

强烈推荐-A (首次)

号百控股 600640.SH

当前股价: 17.47 元
2019年11月29日

5G时代中国电信影音娱乐内容核心承载平台

基础数据

上证综指	2890
总股本(万股)	79570
已上市流通股(万股)	58940
总市值(亿元)	139
流通市值(亿元)	103
每股净资产(MRQ)	5.6
ROE(TTM)	3.7
资产负债率	23.5%
主要股东	中国电信集团有限公司
主要股东持股比例	51.16%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

余俊

021-33938892
yujun@cmschina.com.cn
S1090518070002

历经两次重组、两次收购, 号百控股成为中国电信旗下的互联网传媒和内容类产品运营的核心承载平台, 成功转型成为一家兼具运营商特征和互联网特点的智能文娱企业。在 5G 时期, 公司将核心布局云游戏、云 VR、超高清视频三大应用领域, 与全产业链合作, 围绕内容自制、内容运营和内容合作构建 5G 应用生态。

- **中国电信 A 股唯一上市平台, 承载电信影音游戏泛娱乐服务。** 公司是中国电信 A 股唯一上市平台, 4G 后期通过并购重组, 吸收了电信旗下天翼视讯、炫彩互动、天翼阅读、爱动漫四家公司, 对应高清视频、在线游戏、在线阅读、动漫四大板块业务, 成为中国电信泛娱乐内容核心承载平台。背靠电信超过 3.3 亿移动用户和 1.5 亿宽带用户, 公司具有潜力巨大的用户基础。
- **5G 时期围绕“三条主线”布局, 与中国电信相互赋能, 商业模式清晰。** 5G 时期公司将围绕超高清视频、云游戏以及云 VR 三条主线发力, 在内容上通过自制与合作并行提升平台竞争力。与传统互联网巨头相比, 公司应用平台主要面向天翼用户服务, 具有免流量、高带宽、低时延等优势, 有望在 5G 初期率先发声。同时, 公司将从为电信 5G 用户提供应用权益上获取收入, 天翼 5G 用户的高速渗透也将为公司未来业绩带来较大弹性。
- **引入战略投资者并保有电信控股权或为公司混改较优解。** 2020 年国企改革进入“深水区”, 公司作为中国电信旗下的唯一 A 股上市平台, 混改预期强烈。公司通过 2016 年资产重组, 主营业务已逐步转向互联网文娱领域, 与互联网巨头站在同一赛道。公司有望通过混改引入更具互联网思维的力量, 并对旗下子公司进行资源重配, 从收入及效率双方面助推公司在 5G 周期实现成功转型。
- **投资建议: 公司兼具运营商特点和互联网特征, 是 5G 下游应用的核心标的。** 公司通过中国电信 5G 流量导入, 率先发力云游戏、超高清视频和云 VR 等领域, 实现业务的进一步转型。公司背靠中国电信, 具有扎实的用户及网络基础优势, 通过为电信 5G 用户提供应用权益有望获得较大的业绩弹性。预计 2019-2021 年归母净利润分别为 2.98 亿元、4.14 亿元、7.24 亿元, 对应 2019 年-2021 年 PE 分别为 46.7、33.6 和 19.2 倍, 首次给予“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示: 5G 推进不及预期、市场竞争加剧、混改预期落空、业绩低于预期。**

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	5566	4547	4904	6434	8671
同比增长	-2%	-18%	8%	31%	35%
营业利润(百万元)	287	337	388	545	968
同比增长	9%	17%	15%	41%	78%
净利润(百万元)	251	262	298	414	724
同比增长	22%	4%	14%	39%	75%
每股收益(元)	0.32	0.33	0.37	0.52	0.91
PE	55.3	53.0	46.7	33.6	19.2
PB	3.2	3.1	3.0	2.8	2.5

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、中国电信 A 股唯一上市平台，承载电信 5G 影音游戏全内容服务.....	5
1、起步于“114 号码百事通”，发力于互联网泛娱乐平台	5
(1) 3G 时代依托“114 号码百事通”，开展传统语音商旅预订和电信积分类业务.....	5
(2) 4G 时代末期注入四大资产打造中国电信 A 股最强泛娱乐上市平台	7
(3) 5G 时代面向三大应用场景，成为承载中国电信 5G 内容平台	14
二、承载电信 5G 新内容，打造超高清视频、云 VR/AR、云游戏三大新应用	15
1、三大 5G 下游应用布局，承载中国电信内容平台	15
2、参考韩国经验，号百控股有望成为中国电信 5G 时期获客的“杀手锏”.....	21
3、中国移动咪咕专注体育产业细分赛道，视频板块更具优势	23
三、混改全面提速，公司有望注入互联网基因.....	27
1、混改提速预期增强，有望成为继联通和咪咕后的新混改标的	27
2、引入战略投资者并保有集团控股权，或为号百混改较优解	27
四、业绩承诺逐步兑现，四大子公司未来增长可期.....	31
1、公司业绩承诺逐步兑现，互联网文娱成为未来主要增长领域	31
2、公司毛利率短期承压，新产品布局仍处于投入期.....	33
3、费用管控得当，经营活动现金流有望获得改善	35
五、投资建议.....	37
1、核心逻辑.....	37
2、基本假设.....	37
3、估值分析.....	38
4、投资建议及风险提示	39

