

华数传媒(000156)/传媒
转型升级不断深化，智慧广电开疆扩土
评级：增持(首次)

市场价格：

分析师：康雅雯

执业证书编号：S0740515080001

电话：021-20315097

Email: kangyw@r.qizq.com.cn

分析师：熊亚威

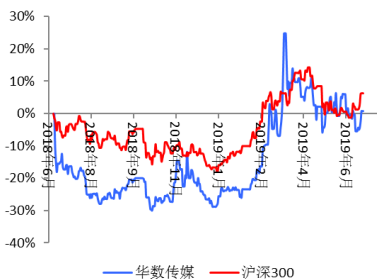
执业证书编号：S0740517090002

电话：

Email: xiongyw@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,433.35
流通股本(百万股)	1,280.30
市价(元)	11.12
市值(百万元)	16,082.21
流通市值(百万元)	14,364.91

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,209	3,436	3,607	3,824	4,052
增长率 yoy%	4.16%	7.06%	4.99%	5.99%	5.97%
净利润	641	644	732	784	827
增长率 yoy%	6.49%	0.45%	13.66%	7.04%	5.57%
每股收益(元)	0.45	0.45	0.47	0.51	0.54
每股现金流量	0.88	0.83	1.14	0.67	1.34
净资产收益率	6.18%	6.03%	6.45%	6.59%	6.61%
P/E	25.08	24.97	23.63	22.08	20.91
PEG	3.62	2.87	3.46	3.19	2.40
P/B	1.55	1.51	1.52	1.45	1.38

备注：

投资要点

- **文化混改先锋，转型升级不断深化。**
 - 华数传媒多年来不断探索转型升级，从单一的区域性的有线电视运营业务商，发展成为全国领先的新媒体及智慧城市运营商。
 - 第一大股东为华数集团，实控人为杭州市财政局。公司积极推进混合所有制改革，2015年引入云溪投资作为第二大股东。
- **业绩稳步增长，净利率不断提升，现金状况优良。**
 - 华数传媒 2016 年以前营收及归母净利保持高速增长，得益于新媒体业务的快速增长，2012-2015 年营收年均复合增速近 24%，归母净利则达到 45%。目前公司整体处于平稳增长期。
 - 公司毛利率总体保持平稳，净利率保持上升态势。主要得益于良好的费用控制，公司在 2015 年完成定增融资后，财务费用大幅下降。
 - 公司现金流良好，资金充裕。2018 年货币资金+银行理财规模接近 78 亿元。
- **有线电视受冲击，IPTV 与 OTT 迎来春天。**随着技术进步，IPTV 与 OTT TV 凭借庞大的内容资源及良好的用户体验占据主动，近年来实现高速发展。随着点播付费意愿提升，内容需求多样化，大屏吸引力增强，IPTV 与 OTT 仍有较大发展空间。
- **百花齐放，逐步摆脱对传统有线电视业务依赖。**从收入占比来看，公司已形成了传统业务、新媒体业务、宽带及其他业务三足鼎立的格局。其中 OTT 业务近年来高速增长，收入占比从 2015 年的 3.03% 提升至 2018 年的 16.57%。
- **手握稀缺牌照，六大竞争优势构筑护城河。**公司为 7 张互联网电视播控牌照方之一，并拥有 IPTV 牌照和手机电视集成播控业务和内容服务业务的牌照。基于稀缺的牌照，公司搭建起从内容到运营的平台，逐步形成了以下优势：区位优势、牌照齐全、内容全面、业务均衡、庞大的用户群、众多的合作伙伴。
- **发力智慧广电，打开新空间。**
 - 华数传媒发展智慧广电主要有四个发力方向：加快智能基础设施建设、普及家庭数字化应用、深度参与智慧城市建设、创新数字文化内容服务。
 - 华数拥有十余年的智慧城市建设与运营经验。经过多年发展，在政府信息化领域，已形成全省乃至全国的影响力与口碑。在商业领域，华数已占领杭州主力市场 70% 以上的酒店电视市场份额。具体来看，智慧城市主要在城市大脑、智慧政务、智慧社区、智慧家庭、户外大屏、智慧教育等领域进行了深入布局。

➤ 智慧广电业务未来有望成为公司新的业务增长点。

- **盈利预测：**我们预测华数传媒 2019-2021 年实现营收分别为 36.07 亿元、38.24 亿元、40.52 亿元，同比增长 4.99%、5.99%、5.97%；实现归母净利润分别为 7.32 亿元、7.84 亿元、8.27 亿元，同比增长 13.66%、7.04%、5.57%；对应 2019-2021 年 EPS 分别为 0.47 元、0.51 元、0.54 元。首次覆盖，给予增持评级。
- **风险提示：**产业政策变化风险、新技术冲击、竞争加剧、市场风险偏好下行。

内容目录

文化混改先锋，转型升级不断深化.....	- 5 -
全国领先的新媒体及智慧城市运营商	- 5 -
由区域性有线电视运营到全国新媒体运营	- 5 -
实控人为杭州市财政局，云溪投资为第二大股东	- 6 -
业绩稳步增长，净利率不断提升，现金状况优良	- 8 -
智能电视崛起带来新机遇，行业迎来高速发展	- 9 -
有线电视受冲击，IPTV 与 OTT 迎来春天	- 9 -
依靠良好的用户体验，IPTV 与 OTT TV 占据主动	- 10 -
点播付费意愿提升，内容需求多样化	- 12 -
硬件技术进步进一步增强大屏的吸引力	- 13 -
牌照优势明显，智慧广电前景广阔	- 14 -
百花齐放，逐步摆脱对传统有线电视业务依赖	- 14 -
手握稀缺牌照，六大竞争优势构筑护城河	- 16 -
内容积淀深厚，逐步形成平台优势	- 18 -
发力智慧广电，打开新空间	- 19 -
盈利假设与预测	- 22 -
风险提示	- 23 -

图表目录

图表 1: 华数传媒的主要业务	- 5 -
图表 3: 华数发展的重要事件	- 6 -
图表 4: 华数传媒与实际控制人之间的产权及控制关系	- 7 -
图表 5: 华数传媒股权结构	- 7 -
图表 6: 华数传媒营收及增速情况 (亿元)	- 8 -
图表 7: 华数传媒归母净利及增速情况 (亿元)	- 8 -
图表 8: 华数传媒销售毛利率及净利率	- 8 -
图表 9: 华数传媒期间费用率情况	- 8 -
图表 10: 华数传媒现金状况 (单位: 亿元)	- 9 -
图表 11: 有线电视及数字电视用户数量及变动趋势	- 9 -
图表 12: IPTV 用户数及增速	- 10 -
图表 13: OTT 用户数及增速	- 10 -
图表 14: 有线电视用户、IPTV 及 OTT 用户规模对比	- 10 -
图表 15: 有线电视、IPTV、OTT TV 多方面对比	- 11 -
图表 16: OTT TV 用户点播内容类别	- 12 -
图表 17: 2015-2018 年中国视频会员规模 (单位: 万人)	- 13 -

