

新媒股份 (300770.SZ)

IPTV+OTT 优质标的, 畅享行业 and 用户红利

核心观点:

● 新媒股份: 首家 A 股独立上市的新媒体运营商

公司是全国领先的新媒体业务运营商, 主营 IPTV、OTT、有线电视网络增值服务、省外专网视听节目综合服务等新媒体业务。经过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, 资质授权在广东省内具有一定稀缺性。公司于 2019/4/19 登陆 A 股, 是全国首家独立 IPO 的新媒体运营商。

● IPTV 业务: 广东省内唯一资质持有方, 渗透空间大

随着国家相应产业政策的推进落实, IPTV 以及 OTT 等新媒体行业得到了迅速发展。根据《中国有线电视行业发展公报》, 2018 年年末我国 IPTV 用户数达 1.55 亿户。以我国家庭平均规模为 3.12 人计算, 2018 年末, 我国 IPTV 渗透率仅为 34.87%, 渗透率仍有较大提升空间。公司作为广东省内唯一一家获得牌照授权的 IPTV 运营商, 以公司 2018 年末 IPTV 基础业务用户数 1475 万户计算, 公司 IPTV 业务在广东省内的渗透率为 40.56%, 公司 IPTV 业务的用户数增长确定性大。

● OTT 业务: 合作模式运营, 云视听产品竞争优势明显

根据《中国有线电视行业发展公报》, 2018 年年末我国 OTT 用户数分别为 1.64 亿户, 三年复合增长率为 50.19%, 行业规模增长迅速。以 2018 年年末, 我国互联网宽带接入用户总数为基数计算, 我国目前 OTT 渗透率为 40.14%, 仍然处于较低的水平, 预计未来互联网电视用户数仍将保持一定速度增长。新媒股份依托广东广播电视台授权的 OTT 相关资质, 与腾讯计算机、千杉网络、哔哩哔哩、飞狐信息等公司开展合作运营云视听系列产品, 根据勾正数据, 已进入规模运营的云视听产品在同行中日均到达率排前。公司 OTT 业务范围可拓展至全国各省, 未来用户规模增长空间大。

● 投资建议: 凭借资质、区域以及技术等优势, 营收规模将持续增长

我们预测新媒股份 2019-2021 年实现归母净利润分别为 2.87/3.77/4.61 亿元, EPS 分别为 2.23/2.94/3.59 元, 2019/5/7 收盘价对应 PE 分别为 31.4X/23.9X/19.5X。考虑可比公司估值水平, 新媒股份业务纯正性及业务未来的增长空间, 以及新媒股份作为首家在 A 股独立上市的新媒体运营商的稀缺属性, 我们给予新媒股份 2019 年 35 倍 PE, 对应合理价值为 78.05 元/股, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

● 风险提示

授权变化风险; 竞争因素致使 APRU 值下降的风险; 知识产权纠纷风险。

盈利预测:

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	446	643	865	1,107	1,405
增长率 (%)	46.4	44.2	34.5	28.0	27.0
EBITDA (百万元)	129	230	311	406	494
净利润 (百万元)	110	205	287	377	461
增长率 (%)	117.6	86.9	39.8	31.4	22.3
EPS (元/股)	1.14	2.13	2.23	2.94	3.59
市盈率 (P/E)	—	—	31.37	23.88	19.52
市净率 (P/B)	—	—	8.73	6.39	4.82
EV/EBITDA	—	—	26.16	19.12	14.74

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心 (注: 2017/2018 年 EPS 以历史股本计算)

公司评级

当前价格	70.1 元
合理价值	78.05 元

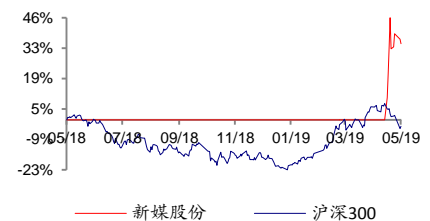
报告日期

2019-05-07

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	128.37/32.10
总市值/流通市值 (百万元)	8998.43/2250
一年内最高/最低 (元)	76.25/52.08
30 日日均成交量/成交额 (百万)	4.27/305.23
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	34.60/34.60

相对市场表现



分析师:

旷实



SAC 执证号: S0260517030002



SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

相关研究:

联系人:

叶敏婷 021-60759783

yeminting@gf.com.cn

目录索引

一、新媒股份：首家独立上市的新媒体业务运营商.....	5
二、IPTV：广东省内唯一资质持有方，渗透空间大.....	9
1、IPTV 行业：行业进入快速发展阶段，渗透率仍有较大提升空间.....	9
2、公司 IPTV 业务：资质优势明显，业务规模增长确定性强.....	11
三、OTT：合作模式运营，云视听产品竞争优势明显.....	14
1、OTT 行业：预计 OTT 收视份额将持续提升，用户规模增长空间大.....	14
2、公司 OTT 业务：合作模式开展业务，云视听产品相比同行优势大.....	17
四、其他主营：依托省内业务经营优势，开拓省外其他业务.....	21
五、财务分析：量价齐升驱动增长，盈利能力优于同行.....	23
六、投资建议.....	28
盈利预测.....	28
估值分析.....	31
七、风险提示.....	33

图表索引

图 1: 新媒股份业务结构.....	5
图 2: 新媒股份营业收入.....	6
图 3: 新媒股份盈利情况.....	6
图 4: 新媒股份营收结构.....	6
图 5: 新媒股份发行后股权架构及参控股子公司.....	7
图 6: IPTV 产业链.....	9
图 7: 中国家庭电视收视格局.....	10
图 8: 2015-2018 年中国 IPTV 用户发展进程.....	11
图 9: 新媒股份 IPTV 业务发展历程.....	11
图 10: 新媒股份 IPTV 业务营收结构.....	12
图 11: IPTV 用户界面.....	13
图 12: 新媒股份 IPTV 业务用户规模.....	13
图 13: OTT 产业链.....	14
图 14: 2015-2018 年中国 OTT 用户发展进程.....	16
图 15: 新媒股份 OTT 业务营收结构.....	17
图 16: 云视听极光用户界面-与腾讯计算机合作.....	18
图 17: 云视听 MoreTV 用户界面-与千杉网络合作.....	18
图 18: 云视听悦厅用户界面-与飞狐信息等合作.....	18
图 19: 云视听小电视用户界面-与哔哩哔哩合作.....	18
图 20: 新媒股份 OTT 业务用户规模 (万户).....	19
图 21: 新媒股份 OTT 业务各区域营收占比.....	20
图 22: 新媒股份有线电视网络增值服务业务主要产品.....	21
图 23: 新媒股份有线电视网络增值服务业务经营区域.....	22
图 24: 新媒股份省外专网视听节目综合服务业务经营区域.....	22
图 25: 新媒股份营业收入.....	23
图 26: 新媒股份盈利情况.....	23
图 27: 新媒股份各业务 ARPU 值.....	24
图 28: 新媒股份成本构成.....	25
图 29: 新媒股份期间费用.....	25
图 30: 新媒股份期间费用率.....	25
图 31: 新媒股份盈利能力.....	26
图 32: 新媒股份各业务毛利水平.....	26
图 33: 同行业上市公司 2018 年盈利能力对比.....	27
图 34: 新媒股份期间费用预测 (亿元).....	31
图 35: 新媒股份期间费用率预测.....	31

表 1: 新媒股份参控股子公司	7
表 2: 募集资金用途	8
表 3: IPTV 服务许可持证机构	10
表 4: OTT 内容服务牌照持有机构及运营方	15
表 5: OTT 集成服务牌照持有机构及运营方	15
表 6: IPTV 及 OTT 业态对比	16
表 7: 2018H1 点播媒体日均到达率榜	19
表 8: IPTV 及 OTT 业务毛利水平同行对比	27
表 9: 新媒股份盈利预测	29
表 10: IPTV 业务成本拆解	30
表 11: OTT 业务成本拆解	30
表 12: 新媒股份可比公司 PE 估值情况可比 (市值统计截止 2019.05.07 收盘)	32

一、新媒股份：首家独立上市的新媒体业务运营商

新媒股份成立于2010年7月12日，是全国领先的新媒体业务运营商。公司主营业务包括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等新媒体业务。经过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。公司于2019年4月19日登陆A股，证券代码为“300770.SZ”，是全国首家独立IPO的新媒体业务运营商。

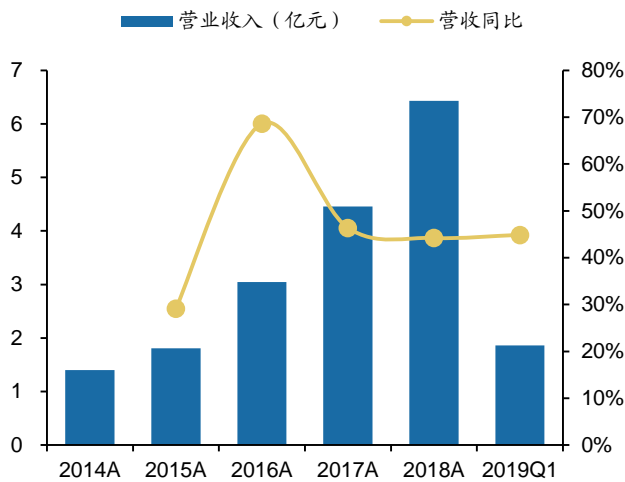
图 1：新媒股份业务结构



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

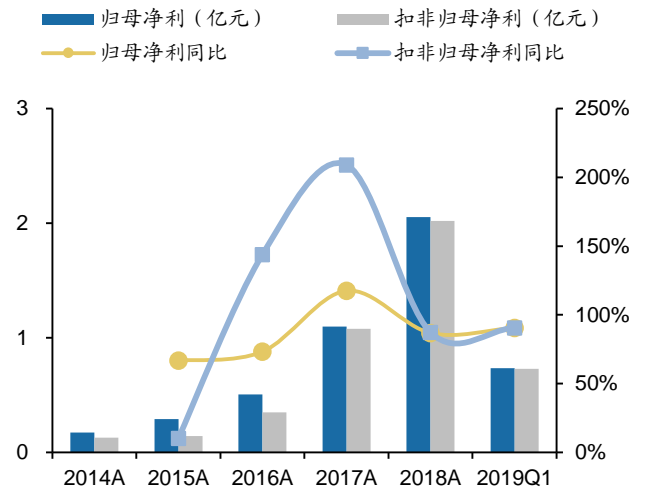
在IPTV业务以及互联网电视业务持续的增长驱动下，公司营业收入以及净利保持高速增长。公司2014-2018年实现分别实现营收1.40、1.81、3.05、4.46、6.43亿元，复合增速为46.4%；2019Q1实现营业收入1.86亿元，同比增长44.9%。归母净利润来看，2014-2018年公司分别实现归母净利润0.17、0.29、0.50、1.10、2.05亿元，复合增速为85.1%，2018年净利率为31.8%；2019Q1实现归母净利润0.73亿元，同比增长90.5%。

图 2: 新媒股份营业收入



数据来源: 招股说明书及公司财报, 广发证券发展研究中心

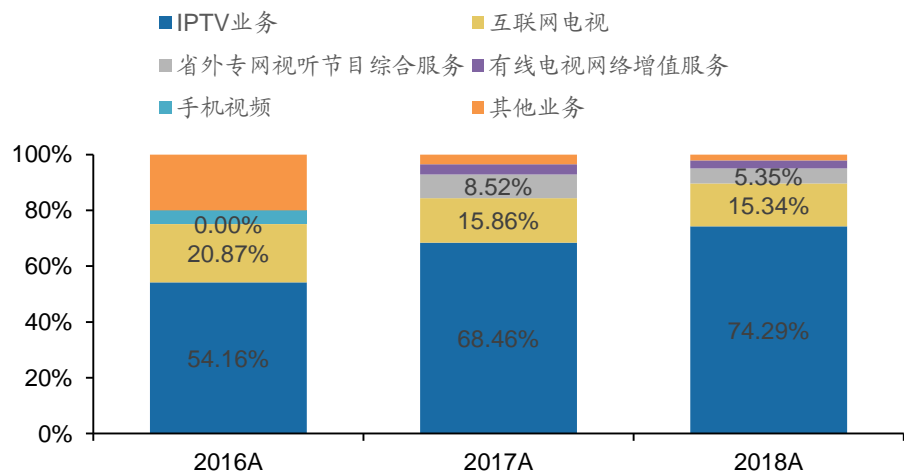
图 3: 新媒股份盈利情况



数据来源: 招股说明书及公司财报, 广发证券发展研究中心

公司主营业务为IPTV以及互联网电视业务，两项收入合计占比保持在75%以上。公司凭借授权资质优势，以及技术和区域优势，主要在广东省范围内经营IPTV以及在全国范围内经营OTT业务，两项业务是公司最主要的营收来源。2018年IPTV业务实现营业收入4.78亿元，同比增长56.50%，营收占比为74.29% (YoY+5.83pct)；OTT业务实现营业收入0.99亿元，同比增长39.48%，营收占比为15.34% (YoY-0.52pct)。2018年IPTV以及OTT业务合计营收占比为89.6%。近几年两项业务合计营收占比持续提升一是因为公司IPTV以及OTT业务持续发展，营收规模扩大；二是因为公司陆续剥离非核心业务资产，2016年7月公司剥离手机视频业务以及广告代理业务，主业进一步聚焦。