图表目录

图 1：号百控股发展历程	5
图 2：天翼积分商城积分兑换模式	6
图 3：尊茂集团酒店分布	6
图 4：公司商旅预定服务	7
图 5：号百控股主营业务	8
图 6：公司股权结构图（截至 2019 年中报）	8
图 7：2017Q3-2019Q2 中国互联网文娱市场规模.....	9

图 8: 2017Q3-2019Q2 中国互联网文娱市场结构.....	9
图 9: 2017Q3-2019Q2 中国在线视频收入结构.....	10
图 10: 天翼视讯运营模式.....	10
图 11: 炫彩互动运营模式.....	11
图 12: 天翼阅读运营模式.....	12
图 13: 2018 年主要阅读 APP 日均活跃用户数 (万人).....	12
图 14: 爱动漫运营模式.....	13
图 15: 号百控股 2017-2018 年业绩承诺 (归母净利润) 和完成情况 (万元).....	13
图 16: 号百控股 2017-2019 年扣非业绩实现情况及预期 (万元).....	13
图 17: 号百控股 2017-2018 年业绩承诺 (归母扣非净利润) 和完成情况 (万元).....	14
图 18: 通过天翼积分兑换天翼视讯会员卡.....	14
图 19: 办理中国电信 5G 套餐可享受五大应用会员权益.....	15
图 20: 天翼超高清首页 4K 专区.....	16
图 21: 天翼超高清首页 VR 专区.....	16
图 22: 天翼云 VR APP 目前大多内容仍未上线.....	17
图 23: 韩国 3G/4G/5G 用户流量使用对比 (2019Q2).....	19
图 24: 三大运营商新增 4G 用户占比.....	20
图 25: 韩国三大运营商 5G 市场份额.....	22
图 26: 咪咕公司旗下五大业务板块.....	23
图 27: 咪咕视频首页设置了体育专栏.....	24
图 28: 咪咕获得世界杯版权.....	24
图 29: 咪咕 5G 三大核心产品.....	25
图 30: 咪咕 5G 四新.....	25
图 31: 混改历程.....	27
图 32: 爱奇艺与腾讯资金实力雄厚, 且业务协同显著.....	28
图 33: 不同深度的混改方案推演.....	29
图 34: 中国联通混改引入战略投资者.....	29
图 35: 中国联通混改前后持股结构.....	30
图 36: 号百控股 2015-2019 三季报主营业务收入.....	31
图 37: 号百控股 2015-2019 三季报净利润.....	31
图 38: 2017-2019 年前三季度分业务营收 (亿元).....	32

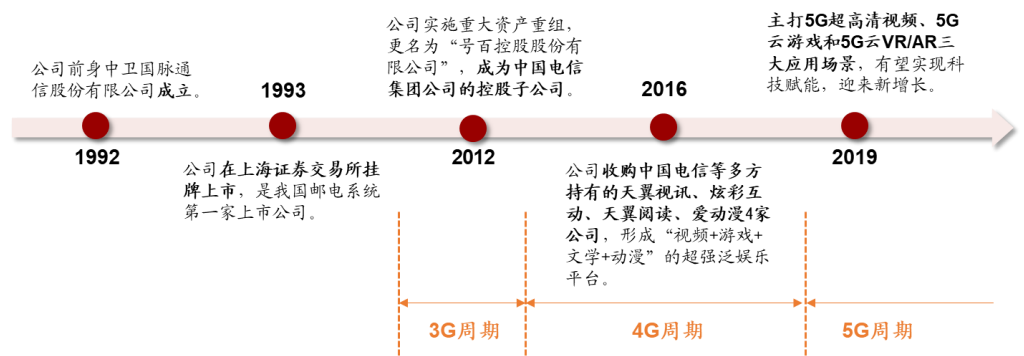
图 39: 号百控股 2018 年分业务营业收入占比	32
图 40: 号百控股 2018 年分地区营业收入占比	33
图 41: 号百控股 2017-2019 年前三季度分业务毛利率	34
图 42: 2017-2018 年互联网文娱分产品毛利率	34
图 43: 号百控股 2017-2018 年分地区毛利率	34
图 44: 2016-2019 年前三季度公司费用情况	35
图 45: 2017-2019 年前三季度经营性现金流 (万元)	36
图 46: 号百控股 2017-2018 年应收和应付情况	36
图 47: 号百控股历史 PE Band	39
图 48: 号百控股历史 PB Band	39
表 1: 号百控股布局 5G 三大应用领域	16
表 2: 超高清视频 VIP 资费及业务规则	17
表 3: 商用后的资费设计和业务规则	18
表 4: 公司 2020-2022 年 5G 应用权益收入测算	20
表 5: 韩国三大运营商 5G 资费情况 (25%折扣前)	22
表 6: 商用后的资费设计和业务规则	25
表 7: 可比公司估值	26
表 8: 2017-2018 年分地区营业收入 (百万元)	33
表 9: 销售收入结构预测	37
表 10: 盈利预测	38
表 11: 估值对比表 (截至 2019/11/27)	38
附: 财务预测表	40

