

广电行业领军者，加速大屏场景生态构建

华数传媒(000156)

▶ 全国一网加速推进，华数集团资产注入预期渐进

2019年3月，中国广电与中信集团及阿里巴巴签署战略合作，共同将全国有线电视网络向“全国一网”推进。2019年，中国广电获得工信部发放的5G商用牌照。广电网络正加速由“一省一网”向“全国一网”推进。时隔10个月，公司再次重启华数集团资产注入交易。本次计划注入华数集团旗下浙江华数91.3%及宁波华数100%股权，进一步深化华数传媒广电网络整合。公司将持续受益于广电一网整合与广电5G业务的推进。

▶ 多业务齐头并进，持续推动智慧广电与媒体融合发展。

经过近25年发展，公司已经逐渐开展了互动电视、手机电视、互联网电视及互联网视听节目服务等业务，逐渐降低对传统广电业务的依赖，2018年传统广电业务营收占比持续下降至33%。公司拥有IPTV、手机电视、互联网电视的集成运行许可牌照，持续加强数字内容建设，平台优势逐渐凸显。同时，公司积极联合合作伙伴，抓住5G机遇，发力智慧广电，打造产品应用矩阵，从传统广电向“智慧广电+运营商和服务商”转型升级。此外，公司持续提升智能基础设施建设，深入推进媒体融合发展。

▶ 营收稳健增长，分红率提升空间大。

近五年，公司营收稳健增长，年均复合增速为13.79%，2018年公司实现营收为34.36亿元，同比增长7.06%，较2017年提升2.9pct。近五年公司期间费用率稳中有降，利润率保持稳定。现金流充裕，货币资金自2017年开始逐渐回升。此外，与同行业上市公司相比公司分红率仍有较大提升空间。

▶ 盈利预测及投资建议

我们预计，2019-2021年公司将分别实现营收35.22亿元、37.62亿元和40.95亿元，同比增长2.53%、6.8%和8.84%，归母净利润分别为6.85亿元、7.46亿元和8.11亿元，同比增长6.45%、8.8%和8.71%，EPS分别为0.48元、0.52元和0.57元，对应PE分别为21.74x、19.98x和18.38x。考虑公司作为广电行业的领军者，将持续受益于广电5G和国网整合的落地，首次覆盖，给予“增持”评级。

▶ 风险提示

行业政策变化风险、国网整合推进不及预期、资产注入速度不及预期、行业竞争风险加剧等。

盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3209.31	3435.99	3522.88	3762.49	4095.11
YoY (%)	4.16%	7.06%	2.53%	6.80%	8.84%

评级及分析师信息

评级:	增持
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	
最新收盘价:	10.32
股票代码:	000156
52周最高价/最低价:	13.89/8.22
总市值(亿)	147.92
自由流通市值(亿)	132.13
自由流通股数(百万)	1,280.30



分析师: 徐林锋

邮箱: xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

分析师: 李婉云

邮箱: liwy1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520010002

联系人: 赵琳

邮箱: zhaolin@hx168.com.cn

相关研究

归母净利润(百万元)	641.28	644.19	685.73	746.05	811.07
YoY (%)	6.49%	0.45%	6.45%	8.80%	8.71%
毛利率 (%)	44.66%	40.69%	39.50%	39.00%	38.50%
每股收益 (元)	0.45	0.45	0.48	0.52	0.57
ROE	6.18%	6.03%	6.07%	6.19%	6.31%
市盈率	23.25	23.14	21.74	19.98	18.38

数据来源: wind、华西证券研究所

正文目录

1. 公司基本情况.....	5
1.1. 发展历程：成立 25 载，积极探索转型升级	5
1.2. 股权结构稳定，定增引入阿里系为战略投资者	5
1.3. 财务分析：业绩稳定增长，分红率提升空间大	6
2. 多业务齐头并进，持续推动智慧广电与媒体融合发展.....	11
2.1. 多业务齐头并进，转型初显成效	11
2.2. 牌照齐全，多渠道发展实现用户规模稳定增长	12
2.3. 持续加强数字内容建设，平台优势逐渐凸显	12
2.4. 发力智慧广电，打造产品应用矩阵	14
2.5. 提升智能基础设施建设，持续深入推进媒体融合	15
3. 国网整合预期渐进，加速构建大屏场景生态构建	17
3.1. 全国一网加速推进，华数传媒广电网络整合进一步深化.....	17
3.2. 加速构建大屏场景生态抢占超高清高地	19
4. 盈利预测及投资建议.....	24
5. 风险提示	25

图表目录

图 1	公司及华数集团发展历程	5
图 2	公司最新股权结构	6
图 3	公司营收稳健增长 (单位: 亿元)	7
图 4	公司扣非后归母净利润重回正增长 (单位: 亿元)	7
图 5	公司营收规模与同行业公司比较 (单位: 亿元)	7
图 6	公司营收增速与同行业公司比较 (单位: %)	7
图 7	公司归母净利润规模与同行业公司比较 (单位: 亿元)	8
图 8	公司归母净利润增速与同行业公司比较 (单位: %)	8
图 9	公司近五年期间费用率变化情况	9
图 10	公司近五年利润保持稳定	9
图 11	公司毛利率高于同行业上市公司 (单位: %)	9
图 12	公司近五年各项现金流净额/营业收入变化情况	10
图 13	公司货币资金逐渐回升 (单位: 亿元)	10
图 14	公司近五年分红率逐步提升, 未来仍有较大提升空间	10
图 15	公司主营业务营收占比变化	11
图 16	公司互联网电视公网及专网业务收入及增速	11
图 17	公司产品矩阵	12
图 18	公司已与众多优质品牌内容合作	13
图 19	公司全面推进数字文化内容创新与服务提升	14
图 20	公司从传统广电向“智慧广电+运营商和服务商”升级	15
图 21	公司智慧家庭业务布局	15
图 22	公司未来社区构建图	15
图 23	公司制定智能基础设施建设提升专项行动	16
图 24	公司融媒体中心追求深入本地服务	16
图 25	公司正在全省范围推进融媒体中心建设	16
图 26	广电网络从“一省一网”向“全国一网”加速推进	17
图 27	中国广电公司架构	18
图 28	全国 IPTV 用户数快速增长 (单位: 亿户)	20
图 29	华数互联网电视 5.0 提供三种不同模式	20
图 30	华数 4K 新升级, 智享 4K 新生活	21
图 31	头部卫视的内容价值正在由直播平台向大屏的三个互动平台及 AR/VR 互动平台扩散	22
图 32	公司积极开放与产业链相关公司的合作, 谋求共同发展	23
表 1	公司最新发行股份及支付现金购买资产及交易对方情况	19
表 2	收购标的浙江华数及宁波华数基本情况	19
表 3	业务营业收入拆分及预测 (单位: 亿元)	24

1. 公司基本情况

1.1. 发展历程：成立 25 载，积极探索转型升级

公司成立于 1994 年 6 月 30 日，是全国最大的互动电视内容提供商、全国最大的手机电视内容提供商之一，拥有全国最大的数字化节目内容媒体资源库之一，是杭州有线数字电视网络运营平台和面向全国的互动电视运营服务主平台。公司是华数数字电视传媒集团有限公司（以下简称“华数集团”）旗下专业从事数字电视网络运营与新传媒发展的企业。

2009 年 12 月，浙江华数传媒网络有限公司（现为公司全资子公司“华数传媒网络有限公司”）设立，打造上市平台。2010 年，传媒网络完成收购华数集团旗下有线电视网络资产以及华夏视联的新媒体业务资产，获得我国首张手机电视业务牌照和互联网电视业务牌照，成为全国率先获取互联网电视三张牌照的公司之一。

2012 年 8 月，传媒网络通过重组上市方案获证监会核准；10 月，正式登陆深交所主板市场。2015 年 5 月，引入战略投资者杭州云溪投资合伙企业（有限合伙）。