图 4: 新媒股份营收结构

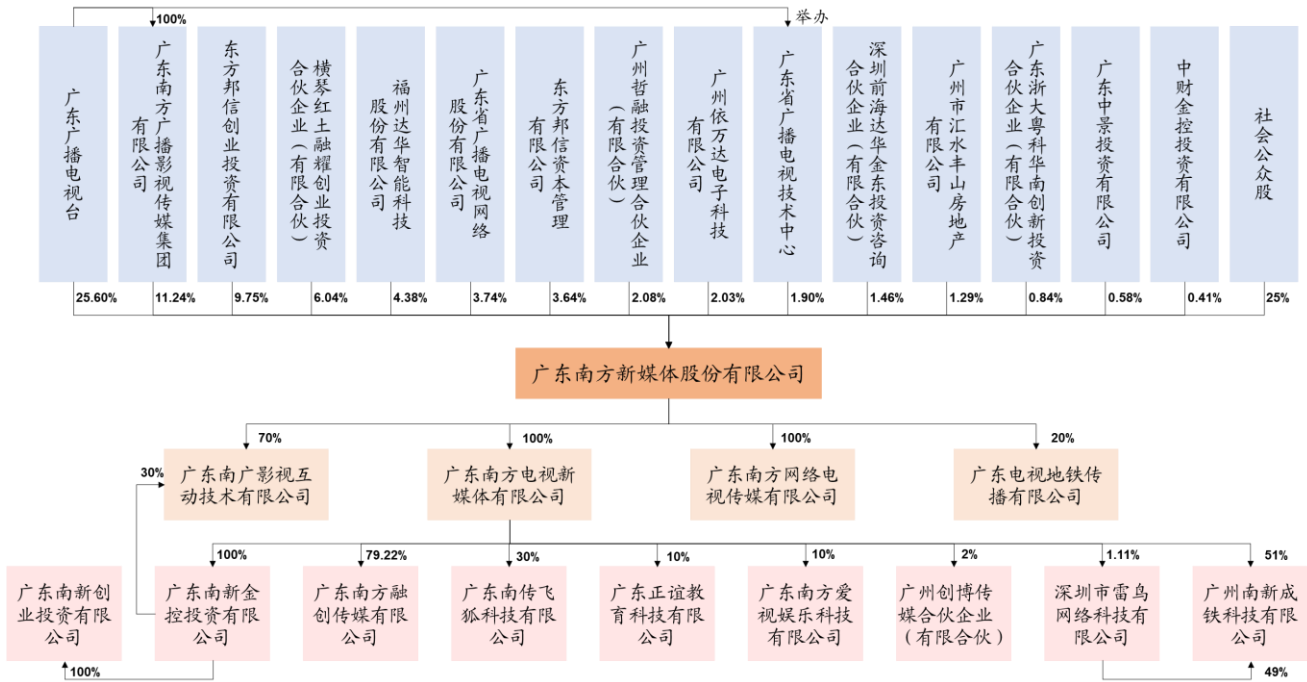


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

股权架构：广东广播电视台为实控人，资质授权稳定

根据最新的持股情况，广东广播电视台持有公司25.60%的股权，并通过广东南方广播影视传媒集团有限公司间接持有公司11.24%的股份，通过广东省广播电视技术中心间接持有公司1.90%的股份，广东广播电视台合计持有公司38.74%的股份，为公司的控股股东和实际控制人。公司所经营的IPTV以及OTT业务资质主要来自控股股东广东广播电视台的授权，授权具有稳定性和持续性。参控股子公司方面，公司目前拥有6家控股子公司，6家参股公司，1家合营公司。

图 5：新媒股份发行后股权架构及参控股子公司



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

表 1：新媒股份参控股子公司

序号	公司名称	持股情况	主要业务	2018年净利润(万元)
1	南方网络	新媒股份持股 100%	属于公司主营业务中的有线电 视网络增值服务业务	540.93
2	南视新媒体	新媒股份持股 100%	经营业务与公司主业无关	-365.44
3	南新金控	新媒股份全资子公司南视新媒体 持股 100%	经营业务与公司主业无关	10.12
4	南新创投	南新金控持股 100%	经营业务与公司主业无关	-286.88
5	融创传媒	新媒股份全资子公司南视新媒体 持股 100%	经营业务与公司主业无关	-379.46
6	南广影视互动	新媒股份持股 70%，南新金控 持股 30%	属于公司主营业务中的省外专 网视听节目综合服务业务	338.53

数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

募投项目

公司上市募集资金主要用于全媒体融合云平台建设项目以及版权内容采购项目。全媒体融合云平台建设项目，能够有效开拓业务、整合资源，为公司业务发展提供更有力的技术平台支撑。版权内容采购项目能够满足不同用户对于内容多元化的需求，为公司业务发展提供版权内容保障。公司计划在上市三年后共计投入8亿元资金（其中使用募集资金6.51亿元）以一次性买断方式采购版权内容，用于IPTV、互联网电视、有线电视网络增值服务和省外专网视听节目综合服务等业务的经营发展。

表 2: 募集资金用途

序号	项目名称	项目总投资（万元）	拟投入募集资金（万元）	建设期
1	全媒体融合云平台建设项目	46,405.00	42,410.18	36个月
2	版权内容采购项目	65,143.00	65,143.00	36个月
	合计	111,448.00	107,553.18	

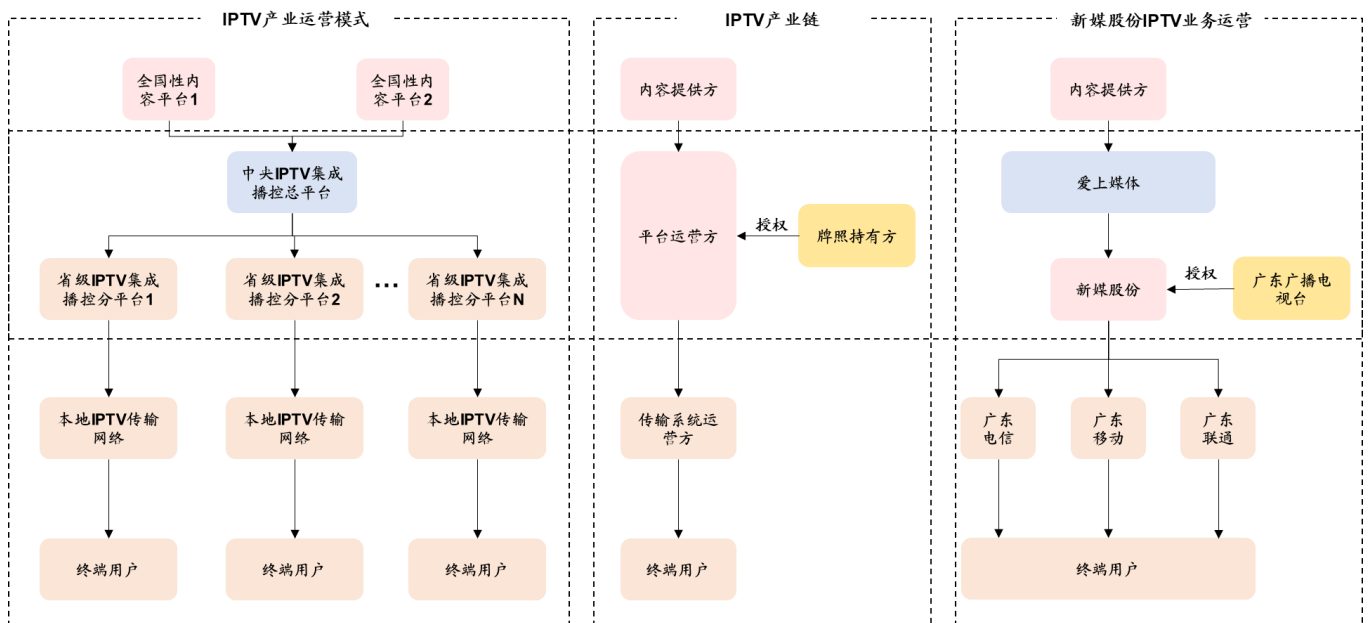
数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

二、IPTV：广东省内唯一资质持有方，渗透空间大

1、IPTV 行业：行业进入快速发展阶段，渗透率仍有较大提升空间

IPTV是指交互式网络电视（Internet Protocol Television），以电视机为显示终端，中央和省两级IPTV集成播控平台引入内容并集成播控后，规范对接到电信运营商利用互联网架设专网的定向传输通道，向公众提供包括广播电视节目等视听节目及增值服务在内的多种交互式服务的业务。行业目前已经进入了快速发展阶段，用户规模持续增长。根据《中国有线电视行业发展公报》，截止2018年末我国IPTV用户数达到了1.55亿户。

图 6：IPTV产业链



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

我国IPTV产业链主要包括内容提供、集成播控、信号传输等环节，参与方主要包括内容提供方、牌照持有方、平台运营方、传输系统运营方、终端用户以及终端设备提供方等。其中内容提供方主要包括中央及各省市广播电视台、影视剧制作企业以及媒体版权内容、游戏、在线社交、在线教育等服务运营商。牌照持有方主要包括全国IPTV集成播控服务许可持证机构、全国IPTV内容服务许可持证机构和各省IPTV集成播控服务许可持证机构三类IPTV服务相关牌照持有方。牌照持有方通常会进行集成播控平台的授权，如持有全国IPTV集成播控服务牌照的中央电视台授权爱上传媒运营中央IPTV集成播控总平台；持有省级IPTV集成播控服务牌照的广东广播电视台授权新媒股份运营广东IPTV集成播控分平台。传输系统运营方面，根据国家三网融合政策，IPTV信号需要通过获得IPTV传输牌照的电信运营商假设的虚拟转让专属，我国主要的IPTV传输系统运营方为中国电信、中国移动以及中国联通。产业链最终环节为终端设备提供方，主要包括制作IPTV机顶盒以及IPTV电视的制造商。

表 3: IPTV服务许可持证机构

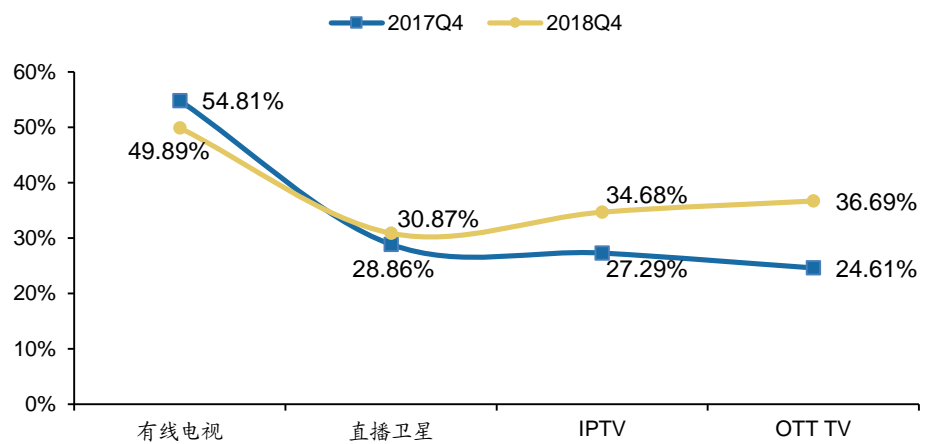
序号	牌照	持证机构
1	全国 IPTV 集成播控服务	中央电视台
2	全国 IPTV 内容服务	中央电视台
3	全国 IPTV 内容服务	上海广播电视台
4	省级 IPTV 集成播控服务	广东广播电视台
5	省级 IPTV 集成播控服务	湖南广播电视台
6	省级 IPTV 集成播控服务	重庆网络广播电视台
7	省级 IPTV 集成播控服务	辽宁广播电视台