一、中国电信 A 股唯一上市平台，承载电信 5G 影音游戏全内容服务

1、起步于“114 号码百事通”，发力于互联网泛娱乐平台

公司成立于 1992 年，前身为中卫国脉通信股份有限公司，1993 年公司在中国上海证券交易所挂牌上市，是我国邮电系统第一家上市公司。2012 年，公司实施重大资产重组，更名为“号百控股股份有限公司”，成为中国电信集团公司的控股子公司。

图 1：号百控股发展历程



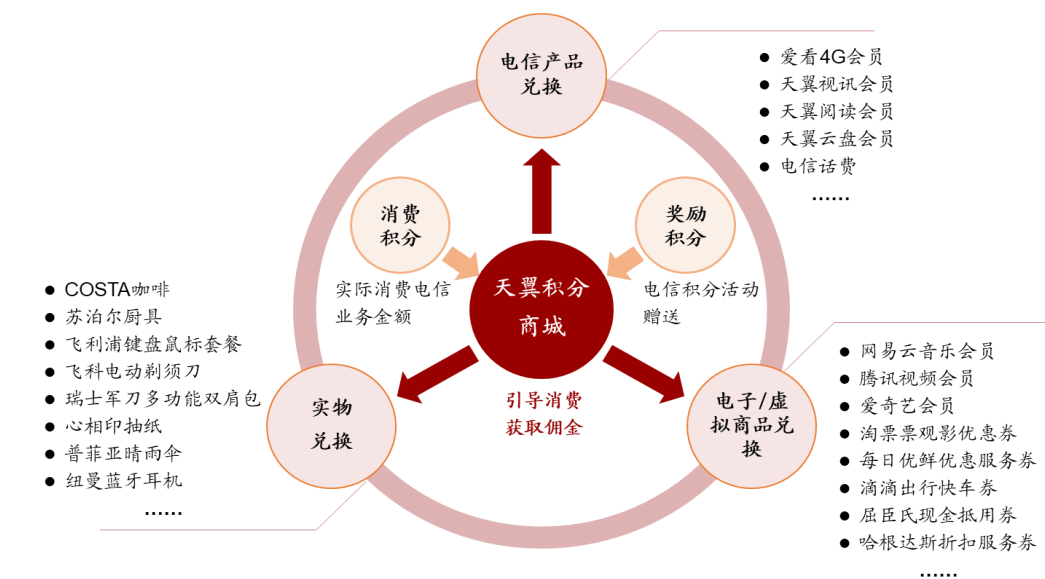
资料来源：公司年报、招商证券

(1) 3G 时代依托“114 号码百事通”，开展传统语音商旅预订和电信积分类业务

公司在 3G 时代主要围绕 114 号码百事通，覆盖积分兑换、酒店管理、商旅预订和商品销售四个传统业务。

1) 积分兑换：公司积分业务承接了电信集团全国积分运营工作，整合集团内部资源，提升中国电信用户积分兑换体验。2C 方面，通过电信集团全国积分运营平台——“天翼积分商城”提供专业的积分兑换服务，提供“欢 go”电信营业厅、掌上营业厅、公众号等多个入口。2B 方面，通过对积分 E 联盟、积分云服务、微信会员运营等项目的梳理，拓展外部积分商户联盟，设计、建造和管理多合作伙伴参与的联盟积分回馈和兑换平台，为企业及其用户提供全方位的产品和服务。目前公司的合作伙伴包括京东京豆、网易严选、腾讯、中国社会扶贫网、搜狐视频、优酷视频、爱奇艺、南方航空、东方航空、苏宁云钻等。

