行业销售毛利率对比



数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司期间费用率降至行业低水平。2014年至2017年，新媒股份期间费用率高于行业平均值，其主要原因是公司处于业务快速发展阶段，为了支撑公司业务发展和增强竞争力，公司实施良好的激励机制吸引和留住人才、加大职工薪酬类管理费用投入，同时与同行业可比上市公司相比，公司的收入规模相对较小，尚未完全体现出规模优势，管理费用占收入的比重相对较高。在研发费用方面，为了支撑业务发展和增强竞争力，公司加大人力、物力等的研发投入，前期研发费用较大。随着公司规模逐渐扩大，规模经济优势逐渐显现，前期的研发投入效果逐渐体现，营业收入逐渐增加。期间费用率从2018年开始下降，到2019年新媒股份的期间费用率降至14.16%，远低于行业平均值。

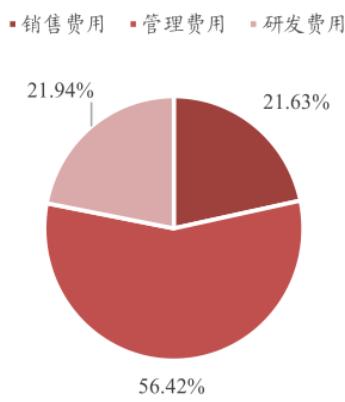
图 44：同行业可比上市公司期间费用率



数据来源：同花顺，西南证券整理

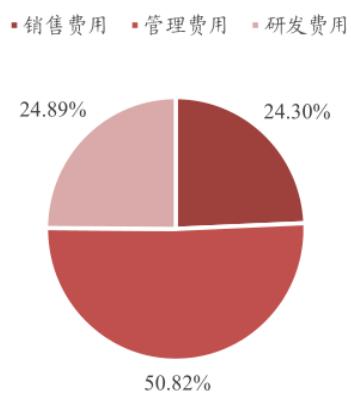
管理费用持续降低，各费用占比逐渐趋于均衡。公司的财务费用主要是银行存款带来的利息收入，近年来均大于财务费用支出，财务费用保持负数，所以不纳入分析。从2016年至2019年，公司管理费用占比从56.42%降至36.67%，销售费用和研发费用均有较大幅度上升。2019年，销售费用、管理费用、研发费用逐渐形成“三分天下”的局面，其占比分别为33.05%，36.67%，30.28%。2016年和2017年，公司处于高速发展阶段，为了保留人才，加大了对职工薪酬的投入，从而管理费用占比较高。

图 45：2016 年费用明细



数据来源：招股说明书，西南证券整理

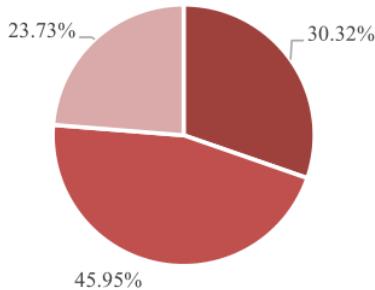
图 46：2017 年费用明细



数据来源：招股说明书，西南证券整理

**图 47: 2018 年费用明细**

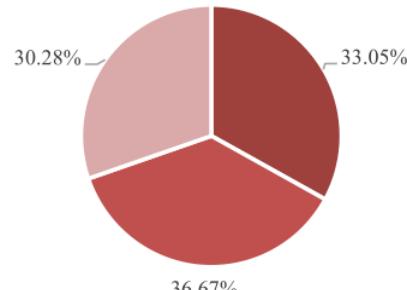
■ 销售费用 ■ 管理费用 ■ 研发费用



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

**图 48: 2019 年费用明细**

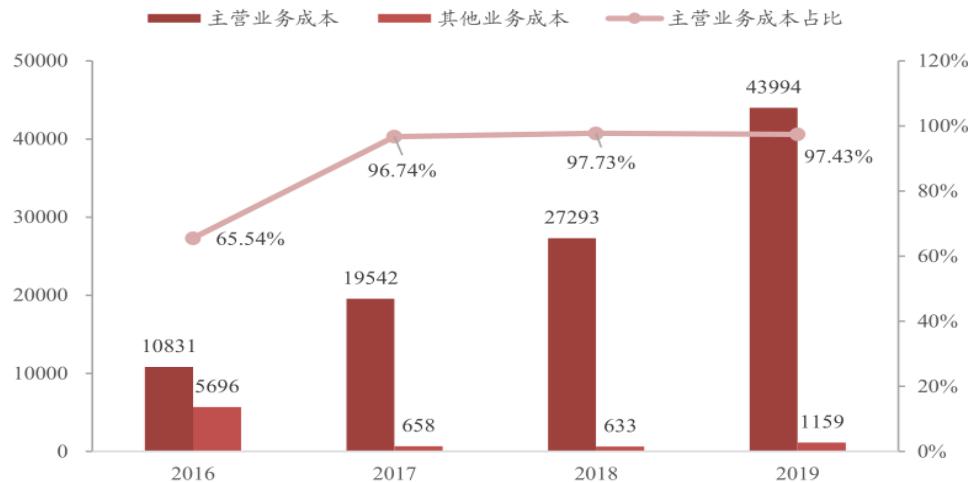
■ 销售费用 ■ 管理费用 ■ 研发费用



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

公司版权内容采购方式包括运营收入分成和一次性买断,主要是运营收入分成方式。公司一次性买断采购版权内容主要是根据相关版权内容合同期限内按月平均分摊。公司的版权内容费主要包括 IPTV 业务和互联网电视业务的版权内容费。技术服务费包括技术服务费、信号接收费和电路租赁费等。折旧摊销费用主要是公司集成播控平台等电子设备的折旧及相关软件的摊销。