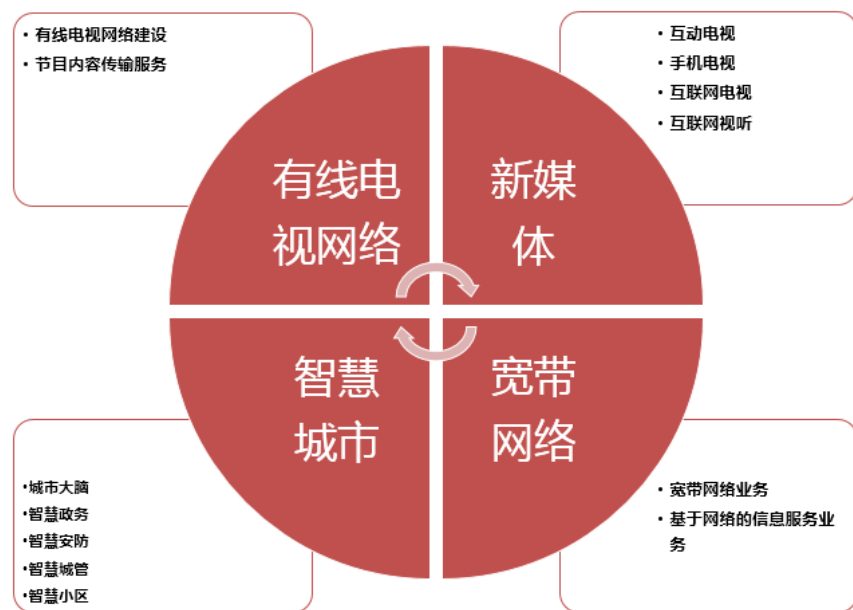
图表 18: 电视技术不断升级提升用户体验.....	- 13 -
图表 19: 未来智能电视有望成为家庭中枢.....	- 14 -
图表 20: 华数传媒业务结构.....	- 15 -
图表 21: 华数传媒打造互联网电视内容平台.....	- 15 -
图表 22: 华数传媒 IPTV、OTT 业务贡献收入占比.....	- 16 -
图表 23: IPTV 业务收入及增速.....	- 16 -
图表 24: OTT 业务收入及增速.....	- 16 -
图表 25: 华数传媒辐射的用户数量.....	- 17 -
图表 26: 华数传媒合作伙伴.....	- 17 -
图表 27: 华数传媒版权内容来源.....	- 19 -
图表 28: 华数传媒版权内容类型.....	- 19 -
图表 29: 华数传媒在智慧广电发力的四个方向.....	- 19 -
图表 30: 华数传媒智慧城市主要布局方向.....	- 20 -
图表 31: “最多跑一次”智慧政务综合自助机.....	- 21 -
图表 32: 华数传媒智慧小区建设.....	- 21 -
图表 33: 华数传媒智慧城市综合服务案例.....	- 22 -
图表 34: 公司主要项目收入预测 (百万元).....	- 23 -
图表 35: 华数传媒财务报表预测 (单位: 百万元).....	- 24 -

文化混改先锋，转型升级不断深化

全国领先的新媒体及智慧城市运营商

- 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，位居全国新媒体和三网融合产业发展的第一阵营。其主营业务包括有线电视网络业务、新媒体业务、宽带网络业务、智慧城市业务，服务覆盖全国 30 个省市自治区、近百个城市的有线网络以及三大通信运营商与上亿互联网电视用户。

图表 1: 华数传媒的主要业务



来源：公司公告，中泰证券研究所

由区域性有线电视运营到全国新媒体运营

- 华数传媒是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上市公司。公司经过多年发展，逐步由区域性有线电视运营商成长为全国新媒体运营商，业务日趋多元化。

图表 2: 华数发展的重要事件

时间	事件
2003 年 11 月	华数集团前身杭州数字电视有限公司成立
2005 年 3 月	华数开始向全国拓展互动电视业务
2009 年 12 月	(浙江) 华数传媒网络有限公司 (以下简称传媒网络) 设立, 作为集团打造的上市平台
2010 年 1 月	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
2010 年 6 月	传媒网络获得我国首张手机电视业务牌照
2010 年 8 月	传媒网络获得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 10 月	传媒网络借壳 “*ST 嘉瑞” 登陆深交所主板, 上市公司名称变更为 “华数传媒控股股份有限公司”
2013 年 12 月	华数传媒完成收购网通信息港拥有的宽带网络业务和相应资产包, 以及富阳网通 69.12% 和余杭网通 50% 的股权
2015 年 5 月	非公开发行股票, 引入战略投资者杭州云溪投资合伙企业 (有限合伙)
2016 年	公司承建了杭州滨江等区的智慧安防、智慧城管、智慧交通及桐庐智慧农村、临安农村信息化等重大项目, 完成了向杭州市滨江区华数白马湖数字电视产业园的整体搬迁工作。
2017 年 5 月	华数传媒与华为签署了战略合作协议, 双方将共同推进智慧城市建设、宽带广电融合一体化建设, 打造物联网产业生态等
2017 年 11 月	华数传媒与中国财富传媒集团签署战略合作协议, 共同打造一流的专业财经音视频节目
2018 年 6 月	华数传媒与优酷签署合作协议, 双方通过合作在全国各地方有线电视网络平台向有线数字电视用户提供视频点播服务。
2018 年 12 月	华数传媒终止筹划收购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及新昌华数数字电视有限公司的股权

来源: 公司官网, 公司公告, 中泰证券研究所

实控人为杭州市财政局, 云溪投资为第二大股东

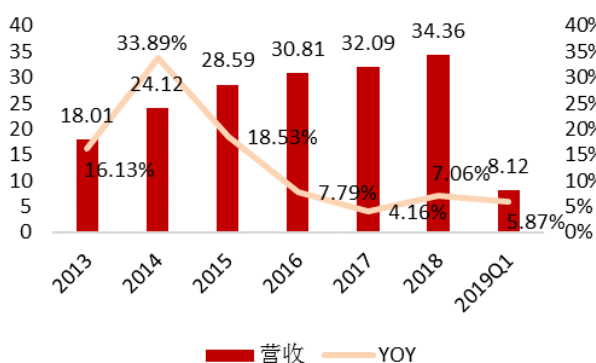
- 华数传媒第一大股东为华数数字电视集团有限公司, 持股比例为 41.85%, 实际控制人为杭州市财政局。

业绩稳步增长，净利率不断提升，现金状况优良

■ 营收利润进入稳定增长期。

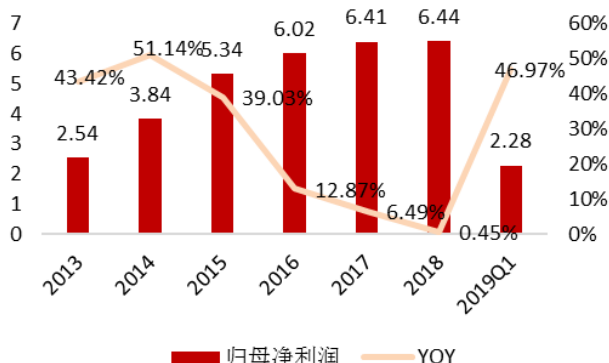
- 华数传媒 2016 年以前收入保持高速增长，2012-2015 年年复合增速近 24%，主要依靠新媒体业务的快速成长。2016 年之后增速趋于平稳。
- 归母净利润增速变化趋势与营收基本保持一致，2012-2015 年归属于母公司的净利润年均复合增速达 45%，2018 年由于资产减值增长较多，归母净利增速首次低于营收增速，2019 年 Q1 净利润增速出现反弹。净利润增速超过收入增速的原因主要是毛利率高的新媒体业务占比不断提升。

