

优质国有新媒体运营商，高成长高壁垒，尽享大屏发展红利 ——新媒股份（300770）首次覆盖报告

增持|首次推荐

报告要点：

● 领先的国有新媒体业务运营商

新媒股份是全国领先的国有 IPTV 与互联网电视为主要业务的新媒体运营商。公司前身新媒体有限成立于 2010 年，由广东广播电视台的新媒体中心改制成立，公司控股股东和实际控制人为广东广播电视台。

● 5G 商用下大屏生态价值凸显，IPTV/OTT 快速发展

我国大屏生态由有线电视、IPTV 及 OTT 三者共同构成。有线电视与 IPTV 在行业内是直接竞争关系。而 OTT 主要提供视频点播、增值服务以及应用服务，促成了大屏端增量市场，构成补充关系。截止到 2019 年底，OTT 终端激活总规模达到 2.6 亿台，IPTV 用户规模 2.99 亿，有线电视用户 2.12 亿。同时在 5G 商用背景下，大屏生态价值越发重要。

● 新媒 IPTV&OTT 业务双引擎驱动，具备稀缺牌照优势，发展潜力大

(1) IPTV:新媒是广东省唯一的省级 IPTV 播控分平台运营方。IPTV 业务根植于广东省，经济发达，人口规模大，宽带用户多。目前广东基础业务 IPTV 渗透率在 47%左右，低于全国 65%的平均水平，短期看还约 700 万的用户增量红利，超 3 亿的年收入增量。增值业务省内付费转化率仅为 7%-8%，中期有望达到 15%，月 APPU 目前不足 10 元，提升潜力大。2019 年公司发力省外专网业务，目前已经覆盖全国 11 个省市，省外以超过 2.6 亿的用户（不含广东）为基础，具有较大想象空间。

(2) OTT:公司凭借稀缺牌照占据有利地位，主要产品为云视听极光、云视听 MoreTV、云视听悦厅 TV 和云视听小电视，国内前 6 视频类 OTT 产品公司占据 3 席，优势突出。7 月云视听极光月活已经突破 8258 万，云视听小电视 1916 万、云视听 More TV 717 万，三者合计 1.09 亿，以长视频网站 15%月活付费率计算，不考虑 OTT 产品月活持续增长，潜在付费用户规模超过 1600 万，付费用户提升空间超过 8 倍。同时 OTT 广告价值也有待充分挖掘。

● 投资建议与盈利预测

预计 2020-2022 年公司实现营业收入 13.81/17.94/22.87 亿元，实现归母净利润 5.82/7.28/9.24 亿，EPS 2.52/3.15/4.00 元，对应 PE45x/36x/28x，首次覆盖给予“增持”评级。

● 风险提示

省外业务拓展不及预期，合作方变动风险、运营商 IPTV 政策调整风险

附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	643.16	996.00	1380.93	1794.68	2287.84
收入同比 (%)	44.22	54.86	38.65	29.96	27.48
归母净利润(百万元)	205.20	395.68	581.98	728.93	923.88
归母净利润同比 (%)	86.86	92.83	47.08	25.25	26.74
ROE (%)	28.84	18.12	21.96	21.57	21.47
每股收益 (元)	0.89	1.71	2.52	3.15	4.00
市盈率(P/E)	127.24	65.99	44.86	35.82	28.26

资料来源：Wind,国元证券研究中心

基本数据

52 周最高/最低价 (元): 227.58 / 83.16

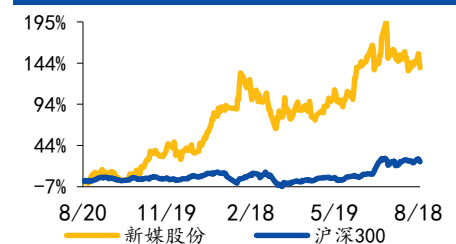
A 股流通股 (百万股): 141.53

A 股总股本 (百万股): 231.06

流通市值 (百万元): 15993.12

总市值 (百万元): 26109.57

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 李典

执业证书编号 S0020516080001

电话 021-51097188-1866

邮箱 lidian@gyzq.com.cn

目 录

1、公司介绍：领先的国有新媒体业务运营商	4
2、IPTV、OTT 行业：5G 商用下大屏生态价值凸显，IPTV/OTT 快速发展	5
2.1 IPTV 行业：用户规模接近 3 亿，运营商大屏生态重要入口	6
2.2 互联网电视行业：会员和广告收入保持高增长	12
3、财务分析： 盈利能力突出，成长性优越	16
4、公司业务：IPTV&OTT 业务双引擎驱动，潜力巨大	21
4.1 IPTV 业务：广东省内垄断优势，渗透率和 ARPU 值提升空间较大；省外业务打开未来想象空间	21
4.2 互联网电视业务：牌照优势下合作关系稳固，不断拓展新赛道	23
5、投资建议	28
6、风险提示	28

图表目录

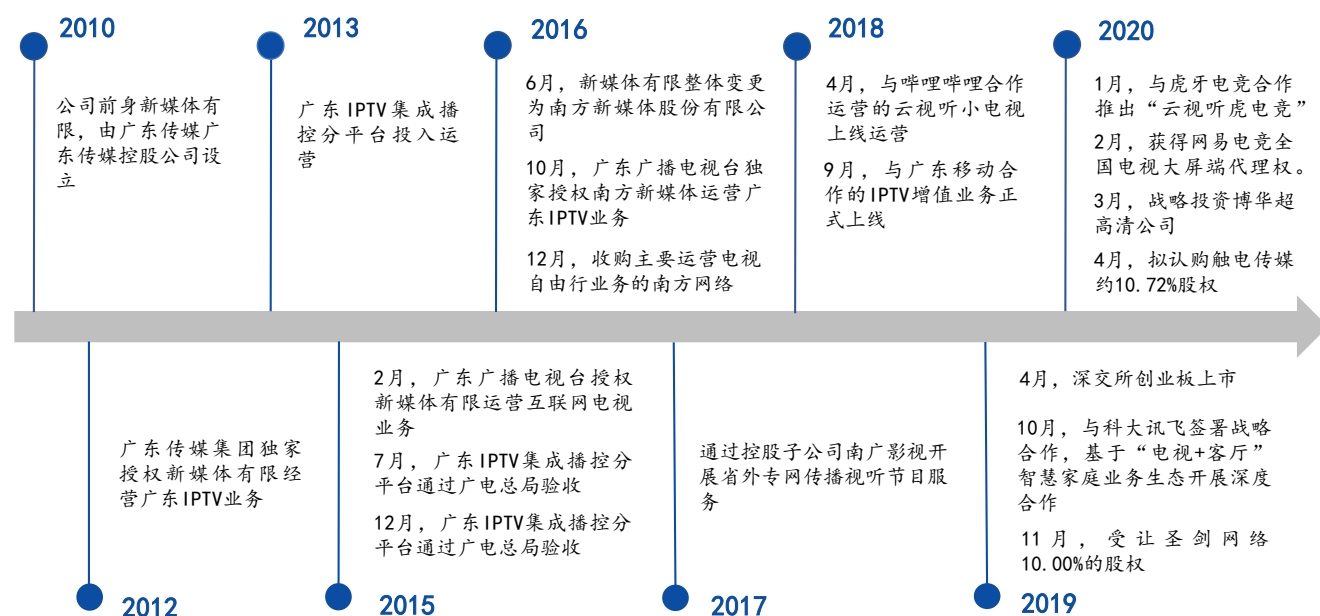
图 1：公司发展历程	4
图 2：公司股权结构（截至 2020 年 3 月 31 日）	4
图 3：我国 IPTV 行业发展历程	7
图 4：IPTV 产业链	8
图 5：IPTV 行业运行模式	9
图 6：2015-2019 我国 IPTV 用户数量（亿户）及同比增速	10
图 7：2019Q1-2020 2 月我国 IPTV 用户数量（万户）及对于固定宽带渗透率	10
图 8：2018 年 5 月各省 IPTV 用户数量	10
图 9：各省 IPTV 用户渗透率对比（2018 年 5 月）	11
图 10：2019 年底三大运营商电视业务的用户占比情况	12
图 11：互联网电视行业运行模式	13
图 12：我国互联网电视行业发展历程	14
图 13：OTT 激活量及增速	15
图 14：2017-2019 大屏会员规模及收入	15
图 15：2017-2019OTT 广告运营收入	15
图 16：2014-2020Q1 公司营业收入及增速	16
图 17：2018Q1-2020Q1 公司季度收入（亿元）	16
图 18：2019 年公司业务收入结构	16
图 19：2016-2019 年全国专网、互联网电视收入占比	16
图 20：公司全国专网业务收入（百万）及增速	17
图 21：公司 IPTV 基础业务和增值业务收入占比	17
图 22：IPTV 基础业务收入（百万）及增速	17
图 23：IPTV 增值业务收入（百万）及增速	17
图 24：公司互联网电视业务收入（百万）及增速	18

图 25: 公司互联网电视业务构成.....	18
图 26: 互联网电视产品运营业务收入（百万）及增速.....	18
图 27: 2016-2019 公司毛利率变动情况.....	19
图 28: 2018 年公司 IPTV 业务主营业务成本构成	19
图 29: 2018 年公司互联网电视业务营业成本构成	19
图 30: 2016 年-2020Q1 公司期间费用率变化情况.....	20
图 31: 2016 年-2020Q1 公司归母净利润（亿元）及增速.....	20
图 32: 2016 年-2020Q1 销售毛利率及净利率	20
图 33: 公司 IPTV 业务运行模式.....	21
图 34: 广东省 IPTV 用户数（万户）及渗透率.....	22
图 35: 全国 IPTV 用户数（万户）及渗透率	22
图 36: 广东省电信运营商 IPTV 基础业务用户数（万户）	22
图 37: 公司 IPTV 增值业务/IPTV 收入比重	23
图 38: 公司互联网电视业务模式.....	24
图 39: 公司云视听系列产品累计激活用户数（万户）	25
图 40: 云视听极光界面图.....	26
表 1 : 有线电视、IPTV 及 OTT 对比.....	5
表 2 : IPTV 相关牌照及持有方情况.....	9
表 3 : 互联网电视内容服务牌照、互联网电视集成服务牌照及相关运营主体.....	13
表 4 : 牌照方与内容平台的合作格局.....	24
表 5 : 2020 年 7 月互联网电视月活跃用户数.....	25

1、公司介绍：领先的国有新媒体业务运营商

新媒股份是全国领先的以IPTV与互联网电视（OTT）为主要业务的新媒体运营商。公司前身新媒体有限成立于2010年，由广东广播电视台的新媒体中心改制成立，公司控股股东和实际控制人广东广播电视台拥有广电总局颁发的IPTV、互联网电视等新媒体业务牌照。经广东广播电视台授权，公司独家运营与广东IPTV集成播控服务、互联网电视集成服务、互联网电视内容服务配套的经营性业务。

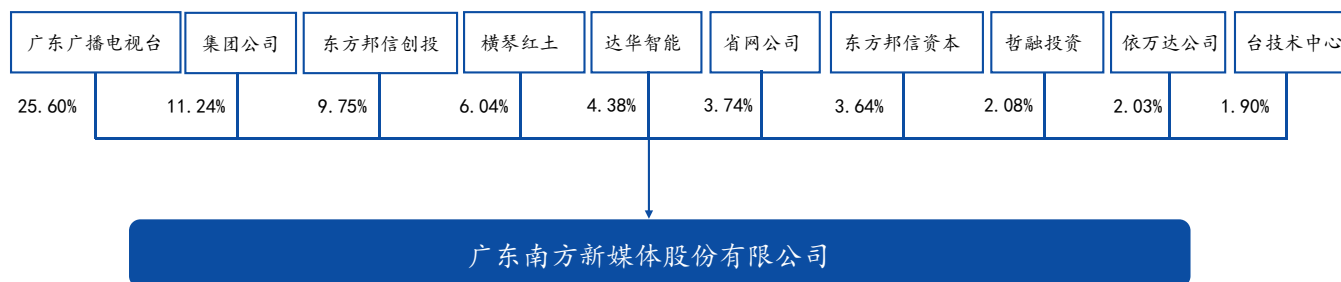
图1：公司发展历程



资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

股权结构方面，截至2020年3月31日，公司控股股东、实际控制人广东广播电视台持有发行人25.6%股份，通过广东南方广播影视传媒集团有限公司间接持股11.24%，通过台技术中心间接持股1.90%，合集控制发行人38.74%股份。其余大股东东方邦信创业投资有限公司（持股9.75%）、横琴红土融耀（持股6.04%）、福州达华智能（持股4.38%）、东方邦信资本管理有限公司（持股3.64%）、广州哲融（持股2.08%）、广州依万达（持股2.03%）。