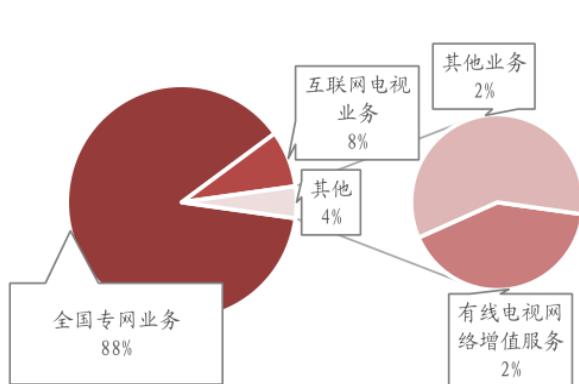
**主营业务成本占总成本比例趋于稳定。**2016 至 2019 年,公司营业成本分别为 1.65 亿元、2.02 亿元、2.80 亿元和 4.52 亿元。主营业务成本分别为 1.08 亿元、1.95 亿元、2.73 亿元和 4.40 万元,占营业成本比例分别为 65.54%、96.74%、97.73% 和 97.43%。2019 年主营业务成本为 43993 万元,同比增长 61.19%。

**图 49: 公司营业成本的构成情况 (万元)**


数据来源: 公司年报, 招股说明书, 西南证券整理

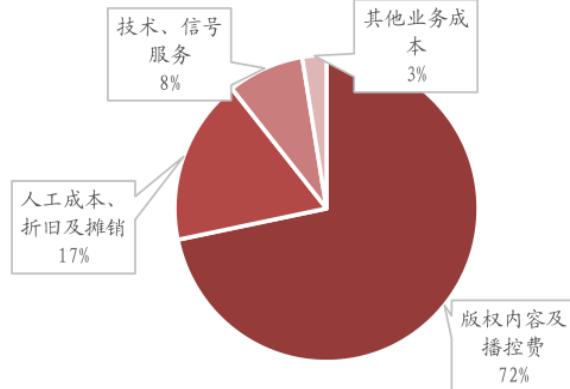
**版权内容及播控费为首要支出,占比 72%。**公司主营业务成本主要由版权内容费、人工成本、技术及信号服务费、折旧与摊销、播控费、租金及物业管理费、渠道成本、互联网电视机顶盒成本构成。按产品分类,2019 年全国专网业务成本占总营业成本的 88%,互联网电视占 8%。按照成本具体项目分类,版权内容及播控费为首要支出占 72%,第二大营业成本为人工成本和折旧及摊销,合计占比 17%。

图 50: 2019 年营业成本构成 (按产品)



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

图 51: 2019 年营业成本构成 (按项目)



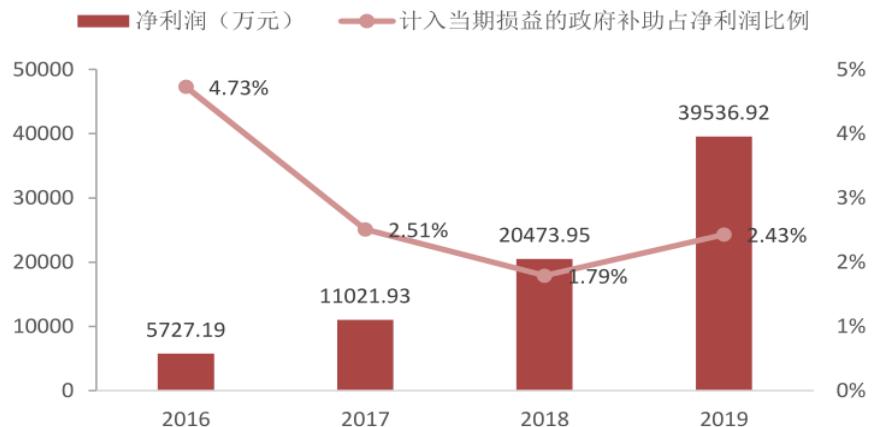
数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

公司获得政府资金大力扶持, 但经营业绩对于政府补助不存在重大依赖。2019 年, 公司计入当期损益的政府补助合计为 960.29 万元, 在具体补助项目中, UTVGO 项目、综合服务云平台专项补助、2018 年度省文化繁荣发展专项资金为政府重点扶持项目。UTVGO 是指子公司南方网络运营的电视自由行平台, 其与有线电视网络运营方合作, 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。从 2016 年至 2018 年, 随着公司净利润大幅度上升, 每年计入当期损益的政府补助稳定在 300 万元左右, 所以导致占比逐渐降低, 政府补助占净利润的比例从 4.73% 下降至 1.79%, 2019 年上升至 2.43%, 其主要获益于“广东省广播电视台 2019 年 4K 电视节目制作专项资金”和“越秀区企业上市奖励”。

表 13: 2019 年计入当期损益政府补贴明细表 (万元)

补贴项目	本期计入当期损益金额	列报项目
UTVGO 项目专项补助	120.66	其他收益
互联网电视项目	30.00	其他收益
前沿与关键技术创新专项科技型中小企业技术创新项目	8.28	其他收益
综合服务云平台专项补助	55.73	其他收益
2018 年度省文化繁荣发展专项资金	51.57	其他收益
广电全媒体融合云平台	17.46	其他收益
AVS2 超高清电视头端编码解码设备研发与产业化应用	14.42	其他收益
广东省高新技术企业培育入库补贴及奖励资金	10.00	营业外收入
广州市企业研究开发机构建设专项资金	60.00	其他收益
个税手续费返还	2.80	其他收益
广州市企业研发经费投入后补助	3.67	其他收益
2017 年高新技术企业认定通过奖励	60.00	营业外收入
越秀区企业上市奖励	100.00	营业外收入
广东省广播电视台 2019 年 4K 电视节目制作专项资金	412.38	其他收益
稳岗补贴款	10.43	其他收益
印花税退税	2.90	其他收益
合计	960.29	-

