

中期业绩平稳增长, 关注新业务后续表现

投资要点

- **事件:** 公司发布2021年半年报, 上半年实现收入6.58亿元, 较2020年同期的5.93亿元, 增长11%; 归母净利润3.61亿元, 相比于2020H1的3.07亿元, 提升17.9%; 扣非后净利润由2020H1的2.76亿元提高15.4%至2021H1的3.19亿元, 非经常性损益为0.43亿元; 总体而言, 公司上半年业绩符合预期, 收入与利润端均保持增长, 且利润增速大于营收增速。
- **IPTV用户规模扩容稳定, 互联网视听产品运营成效已现。** 2021年上半年, 公司打造“互联网新视听头部平台”战略初具成果: 分产品来看, IPTV基础业务2021年上半年营收3.67亿元, 较2020年同期的3.47亿元增长5.7%, 毛利率微增0.4pp至60.8%, 仍维持较高水平。截至2021年6月, IPTV基础业务有效用户数同比扩容9%, 从2020H1的1778万户扩大至2021H1的1938万户, 对广东省固定宽带接入用户的渗透率为47%。
报告期内, 公司互联网视听业务持续增长, 实现收入2.53亿元, 较2020年同期增长17%; 细分来看, 广东IPTV视听类增值业务录得营收1.62亿元(+13.5%), 主要系公司重点引入4K内容、独家影视等精品内容, 提高基础用户会员付费率, 同时驱动IPTV增值产品收入提升; 互联网电视业务增速相对较快, 同比增长23.9%至0.91亿元, 全国有效用户达到2.36亿户(+35%), 触达的有效智能终端为1260万台(+61%)。
- **“牌照+头部互联网公司”实现优势互补。** OTT电视业务开展需取得互联网电视集成服务牌照与内容服务牌照授权。公司为全国7家互联网电视集成服务平台运营商之一和16家内容服务平台运营商之一, 具有显著的牌照壁垒; 同时结合腾讯、哔哩哔哩等头部视频网站内容与技术优势, 助力互联网视听业务产品运营取得显著成效。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2021-2023年归母净利润分别为6.73亿元、8.03亿元、9.38亿元, 对应EPS分别为2.91元、3.48元、4.06元, 对应动态PE分别为17倍、14倍、12倍。公司致力于打造互联网新视听头部平台, 各项主营业务发展平稳, IPTV基础业务渗透率有望迎来突破, 叠加OTT业务发展的逐步成熟, 我们看好公司主营业务未来的增长空间, 给予公司2021年21倍估值, 对应目标价61.11元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 市场拓展不及预期, 宏观经济大幅下滑风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1220.69	1452.62	1719.90	2014.01
增长率	22.56%	19.00%	18.40%	17.10%
归属母公司净利润(百万元)	574.93	673.25	803.16	937.65
增长率	45.30%	17.10%	19.30%	16.75%
每股收益EPS(元)	2.49	2.91	3.48	4.06
净资产收益率ROE	21.72%	21.03%	20.75%	20.18%
PE	20	17	14	12
PB	4.25	3.51	2.91	2.42

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

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

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)	1.42
52周内股价区间(元)	45.87-122.93
总市值(亿元)	112.41
总资产(亿元)	36.27
每股净资产(元)	12.02

相关研究

目 录

1 “IPTV+互联网电视+内容版权”三驾马车并进.....	1
2 收入增长平稳，控费降本成效初现.....	1
3 盈利预测与估值.....	3
3.1 盈利预测.....	3
3.2 相对估值.....	3
4 风险提示.....	4

图 目 录

图 1：2019-2021H1 主营业务营收占比情况	1
图 2：2021H1 各分部收入情况（亿元）	1
图 3：公司 2016 年以来营收与增速（更新至 2021H1）	2
图 4：公司 2016 年以来归母净利润变动（更新至 2021H1）	2
图 5：公司 2016 年以来毛利率变动情况（更新至 2021Q2）	2
图 6：公司 2016 年以来四费率变动情况	2