图 1 公司及华数集团发展历程



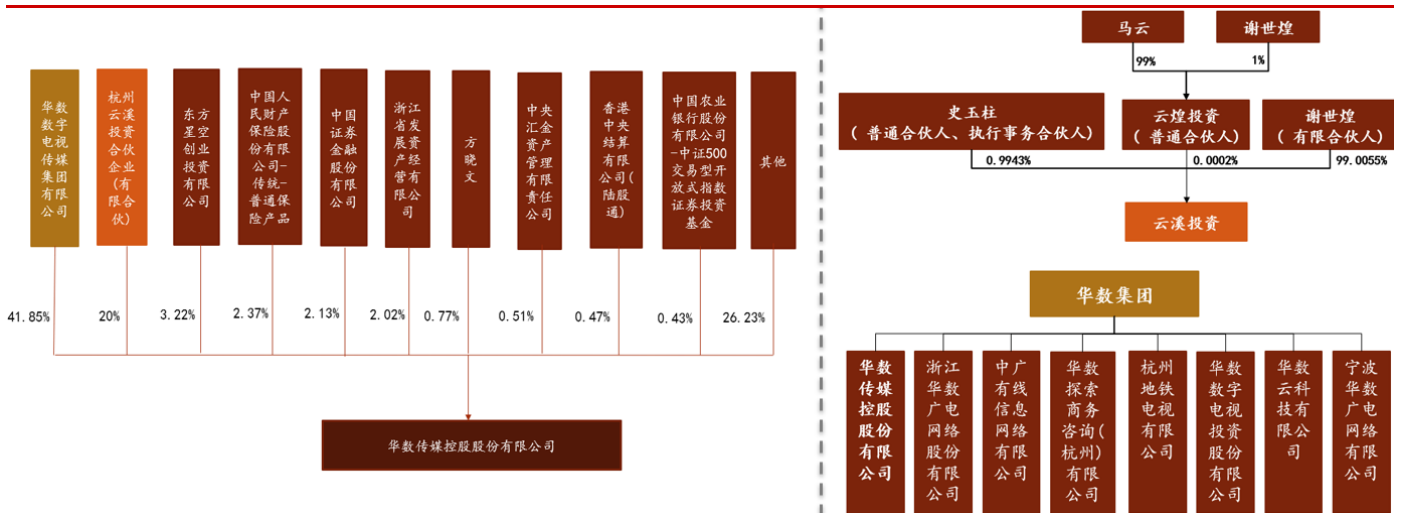
资料来源：公司官网、华数集团官网、华西证券研究所

1.2. 股权结构稳定，定增引入阿里系为战略投资者

公司第一大股东为华数数字电视集团有限公司（以下简称“华数集团”），截止2019年12月31日，其持股比例为41.85%。公司实控人为杭州市财政局。

2015年4月，公司引入战略投资者，以22.8元/股向杭州云溪投资合伙企业（有限合伙）非公开发行28667.1万股股票，共募集65.36亿元。交易完成后，云溪投资成为公司第二大股东。

图2 公司最新股权结构



资料来源：wind、华西证券研究所

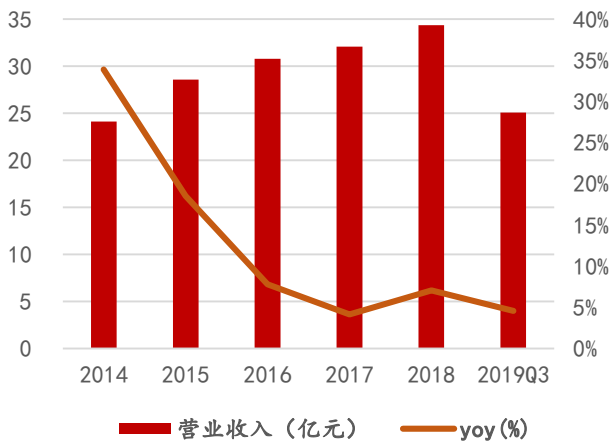
1.3. 财务分析：业绩稳定增长，分红率提升空间大

1.3.1. 营收稳健增长，扣非增速重回正增长

近五年，公司营业收入稳步增长，年均复合增速为13.79%，在A股广电上市公司中表现优秀。2018年公司实现营收34.36亿元，同比增长7.06%，较2017年提升2.9pct。2019年前三季度公司实现营收25.09亿元，同比增长4.58%。

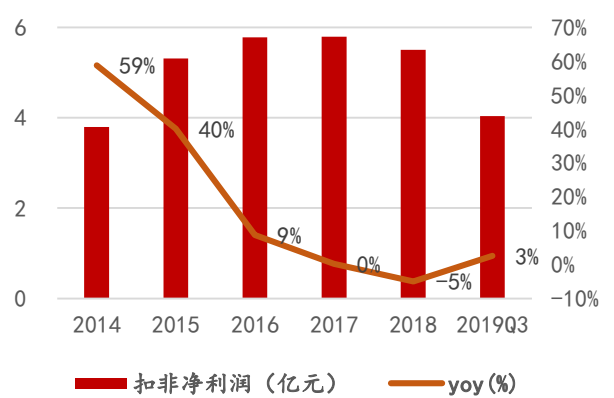
净利润方面，公司近5年归母净利润实现稳定增长，但增速有所放缓，2018年归母净利润为6.44亿元，同比增长0.45%。但2019Q3公司归母净利润同比增长4.84%至5.06亿元，增速较去年同期提升2.66pct。2018年公司扣非后归母净利润为5.5亿元，同比下降5%，为5年来首次负增长，主要系2018年由于理财产品产生的投资收益大幅增长，非经常性损益较2017年同比增长52%至9406万元。今年前三季度公司实现扣非后归母净利润4.04亿元，同比增长3%，重回正增长。

图3 公司营收稳健增长 (单位: 亿元)



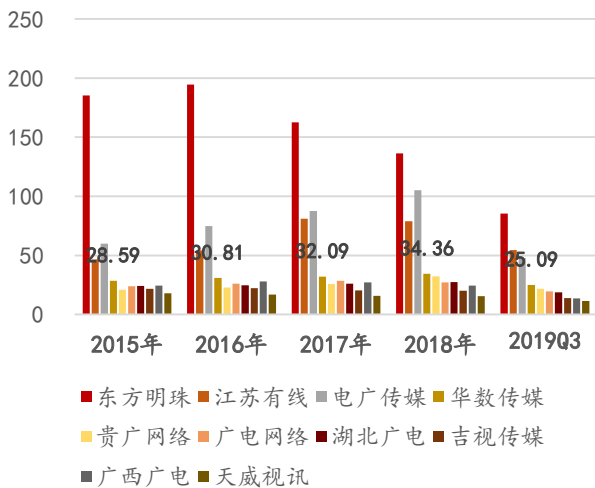
资料来源: wind、华西证券研究所

图4 公司扣非后归母净利润重回正增长 (单位: 亿元)



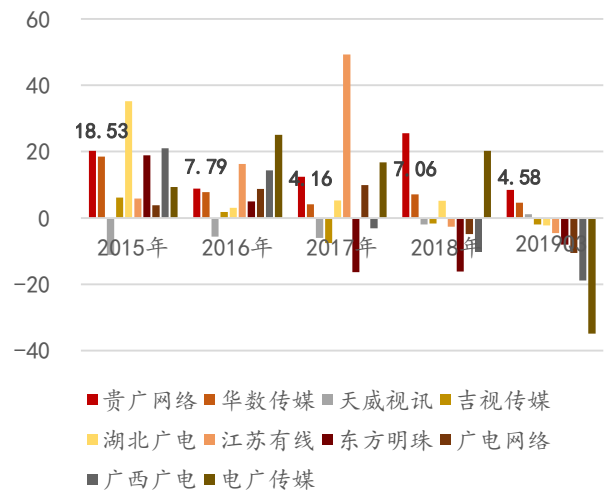
资料来源: wind、华西证券研究所

图5 公司营收规模与同行业公司比较 (单位: 亿元)



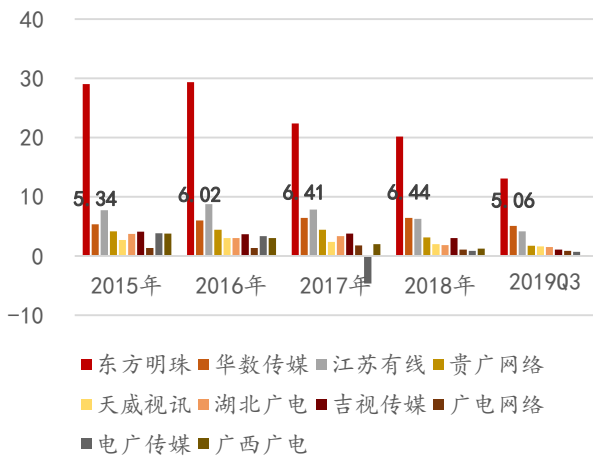
资料来源: wind、华西证券研究所

图6 公司营收增速与同行业公司比较 (单位: %)



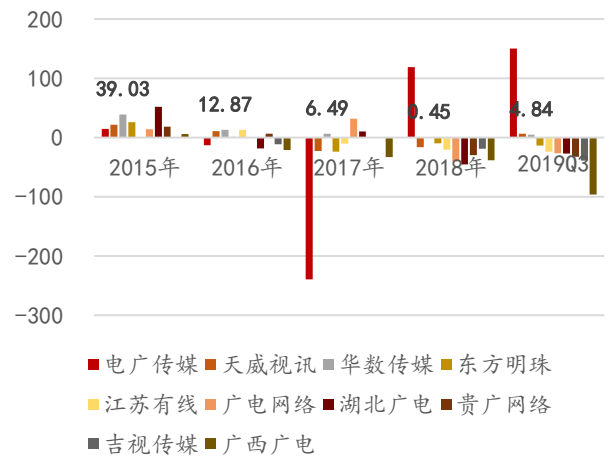
资料来源: wind、华西证券研究所

图7 公司归母净利润规模与同行业公司比较 (单位: 亿元)