数据来源: 公司年报, 西南证券整理

**图 52: 计入当期损益的政府补助占净利润比例**


数据来源：招股说明书，公司年报，西南证券整理

### 3.2 总资产规模逐年增长，应收账款回款迅速

2019年底公司流动资产和非流动资产分别为21.84亿元和5.29亿元，**总资产规模达到27.13亿元，总资产同比增加158%**。公司于2019年4月在深交所创业板上市，向社会公开发行人民币普通股3210万股，每股发行价格为人民币36.17元，募集资金总额为人民币11.61亿元，扣除发行费用人民币8552.5万元，实际募集资金净额为人民币10.76亿元。此次募集资金主要用于“全媒体融合云平台建设项目”、“版权内容采购项目”。截至2019年底，公司已累计使用募集资金总额为1.91亿元，使用募集资金购买定期存款尚未到期的金额为6亿元，其余募集资金存放于募集资金专户中，用于募投项目的后续投入。

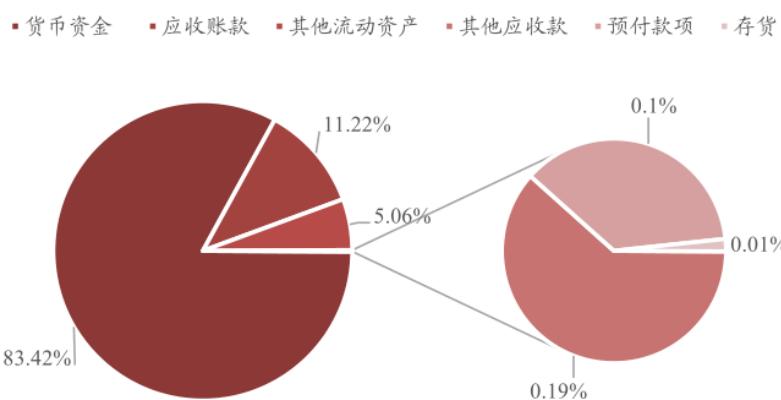
各个报告期期末，公司流动资产分别为4.49亿元、6.31亿元、8.22亿元、21.84亿元，占资产总额比例分别为76.79%、78.59%、78.25%和80.49%。公司流动资产占比较高，而非流动资产占比相对较低，符合新媒体行业“轻资产”的特征。2019年流动资产占比超过80%，其主要原因是公司募集资金后将未使用的大笔资金购买定期存款和存放于募集资金专户中。

**图 53: 2016 年-2019 年资产金额及增速 (亿元)**


数据来源：招股说明书，公司年报，西南证券整理

公司的流动资产主要由货币资金构成，占总流动资产的 **83.42%**。占比第二和第三的流动资产分别是应收账款和其他流动资产，其占比分别为 11.22%、5.06%，货币资金和应收账款合计占比流动资产的 **94.64%**。货币资金主要由银行存款构成，库存现金和其他货币资金占比较少。应收账款的主要客户为中国电信、中国联通、中国移动等。其他应收款、预付款项、存货这三项流动资产占比较少，合计仅为 0.30%。公司其他应收款主要是租赁房屋的押金以及往来款；预付款项主要是预付供应商的采购款以及预付中介服务费；存货主要为低值易耗品。

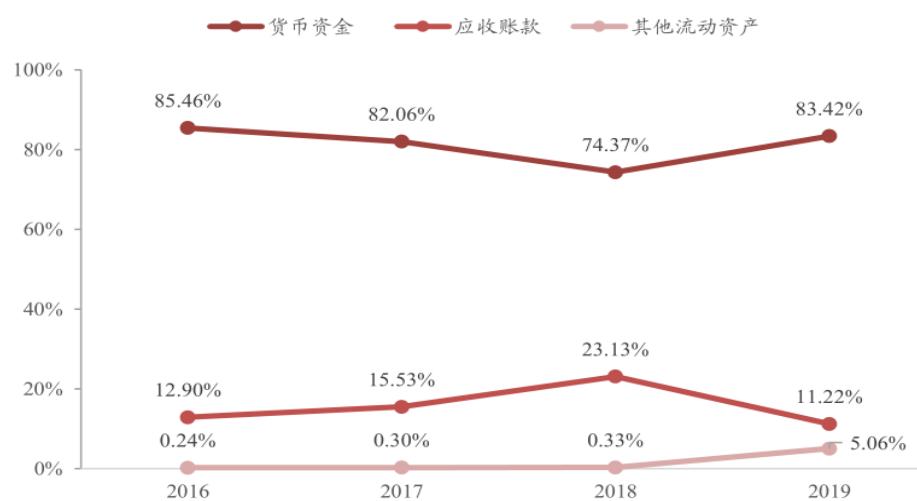
图 54: 2019 年年末流动资产明细表



数据来源：公司年报，西南证券整理

各报告期内，货币资金和应收账款均构成流动资产的主体。从 2016 年至 2019 年，货币资金和应收账款合计占流动资产比例分别为 98.36%，97.59%，97.50%，94.64%，而且在各报告期内，货币资金和应收账款均保持在相对平稳的水平。报告期末货币资金余额 18.22 亿元，较上年末增加 198.07%，主要为本期收到发行股票募集资金所致；其他流动资产余额 1.11 亿元，较上年末增加 3975.54%，主要为本期结构性存款增加所致。