图2：公司股权结构（截至2020年3月31日）



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

2、IPTV、OTT 行业：5G 商用下大屏生态价值凸显，IPTV/OTT 快速发展

我国大屏生态由有线电视、IPTV 及 OTT 三者共同构成。其中，由于主要业务形态都包括电视直播及点播内容，有线电视与 IPTV 在行业内是直接竞争关系。而 OTT 以新媒体模式丰富了电视大屏的内容和服务，主要提供视频点播、增值服务以及应用服务，促成了大屏端增量市场。截止到 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，触达用户规模达 6.3 亿。OTT 终端（智能电视+OTT 盒子）激活总规模达到 2.6 亿台。IPTV 用户规模 2.99 亿，有线电视用户 2.12 亿。

表 1：有线电视、IPTV 及 OTT 对比

项目	有线电视	IPTV	OTT
传输网络	有线电视	受管控的 IPTV 专网	公共互联网
接收终端	TV/TV+DVB（有线数字电视）	TV+机顶盒	TV+机顶盒/OTT TV 一体机
内容提供方	各地广电网络运营商	IPTV 集成播控平台	互联网电视内容服务平台
内容特点	开放性不强，内容不丰富	开放性不强，内容较丰富	开放性强，内容丰富
主要业务形态	电视直播节目、点播内容等	视频直播、回看、点播及增值业务等	视频点播、增值服务和应用服务业务等
内容流畅清晰度	清晰度一般	无滞后，清晰度高	取决于网络带宽
业务开展范围	四级传输网络，一省一级	全国内容服务牌照可向全国范围内的省级播控分平台提供内容，省级播控分平台仅限于本省区域内	全国
业务平台	省级、市州数字电视前端平台	集成播控总分平台和全国内容服务平台	集成服务平台和内容服务平台
经营资质	经营许可证	信息网络传播视听节目许可证（IPTV 全国内容服务牌照和集成播控牌照）	信息网络传播视听节目许可证（互联网电视集成服务牌照和内容服务牌照）
牌照情况	广播电视节目传送业务经营许可	全国 IPTV 集成播控服务总平台 1 个，31 个省级播控分平台。目前，已有 4 家广电机构获得 IPTV 分平台业务许可	集成服务牌照 7 个，内容服务牌照 16 个
用户数量	2.12 亿	2.94 亿	2.6 亿

资料来源：招股说明书，智研天下，国元证券研究中心

5G 商用，超高清视频快速发展，大屏成为智慧家庭重要的流量入口。超高清视频主要是指 4K 及 8K 分辨率的平面视频。相较于现有高清 2K 视频而言，超高清视频实现了高分辨率、高帧率、高色深、宽色域以及高动态范围五个技术维度的突破。而超高清视频的制播分为三个环节，分别是超高清视频采集回传、视频素材云端制作以及超高清视频节目播出。传输入门级 4K、运营级 4K、极致 4K、8K 的带宽要求目前已经超出现有 4G 的承载能力。根据《中国联通“5G+4K”技术白皮书》指出，带宽要求最高的 8K 视频普遍需要 135Mbps 以上的带宽保证传输质量，带宽要求最低的入门级 4K 也需要 18Mbps 到 24Mbps 的带宽。而 4K 超高清视频对于承载网端到端的总体要求为：端到端带宽要大于 50Mbps，往返时延（RTT）要小于 20ms，丢包率（PLR）要小于 10⁻⁵。基于 5G 网络可以保证超高清视频回传质量、

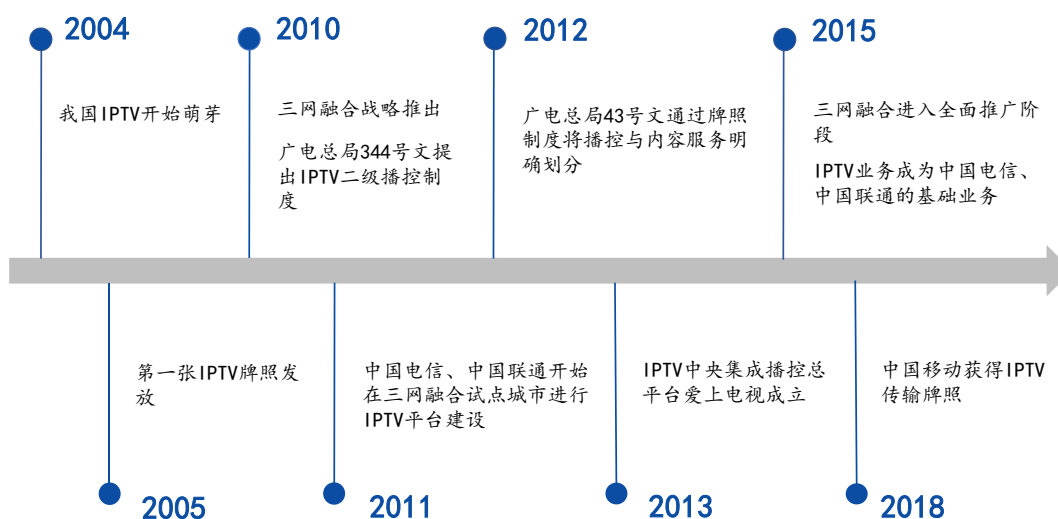
播出能力，推动超高清视频市场快速发展及普及。同时超高清内容+终端供给充足拉动大屏市场，成为智慧家庭流量入口。从内容上看，相比于小尺寸的智能手机，大屏显然更适合作为超高清内容的载体，具备更优质的视觉效果。而叠加结合物联网、人工智能等技术的成熟，大屏可以实现更多应用场景的拓展和交互性的提升。大屏生态的价值在 5G 商用背景下重要程度愈发凸显。而 IPTV 成为运营商大屏及家庭生态重要入口，OTT 则是各互联网内容公司布局大屏的重要载体。

2.1 IPTV 行业：用户规模接近 3 亿，运营商大屏生态重要入口

IPTV 即交互式电视，Internet Protocol Television，在国内是指以电视机为显示终端，中央总平台和省分平台两级 IPTV 集成播控平台引入内容并统一集成后，规范对接到电信运营商利用宽带架设专网的定向传输通道，向公众提供包括广播电视直播、点播等视听节目以及增值服务等交互式服务的业务。

我国 IPTV 业务从 2004 年萌芽以来大致经历了三大发展阶段。(1) 市场导入期(2004-2010)， “1+1” 模式。2004 年中国电信和网通针对小规模的用户试验开展 IPTV 业务。2005 年 3 月，广电总局向原上海文广新闻传媒集团发放了国内首张 IPTV 集成播控运营牌照，百视通成立并与中国网通在哈尔滨地区正式启动了 IPTV 试验工作。随后，百视通在上海、黑龙江、辽宁、福建、浙江、陕西等地进行了 IPTV 试验。2006 年 5 月，中央电视台获得国内第二张 IPTV 牌照，由下属公司央视国际网络有限公司运营，央视 IPTV 业务在 6 月正式启动，先后在吉林、云南取得进展。(2) 市场培育期 (2010-2014 年)， 二级播控架构确立， 开启 “1+1+1” 模式。随着 2010 年《国务院关于印发推进三网融合总体方案的通知》和《国务院办公厅关于印发三网融合试点方案的通知》文件的先后出台，三网融合作为国务院层面的战略推出，IPTV 成为了三网融合的典型业务，广电总局作为主管单位也顺势推出了《关于三网融合试点地区 IPTV 集成播控平台建设有关问题的通知》，确定了 IPTV 牌照管理方法，明确 IPTV 集成播控平台采取中央总平台和省级分平台两级架构，IPTV 行业逐步进入一个有据可依的制度时代。2013 年 5 月，中国网络电视台与上海百视通合资成立了爱上电视传媒有限公司，试验阶段的两个集成播控平台实现合并，共同负责全国 IPTV 集成播控总平台可经营性业务的运营工作。中国电信和中国联通开始在三网融合的试点城市进行 IPTV 平台建设。到 2014 年底，我国 IPTV 用户数达到 3364 万户。(3) 快速发展期(2015 年-至今)。2015 年国务院办公厅印发了 65 号文《三网融合推广方案》，长达 5 年的三网融合试点阶段结束，广电、电信业务双向进入扩大到全国范围，全面推广三网融合。这一阶段 IPTV 进入快速发展，截止到 2020Q1，IPTV 用户达到 2.99 亿。

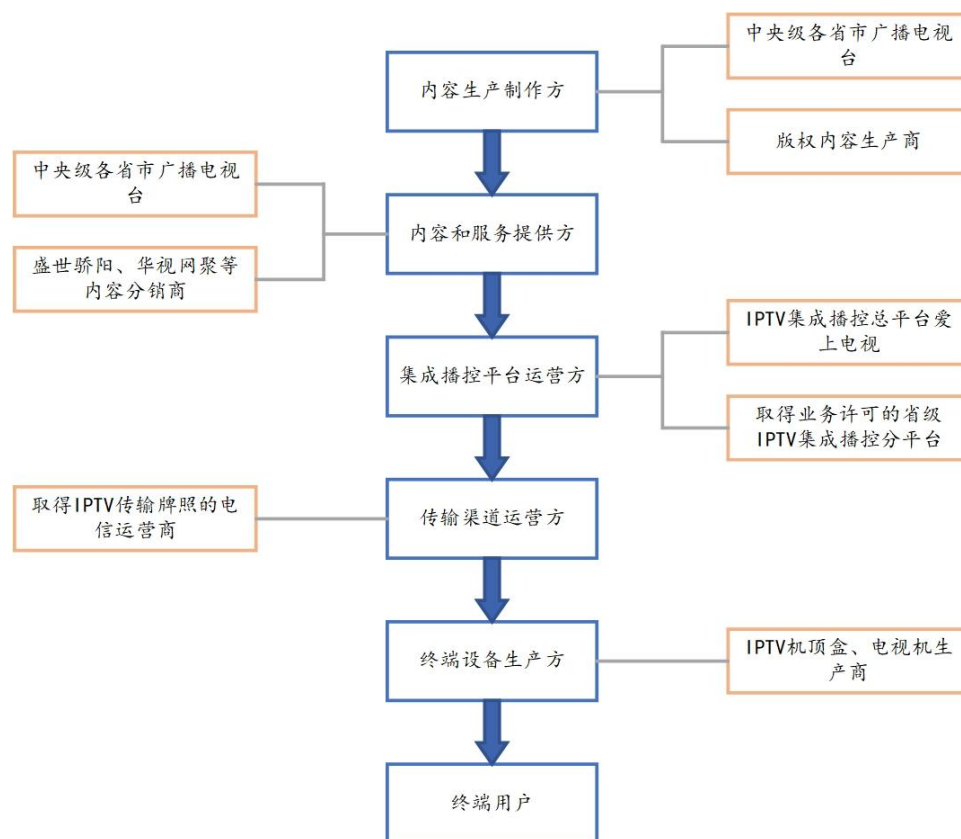
图 3：我国 IPTV 行业发展历程



资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

整个产业链条主要包含内容生产制作方、内容和服务提供方、集成播控平台、运营平台、传输渠道运营方和终端设备生产方。(1) 内容和服务提供方，提供内容主要涉及视频内容以及游戏、在线社交、在线教育等增值服务内容，视频内容的提供方包括央视及各省市广电以及盛世骄阳、华视网聚等内容分销商。(2) IPTV 集成播控平台运营商，根据广电总局相关规定，IPTV 集成播控平台实行两级架构，其中中央设立 IPTV 集成播控总平台，主要负责全国性 IPTV 内容平台的接入认证和播出情况监看；将全国性内容服务平台的节目信号结成后统一传送至各分平台；全国 IPTV EPG 的统一设计和管理；全国的 BOSS 系统、用户管理系统、计费系统和版权管理系统的统一管理。IPTV 集成播控分平台在全国 IPTV 集成播控总平台基础上，负责本地节目源的集成和播出情况监看，本地 EPG、BOSS、计费、DRM 系统等的日常运营管理，与本地 IPTV 传输网络的对接。(2) 传输渠道运营方。IPTV 的信号是通过电信专网传播。