图表 5: 华数传媒营收及增速情况 (亿元)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

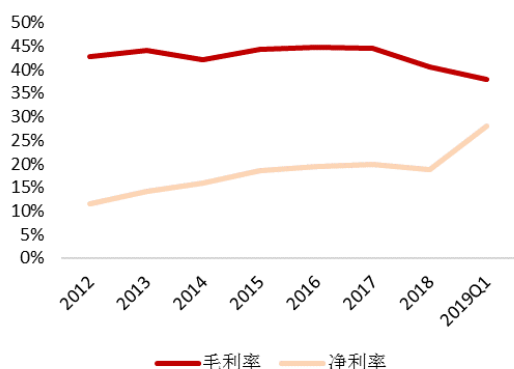
图表 6: 华数传媒归母净利及增速情况 (亿元)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

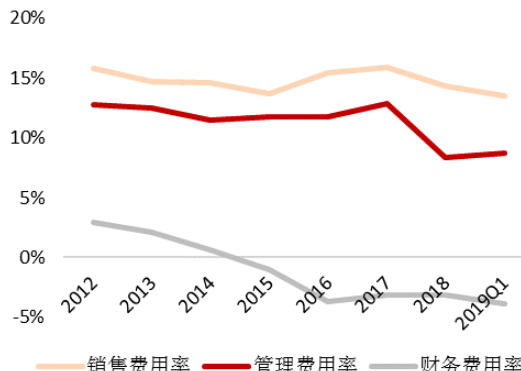
- 公司毛利率总体保持平稳，净利率保持上升态势。公司毛利率由 2012 年的 42.72% 上升到 2016 年的 44.89% 后，略微下降；净利率由 2012 年的 11.52% 上升到 2018 年的 18.75%。主要得益于良好的费用控制，公司在 2015 年完成定增融资后，财务费用大幅下降。

图表 7: 华数传媒销售毛利率及净利率



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 8: 华数传媒期间费用率情况

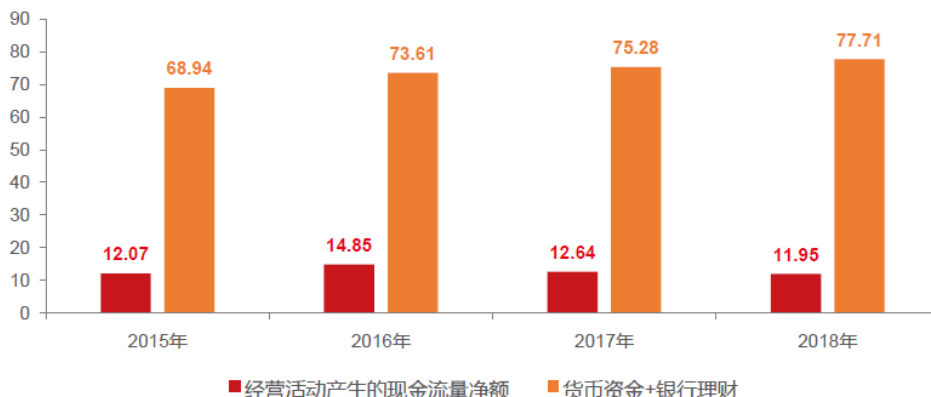


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 公司现金流良好，资金充裕。公司近 4 年来，经营活动现金流维持稳定，货币资金+银行理财规模持续上升，充裕的资金为公司后续的拓展奠定

了良好的基础。

图表 9: 华数传媒现金状况 (单位: 亿元)



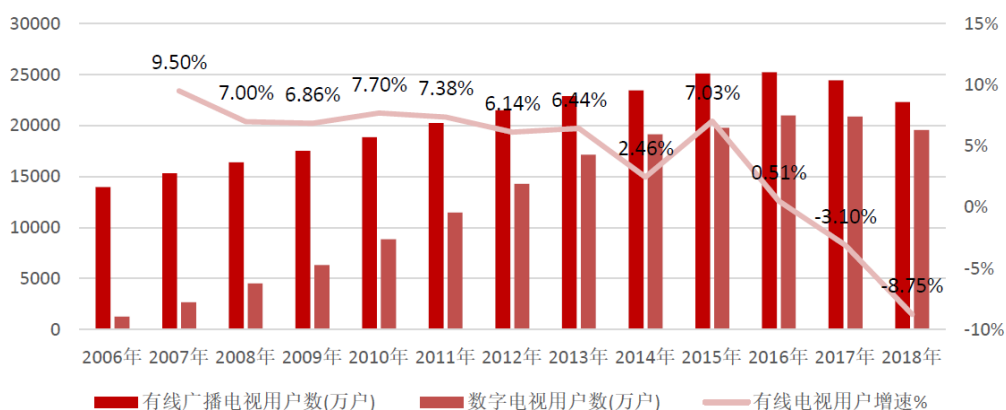
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

智能电视崛起带来新机遇, 行业迎来高速发展

有线电视受冲击, IPTV 与 OTT 迎来春天

- **有线电视用户数下滑明显。**有线电视用户数量在保持多年的个位数增长于 2016 年达到峰值 2.252 亿户后, 出现负增长, 2017-2018 年呈现加速下滑的态势。2018 年用户数为 2.23 亿户, 同比下降 8.75%, 减少了 2139 万户用户。

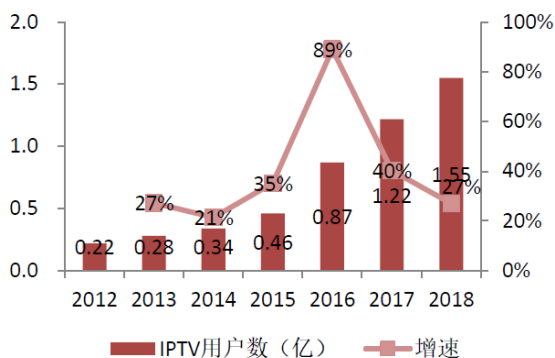
图表 10: 有线电视及数字电视用户数量及变动趋势



来源: 中国有线电视行业发展公报, 国家统计局, 中泰证券研究所

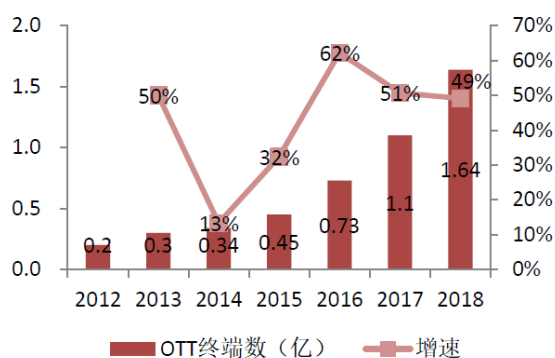
- **IPTV 与 OTT 用户数快速增长, 渗透率不断提升。**截至 2018 年, IPTV 用户数达 1.55 亿, OTT 用户数达 1.64 亿。从增长趋势看, 在不远的将来, IPTV 与 OTT 将超过有线电视用户数。若以 2017 年末, 我国家庭平均规模 3.12 人, 人口总数 13.9 亿人 (不含港澳台) 为基数, 全国共 4.46 亿个家庭, 则 2018 年 IPTV 与 OTT 渗透率分别达 34.75% 与 36.77%。