资料来源: wind、华西证券研究所

图8 公司归母净利润增速与同行业公司比较 (单位: %)



资料来源: wind、华西证券研究所

1.3.2. 期间费用率稳中有降, 利润率保持稳定

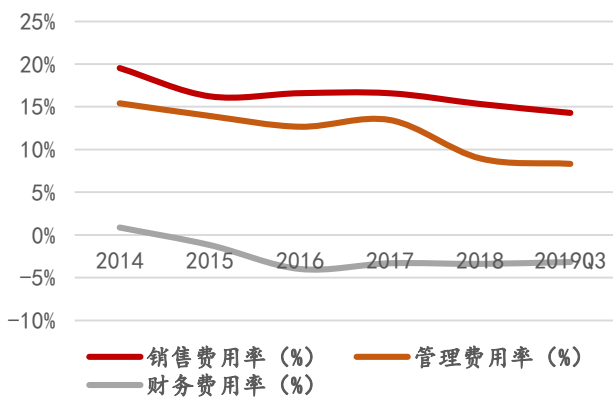
近五年, 公司三项期间费用率均稳中有降:

- ✓ 2018年, 公司销售费用率较去年同期下降 1.3pct 至 15.3%, 管理费用率下降 4.4pct 至 9%, 财务费用率微降 0.1pct 至-3.4%。
- ✓ 2019年前三季度, 公司销售费用率及管理费用率继续下降, 财务费用率上升 1.7pct 至-3.2%, 主要由于利息收入增加。

近五年, 公司毛利率略微下降, 但净利率有所回升:

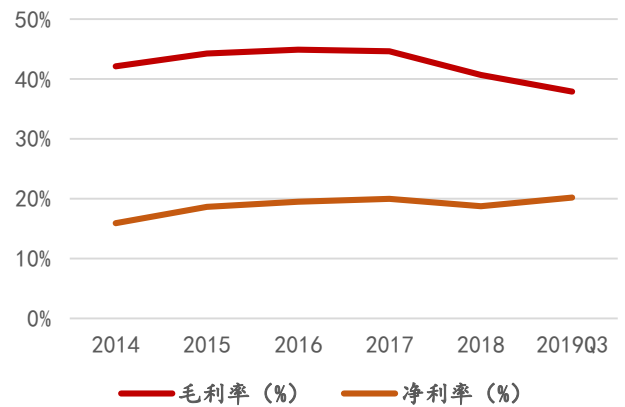
- ✓ 毛利率方面, 2018年公司毛利率下降 4pct 至 40.7%, 2019Q3 下降 2.3pct 至 37.9%;
- ✓ 净利率方面, 2018年公司净利率下降 1.2pct 至 18.8%, 2019Q3 提升 0.1pct 至 20.2%。
- ✓ 由于公司互动电视业务毛利率较高, 公司毛利率高于同行业上市公司。

图9 公司近五年期间费用率变化情况



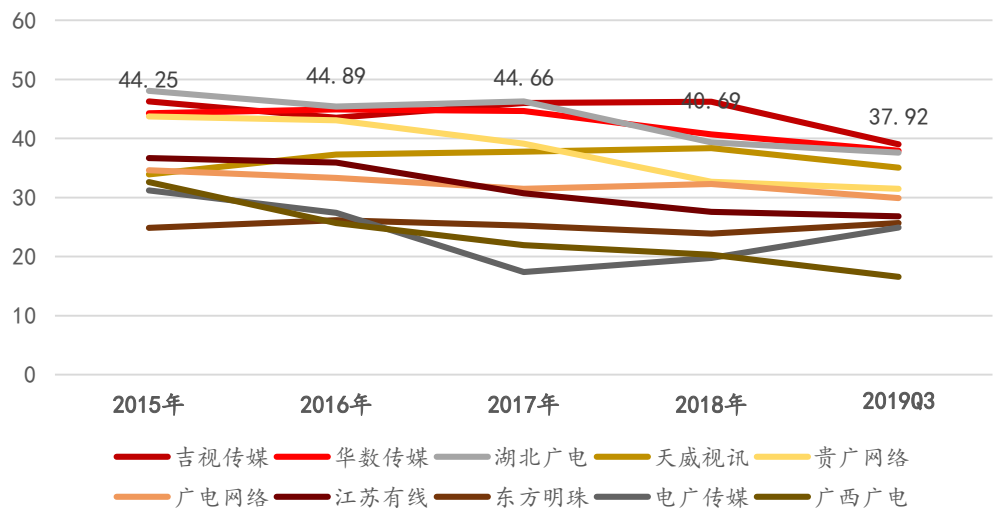
资料来源: wind、华西证券研究所

图10 公司近五年利润保持稳定



资料来源: wind、华西证券研究所

图11 公司毛利率高于同行业上市公司 (单位: %)

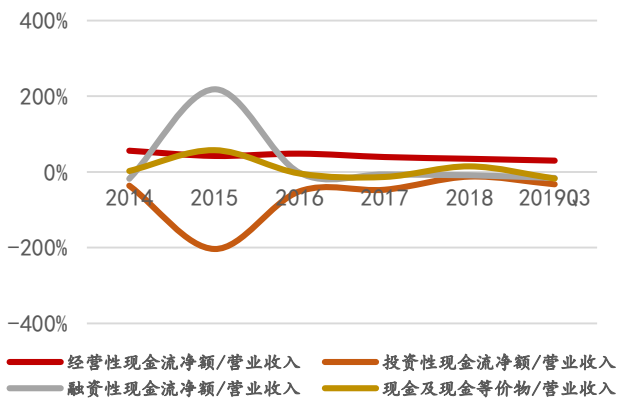


资料来源: wind、华西证券研究所

1.3.3. 公司现金流充裕，货币资金逐年回升

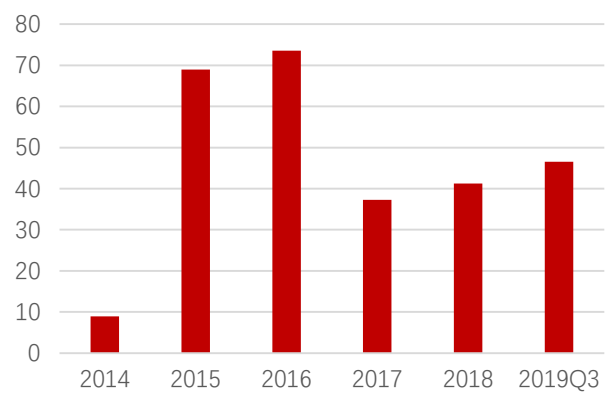
公司现金流充裕，2019年三季度末公司账上货币资金与银行理财合计近80亿元。近5年经营性净现金流入/营业收入逐年微降，净现金流入维持在12亿元左右。现金及现金等价物净额/营业收入自2016年开始稳步回升，2018年为15%。投资性现金流净额/营业收入和融资性现金流净额/营业收入在2015年出现较大波动，分别由于闲置募集资金转为定期存款与购建固定资产和系募集资金到位与偿还银行借款支付的现金减少。

图 12 公司近五年各项现金流净额/营业收入变化情



资料来源: wind、华西证券研究所

图 13 公司货币资金逐渐回升 (单位: 亿元)