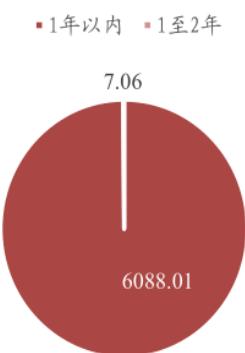
图 55: 2016 年至 2019 年各项流动资产占流动资产总额比例



数据来源：公司年报，西南证券整理

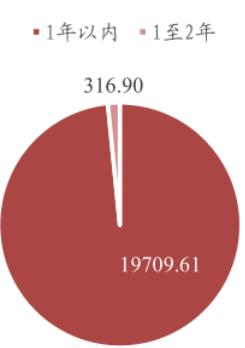
公司应收账款主要以一年内应收账款构成，2年以上账龄的应收账款占比甚微。报告期各期末，账龄组合中，应收账款账面原值账龄在一年以内的比例分别为 99.88%、99.87% 和 98.42%、96.84%，应收账款账龄较短。近年来应收账款逐渐增加，一是因为公司与广东移动合作的 IPTV 业务规模大幅增加，使得销售收入大幅度增加，收入的大幅增长带来应收账款相应的增加；二是广东移动 2018 年 4 月以来内部付款审批流程有所延长，导致公司 IPTV 业务款项的结算周期相应变长。2018 年，因无法收回福建移动 7.06 万元款项和湖北中移铁通 6.88 万元款项，公司核销应收账款福建移动 7.06 万元款项和应收湖北中移铁通 6.88 万元款项。

图 56：2016 年期末公司应收账款账龄结构（万元）



数据来源：招股说明书，公司年报，西南证券整理

图 58：2018 年期末公司应收账款账龄结构（万元）

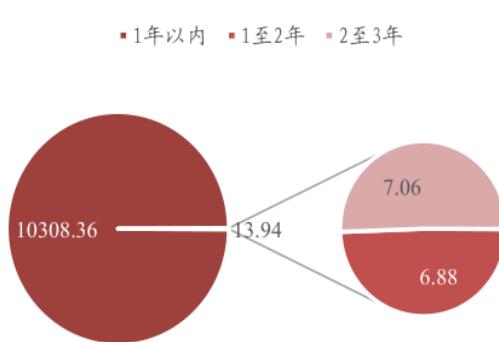


数据来源：招股说明书，公司年报，西南证券整理

公司历年应收账款回收比例保持在 95% 以上。公司应收账款主要以一年内应收账款构成，2 年以上账龄的应收账款占比甚微。一年以内的应收账款回收比例近三年分别为，99.89%、96.93%、96.95%，均保持在极高的水平。各个报告期坏账准备逐渐增加，其主要原因是应收账款随着 IPTV 业务规模大幅增加而增加。

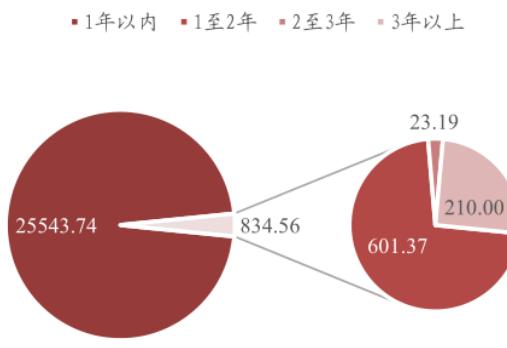
各报告期末，单项金额重大并单项计提坏账准备的应收账款为对广州地铁传媒应收账款技术服款，由于广州地铁传媒经营不善，公司预计无法收回款项，因此按照 100% 的比例计提了坏账准备，金额为 210 万元。

图 57：2017 年期末公司应收账款账龄结构（万元）

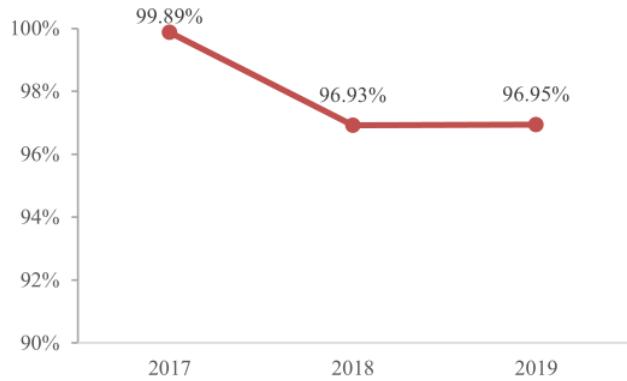


数据来源：招股说明书，公司年报，西南证券整理

图 59：2019 年期末公司应收账款账龄结构（万元）



数据来源：招股说明书，公司年报，西南证券整理

**图 60：账龄一年以内的应收账款回收比例**


数据来源：招股说明书，公司年报，西南证券整理

公司应收账款前五名客户通常有中国移动、中国电信、腾讯计算机、省网公司、中国联通等。2019年末，前五大欠款方应收账款合计数为2.5亿元，占应收账款期末余额合计数的比例为95.23%；其相应的坏账准备期末余额合计为1203.31万元，占5大欠款方应收账款期末余额合计数的4.8%。

**表 14：2019年应收账款期末余额前五名欠款方**

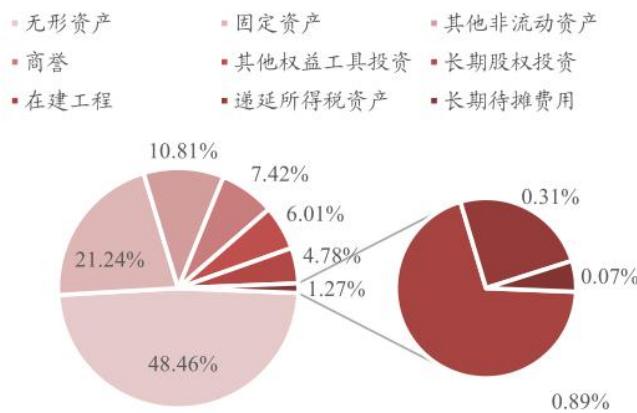
排名	应收账款期末余额 (万元)	占应收账款期末余额合计数的比例	坏账准备期末余额 (万元)
1	15324.79	58.10%	784.86
2	6103.29	23.14%	254.43
3	2345.66	8.89%	97.78
4	848.67	3.22%	28.59
5	496.27	1.88%	37.64
合计	25118.68	95.23%	1203.31