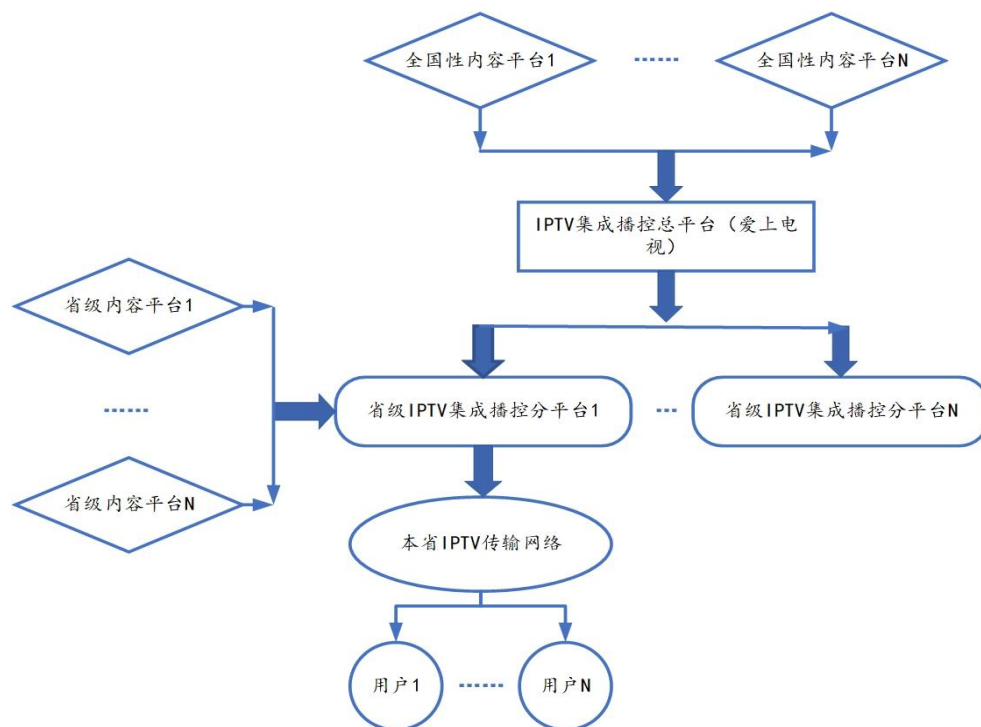
图 4：IPTV 产业链



资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

IPTV 发展经历几轮重大变革，目前形成了一二级播控+运营商传输的牌照架构体系。 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各分平台；省级 IPTV 分平台则将 IPTV 集成播控总平台传来的节目信号与来源于本省的内容信号集成在一起，通过电信运营商专网传输给用户。目前全国唯一的 IPTV 集成播控总平台由爱上电视负责运营，而二级播控牌照，采用后置审批的方式核发，目前获得国家新闻出版广电总局正式验收颁发的二级播控牌照为 4 张，分别为辽宁、广东、重庆和湖南。而在 IPTV 传输牌照方面，中国移动较为特殊，15 年移动在进入固网业务后，由于没有 IPTV 的传输牌照，只能通过 OTT——“魔百盒”业务切入电视大屏领域。2018 年 6 月，国家广播电视总局正式批复了中国移动广东分公司的 IPTV 传输业务许可证。

图 5：IPTV 行业运行模式



资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

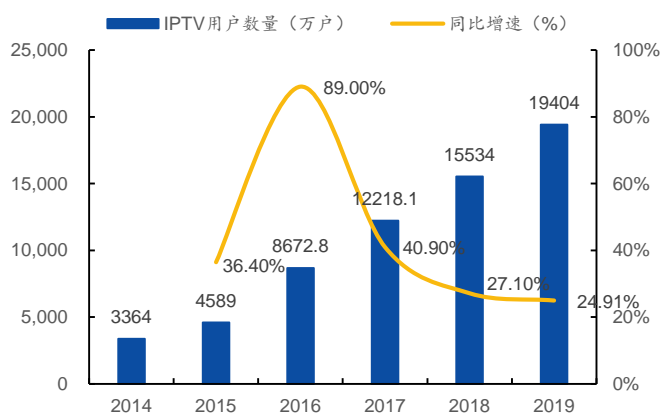
表 2：IPTV 相关牌照及持有方情况

名称	持有方
全国播控牌照	爱上电视传媒(CNTV 和百视通合资公司)
二级播控牌照	辽宁广播电视台
	广东广播电视台
	湖南广播电视台
	重庆广播电视台
IPTV 传输牌照	中国电信
	中国联通
	中国移动（区域性牌照，按省合规发放）

资料来源：流媒体，国元证券研究中心

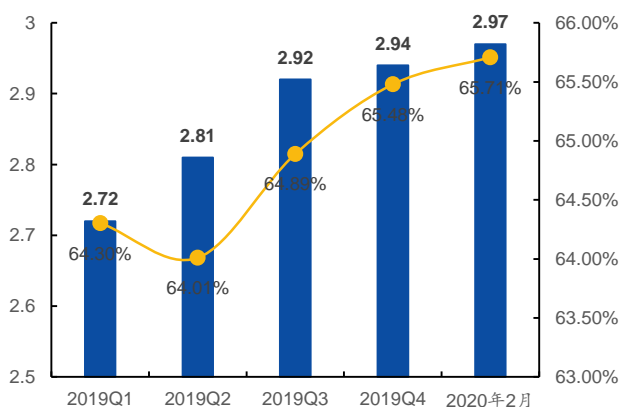
用户规模快速发展，目前接近 3 亿，对固网渗透率超过 65%。2014-2019 年我国 IPTV 用户规模保持高速增长，5 年复合增速达到 42%，2019 年底我国 IPTV 用户数达到 1.94 亿。由于中国移动的 OTT 业务在 2019 年逐渐完成向 IPTV 的转换，考虑统计口径的变化，2020 年 2 月实际 IPTV 用户数达到了 2.97 亿。全国 IPTV 对于固定宽带渗透率在达到 65.71 %以上。

图 6：2015-2019 我国 IPTV 用户数量（亿户）及同比增速



资料来源：工信部，国元证券研究中心

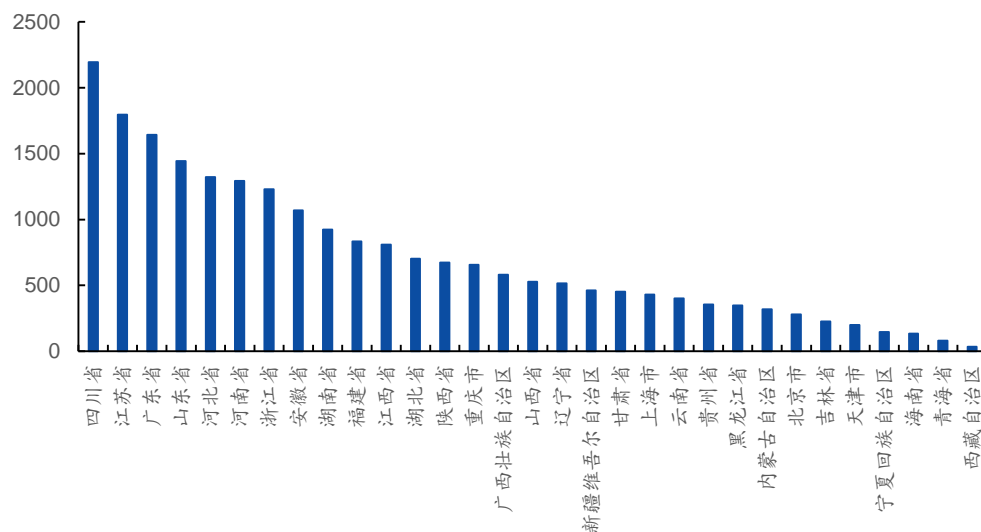
图 7：2019Q1-2020 2 月我国 IPTV 用户数量（万户）及对于固定宽带渗透率



资料来源：工信部，国元证券研究中心

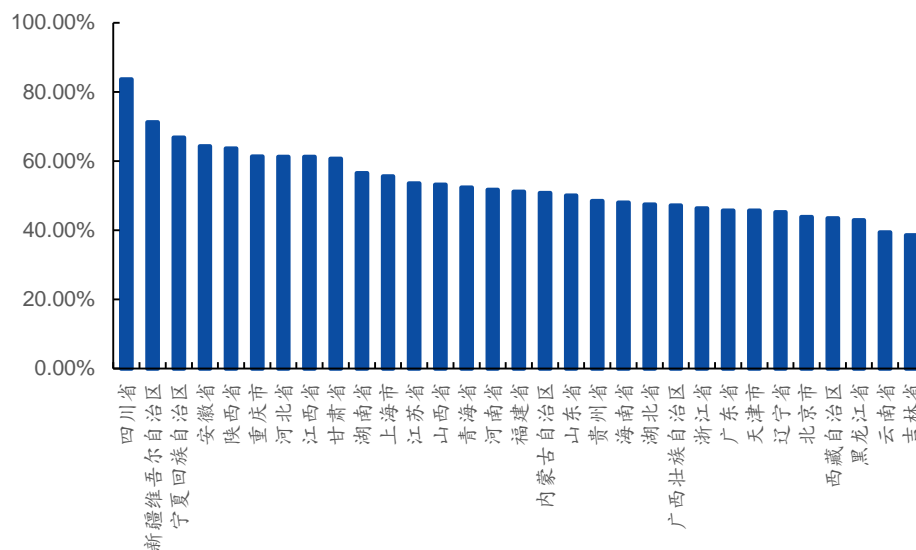
从各省的分布情况来看，四川、江苏、广东、山东、河北的 IPTV 用户规模位列全国前五。对比渗透率，四川、新疆、宁夏、安徽、陕西的渗透率较高。

图 8：2018 年 5 月各省 IPTV 用户数量



资料来源：流媒体网，国元证券研究中心

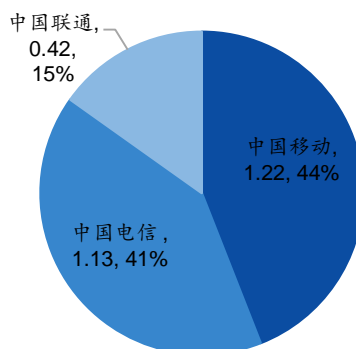
图 9：各省 IPTV 用户渗透率对比（2018 年 5 月）



资料来源：流媒体网，国家统计局，国元证券研究中心

对于运营商而言，IPTV 是其重要的家庭场景入口，IPTV 扩张有赖于运营商的大规模投入，目前 IPTV 多以捆绑销售和对用户的补贴（主要是机顶盒硬件补贴）抢占市场，未来运营商拓展增值业务规模的意愿较强。（1）中国电信，截止 2019 年底，中国联通 IPTV 用户规模达到 1.13 亿，对于固网的渗透率已经达到 73.86%，渗透率较高。在三大运营商中，电信 IPTV 发展最早，用户规模也最大。面对已经较大的用户基数和渗透率，后续侧重点预计更多会提升用户的活跃度和粘性。（2）中国移动，截止 2019 年底，移动魔百盒用户数量达到了 1.22 亿，渗透率 70.93%。过去移动电视业务内部有三大体系，分别是以广东、河北、山东、贵州等地移动为代表的 IPTV 体系；以浙江、江苏等移动为代表的专网 OTT 体系；以咪咕为代表的电视集约体系。根据广电总局的“327”会议精神以及“45 号文”，理论上在今年 6 月中国移动的魔百盒业务需要全部转成 IPTV 业务。而根据流媒体网，2020 年中国移动对于电视业务的目标是新增 2000 万用户，发力基础业务+增值业务+广告业务，收入增加 75 亿。（3）中国联通，到 2019 年底，中国联通的视频业务用户达到了 4200 万+，整体规模相对于移动和电信来说较小，对于固定宽带的渗透率超过 50%。

图 10：2019 年底三大运营商电视业务的用户占比情况



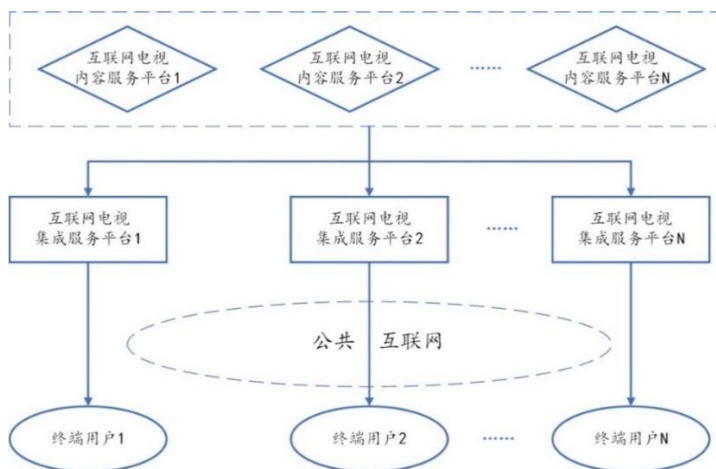
资料来源：国元证券研究中心

2.2 互联网电视行业：会员和广告收入保持高增长

互联网电视又称 **OTT**，英文全称为 **Over The Top Television**，是指以电视机为显示终端，以公共互联网为传输介质，经国家广电行政部门批准的互联网电视集成服务平台和内容服务平台，向绑定唯一编号的电视一体机或机顶盒提供视频点播服务及增值服务等服务的业务。OTT 内容形式相对 IPTV 更为丰富，涵盖视频类基础业务，同时覆盖包括游戏、在线教育、社交、电商等综合服务和应用。和 IPTV 的专网传输不同，OTT 接入公共互联网。