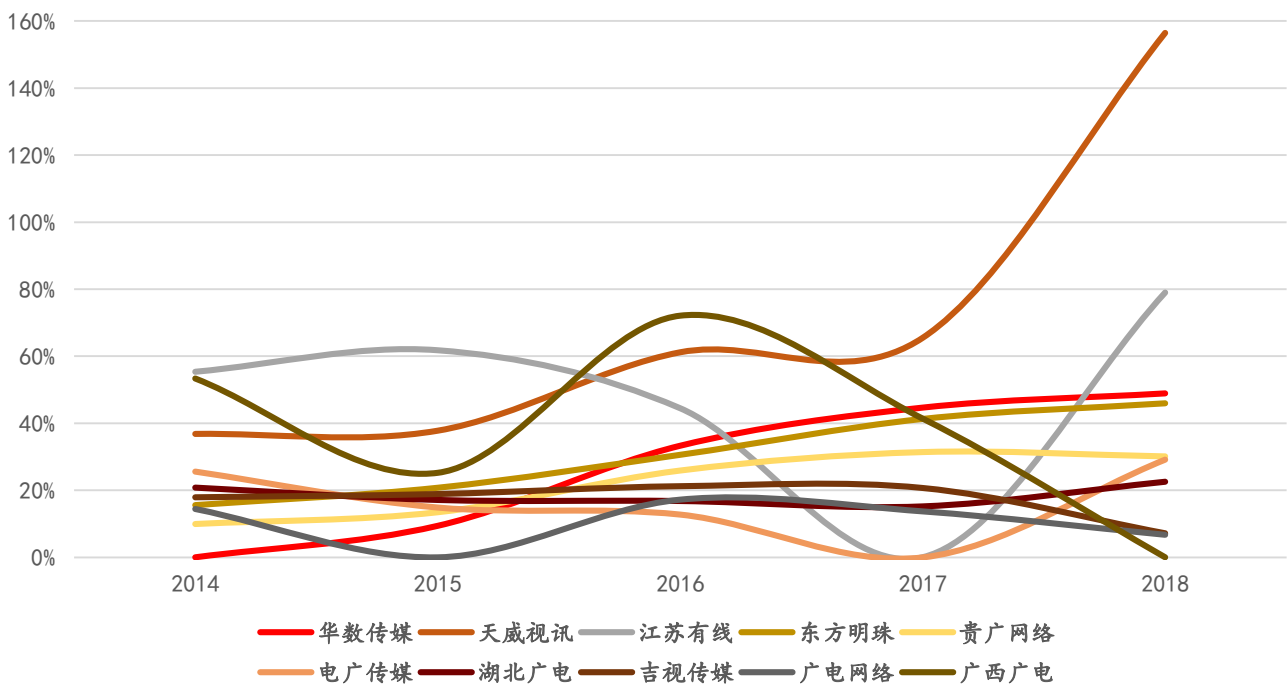


资料来源: wind、华西证券研究所

1.3.4. 分红率未来仍有较大提升空间

近五年公司分红率稳步提升, 2018 年公司分红率为 49%, 与同行业其他公司相比, 公司分红率未来仍有较大提升空间。

图 14 公司近五年分红率逐步提升, 未来仍有较大提升空间



资料来源: wind、华西证券研究所

2. 多业务齐头并进，持续推动智慧广电与媒体融合发展

公司逐渐开展了互动电视、手机电视、互联网电视及互联网视听节目服务等业务，搭建了与全国广电网络、三大通信运营商、家电制造商、互联网运营企业合作的四大类市场合作体系，经营范围覆盖全国。

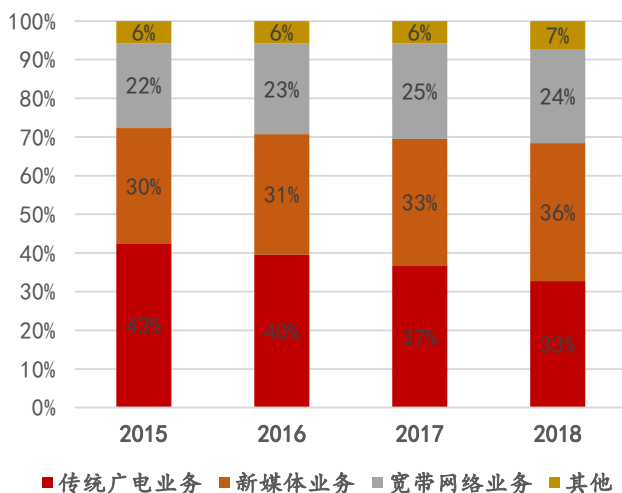
2.1. 多业务齐头并进，转型初显成效

融媒体发展为广电系统带来更大发展空间。近年来，公司多业务齐头并进，目前传统广电业务、新媒体业务、宽带网络及智慧城市业务已各占三分之一，进一步降低对有线电视业务的依赖。

- ✓ **传统广电业务：**数字电视、网络接入、节目传输、设备销售及租赁业务。
- ✓ **全国新媒体业务：**面向全国的新媒体内容、技术服务及运营，包括互动电视、手机电视、互联网电视及互联网视听的内容、技术服务与运营业务等。
- ✓ **宽带网络业务：**面向个人客户和机构客户（包括政府及所属部门、企事业单位）的宽带网络业务及基于宽带网络的信息服务业务。
- ✓ **智慧城市业务：**围绕公司战略，以“慧政”、“惠民”为两大抓手，面向集团客户（包括政府及所属部门、企事业单位）开展的智慧城市建设相关业务。具体包括参与杭州“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。

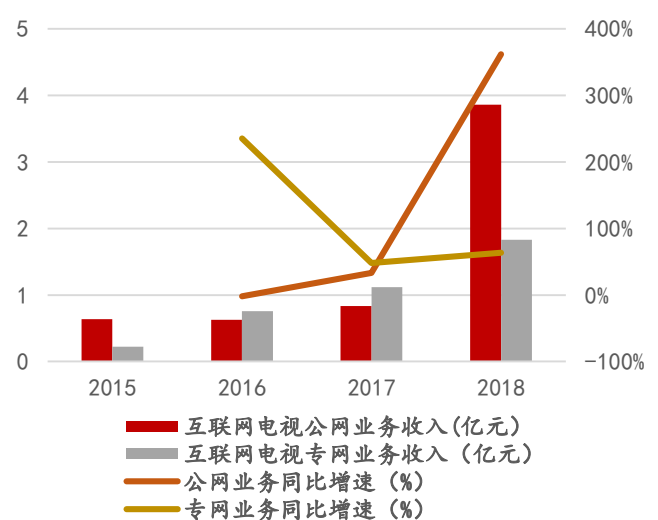
可以看到，公司传统广电业务占比呈现逐年下降趋势，而新媒体业务占比则逐年上升，公司转型初显成效。公司互联网电视公网及专网业务收入近4年CAGR分别为82%、101%。

图 15 公司主营业务营收占比变化



资料来源：wind、华西证券研究所

图 16 公司互联网电视公网及专网业务收入及增速



资料来源：wind、华西证券研究所

目前公司已形成了有线电视、互联网电视、互动电视、手机电视、新媒体广告、宽带与数据业务的产品矩阵，搭建了与全国广电网络、三大通信运营商、家电制造商、互联网运营企业合作的四大类市场合作体系，进一步降低对传统广电业务的依赖。

图 17 公司产品矩阵



资料来源：公司官网、华西证券研究所

2.2. 牌照齐全，多渠道发展实现用户规模稳定增长

公司是首家兼具有线网络与新媒体运营全牌照的上市公司，拥有 IPTV、手机电视、互联网电视的集成运行许可牌照。

公司业务多渠道发展，实现用户规模持续增长。根据公司官网介绍，经过 25 年发展，公司视频业务覆盖 31 个省级行政区域、60 多家广电、运营商及新媒体公司，全国合作的有线电视用户达 1 亿户、全国互联网电视用户达 1 亿户、手机电视用户达 5600 万。

2.3. 持续加强数字内容建设，平台优势逐渐凸显

公司持续加强内容建设，已经与 800 多家内容供应商建立了合作联盟，包括好莱坞六大及国内三大电影公司。公司还与各大互联网品牌建立了长期战略合作关系，内容类型涵盖影视、综艺、少儿，以及电竞、纪录、健身、财经等细分栏目。

图 18 公司已与众多优质品牌内容合作



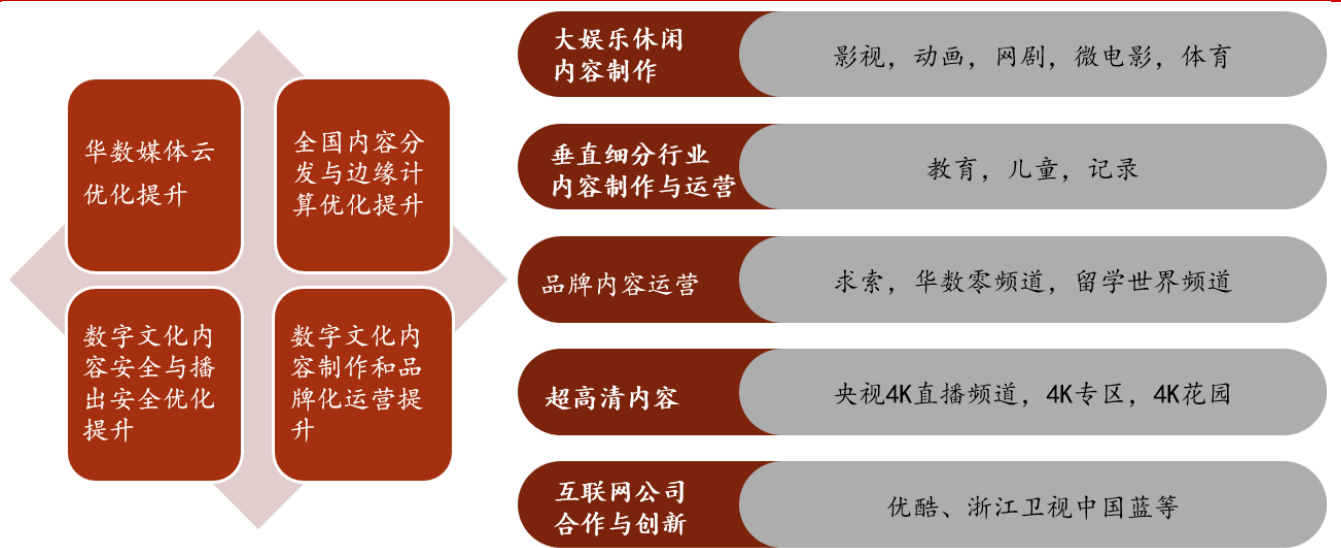
- 800家内容供应商
- 各大互联网品牌长期战略合作
- 影视、综艺、少儿类型丰富，电竞、纪录、健身、财经细分栏目