数据来源：公司年报，西南证券

公司非流动资产产品类较多，但其占比比较大的有无形资产和固定资产，占非流动资产的比例分别为48.46%、21.24%，两者合计为69.7%。第三大非流动资产为“其他非流动资产”，占比为10.81%，主要由“预付长期资产购置款”和“存款期限在1年以上的定期存款”构成。在金融资产方面，2019年末公司有3180.48万元的其他权益工具投资，占非流动资产的6.01%，主要系对广州创博传媒合伙企业和深圳市雷鸟网络科技有限公司的投资。在长期股权投资方面，公司的合营企业有广州南新成铁科技有限公司，联营企业有广东电视地铁传有限公司、南方爱视娱乐科技公司、广东正谊教育科技有限公司、广东南传飞狐科技有限公司、上海圣剑网络科技股份有限公司、广州彩力信息科技有限公司，总额占非流动资产比例为4.78%。

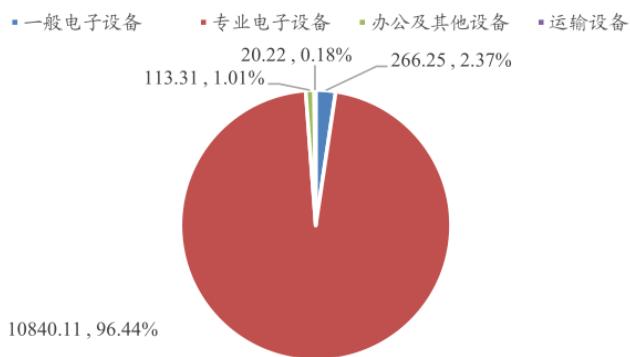
**图 61：各年期末坏账准备计提情况**


数据来源：招股说明书，公司年报，西南证券整理

**图 62: 2019 年末非流动资产明细**


数据来源：公司年报，西南证券整理

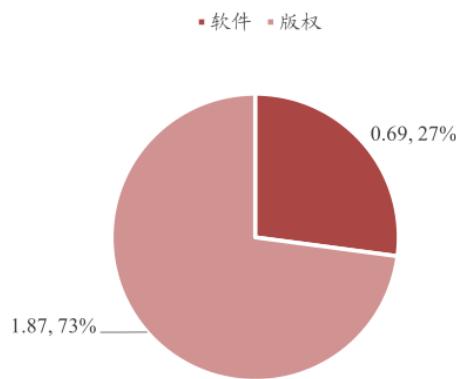
公司的固定资产主要有一般电子设备、专业电子设备、办公及其他设备、运输设备四类，其中占比最高的为专业电子设备，占比 96.44%，其他三类固定资产占比微乎其微。2019 年期末，公司在建工程为 470.25 万元，其来自于对全媒体融合平台的建设。

**图 63: 2019 年末固定资产明细图 (万元)**


数据来源：公司年报，西南证券整理

公司无形资产由软件和版权两部分构成，截至 2019 年期末，无形资产账面价值为 2.56 亿元，其中软件为 0.69 亿元，版权为 1.87 亿元，分别占比 27%、73%。

图 64: 2019 年末无形资产明细图 (亿元)



数据来源: 公司年报, 西南证券整理

**上市募集大量资金, 流动比率增幅明显。**2019 年期末, 公司流动比率为 4.31, 流动比率行业均值为 3.34, 短期偿债能力较强。公司流动比率大幅度提升, 其主要原因系公司于 2019 年 4 月上市, 募集资金净额为人民币 10.76 亿元。截至 2019 年底, 公司已累计使用募集资金总额为 1.91 亿元, 使用募集资金购买定期存款尚未到期的金额为 6 亿元, 其余募集资金存放于募集资金专户中。所以导致流动比率大幅度增加。

**资产负债率处于行业低水平, 具有较强的长期偿债能力。**2019 年底, 新媒股份的资产负债率 19.47%。根据申银万国一级行业分类, 传媒行业平均资产负债率为 40.96%, 新媒股份资产负债率远远低于平均水平, 具有较强的长期偿债能力。相比于 2018 年, 公司资产负债率下降明显, 其主要原因系公司募集了大量股权资本, 改善了资本结构, 债务资本占比降低。

图 65: 流动比率行业对比



数据来源: 同花顺, 西南证券整理

图 66: 资产负债率行业对比



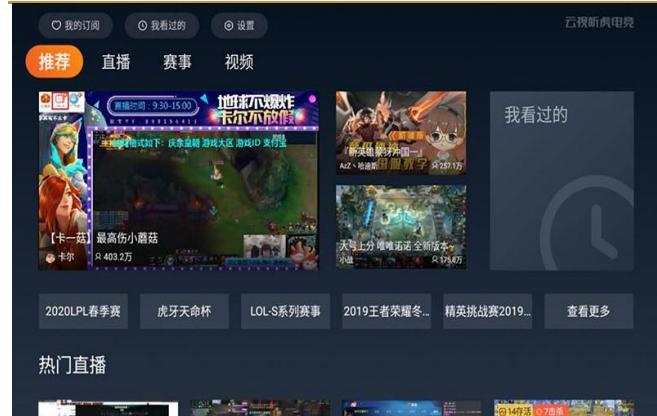
数据来源: 同花顺, 西南证券整理

### 3.3 合作互联网龙头企业, 共建人工智能实验室

**首次打造云视听游戏直播智能电视 APP。**新媒股份与腾讯视频、搜狐、哔哩哔哩等优质 CP 以及各类音乐、教育、生活类应用的深度合作, 打造优质丰富的客厅娱乐平台。此外, 2020 年初新媒股份携手虎牙电竞联合推出的智能电视 APP, 专注于为电竞爱好者提供高清大屏视听服务。伽马数据于 2019 年 8 月发布的《2019 年中国电子竞技产业报告(直播篇)》