图表 11: IPTV 用户数及增速



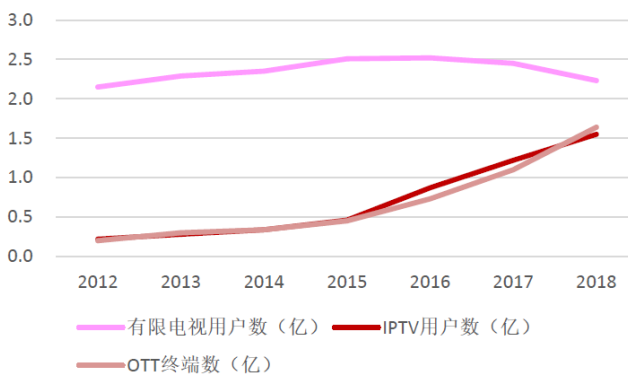
来源: 中国有线电视行业发展公报, 中泰证券研究所

图表 12: OTT 用户数及增速



来源: 中国有线电视行业发展公报, 中泰证券研究所

图表 13: 有线电视用户、IPTV 及 OTT 用户规模对比



来源: 中国有线电视行业发展公报, 中泰证券研究所

依靠良好的用户体验, IPTV 与 OTT TV 占据主动

- IPTV、OTT 相比有线电视在传输方式、交互方式、技术成本、内容资源等方面整体占优:
 - **传输方式:** IPTV、有线电视占优, 电信专网及数字电视专网均能实现无延迟的高效传播; OTT TV 需租用普通宽带网与 CDN, 或存在延迟卡顿现象。
 - **交互方式:** IPTV、OTT TV 占优, 二者均支持点播、回看。传统有线电视不具备双向互动功能, 只有完成双向网改的有线电视才支持双向交互。
 - **技术成本:** IPTV 占优, 电信运营商自有硬件体系的成本较低。OTT TV 会产生较大的 CDN 租用分发成本, 有线电视双向网改的成本较高。
 - **内容资源:** IPTV、OTT TV 占优。IPTV 是政策上唯一一个同时具备互联网内容和直播内容播放权限的电视传播渠道; OTT TV 是拥有内容资源最丰富的电视传播渠道 (牌照商内容+拥有版权的互联网内容+其它资源)。有线电视只能传播电视信号, 不支持互联网等其他内容。

图表 14: 有线电视、IPTV、OTT TV 多方面对比

环节	IPTV	OTT TV	有线电视
视频内容来源	电视台直播(央视、卫视)	外购内容点播(国内以及海外视频内容)	电视台直播(央视、卫视、地方台); 影视剧点播
内容提供商	全国性 4 家: 百视通、央视国际、南方传媒、国广东方 地方性 2 家: 华数、江苏电视台 省级播控平台 3 家: 辽宁广播电视台、广东广播电视台、湖南广播电视台	互联网集成平台牌照商 7 家: 国广东方、银河互联、百视通、华数、南方传媒、芒果TV、未来电视(ICNTV)	中央及各省市广电系统
业务运营商	电信运营商: 中国电信, 中国联通, 中国移动(2018 年新增)	7家互联网集成平台牌照商	全国性广播电视有线数字付费频道集成运营牌照4家: 中数传媒、鼎视传媒、上海文广、CHC 华诚
传输网络	电信专用网络, 主要由电信运营商提供	普通公共宽带互联网, 移动通信网络(手机视频)	广播电视网, 主要有广电有线网络运营商提供
传输覆盖	IPTV 虚拟专网, 和基网实现同等区域覆盖, 较易实现全国覆盖和区域下沉;	租用网络和 CDN 进行覆盖, 租用成本高, 覆盖区域集中在人口密度较大的中心城市;	数字电视专网, 区域覆盖广
传输延迟	使用专网和阻播技术, 高效传播无延迟, 无卡顿, 不占带宽	租用网络和 CDN, HDCP 缓存播放, 视频播放有延迟或卡顿	射频传播, 速度快无延迟
技术成本	自有硬件体系, 无需租用成本	CDN 分发租用成本高	双向改造成本高
终端	STB+普通家庭电视(机顶盒通常为非智能)	OTT 机顶盒+显示屏, 智能电视一体机, 手机、平板等	普通家庭电视
价格	与电信宽带捆绑销售	免费/隐含在 OTT 终端售价中; 部分视频需要开通会员收看。	较低
是否支持点播&回看?	是	是	传统有线电视不支持; 双向数字电视可以实现双向互动
是否支持直播?	是	禁止直播	是
是否支持自制内容?	是	是	较难实现
是否支持网络内容?	是, 方式为内容合作: 集成播控牌照商与内容方合作, 引入互联网内容	是, 方式为平台入驻: 内容方挂靠牌照商	否

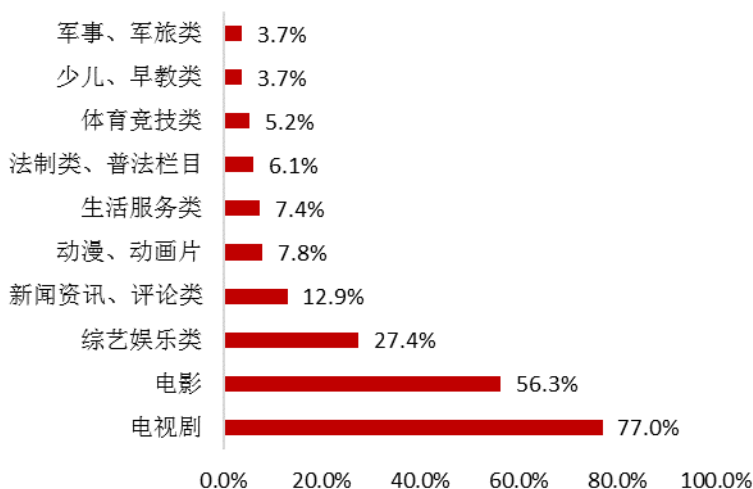
来源: 艾瑞咨询, 中泰证券研究所

点播付费意愿提升，内容需求多样化

■ 内容需求多样化。

- 传统有线电视将观众作为“受众”，单方面的传递信息，内容也仅限于电视台正在播出的节目，但是随着观众对于内容的需求逐步提升，节目丰富性、自主选择权、打破时间限制等逐步成为用户刚需。而 OTTTV 在此背景下应运而生。
- 勾正数据显示，使用 OTTTV 的用户，对电视剧、电影和综艺娱乐节目的点播量更高，同时，除了影视点播以外，对新闻资讯、动漫及生活服务类的点播占比也较高。

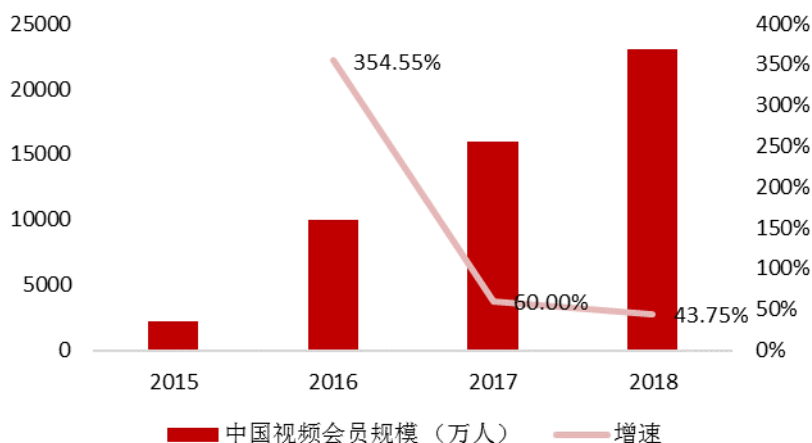
图表 15: OTT TV 用户点播内容类别



来源：勾正数据，中泰证券研究所

- 内容需付费意愿提升。随着消费升级，用户的付费意愿和能力也在提升，用户表现为愿意为优质内容买单。根据艺恩咨询发布的《2018 中国视频内容付费产业观察》报告预计，2019 年中国视频会员规模将达 3 亿。我们认为作为大屏端内容出口的互动电视、互联网电视，在诸多场景及内容表现上具备优势，用户付费意愿也将继续提升。