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

新媒体行业发展迅速，IPTV渗透率仍有较大空间

随着国家相应产业政策的推进落实，IPTV以及OTT等新媒体行业得到了迅速发展。根据中国广播电视网络有限公司发布的《中国有线电视行业发展公报》，在有线电视收视份额下降的情况下，OTT以及IPTV的收视份额同比呈现增长。

图 7: 中国家庭电视收视格局

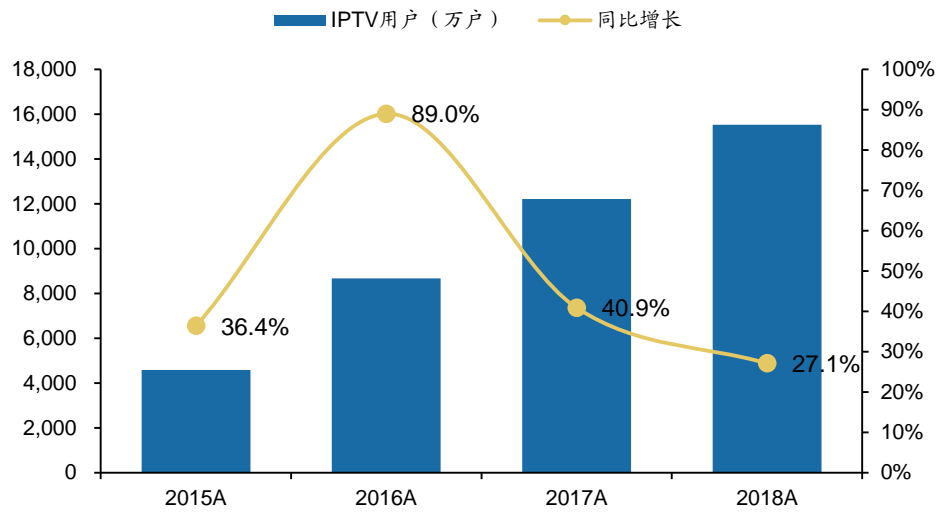


数据来源：《中国有线电视行业发展公报》，广发证券发展研究中心

(注：Base=我国家庭电视用户 4.47 亿户)

以IPTV业务来看，2016-2018年年末我国IPTV用户数分别为8,673、12,218、15,534万户。以我国家庭平均规模为3.12人计算，2017年末及2018年末，我国IPTV渗透率仅为27.42%以及34.87%，渗透率仍有较大提升空间。

图 8：2015-2018年中国IPTV用户发展进程



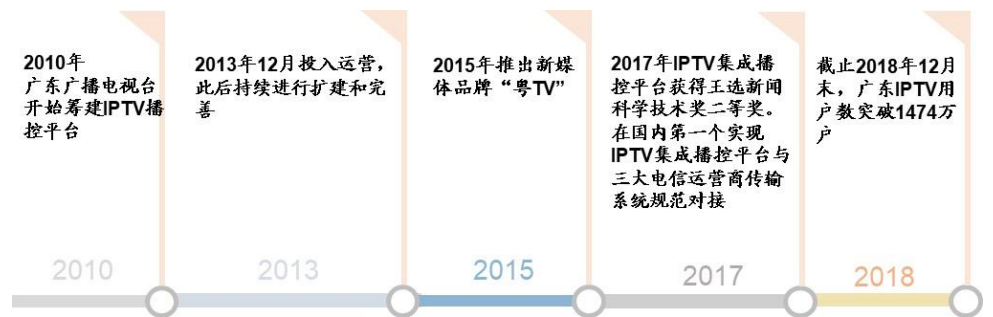
数据来源：《中国有线电视行业发展公报》，广发证券发展研究中心

2、公司 IPTV 业务：资质优势明显，业务规模增长确定性强

作为广东省内唯一IPTV业务平台运用方，合作模式开展IPTV业务

IPTV业务是新媒股份最主要的营收来源，业务品牌为“粤TV”，集成播控分平台呼号为“中国IPTV—广东”，于2013年12月正式投入运营，2015年12月通过广电总局验收。公司IPTV业务采取合作模式开展，主要的合作方包括中央IPTV集成播控总平台运营方—爱上传媒以及广东地区三大电信运营商—广东电信、广东移动和广东联通。广东广播电视台作为牌照持有方，授权新媒股份经营广东地区IPTV相关业务，新媒股份是广东省内唯一的IPTV业务运营平台。爱上传媒作为中央IPTV集成播控总平台运营方，负责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；新媒股份作为广东IPTV集成播控分平台运营方，负责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；广东地区电信运营商作为IPTV传输系统运营方，负责将IPTV节目信号传输给终端用户。

图 9：新媒股份IPTV业务发展历程

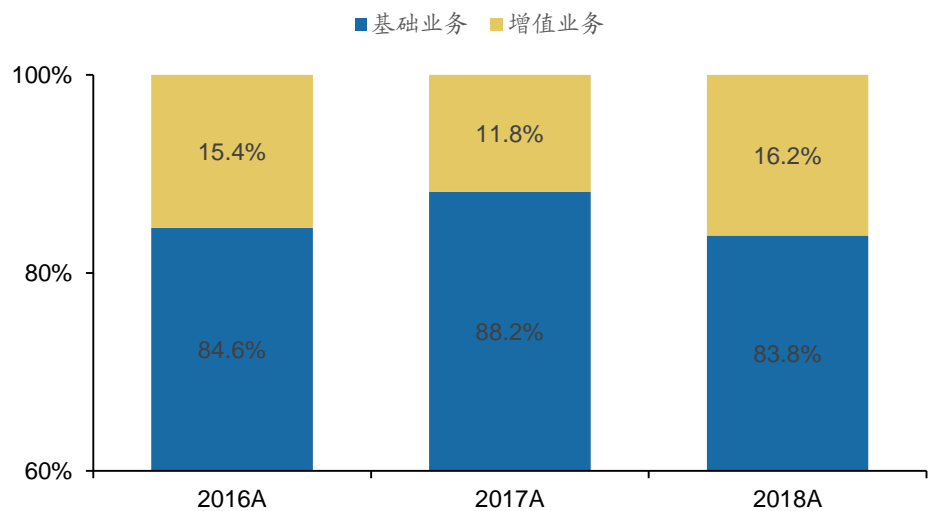


数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

用户规模增长迅速，将持续受益广东省内IPTV渗透率提升

截止2018年末，公司IPTV播控平台已经达到了能够支持1500万用户、142路标清、46路高清频道和3路4K频道的承载能力，拥有10万小时标清节目库、7万小时高清节目库和3400小时4K超高清VOD节目库，可以提供2小时时移7天回放，并且同时兼具粤语特色等基础和增值业务功能。2018年IPTV业务板块中基础业务营收占比为83.8%，增值业务营收占比为16.2%，随着平台内容以及功能的逐步丰富，用户付费意愿提升，预计增值业务营收占比还会进一步增大。

图 10：新媒股份IPTV业务营收结构



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

目前公司IPTV业务主要在广东省范围内经营。在领先技术、丰富功能以及内容库的支撑下，公司IPTV用户数量快速增长。2016-2018年末用户数分别为456.60、962.27、1475.04万户，年均复合增长率为79.74%。其中广东电信以及广东移动是目前最主要的合作方，与广东联通的合作也在持续推进中。截止2018年末，公司与广东电信、广东移动以及广东联通合作的IPTV业务用户数量分别为735.91万户、712.87万户、26.26万户。以公司2018年末IPTV基础业务用户数1475.04万户计算，公司IPTV业务在广东省内的渗透率为40.56%，作为广东省内唯一一家获得牌照授权的IPTV运营商，公司IPTV业务的用户数增长确定性大。

图 11: IPTV用户界面



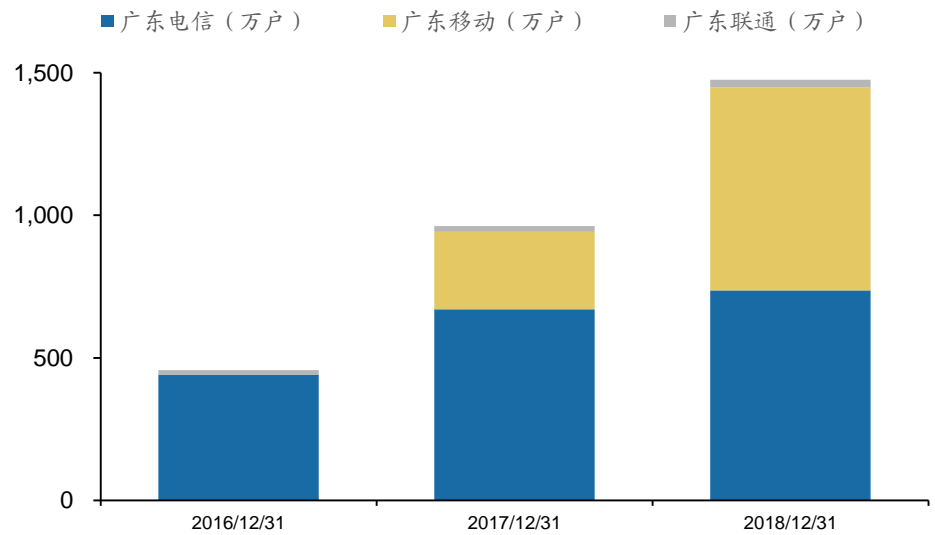
广东电信专网传输的IPTV用户界面

广东移动专网传输的IPTV用户界面

广东联通专网传输的IPTV用户界面

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图 12: 新媒股份IPTV业务用户规模



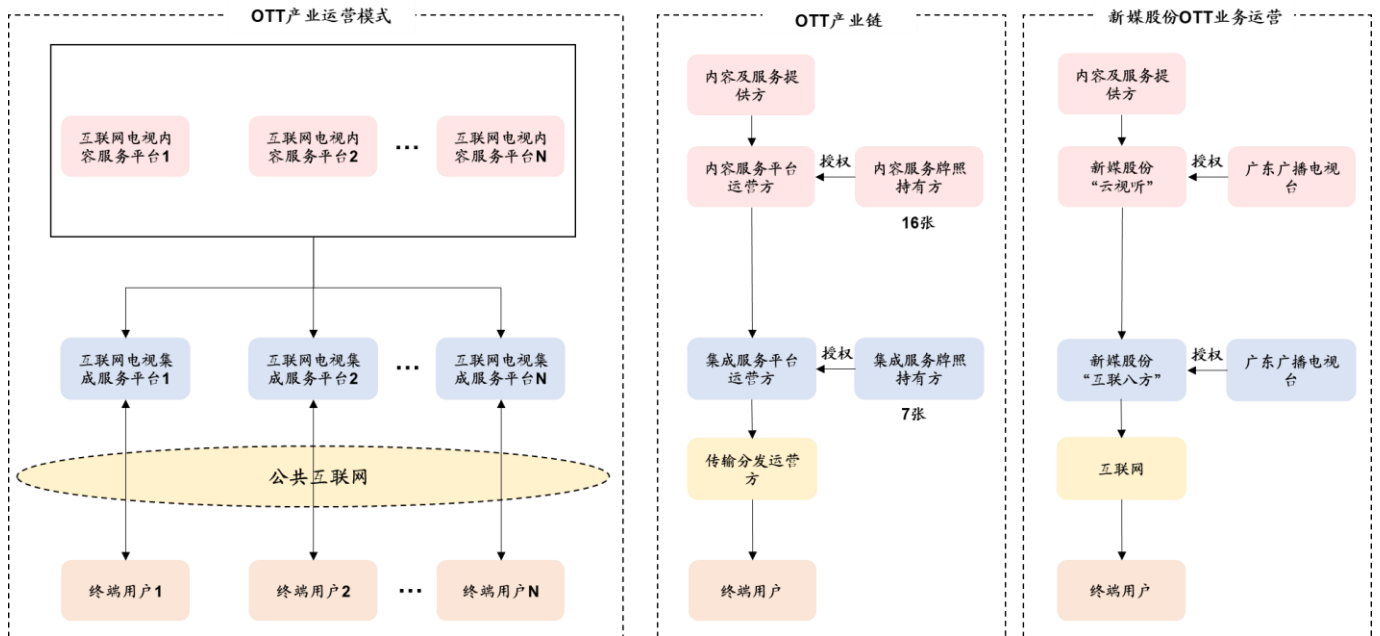
数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