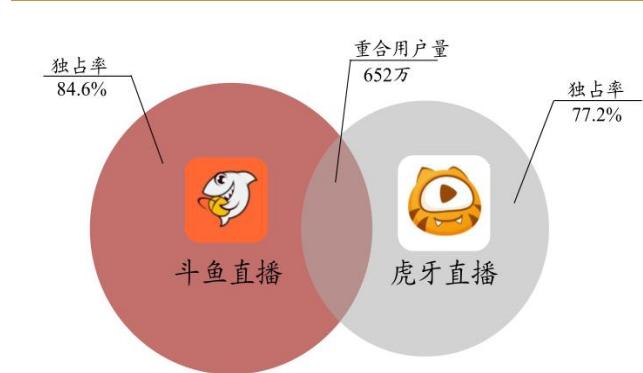
显示，中国游戏直播市场收入将突破 100 亿元，2019 年电子竞技游戏直播市场收入接近 80 亿元，占游戏直播市场的收入比例会进一步提高。直播行业在经历了洗牌期后，游戏直播的市场份额进一步向以虎牙、斗鱼为代表的直播平台集中。

图 67：云视听虎牙电竞界面



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 68：2020 年 6 月斗鱼虎牙用户重合独占情况



数据来源：中国移动互联网数据库，西南证券整理

牵手海思、腾讯，公司在云游戏产业上游掌握核心竞争力。从 2017 年以来，公司启动平台的“智能化升级”，提出“大平台新生态”战略，在今年 1 月同腾讯科技和海思科技共建人工智能实验室，充分发挥广播电视内容优势，加快大数据、云计算和人工智能等新技术在广播电视内容生产中的创新应用，进一步增强广播电视内容核心竞争力。基于云计算、大数据、人工智能等前沿科技成果，以资源智能化、运维智能化、数据智能化为目标，对平台全面进行“智能化”升级。牵手海思和腾讯，探索适合 IPTV 及 OTT 的 ChinaDRM 应用集成方法，制定相关规范。在“生态服务型”平台架构中全面提升并完善“云-管-端”的智能化立体服务能力和业务服务承载能力。

图 69：公司同腾讯科技、海思科技共建人工智能实验室



数据来源：“爱集微”网，西南证券整理

合作方有先行经验，公司在产业下游具有潜在优势。公司积极拥抱互联网企业，与腾讯、B 站、虎牙等都有深度合作。其中，腾讯已深耕云游戏领域多年，旗下 START 云游戏平台发展成熟。目前腾讯 START 云游戏平台已通过海信旗下家庭互联网 AI 云平台聚好看认证，首度同 OTT 行业开展内测。

图 70：智能电视云游戏页面



数据来源：环球网，西南证券整理

图 71：腾讯 START 云游戏平台



数据来源：腾讯 START 官网，西南证券整理

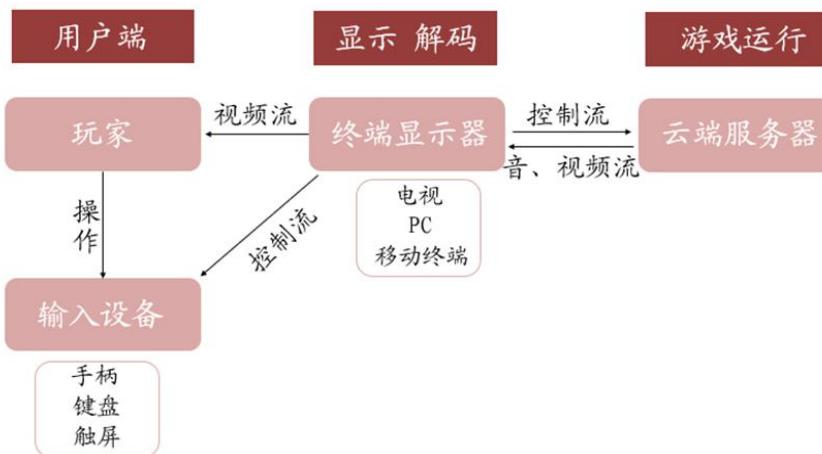
公司与腾讯深度合作开发的云视听极光 app 的大获成功证明，公司具有互联网基因并且有同互联网公司合作的经验和良好基础。因此当云游戏加智能电视的模式得到充分验证后，相信云游戏势必会成为公司未来与腾讯等互联网企业的合作新内容和业务新增长点。

### 3.4 “云游戏”享 5G 赋能，大屏端占赛道先机

随着 5G 技术的成熟与普及，公司不断挖掘大屏产业链新价值与新趋势，比如 5G+4K/8K 的超高清直播、云游戏等。公司在大屏端互动娱乐内容研发、运营等方面积极布局，并于 2019 年 11 月投资入股新三板公司圣剑网络，不断丰富公司平台内容、提升用户体验。

“云游戏”是建立在云计算基础上的新游戏方式，是交互式的在线视频流。在过去，网络能力的限制是制约云游戏发展的首要瓶颈。一是源于带宽不够，致使网络层无法实现低时延的传输；二是网络资源共享制度，导致网络的不确定性，无法保证游玩体验的持续稳定；三是用户流量成本高。随着 5G 的落地，这些问题将得到有效的解决。