表 目 录

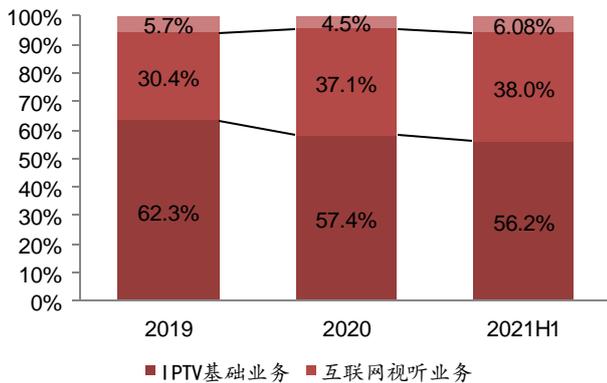
表 1：分业务收入及毛利率	3
表 2：可比公司估值	4
附表：财务预测与估值	5

1 “IPTV+互联网电视+内容版权”三驾马车并进

主营业务结构：2020 年，公司为顺应国家推进媒体深度融合发展的趋势，着手战略转型升级，将主营业务分类调整为 IPTV 基础业务、互联网视听业务、内容版权业务、商务运营业务四大板块。其中，**IPTV 基础业务**包括与广东电信、移动、联通的合作三项；**互联网视听业务**包括广东 IPTV 视听类增值业务、OTT 电视业务；**内容版权业务**包括省外专网、有线电视网络增值服务和版权分销业务；**商务运营业务**包含电视购彩、电商等非视听增值业务，目前规模尚小。

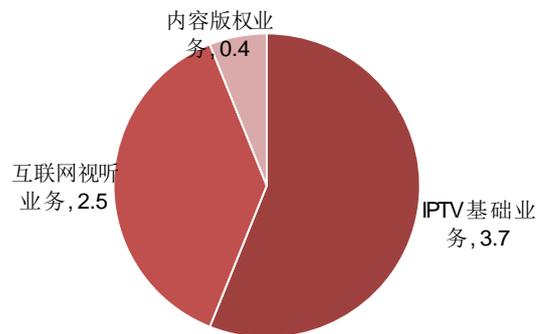
2020 年，IPTV 基础业务收入 7 亿，同比增长 13%；互联网视听业务收入同比增长 49.2% 至 4.5 亿，营收占比由 2019 年的 30.4% 提升至 37.1%；由于疫情阻碍市场推广以及有线电视增值业务开展不及预期等因素，内容版权业务收入 0.5 亿元，同比下降 4.0%；2021H1，公司持续优化内容，IPTV 基础业务收入 3.7 亿，同比增长 5.7%，占总营收约 56.2%，实现稳定增长，有效用户达到 1938 万户（+9%）；互联网视听业务收入 2.5 亿，同比增长 17%，主要系公司不断升级视听内容布局，叠加“云视听”app 运营取得显著成效；“云视听”系列 APP 全国有效用户达到 2.4 亿户，同比增长 35%，触达有效智能终端 1260 万台，同比增长 61%；内容版权业务收入 0.35 亿元（+35.1%），主要系公司产品“立足广东，拓展全国”战略取得进展。

图 1：2019-2021H1 主营业务营收占比情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：2021H1 各分部收入情况 (亿元)