图 2：天翼积分商城积分兑换模式



资料来源：公司年报、招商证券

2) 酒店管理：公司酒店业务主要通过下属尊茂酒店集团实施运营，拥有“尊茂”、“辰茂”、“茂居”、“之茂”四个子品牌，专注布局中端酒店，旗下还包括“茹仙古丽·新疆美食盛宴”特色餐饮品牌，收入主要来源于客房提供和服务费、代理费和加盟费。2018年，酒店品牌完成对外拓展酒店数量12家，茂居品牌对外拓展结合集团直营，打造华东环线，盘活电信内部闲置资产。同时，投资的杭州龙井茂居、温州苍南渔寮茂居别苑两家酒店相继开业，颇受市场欢迎。**截至2018年12月31日，尊茂酒店集团自有、委托管理及品牌加盟酒店共计53家，可售房数共计8,555间，酒店遍布北京、上海、浙江、湖北、安徽、广西、新疆等14个省，34个市。**

图 3：尊茂集团酒店分布

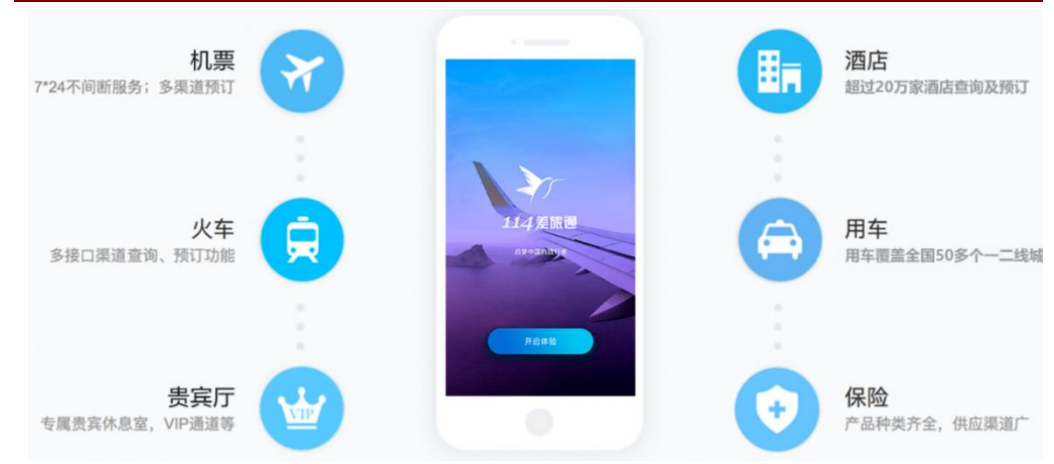


资料来源：尊茂酒店官网、招商证券

3) 商旅预订: 商旅预订业务主要通过旗下号百商旅电子商务有限公司进行管理, 依托中国电信品牌和网络等优势, 基于语音、互联网、手机等接入方式, 主要通过号码百事通(翼游)、语音平台(114、118114、4008118114)、互联网(www.118114.cn)、手机终端(114商旅、114订餐)、O2O门店(118114便民门店)为客户提供机票、酒店、餐饮、旅游、会务以及其他票务在内的预订类电子商务服务, **收入主要来源于代理费。**

目前商旅预订业务遍及全国 31 个省级行政区及香港、澳门两个特别行政区, 覆盖国内国际所有航班机票预订服务、国内 20 万家酒店预订服务、全国主要城市 1.5 万家餐馆预订服务。此外, 公司还为政府、企事业单位提供差旅管理服务、会务会展、定制旅游服务。目前公司已在浙江、江苏、广东、福建、湖南、湖北、四川、陕西设立了 8 个分公司, 并在广州、南京、四川、西安组建了四个集约化呼叫中心, 坐席数 600 席以上, 提供全国各省的商旅查询及预订服务。

图 4: 公司商旅预定服务



资料来源: 114 差旅通官网、招商证券

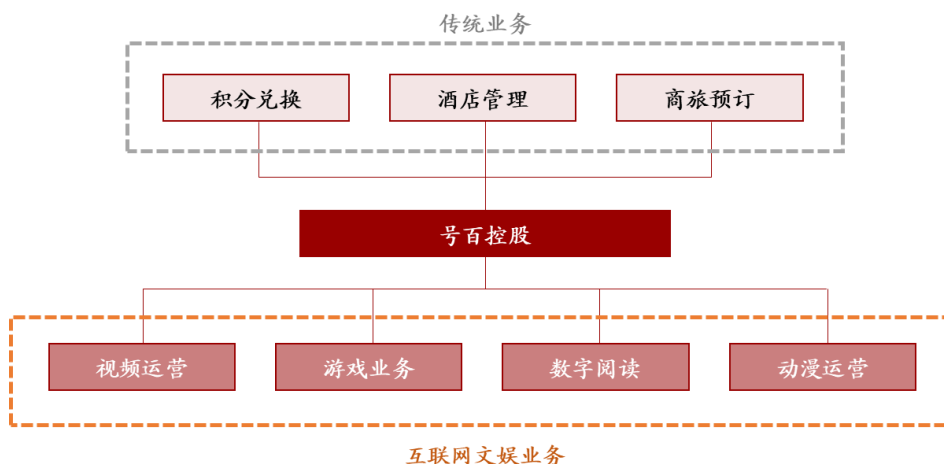
4) 商品销售: 主要为公司下属子公司上海国脉实业有限公司和号百博宇(上海) 科技有限公司运营的手机及通信设备等商品的销售业务。该业务毛利率较低, 且营收较少, 目前已不再进行单列。