OTT 采取“集成服务+内容服务”模式，相关运营平台需分别持有**集成服务牌照**和**内容服务牌照**。互联网电视内容服务平台仅能与持有互联网电视集成服务牌照的机构所建设的互联网集成服务平台相连接。持有互联网电视集成服务牌照的机构负责对互联网电视的节目源和客户端进行有效管理，对其所合作的互联网电视内容服务平台的合法性进行审核后相连接。持有互联网内容服务牌照的机构负责审查其开办的内容服务平台上的节目是否符合相应的内容管理、版权管理要求，承担播前审查义务和内容安全的主体责任。目前，获得互联网电视集成服务牌照的机构共计 7 家，获得互联网电视内容服务牌照的机构共计 16 家。由于 7 家互联网电视集成服务牌照方同时持有互联网电视内容服务牌照，并且其他 7 张牌照在市场上并没有实际使用，所以 7 家互联网电视集成服务牌照方行业垄断地位显著。

图 11：互联网电视行业运行模式



资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

表 3：互联网电视内容服务牌照、互联网电视集成服务牌照及相关运营主体

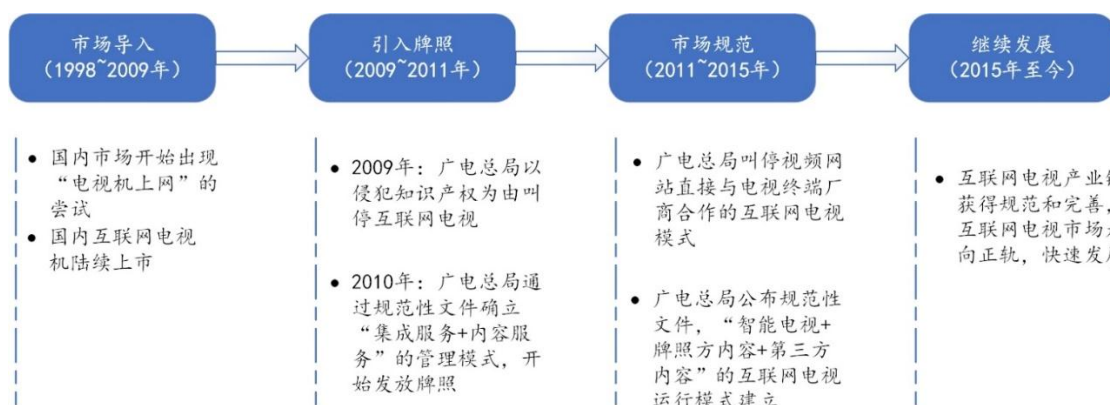
序号	互联网电视内容服务牌照	集成服务牌照的广电机构	牌照运营主体
1	中国网络电视台	中国网络电视台	未来电视有限公司
2	中央人民广播电台	中央人民广播电台	银河互联网电视有限公司
3	中国国际广播电视网络台	中国国际广播电视网络台	国广东方网络（北京）公司
4	上海广播电视台	上海广播电视台	上海东方明珠新媒体股份有限公司
5	浙江电视台和杭州市广播电视台（联合开办）	浙江电视台和杭州市广播电视台	华数传媒网络有限公司
6	湖南广播电视台	湖南广播电视台	芒果超媒（湖南快乐阳光互动娱乐传媒有限公司）
7	广东广播电视台	广东广播电视台	广东南方新媒体股份有限公司
8	江苏电视台		
9	国家广电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		
13	北京广播电视台		
14	云南广播电视台		
15	重庆网络广播电视台		
16	贵州广播电视台		

资料来源：广电总局，国元证券研究中心

受监管政策的影响，互联网电视在国内的发展先后经历了初的市场导入期、引入牌照期、市场规范期和继续发展期。1998 年以来，国内的互联网内市场陆续出现“电视机上网”的尝试，但由于当时国环境难以提供良好的用户体验，产业链与产业环境的成熟度不够，内容与互联网应用的整合与开发成本过高，导致产品价格偏高，在国内

的推广一直进展缓慢。广电总局于 2010 年 4 月相继发布一系列列管理规范，标志着国家相关部门对互联网电视采取“集成服务+内容服务”的管理模式。2010 年底开始，广电总局先后向中国网络电视台、上海广播电视台、广东广播电视台等七家电视台发布了互联网电视集成服务牌照，并且今后不再发放，标志着互联网电视内容服务牌照和互联网集成服务牌照制度的初步建立。2011 年 10 月，广电总局出台了《持有互联网电视牌照机构运营管理要求》，对互联网电视的内容集成、内容服务、运营以及终端管理做出明确规定，标志着互联网电视牌照制度基本建立。互联网电视内容服务牌照制度和互联网集成服务牌照制度建立后，互联网电视厂家纷纷与牌照方合作，基于安卓平台的“智能电视+牌照方内容+第三方内容”的互联网电视运作模式建立。2015 年 9 月以后，随着监管机构政策的逐步调整 and 不断完善，互联网电视获得规范发展，产业链各方如内容和服务提供方、内容服务平台运营方、集成服务平台运营方等都积极介入互联网电视领域，互联网电视市场逐步恢复并走上正轨，呈现出快速发展、精细运营的态势。

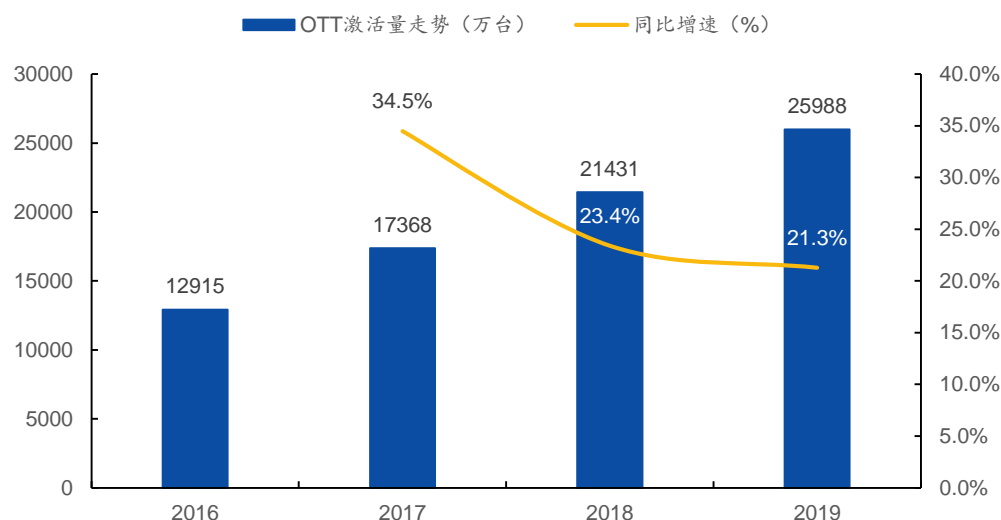
图 12：我国互联网电视行业发展历程



资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

2019 年我国 OTT 智能终端激活规模达到 2.60 亿台。得益于移动宽带用户数量和互联网普及率的不断提升，全国 OTT 用户数量持续高速增长。截止 2019 年末，我国 OTT 智能终端激活规模达到 2.60 亿台，全年实现 21% 的激活增长，其中智能电视激活量 2.16 亿台增长 22.8%，OTT 盒子增长 13.9%，达到 4384 万台。

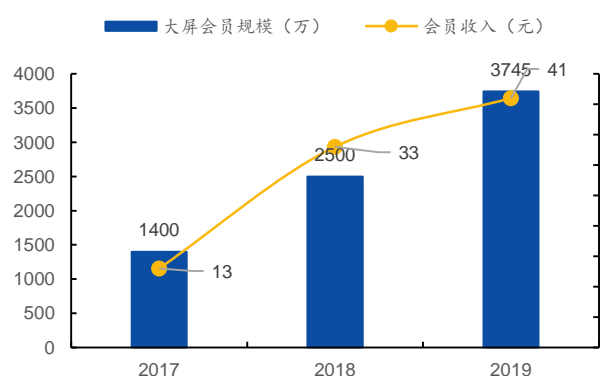
图 13: OTT 激活量及增速



资料来源：奥维互娱，国元证券研究中心

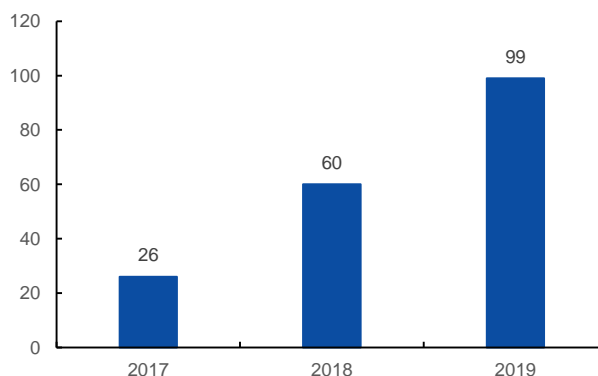
OTT 的主要盈利模式包括会员及广告收入两大块。2019 年大屏会员规模达到 3745 万，会员收入 41 亿，预计 2020 年 OTT 会员规模将突破 5000 万，会员收入突破 50 亿。广告方面，OTT 广告运营收入 2019 年达到 99 亿，保持高速增长。目前 OTT 以视频内容为核心，其中银河奇异果、CIBN 酷喵、云视听极光的用户规模位列前三，2020 年 7 月月活分别达到 8258 万、7055 万以及 6690 万。而其他垂直内容中音乐、购物和游戏用户规模较大，但和视频类内容依然存在一定差距，2019 音乐、购物、游戏、教育和生活的平均月活跃规模分别为 1689 万、1053 万、815 万、811 万和 362 万，代表应用包括 QQ 音乐、虾米音乐、全民 K 歌、电视淘宝等。

图 14: 2017-2019 大屏会员规模及收入



资料来源：奥维互娱，国元证券研究中心

图 15: 2017-2019 OTT 广告运营收入（亿）



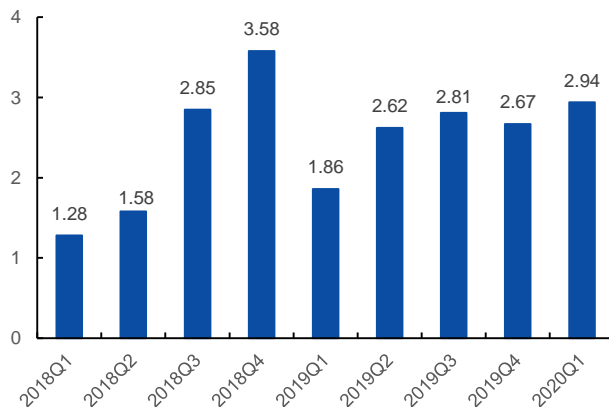
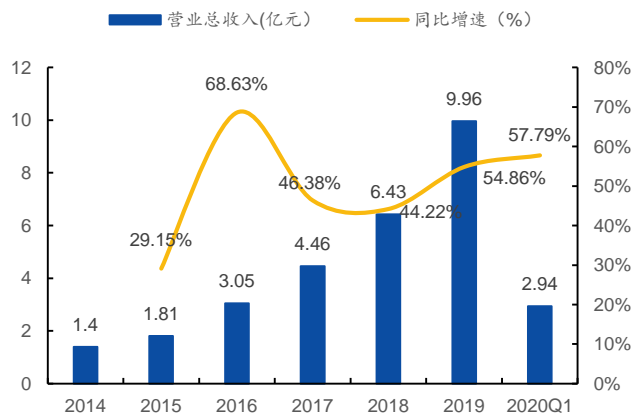
资料来源：奥维互娱，国元证券研究中心