三、OTT：合作模式运营，云视听产品竞争优势明显

1、OTT 行业：预计 OTT 收视份额将持续提升，用户规模增长空间大

互联网电视又称OTT TV(Over The Top Television)，是一种以电视机为终端显示，经国家广电行政部门批准的互联网电视内容服务平台和集成服务平台，通过公共互联网传输分发，向家庭用户提供视频点播等多种服务的新业务。互联网电视是随着互联网发展而兴起的新型媒体运输方式，行业发展除了市场导向外也有明显的政策导向特征。在经历了市场导入期、引入牌照期、市场规范期，目前行业发展进入了持续发展的阶段。根据《中国有线电视行业发展公报》，截止2018年末，我国互联网电视盒子用户数达到了1.64亿户，相比2017年末增长48.17%。

图 13: OTT 产业链



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

OTT产业链主要包括内容提供、内容服务、集成服务、传输分发等几个环节，主要参与方包括内容及服务提供方、牌照持有方、平台运营方、传输分发运营方、终端用户以及终端设备提供方构成。其中OTT内容提供方主要包括影视剧、新闻综艺节目、体育赛事等视频类内容以及游戏、在线教育等综合服务两大类。前者主要提供方包括中央及各省市广播电视台，优酷土豆、爱奇艺、腾讯视频等在内的视频类网站，盛世骄阳、华视网聚等内容分销商等。后者主要提供方包括各种游戏、在线社交、在线教育等服务运营商。牌照持有方包括互联网电视内容服务许可证持有机构以及互联网电视集成服务许可证持有机构，拥有牌照是开展相应业务的门槛。截止目前广电总局已经发放16张互联网内容服务牌照和7张互联网电视集成服务牌照，牌照具有一定稀缺性。部分牌照持有方会授权其他机构运营相应平台，如广东广播电视台授权新媒股份开展OTT内容服务业务以及集成服务业务。传输分发方面，OTT主要通过

公共互联网进行传输，传输服务主要由公共互联网接入服务运营商以及内容分发运营商提供。终端设备提供方则主要包括互联网电视一体机以及互联网电视机顶盒。

表 4: OTT内容服务牌照持有机构及运营方

序号	持证机构	经授权开展 OTT 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（联合开办）	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	公开资料中未查询到相关信息
10	湖北广播电视台	公开资料中未查询到相关信息
11	城市联合网络电视台	公开资料中未查询到相关信息
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	公开资料中未查询到相关信息
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	公开资料中未查询到相关信息

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

表 5: OTT集成服务牌照持有机构及运营方

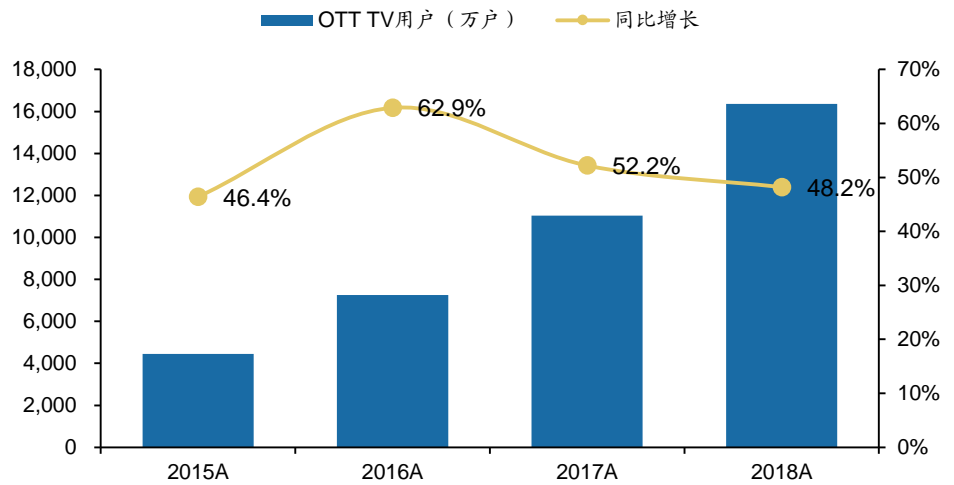
序号	持证机构	经授权开展 OTT 集成服务业务的公司
1	中国网络电视台	未来电视有限公司
2	上海广播电视台	东方明珠新媒体股份有限公司
3	浙江电视台和杭州市广播电视台	华数传媒网络有限公司
4	广东广播电视台	广东南方新媒体股份有限公司
5	湖南广播电视台	湖南快乐阳光互动娱乐传媒有限公司
6	中国国际广播电台	国广东方网络（北京）有限公司
7	中央人民广播电台	银河互联网电视有限公司

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

OTT用户提升迅速，未来将持续增长

根据《中国有线电视行业发展公报》，2016-2018年末我国OTT用户数分别为7,250、11,036、16,353万户，三年复合增长率为50.19%，行业规模增长迅速。根据工信部《2018年通信业主要指标完成情况（二）》，截至2018年末，我国互联网宽带接入用户总数达40,738万户，以此为基数计算我国目前OTT渗透率为40.14%，仍然处于较低的水平，预计未来互联网电视用户数仍将保持一定速度增长。

图 14: 2015-2018年中国OTT用户发展进程



数据来源: 《中国有线电视行业发展公报》, 广发证券发展研究中心

IPTV与OTT业态上有一定相似性, 但目前来看市场不存在绝对替代性

OTT以及IPTV均属于新媒体业务, 两者产业链构成大体相似, 并且运营均需要取得相应的资质, 从用户感受角度来看, IPTV与OTT均为用户通过电视机享受视听节目服务, 部分节目内容也存在相同的情形。从具体的业务内容来看, IPTV能够提供直播、时移、回看、点播及应用服务等内容, 而OTT业务仅限视频点播及应用服务等内容, 不含直播及回看内容。选择购买新媒体产品时, 若用户有观看直播的需求, 则IPTV是首选。OTT主要通过公共互联网进行传输, 虽然按照现行国家监管政策不得包含直播内容, 但其具有海量视频节目点播功能, 内容丰富度更高, 互动性更强。从经营范围来看, IPTV省级播控分平台仅限在本省范围区域内开展业务, 而OTT运营商可以在全国范围内经营业务。因此我们认为, IPTV以及OTT业态有各自的优势, 能够满足用户不同的收视需求, 目前在收视市场上不存在绝对的相互替代性。未来“IPTV+OTT”或“DVB+OTT”的组合模式或成为收视主流组合。

表 6: IPTV及OTT业态对比

项目	IPTV 业务	互联网电视业务
传输网络	信号通过虚拟专网传输, 保证了节目信号的清晰、流畅, 用户需到运营商单独开通	节目通过公共互联网传输, 用户终端设备接入广域互联网即可收看
接受终端	TV+机顶盒	TV+机顶盒/TV 一体机
内容提供	IPTV 集成播控平台内容	互联网电视内容服务平台内筒
业务内容	直播、时移、回看、点播及应用服务等内容	仅限视频点播及应用服务等内容, 不含直播及回看内容
流畅清晰度	无滞后, 清晰度高	主要取决于网络带宽
业务开展范围	省级播控分平台仅限于本省区域内, 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	全国
内容监管程度	可控可管	可控可管
管理架构	采用总分集成播控平台的架构分省管理	采用“内容服务平台+集成服务平台”的架构管理

细分牌照

需取得《信息网络传播视听节目许可证》项下IPTV集成播控服务牌照。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。

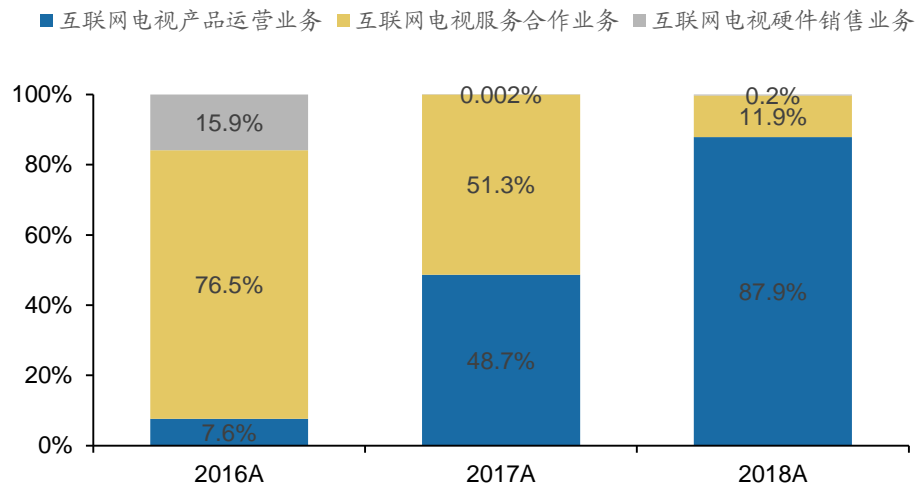
需取得《信息网络传播视听节目许可证》项下互联网电视集成服务或内容服务牌照。目前集成服务牌照7个，内容服务牌照16个。

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

2、公司 OTT 业务：合作模式开展业务，云视听产品相比同行优势大

在互联网电视业务板块，新媒股份主要运营业务包括产品运营、服务合作以及硬件销售三块。OTT运营业务中，公司经广东广播电视台的授权提供内容服务，主要通过合作模式开展业务，与合作方共同运营云视听系列产品；OTT服务业务中，公司作为集成服务平台运营方，主要负责提供集成服务以及相应的技术支持，并对在终端设备中预装的云视听系列产品提供内容服务；硬件销售则是指公司对外销售互联网电视机顶盒。其中，产品运营业务是公司OTT业务板块中最主要的营收来源，而硬件销售规模相对较小。

图 15：新媒股份OTT业务营收结构



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

合作模式打造云视听产品系列，用户规模提升空间大

新媒股份OTT产品运营业务品牌为“云视听”，目前产品系列有云视听极光、云视听MoreTV、云视听悦厅以及云视听小电视。四个产品均是通过合作模式开展运营。

云视听极光是公司与腾讯计算机共同经营的产品，主要是向终端用户提供视频点播服务，是目前公司云视听系列产品中收入规模最大的。平台提供的节目内容包括付费以及免费两种形式，用户只要下载并激活了云视听极光APP，就可以点播免费内容，但要点播付费内容就需要分次或按期支付费用。公司与腾讯计算机自2015年起

合作开展云视听极光业务。日常运营过程中，腾讯计算机主要负责提供付费版权内容及CDN分发，新媒股份作为互联网电视牌照方主要负责提供业务运营所需的各类平台，并拥有内容及版权的最终审核权。涉及产品管理、内容运营、会员运营、市场渠道、技术运维、数据分析以及结算业务的则由双方共同组建联合运营团队共同运营。公司在云视听极光业务中的收入分成包括用户付费分成和广告收入分成两类。

云视听MoreTV是公司与千杉网络合作运营的OTT视频点播产品，于2017年5月上线运营，用户增长规模迅速。云视听MoreTV整体的业务经营模式与云视听极光类似。云视听悦厅是公司与飞狐信息、南传飞狐合作运营的互联网电视视频点播产品，2017年12月上线运营。云视听小电视是公司与哔哩哔哩合作运营的互联网电视视频点播产品，2018年4月上线运营。

图 16: 云视听极光用户界面-与腾讯计算机合作



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图 17: 云视听MoreTV用户界面-与千杉网络合作



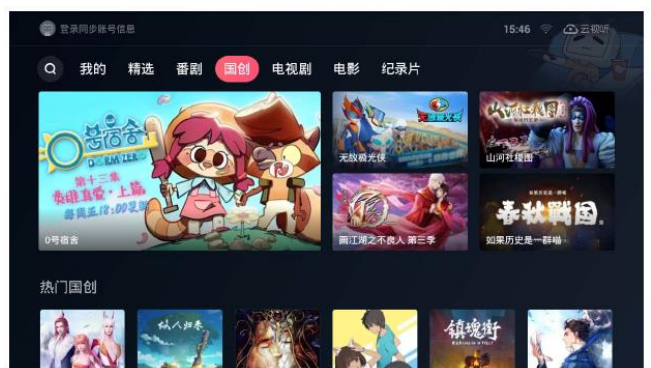
数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图 18: 云视听悦厅用户界面-与飞狐信息等合作