(2) 4G 时代末期注入四大资产打造中国电信 A 股最强泛娱乐上市平台

2016 年 7 月 30 日, 公司以 14.45 元/股向电信集团等多名交易对象发行 2.58 亿股并支付现金 1.69 亿元, 合计作价 38.96 亿元收购交易对方持有的天翼视讯、炫彩互动、天翼阅读、爱动漫 4 家公司各 100% 股权。交易完成后, 电信集团的持股比例由 37.5% 增至 51.07%; 实业中心的持股比例将由 20.95% 下降至 14.14%; 电信股份的持股比例将由 6.13% 下降至 4.14%。

四大电信资产打包注入后, 公司逐渐向传统业务与新型互联网文娱相互结合、产业链多点布局的互联网泛娱乐平台转型。

图 5: 号百控股主营业务

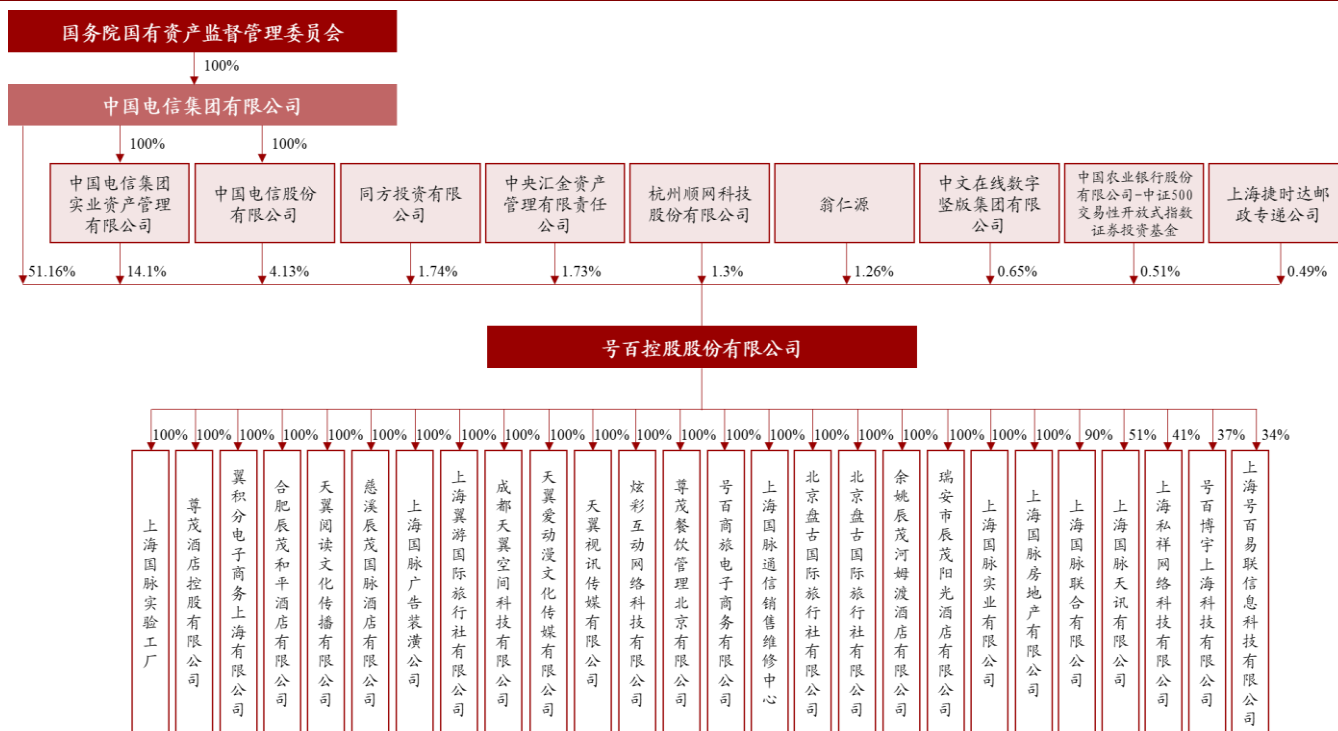


资料来源: 公司年报、招商证券

公司控股股东和实际控制人均为国资委，是中国电信旗下的统一互联网文娱产业平台。在资产注入完成后，中国电信直接持有号百控股 407,061,147 股，占公司股份总数的 51.16%，并通过其控股公司中国电信集团实业资产管理有限公司和中国电信股份有限公司分别间接持有号百控股 112,178,462 股和 32,823,936 股，共占公司股份总数的 14.1% 和 4.13%，直接或间接持股合计占比 69.39%。