3、财务分析： 盈利能力突出，成长性优越

2014-2019 年，新媒股份营业收入保持高速增长，五年复合增速 48.10%。2019 年公司实现营业收入 9.96 亿元，同比增长 54.86%，公司业务保持高速增长。

图 16：2014-2020Q1 公司营业收入及增速

图 17：2018Q1-2020Q1 公司季度收入（亿元）



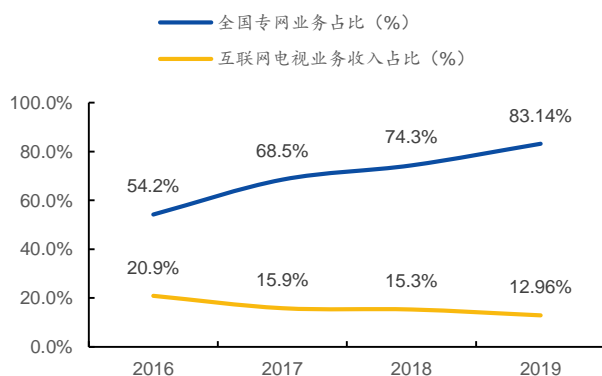
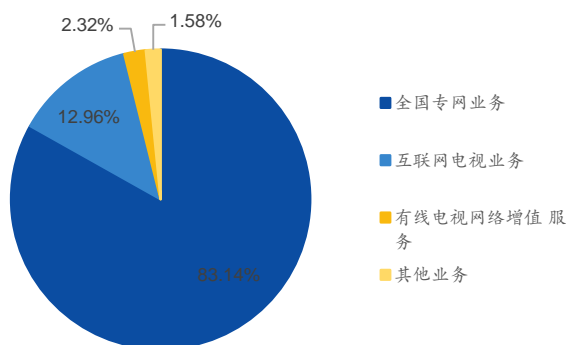
资料来源：wind，国元证券研究中心

资料来源：wind，国元证券研究中心

收入结构方面，2019 年，公司全国专网(IPTV+省外专网)业务收入占比达到 83.14%，互联网电视业务收入占比 12.96%。公司主营业务包括全国专网（IPTV+省外专网视听节目综合服务）、互联网电视、有线电视网络增值服务和手机视频（17 年停止经营），2019 年收入占比分别为 83.14%、12.96%、2.32%。其他业务收入主要是广告代理、地铁电视技术服务、移动频道技术服务等，2019 年其他业务收入占比为 1.59%。

图 18：2019 年公司业务收入结构

图 19：2016-2019 年全国专网、互联网电视收入占比



资料来源：wind，国元证券研究中心

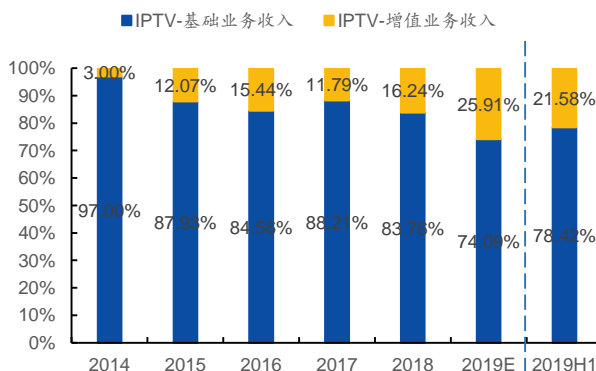
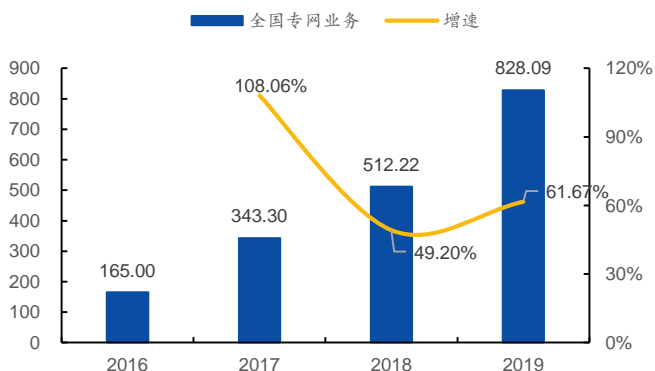
资料来源：wind，国元证券研究中心

注：2019 年报将 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

2019 年公司将 IPTV 业务与省外专网视听节目综合服务合并为全国专网业务，2019 年全国专网业务同比增长 61.67%。2014-2018 年公司省内 IPTV 业务复合年增长率高达 67.18%，2019 年上半年省内 IPTV 业务收入同比增长 57.4% 达到 3.56 亿，继续保持高速增长趋势。公司省内 IPTV 业务主要有基础业务和增值业务两部分构成。其中基础业务增长主要和用户规模的挂钩，而增值业务方面，除了用户规模外，公司的内容差异化能力和业务的运营能力尤为重要，增值用户占比的提升更多的体现在用户粘性和付费意愿。2019H1 增值业务占 IPTV 业务比重由 2014 年的 3% 提升到了 21.58%。

图 20：公司全国专网业务收入（百万）及增速

图 21：公司 IPTV 基础业务和增值业务收入占比

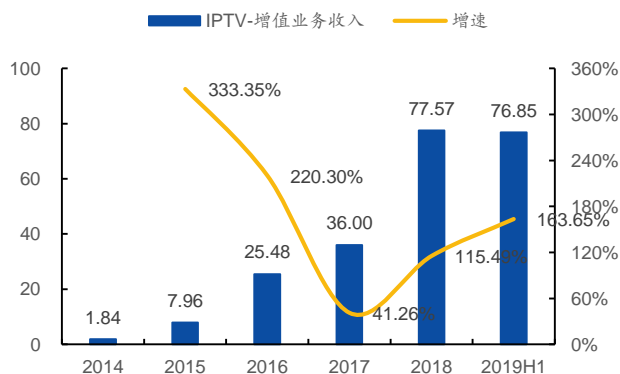
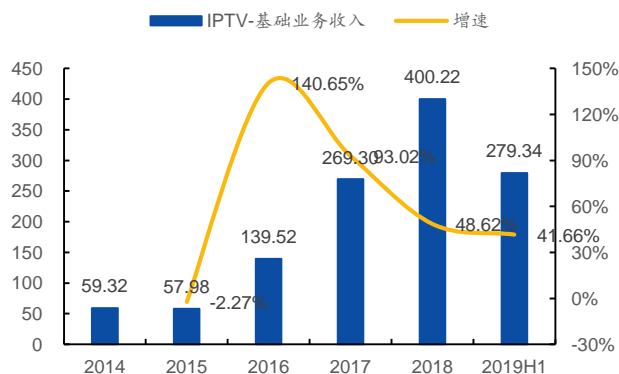


资料来源：wind，国元证券研究中心

资料来源：wind，国元证券研究中心

图 22：IPTV 基础业务收入（百万）及增速

图 23：IPTV 增值业务收入（百万）及增速



资料来源：wind，国元证券研究中心

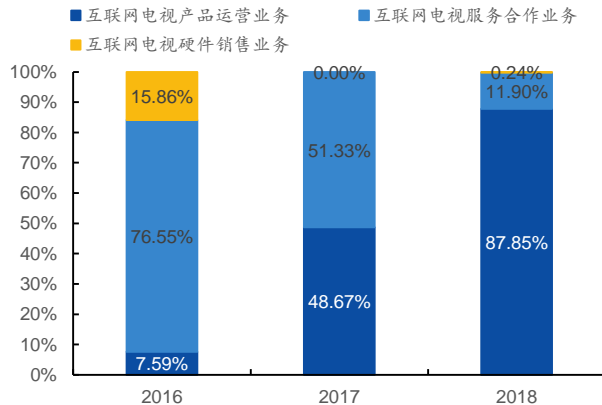
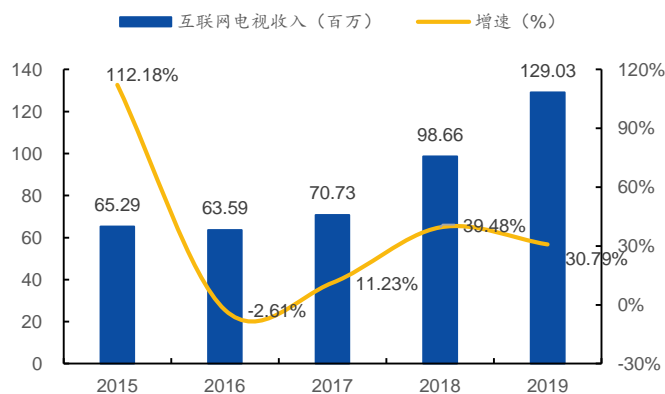
资料来源：wind，国元证券研究中心

互联网产品运营业务为互联网电视业务主要收入来源，自 2016 年开展以来，保持超高速增长。2014-2019 年公司互联网电视业务复合增速 33.20%。2019 年，公司互联网电视业务收入 1.29 亿元，同比增长 30.79%。结构上，互联网电视业务收入结构在近年来发生了比较大的变化。2014-2017 年，互联网电视业务以互联网电视服务合作业务为主导（包括与南方爱星、达华智能、优朋普乐的合作），目前该板块部分合作终止，业务收缩。而互联网产品运营业务从 2015 年开展以来，收入规模迅速提

升,2019 收入规模达到 12,175.29 万元,占比互联网电视业务的比重达到了 94.36%,同比增速 40.47%。

图 24: 公司互联网电视业务收入 (百万) 及增速

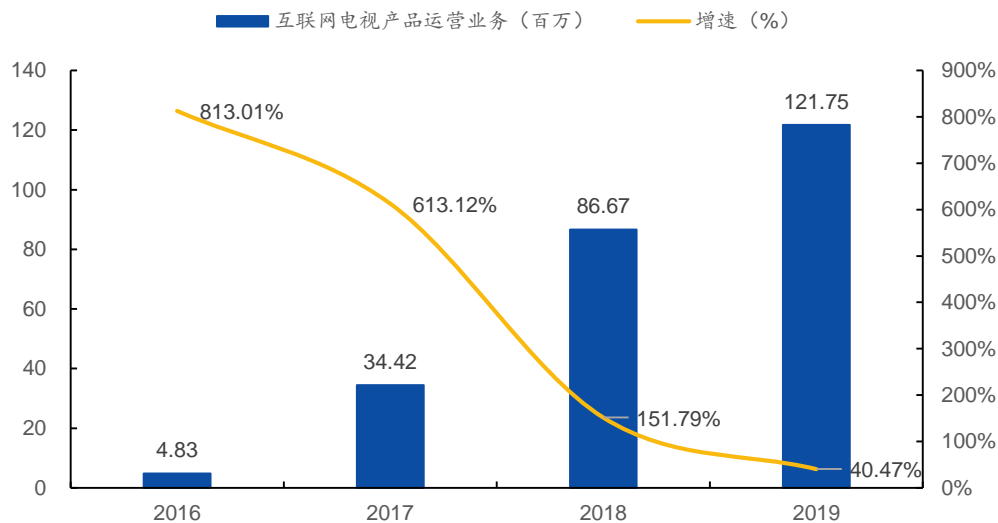
图 16: 公司互联网电视业务构成



资料来源: wind, 国元证券研究中心

资料来源: 招股说明书, 国元证券研究中心

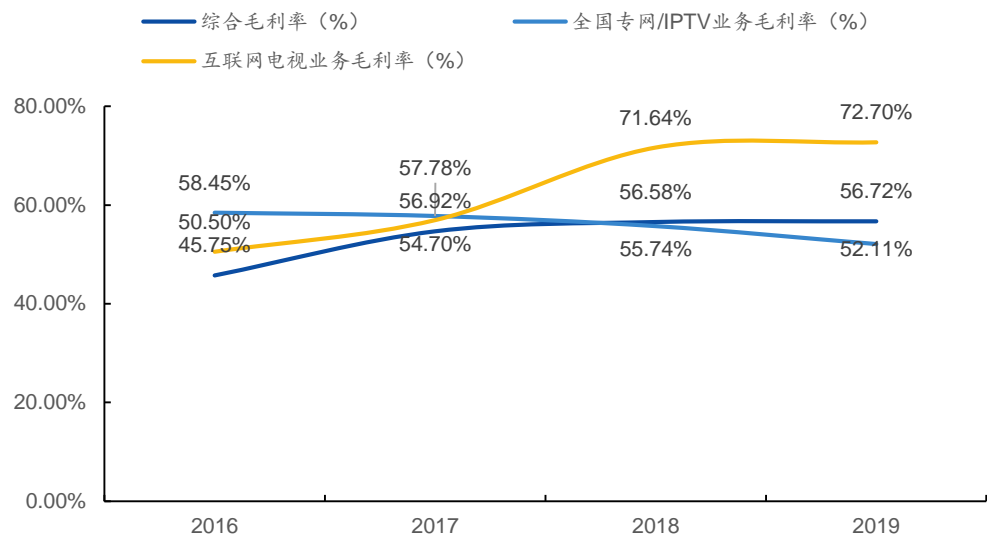
图 26: 互联网电视产品运营业务收入 (百万) 及增速



资料来源: wind, 国元证券研究中心

毛利率方面, 2019 年公司毛利率为 56.72%, 整体较 2018 年小幅上升, 其中全国专网/业务毛利率 52.11%, 较上年同期下滑 3.63Pct., 主要的原因是由于增值业务占比的提升以及增加了央视 3568 频道的内容采购。互联网电视毛利率 72.70%, 较上年同期提升了 1.06Pct., 毛利率上升的主要原因是由于互联网电视运营业务具备较强的规模效应, 销售收入的增长使得人工成本、折旧及摊销等相对固定成本占比逐渐减小。