图表 16: 2015-2018 年中国视频会员规模 (单位: 万人)



来源: 艺恩咨询, 中泰证券研究所

硬件技术进步进一步增大大屏的吸引力

- 硬件技术的进步也推动着智能电视的发展, 以更优质的体验, 将用户从电脑端、手机端吸引回电视端。4K/8K 提升了电视的清晰度, OLED 屏幕提升了对比度, HDR 提供更多的动态范围和图像细节, 曲面屏更易于人眼观看, 3D 电视提供了立体影像等等。

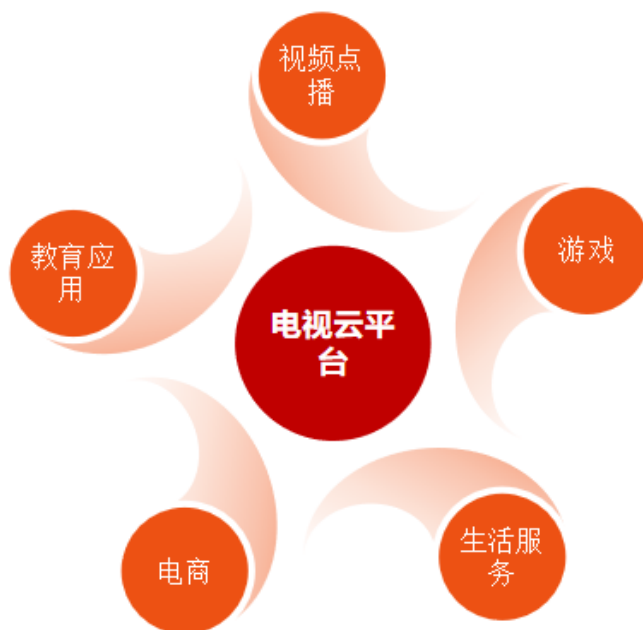
图表 17: 电视技术不断升级提升用户体验



来源: 艺恩咨询, 中泰证券研究所

- 随着三网融合和技术成熟, 未来电视不仅仅是作为视频播放的屏幕, 还将作为家庭娱乐生活的主要入口, 将承载视频点播、游戏、音乐等娱乐应用, 以及生活服务、教育、卫生医疗、电商等日常应用。

图表 18: 未来智能电视有望成为家庭中枢



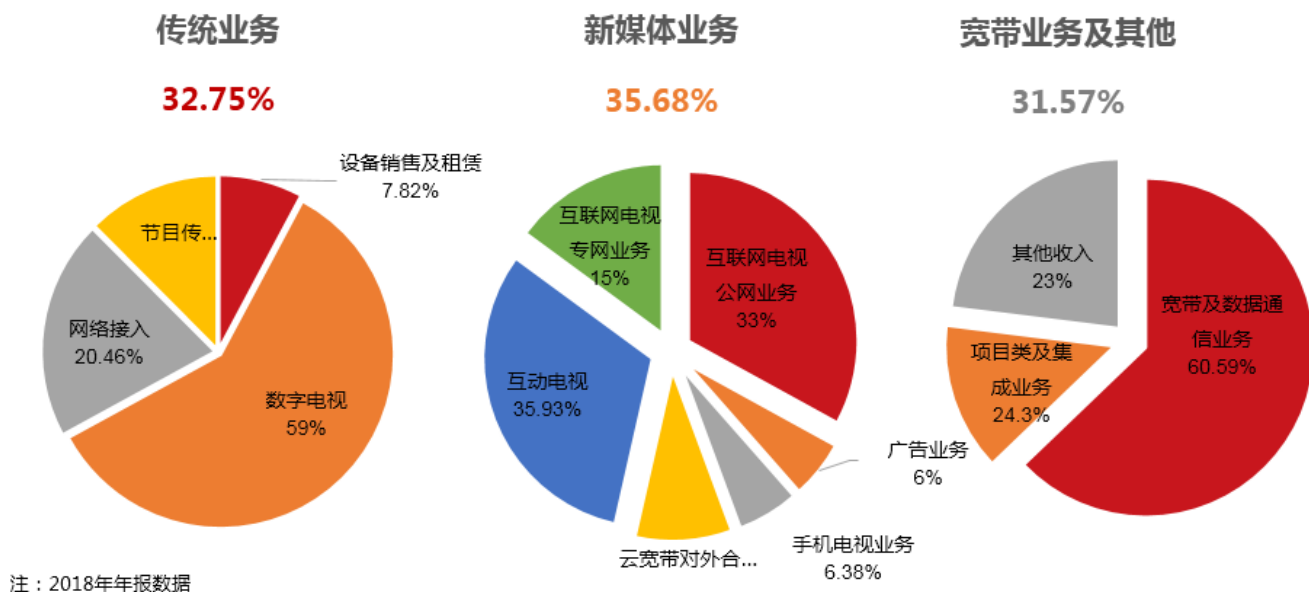
来源：中泰证券研究所

牌照优势明显，智慧广电前景广阔

百花齐放，逐步摆脱对传统有线电视业务依赖

- 公司业务结构呈现多元化，逐步摆脱对传统有线电视业务依赖。区别传统有线电视运营商，华数传媒有线电视网络业务、全国新媒体业务和宽带网络及智慧城市业务发展均衡。
 - 杭州地区有线电视网络业务：杭州市区及区县的有线电视网络建设、节目内容输出。公司全国合作有线电视用户 1 亿，全国自有有线电视用户（集团）3000 万。
 - 全国新媒体业务：互动电视、手机电视、互联网电视机互联网视听等新媒体。公司拥有全国互联网电视用户 1 亿，月覆盖 PC 用户 1 亿，手机电视用户 5600 万。
 - 宽带业务：面向个人和集团客户（包括政府及企事业单位）的宽带网络业务及基于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。

图表 19: 华数传媒业务结构



来源：公司公告，中泰证券研究所

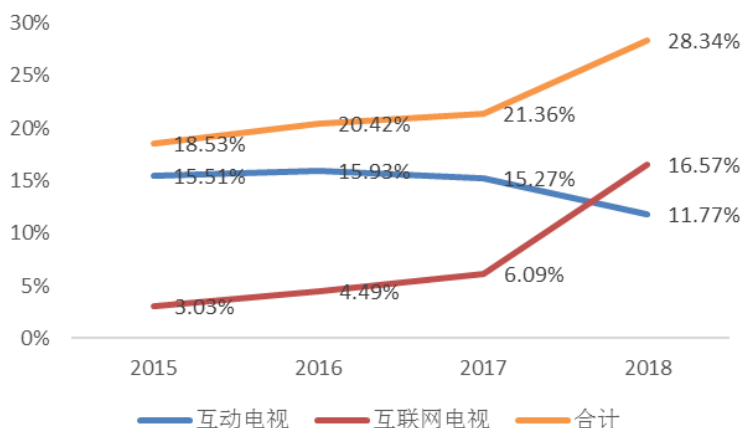
- **新媒体业务贡献持续上升。**华数传媒紧跟潮流，在行业内较早布局 IPTV、OTT 等新媒体业务，具有市场先发优势。