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

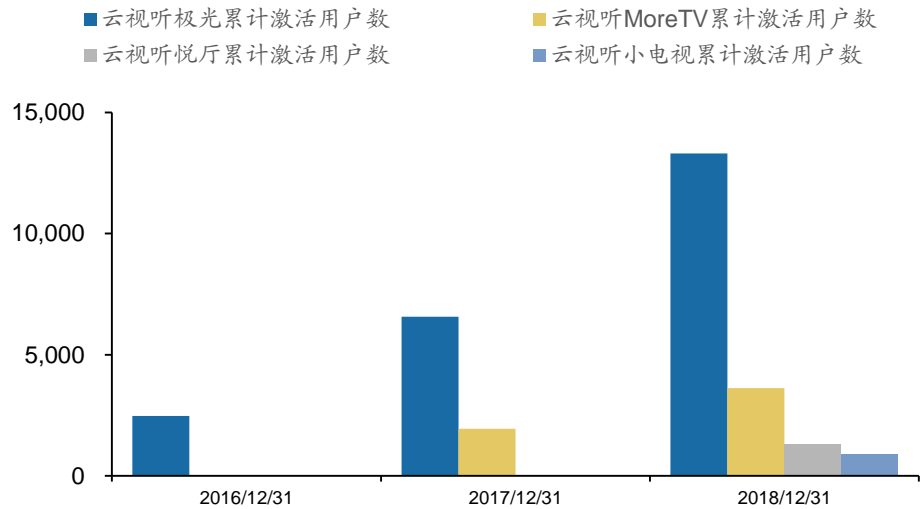
图 19: 云视听小电视用户界面-与哔哩哔哩合作



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

根据招股说明书披露的用户数据，截止2018年末，云视听极光累计激活用户数为1.33亿户，同比增长102.3%；云视听MoreTV累计激活用户数为3626万户，同比增长86%。云视听悦厅以及云视听小电视目前处于起步阶段，用户规模相对较小，截止2018年年末累计激活用户数分别为1296万户、872.28万户。

图 20: 新媒股份OTT业务用户规模 (万户)



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

根据勾正数据发布的《2018上半年OTT行业发展报告》，2018年上半年点播媒体日均到达率榜排名前十的内容服务品牌分别为：第一名为银河奇异果，第二名为云视听极光，第三名为CIBN酷喵影视，第四名为芒果TV，第五名为云视听MoreTV，第六名为CIBN聚体育，第七名为HDP直播，第八名为CIBN聚精彩，第九名为电视家，第十名为CIBN微视听，其中：银河奇异果是银河互联网电视有限公司与爱奇艺视频合作的内容服务产品，CIBN酷喵影视是国广东方网络（北京）有限公司与优酷视频合作的内容服务产品。从排名情况来看，公司与腾讯计算机合作的云视听极光和与千杉网络合作的云视听MoreTV名列前茅，其中云视听极光以日均到达率8.7%的水平，位居第二名，说明公司云视听极光产品在用户中的使用率较高，相比同行业其他产品具有明显的竞争优势。

表 7: 2018H1点播媒体日均到达率榜

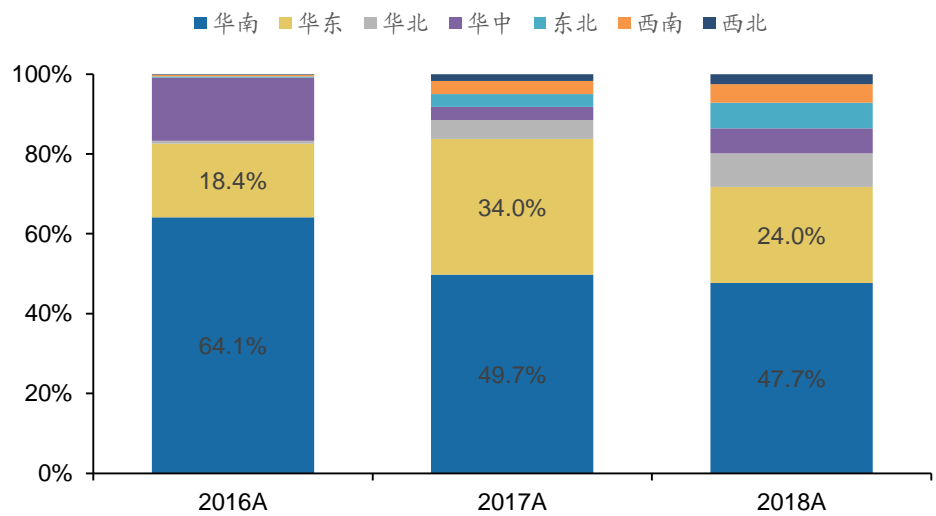
序号	应用	日均到达率
1	银河·奇异果	9.8%
2	云视听·极光	8.7%
3	CIBN 酷喵影视	7.3%
4	芒果 TV	2.5%
5	云视听 MoreTV	1.7%
6	CIBN 聚体育	0.9%
7	HDP 直播	0.5%
8	CIBN 聚精彩	0.5%
9	电视家	0.3%
10	CIBN 微视听	0.3%

数据来源: 勾正数据《2018年上半年OTT行业发展报告》，广发证券发展研究中心

业务收入来源于全国，业务拓展范围广

从收入来源区域看，OTT业务收入来源于全国。从2018年的营收占比来看，华南以及华东是最主要的营收来源区域。2018年华南地区OTT业务营收为4708.55万元，占OTT板块总营收的47.73%；华东地区营收为2366.15万元，营收占比为23.98%。其他区域营收占比均小于10%，但营收同比增速均超过100%。随着公司OTT业务在各区域布局推进，预计华南华东区域收入将保持稳定增长，华北、华中、东北、西南以及西北地区的营收规模将有较大增长空间。

图 21：新媒股份OTT业务各区域营收占比



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

四、其他主营：依托省内业务经营优势，开拓省外其他业务

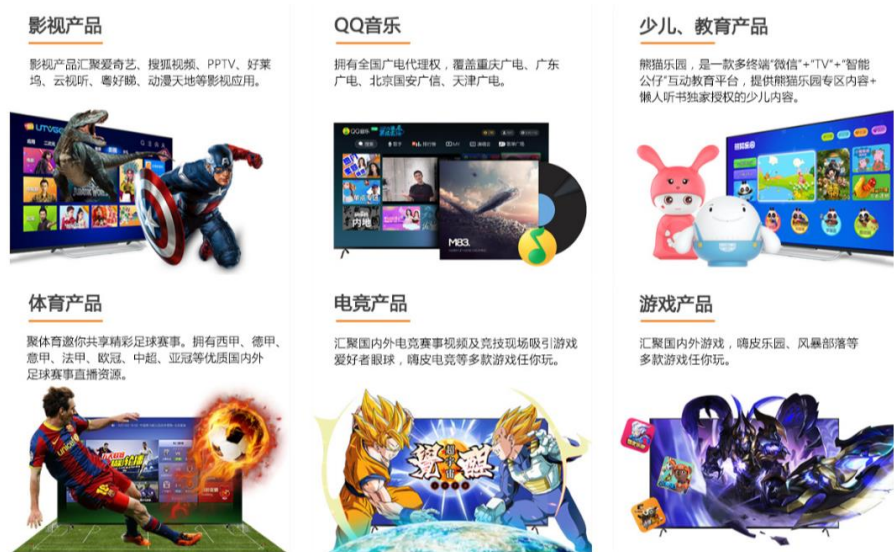
除了IPTV以及OTT业务之外，公司业务还包括有线电视网络增值服务、省外专网视听节目综合服务。2016年之前公司还经营手机视频业务以及广告代理等其他业务，2016年剥离这两项业务之后，业务范围进一步聚焦。

有线电视网络增值服务业务

有线电视网络增值服务主要是指公司利用在OTT领域的经验以及资源优势，与有线电视网络运营商合作，为有线电视用户提供视频点播及应用服务等增值服务，是互联网电视业务模式向有线电视网络的延伸。

业务主要通过公司全资子公司南方网络运营，依托南方网络的UTVGO(电视自由行!)平台、新媒股份互联网电视集成服务平台和互联网电视内容服务平台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。

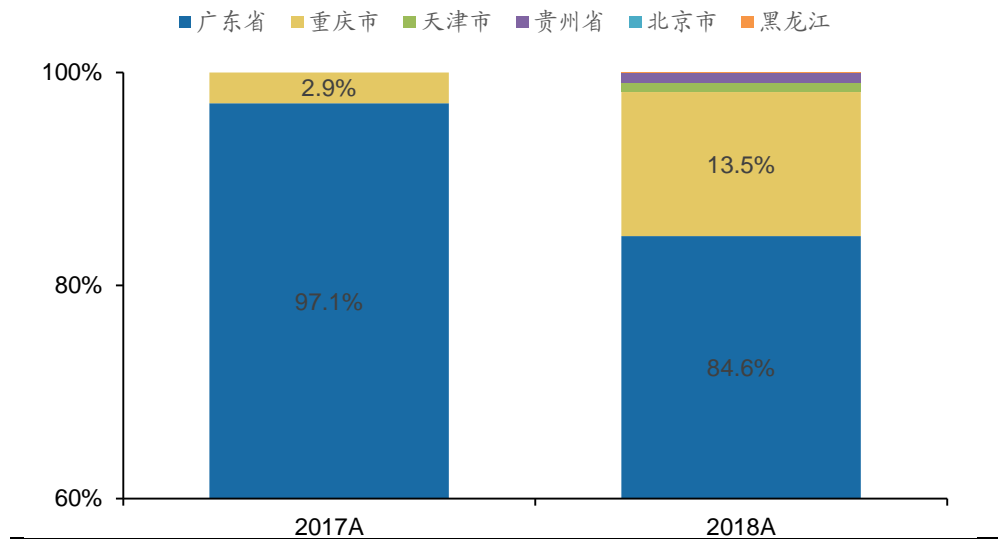
图 22：新媒股份有线电视网络增值服务业务主要产品



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

目前有线电视网络增值服务业务主要来源于广东省，2017-2018年来自广东省的有线电视网络增值服务业务占比分别为97.12%以及84.63%。2018年公司继续拓宽有线电视网络增值服务的经营范围，除了广东省之外，业务范围触达重庆市、天津市、贵州省、北京市以及黑龙江省。公司有线电视网络增值服务的合作方主要为有线电视网络运营方，目前全国范围内均有有线电视网络运营方，南方网络与各运营方均有合作可能，未来该项业务的区域布局将持续推进。

图 23: 新媒股份有线电视网络增值服务业务经营区域

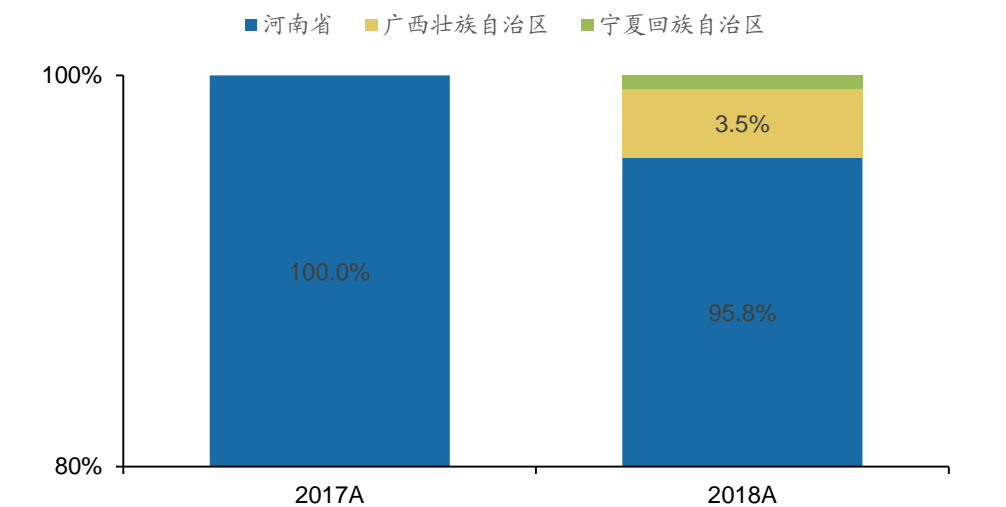


数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

省外专网视听节目综合服务业务

省外专网视听节目综合服务是指公司利用在IPTV领域的经验和资源优势, 与广东省外的其他省份的IPTV业务运营商合作, 为其开展IPTV业务提供相关的技术、运维、视听类节目内容和应用类增值等多方面服务, 业务主要由子公司南广影视互动运营。2017年和2018年, 公司的省外专网视听节目综合服务业务经营区域主要为河南省, 2018年业务范围拓宽至广西壮族自治区以及宁夏回族自治区。