资料来源：公司官网、华西证券研究所

今年以来，随着头部互联网平台公司发力自制内容以形成差异化优势，国产版权内容采购价格开始回落。在此背景下，公司加大内容采购力度，继续加强优质内容聚合，加快 4K 内容引进，推进头部影视内容建设，加强全平台内容运营：

- ✓ 首先，公司进一步加大优质精品国产电视剧库（包括独家内容库）在广电、通信运营商等优势渠道的建设，形成华数 TV 核心内容竞争力；
- ✓ 其次，继续保持与美国六大的紧密合作，实现在电影领域的差异化建设；同时探索与华视网聚等国产电影库等合作；
- ✓ 再次，继续强化与优酷、中国蓝、香港 TVB 和腾讯游戏等优质供应商的长期持续合作，保障全平台内容服务的综合竞争力；
- ✓ 最后，加大个性化内容如知识付费、动漫、纪录片、4K、宠物等垂直细分领域的内容投入，为本网、公网、专网等提供更加丰富、多样的内容服务和运营方案。

图 19 公司全面推进数字文化内容创新与服务提升



资料来源：公司官网、华西证券研究所

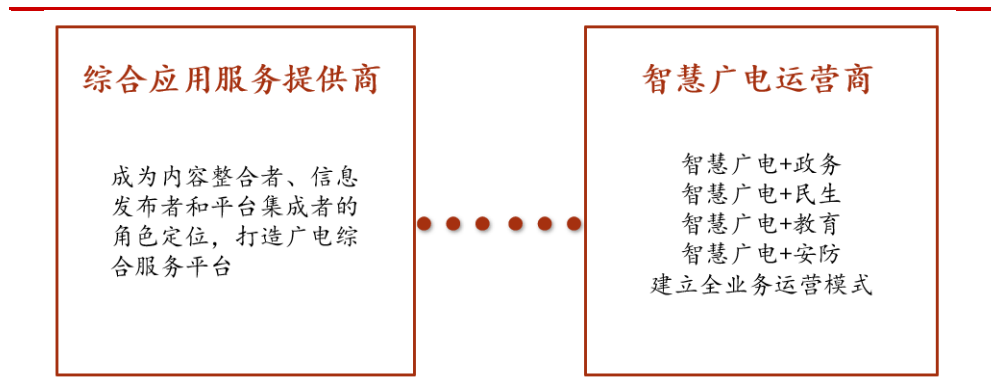
2.4. 发力智慧广电，打造产品应用矩阵

2015 年，时任国家新闻出版广电总局副局长聂辰席首次正式使用“智慧广电”的概念，“智慧广电”上升至广电行业发展战略。2018 年 11 月，国家广电总局印发《关于促进智慧广电发展的指导意见》，进一步明确要构建“布局合理、竞争有序、特色鲜明、形态多样、可持续发展”的智慧广电新格局。

近年来，华数集团按照“慧政”、“惠民”两条路径，围绕新网络、新媒体、大数据三大战略方向，以打造“智慧华数、融合媒体”为目标，积极构建新网络、新媒体、云计算和大数据、原创内容以及智慧化等产业板块，全面加快向智慧广电综合运营商和数字经济发展主体转型。

- ✓ **智慧广电+惠民：**建设智慧医养综合服务平台，丰富电视淘宝、饿了么等高频本地服务，在省内推进“校园电视台”成为家校互动重要平台，与阿里合作推进物联网进家庭，上线“最多跑一次”在大屏端的“居家办”功能。
- ✓ **智慧广电+慧政：**打造线上办事平台，研发 24 小时综合自助机，实现“随时可办、随处可办”，目前综合自助机已部署 1600 余台，可办事项 200 余项，办件量已超过 150 万件，服务人次突破 300 万。

图 20 公司从传统广电向“智慧广电+运营商和服务商”升级

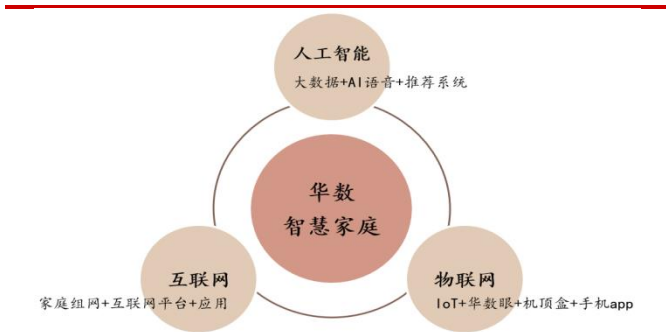


资料来源：中广互联、华西证券研究所

公司参与杭州城市大脑建设、服务智慧社区，在全省建设治安标准化小区 2000 多个，集成智慧物流、智慧消防等大数据功能，服务智慧家庭：

- ✓ **建设智慧家庭主平台：**打造成为连接千家万户娱乐、医疗、教育、安防等多屏多网的一体化主门户和主平台；
- ✓ **成为智慧城市主载体：**打造杭州新型智慧城市建设的核心基础平台。

图 21 公司智慧家庭业务布局



资料来源：中广互联、华西证券研究所

图 22 公司未来社区构建图



资料来源：中广互联、华西证券研究所

2.5. 提升智能基础设施建设，持续深入推进媒体融合

2017年11月26日，中办、国办印发了《推进互联网协议第六版（IPv6）规模部署行动计划》，明确提出要开展面向 IPv6 新型根域名服务体系的创新与试验，加快 IPv6 规模部署和应用，积极构建自主的技术体系和产业生态，构建高速率、广普及、全覆盖、智能化的下一代互联网。

2014年，华数宽带城域网便完成了 IPV6 的全面部署，成为国内首个接入 IPv6 的广电运营商。2017年，华数集团投资设立了“华数云科技有限公司”。2018年2月1日，华数集团通过与下一代互联网国家工程中心的联手强强合作，以华数云科技为主

体投资建设并运营全球首个“行业 IPv6 根服务器”，推动和支撑广电行业向 IPv6 演进。

此外，公司制定专项行动，全面推进有线无线一体化的泛在网络及智能化新平台的建设、多种智能终端的普及。深入本地服务，台网联动打造融媒体协同服务模式。深化多端服务。推出华数 APP 布局移动端和免费 WIFI，打造融媒体微门户。推出电视大屏，抢占家庭用户。

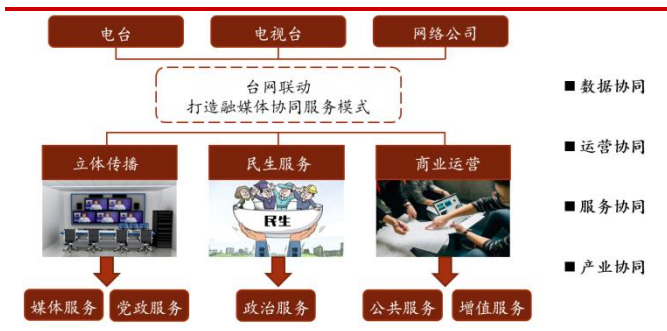
图 23 公司制定智能基础设施建设提升专项行动



资料来源：公司官网、华西证券研究所

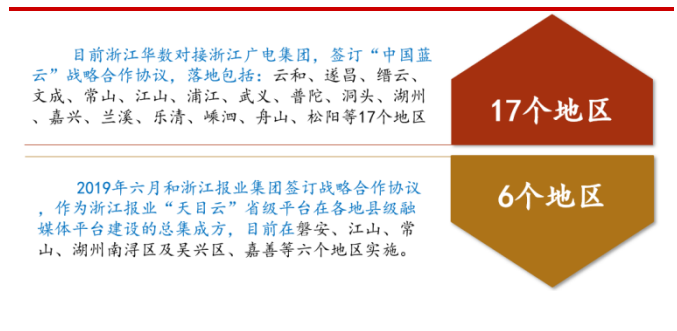
浙江华数对接浙江广电集团，签订“中国蓝云”战略合作协议，目前已在全省 17 个地区落地。2019 年 6 月与浙江报业集团签订战略合作协议，成为浙江报业“天目云”省级平台在各地县级融媒体平台建设的总集成方，目前已在 6 个地区实施。