图 72：云游戏技术运作原理



数据来源：中国信通院 2019 云游戏产业发展白皮书，西南证券整理

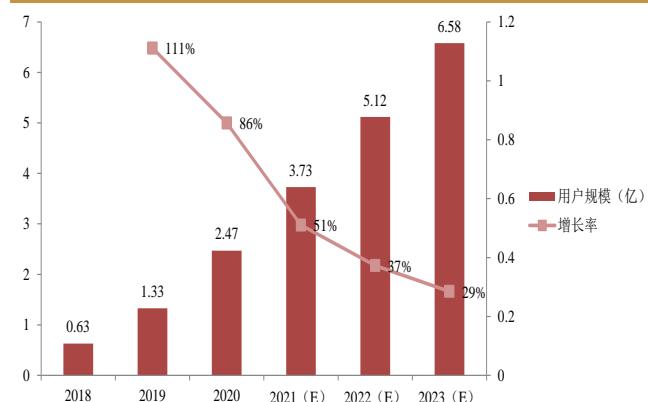
**5G 技术突破云游戏的发展瓶颈，云游戏规模将飞速增长。**首先，5G 的终端接入速度大幅提升，有效缩短用户游玩延迟。其次，5G 通过采用“边缘+切片”技术可实现业务优先策略，为云游戏业务开辟专用通道，网络的一致性、可靠性均获得了有效保障，用户的操作响应体验是稳定的。云游戏技术亟待 5G 技术赋能，5G 技术从业者也非常乐意在云游戏领域开展 5G 技术实践。云游戏的率先落地将树立 5G 行业应用标杆。现今 5G 发展处于初期，C 端的云游戏将成为初期能体现 5G 网络优势的重要特色业务。

图 73：2018-2023 年中国云游戏市场规模及预测（亿元）



数据来源：艾媒咨询，西南证券整理

图 74：2018-2023 年中国云游戏用户规模及预测



数据来源：艾媒咨询，西南证券整理

**5G 助力其他游戏场景落地，开拓客厅大屏端游戏新赛道。**5G 解决了云游戏的网络要求，而云游戏又可以解决用户硬件设备对游玩大型游戏的约束。游戏指令运算在云端服务器上进行，服务器将渲染完毕的画面或指令压缩，通过网络传送到用户的交互端。用户可以随时随地在各类设备上尽享大型“3A 游戏”的畅快体验。在这样的背景下，客厅电视游戏将会迎来新发展机遇，公司电视大屏端也有望产生爆款游戏。

从用户需求角度看，云游戏通过云平台的形式扩充了游戏品类，提升了游玩体验，丰富了社交方式的同时，减少了高昂的终端硬件开支。当硬件性能问题被云计算解决，大屏、广色域和场景将成为影响用户游戏体验的核心。用户不再需要在桌面上盯着电脑屏幕游玩游戏，而可以在空间更大、拥有更大更清晰屏幕的客厅享受游戏。拥抱“云游戏”这一新变化，不仅能补齐智能电视在运算性能上的短板，还能进一步凸显智能电视的屏幕优势、客厅游戏的空间优势，迎合游戏用户的新需求。

图 75：小屏端客厅娱乐



数据来源：艾媒咨询，西南证券整理

图 76：大屏端客厅娱乐



数据来源：艾媒咨询，西南证券整理

**社交加娱乐，客厅文化助力大屏端云游戏。**客厅场景下的游戏体验带有更强的社交属性。客厅娱乐是一种具有私密性的娱乐，因为能参与客厅娱乐的人都是客厅主人最亲密的交际圈——家人或最好的朋友。当云游戏为电视赋能，电视的大屏特色优于手机。电视游戏将成为客厅的娱乐主流。客厅的所有观众都能看到电视。那么能满足这一点的客厅电视也就一定能满足客厅中的众多玩家可以共同参与一个游戏。并且，大家虽然都盯着电视屏幕而非面对面与身边的其他人进行游戏，但是公共性的电视屏幕让游戏体验不像玩电脑游戏一样各自为战，每个人自己的操作空间也是别人的操作空间，在这一维度上甚至超越了我们在物理空间中的接近。沉寂已久的客厅文化，将会借由云游戏带来的客厅社交、娱乐变革而迎来新商机。

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

**关键假设：**

假设 1：公司 IPTV 业务毛利率维持在 50% 左右；

假设 2：公司互联网电视业务毛利率维持基期水平。

假设 3：互联网增值业务和其他业务营收增速保持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 15：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
IPTV	收入	828.09	1200.73	1620.99	1977.60
	增速	73.3%	45.0%	35.0%	22.0%
	毛利率	50.25%	54.59%	53.53%	52.79%
互联网电视	收入	129.03	168	215	275
	增速	30.79%	30.1%	28.0%	28.0%
	毛利率	72.70%	72.7%	72.7%	72.7%
增值业务	收入	23.08	27.93	33.79	40.89
	增速	21.1%	21.0%	21.0%	21.0%
	毛利率	64.75%	64.0%	64.0%	64.0%
其他业务	收入	15.79	18.79	22.36	26.61
	增速	19.35%	19%	19%	19%
	毛利率	26.59%	26.6%	26.6%	26.6%
合计	收入	996.0	1415.4	1892.1	2320.2
	增速	54.86%	42.11%	33.68%	22.63%
	毛利率	54.67%	56.54%	55.56%	55.03%

数据来源：Wind, 西南证券

## 4.2 相对估值

我们选取新媒体行业中的三家主流公司，2019年三家公司平均PE为30倍。智能电视普及率进一步提高，公司经营持续改善，未来三年公司销量复合增长率为32.6%，处于较高水平。我们预计公司2020-2022年EPS分别为2.62元、3.46元、4.25元，对应的PE分别为43倍、33倍、27倍。考虑到5G时代公司潜在的增量并未在盈利预测中体现，且公司电竞、直播等业务在未来巨大的增长前景，我们给予公司2021年42倍的目标估值，对应的目标价为145元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 16：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价(元)	EPS(元)				PE(倍)			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
600637	东方明珠	10.20	0.60	0.52	0.63	0.59	15.64	19.76	16.13	17.22
000156	华数传媒	11.21	0.45	0.49	0.53	-	23.18	22.89	21.09	
300413	芒果超媒	59.58	0.65	0.88	1.07	1.28	53.83	67.89	55.67	46.38
平均值							30.88	36.85	30.96	31.80
300770	新媒股份	113.00	1.71	2.62	3.46	4.25	65.99	43.06	32.70	26.61