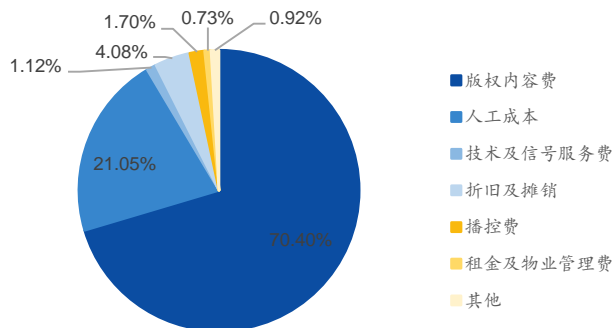
图 17：2016-2019 公司毛利率变动情况



资料来源：Wind，国元证券研究中心

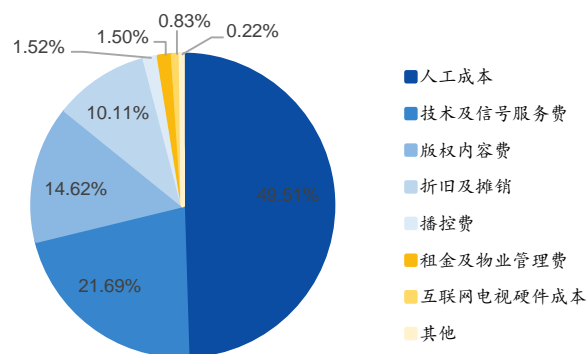
注：2019 年将 IPTV 业务、省外专网视听节目综合服务业务合并为全国专网业务

图 28：2018 年公司 IPTV 业务主营业务成本构成



资料来源：招股说明，国元证券研究中心

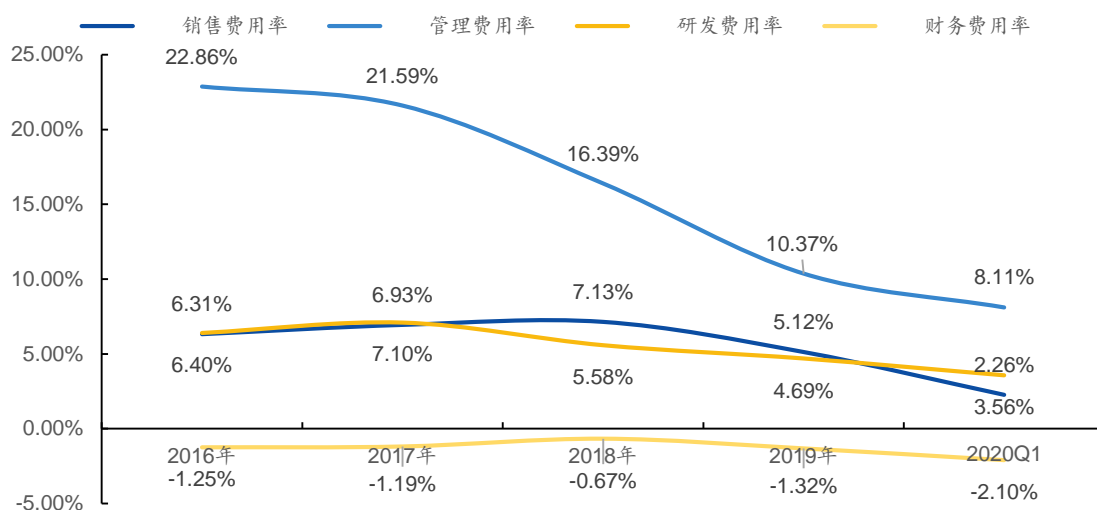
图 29：2018 年公司互联网电视业务营业成本构成



资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

期间费用率持续下降，2020 年 Q1 公司销售费用率、管理费用率、研发费用率和财务费用率分别为 2.26%/8.11%/3.56%/-2.01%。公司期间费用率持续下降，一方面由于公司业务具有边际成本递减的规模效益，另一方面也体现出公司良好的费用控制。

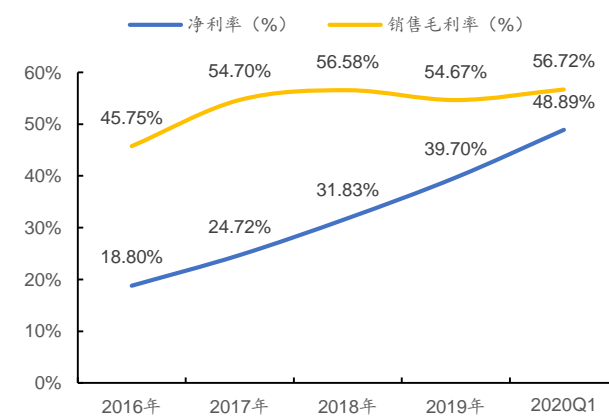
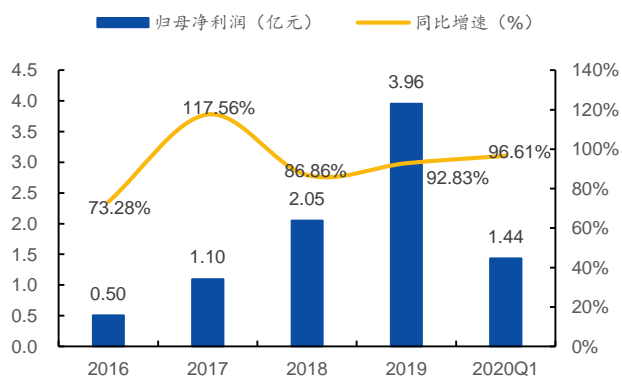
图 30：2016 年-2020Q1 公司期间费用率变化情况



资料来源：wind，国元证券研究中心

公司净利润高增长，规模效应显著，净利润率持续提升。2019 年，公司归母净利润为 3.96 亿，同比增长 92.83%，维持高速增长。主要由于公司营收大幅提升，规模效应下，盈利能力持续优化。2020Q1，公司的净利率为 48.89%，保持着增长趋势。

图 31：2016 年-2020Q1 公司归母净利润（亿元）及增速 图 32：2016 年-2020Q1 销售毛利率及净利率



资料来源：wind，国元证券研究中心

资料来源：wind，国元证券研究中心

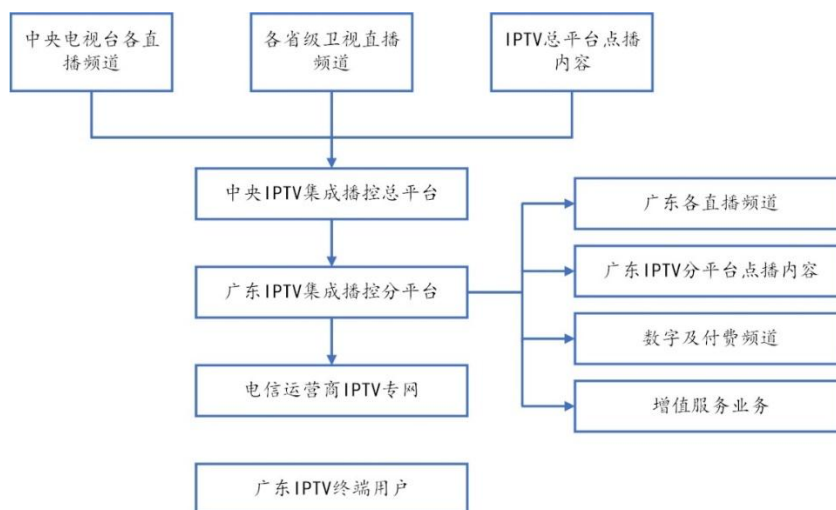
4、公司业务：IPTV&OTT 业务双引擎驱动，潜力巨大

4.1 IPTV 业务：广东省内垄断优势，渗透率和 ARPU 值提升空间较大；省外业务打开未来想象空间

公司是广东省唯一一家省级 IPTV 播控分平台运营方。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。经广东广播电视台授权，公司独家运营与广东 IPTV 集成播控服务配套的经营性业务，处于区域垄断性地位。

新媒的 IPTV 业务依托于广东省，经济发达，人口规模大，宽带用户多，网络视听消费市场空间巨大。2019 年末，地区生产总值（GDP）达到 107671.07 亿元，GDP 总量连续多年居全国第一；广东省常住人口 11,521.00 万人，固定宽带用户规模 3802 万户。广东省巨大的人口基数和发达的经济水平为公司提供了较大的潜在用户基础和市场容量。

图 33：公司 IPTV 业务运行模式



资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

（1）基础业务 IPTV 渗透率看，广东省内 IPTV 基础业务渗透率目前在 47%左右，低于全国 65%的平均水平，短期看还约 700 万的用户增量红利，超 3 亿的年收入增量。公司与广东电信的合作从 2013 年开始合作，用户规模在 2018 年底达到 735.91 万。联通方面，新媒与联通的合作从 2016 年开展，2018 年底联通的用户规模在 26.26 万，整体占比较小。而移动方面，2017 年公司才正式与移动开展合作，但用户数呈爆发式增长，2018 年底移动 IPTV 的用户达到 712.87 万，2019 年底突破 1000 万，占比位居三大运营商之首。2019 年末，公司 IPTV 用户数量 1800 多万户，对广东省固网宽带用户的渗透率 47%。而全国 IPTV 渗透率为 65.7%，广东省距离全国平均渗透率水平仍有较大的提升空间。短期看，渗透率达到 65% 的全 国平均水平，还有 700 万的增量空间。

图 34：广东省 IPTV 用户数（万户）及渗透率

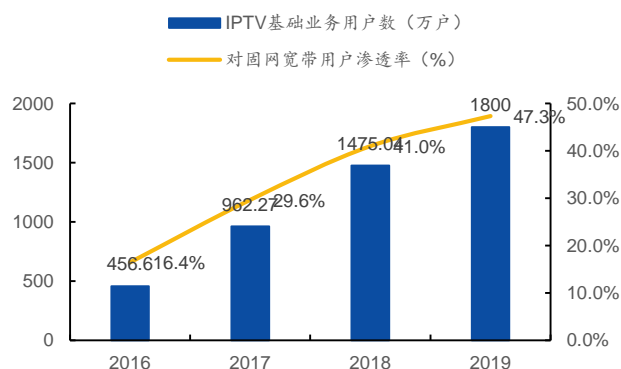
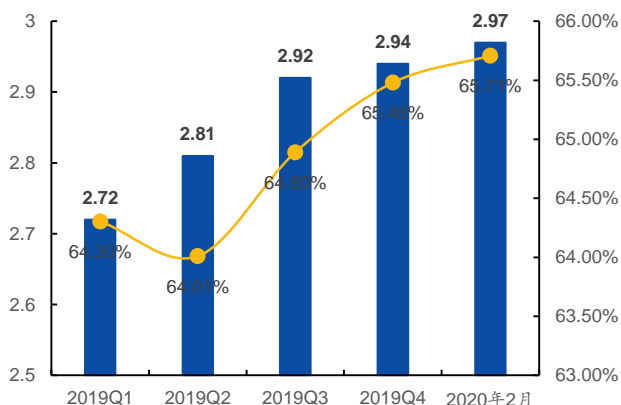