图 24 公司融媒体建设追求深入本地服务



资料来源：中广互联、华西证券研究所

图 25 公司正在全省范围推进融媒体建设



资料来源：中广互联、华西证券研究所

为贯彻落实中共浙江省委《关于构建社会大普法格局的意见》，以及省委车俊书记提出“要让广大干部群众感到宪法离自己很近、联系很紧、感情很亲”的重要指示，省委宣传部、省司法厅、省普法办联合华数集团，在数字电视平台上搭建了集互动电视、移动 APP、12348 浙江法网、浙江普法新媒体平台为一体的全国首个行业融媒体平台。12月4日，浙江社会大普法融媒体平台上线，成为全国首个行业融媒体平台。未来，公众只需打开华数电视，遥控器输入 12348，即可快速了解法治动态、获取法治资讯、学习法律知识、观看法制影视、获得法律援助。

3. 国网整合预期渐进，加速构建大屏场景生态构建

3.1. 全国一网加速推进，华数传媒广电网络整合进一步深化

3.1.1. 广电网络加速由“一省一网”向“全国一网”推进

有线网络整合虽然早在1994年便已经提出，但直到1999年“三网融合”提出后才开始真正启动。2009年，广电总局在《关于加快广播电视有线网络发展的若干意见》中提出2010年底基本实现“一省一网”的目标和要求后，有线网络整合进程明显加快，通过资本整合、行政整合和上市整合等多种方式，各地逐步形成了“广西模式”、“江苏模式”等。经过10年发展，全国大部分地区完成省网整合，逐步实现了业务与技术系统的统一。

图 26 广电网络从“一省一网”向“全国一网”加速推进



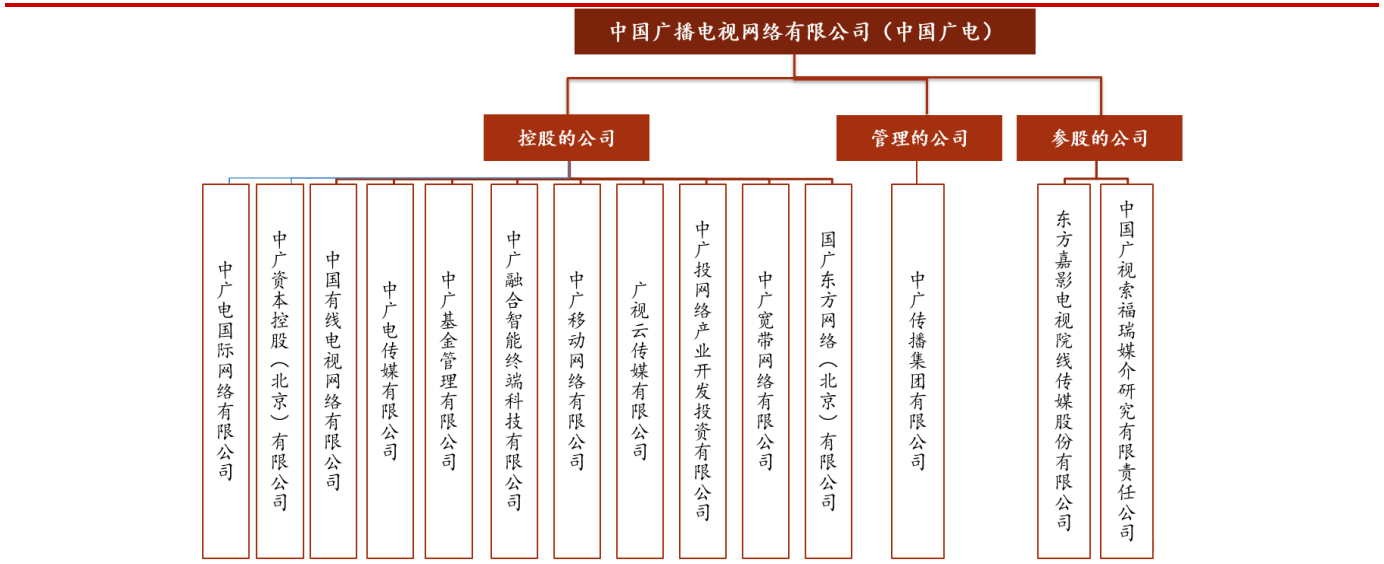
资料来源：国家新闻出版广电总局官网、流媒体网、中广互联、华西证券研究所

2014年5月28日，中国广播电视网络有限公司（以下简称“中国广电”）挂牌成立，目标是成为中国电信、中国移动、中国联通之外的第四大网络运营商，“全国一张网”整合拉开序幕。2018年8月，由中宣部牵头成立全国有线电视网络整合发展领导小组。2019年6月6日，中国广电获得由工信部发放的5G商用牌照。

2019年12月18日，据上海证券报独家报道，中国广电与国家电网公司将在5G领域展开合作的事项已经基本确立，相关工作正在有序推进，最快年底合作方案就会出炉。

广电的 5G 网络与三大运营商最大的区别在于它是汇集广播电视现代通信和物联网服务的一个高起点高技术的 5G 网络，能够使用户真正体验到现代超高清电视、现代物联网带来的智慧广电服务，甚至是社会化的智慧城市服务。

图 27 中国广电公司架构



资料来源：中广互联、华西证券研究所

3.1.2. 广电行业领军者，华数集团资产注入预期渐进

2017 年 12 月 25 日晚公司发布公告称，鉴于浙江华数广电网络股份有限公司（以下简称“浙江华数”）未达到置入公司条件，控股股东华数集团正同步筹划向公司置入其他盈利资产的重大事项，可能构成重大资产重组。因该事项具有不确定性，公司股票自 2017 年 12 月 26 日开市起停牌。2018 年 3 月公司发布公告，披露了本次重大资产重组的基本情况：公司拟以现金支付方式收购公司控股股东华数集团持有中广有线信息网络有限公司、宁波华数广电网络有限公司（以下简称“宁波华数”）以及新昌华数数字电视有限公司的股权，初步估算交易金额为 20-30 亿元。但 2018 年 12 月 17 日公司宣布终止此次收购。

10 个月后，公司再度筹划收购控股股东旗下资产，加速推进华数传媒广电网络整合：

- ✓ 2019 年 10 月 18 日，公司发布公告，因正在筹划发行股份及支付现金购买浙江华数及宁波华数股权事项，公司股票于 2019 年 10 月 21 日开市起停牌；
- ✓ 2019 年 10 月 31 日，公司发布公告披露交易预案，拟通过发行股份（8.89 元/股）及支付现金的方式购买华数集团等 43 名股东合计持有的浙江华数 91.70% 股份（公司目前持有浙江华数 8.30% 的股权）；拟通过发行股份及支付现金的方式购买华数集团、宁波鄞州电视台、宁波江北全媒体合计持有的宁波华数 100% 股权。本次交易完成后，浙江华数、宁波华数成为华数传媒的全资子公司。

表 1 公司最新发行股份及支付现金购买资产及交易对方情况

标的公司	交易对方名称		
浙江华数	华数数字电视传媒集团有限公司	平阳县广播电视台	遂昌县广播电视台
	瑞安市国有资产投资集团有限公司	海盐县广播电视台	松阳县传媒中心
	杭州华懋众合投资合伙企业（有限合伙）	湖州广播电视总台	文成县广播电视台
	乐清市广播电视台	舟山普陀文化旅游集团有限公司	丽水市莲都区广播电视网络传输中心
	永嘉县国有资产投资集团有限公司	泰顺县融媒体中心	景宁畲族自治县融媒体中心
	平湖市时代传媒有限公司	青田传媒集团（青田县广播电视台 青田侨报社）	丽水市城市建设投资有限责任公司
	东阳市广播电视台	武义县广播电视台	温州市洞头区广播电视台
	金华广播电视集团有限公司	浦江县广播电视台	嘉兴市广播电视集团
	东方星空创业投资有限公司	磐安县广播电视台	嵊泗县广播电视台
	海宁市传媒中心	龙泉市广播电视台	云和县广播电视台
	桐乡市传媒集团有限公司	浙江省发展资产经营有限公司	缙云县广播电视台
	嘉兴广播电视集团有限公司	常山县广播电视总台	庆元县广播电视台
	兰溪市广播电视台	开化县国有资产经营有限责任公司	丽水市广播电视总台
	江山市广播电视总台	衢州市广播电视总台	湖州广播电视网络有限公司
	嘉善县国有资产投资有限公司		
宁波华数	华数数字电视传媒集团有限公司	宁波市鄞州区广播电视台	宁波市江北区全媒体中心