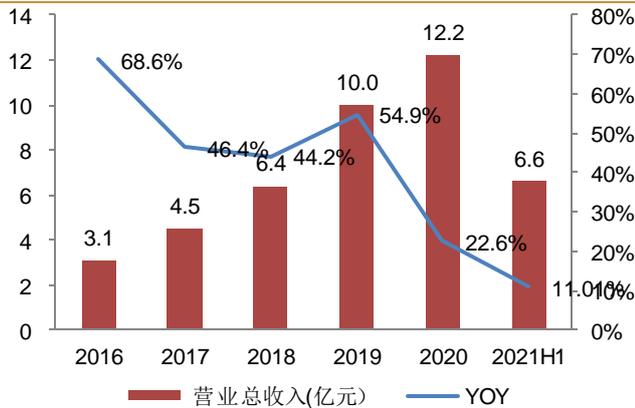


数据来源：公司公告，西南证券整理

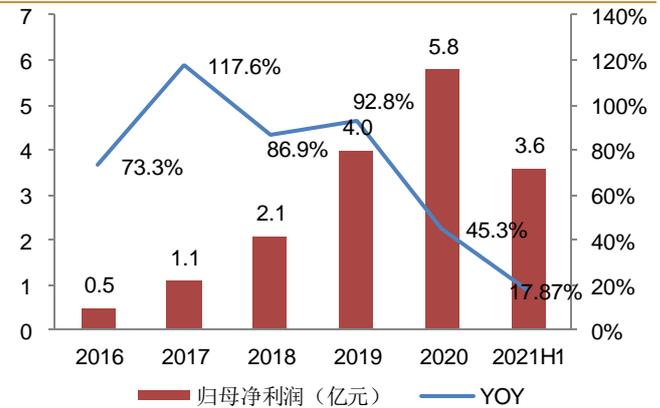
2 收入增长平稳，控费降本成效初现

公司业绩情况：2016-2020 年，公司营收 CAGR 为 32%，增速趋缓，由 2016 年的 68.6% 下降至 2020 年的 22.6%。2020 年录得营收 12.2 亿元，同比增长 22.6%，主要系 IPTV 基础业务收入增速下降至 13%，拉低整体营收增速。2021H1，公司实现营收 6.6 亿元，同比增长 11%；公司业绩呈现平稳、良好发展态势。

2016-2019 年，公司归母净利润保持高速增长，由 2016 年的 0.5 亿元增长至 2019 年的 5.8 亿元，增速保持在 73% 以上；2020 年，实现归母净利润 5.8 亿元，同比增长 45.3%，增速有所下滑；2021H1，公司实现归母净利润 3.6 亿，同比增长 17.9%。

图 3：公司 2016 年以来营收与增速（更新至 2021H1）


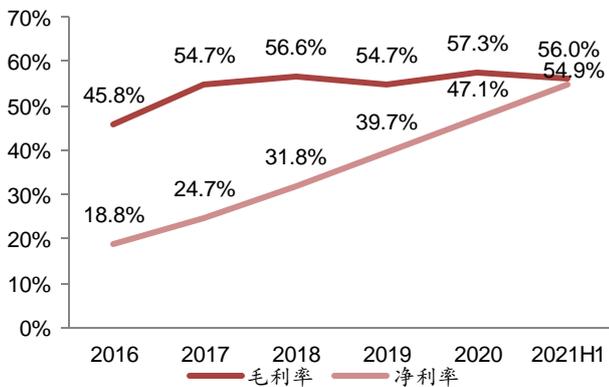
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司 2016 年以来归母净利润变动（更新至 2021H1）


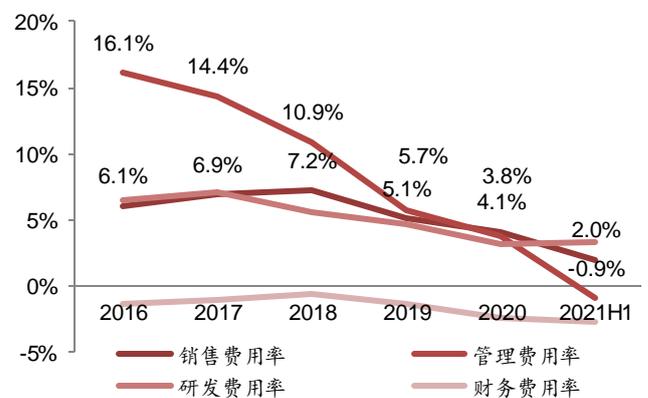
数据来源：公司公告，西南证券整理

毛利率稳中向好，费用率持续下降。2016-2020 年，公司毛利率不断改善，2020 年毛利率稳步上升至 57.3%，较 2016 年增长 11.5pp；净利率由 2016 年的 18.8% 持续攀升至 2020 年的 47.1%，与毛利率的差距收窄；2021H1，毛利率略微上升至 56%；净利率上升至 54.9%。