图 35：全国 IPTV 用户数（万户）及渗透率

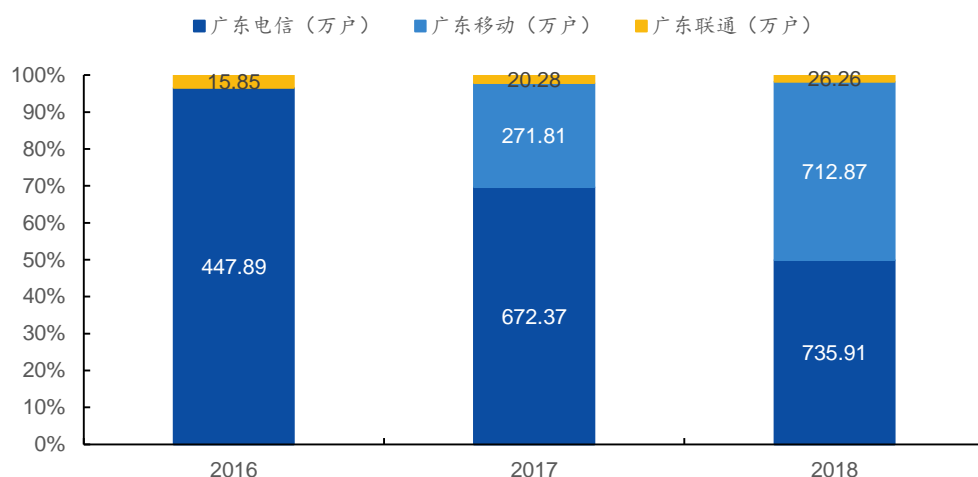


资料来源：广东省通信管理局，国元证券研究中心

资料来源：工信部，国元证券研究中心

注：根据公司年报，2019 年基础业务用户数为 1800 万户以上

图 36：广东省电信运营商 IPTV 基础业务用户数（万户）

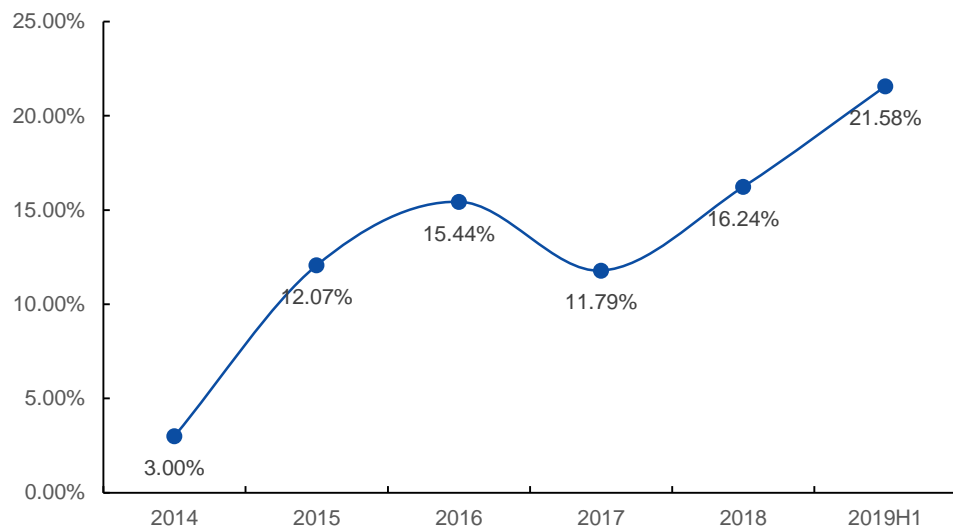


资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

（2）增值业务付费转化率（增值用户数/基础用户数）仅为 7%-8%，中期有望达到 15%，月 APPU 不足 10 元，提升潜力巨大。公司 IPTV 基础业务主要提供包括央视、卫视、本地频道的直播节目以及部分点播节目，增值业务则包括视听点播服务和非视听应用增值服务，如在线教育、游戏、健康等内容。公司近年来加强了影视 VIP、少儿、纪实及电竞等高流量内容的整合与精细化运营深耕增值业务，通过大数据技术平台、智能推荐系统的运用，增值业务收入实现高速增长。其中影视、少儿等增值包贡献较大。今年公司推出超级 VIP 包，融合不同品类的增值内容，有望拉动增值业务 ARPU 值的提升，目前公司的月平均付费额不足 10 元，未来具备较大的向上弹性。另一方面从运营商的角度来说，基础业务多通过补贴方式获取客

户，运营商费用投入较大，而增值业务更多的体现在收入增量上，因而运营商侧对于发展增值业务的诉求较强。2019 年公司增值业务付费率 7-8%，距离行业 15% 的水平仍有一倍以上的空间，潜力巨大。

图 37：公司 IPTV 增值业务/IPTV 收入比重



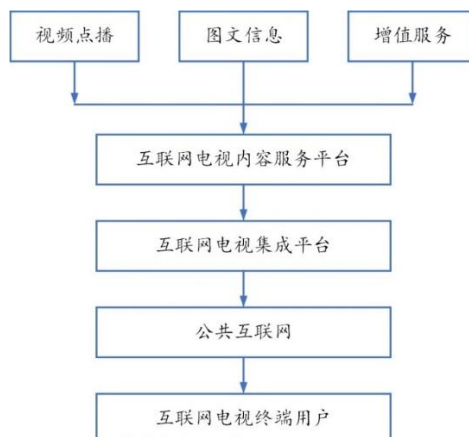
资料来源：公司公告，国元证券研究中心

(3) 省外业务是重要看点 19 年发力省外专网业务，目前已经覆盖全国 11 个省市。公司利用在 IPTV 领域的运营经验和运营资源等优势，为广东省外的其他省份开展专网视听节目服务提供技术、运维、视听类节目内容和应用类增值等综合服务。2017 年设立控股子公司南广影视互动独立运营该项业务，早期委托第三方运营代理运营，2018 年下半年开始自建团队来运作，加大投入力度。目前省外专网业务主要产品包括：省外的基础包以及与腾讯合作的“粤 TV-极光”增值专区等。省外专网业务以超过 2.6 亿的用户（不含广东）为基础，拓展潜力较大。

4.2 互联网电视业务：牌照优势下合作关系稳固，不断拓展新赛道

公司互联网电视业务主要分为产品运营、服务合作两类，公司的互联网电视产品运营业务品牌为“云视听”，产品有云视听极光、云视听 MoreTV、云视听悦厅 TV 和云视听小电视等。公司的互联网电视业务，是由互联网电视内容服务平台和互联网电视集成服务平台，通过公共互联网，向互联网电视的终端用户提供影视、体育、纪实等视听类节目内容服务以及应用类增值服务。广东广播电视台持有广电总局颁发的《信息网络传播视听节目许可证》，公司取得了广东广播电视台授权，是全国少有的、同时拥有互联网电视集成服务牌照以及互联网电视内容服务牌照的公司之一，并与内容提供方、终端厂商、市场推广方等相关市场主体合作开展互联网电视业务。公司互联网电视业务集成平台呼号为“互联八方”、内容服务平台呼号为“云视听”。根据业务模式的不同，公司互联网电视业务主要分为产品运营、服务合作两类，公司的互联网电视产品运营业务品牌为“云视听”，产品有云视听极光、云视听 MoreTV、云视听悦厅 TV 和云视听小电视等。公司的互联网电视服务合作，主要包括与 TCL、雷鸟科技、创维酷开电视等智能终端开展集成服务合作。

图 38：公司互联网电视业务模式



资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

互联网电视产品业务合作格局形成，公司凭借稀缺牌照占据有利地位。国内共有 7 张互联网电视集成服务牌照，根据相关规定，版权内容方发展大屏业务必须和互联网电视集成服务牌照方进行合作。经过多年的发展，除了东方明珠与芒果超媒牌照自用，腾讯、爱奇艺、优酷、搜狐等主流视频平台皆已选择了固定的合作牌照方，即腾讯与新媒股份、未来电视合作，爱奇艺与银河电视独家合作，优酷与国广东方、华数传媒合作。由于可供选择的牌照方有限，内容平台本身又存在竞争关系，内容平台与牌照方的合作关系较为稳固。公司作为国内为数不多的同时拥有互联网电视集成服务许可和互联网电视内容服务许可的网络电视平台运营商，运用了广东省电视台版权内容与媒体影响力，与主流内容平台腾讯视频、搜狐视频、哔哩哔哩都建立了稳定的合作关系，并借助合作方的内容版权和技术优势，联合推出一系列大屏端互联网电视产品，在行业内处于有利地位。

表 4：牌照方与内容平台的合作格局

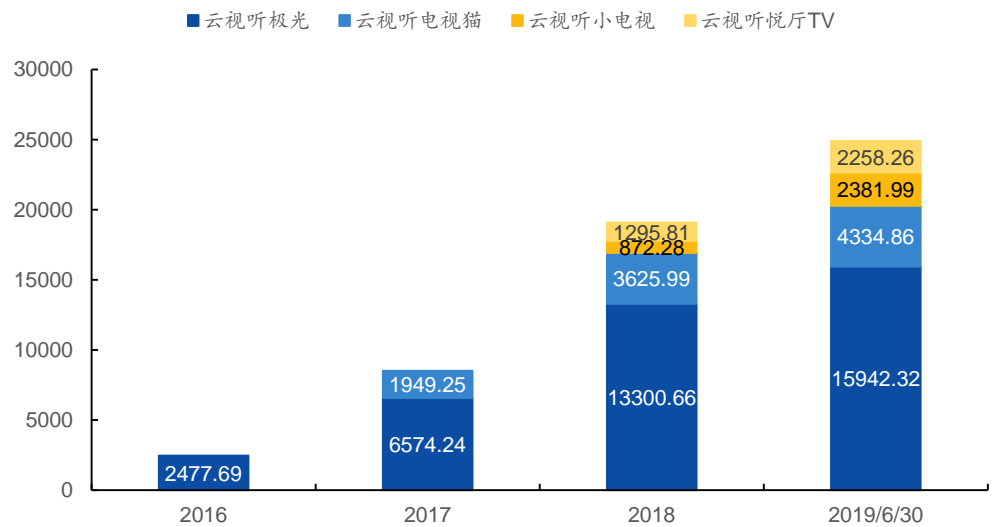
获得 OTT 牌照的广电机构	牌照运营主体	主要合作的内容平台
中国网络电视台	未来电视有限公司	腾讯视频
中央人民广播电台	银河互联网电视有限公司	爱奇艺
中国国际广播电视网络台	国广东方网络（北京）公司	优酷
上海广播电视台	上海东方明珠新媒体股份有限公司	百视通
浙江电视台和杭州市广播电视台	华数传媒网络有限公司	华数传媒/优酷
湖南广播电视台	芒果超媒（湖南快乐阳光互动娱乐传媒有限公司）	芒果 TV
广东广播电视台	广东南方新媒体股份有限公司	腾讯视频

资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

绑定优质内容商，公司前 6 视频类 OTT 产品占据 3 席，优势突出。2020 年 7 月视频类前六的产品分别为云视听极光、银河奇异果、酷喵、芒果 TV、云视听小电视、云视听 MoreTV，其中来自新媒合作的产品占据一半，优势突出。截至 2019 年 12 月

末，公司云视听系列产品全国有效用户（半年内活跃的用户）超过 1.3 亿户，同比增长 31%，其中与腾讯合作的“云视听极光”有效用户超过 8,000 万户；与哔哩哔哩合作的“云视听小电视”有效用户超过 2,800 万户；与千杉网络合作的“云视听电视猫”有效用户超过 1,600 万户；与飞狐信息、南传飞狐合作的“云视听悦厅 TV”有效用户超过 1,200 万户。收入模式上，公司主要参与是大屏产品的会员付费和广告分成，根据推广承担方不同以及合作内容方的不同，分成比例存在一定差异，一般在 10% 上下。