图表 20: 华数传媒打造互动电视内容平台



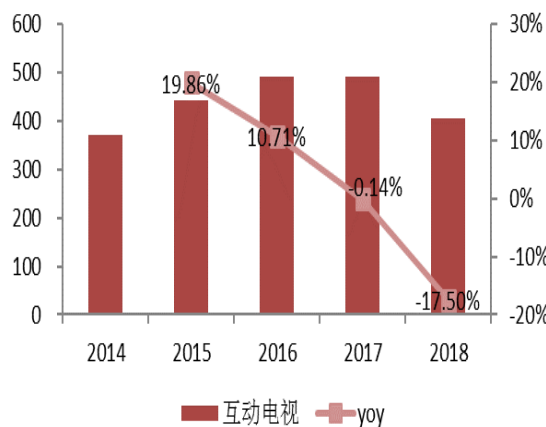
来源：公司官网，中泰证券研究所

- IPTV、OTT 等新媒体业务贡献收入占比近些年持续上升，目前在公司总收入中合计占比接近三成。

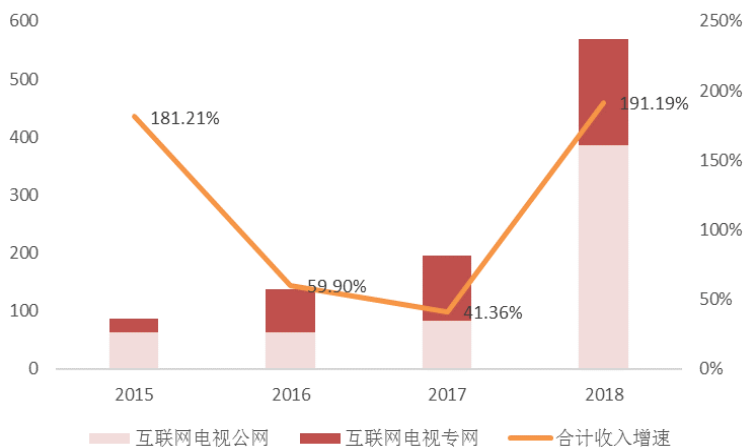
图表 21: 华数传媒互动电视与互联网电视业务贡献收入占比


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 互动电视业务近年来步入平稳增长期, 而互联网电视业务则保持高速增长。**2018 年, 互联网电视业务继续保持全国领先地位, 受业务本身高增及收入口径调整, 互联网公网及专网业务合计收入同比增速接近 200%, 用户覆盖规模达 1 亿, 市占率达到 57%, 激活点播用户达 8000 万。

图表 22: 互动电视业务收入及增速


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 23: 互联网电视业务收入及增速


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

手握稀缺牌照, 六大竞争优势构筑护城河

- 公司为 7 张互联网电视播控牌照方之一, 并拥有手机电视集成播控业务和内容服务业务的牌照。**基于稀缺的牌照, 公司搭建起从内容到运营的平台, 逐步形成了以下优势:
 - 区位优势:** 杭州市是城市智能化的先行者。2014 年, 杭州就提出发展信息经济、推动智慧应用的“一号工程”; 2016 年, 杭州市政府在云栖大会提出“城市大脑”智慧城市建设计划; 2018 年,

中共中央办公室、国务院办公厅《关于深入推进审批服务便民化的指导意见》，把浙江省“最多跑一次”经验做法作为典型经验向全国全面推广。

- **牌照齐全**：华数拥有 IPTV、手机电视、互联网电视的集成运行许可牌照，首家兼具有线网络与新媒体运营全牌照的上市公司。
- **内容全面**：公司拥有庞大的版权节目资源，积累了 800 家全球内容合作商，并吸纳国内外知名节目内容供应商和众多普通节目内容供应商参与建设节目内容合作体系。公司拥有百万小时的数字化节目内容媒体资源库，内容包括电影、电视剧、综合资讯节目、娱乐综艺、原创动漫和音乐节目等。
- **业务均衡**：区别传统有线电视运营商，华数有线电视网络业务、全国新媒体业务和宽带网络及智慧城市业务发展均衡。
- **庞大的用户群**：公司业务辐射过亿的有线电视用户、互联网电视用户，超 5000 万的手机电视用户以及 3000 万自有有线电视用户（含集团）。

图表 24：华数传媒辐射的用户数量



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **众多的合作伙伴**：公司与全国 30 个省广电运营商、三大通信运营商，以及电视机、OTT 机顶盒厂家建立合作，提供内容及相关服务。

图表 25：华数传媒合作伙伴

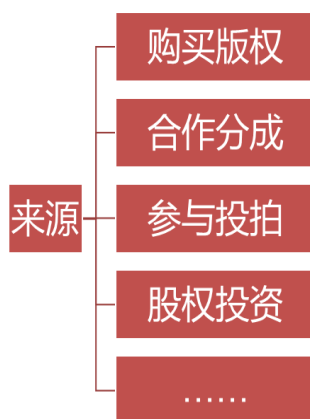


来源：公司公告，中泰证券研究所

内容积淀深厚，逐步形成平台优势

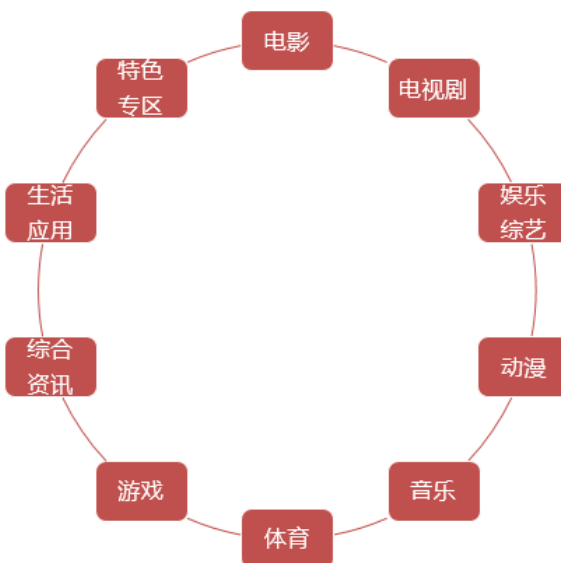
- **在产业链中，掌握优质内容将掌握话语权。**随着互联网快速普及，IPTV 与 OTT 凭借优质内容与良好体验获得快速发展，对有线电视造成冲击。观众可以有选择性地多个领域与电视屏幕实现交互。华数传媒在内容上有深厚的积淀，大量的内容投入逐步建立起平台优势。
 - **视频内容。**公司拥有庞大的版权节目资源，积累了 800 家全球内容合作商，拥有百万小时的数字化节目内容媒体资源库。每年拿出 1.5-2 亿用于内容投入。2018 年，公司与优酷在原互联网电视战略合作基础上达成基于有线电视网络的互动电视和通信运营商专网的 IPTV 等领域的全面合作，同时引入“中国蓝专区”等特色综艺栏目全面提升了华数新媒体平台的内容丰富度。公司开通了央视 4K 超高清频道，互动电视平台还上线了“央视专区”、“聚体育”、“聚焦浙里”、“动漫专区”、“趣玩专区”、“吴晓波频道”等特色内容。
 - **体育内容。**目前超级体育专区拥有 16000+ 比赛，2000+ 场付费比赛。热门的欧洲三大联赛意甲、德甲、法甲，还拥有 CBA、欧冠、亚冠、中超、温网、F1、MLB、NFL，高尔夫美国大师赛、美国公开赛等版权，涵盖了众多顶级赛事资源。此前围绕亚运宣传，公司积极推动华数频道向体育特色频道转型，开发资讯栏目《我的体育圈》、体育综艺节目《铿锵玫瑰变形记》等原创内容。
 - **游戏内容。**引入 VSPN、暴雪娱乐、网易游戏、G 联赛及斗鱼、虎牙、S8 等电竞节目。公司专注于 IPTV、OTT 游戏的开发、运营和发行，旨在通过电视终端，为用户提供完善的互动电视娱乐，创造一种全新的娱乐生活方式。
 - **音乐内容。**华数互联网电视与网易云音乐合作，具备千万级曲库、海量歌单。
 - **生活应用。**华数联合城市交通部门推出“华数眼”产品计划，运用视频监控，布局城市交通出行系统，实现出行方案的互联网操作。该产品搭载在已上线的华数 TV 视频移动客户端中，可以弥补现有地图类 APP 的公共交通拥堵的场景欠缺和在线视频分享的不足。