费用率方面，2016-2020 年，公司总费用率不断下降，由 2016 年的 27.4% 下降至 2020 年的 8.5%，下降 18.9pp；2020 年，各项费用率均有所降低：销售费用率略微下降至 4.1%，管理费用率降至 3.8%，研发费用率减少至 3.1%，财务费用率由于利息收入增加所致，降至 -2.5%；2021H1，销售费用率持续减少至 2%；本期冲回以前年度计提的中长期激励基金，管理费用率因此下降到 -0.9%；研发费用率（3.3%）和财务费用率（-2.7%）保持相对稳定。

图 5：公司 2016 年以来毛利率变动情况（更新至 2021Q2）


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：公司 2016 年以来四费率变动情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

3 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

关键假设

假设 1: 预计未来三年公司 IPTV 基础业务渗透率持续提升, 2021-2023 年增速为 15%/12%/10%, 毛利率每年略微上升 0.5pp;

假设 2: 互联网视听业务维持高速增长态势, 但低于 2020 年特殊客观环境下的增速, 2021-2023 年增速为 30%/28%/26%, 毛利率未来三年分别为 54.5%/55%/55.5%;

假设 3: 内容版权业务疫情结束后预计重回增长, 市场拓展重回正轨, 收入 21-23 年增速分别为 10%/11%/12%, 毛利率基本恢复至 2019 年正常水平;

表 1: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
合计				
营业收入	1221.69	1454.30	1722.40	2016.40
YOY	22.7%	19.0%	18.4%	17.1%
营业成本	521.7	652.3	766.2	889.5
毛利率	57.3%	55.1%	55.5%	55.9%
IPTV 基础业务				
收入	701.2	806.4	903.2	993.5
YOY	13.0%	15.0%	12.0%	10.0%
毛利率	60.8%	56.0%	56.5%	57.0%
互联网视听业务				
收入	452.38	588.1	752.8	948.5
YOY	49.3%	30.0%	28.0%	26.0%
毛利率	55.5%	54.5%	55.0%	55.5%
内容版权业务				
收入	54.36	59.8	66.4	74.4
YOY	-4.0%	10.0%	11.0%	12.0%
毛利率	27.5%	50.0%	48.0%	46.0%

数据来源: Wind, 西南证券

3.2 相对估值

公司为全国领先的新媒体业务运营商, 拥有 IPTV、互联网电视、有线电视增值服务等多种用户触达渠道。此处选取新媒体板块中的东方明珠、歌华有线作为参考对象, 两家公司 2021-2023 年平均 PE 为 19 倍、17 倍、14 倍。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
600637.SH	东方明珠	7.71	0.47	0.54	0.57	0.56	19	14.2	13.6	13.8
600037.SH	歌华有线	8.00	0.12	0.35	0.4	-	78	23	19.8	-
平均值							49	19	16.7	13.8
300770.SZ	新媒股份	48.65	2.49	2.92	3.52	4.12	28	17	14	12

数据来源：Wind，西南证券整理（Wind 一致性预测日期为 8 月 24 日）

预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 6.73 亿元、8.03 亿元、9.38 亿元，对应 EPS 分别为 2.91 元、3.48 元、4.06 元，对应动态 PE 分别为 17 倍、14 倍、12 倍。公司致力于打造互联网新视听头部平台，各项主营业务发展平稳，IPTV 基础业务渗透率有望迎来突破，叠加 OTT 业务发展的逐步成熟，内容来源稳定，看好公司主营业务未来的增长空间；综上，我们给予公司高于行业平均估值 10% 的估值溢价，给予 2021 年 21 倍估值，对应目标价 61.11 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