4G 末期完成四大资产注入后，号百控股公司主要拥有翼积分、尊茂酒店、号百商旅、天翼视讯、炫彩互动、天翼阅读、天翼爱动漫和天翼空间等子公司，涵盖积分、酒店管理、商旅预订、互联网文娱多个板块业务。

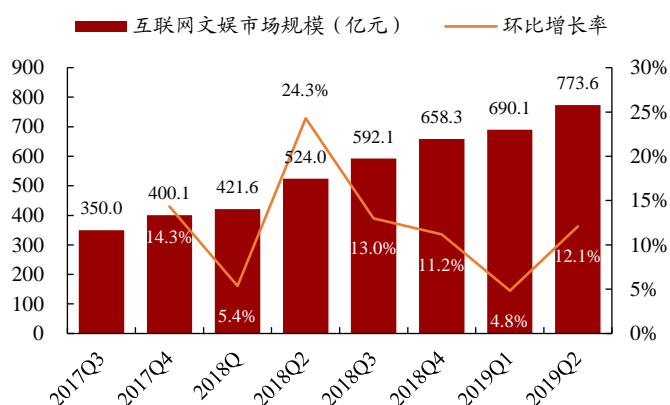
图 6: 公司股权结构图 (截至 2019 年中报)



资料来源: Wind、招商证券

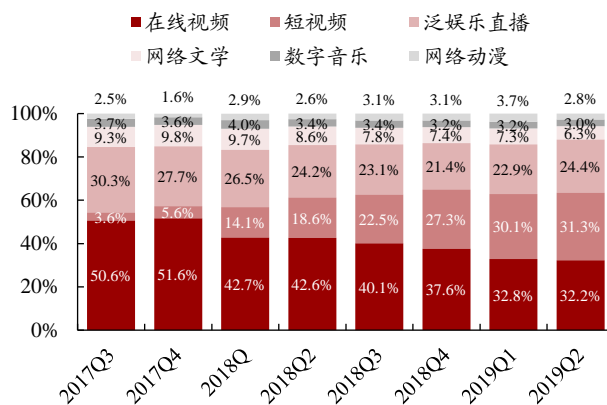
2018 年政策暖风频吹，互联网文娱市场保持较快增长。2019 年 6 月以来陆续出炉了《文化产业促进法（草案征求意见稿）》、《关于促进文化和科技深度融合的指导意见》、《互联网信息领域开放改革三年行动计划》等政策意见。超高清、VR/AR、电竞、广电、体育等板块迎来发展机遇：如《关于促进文化和科技深度融合的指导意见》中明确鼓励超高清、VR/AR 板块的发展。根据艾瑞咨询统计，2019 年上半年互联网文娱市场达 1463.7 亿元，同比增长 54.8%，其中 2019 年二季度互联网文娱市场达 773.6 亿元，环比增长 12.1%。在整体宏观市场遇冷的背景下，互联网文娱仍保持着较为稳定的上升态势，主要由于以短视频行业为代表的新兴市场增长迅速，成为拉动整体市场增长的重要力量。在政策扶持、5G 建设开启、中国电信流量及技术加持的多方利好背景下，公司互联网文娱板块有望迎来一轮新增长，营收占比将逐步提升。