资料来源：公司公告、华西证券研究所

表 2 收购标的浙江华数及宁波华数基本情况

	浙江华数	宁波华数
成立时间	2003年11月19日	2005年7月19日
控股股东	华数集团及其控制的华数传媒、华懋众合（合计持股比例40.58%）	华数集团（持股比例68.98%）
实际控制人	杭州市财政局	杭州市财政局
主营业务	有线电视收视业务、数据业务、节目传输业务、工程及安装业务、智慧广电等新业务及商品销售业务、广告业务等其他业务。	有线电视收视业务、数据业务、节目传输业务、工程及安装业务、智慧广电等新业务及商品销售业务、广告业务等其他业务。
下属企业情况	<ul style="list-style-type: none"> 37家一级子公司：金华华数数字电视有限公司、丽水华数数字电视有限公司、嘉兴华数、湖州华数、舟山普陀华数、云和县华数、兰溪华数、海盐华数、龙泉华数、桐乡华数、平湖华数广电网络有限公司、磐安华数、浦江县华数、瑞安市华数、武义华数、嘉善华数、泰顺华数、遂昌华数、丽水莲都华数、嵊泗华数、温州市洞头华数、海宁华数、衢州华数、江山华数、开化华数、常山华数、永嘉华数、松阳华数、青田县华数、庆元华数、景宁华数、文成县华数、平阳华数、乐清华数、东阳市华数、缙云华数 1家一级参股子公司：浙江浩渺通讯科技有限公司（浙江华数持股比例30%） 	<ul style="list-style-type: none"> 4家全资子公司：宁波市鄞州华数广电网络有限公司、宁波江北华数广电网络有限公司、浙江宁广有视网络工程有限公司、浙江产业软件科技有限公司 1家参股子公司：宁波市无线城市运营有限公司（宁波广电持股比例53.12%、宁波华数持股比例46.88%）
主要财务数据（2017、2018、2019H1）	营收：23.37亿、26.74亿、11.83亿 净利润：-2.12亿、1.98亿、0.5亿	营收：3.82亿、4.23亿、1.92亿 净利润：3351万、4983万、3728万

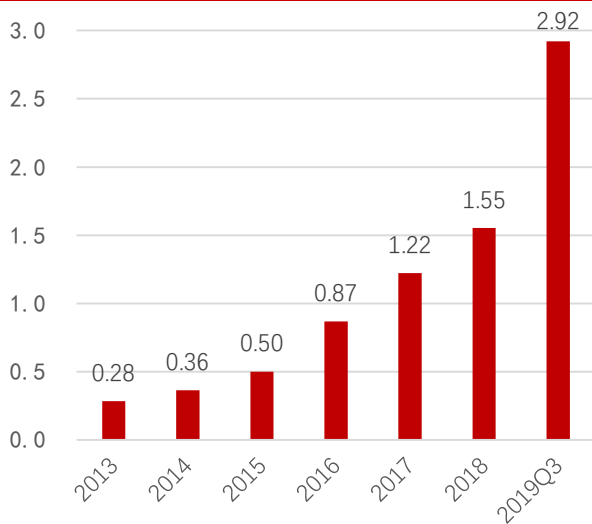
资料来源：公司公告、华西证券研究所

3.2. 加速构建大屏场景生态抢占超高清高地

3.2.1. IPTV 用户快速增长，华数互联网电视已迭代至第五代

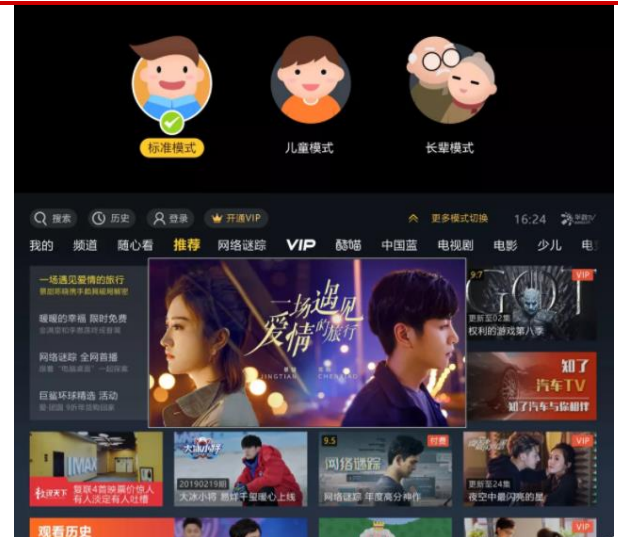
根据工信部最新数据，截止 2019 年三季度，我国 IPTV 用户数已达 2.92 亿，全国 52 个主要城市中，拥有 IPTV 设备的家庭已超过 30%，拥有 OTT(智能电视及盒子)的家庭已经接近 45%（数据来源：GSM 媒介研究）。

图 28 全国 IPTV 用户数快速增长（单位：亿户）



资料来源：工信部、华西证券研究所

图 29 华数互联网电视 5.0 提供三种不同模式



资料来源：公司官网、华西证券研究所

华数互联网电视 5.0 产品为大屏量身定制“超强瀑布流界面+十字操纵+滑动层进”的“全景”交互模式，通过智能学习，为每一位家庭成员私人订制专属“无边界”瀑布流，针对家庭中不同成员定制了标准、儿童、长辈等多种模式，覆盖全年龄段用户：

- ✓ **标准模式**将精彩一网打尽，影视、少儿、综艺等十二大基础栏目，酷喵、芒果等六大品牌专区，涵盖最新院线大片、热播电视剧、火爆综艺节目、热血动漫等精彩内容，同步互联网更新，全家人爱看的内容都在这里。
- ✓ **儿童模式**下纯净的儿童内容，剔除成人内容的干扰。丰富的儿童教育内容，涵盖了动画、儿歌、故事、早教、英语等多种类型的益智片库，真正实现了寓教于乐、智趣合一。
- ✓ **长辈模式**页面极简设计，采用平铺式的节目推荐，拥有大字体的展现形式和简便易行的操作，聚焦长辈们爱看的广场舞、戏曲、养生类节目，找节目更加方便。

此外，华数与 RealNetworks 达成了战略合作，今年 5 月正式在华数 TV 中上线了 RMHD 专区，据悉这是新一代的高清流媒体解决方案，为用户呈现了高质量的 4K 高清视频。

3.2.2. 公司品牌升级迎接 4K/8K 时代到来

2017 年，我国 4K 电视的市场渗透率达到 58%。表明我国大部分家庭的电视机已经具备了观看 4K 的能力。但因 4G 网络网速局限和片源稀缺，观众并未真正体会到 4K 的效果。

2019年1月，发改委等部门印发《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案（2019年）》，要求扩大升级信息消费，包括加快推出5G商用牌照；加快推进超高清视频产品消费；加大对中央和地方电视台4K超高清电视频道开播支持力度等。其中，有条件的地方可对超高清电视、机顶盒、虚拟现实/增强现实设备等产品推广应用予以补贴，**扩大超高清视频终端消费。**

5G智能电视大屏时代，电视发展的“更大、更清晰、更智能”三个特点将极大地提升电视受众的收视体验。收视体验提升将会加大电视大屏观众收看电视的时长、时间。

早在2016年底，华数集团便发布了从内容到终端的4K解决方案，每秒画面可高达60帧，同时与4K花园、索尼建立了战略联盟，共建4K内容生态。另外，作为Discovery在中国的合作运营商，华数集团与Discovery合资成立了国内唯一引进了Discovery资源的广电付费频道——求索频道，目前已经开播5年，拥有3千小时的Discovery超高清内容。此外，华数集团还是少数几个落地央视4K专区的平台之一。2019年7月29日，华数集团在2019半年度工作会议上正式宣布成立4K超高清/5G工作专项小组，积极抢占产业发展制高点。

图30 华数4K新升级，智享4K新生活



资料来源：搜狐网、华西证券研究所

公司推出的4K机顶盒除了为用户提供4K超高清、优酷、中国蓝、BBC等海量视频，还有知识付费、教育、爱爸妈、电竞、健康、宠物、体感游戏等垂直细分栏目。进一步加快了用户从单纯“看电视”到“看电视”+“用电视”的转变，覆盖教育、医疗等民生领域，加强应用性内容的开发和拓展。此外，公司4K机顶盒涵盖电视淘宝、饿了么等高频本地服务，并上线了智慧校园与医养通栏目。“城市大脑”频道为用户提供了衣食住行游娱购等各类便民信息，如推荐出游路线，参考天气预报、交通