图 39：公司云视听系列产品累计激活用户数（万户）



资料来源：招股说明书、公司公告，国元证券研究中心

表 5：2020 年 7 月互联网电视月活跃用户数

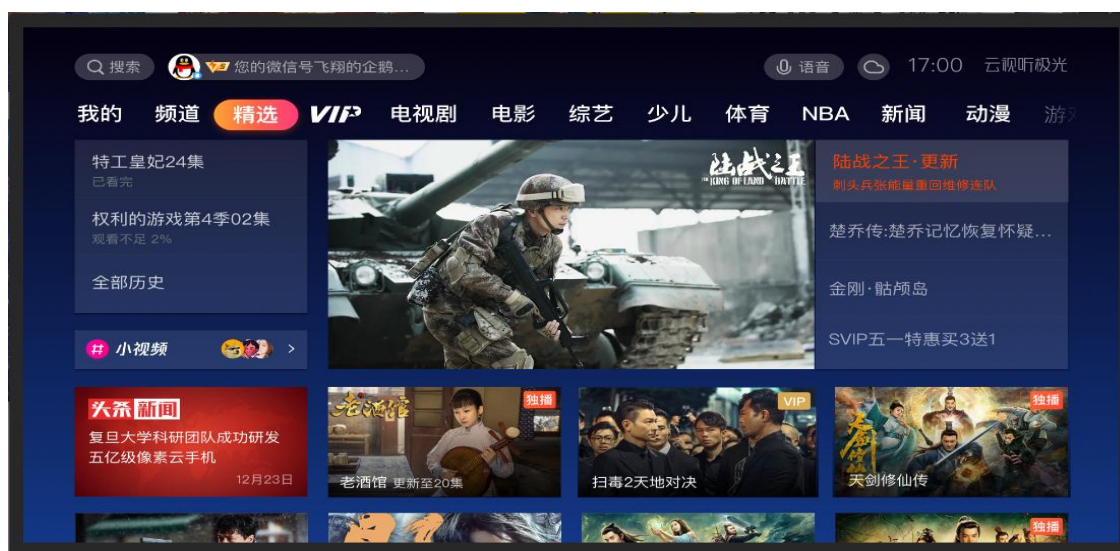
排名	产品	集成平台+内容平台	月活跃规模（万户）
1	云视听极光	新媒股份+腾讯视频	8258
2	银河奇异果	GITV+爱奇艺	7055
3	CIBN 酷喵电视	CIBN+优酷	6690
4	芒果 TV	芒果超媒+芒果 TV	3499
5	云视听小电视	新媒股份+哔哩哔哩	1916
6	云视听 MoreTV	新媒股份+千杉网络	717
7	CIBN 聚体育	CIBN+PPTV	649
8	CIBN 聚精彩	CIBN+PPTV	404
9	CIBN 微视听	CIBN+PPTV+腾讯视频	313

资料来源：勾正数据，国元证券研究中心

云视听极光：强强联合，发展势头迅猛。云视听极光（腾讯视频 TV 版）是由公司与腾讯计算机合作运营的互联网电视产品。自 2015 年 6 月上线以来发展迅速，用户规模跃居行业前列。2019 年云视听极光有效用户数 8000 万户。公司负责产品的内容

集成和管理、运营管理、用户管理等；腾讯计算机主要负责版权内容提供、传输分发和宣传推广等。云视听极光背靠腾讯视频及腾讯旗下的内容生态，拥有丰富的内容资源，并借助腾讯强大的流量进行市场推广。公司与腾讯合作关系良好，绑定较深，2020 年和腾讯联合推出“全民 K 歌”互联网电视 APP，同时代理腾讯视频内容在省外开辟 IPTV 增值业务。

图 40：云视听极光界面图

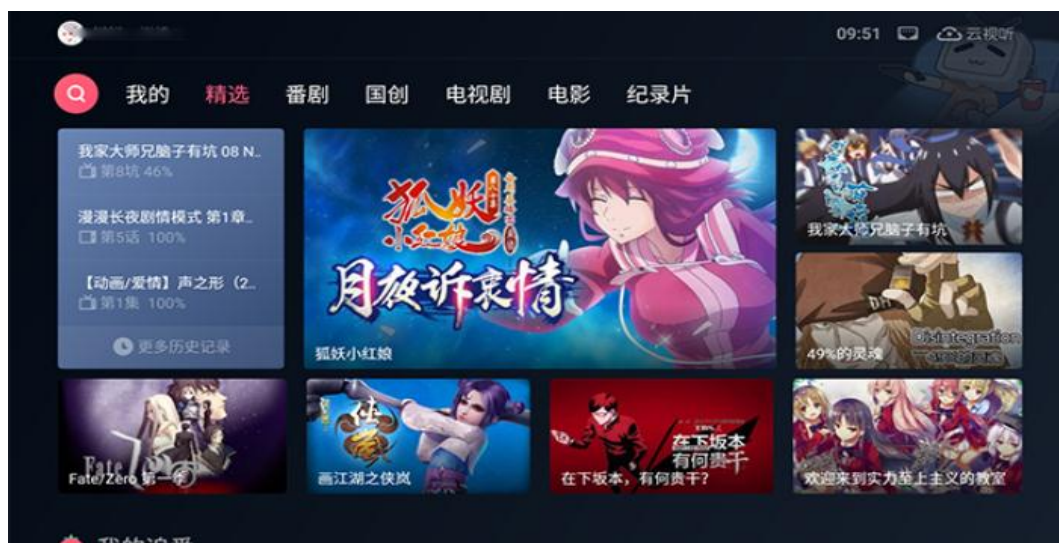


资料来源：云视听极光官网，国元证券研究中心

云视听 MoreTV：用户增长较快，发展势头良好。云视听 MoreTV 是公司与千杉网络合作打造的针对互联网电视的视频点播产品。云视听电视猫是一款基于智能电视以及互联网机顶盒的视频应用，专注于家庭大屏娱乐，在内容布局上注重家庭定位，内容覆盖新闻资讯、少儿节目、家庭影院、热播剧集等。截至 2019 年底，云视听电视猫有效用户数超过 1600 万户。

云视听小电视：特色鲜明，发展迅猛。云视听小电视（哔哩哔哩 TV 版）是公司与哔哩哔哩合作推出的一款互联网电视应用。哔哩哔哩专注于 ACG 相关内容的在线视频分享，目前有七个板块：动画，游戏，音乐，娱乐，合辑，新番，以及科学技术。云视听小电视内哔哩哔哩账号信息全平台打通，收藏、追番、历史记录全同步。内容方面，云视听小电视仍以动画番剧为主，电影电视剧为辅，既能满足喜爱二次元内容的用户需求，也能让其他用户拥有良好的产品体验。截至 2019 年底，公司云视听小电视有点事有效用户突破 2800 万，发展迅猛。

图 41：云视听小电视界面图



资料来源：云视听小电视官网，国元证券研究中心

从业务潜力上看，公司 OTT 月活用户付费率有非常大的提升空间，同时整体 OTT 广告市场规模偏小，处在快速发展阶段。根据勾正 2020 年 7 月数据，目前云视听极光月活已经突破 8258 万，云视听小电视 1916 万、云视听 More TV 717 万，三者合计 1.09 亿，而 2019 年底公司在运营的 OTT 产品付费用户仅 200 万，以长视频网站 15%月活付费率计算，不考虑 OTT 产品月活持续增长，潜在付费用户规模超过 1600 万，付费用户提升空间超过 8 倍。

5、投资建议

基本假设：

全国专网业务：疫情影响下，我们预计 2020-2022 年省内基础用户新增 120 万/220 万/200 万，单用户结算金额保持平稳；增值业务用户渗透率提升，2020-2022 渗透率从分别为 11%/13%/15%；省外专网快速增长，预计 2020-2022 增速分别为 200%/120%/80%。

互联网电视业务：互联网电视运营业务保持高增长，且毛利率随业务收入扩大持续提升。

预计 2020-2022 年公司实现营业收入 13.81/17.94/22.87 亿元，实现归母净利润 5.82/7.28/9.24 亿，EPS 2.52/3.15/4.00 元，对应 PE45x/36x/28x，首次覆盖给予“增持”评级。

6、风险提示

省外业务拓展不及预期，合作方变动风险、运营商 IPTV 政策调整风险

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	821.83	2184.06	2762.41	3696.44	4841.26
现金	611.23	1821.92	2765.75	3699.76	4843.87
应收账款	190.09	245.09	0.00	0.00	0.00
其他应收款	8.05	4.22	0.00	0.00	0.00
预付账款	9.65	2.22	0.00	0.00	0.00
存货	0.10	0.06	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	2.71	110.55	-3.33	-3.32	-2.61
非流动资产	228.48	529.26	504.99	502.53	501.21
长期投资	6.13	25.32	25.32	25.32	25.32
固定资产	82.79	112.40	113.35	108.54	103.09
无形资产	62.86	256.50	256.50	256.50	256.50
其他非流动资产	76.70	135.04	109.82	112.18	116.31
资产总计	1050.32	2713.31	3267.40	4198.98	5342.46
流动负债	314.53	506.18	596.83	798.65	1019.22
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	205.35	401.93	487.73	666.73	876.74
其他流动负债	109.18	104.24	109.10	131.91	142.47
非流动负债	23.01	22.17	20.48	21.74	21.31
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	23.01	22.17	20.48	21.74	21.31
负债合计	337.54	528.34	617.31	820.38	1040.53
少数股东权益	1.29	0.98	0.52	-0.06	-0.79
股本	96.27	128.37	231.06	231.06	231.06
资本公积	315.76	1359.20	1256.50	1256.50	1256.50
留存收益	299.46	695.14	1161.59	1890.52	2814.40
归属母公司股东权益	711.48	2183.99	2649.58	3378.65	4302.73
负债和股东权益	1050.32	2713.31	3267.40	4198.98	5342.46

现金流量表

单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	246.38	462.25	1035.33	901.54	1104.81
净利润	204.74	395.37	581.52	728.35	923.15
折旧摊销	20.90	89.33	5.90	5.99	6.04
财务费用	-4.34	-13.15	-24.96	-33.84	-41.85
投资损失	3.21	1.59	1.25	1.50	2.76
营运资金变动	9.65	-26.62	473.64	201.80	219.86
其他经营现金流	12.22	15.74	-2.02	-2.28	-5.14
投资活动现金流	-100.32	-1167.26	-0.08	-1.50	-2.76
资本支出	67.09	171.12	0.00	0.00	0.00
长期投资	33.45	1002.01	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	0.22	5.86	-0.08	-1.50	-2.76
筹资活动现金流	-52.89	1075.72	-91.42	33.98	42.04
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	32.10	102.69	0.00	0.00
资本公积增加	-0.89	1043.43	-102.69	0.00	0.00
其他筹资现金流	-52.00	0.19	-91.42	33.98	42.04
现金净增加额	93.17	370.71	943.83	934.02	1144.10

利润表

单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	643.16	996.00	1380.93	1794.68	2287.84
营业成本	279.25	451.53	613.85	826.51	1055.74
营业税金及附加	3.20	3.36	4.67	6.06	7.73
营业费用	45.87	50.96	69.05	89.73	114.39
管理费用	69.51	56.55	69.05	89.73	114.39
研发费用	35.89	46.70	64.77	84.17	107.30
财务费用	-4.34	-13.15	-24.96	-33.84	-41.85
资产减值损失	-7.83	-6.02	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-3.21	-1.59	-1.25	-1.50	-2.76
营业利润	205.57	398.28	586.57	734.75	932.14
营业外收入	1.00	1.92	1.98	2.38	1.90
营业外支出	0.39	0.45	0.59	0.70	0.64
利润总额	206.18	399.75	587.96	736.43	933.39
所得税	1.44	4.38	6.45	8.08	10.24
净利润	204.74	395.37	581.52	728.35	923.15
少数股东损益	-0.46	-0.31	-0.46	-0.58	-0.73
归属母公司净利润	205.20	395.68	581.98	728.93	923.88
EBITDA	222.13	474.46	567.50	706.91	896.32
EPS (元)	2.13	3.08	2.52	3.15	4.00

主要财务比率

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入 (%)	44.22	54.86	38.65	29.96	27.48
营业利润 (%)	84.64	93.74	47.27	25.26	26.86
归属母公司净利润 (%)	86.86	92.83	47.08	25.25	26.74
获利能力					
毛利率 (%)	56.58	54.67	55.55	53.95	53.85
净利率 (%)	31.90	39.73	42.14	40.62	40.38
ROE (%)	28.84	18.12	21.96	21.57	21.47
ROIC (%)	248.17	144.33	-295.56	-175.18	-141.65
偿债能力					
资产负债率 (%)	32.14	19.47	18.89	19.54	19.48
净负债比率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比率	2.61	4.31	4.63	4.63	4.75
速动比率	2.61	4.31	4.63	4.63	4.75
营运能力					
总资产周转率	0.69	0.53	0.46	0.48	0.48
应收账款周转率	4.18	4.27	10.47	-	-
应付账款周转率	1.56	1.49	1.38	1.43	1.37
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.89	1.71	2.52	3.15	4.00
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.07	2.00	4.48	3.90	4.78
每股净资产 (最新摊薄)	3.08	9.45	11.47	14.62	18.62
估值比率					
P/E	127.24	65.99	44.86	35.82	28.26
P/B	36.70	11.95	9.85	7.73	6.07
EV/EBITDA	108.97	51.02	42.65	34.24	27.01

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188