图 7：2017Q3-2019Q2 中国互联网文娱市场规模



资料来源：艾瑞咨询、招商证券

图 8：2017Q3-2019Q2 中国互联网文娱市场结构



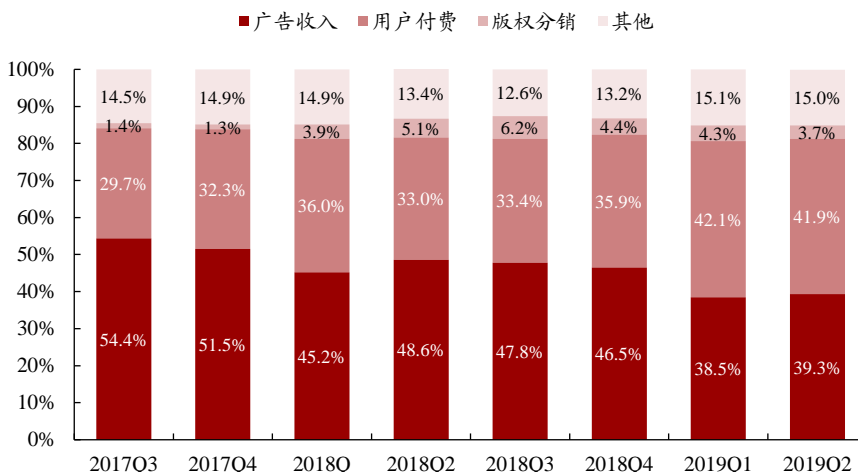
资料来源：艾瑞咨询、招商证券

1) 视频运营：公司子公司天翼视讯负责网络视频运营业务，针对 C 端客户主推“天翼视讯客户端”（目前更名为“天翼超高清”）和“爱看 4G 客户端”两个移动 App，针对 B 端用户主打“天翼直播”。

面对 C 端客户，“IP+多屏”是主要发展策略。天翼视讯相关 App 除了提供电视剧、电影、综艺、直播等一般视频产品外，还提供了 160 多路电视直播和回看功能，成为一大产品优势。在内容运营上，公司除了传统购买版权的形式外，还通过参与内容建设，如节目自制、版权制作等，不断扩充内容产品线，最终实现差异化优质内容的不断输出，实现多终端覆盖，不断满足用户多样化和个性化的需求。**面对 B 端客户，致力为政府机构提供专业级视频直播解决方案。**天翼直播助力政务公开，支持国税系统建立“线上办税直播间”，实现辖区企业的全覆盖；同时助力庭审公开，为政法系统提供互联网庭审直播及点播服务。直播成功率及质量效果均得到普遍认可。2018 年公司完成直播 1402 场，积累客户百余家。

对于传统的在线视频平台，广告收入及用户付费是两大主要收入来源。在我国在线视频收入结构中，广告收入与用户付费占比超过 80%。今年一季度，用户付费收入占比达到 42.1%，首次超过广告收入。2019Q2 用户付费占比达 41.9%，成为在线视频行业收入的主要来源。未来伴随版权意识提高、平台自制内容比例提升、用户付费习惯养成，用户付费仍将保持较大占比。

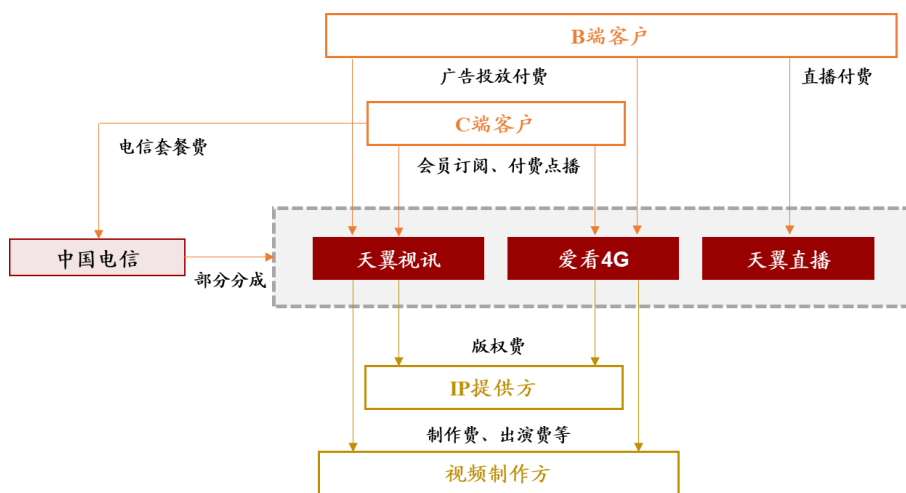
图 9: 2017Q3-2019Q2 中国在线视频收入结构



资料来源: 艾瑞咨询、招商证券

对于号百以及咪咕等电信级互联网文娱平台而言,与关联运营商之间的分成收入占比相对更高,5G 时代将积极拓展用户付费以及广告收入。在部分中高端 4G 天翼电信套餐中,包含了“天翼视讯”或“爱看 4G”等会员权益,当前的 5G 套餐根据不同的等级也可以选择参与天翼五大应用权益。对于该部分业务,号百控股通常与中国电信进行一定比例分成,也是目前板块的主要收入来源之一。未来公司将继续加强会员付费订阅/点播以及广告渠道拓展,在背靠中国电信用户资源的同时,提升公司市场化收入占比。截至 2019 年 9 月底,天翼视讯 App 累计注册用户数已达近 5.7 亿人,2019 年前三季度用户累计使用时长达 22,150.1 万小时,累计付费用户数达到 2.15 千万人,月均流量拉动 4,649.5TB。