4 风险提示

市场拓展不及预期，宏观经济大幅下滑风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1220.69	1452.62	1719.90	2014.01	净利润	574.97	673.30	803.21	937.72
营业成本	521.26	651.55	765.07	888.41	折旧与摊销	117.80	45.73	45.73	45.73
营业税金及附加	5.11	6.07	6.73	8.24	财务费用	-29.67	-106.80	-116.20	-125.19
销售费用	50.17	79.21	84.16	97.05	资产减值损失	-27.54	0.00	0.00	0.00
管理费用	46.48	145.26	171.99	201.40	经营营运资本变动	-211.98	234.87	24.22	15.15
财务费用	-29.67	-106.80	-116.20	-125.19	其他	101.30	4.63	-1.87	1.07
资产减值损失	-27.54	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	524.89	851.72	755.08	874.47
投资收益	6.52	0.00	0.00	0.00	资本支出	-271.36	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	421.84	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	150.48	0.00	0.00	0.00
营业利润	576.90	677.33	808.15	944.10	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	3.53	2.72	2.97	2.91	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	580.43	680.05	811.12	947.01	股权融资	0.56	0.00	0.00	0.00
所得税	5.46	6.75	7.91	9.29	支付股利	-115.53	-114.99	-134.65	-160.63
净利润	574.97	673.30	803.21	937.72	其他	-0.56	103.23	116.20	125.19
少数股东损益	0.04	0.05	0.06	0.07	筹资活动现金流净额	-115.53	-11.75	-18.45	-35.44
归属母公司股东净利润	574.93	673.25	803.16	937.65	现金流量净额	559.84	839.97	736.64	839.03
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2123.25	2963.22	3699.85	4538.88	成长能力				
应收和预付款项	428.96	450.57	540.49	642.47	销售收入增长率	22.56%	19.00%	18.40%	17.10%
存货	0.04	0.04	0.05	0.06	营业利润增长率	44.85%	17.41%	19.31%	16.82%
其他流动资产	240.64	70.98	84.04	98.41	净利润增长率	45.43%	17.10%	19.30%	16.75%
长期股权投资	85.27	85.27	85.27	85.27	EBITDA 增长率	40.17%	-7.33%	19.70%	17.21%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	144.00	134.57	125.13	115.70	毛利率	57.30%	55.15%	55.52%	55.89%
无形资产和开发支出	204.58	168.33	132.08	95.82	三费率	5.49%	8.10%	8.14%	8.60%
其他非流动资产	48.52	48.47	48.43	48.39	净利率	47.10%	46.35%	46.70%	46.56%
资产总计	3275.24	3921.45	4715.34	5625.00	ROE	21.72%	21.03%	20.75%	20.18%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	17.56%	17.17%	17.03%	16.67%
应付和预收款项	550.66	674.08	796.07	925.03	ROIC	126.16%	147.99%	297.85%	419.81%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	54.48%	42.42%	42.89%	42.93%
其他负债	77.35	45.39	48.73	52.35	营运能力				
负债合计	628.01	719.47	844.80	977.37	总资产周转率	0.41	0.40	0.40	0.39
股本	231.06	231.06	231.06	231.06	固定资产周转率	9.58	10.55	13.41	16.95
资本公积	1257.06	1166.72	1166.72	1166.72	应收账款周转率	3.65	3.34	3.51	3.44
留存收益	1154.53	1712.79	2381.30	3158.31	存货周转率	11463.38	16484.82	16025.59	15943.37
归属母公司股东权益	2646.22	3200.91	3869.42	4646.43	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	74.58%	—	—	—
少数股东权益	1.02	1.07	1.12	1.19	资本结构				
股东权益合计	2647.24	3201.98	3870.54	4647.62	资产负债率	19.17%	18.35%	17.92%	17.38%
负债和股东权益合计	3275.24	3921.45	4715.34	5625.00	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.64	5.03	5.28	5.55
					速动比率	4.64	5.03	5.28	5.55
					股利支付率	20.09%	17.08%	16.77%	17.13%
					每股指标				
					每股收益	2.49	2.91	3.48	4.06
					每股净资产	11.45	13.85	16.75	20.11
					每股经营现金	2.27	3.69	3.27	3.78
					每股股利	0.50	0.50	0.58	0.70
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	665.03	616.25	737.68	864.63					
PE	19.55	16.70	14.00	11.99					
PB	4.25	3.51	2.91	2.42					
PS	9.21	7.74	6.54	5.58					
EV/EBITDA	13.64	20.49	16.12	12.78					
股息率	1.03%	1.02%	1.20%	1.43%					

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
行业评级	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
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

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

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

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@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
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	林芷璇	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
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yyx@swsc.com.cn