图表 26: 华数传媒版权内容来源



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 27: 华数传媒版权内容类型



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

发力智慧广电, 打开新空间

- **智慧广电发展可在多个方向发力。**华数传媒发展智慧广电主要有四个发力方向: 加快智能基础设施建设、普及家庭数字化应用、深度参与智慧城市建设、创新数字文化内容服务。

图表 28: 华数传媒在智慧广电发力的四个方向

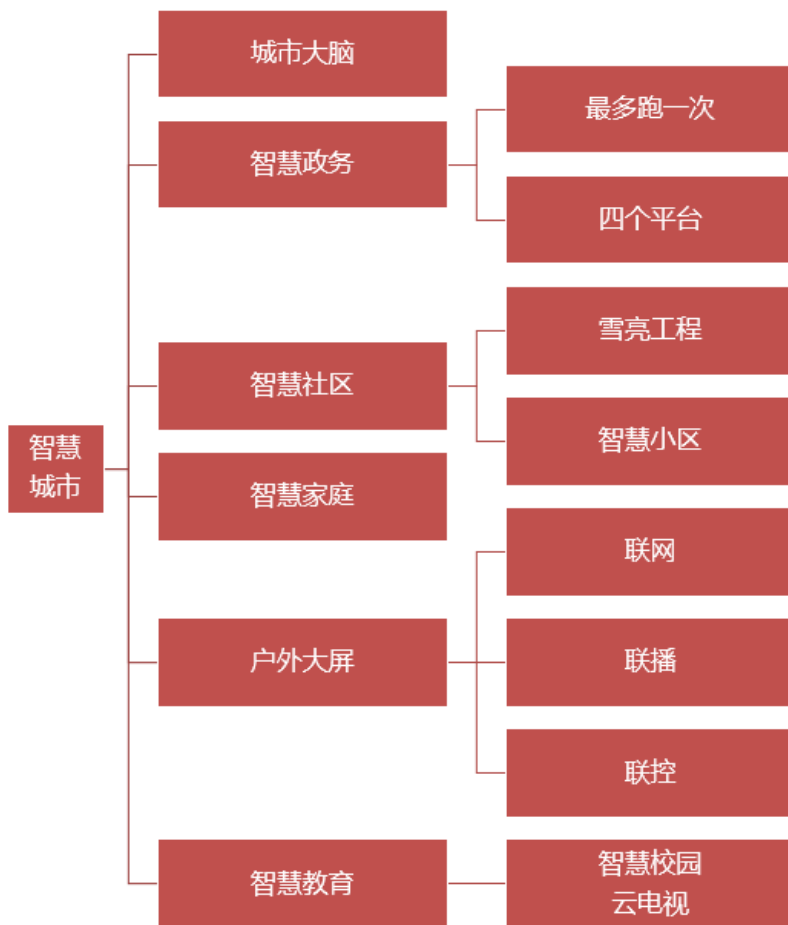


来源: CCBN2019, 中泰证券研究所

- **华数拥有十余年的智慧城市建设与运营经验。**经过多年发展, 在政府信息化领域, 已形成全省乃至全国的影响力与口碑。在商业领域, 华数已占领杭州主力市场 70% 以上的酒店电视市场份额。具体来看, 智慧城市

主要从城市、社区、家庭、学校等多个层面去深入布局：

图表 29：华数传媒智慧城市主要布局方向



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **“城市大脑”**：将交通、旅游、气象、停车、城市监控等数据进行汇聚到中枢系统，然后将老百姓最关心的“吃、住、行、游、购、娱”等信息在家庭智能终端、宾馆电视智能终端和城市户外大屏等发布，使生活得到切实的“实惠”和“便利”。
- **智慧政务：推进“最多跑一次”、“四个平台”建设。**2018年，公司开发、建设、运营的“最多跑一次”综合自助机，截止2019年5月中旬，华数共在杭州部署综合自助办事服务机900余台，涵盖30余个部委办局，可办189余项公民个人事项，累计提供服务70万余次。同时，探索建设乡镇（街道）综治工作、市场监管、综合执法、便民服务等“四个平台”的基层治理体系。

图表 30: “最多跑一次”智慧政务综合自助机



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **智慧社区: 推进杭州雪亮工程总平台与“智慧小区”建设。**公司积极参与各区社会面监控的接入、补盲及小区监控改造等项目, 使华数成为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。“智慧小区”建设方面, 公司从物业、安防、消防、居家、养老、服务等多个维度将原有的小区服务管理模式提升为充满神经元感知的智慧小区服务模型。

图表 31: 华数传媒智慧小区建设



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **智慧家庭：**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。集视频内容聚合、智慧政务、体感游戏、智能语音、智慧教育、个性化本地屏、应急广播、电视淘宝、智慧医养、智慧家居等应用于一体，监控安防、亲情通话、教育等智慧家庭综合服务轻松跨屏。
- **户外大屏：**加强户外大屏管理，拓展意识形态宣传阵地。公司承建了杭州市城市户外大屏“联网联播联控”平台，将户外大屏统一接入监管平台，实现播放内容安全传输与统一监管。计划将全市 111 块户外全彩电子屏统一接入监管平台，定时定量播放公益广告，并且能够在关键时间节点实现全市户外电子屏统一播放。
- **智慧教育：**公司与市教育局、中小学校合作推出“智慧校园云电视”，为学校和家长量身打造家校电视互通平台，促进家校互动、教育资源共享，建设“电视+校园”文化教育新模式。

图表 32：华数传媒智慧城市综合服务案例



来源：公司公告，中泰证券研究所

盈利假设与预测

- 我们对公司的预测基于一定假设的基础上，主要有如下几点：

- 假设一：公司业务不发生重大变化，经营稳定；
 - 假设二：市场不发生重大政策变化；
 - 假设三：与各合作方的合作关系维持稳定；
 - 假设四：短期不出现新的技术及商业模式颠覆现有生态。
- 我们预测华数传媒 2019-2021 年实现营收分别为 36.07 亿元、38.24 亿元、40.52 亿元，同比增长 4.99%、5.99%、5.97%；实现归母净利润分别为 7.32 亿元、7.84 亿元、8.27 亿元，同比增长 13.66%、7.04%、5.57%；对应 2019-2021 年 EPS 分别为 0.47 元、0.51 元、0.54 元。