图 24: 新媒股份省外专网视听节目综合服务业务经营区域

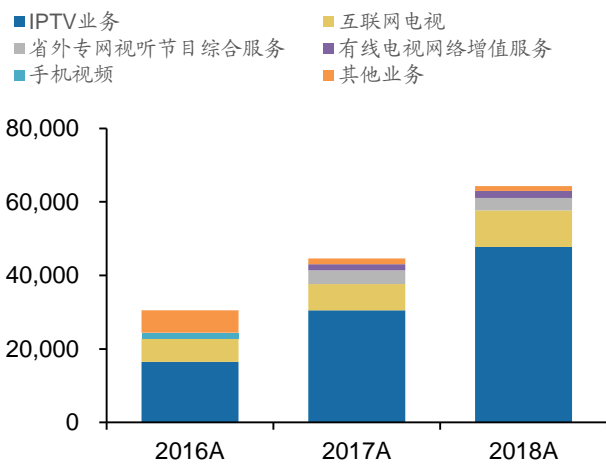


数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

五、财务分析：量价齐升驱动增长，盈利能力优于同行

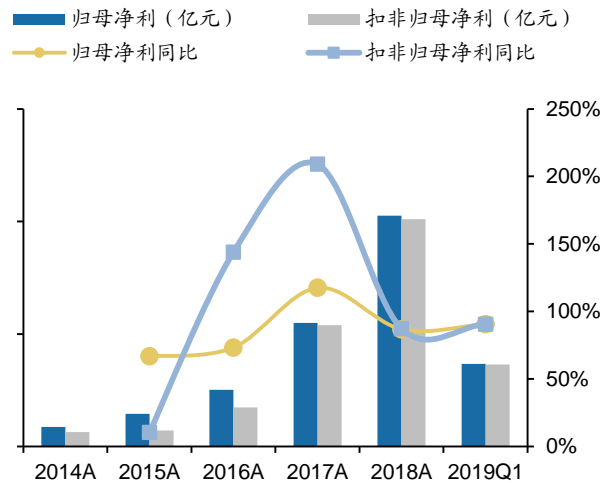
用户人数增长以及ARPU值提升驱动营收增长，未来仍将继续受益量价齐升。新媒股份2018年实现营业总收入6.43亿元，同比增长44.22%；2019Q1实现营收1.86亿元，同比增长44.9%。IPTV以及OTT业务是公司最主要的营收来源，IPTV业务主要由电信运营商根据终端用户付费单价、终端用户数量以及合作协议约定的分成比例等进行收入分成与公司进行结算。互联网电视业务中云视听极光业务根据终端用户购买的产品类型、付费用户数量以及合同协议约定的分成比例等与腾讯计算机进行收入分成。两项核心业务的用户人数以及ARPU值将直接影响公司的营收规模。2016年开始公司剥离手机视频业务以及广告代理业务后，核心业务进一步聚焦，IPTV业务以及OTT业务板块用户规模持续增长驱动营收增长。

图 25：新媒股份营业收入



数据来源：招股说明书及公司财报，广发证券发展研究中心

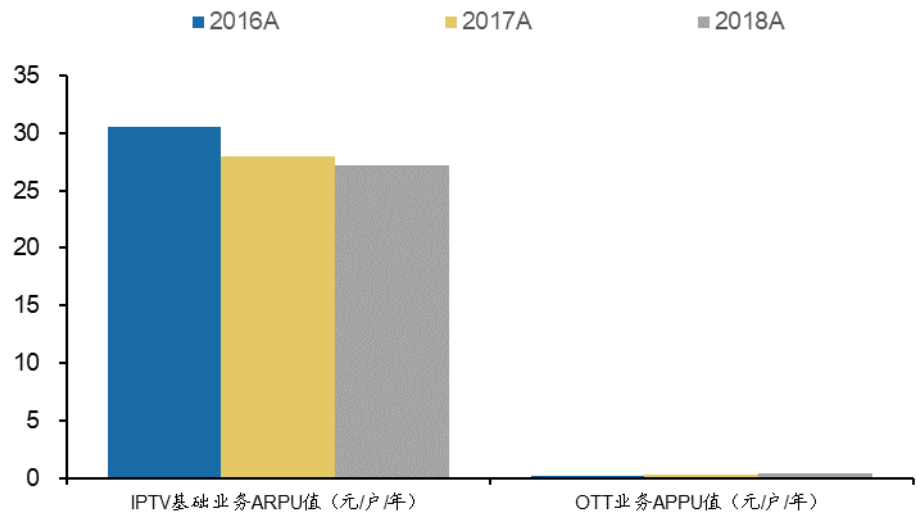
图 26：新媒股份盈利情况



数据来源：招股说明书及公司财报，广发证券发展研究中心

价端来看，我们以当年IPTV业务基础业务营收/当年年末基础业务付费用户数计算IPTV业务ARPU值，2018年IPTV基础业务ARPU值为27.13元/年/户，考虑2018年部分用户是年中开始购买基础业务服务，实际执行的基础业务ARPU值高于27.13元。从IPTV业务营收构成来看，目前基础服务业务营收比重较高，未来随着用户付费意愿加强，增值服务业务营收增加还将带动IPTV业务整体ARPU值的提升。OTT业务方面，我们以当年OTT业务板块中互联网电视产品运营业务营收/OTT业务当年年末合计激活用户数计算OTT业务ARPU值，2018年OTT业务ARPU值为0.45元/年/户，因为激活用户不等于付费用户数，实际OTT业务ARPU值会一定程度高于此。未来付费渗透率的提升将会带来整体ARPU值的提升。公司整体营收将会受益量价齐升。

图 27：新媒股份各业务ARPU值

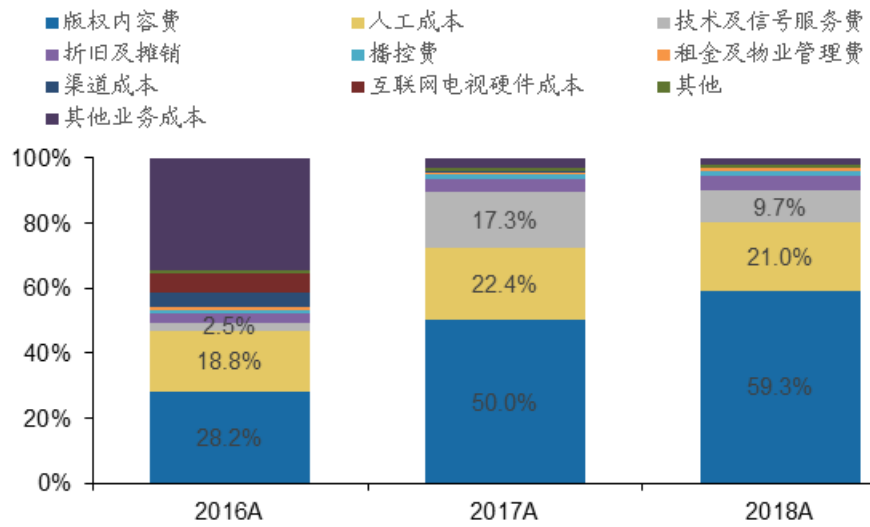


数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

(注：各项业务 ARPU 值=该项业务当年总营收/截止当年年末该项业务用户数)

成本结构来看，新媒股份的主营业务成本包括版权内容费、人工成本、技术及信号服务费、折旧及摊销、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等。其中版权内容费以及人工成本是公司最主要的成本项。2016-2018年版权内容费占总营业成本的比重分别为28.2%、50.0%以及59.3%。公司版权内容费主要采用收入分成的模式，即以公司获得的收入按照约定的比例向版权内容供应商支付版权内容费。根据公司在招股说明书中披露的IPO募集资金用途，公司未来还将加大版权采购，巩固内容版权优势。人工成本方面，2016-2018年公司人工成本占总成本比重分别为18.8%、22.4%以及21.0%，随着用户对视听节目内容需求的多元化以及外部竞争环境的变化，公司预计将持续推进人力资源的储备和投入。除了版权内容费以及人工成本之外，预计随着业务规模的持续扩大，随着公司业务规模的扩大，以及募集资金投向全媒体融合云平台和采购版权内容，公司相应的固定资产和无形资产将大幅增加，折旧及摊销也将随之增加。

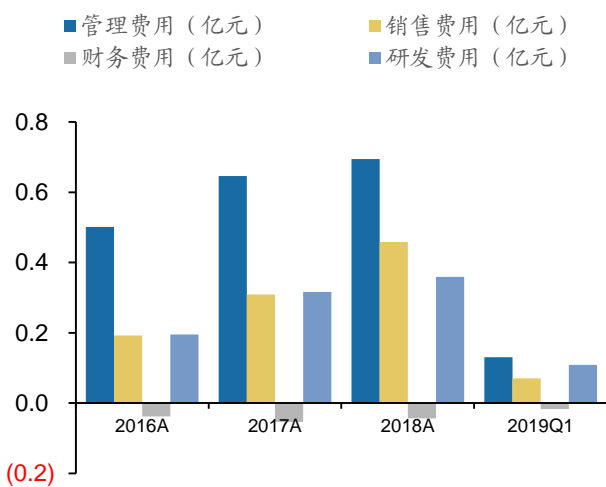
图 28: 新媒股份成本构成



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

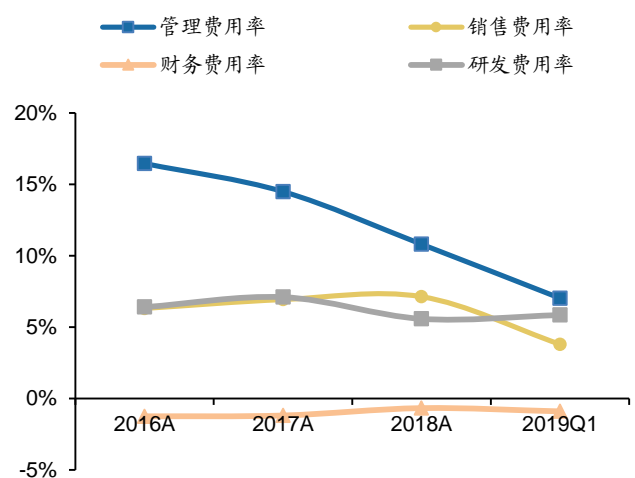
费用端来看, 2016-2018年期间费用分别为8,508、12,188、14,693万元, 期间费用率分别为27.93%、27.33%以及22.85%。其中, 销售费用率分别为6.31%、6.93%以及7.13%, 呈现逐年上升主要是因为公司加大IPTV以及OTT业务的扩张力度, 相应的业务宣传费增加。管理费用率分别为16.46%、14.49%以及10.81%, 随着公司业务的发展, 基于规模效应管理费用率逐年减少。研发费用方面, 近三年研发费用呈现逐年递增; 费用率方面, 2016-2018研发费用分别为6.40%、7.10%以及5.58%, 随着业务规模扩张, 预计研发投入还将持续增加。财务费用方面, 公司的财务费用主要来自银行存款带来的利息收入, 2016-2018年财务费用率分别为-1.2%、-1.2%以及-0.7%。

图 29: 新媒股份期间费用



数据来源: 招股说明书及公司财报, 广发证券发展研究中心

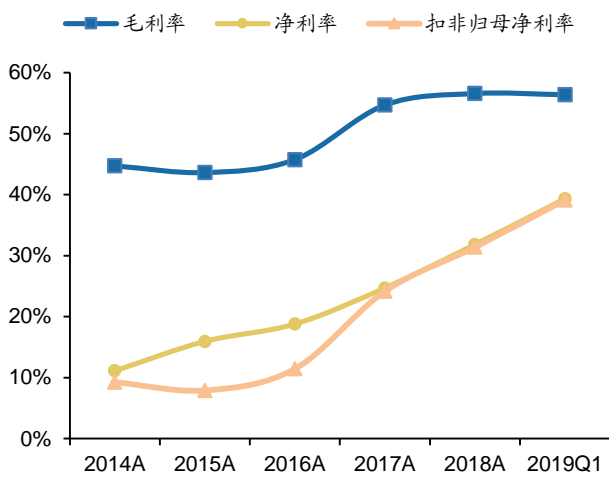
图 30: 新媒股份期间费用率



数据来源: 招股说明书及公司财报, 广发证券发展研究中心

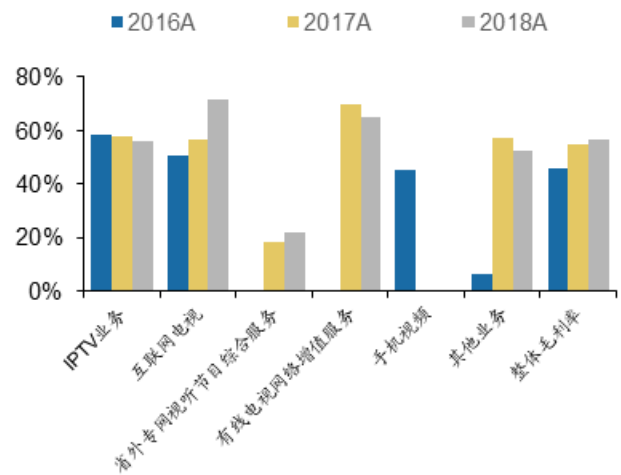
盈利能力来看，2018年公司整体毛利率为56.6%，净利率为31.8%。分业务来看毛利水平，2018年主营业务以及其他业务毛利率分别为56.67%以及52.20%。主营业务构成中，IPTV以及互联网电视作为营收占比最大的两大业务，2018年毛利率分别为55.74%以及71.64%。IPTV业务毛利水平相对稳定，OTT业务2018年毛利率相比2017年提高14.7pct，主要是因为OTT业务中互联网电视产品运营业务收入比重以及毛利率水平均有提高。随着后续云视听系列产品的业务成熟度逐渐提高（尤其是云视听悦厅以及云视听小电视），未来OTT业务毛利水平还有进一步提高空间，新媒股份整体毛利水平有望进一步提高。

图 31: 新媒股份盈利能力



数据来源: 招股说明书及公司财报, 广发证券发展研究中心

图 32: 新媒股份各业务毛利水平



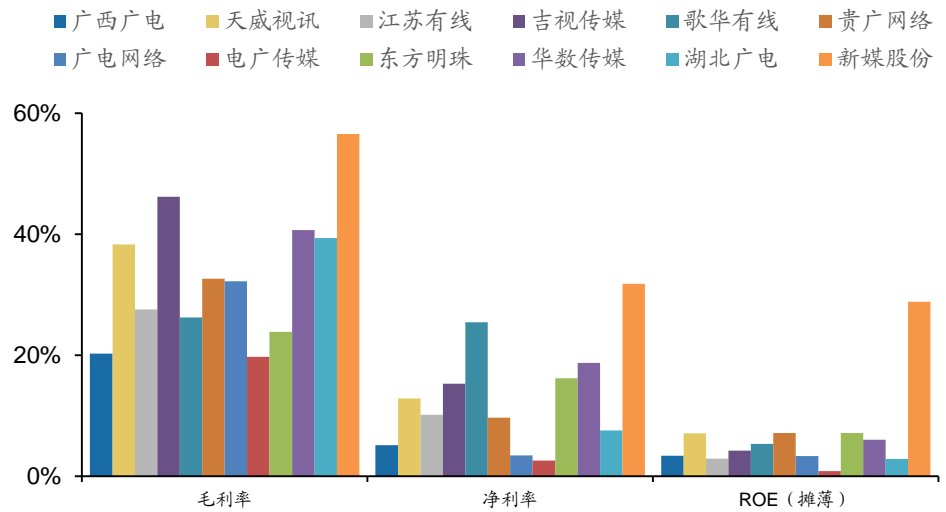
数据来源: 招股说明书及公司财报, 广发证券发展研究中心

同行业对比来看，公司整体毛利水平高于同行业可比上市公司，主要是因为各公司之间营收结构不完全一致。新媒股份作为首家在A股独立上市的新媒体公司，主营业务IPTV业务以及OTT业务毛利率相对较高。两项业务单独的毛利水平来看，可比上市公司东方明珠2018年IPTV业务毛利率为40.63%，OTT业务毛利率为-51.14%，均低于新媒股份两项业务的毛利水平。新媒股份与东方明珠在IPTV以及OTT业务上毛利率的差异主要源于业务范围以及运营模式不同。在IPTV业务上，东方明珠IPTV业务包含基于上海IPTV分平台开展的IPTV内容集成运营业务以及为中央及各省的IPTV业务平台提供版权内容及技术服务业务，而新媒股份目前IPTV业务板块仅包含基于广东IPTV分平台开展IPTV内容集成运营业务。在OTT业务上，东方明珠主要采用自营模式发展互联网电视业务，主要采用免费赠送互联网机顶盒给用户的方式拓展终端用户，对外采购机顶盒等成本相对较高。同时，东方明珠版权内容储备优势较高，版权内容投入成本较高，并且需要自行采购CND服务。因此近几个财年OTT业务毛利率均为负值。而公司的OTT业务主要采取与合作方共同经营的模式，合作方在版权内容购买等方面的投入不计入公司OTT业务的成本。因此公司在IPTV以及OTT业务上的毛利水平高于同行公司。

ROE来看，2018年新媒股份ROE为28.84%。相比其他可比公司，新媒股份ROE水平明显较高，主要是因为同行业其他公司主营业务结构中包含有线电视等资本投入

较大的业务，而运营新媒体业务的新媒股份相对资产较轻。

图 33: 同行业上市公司2018年盈利能力对比



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

表 8: IPTV及OTT业务毛利水平同行对比

序号	2016A	2017A	2018A
IPTV 业务			
东方明珠	48.93%	42.22%	40.63%
新媒股份	58.45%	57.78%	55.74%
OTT 业务			
东方明珠	-34.07%	-31.94%	-51.14%
新媒股份	50.50%	56.92%	71.64%

数据来源: 招股说明书, 东方明珠 2018 年年报, 广发证券发展研究中心

六、投资建议

盈利预测

新媒股份营收来源于IPTV业务、互联网电视业务、省外专网视听节目综合服务、有线电视网络增值服务以及其他业务等，其中IPTV以及互联网电视业务为公司最主要营收来源。

- IPTV业务：**公司IPTV业务营收主要来源于基础业务以及增值业务，基础业务营收=基础业务用户数*基础业务ARPU值，考虑新媒股份在广东省内业务经营的稀缺性（源于资质的稀缺性）以及目前广东省IPTV渗透率和未来的提升空间，我们预计2019-2021年公司IPTV基础业务用户同比增速分别为30%/20%/15%；预计基础业务ARPU值略有提升。IPTV业务营收=基础业务营收+增值业务营收，增值业务方面，预计未来三年营收同比增速分别为55%/50%/50%。基于以上假设，我们预计公司IPTV业务2019-2021年营收同比增速分别为39.5%、28.9%、27.0%。考虑未来公司将会加大内容版权的采购投入（预计2019-2021年IPTV业务成本项目中版权内容采购费分别为1.92、2.42、3.42亿元），预计未来三年IPTV业务毛利水平略有下降，2019-2021年IPTV业务毛利率分别为52.4%/52.7%/50.2%。
- 互联网电视：**目前公司互联网电视业务营收来源主要依托四个平台：云视听极光、云视听MoreTV、云视听悦厅以及云视听小电视。云视听极光以及云视听MoreTV已经规模运营，云视听悦厅以及云视听小电视处于起步阶段，未来用户规模有较大提升空间。综合考虑四个平台未来的用户规模增长以及ARPU值增长，我们预计公司互联网电视业务2019-2021年营收同比增速分别为29.6%/35.6%/36.1%。考虑未来公司将会加大版权内容上的投入，版权内容采购成本将会提升，预计OTT业务板块成本结构中2019-2021年版权内容采购费分别为800/800/800万元。预计公司互联网电视业务2019-2021年毛利率分别为68.3%/69.7%/71.2%。
- 省外专网视听节目综合服务：**2017年和2018年，公司的省外专网视听节目综合服务业务经营区域主要为河南省，来自河南省的营收在该业务板块总营收比重分别为100%/95.80%。2018年省外专网视听节目综合服务营收同比略有下降，主要是来自河南移动采购的服务营收略有波动。预计未来随着业务范围的进一步拓宽，保守估计省外专网视听节目综合服务将平稳发展。我们预计公司2019-2021年省外专网视听节目综合服务营收增速分别为5%/5%/5%，毛利率分别为20%/20%/20%。
- 有线电视网络增值服务：**我们预计公司2019-2021年有线电视网络增值服务将平稳发展，2019-2021年营收增速分别为10%/10%/10%，毛利率分别为65%/65%/65%。
- 其他业务：**我们预计公司2019-2021年其他业务将平稳发展，2019-2021年其他业务营收分别为1,323/1,323/1,323万元，毛利率分别为50%/50%/50%。

表 9: 新媒股份盈利预测

项目	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
IPTV 业务	16,500.0	30,529.2	47,778.4	66,673.3	85,916.0	109,084.9
YoY	150.3%	85.0%	56.5%	39.5%	28.9%	27.0%
毛利率	58.45%	57.78%	55.74%	52.40%	52.68%	50.16%
互联网电视	6,359.1	7,073.3	9,865.8	12,786.4	17,344.4	23,609.6
YoY	-2.6%	11.2%	39.5%	29.6%	35.6%	36.1%
毛利率	50.50%	56.92%	71.64%	68.31%	69.66%	71.17%
省外专网视听节目综合服务	-	3,800.7	3,443.3	3,615.5	3,796.3	3,986.1
YoY	-	-	-9.4%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	-	18.33%	22.16%	20.00%	20.00%	20.00%
有线电视网络增值服务	-	1,654.2	1,905.6	2,096.1	2,305.8	2,536.3
YoY	-	-	15.2%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	-	69.58%	65.01%	65.00%	65.00%	65.00%
手机视频业务	1,520.0	-	-	-	-	-
YoY	-	-	-	-	-	-
毛利率	45.49%	-	-	-	-	-
其他业务	6,086.4	1,538.4	1,323.3	1,323.3	1,323.3	1,323.3
YoY	-	-74.7%	-14.0%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	6.42%	57.20%	52.20%	50.00%	50.00%	50.00%
合计营收	30,465.5	44,595.8	64,316.4	86,494.6	110,685.7	140,540.2
YoY	68.6%	46.4%	44.2%	34.5%	28.0%	27.0%
整体毛利率	45.75%	54.70%	56.58%	53.67%	54.45%	53.10%

数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

表 10: IPTV业务成本拆解

项目 (万元)	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
IPTV 业务成本合计	6,855.0	12,887.9	21,147.7	31,733.75	40,652.92	54,371.38
版权内容采购费	3,656.6	8310.52	14,888.2	19,200.00	24,200.00	34,200.00
占营收比重	22.2%	27.2%	31.2%	28.8%	28.2%	31.4%
人工成本	2,152.8	3,347.8	4,451.6	8,334.17	11,169.08	13,635.61
占营收比重	13.0%	11.0%	9.3%	12.50%	13.0%	12.5%
技术及信号服务费	245.0	218.3	236.7	598.97	687.33	797.71
占营收比重	1.5%	0.7%	0.5%	0.90%	0.80%	0.73%
折旧及摊销	387.5	494.4	863.0	2,333.57	3,007.06	3,817.97
占营收比重	2.3%	1.6%	1.8%	3.50%	3.50%	3.50%
播控费	134.6	247.4	359.3	533.39	687.33	872.68
占营收比重	0.8%	0.8%	0.8%	0.80%	0.80%	0.80%
租金及物业管理费	89.1	109.2	153.9	271.03	343.66	410.41
占营收比重	0.5%	0.4%	0.3%	0.41%	0.40%	0.38%
其他	189.5	160.3	194.9	462.63	558.45	637.00
占营收比重	1.1%	0.5%	0.4%	0.69%	0.65%	0.58%
毛利率	58.45%	57.78%	55.74%	52.40%	52.68%	50.16%

数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

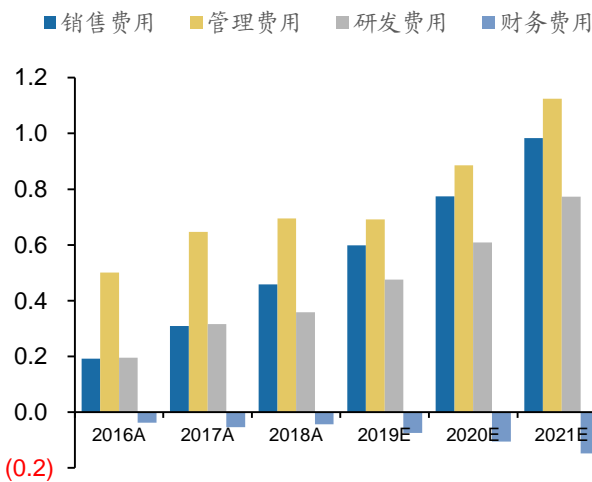
表 11: OTT业务成本拆解

项目 (万元)	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
互联网电视业务成本	3,147.6	3,047.3	2,798.2	4,052.62	5,262.47	6,805.51
人工成本	856.4	1,096.7	1,385.5	1,833.34	2,537.25	3,384.84
占营收比重	13.5%	15.5%	14.0%	14.34%	14.63%	14.34%
技术及信号服务费	170.2	1,216.1	606.8	895.05	1,214.11	1,652.68
占营收比重	2.7%	17.2%	6.2%	7.00%	7.00%	7.00%
版权内容采购费	1,004.4	534.0	409.1	800.00	800.00	800.00
占营收比重	15.8%	7.5%	4.1%	6.3%	4.6%	3.4%
折旧及摊销	96.0	128.4	282.9	383.59	520.33	708.29
占营收比重	1.5%	1.8%	2.9%	3.00%	3.00%	3.00%
播控费	4.9	27.3	42.6	51.15	69.38	94.44
占营收比重	0.1%	0.4%	0.4%	0.40%	0.40%	0.40%
租金及物业管理费	89.2	39.3	42.0	51.15	69.38	94.44
占营收比重	1.4%	0.6%	0.4%	0.40%	0.40%	0.40%
互联网电视硬件成本	926.5	0.2	23.1	25.57	34.69	47.22
占营收比重	14.6%	0.0%	0.2%	0.20%	0.20%	0.20%
其他		5.4	6.1	12.79	17.34	23.61
占营收比重	0.0%	0.1%	0.1%	0.10%	0.10%	0.10%
毛利率	50.50%	56.92%	71.64%	68.31%	69.66%	71.17%

数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

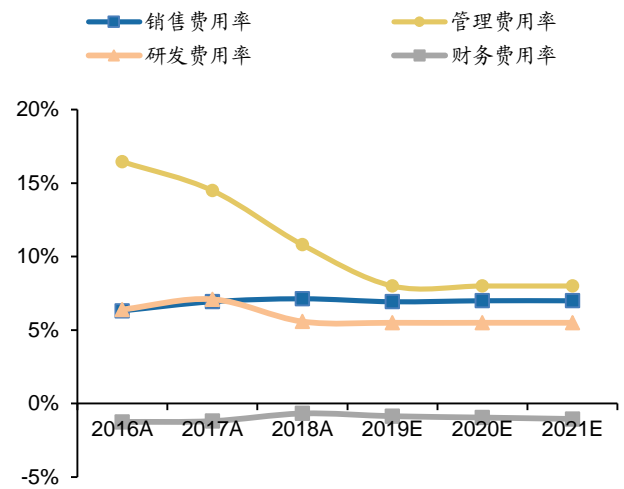
费用来看，预计公司未来销售费用率保持相对稳定，2019-2021年销售费用率分别为6.9%/7.0%/7.0%；管理费用来看，公司管理费用项目中主要包括职工薪酬、中介费、租金及物业管理费等项目，其中职工薪酬以及中介费是主要开支。2016-2018年公司管理费用率分别为16.46%/14.49%/10.81%，随着公司业务发展，基于规模效应，预计管理费用率还有进一步下降的空间。我们预测2019-2021年公司管理费用率分别为8.0%/8.0%/8.0%。公司的财务费用主要来自利息收入，综合考虑公司账上货币资金、借款情况以及利率情况，预计2019-2021年财务费用率分别为-0.9%/-1.0%/-1.1%。研发费用方面，预计随着公司业务规模的扩张，研发费用项目中的人力物力等投入会持续提高，研发费用将逐年增加，预计2019-2021年研发费用率分别为5.5%/5.5%/5.5%。

图 34: 新媒股份期间费用预测 (亿元)



数据来源: 招股说明书及公司财报, 广发证券发展研究中心

图 35: 新媒股份期间费用率预测



数据来源: 招股说明书及公司财报, 广发证券发展研究中心

基于以上分析，我们预测新媒股份2019-2021年实现归母净利润分别为2.87/3.77/4.61亿元，同比增速分别为39.8%/31.4%/22.3%。2019-2021年EPS分别为2.23/2.94/3.59元，2019/5/7收盘价对应PE分别为31.4X/23.9X/19.5X。

估值分析

公司作为首家在A股独立上市的新媒体运营商，没有主营结构完全一致的公司。我们选取A股业务结构包含IPTV以及OTT业务的东方明珠、芒果超媒以及贵广网络作为可比公司。

东方明珠主营业务包括视频购物、媒体网络、IPTV、影视互娱以及OTT及有线电视业务，业务相对多元，但从近几年的营收及净利增速来看，增长相对疲软。公司2016-2018年分别实现营收194.45、162.61、136.34亿元，同比增速分别为4.94%、-16.38%、-16.16%；2016-2018年分别实现归母净利润29.34、22.37、20.15亿元，同比增速分别为0.94%、-23.76%、-9.9%。根据Wind一致预测，公司2019-2020年EPS预计分别为0.62、0.63元，2019/5/7收盘价对应PE分别为

16.9/16.6X。芒果超媒主营新媒体平台运营、新媒体互动娱乐内容制作以及媒体零售等业务，核心业务高速增长。根据我们的盈利预测，预计2019-2020年EPS分别为1.23、1.51元，2019/5/7收盘价对应PE分别为33.6/27.4X。贵广网络主营有线电视业务，相比同行，贵广网络有线电视用户在受新媒体冲击的背景下实现逆势增长。除此之外，贵广网络积极开展智慧广电业务，B端业务订单落地，预计未来将持续产生经济效益以及社会效益。根据Wind一致预期，预计贵广网络2019-2020年EPS分别为0.37、0.46元，2019/5/6收盘价对应PE分别为22.6/18.2X。

新媒股份主营IPTV以及OTT业务，是目前A股上市的同行业公司中最纯正的新媒体运营商。考虑可比公司估值水平，新媒股份业务纯正性及业务未来的增长空间，以及新媒股份作为首家在A股独立上市的新媒体运营商的稀缺属性，我们给予新媒股份2019年35倍PE，对应合理价值为78.05元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 12：新媒股份可比公司PE估值情况可比（市值统计截止2019.05.07收盘）

公司名称	公司代码	市值（亿元）	股价（元）	EPS（元）			PE估值水平		
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
300413.SZ	芒果超媒	408.88	41.30	0.87	1.23	1.51	17.15	33.58	27.35
600637.SH	东方明珠	358.72	10.45	0.59	0.62	0.63	17.45	16.85	16.59
600996.SH	贵广网络	87.26	8.37	0.30	0.37	0.46	21.27	22.62	18.20
300770.SZ	新媒股份	89.98	70.10	2.13	2.23	2.94	39.3	31.37	23.88

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（注：芒果超媒盈利预测来自广发证券发展研究中心，其余可比公司盈利预测来自Wind一致预测；新媒股份2017/2018年EPS以历史股本计算）

七、风险提示

- (1) 授权变化风险;
- (2) 竞争因素致使IPTV以及OTT业务APRU值下降的风险;
- (3) 知识产权纠纷风险。

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
流动资产	631	822	1,061	1,476	2,033	
货币资金	518	611	876	1,227	1,716	
应收及预付	106	200	175	236	301	
存货	0	0	0	0	0	
其他流动资产	7	11	10	13	16	
非流动资产	172	228	341	415	457	
长期股权投资	6	6	6	6	6	
固定资产	74	83	110	125	133	
在建工程	2	2	2	2	2	
无形资产	46	63	148	207	241	
其他长期资产	44	75	75	75	75	
资产总计	803	1,050	1,403	1,891	2,490	
流动负债	227	315	348	461	600	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付及预收	158	233	229	312	409	
其他流动负债	69	81	120	149	191	
非流动负债	17	23	23	23	23	
长期借款	0	0	0	0	0	
应付债券	0	0	0	0	0	
其他非流动负债	17	23	23	23	23	
负债合计	243	338	371	484	623	
股本	96	96	128	128	128	
资本公积	317	316	316	316	316	
留存收益	144	299	586	963	1,424	
归属母公司股东权益	557	711	1,030	1,407	1,868	
少数股东权益	3	1	1	0	-1	
负债和股东权益	803	1,050	1,403	1,891	2,490	

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
营业收入	446	643	865	1,107	1,405	
营业成本	202	279	401	504	659	
营业税金及附加	2	3	4	6	7	
销售费用	31	46	60	77	98	
管理费用	65	70	69	89	112	
研发费用	32	36	48	61	77	
财务费用	-5	-4	-7	-11	-15	
资产减值损失	4	8	0	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	
投资净收益	-6	-3	0	0	0	
营业利润	111	206	291	381	466	
营业外收支	1	1	1	1	1	
利润总额	112	206	292	382	467	
所得税	2	1	5	6	7	
净利润	110	205	286	376	460	
少数股东损益	0	0	-1	-1	-1	
归属母公司净利润	110	205	287	377	461	
EBITDA	129	230	311	406	494	
EPS (元)	1.14	2.13	2.23	2.94	3.59	

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
经营活动现金流	199	246	373	460	574	
净利润	110	205	286	376	460	
折旧摊销	14	21	27	36	43	
营运资金变动	65	10	59	49	71	
其它	10	11	-1	-1	-1	
投资活动现金流	-50	-100	-140	-110	-85	
资本支出	-39	-67	-140	-110	-85	
投资变动	-11	-33	0	0	0	
其他	0	0	0	0	0	
筹资活动现金流	-14	-53	32	0	0	
银行借款	0	0	0	0	0	
股权融资	1	5	32	0	0	
其他	-15	-58	0	0	0	
现金净增加额	135	93	265	351	489	
期初现金余额	383	518	611	876	1,227	
期末现金余额	518	611	876	1,227	1,716	

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力(%)					
营业收入增长	46.4	44.2	34.5	28.0	27.0
营业利润增长	97.2	84.6	41.6	31.0	22.3
归母净利润增长	117.6	86.9	39.8	31.4	22.3
获利能力					
毛利率	54.7	56.6	53.7	54.4	53.1
净利率	24.7	31.8	33.1	34.0	32.7
ROE	19.7	28.8	27.8	26.8	24.7
ROIC	268.3	290.8	222.8	243.4	367.8
偿债能力(%)					
资产负债率	30.3	32.1	26.5	25.6	25.0
净负债比率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
流动比率	2.79	2.61	3.05	3.20	3.39
速动比率	2.75	2.58	3.01	3.16	3.35
营运能力					
总资产周转率	0.64	0.69	0.71	0.67	0.64
应收账款周转率	5.72	4.46	5.37	5.08	5.06
存货周转率	1,574	1,775	1,825	1,825	1,825
每股指标(元)					
每股收益	1.14	2.13	2.23	2.94	3.59
每股经营现金流	2.06	2.56	2.90	3.59	4.47
每股净资产	5.79	7.39	8.03	10.96	14.55
估值比率					
P/E	-	-	31.37	23.88	19.52
P/B	-	-	8.73	6.39	4.82
EV/EBITDA	-	-	26.16	19.12	14.74

广发传媒行业研究小组

旷 实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
朱可夫：分析师，香港科技大学经济学硕士，中国人民大学金融学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。
叶敏婷：联系人，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心
吴 桐：联系人，武汉大学金融学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。