拥堵指数、停车位等信息。搭配华数电视 APP，还可以利用“华数眼”进行远程看家，实现手机与电视、电视与电视之间互联互通，实现智能连接。

此外，华数集团为 2022 年杭州亚运会制定了超高清战略，将从终端到网络全部按照真 4K 标准设计开发，向家庭用户提供 4K 直播、点播以及全新的高清 UI 展现，真正实现 4K 杭州的目标。

3.2.3. 头部内容将向互动平台扩散，互动电视业务未来可期

根据 CSM 媒介最新研究成果表明，头部卫视的内容价值正在由直播平台向大屏的三个互动平台扩散，并且也将继续向将来的 AR/VR 平台扩散。在这种价值扩散的过程中，IPTV 和 OTT 互动平台收视已经初具规模，OTT 和 IPTV 互动平台分别占电视大屏 7.56%和 7.65%的市场份额，各占 OTHERS 市场份额的三分之一。同时，互动平台的观众构成更年轻高知，对原有大屏直播收视的受众结构是有益的完善和改变。

图 31 头部卫视的内容价值正在由直播平台向大屏的三个互动平台及 AR/VR 互动平台扩散



资料来源：CSM 媒介研究、华西证券研究所

2004 年，华数首创了“广播与交互”融合的交互数字电视，创新了数字电视的发展模式，被誉为数字电视发展的“杭州模式”，不仅提供达百万小时的电影、电视、新闻、体育、娱乐等互动电视服务，还广泛提供涵盖政务、生活、财经、教育、游戏等全方位的城市信息化服务，打造形成基于有线数字电视的商务平台和信息平台，并构建了涵盖各类政务、生活、社区、商务、地理、交通等信息的服务体系。真正使用户实现了从“看电视”到“用电视”的转变。

华数互动电视拥有近百万小时的影视流媒体内容，是目前国内最大的新媒体影视节目资产库，通过新媒体播出控制中心为全国二十多个省份上百个城市提供内容服务。公司与迪士尼、索尼、华纳、环球、福克斯、派拉蒙、KBS、TVB、BBC、Discovery、英超等国际顶级内容制作机构建立了高效、稳定的内容合作关系，每年引进上千小时高清精彩节目，第一时间奉上院线大片。华数互动电视与 800 余家品牌内容供应商携手合作，为用户提供在线约 8 万小时的丰富海量内容。互动电视业务以“自主点播、海量内容”为亮点，“回家点播好节目”的产品精神被越来越多的用户所接受，消费者体验良好。

4. 盈利预测及投资建议

假设公司各项业务稳步推进，我们预计：

- 1) 传统广电业务降幅将逐步缩窄，2019-2021 年将分别实现营收 10.46 亿元、10.16 亿元、9.98 亿元。
- 2) 受益于互动电视及互联网电视业务的快速增长，新媒体业务营收增速将逐步提升，2019-2021 年将分别实现营收 14.1 亿元、16.21 亿元和 18.7 亿元。
- 3) 受益于集客智慧城市业务的增长，2020 年开始公司宽带网络业务有望实现正增长，我们预计该项业务 2019-2021 年分别实现营收 7.99 亿元、8.36 亿元和 9.13 亿元。

我们预计，2019-2021 年公司将分别实现营收 35.22 亿元、37.62 亿元和 40.95 亿元，同比增长 2.53%、6.8%和 8.84%，归母净利润分别为 6.85 亿元、7.46 亿元和 8.11 亿元，同比增长 6.45%、8.8%和 8.71%，EPS 分别为 0.48 元、0.52 元和 0.57 元，对应 PE 分别为 21.74x、19.98x 和 18.38x。。考虑公司作为广电行业的领军者，将持续受益于广电 5G 和国网整合的落地，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 3 业务营业收入拆分及预测（单位：亿元）

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
传统广电业务	12.16	12.18	11.75	11.25	10.46	10.16	9.98
同比增速 (%)		0.16%	-3.48%	-4.27%	-7.0%	-2.9%	-1.8%
新媒体业务	8.52	9.61	10.54	12.26	14.10	16.21	18.70
同比增速 (%)		12.78%	9.71%	16.33%	15.05%	14.96%	15.33%
宽带网络业务	6.27	7.22	7.93	8.35	7.99	8.36	9.13
同比增速 (%)		15.19%	9.82%	5.27%	-4.3%	4.7%	9.2%
其他业务	1.64	1.81	1.87	2.50	2.67	2.89	3.15
同比增速 (%)		10.14%	3.53%	33.70%	7.0%	8.0%	9.0%

资料来源：公司年报、华西证券研究所

5. 风险提示

行业政策变化风险：对于广电行业的支持或监管政策变化或将导致国网整合推进不及预期，从而影响公司相关业务表现。

资产注入速度不及预期风险：本次资产注入交易涉及标的较多、工作量较大，交易推进速度或将不及预期。

行业竞争加剧风险：随着三大运营商的全面进入，IPTV、OTT 及智慧城市行业竞争将进一步加剧。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	3435.99	3522.88	3762.49	4095.11	净利润	644.19	685.73	746.05	811.07
YoY (%)	7.06%	2.53%	6.80%	8.84%	折旧和摊销	687.63	0.00	0.00	0.00
营业成本	2037.73	2131.34	2295.12	2518.49	营运资金变动	-12.06	109.04	141.74	194.28
营业税金及附加	8.76	8.98	9.59	10.44	经营活动现金流	1194.90	743.49	836.50	954.06
销售费用	492.22	500.25	511.70	544.65	资本开支	-917.23	-38.23	-38.23	-38.23
管理费用	288.02	285.35	289.71	303.04	投资	12.65	0.00	0.00	0.00
财务费用	-108.73	-150.00	-155.00	-160.00	投资活动现金流	-407.39	21.77	21.77	21.77
资产减值损失	87.68	0.00	0.00	0.00	股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	115.28	60.00	60.00	60.00	债务募资	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	662.62	704.79	766.02	832.01	筹资活动现金流	-286.67	-59.91	0.00	0.00
营业外收支	-8.72	-8.72	-8.72	-8.72	现金净流量	500.84	705.34	858.27	975.83
利润总额	653.90	696.07	757.30	823.30	主要财务指标				
所得税	9.71	10.34	11.25	12.23	成长能力 (%)				
净利润	644.19	685.73	746.05	811.07	营业收入增长率	7.06%	2.53%	6.80%	8.84%
归属于母公司净利润	644.19	685.73	746.05	811.07	净利润增长率	0.45%	6.45%	8.80%	8.71%
YoY (%)	0.45%	6.45%	8.80%	8.71%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.45	0.48	0.52	0.57	毛利率	40.69%	39.50%	39.00%	38.50%
资产负债表 (百万元)					净利率	18.75%	19.47%	19.83%	19.81%
货币资金	4122.00	4827.34	5685.61	6661.45	总资产收益率 ROA	4.36%	4.42%	4.53%	4.62%
预付款项	18.67	19.53	21.03	23.08	净资产收益率 ROE	6.03%	6.07%	6.19%	6.31%
存货	69.97	74.80	80.55	88.38	偿债能力 (%)				
其他流动资产	4470.84	4461.97	4514.17	4586.64	流动比率	3.25	3.38	3.46	3.49
流动资产合计	8681.47	9383.63	10301.36	11359.55	速动比率	3.22	3.35	3.43	3.46
长期股权投资	810.64	810.64	810.64	810.64	现金比率	1.55	1.74	1.91	2.05
固定资产	2839.91	2839.91	2839.91	2839.91	资产负债率	27.72%	27.10%	26.76%	26.68%
无形资产	346.32	346.32	346.32	346.32	经营效率 (%)				
非流动资产合计	6091.70	6121.22	6150.74	6180.25	总资产周转率	0.24	0.23	0.24	0.24
资产合计	14773.17	15504.85	16452.09	17539.80	每股指标 (元)				
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.45	0.48	0.52	0.57
应付账款及票据	974.98	1030.30	1109.47	1217.46	每股净资产	7.45	7.89	8.41	8.97
其他流动负债	1692.55	1743.09	1865.11	2033.76	每股经营现金流	0.83	0.52	0.58	0.67
流动负债合计	2667.53	2773.39	2974.58	3251.22	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值分析				
其他长期负债	1427.74	1427.74	1427.74	1427.74	PE	23.14	21.74	19.98	18.38
非流动负债合计	1427.74	1427.74	1427.74	1427.74	PB	1.06	1.32	1.24	1.16
负债合计	4095.27	4201.13	4402.32	4678.95					
股本	1541.93	1541.93	1541.93	1541.93					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00					
股东权益合计	10677.90	11303.72	12049.78	12860.85					
负债和股东权益合计	14773.17	15504.85	16452.09	17539.80					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，7年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

李婉云：传媒行业分析师。2019年12月加盟华西证券，3年从业经验。西南财经大学硕士，山东大学学士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

分析师承诺

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，保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。