图表 33：公司主要项目收入预测（百万元）

项目	2018	2019E	2020E	2021E
数字电视				
营收	666.63	656.63	650.06	646.81
增速	-4.4%	-1.5%	-1.0%	-0.5%
宽带及数据通信				
营收	681.76	705.62	742.31	783.14
增速	0.4%	3.5%	5.2%	5.5%
互动电视				
营收	404.33	424.55	450.02	479.27
增速	-17.5%	5.0%	6.0%	6.5%
互联网电视公网				
营收	386.25	482.81	569.72	643.78
增速	361.7%	25.0%	18.0%	13.0%

来源：wind，中泰证券研究所

风险提示

- **产业政策变化风险。**关于市场准入或行业监管的政策可能放宽，将会出现更多的经营主体从事新媒体业务，加剧市场竞争，从而对公司业务发展产生影响。
- **新技术冲击。**随着科技的发展，可能会出现新的硬件载体及网络传播方式，对现有的有线电视、IPTV、OTT 市场造成冲击。
- **竞争加剧：**IPTV、OTT、智慧城市等业务有可能面临更加激烈的市场竞争。
- **市场风险偏好下行。**A 股市场风险偏好有下降的可能，会影响公司所在板块的整体估值水平。

图表 34: 华数传媒财务报表预测 (单位: 百万元)

利润表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,209.3	3,436.0	3,607.5	3,823.6	4,052.0	成长性					
减: 营业成本	1,776.2	2,037.7	2,170.0	2,291.7	2,428.4	营业收入增长率	4.2%	7.1%	5.0%	6.0%	6.0%
营业税费	8.6	8.8	9.2	9.8	10.3	营业利润增长率	13.3%	2.2%	9.8%	8.2%	6.6%
销售费用	511.4	492.2	516.8	547.7	580.5	净利润增长率	6.5%	0.5%	13.7%	7.0%	5.6%
管理费用	414.3	288.0	302.4	320.5	339.7	EBITDA增长率	10.4%	17.1%	-0.2%	4.9%	5.6%
财务费用	-102.2	-108.7	-88.3	-103.3	-100.6	EBIT增长率	11.6%	24.5%	0.4%	7.0%	7.9%
资产减值损失	33.7	87.7	80.0	50.0	35.0	NOPLAT增长率	21.3%	0.1%	15.4%	7.0%	7.9%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	377.9%	2.1%	-14.2%	-0.5%	-20.4%
投资和汇兑收益	46.3	115.3	110.0	80.0	80.0	净资产增长率	2.6%	2.9%	6.3%	4.9%	5.2%
营业利润	648.2	662.6	727.4	787.2	838.8	利润率					
加: 营业外净收支	-6.2	-8.7	15.8	8.4	1.1	毛利率	44.7%	40.7%	39.8%	40.1%	40.1%
利润总额	641.9	653.9	743.2	795.5	839.9	营业利润率	20.2%	19.3%	20.2%	20.6%	20.7%
减: 所得税	0.7	9.7	11.0	11.8	12.5	净利润率	20.0%	18.7%	20.3%	20.5%	20.4%
净利润	641.3	644.2	732.2	783.7	827.4	EBITDA/营业收入	26.7%	29.2%	27.7%	27.4%	27.3%
资产负债表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	EBIT/营业收入	15.9%	18.5%	17.7%	17.9%	18.2%
货币资金	3,728.1	4,122.0	5,862.7	6,748.2	8,612.9	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	287	288	268	224	184
应收帐款	665.5	727.9	691.7	835.9	770.8	流动营业资本周转天数	18	207	168	153	132
应收票据	5.2	26.8	10.5	18.4	8.7	流动资产周转天数	925	894	953	1,028	1,096
预付帐款	22.6	18.7	52.9	8.1	64.3	应收帐款周转天数	69	73	71	72	71
存货	73.1	70.0	92.5	73.7	105.3	存货周转天数	8	7	8	8	8
其他流动资产	3,894.6	3,716.2	3,716.2	3,716.2	3,716.2	总资产周转天数	1,596	1,529	1,529	1,510	1,494
可供出售金融资产	420.7	275.4	275.4	275.4	275.4	投资资本周转天数	353	552	493	429	362
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	792.5	810.6	810.6	810.6	810.6	ROE	6.2%	6.0%	6.5%	6.6%	6.6%
投资性房地产	7.9	7.6	7.2	6.8	6.4	ROA	4.4%	4.4%	4.6%	4.8%	4.7%
固定资产	2,658.5	2,839.9	2,530.8	2,221.7	1,912.6	ROIC	50.0%	10.5%	11.8%	14.8%	16.0%
在建工程	489.5	512.8	512.8	512.8	512.8	费用率					
无形资产	314.8	346.3	326.3	301.9	273.3	销售费用率	15.9%	14.3%	14.3%	14.3%	14.3%
其他非流动资产	1,347.3	1,299.1	985.3	671.5	357.7	管理费用率	12.9%	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%
资产总额	14,420.3	14,773.2	15,874.9	16,201.2	17,427.0	财务费用率	-3.2%	-3.2%	-2.4%	-2.7%	-2.5%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	25.7%	19.5%	20.3%	20.0%	20.2%
应付帐款	1,116.1	1,078.3	1,419.2	1,133.5	1,616.4	偿债能力					
应付票据	21.0	30.4	21.3	34.9	23.8	资产负债率	28.0%	27.7%	28.5%	26.5%	28.1%
其他流动负债	1,465.2	1,558.8	1,656.6	1,704.2	1,835.6	负债权益比	39.0%	38.4%	39.9%	36.1%	39.2%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	3.22	3.25	3.37	3.97	3.82
其他非流动负债	1,441.1	1,427.7	1,427.7	1,427.7	1,427.7	速动比率	3.20	3.23	3.34	3.94	3.79
负债总额	4,043.4	4,095.3	4,524.8	4,300.4	4,903.5	利息保障倍数	-5.00	-5.86	-7.24	-6.62	-7.34
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	1,541.9	1,541.9	1,541.9	1,541.9	1,541.9	DPS(元)	0.20	0.20	-	0.15	0.13
留存收益	8,707.1	9,076.1	9,808.2	10,358.9	10,981.5	分红比率	44.7%	44.5%	0.0%	29.7%	24.7%
股东权益	10,376.9	10,677.9	11,350.1	11,900.8	12,523.5	股息收益率	1.8%	1.8%	0.0%	1.3%	1.2%
现金流量表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	641.2	644.2	732.2	783.7	827.4	EPS(元)	0.45	0.45	0.47	0.51	0.54
加: 折旧和摊销	669.3	687.6	360.6	364.9	369.2	BVPS(元)	7.24	7.45	7.36	7.72	8.12
资产减值准备	33.7	87.7	-	-	-	PE(X)	25.1	25.0	23.6	22.1	20.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.4
财务费用	-88.4	-102.6	-88.3	-103.3	-100.6	P/FCF	-4.6	30.0	11.6	21.5	9.9
投资收益	-46.3	-115.3	-110.0	-80.0	-80.0	P/S	5.0	4.7	4.8	4.5	4.3
少数股东损益	-0.1	-	-	-	-	EV/EBITDA	14.5	6.9	10.5	9.5	7.6
营运资金的变动	-3,755.8	185.6	738.9	0.9	904.0	CAGR(%)	6.9%	8.7%	6.8%	6.9%	8.7%
经营活动产生现金	1,263.6	1,194.9	1,633.4	966.3	1,920.0	PEG	3.6	2.9	3.5	3.2	2.4
投资活动产生现金	-1,496.1	-407.4	78.9	48.9	48.9	ROIC/WACC					
融资活动产生现金	-200.7	-286.7	28.4	-129.8	-104.1	REP					

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。