数据来源：Wind，西南证券整理

## 5 风险提示

市场准入或行业监管的政策放宽，加剧市场竞争的风险。公司存在因规模扩大导致的管理风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	996.00	1415.37	1892.07	2320.22	净利润	395.37	605.94	797.88	980.25
营业成本	451.53	615.06	840.87	1043.51	折旧与摊销	89.33	67.55	74.67	81.80
营业税金及附加	3.36	5.76	7.55	9.09	财务费用	-13.15	-22.93	-28.25	-37.89
销售费用	50.96	81.93	105.29	130.84	资产减值损失	-6.02	-6.00	-6.00	-6.00
管理费用	56.55	79.26	105.96	129.93	经营营运资本变动	53.99	66.21	75.83	75.96
财务费用	-13.15	-22.93	-28.25	-37.89	其他	-57.26	18.54	9.19	6.32
资产减值损失	-6.02	-6.00	-6.00	-6.00	经营活动现金流量净额	462.25	729.31	923.33	1100.44
投资收益	-1.59	0.00	0.00	0.00	资本支出	-116.35	-90.00	-90.00	-90.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1050.91	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流量净额	-1167.26	-90.00	-90.00	-90.00
<b>营业利润</b>	<b>398.28</b>	<b>610.29</b>	<b>804.66</b>	<b>988.73</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	1.47	1.56	1.35	1.36	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>399.75</b>	<b>611.84</b>	<b>806.01</b>	<b>990.09</b>	股权融资	1075.53	0.00	0.00	0.00
所得税	4.38	5.90	8.13	9.84	支付股利	0.00	-79.14	-121.28	-159.70
<b>净利润</b>	<b>395.37</b>	<b>605.94</b>	<b>797.88</b>	<b>980.25</b>	其他	0.19	21.64	28.25	37.89
少数股东损益	-0.31	-0.48	-0.63	-0.78	筹资活动现金流量净额	1075.72	-57.49	-93.04	-121.82
归属母公司股东净利润	395.68	606.42	798.52	981.03	<b>现金流量净额</b>	<b>370.71</b>	<b>581.81</b>	<b>740.29</b>	<b>888.62</b>
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>财务分析指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
货币资金	1821.92	2403.73	3144.02	4032.64	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	250.35	380.69	510.58	619.88	销售收入增长率	54.86%	42.11%	33.68%	22.63%
存货	0.06	0.22	-1.76	-0.71	营业利润增长率	93.74%	53.23%	31.85%	22.88%
其他流动资产	111.73	88.15	133.68	173.51	净利润增长率	93.11%	53.26%	31.68%	22.86%
长期股权投资	25.32	25.32	25.32	25.32	EBITDA 增长率	113.59%	38.03%	29.96%	21.33%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	117.10	128.21	139.32	150.43	毛利率	54.67%	56.54%	55.56%	55.03%
无形资产和开发支出	295.78	307.17	311.43	308.56	三费率	9.47%	9.77%	9.67%	9.61%
其他非流动资产	91.05	91.02	90.98	90.94	净利润率	39.70%	42.81%	42.17%	42.25%
<b>资产总计</b>	<b>2713.31</b>	<b>3424.50</b>	<b>4353.55</b>	<b>5400.58</b>	ROE	18.09%	22.36%	23.56%	23.30%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	14.57%	17.69%	18.33%	18.15%
应付和预收款项	496.03	669.94	917.36	1137.75	ROIC	161.23%	171.34%	236.97%	309.94%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	47.64%	46.27%	44.98%	44.51%
其他负债	32.32	44.08	49.12	55.19	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>528.34</b>	<b>714.02</b>	<b>966.47</b>	<b>1192.95</b>	总资产周转率	0.53	0.46	0.49	0.48
股本	128.37	231.06	231.06	231.06	固定资产周转率	10.21	13.75	22.51	35.60
资本公积	1359.20	1359.20	1359.20	1359.20	应收账款周转率	4.45	4.54	4.27	4.14
留存收益	695.14	1222.42	1899.66	2720.98	存货周转率	5675.56	4441.74	3665.64	3925.46
归属母公司股东权益	2183.99	2709.98	3387.22	4208.55	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.96%	—	—	—
少数股东权益	0.98	0.50	-0.14	-0.91	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2184.97</b>	<b>2710.48</b>	<b>3387.08</b>	<b>4207.63</b>	资产负债率	19.47%	20.85%	22.20%	22.09%
负债和股东权益合计	2713.31	3424.50	4353.55	5400.58	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	流动比率	4.31	4.15	4.01	4.12
EBITDA	474.46	654.90	851.08	1032.64	速动比率	4.31	4.15	4.01	4.12
PE	65.99	43.06	32.70	26.61	股利支付率	0.00%	13.05%	15.19%	16.28%
PB	11.95	9.63	7.71	6.20	<b>每股指标</b>				
PS	26.21	18.45	13.80	11.25	每股收益	1.71	2.62	3.46	4.25
EV/EBITDA	26.54	18.34	13.24	10.05	每股净资产	9.45	11.73	14.66	18.21
股息率	0.00%	0.30%	0.46%	0.61%	每股经营现金	2.00	3.16	4.00	4.76
					每股股利	0.00	0.34	0.52	0.69

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

持有：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 指数涨幅介于-20%与-10%之间

卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

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

### 行业评级

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
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@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
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn