

5G 媒体时代即将到来 推荐广电、大屏与云游戏

——互联网与传媒行业 2019 年下半年投资策略

行业中期报告

◆我们正处于第五轮媒体技术的快速发展期，即将伴随 5G 革命进入物联网媒体时代。文化传媒是典型的供给驱动型行业，技术进步将驱动娱乐内容升级，5G 将带来从渠道到终端与媒体应用到应用场景的变化和机会，其中广电、智能大屏和云游戏是较先受益的领域。

◆5G 渠道端：关注与布局政策催化下的广电行业转型升级

政策催化+5G 牌照或使广电成为 2019 年传媒行业最大的主题性机会。1) 政策层面高度重视主流媒体的建设，广电系统是主流舆论和主流价值传播的主渠道和主阵地，其整合发展、转型升级得到了中宣部、深改委的推动，政策对于广电系统的倾斜与扶持将长期催化板块机会；2) 5G 与超高清视频技术将驱动广电产业转型升级，提升广电系统竞争力与经营效率。

◆5G 媒体终端+场景：智能大屏流量入口价值有望重估

1) 大屏端 IPTV、OTT 已跨过追求用户规模增长的 1.0 时代进入精细运营的 2.0 时代；用户增值服务及广告市场开启 IPTV/OTT 从 1 到 10 的新成长；2) 4K 超高清对于观看体验有质的提升，得益于 IPTV 的专网传输+QoS 控制+大屏体验优势，超高清视频大概率将在 IPTV 上率先应用与普及，成为广电大屏与互联网视频平台竞争的核心产品；3) 大屏在 5G 物联网时代，是重要的家庭场景入口和媒体中心；大屏将受益于超高清机遇并围绕家庭场景提供如教育、游戏电竞及医疗等垂直细分内容服务，其媒介及流量入口价值有望迎来重估。

◆5G 内容应用：网络带宽及延迟限制被打破，云游戏迎来产业化机会

1) 5G 超大带宽、超低时延使得云游戏大规模普及成为可能；2) 云游戏将降低用户门槛、推动优质内容普及，实现“玩家省钱+厂商增收”双赢助推产业发展；所服务游戏市场 2021 年将达 1740 亿美元；2) 云游戏将带来游戏产业链各环节利益的重新划分，云服务商与游戏发行平台将直接受益于云游戏的发展；3) 云服务商与游戏发行平台协同及融合已形成趋势，同时掌控云服务能力与分发能力的厂商有望获益。

◆投资建议：推荐广电、大屏与云游戏

- 1) 推荐在 5G/超高清进行前瞻布局投入、积极与地方政府合作打造智慧广电应用的东方明珠、华数传媒、贵广网络。
- 2) 推荐国内唯二拥有 IPTV 和 OTT 牌照、具备强内容品牌和差异化内容资源的芒果超媒，关注新媒股份；推荐电视剧制作龙头华策影视。
- 3) 云游戏领域，推荐游戏与云计算龙头、发布云游戏平台“腾讯即玩”的腾讯控股，以及网吧管理系统国内排名第一、网吧云服务逐步落地的顺网科技。

◆风险分析：广电整合进度不及预期、云游戏产业化不及预期、5G 整体建设进度不及预期、知识产权被侵犯风险、产品开发与创新能力降低风险、作品审查风险等

买入（维持）

分析师

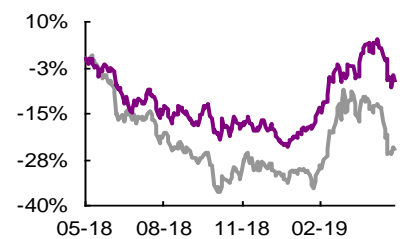
孔蓉 (执业证书编号：S0930517120002)
021-52523837
kongrong@ebsecn.com

范佳璠 (执业证书编号：S0930518100002)
021-52523691
fanzhili@ebsecn.com

联系人

乐济铭
021-52523797
lejiming@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

投资聚焦

研究背景

2019年6月6日，工信部向中国电信、中国移动、中国联通、中国广电发放5G商用牌照，中国即将进入5G时代，全球其他国家正抢跑进入5G时代。我们回顾历史可以发现，每一轮技术革命都给媒体行业发展带来巨大的新机会，媒体内容传播的渠道、终端、场景和内容应用均将改变。5G万物互联时代将带来物联网媒体时代，我们目前正处于内容巨变的前夜，巨变将带来巨大的行业机会。

我们的创新之处

我们观察到用户正在向以IPTV/OTT为代表的大屏回流的趋势，并且超高清将在IPTV率先得到应用从而强化这一趋势，市场对此认知尚不够充分。

- 1) 截至19Q1，中国IPTV用户数已达2.7亿户，超过有线电视，预计覆盖4-5亿人，是中国最有影响力的媒体形式之一；IPTV的日开机率可达60%。
- 2) 得益于IPTV的专网传输+QoS控制+大屏体验优势，超高清视频大概率将在IPTV上率先应用与普及，用户体验将远超基于公网的互联网视频平台。
- 3) 体验升级与流量回归将带来用户付费与广告投放，大数据助力的精细运营下IPTV OTT变现能力迎来向上拐点；我们测算2019年IPTV广告市场规模达127亿元。

投资观点

政策催化+5G牌照或使广电成为2019传媒行业主题性机会。1) 政策层面高度重视主流媒体的建设，广电系统是主流舆论和主流价值传播的主渠道和主阵地，其整合发展、转型升级得到了中宣部、深改委的推动，政策对于广电系统的倾斜与扶持将长期催化板块机会；2) 5G与超高清视频技术将驱动广电产业转型升级，提升广电系统竞争力与经营效率。我们推荐在5G/超高清进行前瞻布局投入、积极与地方政府合作打造智慧广电应用的**东方明珠、华数传媒、贵广网络**。

大屏端IPTV、OTT已跨过追求用户规模增长的1.0时代进入精细运营的2.0时代。1) 用户增值服务及广告市场的高速增长开启IPTV/OTT从1到10的新成长；2) 我们认为大屏在5G物联网时代，是重要的家庭场景入口和媒体中心，围绕着家庭场景能够提供多内容服务如教育、游戏电竞及医疗等。我们推荐拥有国内唯二拥有IPTV和OTT牌照、强内容品牌且差异化内容资源的**芒果超媒**，关注新媒股份；推荐电视剧制作龙头**华策影视**。

5G时代将带来游戏产业链各环节利益的重新划分，我们认为云服务商与游戏发行平台将直接受益于云游戏的发展；同时云服务商与游戏发行平台的融合已形成趋势。推荐国内游戏发行排名第一、云服务排名第二、已经发布云游戏平台“腾讯即玩”的**腾讯控股**，以及网吧管理系统国内排名第一、网吧云服务逐步落地的**顺网科技**。

目 录

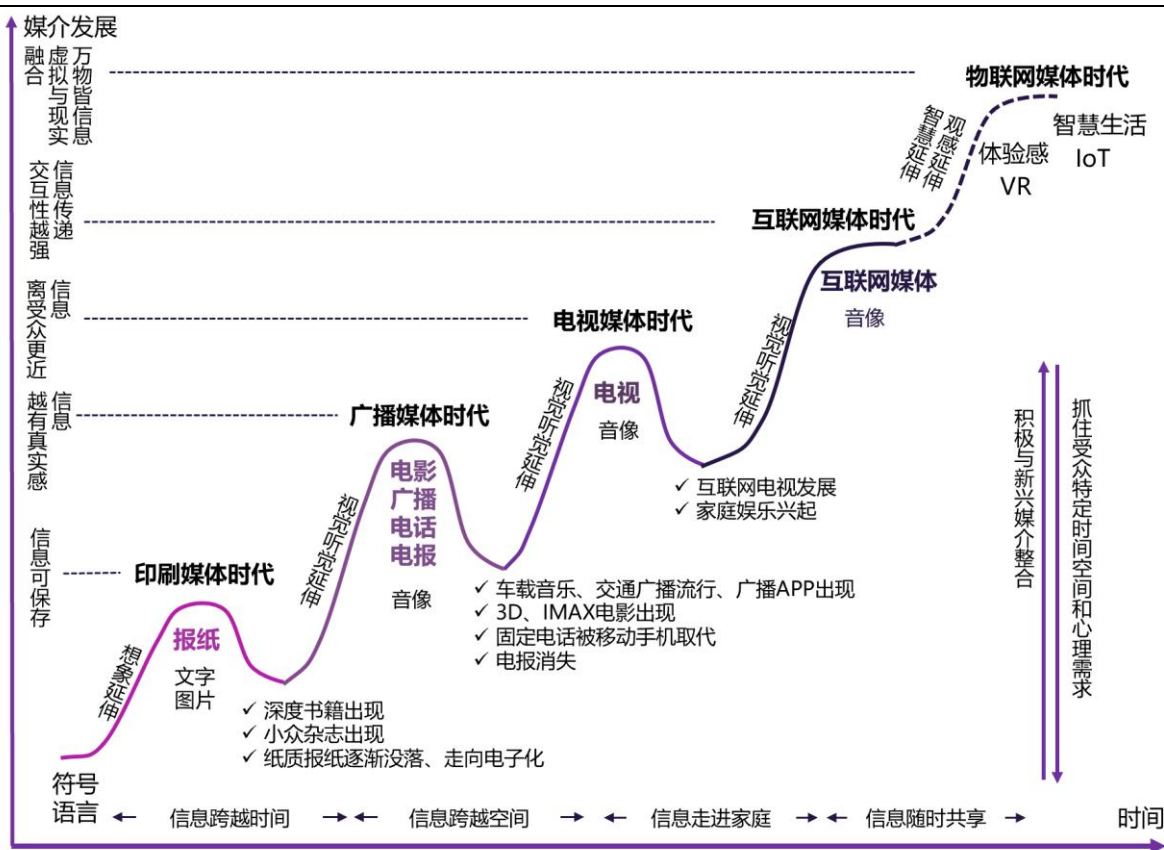
1、 5G 将推动娱乐内容升级 进入物联网媒体时代	4
1.1、 5G 将推动娱乐内容升级，带来极致体验.....	4
1.2、 5G 物联网媒体时代：广电、大屏和云游戏先受益	6
2、 5G 时代之渠道：广电已获 5G 牌照，或将催化“全国一网”整合进程	8
2.1、 国网公司已获 5G 牌照，整合升级或将加速	8
2.2、 有线电视网络“全国一网”整合已有明确时间表	8
3、 5G 时代之媒体场景和终端：大屏进入精细化运营 2.0 阶段 智能家庭入口价值被低估	10
3.1、 IPTV/OTT 1.0 进入 2.0 时代：政策规范趋于稳定 广告及增值服务是未来增长动力	10
3.2、 智能大屏的 2.0 时代：增值服务收入+广告市场空间大	12
4、 5G 媒体时代之内容应用：云游戏	15
4.1、 5G 将扫除云游戏发展的带宽与时延障碍.....	15
4.2、 云游戏将降低用户使用门槛，打通游戏细分市场	16
5、 行业观点	19
5.1、 行业观点一：5G 与超高清双驱动广电转型升级.....	19
5.2、 行业观点二：超高清视频和家庭入口价值巨大 大屏价值被低估.....	20
5.3、 行业观点三：5G 让云游戏落地 推荐云服务商和与游戏发行平台.....	22
6、 投资建议	24
6.1、 5G 商业化即将开启，推荐广电、大屏及云游戏.....	24
6.2、 重点公司介绍	25
7、 风险分析	41

1、5G 将推动娱乐内容升级 进入物联网媒体时代

文化媒体是典型的供给驱动型行业，技术进步将驱动文化娱乐内容升级，给消费者带来极致体验的同时催化出新的市场空间，我们正处于第五轮媒体技术的快速发展期，即将伴随 5G 革命进入物联网媒体时代。

1) 在史前时代，人类需要开发媒介来储存体外记忆，传播媒体伴随着人类的文明而出现；2) 传媒随着技术的发展而革命。从最早的符号时代，到近现代的文字印刷媒体时代的第一份报纸出现，传媒才真正作为一个产业诞生。电子化之后历经广播媒体，再到电视媒体影像、互联网媒体，传媒已经过了 4 个阶段。传媒发展视觉到听觉再到未来的沉浸式体验；3) 技术不停发展，传播内容并非如技术周期中的其他行业一样，从未简单意义消亡，而是随着技术的发展进一步进化发展；4) 我们当前处在第五轮媒介技术的成长期，体验从听觉视觉延伸到全方位沉浸体验，娱乐体验极致，即将跟随 5G 革命进入物联网媒体时代。

图 1：媒介技术及内容发展趋势



资料来源：光大证券研究所绘制

1.1、5G 将推动娱乐内容升级，带来极致体验

2019 年 6 月 6 日，工信部向中国电信、中国移动、中国联通、中国广电发放 5G 商用牌照，我们认为中国 5G 硬件的发展将在 2019 年正式起步，预计至 2022 年左右，基于 5G 大带宽、低延迟的特性产生的新的娱乐内容形式或迎来繁荣。

1) 基本逻辑: 5G 网络的建设需要国际技术标准的统一、边缘计算和网络切片技术的发展与成熟, 通信运营商还需要获得国家发布的 5G 牌照。在基础设施普及与完善之后, 5G 手机、5G TV 等娱乐设备将随之出现与大规模量产; AR/VR/全息投影设备将成为的 5G 时代的消费级娱乐硬件、超高清视频/云游戏将成为主流的娱乐内容。

2) 产业触发点: 国家已经发布 5G 牌照, 2019 年 3GPP 将发布最终的 5G 标准。5G 娱乐的硬件设备, 如 5G 手机将在 2019 年推出, VR、AR 将在 2021-2022 年成为大众娱乐产品, 推动新一轮的娱乐革命。

表 1: 中国 5G 硬件发展趋势

基本逻辑	5G 的实现需要技术标准的统一
	5G 需要进行网络切片, 用以定制需求迥异的应用
	边缘计算提供的计算能力和服务, 能够满足低时延、海量连接业务需求和数据的聚合优化需求
	通信运营商需要国家办法的 5G 牌照
	硬件桎梏的解决是 5G 手机、5GTV 出现的基础
产业触发点	AR、VR、全息投影设备将成为的 5G 时代的消费级娱乐产品
	边缘计算成熟、网络切片技术的发展 (2018 年)
	3GPP 发布 5G 标准完整版、国家发布 5G 牌照 (2019 年)
	5G 手机出现并大规模量产 (2020 年)
	5G 电视出现 (2021 年)
	VR 成为大众娱乐产品 (2021 年)
	中国 AR 市场大爆发 (2022 年)

资料来源: 安永《中国扬帆启航 引领全球 5G》、中国联通《2018 年 5G 网络切片白皮书》, 《边缘计算技术研究报告》, 艾瑞咨询《2017 中国 VR 虚拟现实行业研究报告之市场数据篇》, Digi-Capital, 光大证券研究所

参照 3G、4G 的发展历程, 5G 统治级平台或在 2021 年出现, 2022 年 5G 娱乐内容也或达到繁荣期。 1) 拥有海量用户、市场占有率高的 5G 时代统治级平台 (智能手机 OS 之于 4G 时代) 有望在 2021 年出现, 平台生态于 2022 年完善; 2) 5G 应用的兴起需要爆款应用的引领, 5G 爆款应用将在 2020 年出现, 开启 5G 对传媒行业的重构; 2022 年左右, 5G 娱乐内容达到繁荣期。

表 2: 中国 5G 平台、软件发展趋势

基本逻辑	系统平台的标准化过程是必经之路
	统治级系统平台的出现作用于交互产品的需求
	系统平台完善是软件生态丰富的基础
产业触发点	统治级平台出现 (2021 年)
	平台生态完善 (2022 年)

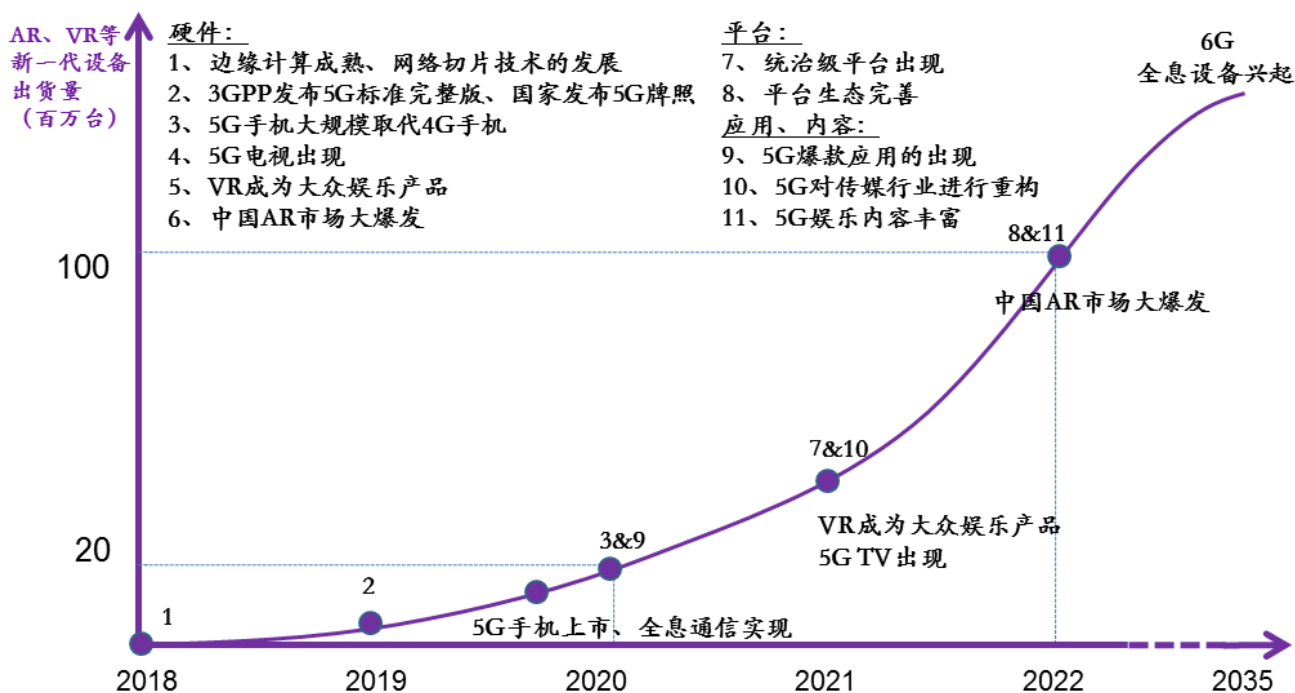
资料来源: 光大证券研究所

表 3：中国 5G 应用、内容发展趋势

基本逻辑	5G 应用的兴起需要爆款应用的出现
	5G 的行业深度应用将对传媒行业业态进行彻底重构
	5G 娱乐内容将会出现大繁荣
产业触发点	5G 爆款应用的出现 (2020 年)
	5G 对传媒行业进行重构 (2021 年)
	5G 娱乐内容丰富 (2022 年)

资料来源：光大证券研究所

图 2：中国 5G 发展路径时间表及猜测

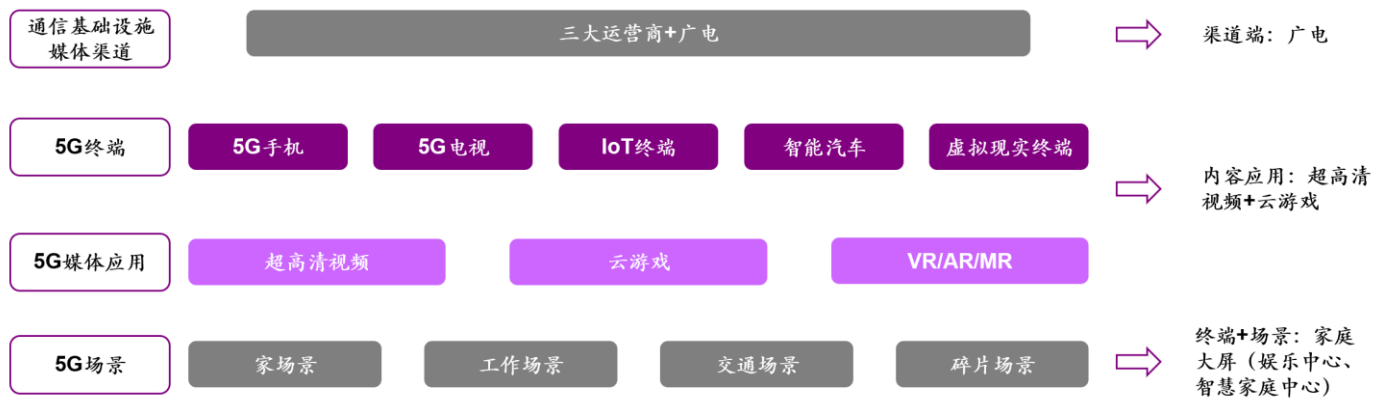


资料来源：光大证券研究所预测

1.2、5G 物联网媒体时代：广电、大屏和云游戏先受益

我们认为，5G 将带来从渠道、到终端、媒体应用及应用场景的变化和机会：其中广电、大屏和云游戏是较先受益的领域。1) 渠道端：国网公司成为第四家拥有 5G 牌照的运营商，拿到通过 5G 时代的入场券，给受政策倾斜下的广电板块带来巨大转型机会和投资机会；2) 应用及内容：超高清视频和云游戏是 5G 应用最先落地场景；3) 场景及终端：5G 带来万物互联时代。家庭场景占据人生命的三分之一，其重要性不言而喻；大屏是智能家居的重要入口，我们认为目前价值尚未被完全认知。

图 3：5G 时代传媒互联网推荐逻辑示意



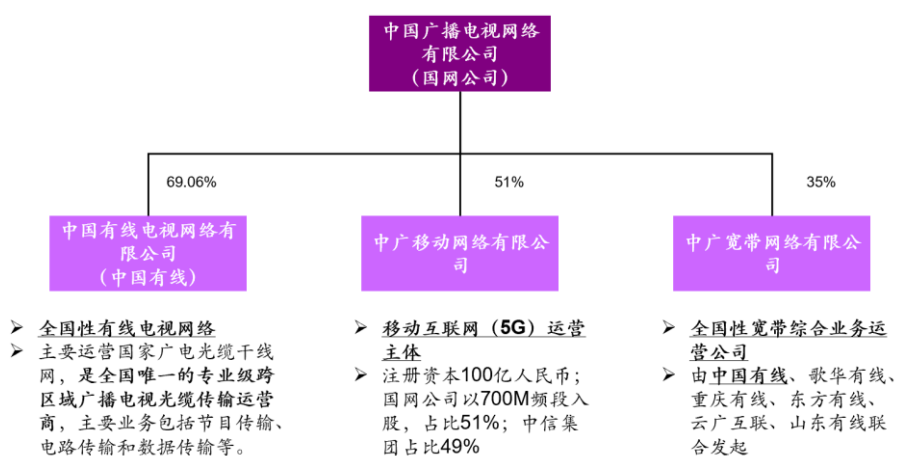
资料来源：光大证券研究所

2、5G 时代之渠道：广电已获 5G 牌照，或将催化“全国一网”整合进程

2.1、国网公司已获 5G 牌照，整合升级或将加速

对标美国电视与网络运营商巨头 Comcast，中国广电目前的业务架构已经较为完善，包含了全国性的有线电视网络、有线宽带网络与移动网络。由于 5G 牌照是由中国广电（国网公司）持有，预计由子公司中广移动网络负责运营，则地方广电企业发展 5G 的最低必要条件是与中国广电达成合作，因此我们认为 5G 牌照的发放将一定程度上推动地方广电的整合进程。

图 4：国网公司业务架构示意



资料来源：天眼查，光大证券研究所整理 注：截至 2019 年 6 月 10 日

2.2、有线电视网络“全国一网”整合已有明确时间表

2016 年 11 月底，中宣部、财政部、国家新闻出版广电总局联合发布《关于加快推进全国有线电视网络整合发展的意见》。相比于 2015 年广电总局发布的《加快推进全国有线电视网络整合发展试点工作方案》，在具体实施步骤和程序上有一些进展，并给出了明确的工作目标和时间表：到“十三五”末期（2020 年），基本完成全国有线电视网络整合，实现全国一张网。

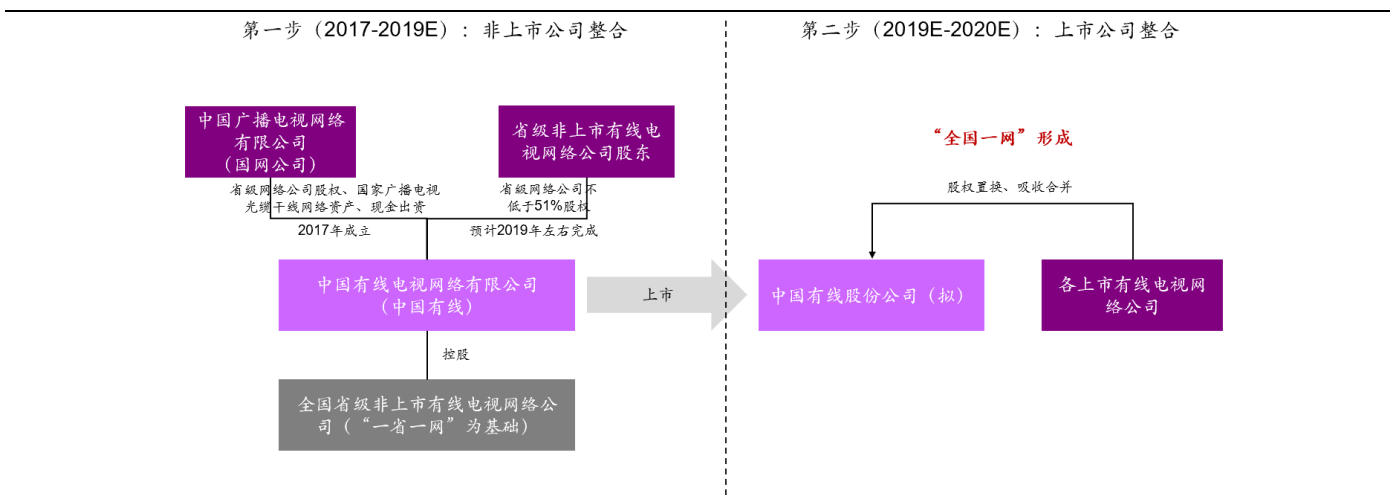
《意见》的核心是：原则上以省网是否上市区别对待。由中国广播电视网络有限公司和各省级有线电视网络公司采取包括增资入股、共同发起、股权置换、吸收合并等多种方式，分类实施，按“两步走”推进网络整合。

1) 第一步，中国广播电视网络有线公司入股省级非上市有线电视网络公司，协同推进网络整合、互联互通平台建设和全国性业务开展；中国广播电视网络有限公司适时以持有的省级网络公司股权、国家广播电视光缆干线网络资产、现金等出资，非上市有线电视网络公司的股东以合计不低于 51% 的股权出资（控股权移交中国有线），共同发起组建全国性有线电视网络有限公司。

2) 第二步, 推动全国性有线电视网络股份公司上市, 并通过股权置换、吸收合并等方式与已上市有线电视网络公司进行整合。

若要实现《意见》的工作目标, 国网的整合与资本化进程须在 2019 年提速。可能的里程碑节点有: 1) 2019 年内, 国网公司加快完成全国非上市省网公司的整合; 2) 2020 年前后, 尽快推动中国有线上市, 为后续的网络建设募集必要资金; 3) 2020 年起, 推进与上市省网公司的整合, 实现“全国一张网”的工作目标。

图 5: 全国有线电视网络整合方案示意



资料来源:《关于加快推进全国有线电视网络整合发展的意见》, 光大证券研究所整理

指导性意见出台后, 国网公司对于非上市省网公司的整合明显加速, 与上市省网公司的磋商也在进行中。至 2018 年 4 月份, 国网已经与河北、青海、宁夏、内蒙古等 10 家省网公司签订投资合作协议, 为全国网络整合打下了一定基础; 与江西、四川、天津、辽宁、福建等网络公司深入交换意见, 建立初步整合意向; 与山西、安徽、上海、西藏等网络公司以及已上市省级网络公司紧密沟通, 探索研商整合方案。

表 4: 国网公司战略投资省网公司进展

合作进展	省份
签署战略投资协议	河北、青海、宁夏、内蒙古、黑龙江、重庆、新疆、广东、山东、河南
建立初步整合意向	江西、四川、天津、辽宁、福建
探讨整合方案	山西、安徽、上海、西藏及已上市省级网络公司

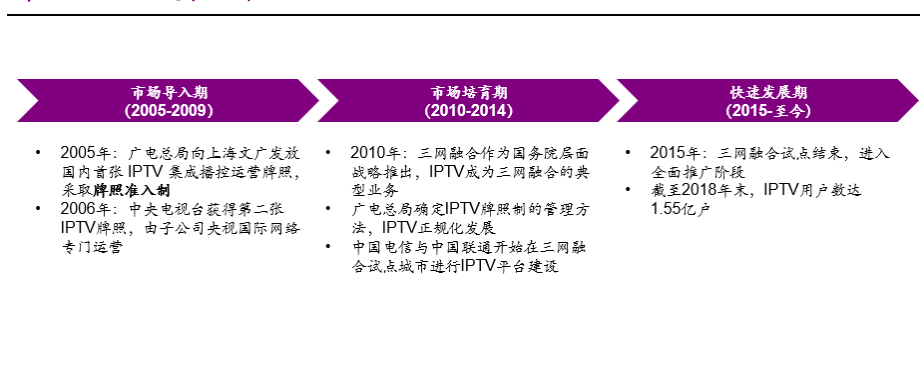
资料来源: 中广互联, 光大证券研究所 注: 截至 2019 年 5 月

3、5G 时代之媒体场景和终端：大屏进入精细化运营 2.0 阶段 智能家庭入口价值被低估

3.1、IPTV/OTT 1.0 进入 2.0 时代：政策规范趋于稳定 广告及增值服务是未来增长动力

媒体具有重要的社会影响力，始终受到政策的高度关注。IPTV 与 OTT 在发展的过程中经历了管理体制和规范政策的形成与完善。1) IPTV 是国家“三网融合”战略的重要载体，从 2005 年诞生起即采取牌照准入制；2010 年起开始三网融合试点，2015 年试点结束后进入全面推广阶段；2) OTT 因接入互联网公网，从诞生起就面临着盗版泛滥、难以管理的困境；经过政策的多轮调整，形成了目前“互联网电视内容服务许可”、“互联网电视集成服务许可”两类牌照的管理体制，行业进入规范发展期。

图 6：IPTV 发展历程



资料来源：新媒股份招股书，光大证券研究所整理

图 7：OTT TV（互联网电视）发展历程



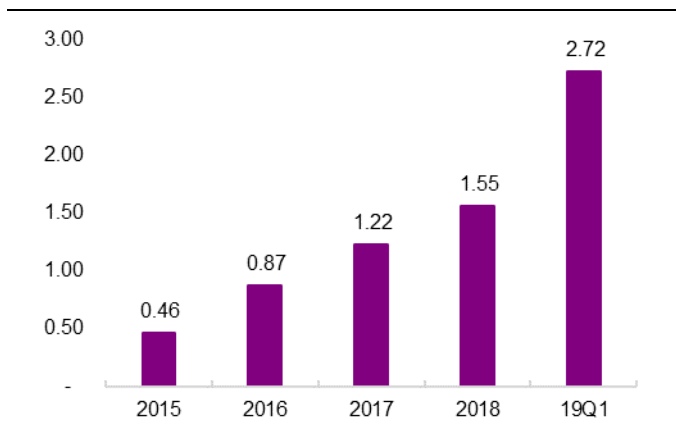
资料来源：新媒股份招股书，光大证券研究所整理

运营商以“办宽带送 IPTV”等低价策略推广 IPTV 推动用户基数高速增长，至 19Q1 IPTV 用户数达到 2.72 亿户。1) 2015-2018 年 IPTV、OTT 用户数复合增速均达到 50% 以上，有线电视用户数自 2016 年起不断回落。根据工信部最新数据，截至 2019 年 3 月，IPTV 用户数达到 2.72 亿，首次超过有线电视成为最重要的大屏内容终端。2) 2019 年 IPTV 用户数量爆发增长主要因为广电总局 327 会议（全国 IPTV 建设管理工作会议）要求中国移动 OTT 业务全部接入 IPTV 播控平台，进行统一管理；IPTV 用户基数进一

步扩大；3) IPTV 的快速推广主要得益于运营商的低价甚至免费策略，但 ARPU 值在 2018 年开始提升。根据 2017/2018 年全国广播电视行业统计公报数据测算，2018 年中国 IPTV ARPU 由 4.6 元/月提高至 5.4 元/月，OTT ARPU 由 1.4 元/月提高至 2.4 元/月；尽管 ARPU 绝对值处于较低水平（低于头部互联网视频平台 ARPU），但边际上已出现提升趋势。

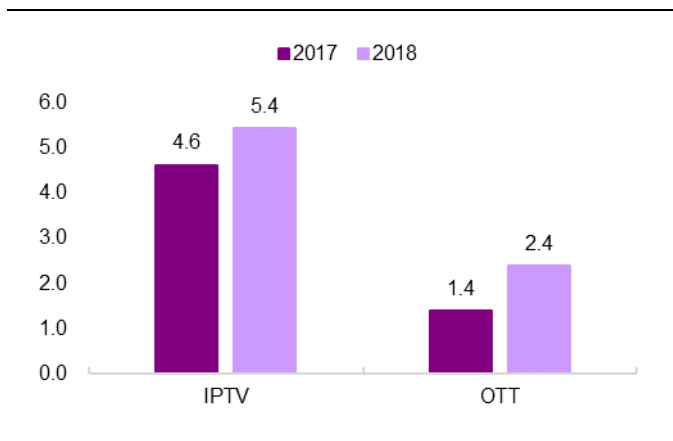
IPTV 的发展已被提高至国家的传媒战略高度，预计政策将持续关注与支持。广电总局 327 会议首次提出 IPTV 是广播电视在新媒体领域的重要延伸，是重要的宣传思想文化平台和意识形态阵地。IPTV 建设管理关系国家政治安全、文化信息安全、意识形态安全，关系满足人民美好生活新期待，我们预计未来将得到政策层面的持续扶持。

图 8：2015-19Q1 IPTV 用户数（单位：亿户）



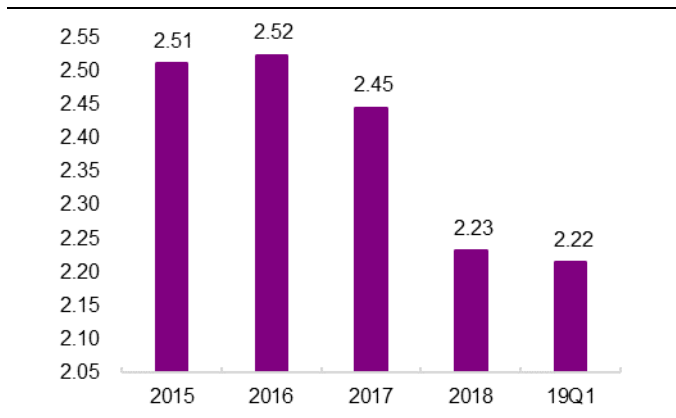
资料来源：18Q4 中国有线电视行业公报，工信部

图 9：中国 IPTV/OTT ARPU 值（单位：元/月）



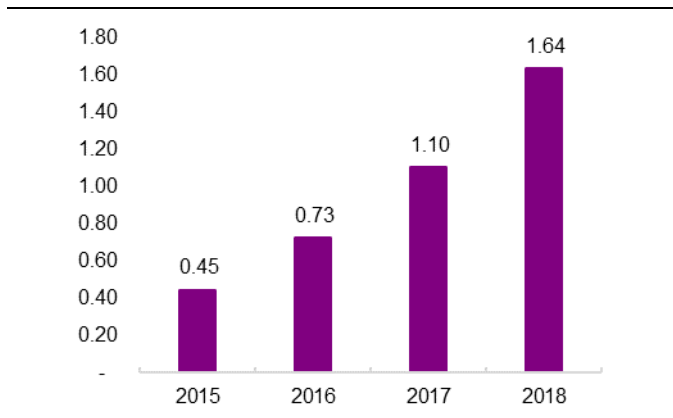
资料来源：2017/2018 年全国广播电视行业统计公报 注：2017 年起公报将 IPTV/OTT 纳入新媒体统计

图 10：2015-19Q1 有线电视用户数（单位：亿户）



资料来源：18Q4&19Q1 中国有线电视行业公报

图 11：2015-2018 OTT 用户数（单位：亿户）



资料来源：18Q4 中国有线电视行业公报

3.2、智能大屏的 2.0 时代：增值服务收入+广告市场空间大

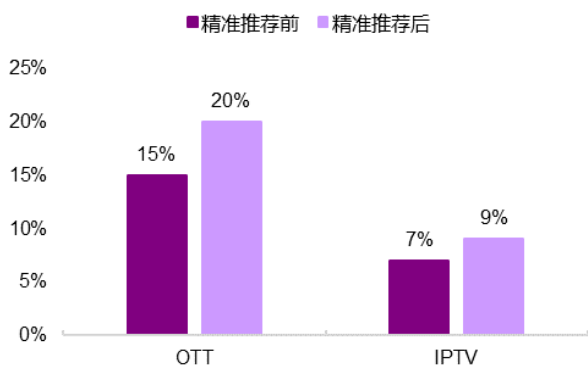
IPTV/OTT 具备双向互动的特性，能够实现用户观看数据的回流，使得基于大数据的精细化运营成为可能，增值服务收入有望随之提高。1) 目前领先的 IPTV 平台方如东方明珠、华数传媒等均形成了通过大数据分析形成用户画像并精准推送内容的能力；2) 增值服务收入=活跃用户数 X 付费率 X ARPU；根据勾正数据调研，精准推荐能够提高用户活跃度、付费率和 ARPU，使得增值服务收入全面提升。a) 通过用户画像和内容标签大数据，播控方可以为垂直群体精准推荐可能感兴趣的内容，从而提高用户活跃度与粘性，如给少儿教育族群推荐教育相关内容如教育类应用和广告，给游戏电竞族群推荐热门游戏直播等；b) 根据勾正数据 2018 年报告，精准推荐前后，某运营商 OTT 用户付费率由 15%提高至 20%，IPTV 用户付费率由 7%提高至 9%；c) 某省 IPTV 用户的主流消费由 10 元档提高至 20 元档。

图 12：用户画像是大数据精准推荐核心

用户行为	内容信息	用户标签	用户画像
开机 点播 搜索 下载 应用	收视 订购 收藏 投屏	红海行动 动作 军事 高票房 特种兵 人质危机 也门撤侨 林超贤 张译	人口属性 家庭属性 内容偏好 消费偏好 活跃等级
			男性、85后 电影、体育、游戏 中高收入 驾车、数码产品、旅游 增值服务潜力大

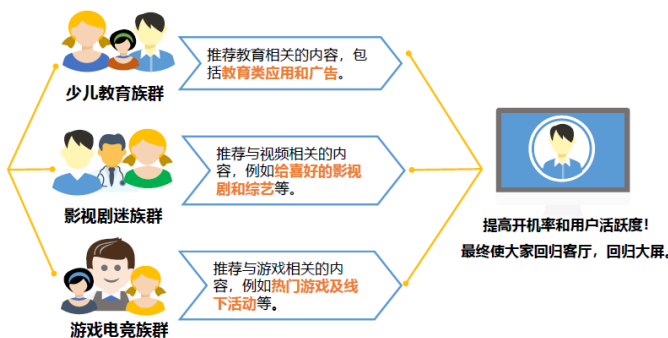
资料来源：勾正数据，光大证券研究所

图 14：某运营商精准推荐前后付费率对比



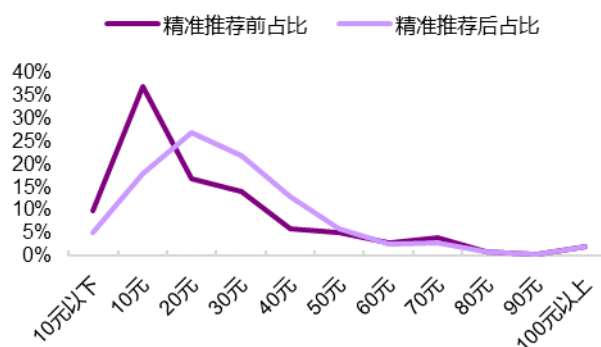
资料来源：勾正数据，光大证券研究所

图 13：精准推荐能够提高用户活跃度



资料来源：勾正数据，光大证券研究所

图 15：某省 IPTV 精准推荐前后各付费档用户规模占比



资料来源：勾正数据，光大证券研究所

我们保守估计 2019 年 IPTV 的广告市场规模将达到 127 亿元。借鉴 CSM 媒介研究算法：1) IPTV 用户数 2.72 亿户、日活率保守估计 40%（根据勾正数据日开机率可达 60%）、CPM 取 40 元（传统电视广告为 200 元，OTT

开机广告价格区间 35-50 元、贴片广告 20-30 元)、每日广告数取 8 条; 则年广告市场规模达 127 亿元(算法如表 5 所示); 取日广告数范围 6-10 个, CPM30-50 元进行敏感性分析, 市场规模在 71 亿-199 亿之间; 2) 由于 IPTV 广告能够根据用户画像进行精准投放, 并且数据可观测可回流, 因此 CPM 相对于表中假设仍有较大空间。

表 5: IPTV 广告市场规模测算

变量	数值	单位
IPTV 用户数 (a)	272	百万户
日活率 (b)	40%	
CPM (c)	40	元
日广告数 (d)	8	条
IPTV 广告市场规模 $=a*b*(10^3)*c*d*365/(10^8)$	127.1	亿元/年

资料来源: 光大研究所测算

表 6: IPTV 广告市场规模敏感性分析

		CPM (单位: 元)				
		30	35	40	45	50
日广告数 (单位: 条)	6	71	83	95	107	119
	7	83	97	111	125	139
	8	95	111	127	143	159
	9	107	125	143	161	179
	10	119	139	159	179	199

资料来源: 光大证券研究所测算

OTT 广告类型相较 IPTV 更加多样化, 通过组合投放能够实现更好的广告效果和广告价值。 OTT 广告互动性强、形式多样, 包括开机广告、贴片广告、霸屏广告、推荐位广告、屏保广告等多种广告类型。根据奥维互娱研究, 两种硬广+一种软植广告效果更好, 同一品牌的三种硬广会使用户出现反感情绪。组合投放时搭配屏保广告、桌面推荐广告位可加深品牌记忆, 搭配屏保、换肤、关机广告可提升品牌好感度。

目前 OTT 广告市场规模仅为电视广告规模 1-2%, 广告价值被严重低估。

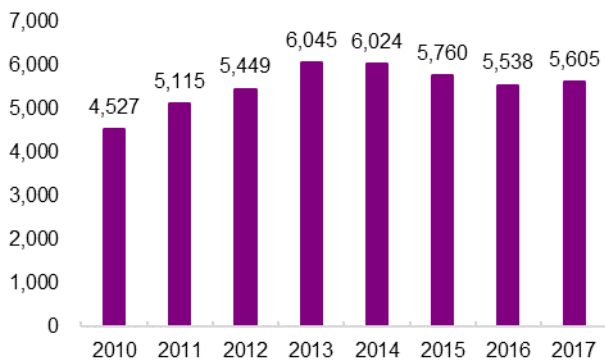
1) 根据我们专家访谈了解, 2018 年 OTT 广告收入仅有 60 亿, 而 2017 年中国电视广告投放金额达 5605 亿元; OTT 广告的规模与其用户覆盖规模、终端数量不匹配, 智能大屏广告价值被低估; 这种低估与此前行业内流量造假、竞价不规范等乱象有一定关系; 2) 随着行业内数据监测手段的日益完善、业内公司经营更加规范, 打消广告主投放顾虑, OTT 广告市场价值有望得到释放。勾正数据预测未来两到三年 OTT 将有效承接来自有线电视的广告转移, 2019 年达到 110-120 亿, 2020 年达到 300 亿规模, 即达到电视广告市场规模的 5% 左右。

图 16: OTT 系统层主要广告类型



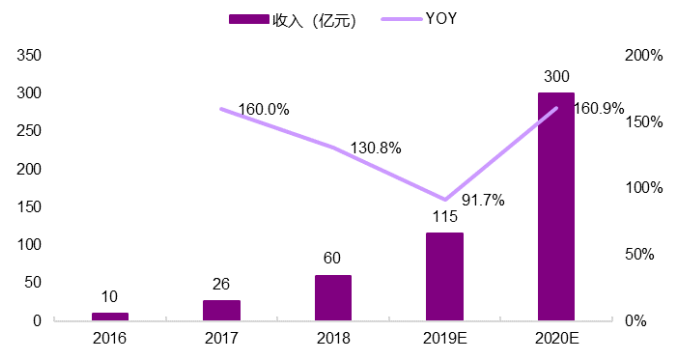
资料来源: 勾正数据, 光大证券研究所

图 17: 中国电视广告投放总额 (亿元)



资料来源: wind, 光大证券研究所

图 18: OTT 广告市场规模预测 (亿元)



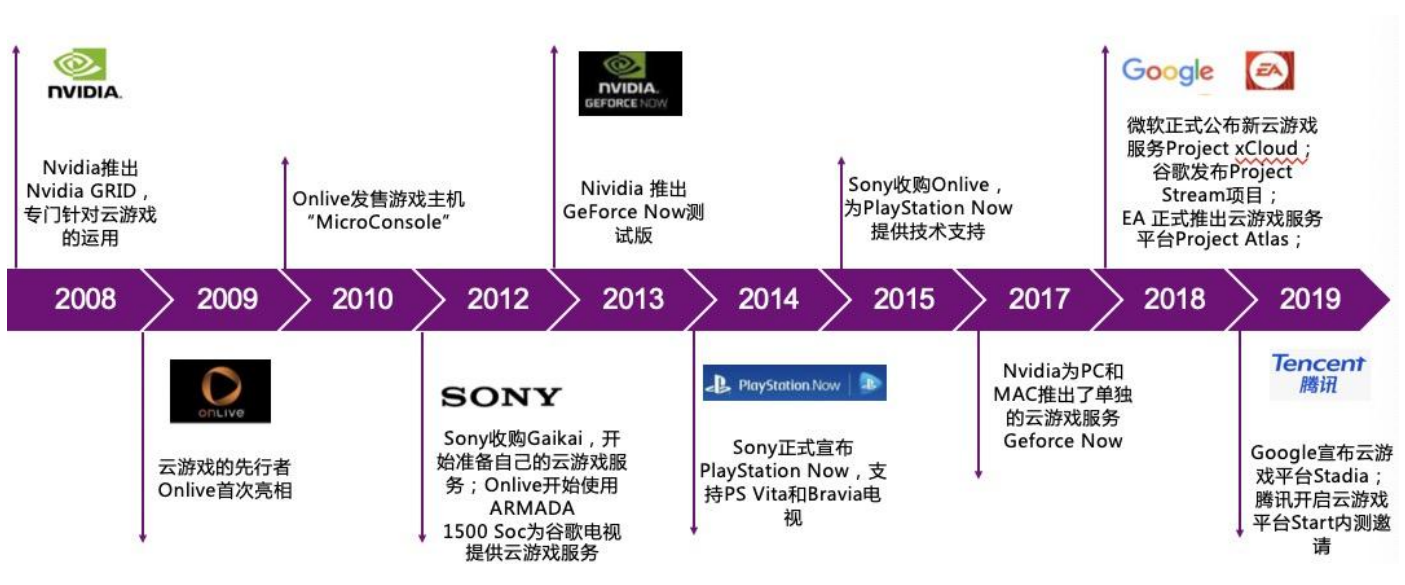
资料来源: 勾正数据预测、专家访谈

4、5G 媒体时代之内容应用：云游戏

4.1、5G 将扫除云游戏发展的带宽与时延障碍

游戏产业内巨头已在云游戏领域探索十年，但带宽与时延始终是云游戏未能普及的技术瓶颈。1) 2009 年，Onlive 首次亮相，云游戏进入大众视野，但由于当时美国平均家庭带宽只有 9.54Mbps，这款产品因付费用户太少而终止；2) 2014 年，Sony 推出 PlayStation Now，该服务使得玩家能够通过帐号在 PC 上以“云串流”的方式体验游戏；3) 2018 年，微软、谷歌与 EA 等各大厂商开始布局云游戏，相继推出 Project XCloud（微软）、Stadia（谷歌）和 Project Atlas（EA）等云游戏服务平台。

图 19：云游戏发展历程



资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

5G 超大带宽、超低时延的特性使得云游戏在移动端的普及成为可能；中国即将成为 5G 最大市场，云游戏有望迎来高速发展期。 (1) 云游戏的网络带宽要求逐渐提高：早期云游戏项目 onlive 网速要求为最低 3Mbps，最新的谷歌云游戏平台 Stadia 要达到 1080p60 帧网速要求为 30Mbps；(2) 5G 在带宽和时延方面成倍优于 4G：5G 带宽是 4G 的 100 倍：2013 年开始使用的 4G 网络理论带宽为 100Mbps，在中国的实测速率在 10-30Mbps 之间；而 5G 的理论传输速度可达到 10Gbps；此外，5G 设备的数据传输延迟在 1ms 以下，而 4G 设备的数据传输延迟为 50ms；(3) 中国将成为全球最大的 5G 市场，GSMA 预测中国到 2025 年将拥有大约 4 亿 3 千万连接，网络渗透率将达到 30%左右。5G 技术相对于 4G 具有实质性的提高，能够满足在多种终端下的云游戏传输需求，云游戏有望迎来高速发展的黄金期。

表 7：已公开的云游戏项目网速要求

公司	项目	网速要求
Onlive;Sony	onlive	720p 最低 3Mbps, 推荐 5Mbps 以上
Nvidia	GeForce Now	1080p 60FPS 需要 50Mbps; 720p 60FPS 需要 20Mbps; 流畅玩需要 10Mbps
Sony	PlayStation Now	5Mbps-12Mbps
EA	Project Atlas	推荐 25Mbps
Google	Stadia	1080p 60FPS 推荐 30Mbps, 最低 25Mbps

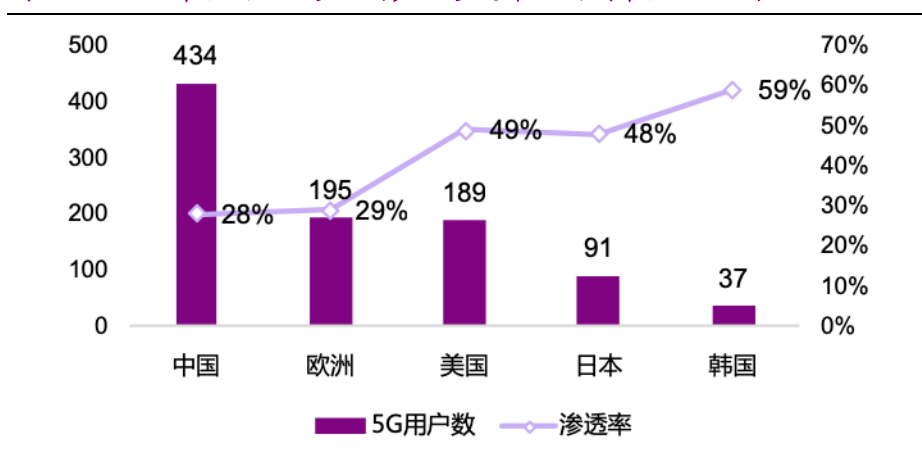
资料来源：公司官网，Polygon，光大证券研究所

表 8：2G-5G 网络数据速率和开始年份对比

网络	数据速率	中国开始年份
5g	10Gbps	预计 2020
4g	>10Mbps	2013
3g	理论>1Mbps, 一般几百 kpbs	2009
2g	几十 kbps	1995

资料来源：维基百科，安永，光大证券研究所

图 20：2025 年各国 5G 移动用户数渗透率预测（单位：百万）

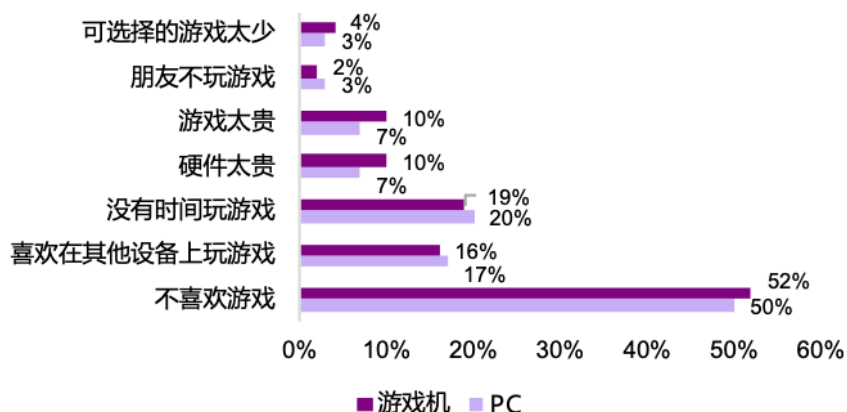


资料来源：GSMA 智库预测，光大证券研究所

4.2、云游戏将降低用户使用门槛，打通游戏细分市场

云游戏技术能够降低玩家的硬件投入门槛，使得更多潜在受众有机会尝试游戏大作，在扩大受众的同时有望实现“玩家省钱+厂商增收”的双赢。1) 根据 Alphawise2018 年的调查，对于主机游戏来说，10%的受访者认为游戏太贵、10%的受访者认为硬件太贵、16%的受访者喜欢在其他设备上玩游戏。2) 云游戏由于在云端完成大量渲染工作技术，可以降低玩家的硬件投入成本，从而拓宽游戏的潜在受众面；3) 主机和 PC 端游戏由于玩家群体较少导致游戏价格相对较高，如果云游戏的玩家引流效应成为现实，游戏厂家有望在降低游戏价格的情况下实现营收和利润的增长。

图 21: 不在 PC 端和游戏机上玩游戏的原因



资料来源: Alphawise, 光大证券研究所 注: 调研报告时间为 2018 年

云游戏将会推动形成游戏行业新格局, 打通游戏各细分市场。过去, 游戏市场细分为主机游戏、端游、手游和页游, 其中主机游戏和端游核心竞争力是游戏策划能力即强 IP 和高品质, 对玩家硬件配置有要求。云游戏的到来将会实现主机游戏、端游、手游和页游玩家的全面互通, 游戏不再有向下硬件兼容的要求, 扩大了游戏公司的潜在用户群。

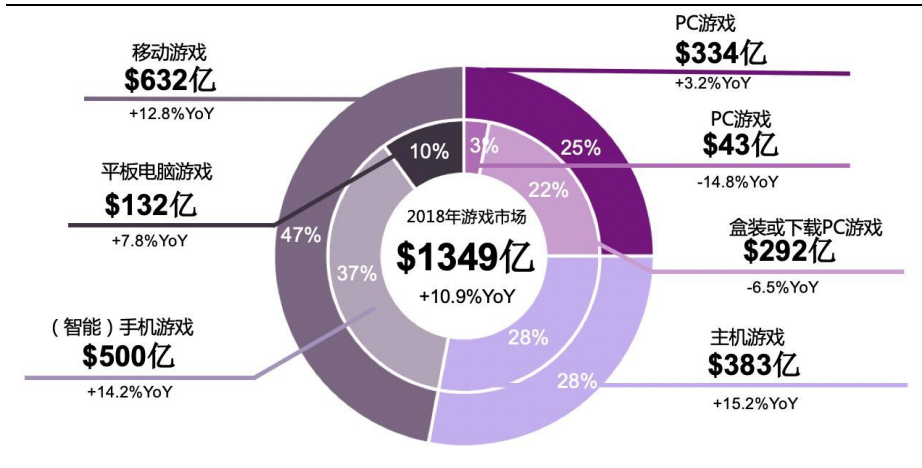
表 9: 部分 3A 游戏和 PC 端游戏最低配置要求

游戏名称	CPU	内存	显卡	硬盘
刺客信条: 奥德赛	Inter Core i5-2400; AMD FX 6300	8 GB	Nvidia GTX 660 或 AMD Radeon R9 285	46 GB
巫师 3	Intel CPU Core i5-2500K 3.3GHz; AMD CPU Phenom II X4 940	6GB	Nvidia GPU GeForce GTX 660 或 AMD GPU Radeon HD 7870	40 GB
侠盗猎车手	Intel Core 2 Quad CPU Q6600 @ 2.40GHz (4 CPUs); AMD Phenom 9850 Quad-Core Processor (4 CPUs) @ 2.5GHz	4 GB	NVIDIA 9800 GT 1GB / AMD HD 4870 1GB (DX 10, 10.1, 11)	72 GB
完美世界国际版	赛扬 800Mhz	256MB	32M 显存, 支持 3D 图形加速	2.5GB
英雄联盟	Intel(R)Core™2 Duo CPU E4600 @ 2.40GHz; Pentium® Dual-Core CPU E2210 @ 2.20GHz	2GB	512M 显存	5GB

资料来源: 游民星空, 光大证券研究所

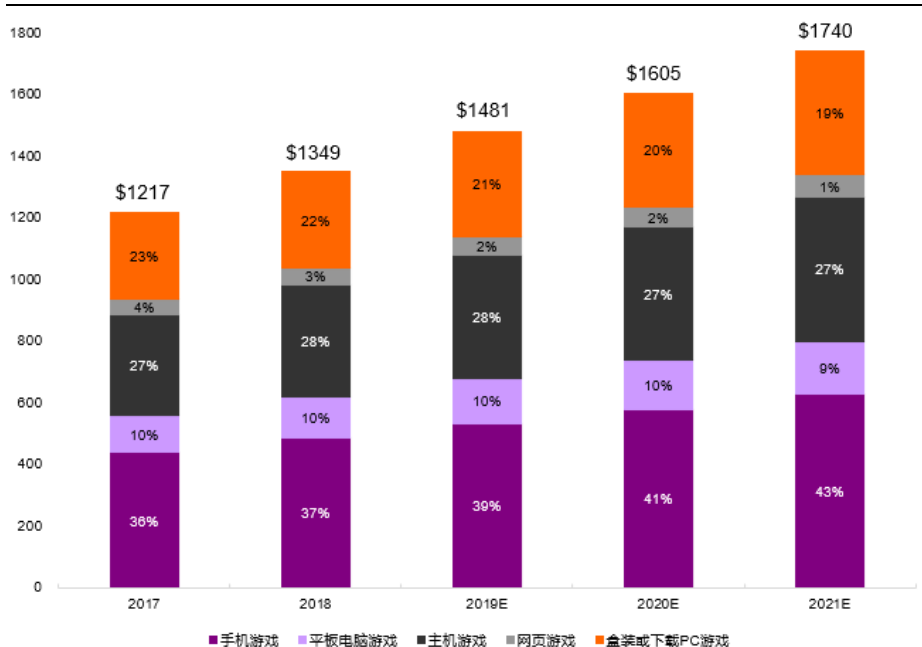
云游戏平台的服务对象包含全部细分游戏领域, 全球游戏市场规模 2021 年将达到 1740 亿美元。根据 newzoo 报道, 2018 年游戏市场总规模 1349 亿美元, 其中移动游戏 632 亿美元, PC 游戏 334 亿美元, 主机游戏 383 亿美元; 预计 2021 年全球游戏总市场规模将达到 1740 亿美元, 2017 年至 2021 年复合增长率将达到 9.3%。

图 22：2018 年全球游戏市场规模（单位：亿美元）



资料来源：newzoo，光大证券研究所

图 23：2017 年至 2021 年全球游戏市场规模预测（单位：亿美元）



资料来源：newzoo 预测

5、行业观点

5.1、行业观点一：5G 与超高清双驱动广电转型升级

5.1.1、超高清视频已有明确行动计划

2019年3月1日消息，工业和信息化部、国家广播电视总局、中央广播电视总台印发《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022年）》；《计划》提出按照“4K先行、兼顾8K”的总体技术路线，大力推进超高清视频产业发展和相关领域的应用。2022年，我国超高清视频产业总体规模超过4万亿元，4K产业生态体系基本完善，8K关键技术产品研发和产业化取得突破，形成一批具有国际竞争力的企业。超高清视频内容资源极大丰富（电视内容制作），网络承载能力显著提高（三大运营商、广电），制播、传输和监管系统建设协同推进，产业发展支撑体系基本健全，形成技术、产品、服务和应用协调发展的良好格局。

根据《计划》，广电行业未来的发展方向主要有：

（1）在网络升级方面，**加快全国有线电视网络互联互通平台建设**，同步建设4K超高清电视监测监管系统。**探索5G应用于超高清视频传输，实现超高清视频业务与5G的协同发展。**

（2）在内容升级方面，持续推进4K超高清电视内容建设，创新内容生产，丰富超高清电视节目有效供给。加强4K超高清电视节目制作能力建设，支持体育赛事、纪录片、影视剧、文化科技等超高清电视节目制作。支持有条件的地区打造超高清电视内容制作生产基地，建设超高清电视内容集成平台。

由此可见，超高清视频产业的发展，需要“**网络先行、内容跟进**”。

5.1.2、广电将实质性参与5G建设

广电参与5G相关标准制定。2018年，广电总局广播科学研究院成功加入国际移动通信标准化组织——第三代合作伙伴计划（3GPP），广科院将充分利用会员身份，不断输出创新成果，全面参与5G标准制定各项工作，重点推动广播电视与5G通信融合技术标准制定，助力实施智慧广电战略。

广电将实质性参与5G建设。国家广播电视总局在贵阳召开推进全国“智慧广电”建设现场会，会议提及工信部已经同意广电网参与5G建设，国网公司已经于2019年6月6日正式获得5G牌照。

5G时代，广电将以高清视频内容作为差异化竞争手段，且与三大运营商进行合作。（1）广电持有**700MHz的黄金频段**：700M是国际公认的优质频段，具有信号覆盖广、穿透力强等特性，适合大范围网络覆盖。2016年，广电测试结果显示，采用700M组网在覆盖半径和站间距单站覆盖面积上，要明显优于1.8G，组网成本低；国网公司已与中信集团成立合资公司**中广移动网络**，以**700M频段**出资，探索5G的发展方向；（2）广电获得5G牌照后，将使电信运营商与广电处在三网融合的同一起跑线上；通过5G网络，广电可以建立新的内容分发平台，实现**高清/4K超高清电视直播**。

5.2、行业观点二：超高清视频和家庭入口价值巨大 大屏价值被低估

5.2.1、超高清为最先落地的 5G 商业应用场景 大屏端受益

4K 超高清对于观看体验有质的提升，成为广电大屏与互联网视频平台竞争的核心竞争力。 1) 2018 年 10 月，中国电信江西公司携手江西广电、华为公司、百视通等合作伙伴发布江西 IPTV 4K 极致高清视频产品，在分辨率、色彩位深、色域、对比度、帧率、音效等指标全方位提升；2) 我们认为现阶段 IPTV 将是 4K/8K 超高清内容的最佳承载方式：**a)** 运营商建立了 IP 专网用于承载 IP 化的数字视频内容，不占用公网带宽；超高清视频将占用较大带宽，如果以公网承载会影响家庭其他网络使用的体验（如游戏、下载等），IPTV 专网为较优选择；**b)** 由于使用专网，运营商可以通过 QoS（Quality of Service）控制降低传输的延迟和阻塞，若通过公网则很难实现。3) 据 IHS 预测，8K 电视出货量将从 2018 年的 2 万台增至 2019 年的 43 万台，到 2020 年接近 200 万台。

超高清视频的普及将升级智能大屏体验，引导用户向大屏回流。IPTV/OTT 从注重用户规模增长的 1.0 时代进入精细运营 2.0 时代，流量价值与运营价值将在未来逐步体现，我们预计行业将长期景气。

图 24：4K 极致高清与全高清对比（1）



资料来源：中国电信江西分公司

图 25：4K 极致高清与全高清对比（2）



资料来源：中国电信江西分公司

表 10：IPTV、OTT 运营参数对比

	IPTV	OTT	有线电视
传输网络	IPTV 专网	公共互联网	有线专网
接收终端	TV+机顶盒	TV+机顶盒/智能电视	TV+机顶盒
主要业务内容	视频直播、回看、时移、点播及增值业务等	仅限视频点播及应用服务等内容，不含直播及回看内容	视频直播、点播
流畅清晰度	IPTV 专网承载，不占用公网带宽；QoS 控制；无滞后，清晰度高	取决于公网带宽，难以进行 QoS 控制	无滞后，清晰度高
收费模式	基础服务+增值服务，电信运营免费服务+增值服务，视运营商收费分成	视平台收费	前向收月费

资料来源：光大证券研究所整理

5.2.2、智能家庭入口价值被低估

5G 到来后，我们认为电视大屏有望成为智慧家庭物联网的入口及控制中心，目前入口价值尚未被完全理解。我们关注到行业领先企业的布局已经验证这一趋势。

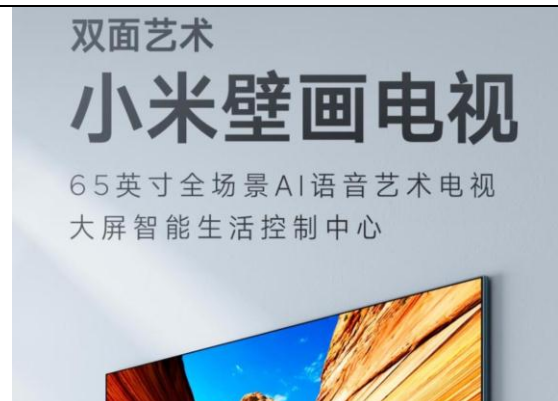
小米是国内领先的 IoT 应用厂商，在最新推出的智能电视产品“壁画”中已全面支持超高清与智能生活控制中心。1) “壁画”采用贴合式壁挂方式，并内置低功耗画框模式；这两者的最终目的是维持电视常亮，吸引用户观看；2) 小米壁画电视支持小米小爱音箱全部功能，可在息屏待机状态下使用，支持通过语音操作家中的各种智能电器，如扫地机器人、空气净化器、智能门铃等，可作为家庭的 AIoT 智能中枢使用；3) 壁画电视标志着小米 AIoT 控制中心将由“声控”向“全面可视化”发展。小米在 IoT 智能家居领域的布局国内领先，其对于大屏的布局有着业内风向标的意义；我们认为对于大屏流量的争夺已经开始，智能家庭入口的价值有望得到重估。

图 26：“壁画”采用贴合式壁挂方式



资料来源：小米

图 27：“壁画”打造大屏智能生活控制中心



资料来源：小米

5.3、行业观点三：5G 让云游戏落地 推荐云服务商和与游戏发行平台

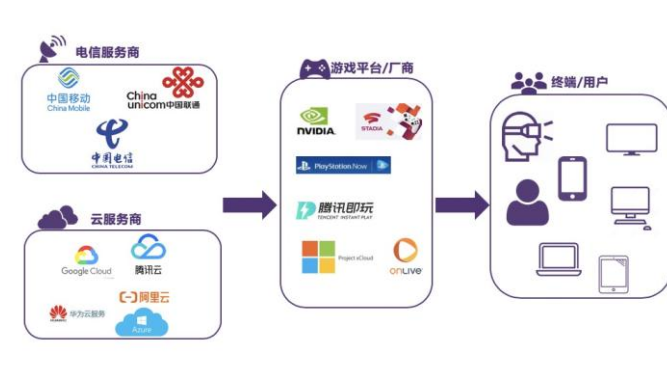
5G 时代云游戏的落地，将带来游戏产业链各环节利益的重新划分，我们认为云服务商与游戏发行平台将直接受益于云游戏的发展；同时云服务商与游戏发行平台的融合已形成趋势。推荐国内游戏发行排名第一、云服务排名第二、已经发布云游戏平台“腾讯即玩”的腾讯控股，以及网吧管理系统国内排名第一、网吧云服务逐步落地的顺网科技。

图 28：腾讯即玩模式示意图



资料来源：腾讯即玩，光大证券研究所整理

图 29：云游戏产业链示意图



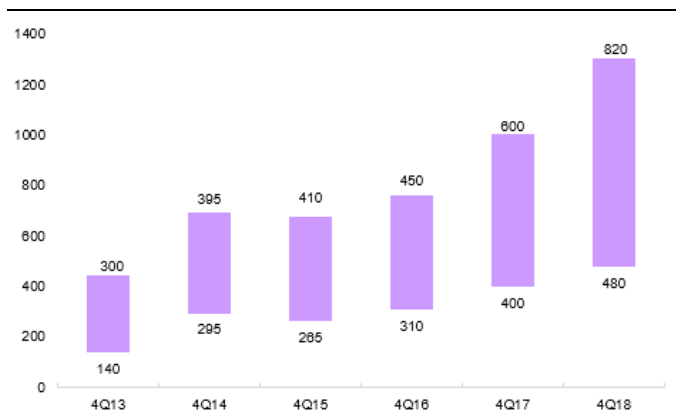
资料来源：腾讯即玩，光大证券研究所整理

云游戏通过降低玩家进入门槛获取新的用户增量，以云计算提供优质的游戏体验和以深入的客户洞察提供“千人千面”的游戏匹配是云游戏平台两种必要能力。以腾讯为例：

在云计算方面： 1) 腾讯从 2010 年起开始给页游开发者提供云计算基础设施；2) 2016 年，腾讯云已经在游戏和视频两个互联网垂直领域成为市场领导者；我们认为腾讯是世界范围内最具备云游戏服务能力的平台公司之一。

在用户洞察与运营经验方面： 1) 根据腾讯披露，截至 19 年 5 月，腾讯旗下 WeGame 游戏平台累计注册量达 3 亿，平均月活跃用户达 7000 万，游戏下载次数有 3 亿次之多，总启动数达到 300 亿次；2) 腾讯 MMOG 游戏的 ARPU 从 4Q13 的 140-300 元提高至 4Q18 的 480-820 元，玩家价值不断提高；3) 根据伽马数据 2019 年 4 月报告，在近一年上线的首月流水前三十的头部游戏中，腾讯的发行份额超过 70%，是国内绝对领先的游戏发行商。

图 30：腾讯 MMOG 游戏 ARPU 范围（单位：元）



资料来源：公司官网

图 31：首月流水 TOP30 游戏企业份额分布



资料来源：伽马数据

顺网科技旗下则同时拥有游戏分发平台 **Gamelif** 与网吧云服务产品“顺网云”。1) Gamelif 平台基于顺网长期积累的用户在网吧场景下的行为，借助于大数据分析平台，为用户提供千人千面的游戏推荐服务，助力游戏分发；2) “顺网云”为网吧提供存储上的云服务，直接以云的方式解决企业终端的 IT 管理问题，降低运维 IDC 成本，为客户提供更好的性能和实时性体验。目前顺网的云平台已经在全国 40 余个城市建立了近百个云计算 POP 节点，为已经接入的上千个公共上网场所提供稳定的服务。

6、投资建议

6.1、5G 商业化即将开启，推荐广电、大屏及云游戏

- **政策催化+5G 牌照或使广电成为 2019 年传媒行业最大的主题性机会。** 1) 政策层面高度重视主流媒体的建设，广电系统是主流舆论和主流价值传播的主渠道和主阵地，其整合发展、转型升级得到了中宣部、深改委的推动，政策对于广电系统的倾斜与扶持将长期催化板块机会；2) 5G 与超高清视频技术将驱动广电产业转型升级，提升广电系统竞争力与经营效率。推荐在 5G/超高清进行前瞻布局投入、积极与地方政府合作打造智慧广电应用的**东方明珠、华数传媒、贵广网络**。
- **大屏端 IPTV、OTT 已跨过追求用户规模增长的 1.0 时代进入精细运营的 2.0 时代，5G 到来将让大屏价值被重估。** 1) 用户增值服务及广告市场的高速增长开启 IPTV/OTT 从 1 到 10 的新成长；2) 我们认为大屏在 5G 物联网时代，是重要的家庭场景入口和媒体中心，受益于超高清且大屏围绕着家庭场景能够提供多内容服务如教育、游戏电竞及医疗等，将让大屏价值被重估。推荐国内唯二拥有 IPTV 和 OTT 牌照、具备强内容品牌和差异化内容资源的**芒果超媒**，关注**新媒股份**；推荐电视剧制作龙头**华策影视**。
- **5G 时代将带来游戏产业链各环节利益的重新划分，我们认为云服务商与游戏发行平台将直接受益于云游戏的发展；同时云服务商与游戏发行平台的融合已形成趋势。** 推荐国内游戏发行排名第一、云服务排名第二、已经发布云游戏平台“腾讯即玩”的**腾讯控股**，以及网吧管理系统国内排名第一、网吧云服务逐步落地的**顺网科技**。

行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价(元)	EPS(元)				P/E(x)				P/B(x)		投资评级	
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E	19E	本次	变动	
600637	东方明珠	10.01	0.59	0.62	0.69	0.75	17	16	15	13	1.2	买入	首次	
300133	华策影视	6.19	0.12	0.34	0.40	0.51	75	18	15	12	1.4	买入	首次	
600996	贵广网络	9.14	0.30	0.26	0.29	0.39	21	35	32	24	2.0	增持	首次	
000156	华数传媒	11.08	0.45	0.52	0.55	0.58	18	20	19	19	1.5	增持	首次	
300113	顺网科技	13.91	0.46	0.67	0.80	1.04	27	21	17	13	2.8	增持	首次	
0700	腾讯控股	330.40	2.47	10.69	14.14	17.20	39	34	26	21	8.2	买入	维持	
300413	芒果超媒	38.24	0.87	1.18	1.29	1.66	42	32	30	23	5.8	买入	维持	

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 6 月 6 日 注：腾讯收盘价单位为港币

6.2、重点公司介绍

6.2.1、东方明珠：聚焦主营战略清晰，打造智慧“OPG云”

东方明珠是 SMG 旗下唯一上市平台，拥有国内领先的多渠道视频集成与分发平台及丰富的文化娱乐、消费资源。截至 2018 年底，公司业务整合基本完成，将 14 大事业群整合为 4 大产业板块：1) **媒体网络业务板块**：公司具备全牌照运营优势；2018 年服务 4863 万 IPTV 用户，2870 万 OTT 用户，6000 万有线数字电视付费频道用户；2) **影视互娱业务**：深耕家庭大屏用户，形成了围绕家庭用户内容服务的电影、电视剧、体育、少儿教育、纪实、娱乐等六大内容产品体系；游戏领域与 Xbox 和 PlayStation 合作，是中国主机游戏市场领导者；3) **视频购物业务**：公司旗下东方购物是全国销售规模最大的视频购物平台；4) **文旅消费业务**：经营东方明珠塔、梅奔中心等上海地标性文娱资源，是重要的线下流量入口。

2018 年公司由于不再并表互联网数字营销公司艾德思奇、战略收缩互联网电视等原因导致营收与利润下滑，19Q1 公司继续梳理整合资产产生资产处置收益导致净利润增速回正。2018 年公司营业收入 136 亿元，同比下降 16.16%；其中影视互娱、媒体网络、视频购物、文旅消费增速分别为 9.94%、-39.11%、-5.24%、-10.17%；毛利率分别同比上年-16.62、+7.44、-3.19、+2.08pcts。目前资产整合已基本完成，预计公司 2019 年经营效率将进一步提升。

重点打造“OPG云”，是中国最大的全渠道融合媒体平台。1) “云化”大幅提高公司在 4K 领域的的能力，且显著降低成本；媒资系统已具备每周 15 部 4K 内容的生产能力；2) 助力运营升级：OPG 云实现业务数据全面汇集、智能应用、精细运营：视频内容标签定义覆盖 5 万部影视剧与 8.4 万主创人员，平均每个节目 50+ 标签；自建 IPTV 用户标签 195 个，群体画像 5 大类；3) 实现精准推荐与精准营销：百视通“千人千面”，CTR 提升 6 倍，推荐内容人均浏览次数提升 1.9 倍。

基于资源优势和技术积累，布局前瞻技术。1) 智慧城市物联网业务：已建设物联传感终端 3 万余端，应用 100 多种，覆盖 200 多个小区；公司预计至 2021 年将实现上海 40% 以上区域的网络覆盖，部署物联传感终端数超过 100 万端，覆盖 3000 个以上小区；2) 谋划“5G+8K”项目：与中国电信、富士康联合展示了基于 5G 网络传输 8K 视频应用，成立“5G+8K”产业联盟，并成立课题组研究 5G 与 8K 技术演进背景下的产品战略和组合。

基于如下假设：

媒体网络业务：1) 中国 IPTV 市场快速增长，2018 年中国 IPTV 用户数达 1.55 亿 (YoY+27.1%)，IPTV 收入 100.45 亿 (YoY+48.57%)；东方明珠 2018 年 IPTV 用户数 4863 万人 (YoY+21.6%)；考虑到 ARPU 值的提升需要一定时间，假设 19-21 年 IPTV 收入增长率为 10%/5%/5%；2) 公司在 OTT 业务上战略收缩不作为经营重点，假设 19-21 年 OTT 收入增长率为 -10%/-10%/-10%；3) 有线电视收入将继续下滑，假设 19-21 年有线电视收入增长率为 -5%/-4%/-3%。

影视互娱业务：1) 公司具备全产业链的生产及发行优势，且在高清内容方面有前瞻布局，预计 19-21 年影视业务的增长率为 10%/10%/10%；2)

游戏版号审核已常态化，公司在主机游戏方面拥有一定运营经验；目前游戏业务营收基数较小，预计 19-21 年游戏收入增长率为 30%/20%/20%；3) 公司将发挥游戏风云在电竞领域的积累，不断输出高品质的电子竞技联赛内容，预计 19-21 年娱乐收入增长率为 30%/20%/20%。

视频购物业务：视频购物业态将持续面临互联网电子商务的竞争，预计 19-21 年视频购物的收入增长率为-5%/-5%/-5%。

文旅消费业务：随着中国经济的发展，文旅消费有望长期景气，预计 19-21 年文旅消费的收入增长率为 5%/5%/5%。

表 11：东方明珠分项收入预测（百万元）

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
影视互娱	1,093.7	1,284.4	1,477.1	1,624.8	1,787.3
YoY	-13.6%	17.4%	19.1%	15.0%	15.2%
影视	866.0	700.1	770.2	847.2	931.9
游戏	100.9	409.0	613.5	797.6	1,036.8
娱乐	126.9	175.3	227.8	273.4	328.1
媒体网络	5,149.6	3,090.3	2,935.8	3,200.0	3,520.0
YoY	-32.6%	-40.0%	4.9%	2.1%	2.4%
IPTV	2,034.7	2,020.3	2,182.0	2,291.1	2,405.6
OTT	596.2	307.4	215.2	150.6	105.4
有线电视	458.5	316.7	300.9	288.8	280.2
广告及其他	2,060.2	445.9	441.4	437.0	432.6
视频购物	7,323.2	6,939.5	6,592.5	6,262.9	5,949.8
YoY	11.1%	-5.2%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
文旅消费	2,430.8	2,183.7	2,292.9	2,407.5	2,527.9
YoY	-35.4%	-10.2%	5.0%	5.0%	5.0%
合计	15,997.3	13,497.9	13,298.3	13,495.2	13,784.9
YoY	-	-	-	0.6%	1.1%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测 注：2017/18 年合计值为公司主营业务收入，与公司总收入存在一定差值；预测值不包含非主营业务收入

盈利预测、估值与评级。家庭场景将迎来价值重估，大屏端如 IPTV/OTT 从规模红利转向运营红利，具有较强运营能力及差异内容的牌照方将受益。东方明珠具备大屏运营全牌照、OPG 云支持下的领先内容制作与用户精细运营能力、完备的内容体系，具备较强的竞争力。我们预测公司 2019-2021 年净利润为 21.89、23.83、25.66 亿元，EPS 预测为 0.64、0.69 和 0.75 元，对应 2019-2021 年 PE 为 16/14/13X，公司 19/20PE 低于可比公司平均估值水平，首次覆盖给予“买入”评级。

风险因素。有线电视用户流失、视频购物业务继续下滑

表 12: 东方明珠业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	16,261.16	13,633.68	13,656.42	13,737.36	13,890.34
营业收入增长率	-16.38%	-16.16%	0.17%	0.59%	1.11%
净利润 (百万元)	2,236.91	2,015.42	2,189.26	2,382.97	2,566.10
净利润增长率	-23.76%	-9.90%	8.63%	8.85%	7.68%
EPS (元)	0.65	0.59	0.64	0.69	0.75
ROE (归属母公司) (摊薄)	8.12%	7.13%	7.37%	7.65%	7.86%
P/E	15	17	16	14	13
P/B	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 股价为 2019 年 6 月 6 日收盘价

表 13: 广电行业可比公司估值情况

公司简称	股票代码	市值 (亿元)	TTM	PE (X)	
				2019E	2020E
贵广网络	600996.SH	105.82	31	35	32
歌华有线	600037.SH	143.63	18	20	19
广电网络	600831.SH	78.72	80	43	40
华数传媒	000156.SZ	161.40	22	21	20
平均		122.39	38	30	28
东方明珠	600637.SH	346.02	16	16	14

资料来源: wind, 光大证券研究所预测 注: 东方明珠、华数传媒、贵广网络预期市盈率为光大研究所预测, 其余公司预期市盈率取自 Wind 一致预期, 股价时间为 2019 年 6 月 6 日

6.2.2、芒果超媒：“会员付费+广告”双轮驱动，运营商合作进一步深化

芒果超媒为湖南广电旗下唯一新媒体视频平台运营主体。2018年芒果系公司（快乐阳光、天娱传媒、芒果娱乐、芒果影视、芒果互娱）通过注入上市公司快乐购实现整体上市。1) 快乐阳光旗下主要运营平台是芒果TV，2018年底有效会员数已突破1000万人大关；芒果TV已经完成“一云多屏”总平台构建，覆盖视频平台、IPTV、OTT TV等全终端，已成为国内前五大综合视频服务提供商之一；2) 天娱传媒是湖南台旗下知名的大型娱乐公司，是中国最大的青年偶像娱乐公司之一；3) 芒果娱乐深度参与从内容生产到宣传发行的全流程环节；4) 芒果影视以影视剧和大型活动为重点投资经营方向，是知名的精品青春剧影视品牌；5) 芒果互娱是移动互联网游戏及移动应用开发平台，产品涵盖移动单机游戏和网络游戏、网页游戏等。

优质内容为基“广告+会员”双轮驱动逻辑不断被经营数据验证。根据测算1) 2018年全年会员付费收入达8.26亿元（YoY+114%），年底付费会员数达1331万人；2) 全年广告收入24.38亿元（YoY+81%），投放广告品牌数324个，单品牌广告投放金额平均为752万元，均为历史最好成绩；2) **优质综艺保持市场竞争力：**根据艺恩播映指数，2019Q1电视综艺前五中芒果TV播放4档，《歌手》《我家那闺女》《声临其境》《最强大脑》分占1、3、4、5名；网综前五中芒果TV播放2档，《妻子的浪漫旅行》《哈哈农夫》分占2、3名。

中移资本入股芒果具有战略意义，关注中国版运营商“内容+渠道”的商业模式演变。1) 芒果超媒完成募集配套资金20亿元，募集资金将用于快乐阳光实施芒果TV版权库扩建项目和云存储及多屏播出平台项目；2) 募资完成后中移资本持有公司4.37%股权，为公司第二大股东；2) 优质内容已成为运营商的差异化经营要素；如在家宽业务中提供IPTV增值服务、流量运营业务中提供专属流量包等；运营商的重视与需求将进一步提高优质内容的市场价值。

盈利预测、估值与评级。芒果超媒已完成20亿配套募集资金并引入中移资本作为战略投资者，资金实力进一步增强，且与咪咕合作有望深化。上调19-21年净利润预测至12.37/13.51/17.36亿元，对应EPS预测1.18/1.29/1.66元，对应PE为32/30/23x，维持“买入”评级。

风险因素：广告增速受宏观经济增速下行影响；用户付费情况不及预期

表 14：芒果超媒历史财务数据及盈利预测

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,983.76	9,660.66	10,853.04	12,677.47	14,648.71
增长率 YoY (%)	-7.32%	223.77%	12.34%	16.81%	15.55%
净利润(百万元)	72.54	865.57	1,237.00	1,351.18	1,736.47
增长率 YoY (%)	9.03%	1093.27%	42.91%	9.23%	28.52%
EPS (元)	0.07	0.83	1.18	1.29	1.66
ROE(归属母公司)(摊薄)	4.32%	15.35%	17.84%	17.09%	18.81%
P/E	552	46	32	30	23
P/B	24	7	6	5	4

资料来源：wind，光大证券研究所预测

注：股价时间为2019年6月6日

6.2.3、贵广网络：智慧广电赋予新动能，云与5G带来新空间

贵广网络是贵州省唯一的有线广电网络运营商，主要从事广电网络的建设运营，业务区域覆盖贵州省全境。1) 网络运营业务：贵州广电基础网络率先实现“一省一网”，实现省、市、县、乡、村五级广电光缆全程全网覆盖，是贵州省覆盖范围最广、覆盖密度最高的基础信息网络。2) 集客业务：公司重点推进雪亮工程、智慧广电综合试验区等“To G”“To B”重大工程和项目建设；2018年，公司工程建设收入同比增长61.17%至14.23亿，占公司总收入44%。

公司2018年营业收入32.31亿元，YoY+25.55%；归属于上市公司股东的净利润3.11亿元，YoY-29.45%。公司推进“户户用”工程使得2018年营收高速增长，但折旧摊销及运营成本增加导致归母净利润下滑。“户户用”工程推动了有线电视及宽带网络在贵州的普及，先期成本的投入短期内对于公司业绩有一定负面影响；但随用户使用习惯逐渐养成、网络消费能力的提高，长期内将为公司持续贡献收入利润。

农村有线电视加速普及，高价值量的高清、宽带用户高速增长。2018年全省有线数字电视终端用户达772万户（YoY+22.34%），其中城网用户385万户（YoY+1.66%），农网用户387万户（YoY+53.29%）；高清终端用户475万户（YoY+50.46%），宽带用户231万户（YoY+60.6%）。多彩贵州“广电云”户户用工程列入省政府“十件民生实事”，持续推进光纤入户建设，带动用户逆势增长，且个人融合套餐业务订购收入大幅提升。

贵州成为全国第一个智慧广电综合试验区，广电网络“一主三用”拓展价值。1) 综合试验区于2018年8月由广电总局批复同意设立，支持贵州为全国“智慧广电”建设总结新经验、探索新路径；公司在智慧广电业务的探索已成为全国标杆；2) 公司构建了“一云（多彩贵州“广电云”）、双网（有线无线、宽带窄带融合协同覆盖）、一主三用（政用、民用、商用）”的智慧广电新体系；政用如“雪亮工程”、民用如“医疗健康云”、商用如智能燃气表（贵州省第一个LoRa窄带物联网规模化商用案例）均是基于广电创造新价值的标杆案例。

基于以下假设：

2019-2021年：1) “户户用”工程稳步推进，公司有线电视基本维护收入、配套收入增速为5%/5%/5%；2) 工程建设收入与政府项目和“户户用”相关；随着“雪亮工程”建设逐步完成、有线电视普及率提高，工程建设收入有可能从高基数略微下降，增速为-20%/0%/0%；3) 增值业务付费用户数和点播量提升，增速为15%/12.5%/12.5%；4) 宽带以融合套餐的形式得到推广，收入增速为30%/25%/20%；5) 智慧广电业务进入应用发展期，增速20%/20%/20%。

表 15: 贵广网络分项收入预测 (百万元)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
有线电视基本维护收入	852.58	901.06	946.11	993.42	1,043.09
YoY	-3.4%	5.7%	5.0%	5.0%	5.0%
工程建设收入	882.80	1,422.79	1,138.23	1,138.23	1,138.23
YoY	101.0%	61.2%	-20.0%	0.0%	0.0%
增值服务	275.26	305.64	351.49	395.42	444.85
YoY	-12.7%	11.0%	15.0%	12.5%	12.5%
宽带接入	108.97	140.86	183.12	228.90	274.68
YoY	9.9%	29.3%	30.0%	25.0%	20.0%
配套收入	241.67	217.96	228.86	240.30	252.32
YoY	-33.6%	-9.8%	5.0%	5.0%	5.0%
其他业务	212.16	212.71	255.25	306.31	367.57
YoY	12.5%	0.3%	20.0%	20.0%	20.0%
合计	2,573.43	3,231.02	3,103.07	3,302.58	3,520.74
YoY	12.4%	25.6%	-4.0%	6.4%	6.6%

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

盈利预测、估值与评级。贵州广电基础网络率先实现“一省一网”，智慧广电应用具有标杆意义，贵州获批成为全国第一个智慧广电综合试验区。后续的“全国一网”整合或给公司带来先进经验全国输出机会。我们预测贵广网络 2019-2021 年净利润为 2.74、3.02 和 4.03 亿元，EPS 预测为 0.26、0.29 和 0.39 元，对应 2019-2021 年 PE 为 35/32/24 倍；公司的智慧广电业务领先行业，首次覆盖给予“增持”评级。

风险因素：国网整合进度不及预期、有线电视用户流失风险

表 16: 贵广网络历史财务数据及盈利预测

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,573.44	3,231.03	3,103.07	3,302.59	3,520.74
增长率 YoY (%)	12.42%	25.55%	-3.96%	6.43%	6.61%
净利润(百万元)	441.83	311.71	273.50	301.64	402.92
增长率 YoY (%)	-0.25%	-29.45%	-12.26%	10.29%	33.57%
EPS (元)	0.42	0.30	0.26	0.29	0.39
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.51%	7.12%	6.00%	6.32%	7.92%
P/E	22	31	35	32	24
P/B	2.3	2.2	2.1	2.0	1.9

资料来源: wind, 光大证券研究所预测 注: 股价时间为 2019 年 6 月 6 日

表 17: 广电行业可比公司估值情况

公司简称	股票代码	市值 (亿元)	TTM	PE (X)	
				2019E	2020E
东方明珠	600637.SH	346.02	16	16	14
歌华有线	600037.SH	143.63	18	20	19
广电网络	600831.SH	78.72	80	43	40
华数传媒	000156.SZ	161.40	22	21	20
平均			34	25	24
贵广网络	600996.SH	105.82	31	35	32

资料来源: wind, 光大证券研究所预测 注: 东方明珠、华数传媒、贵广网络预期市盈率为光大证券研究所预测, 其余公司预期市盈率取自 Wind 一致预期, 股价时间为 2019 年 6 月 6 日

6.2.4、华数传媒：全牌照广电新媒体 推进智慧广电产业化

华数传媒是全国领先的互动电视、手机电视、互联网电视等综合数字化内容的运营商和综合服务提供商之一，位居全国新媒体和三网融合产业发展的第一阵营。公司主营业务包括：1) 杭州地区有线电视网络业务：截至杭州市区及各区县开展有线电视网络建设、节目内容传输服务；2) 全国新媒体业务：互动电视、手机电视、互联网电视及互联网视听的内容、技术服务与运营；3) 宽带网络业务：面向个人客户和集团客户的宽带网络业务及基于宽带网络的信息服务业务；4) 智慧城市业务：参与杭州“城市大脑”建设、智慧政务、智慧安防、智慧城管、智慧小区等重点业务。

2018 年公司营业收入 34.36 亿元，YoY+7.06%，归母净利润 6.44 亿元，YoY+0.45%。19Q1 公司营收 8.12 亿元，YoY+5.87%；扣非归母净利润 1.35 亿元，YoY+8.86%。公司加大了市场政策推广力度，推出多项举措与市场活动，包括完善网格化营销体系、推动百兆宽带升级等，有效减缓了用户流失态势。公司与优酷在原互联网电视战略合作基础上达成基于有线电视网络的互动电视和通信运营商专网的 IPTV 等领域的全面合作，同时引入“中国蓝专区”等特色综艺栏目，全面提升了华数新媒体平台的内容丰富度。

拥有全牌照优势，互联网电视终端覆盖与激活规模接近全国一半。1) 公司是国内首家兼具有线网络与新媒体运营全牌照的上市公司（IPTV 省级集成服务播控牌照及由浙江广电持有，OTT 牌照由浙江电视台和杭州市广播电视台持有，华数传媒为 IPTV/OTT 授权运营方），使得公司可以利用有线网、通信网、互联网向用户提供视音频综合信息服务；2) 2018 年公司互联网电视终端覆盖规模超过 1 亿台，激活点播用户超过 8,000 万；根据勾正数据，2018 年全国智能电视覆盖规模 2.51 亿，激活规模 1.86 亿元；公司的覆盖和激活规模占全国比重分别为 40%和 43%。

打造丰富新媒体内容库，拓展全国市场。1) 2018 年，公司与优酷在原互联网电视战略合作基础上达成基于有线电视网络的互动电视和通信运营商专网的 IPTV 等领域的全面合作；上线美食、动漫、游戏电竞等垂直类特色频道；2) 公司拥有庞大的版权节目资源，积累了 800 家全球内容合作方，拥有百万小时的数字化节目内容媒体资源库。

推进智慧广电产业应用，服务杭州“数字经济”和“城市大脑”建设。1) 公司开发运营的“最多跑一次”综合自助机实现 30 余个部门、164 个流转事项“一机受理，一次办结”，办件总量达到 40 余万次；2) 公司是杭州雪亮工程主平台，截至 2018 年底覆盖的监控合计近 45,500 路；3) “城市大脑”建设成果通过智能终端覆盖到家庭，将综合生活信息在大屏发布，实现电视服务由“看电视”到“用电视”的转变。

基于以下假设：

1) 全国新媒体业务（包含互联网电视公网/专网、手机电视、互动电视、广告业务）随网络电视的普及率及网络基础设施的进一步完善升级持续发展，2019-2021 年增速 18.3%/22.9%/20.2%；

2) 杭州地区有限电视网络业务（包含数字电视收入和节目传输）由于用户不断向互联网媒体转移而下滑，2019-2021 年增速为-3%/-3%-3%；

3) 宽带网络业务收入(含网络接入、宽带及数据通信业务、云宽带对外合作业务)随用户拓展及用户数据消耗量增加而增长,2019-2021年增速为2.6%/6.9%/7.6%。

4) 智慧城市业务(包含项目类及继承业务、设备销售及租赁、其他)形成多个成熟方案,商业化条件已经成熟;2019-2021年增速为18.0%/17.0%/13.1%。

表 18: 华数传媒分项收入预测(百万元)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
全国新媒体	883.3	1,112.9	1,317.0	1,617.9	1,944.0
YoY	7.8%	26.0%	18.3%	22.9%	20.2%
杭州有线电视	845.8	807.0	782.8	759.3	736.5
YoY	-8.9%	-4.6%	-3.0%	-3.0%	-3.0%
宽带网络	1,065.0	1,025.0	1,051.2	1,123.7	1,208.7
YoY	11.7%	-3.8%	2.6%	6.9%	7.6%
智慧城市	415.2	491.1	579.3	677.6	766.1
YoY	9.3%	18.3%	18.0%	17.0%	13.1%
合计	3,209.3	3,436.0	3,730.3	4,178.6	4,655.3
YoY	4.2%	7.1%	8.6%	12.0%	11.4%

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

盈利预测、估值与评级。公司拥有全牌照优势,互联网电视终端覆盖与激活规模接近全国一半;拥有庞大的版权节目资源,上线多个垂直特色频道,我们预计将有效吸引用户回流大屏。基于广电基础网络的智慧城市业务逐步进入商业化应用阶段。我们预测公司2019-2021年净利润为7.97、8.43和8.95亿元, EPS预测为0.52、0.55和0.58元,对应2019-2021年PE为21/20/19倍,公司19/20PE低于可比公司平均估值水平,首次覆盖给予“增持”评级。

风险因素: 国网整合进度不及预期、有线电视用户流失、传输安全风险

表 19: 华数传媒历史财务数据及盈利预测

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,209.31	3,435.99	3,730.31	4,178.55	4,655.34
增长率 YoY (%)	4.16%	7.06%	8.57%	12.02%	11.41%
净利润(百万元)	641.28	644.19	797.20	842.50	895.21
增长率 YoY (%)	6.49%	0.45%	23.75%	5.68%	6.26%
EPS(元)	0.42	0.42	0.52	0.55	0.58
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.18%	6.03%	7.16%	7.30%	7.48%
P/E	28	28	21	20	19
P/B	1.8	1.7	1.5	1.5	1.4

资料来源: wind, 光大证券研究所预测

注: 股价时间为2019年6月6日

表 20：广电行业可比公司估值情况

公司简称	股票代码	市值 (亿元)	TTM	PE (X)	
				2019E	2020E
东方明珠	600637.SH	346.02	16	16	14
歌华有线	600037.SH	143.63	18	20	19
广电网络	600831.SH	78.72	80	43	40
贵广网络	600996.SH	105.82	31	35	32
平均		167.12	33	27	25
华数传媒	000156.SZ	161.40	22	20	19

资料来源：wind，光大证券研究所预测 注：东方明珠、华数传媒、贵广网络预期市盈率为光大研究所预测，其余公司预期市盈率取自 Wind 一致预期，股价时间为 2019 年 6 月 6 日

6.2.5、腾讯控股：社交与游戏巨头，进军产业互联网

腾讯是目前中国最大的互联网综合服务提供商之一，也是中国服务用户最多的互联网企业之一。公司长期致力于社交平台与数字内容两大核心业务：1) 通过微信与QQ等社交平台，实现人与人、服务及设备的智慧连接；2) 为数以亿计的用户提供优质的新闻、视频、游戏、音乐、文学、动漫、影业等数字内容产品及相关服务；3) 积极推动金融科技的发展，通过普及移动支付等技术能力，为智慧交通、智慧零售、智慧城市等领域提供支持。

金融科技与企业服务19Q1单列汇报，云业务处于投入期向变现期拐点。
1) 金融科技及企业服务收入受备付金转存影响同比持平，但支付技术成熟、用户与商户采用率高、在各细分垂直领域不断渗透，营收利润持续增长无虞；2) 云业务起源于公司内部需求，持续投入已久，外部解决方案体系日趋成熟，有望迈向变现期。19Q1该业务分部单列显示毛利率同比环比均有提高；我们认为公司此举便于投资人对此业务的增长与盈利情况进行跟踪分析，彰显公司对该业务的信心与重视。

游戏业务有回暖迹象，重磅手游与创新付费模式驱动未来营收。1) 19Q1游戏收入逐步回暖，重磅手游与创新付费模式（季度通行证）是驱动未来整个季度收入增长的两条逻辑主线。19Q1端游收入138亿元（QoQ+24%），手游收入212亿元（QoQ+11%）；《完美世界手游》、《和平精英》的推出，Royale Pass增收效果已被验证，在腾讯经典游戏如《王者荣耀》的导入将驱动营收增长；2) 社交网络收入增长13%至205亿元，主要受视频及音乐服务订购数增加带动。

网络广告收入增速放缓，期待短视频与综合资讯产品发力。用户使用时长争夺愈发激烈，期待公司在新内容（短视频）与新媒介（信息流）产品发力。1) 媒体广告收入微增：长视频广告持平，信息流广告有所增长，但信息流产品竞争力落后于头条系尚待加强；2) 19Q1社交及其他广告YoY+34%，Q2朋友圈第三个每日广告位已全量放开，QQ小程序亦已上线；公司构建了基于社交和功能性的独特媒介生态。我们认为公司社交广告对标FB逻辑不变，在流量转化与ARPU提升两方面均有巨大潜力。

盈利预测、估值与评级。公司游戏业务预期将受益于《和平精英》等大作上线及季度通行证在经典游戏上的推出；朋友圈第三个广告位全量开放，预计广告业务将继续增长。维持公司19/20/21年收入预测3,948/4,943/5,936亿元人民币，Non-GAAP净利润990/1,308/1,540亿元；维持“买入”评级。

风险提示：游戏及社交政策监管风险，网络广告业绩持续不达预期

表 21：腾讯控股历史财务数据及盈利预测

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿元RMB)	2,378	3,127	3,948	4,943	5,963
营业收入增长率	56.48%	31.52%	26.25%	25.22%	20.63%
Non-GAAP 净利润(亿元RMB)	651	775	990	1,308	1,540
Non-GAAP 净利润增长率	43.39%	18.95%	27.85%	32.06%	17.72%
EPS(港元)	8.56	9.33	10.69	14.14	17.20
ROE	26.2%	27.2%	24.8%	25.6%	24.0%
P/E	42	39	34	26	21

资料来源：Bloomberg，光大证券研究所预测，股价时间为2019年6月6日，港币汇率取0.88

6.2.6、顺网科技：“顺网云”落地应用 “云PC”引领行业

顺网科技是国内领先的网吧及互联网平台服务商。公司拥有领先于行业的网吧管理技术，提供“网维大师”等网吧管理软件及“顺网云”云计算服务。公司的主要业务分为：**1) 网络广告及增值业务**：依托公司在全国领先的网吧管理软件装机量形成的媒体资源和覆盖的用户流量，提供网络广告及游戏推广（Gamelife）服务；**2) 游戏业务**：包括顺网经营的页游与91Y游戏（子公司浮云网络）经营的休闲游戏；**3) 安全系统集成业务**：公司将原顺网本级和子公司国瑞信安的安全业务进行全面整合，成立安全事业部；推出了云安全监测及云盾防御等解决方案及技术产品，服务于政府和广大中小企业；**4) 展会业务**：公司全资子公司汉威恒信是ChinaJoy的联合主办方之一；2018年第16届ChinaJoy四天合计入场人数高达35.45万人次，创历史新高，是全球数字娱乐领域最具影响力的年度盛会之一。

2018年公司实现营业收入19.85亿元，YoY+9.31%；扣非归母净利润2.91亿元，同比下降40.39%。1Q19营收3.94亿元，YoY-31.48%；扣非归母净利润1.15亿元，YoY-27.21%。1) 2018年公司网络广告及增值业务营业收入同比增长42.2%，是总营收增长的主要贡献来源；2) 安全系统集成业务为项目制，营收波动较大同比大幅下滑40.97%；3) 游戏业务营收同比下降2.02%，其中91Y游戏营业收入5.40亿元，同比增长24.7%；4) 展会业务营业收入同比增长8.89%。19Q1公司游戏及网络增值相关业务受行业政策影响，营收出现较大幅度下滑。

“顺网云”在40+城市落地，边缘计算与云服务提高价值量。1) 2018年公司推出新一代“顺网云”；与公有云服务不同，顺网云在城市网吧集中的区域建设节点机房，以边缘计算的形式为网吧提供云服务；顺网云统一管理网吧终端，降低网吧运维机房成本；2) 相较网吧管理软件依赖广告变现的模式，“顺网云”为网吧提供的服务价值量更高，直接向网吧收取服务费，开拓新的营收渠道；3) 公司在全国40余个城市建立了近百个云计算POP节点，为上千个公共上网场所提供服务。

成立安全事业部，向云安全领域渗透转型。1) 2019年公司安全业务将为政企单位提供全面、高效的云安全解决方案包括云安全检测、防护等服务，加速主动防护云安全平台的市场布局。2) 公司持有移动信息安全公司Trustlook Inc 9.99%股权；通过与Trustlook Inc的合作，公司将信息安全的“被动防御”升级为“主动防护”。

基于以下假设：

1) 网络广告及增值业务：“顺网云”将持续推进落地，云服务贡献收入；Gamelife平台优化升级，游戏个性化推荐、厂商活动等广告收入持续增长；2019-2021年网络广告及增值业务收入营收增速为30%/30%/30%；2) 游戏业务：91Y主营棋牌、捕鱼等休闲类游戏，将持续受政策收紧影响；2019-2021年游戏业务收入营收增速为-30%/-20%/-10%；3) 展会业务：公司能够继续获得ChinaJoy主办权，打造的ChinaJoy Connect能够吸引用户流量；2019-2021年展会业务收入营收增速为7%/6%/5%；4) 安全系统集成业务：公司能够凭借产品和技术优势持续获得订单，安全业务收入2019-2021年增速为10%/10%/10%。

表 22: 顺网科技分项收入预测 (百万元)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
网络广告及增值业务	652.66	928.16	1,206.61	1,568.59	2,039.17
YoY	9.8%	42.2%	30.0%	30.0%	30.0%
游戏业务	744.65	729.62	510.73	408.59	367.73
YoY	6.6%	-2.0%	-30.0%	-20.0%	-10.0%
展会业务	160.08	174.32	186.52	197.71	207.60
YoY	5.1%	8.9%	7.0%	6.0%	5.0%
安全系统集成业务	234.78	138.60	152.46	167.71	184.48
YoY	-0.6%	-41.0%	10.0%	10.0%	10.0%
其他	23.63	14.16	-	-	-
合计	1,815.81	1,984.86	2,056.32	2,342.60	2,798.97
YoY	6.7%	9.3%	3.6%	13.9%	19.5%

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

盈利预测、估值与评级。公司第三代网吧服务产品“顺网云”持续落地推进,并加速主动防护云安全平台的市场布局。我们预测顺网科技2019-2021年净利润为4.63、5.53和7.24亿元, EPS 预测为0.67、0.80和1.04元,对应2019-2021年PE为21/17/13倍,公司19/20PE 低于可比公司平均估值水平首次覆盖给予“增持”评级。

风险因素: 顺网云推广进度不及预期、游戏业务受政策收紧影响、未取得未来ChinaJoy 主办权

表 23: 顺网科技历史财务数据及盈利预测

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,815.81	1,984.86	2,056.33	2,342.60	2,798.98
增长率 YoY (%)	6.70%	9.31%	3.60%	13.92%	19.48%
净利润(百万元)	512.34	321.65	463.33	552.60	724.14
增长率 YoY (%)	-1.66%	-37.22%	44.05%	19.27%	31.04%
EPS (元)	0.74	0.46	0.67	0.80	1.04
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.09%	10.92%	13.59%	14.21%	15.99%
P/E	20	31	21	17	13
P/B	3.4	3.4	2.8	2.5	2.1

资料来源: wind, 光大证券研究所预测 注: 股价时间为2019年6月6日

表 24: 互联网服务行业可比公司估值情况

公司简称	股票代码	市值 (亿元)	PE (X)		
			TTM	2019E	2020E
梦网集团	002123.SZ	87.06	89	19	13
网宿科技	300017.SZ	252.77	38	27	21
数据港	603881.SH	64.21	43	36	27
三六零	601360.SH	1,419.78	37	28	28
光环新网	300383.SZ	235.03	33	25	19
平均			48	27	22
顺网科技	300113.SZ	98.66	35	21	17

资料来源: wind, 光大证券研究所预测 注: 顺网科技预期市盈率为光大研究所预测, 其余公司预期市盈率取自 Wind 一致预期, 股价时间为2019年6月6日

6.2.7、华策影视：全网剧行业龙头 打通内容价值链

华策影视是中国全网剧行业产能排名第一的影视内容公司。公司的主营业务包括：1) 影视娱乐内容提供、运营：主要包括全网剧、综艺节目、电影三大内容的投资、制作、发行、运营；2) 艺人经纪及相关服务业务：打造结构合理的艺人梯队，通过“以剧带星”模式，加快旗下艺人成长，实现公司和艺人的共赢；3) 围绕内容衍生的整合营销、游戏授权、渠道运营和分发。

公司 2018 年实现营收 57.97 亿元，YOY+10.52%；扣非归母净利 1.21 亿元，YOY-78.22%。19Q1 营收 7.35 亿元，YOY+23.79%；扣非归母净利 805 万元，YOY-59.37%。1) 公司全年业绩受行业政策收紧影响较大，全年计提资产减值准备 2.83 亿元，包括应收账款坏账损失 2 亿元、存货跌价损失 4012 万元等；2019 年预计政策影响逐步消化；2) 单季度经营业绩由于收入确认时点差异缺乏指示意义，19 年全年营收与利润率有望回升。

多重因素推动内容生产端升级，行业龙头公司将迎来发展良机。1) 政策层面：影视题材导向、天价片酬治理、税收秩序规范、打击收视率造假、网台统一播出标准等各项政策密集出台，行业规范持续加强；2) 市场层面：观众对审美体验的要求更加多元，内容精品化、付费化，受众细分化等趋势进一步确立，下游渠道方不再把流量作为唯一的购剧标准，把购剧成本、会员留存度等作为统筹考量指标；3) 内容生产端的供给侧改革成效初显；根据国家广电总局统计数据显示，持有《电视剧制作许可证（甲种）》的机构数已从 2014 年的 137 家降至 2018 年的 113 家，落后产能不断出清，龙头公司将迎来更有利的市场环境。

现实主义题材储备丰富，制作与播出模式不断创新。1) 公司题材研发紧跟宏观导向，储备并研发符合新时代特色和社会需求的影视作品；《创业时代》、《奔腾岁月》等一批现实主义题材作品于 2018 年在头部卫视播出；《外交风云》、《绝境铸剑》等一批重大题材主旋律剧已开机制作；2) 公司制作与播出模式紧跟市场前沿：《天盛长歌》采用 2.35:1 画幅，用电影级别画面效果实践“新古典主义”美学理念，成为被 Netflix 以“Netflix Original Series”最高级别采购的中国古装大剧，被翻译成十几种语言播出；《为了你我愿意热爱整个世界》为契合消费者互联网化的观剧特点，首次采用了付费用户一次性观看全剧的创新播出模式。

实行产业平台化战略，推进多内容板块协同发展、多元化变现。1) 公司坚持内容精品化战略，通过打造经典 IP、系列 IP、可延展 IP，推进网剧、电影、综艺的联动协同发展；2) 打通内容价值链，全面开发整合营销、内容电商、粉丝经济等以内容为核心的商业生态。

基于以下假设：

1) 电视剧业务能够不断推出符合政策导向与市场需求的精品，并推动精品内容的衍生业务与综合价值开发；2019-2021 年电视剧业务增速 20%/20%/20%，经纪业务增速 40%/40%/30%，音乐收入增速 50%/50%/40%，广告收入增速 20%/20%/20%。

2) 电影业务主控发行影片的质量与数量提升，实现平衡发展，2019-2021 年电影与影院票房收入增速 0%/10%/10%；

3) 网综与垂直领域综艺承制业务不断拓展, 综艺业务收入增速 20%/20%/20%。

表 25: 华策影视分项收入预测 (百万元)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
电视剧	4,603.54	4,498.45	5,398.14	6,477.77	7,773.32
YoY	29.7%	-2.3%	20.0%	20.0%	20.0%
电影	45.71	396.34	396.34	435.97	479.57
YoY	-83.1%	767.1%	0.0%	10.0%	10.0%
影院票房	76.87	74.54	74.54	81.99	90.19
YoY	-14.7%	-3.0%	0.0%	10.0%	10.0%
综艺	282.70	383.44	460.13	552.15	662.58
YoY	-26.6%	35.6%	20.0%	20.0%	20.0%
经纪	138.30	266.18	372.65	521.71	678.23
YoY	255.9%	92.5%	40.0%	40.0%	30.0%
音乐		10.34	15.51	23.27	32.57
YoY			50.0%	50.0%	40.0%
广告	48.80	131.32	157.58	189.10	226.92
YoY	3.8%	169.1%	20.0%	20.0%	20.0%
合计	5,245.59	5,797.21	6,874.89	8,281.97	9,943.39
YoY	18.0%	10.5%	18.6%	20.5%	20.1%

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

盈利预测、估值与评级。2018 年影视相关政策密集出台, 行业规范性加强, 低效和落后产能不断出清, 行业龙头公司将迎来发展良机。公司是国内网剧产能第一的公司, 拥有丰富的现实主义题材储备和行业领先的制作能力, 将推动电视剧、电影、综艺的协同发展。我们预测华策 2019-2021 年净利润为 6.05、7.11 和 9.10 亿元, EPS 预测为 0.34、0.40 和 0.51 元, 对应 2019-2021 年 PE 为 18/15/12 倍, 公司 19/20PE 低于可比公司平均估值水平 (wind 一致预期); 考虑到公司的龙头地位与精品规模化制作能力, 2019 年政策影响逐步消化后盈利水平预计回升, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险因素: 版权受侵犯风险、多元化发展存在不确定性风险、影视相关政策风险

表 26: 华策影视历史财务数据及盈利预测

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,245.59	5,797.21	6,874.89	8,281.97	9,943.39
增长率 YoY (%)	18.01%	10.52%	18.59%	20.47%	20.06%
净利润(百万元)	634.43	211.22	604.54	711.33	910.48
增长率 YoY (%)	32.60%	-66.71%	186.21%	17.67%	28.00%
EPS (元)	0.36	0.12	0.34	0.40	0.51
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.19%	3.05%	7.92%	8.59%	9.98%
P/E	17	52	18	15	12
P/B	1.6	1.6	1.4	1.3	1.2

资料来源: wind, 光大证券研究所预测 注: 股价时间为 2019 年 6 月 6 日

表 27：影视制作行业可比公司估值情况

公司简称	股票代码	市值 (亿元)	TTM	PE (X)	
				2019E	2020E
当代明诚	600136.SH	49.89	28	22	14
中视传媒	600088.SH	53.89	43	31	18
慈文传媒	002343.SZ	38.09		12	10
华谊兄弟	300027.SZ	141.42		22	19
平均				22	15
华策影视	300133.SZ	109.77	52	18	15

资料来源：wind，光大证券研究所预测 注：华策影视预期市盈率为光大研究所预测，其余公司预期市盈率取自Wind一致预期，股价时间为2019年6月6日

7、风险分析

1、广电系统整合进度不及预期风险。我国广电系统目前已基本完成“一省一网”整合，但在“全国一网”整合过程中有可能会面临一定技术困难，导致整合进度不及预期。

2、5G建设进度不及预期风险。5G网络建设需要大量资本开支，资金短缺、盈利激励缺乏等原因可能会导致5G建设不及预期。

3、知识产权风险。行业在发展过程中需要众多商标、专利、著作权等自主知识产权。若其中公司知识产权出现因存在争议无法继续使用，或者被侵权使用等情形，保护知识产权的支出将会增加或者从知识产权获得的收入将会减少，给其经营业绩造成不利影响

4、市场竞争风险。随着市场的逐渐开放和扩张，将面临更为激烈的市场竞争，从而带来在领域市场占有率降低、用户留存率下降的风险。

5、产品持续开发与创新风险。产品持续开发是盈利持续增长的基础，行业中的公司需要具备持续创新能力，不断丰富完善其产品类别以及技术来满足市场需求。市场对于相关服务的需求日益多样化，需要行业中的公司不断推陈出新以保持业务竞争力。

6、核心人员流失风险。稳定、高素质的创编人才队伍是业内公司保持领先优势的重要保障。只有有效维持核心人员的激励机制并根据环境变化而持续完善，才能保证核心人员积极性、创造性的发挥。如果公司不能从外部引进并保留与公司发展所需密切相关的创作及运营人才，公司的经营运作、发展空间及盈利水平将会遭受不利的的影响。

7、作品审查风险。影视公司筹拍的电影、电视剧，如果最终未获备案通过，将作剧本报废处理；已经摄制完成，经审查、修改、审查后最终未获通过的，须将该影视作品作报废处理；如果取得《电影片公映许可证》或《电视剧发行许可证》后被禁止发行或放（播）映，该作品将作报废处理，同时公司还可能将遭受行政处罚。

8、影视产品不被市场认可的风险。电影、电视剧、综艺节目等文化产品的消费是一种文化体验，具有一次性特征，客观上需要企业不断创作和发行新的影视作品。对于影视制作发行企业来说，始终处在新产品的生产与销售之中。但由于每部影视作品都是新的产品，在投放到市场前无法准确判断其是否能够被市场和广大观众所喜爱，更无法准确判断其所能产生的票房收入或获得的收视率，存在不被市场认可而对业内公司经营业绩产生负面影响的风险。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 不与, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