图 10: 天翼视讯运营模式



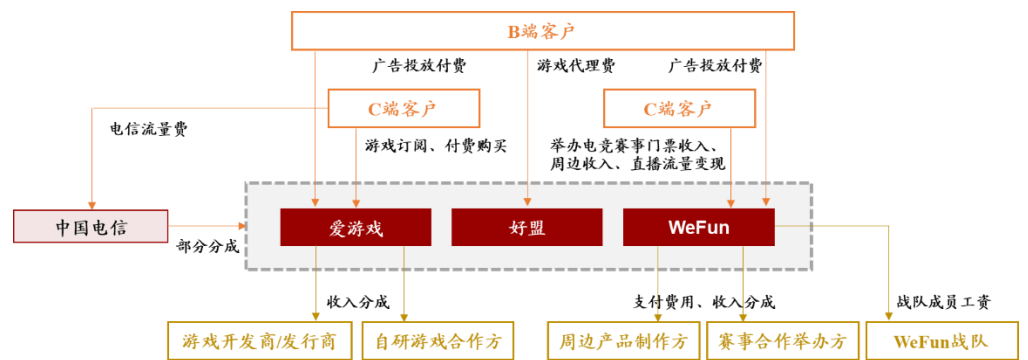
资料来源: 公司年报、招商证券

2) 游戏业务: 号百控股子公司炫彩互动主要负责游戏业务,分为平台、内容两个产品群。以“爱游戏”品牌为核心的平台型产品群,主要包括“爱游戏”手机游戏平台(含 H5 游戏)、TV 游戏平台、“中国游戏中心”、“好盟”以及“WeFun”。具体来看,“爱游戏”(移动端、TV 端)是核心平台型产品,面向中国电信天翼手机用户提供手机游戏的查询、下载、使用、购买等服务,面向互联网用户提供游戏查询服务。“中国游戏中

心”为类似于“爱游戏”的电脑端平台；“好盟”定位为单款游戏推广链接或者多游戏推广墙；“WeFun”则为移动电竞平台，提供电竞直播、电竞论坛、互动社区等内容。公司持续开发汇聚游戏用户的平台型新产品，覆盖手机、电视、PC、平板电脑、专用游戏机等多种终端，满足用户游戏需求；通过建立“炫彩互动”自有品牌的内容型产品群，以发行、自研等多种方式，持续产生游戏内容资源，在游戏自研方面，已经组建包括休闲手游（含 H5）、中重度网游和 TV 游戏在内的游戏自研团队。

炫彩互动不同平台的商业模式不同，“爱游戏”整合产业链上下游资源，收入来源于上游自研分成和下游订阅费用。“好盟”则主要依靠游戏推广费获得收入。“WeFun”作为电竞平台，收入模式多样，主要围绕着游戏 IP 进行盈利，包括举办赛事门票收入、周边收入、广告赞助、电竞战队运营收入、直播流量变现等。

图 11: 炫彩互动运营模式

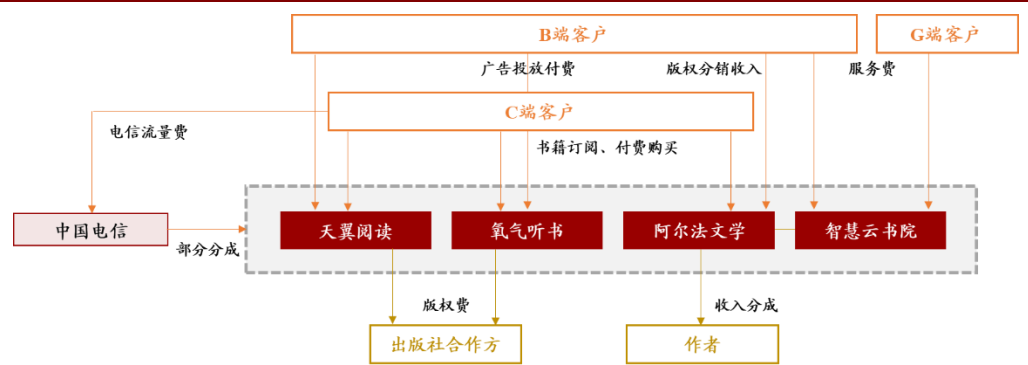


资料来源：公司年报、招商证券

3) 数字阅读: 号百控股子公司天翼阅读主要承载数字阅读业务。天翼阅读以数字阅读平台作为基础，搭建上游生态体系及对外合作生态圈，为用户和企业单位提供全方位的数字阅读服务和解决方案，主要包括“天翼阅读”、“氧气听书”、“智慧云书院”和“阿尔法文学”四个平台。其中“天翼阅读”、“氧气听书”和“阿尔法文学”面向 C 端客户，前两者运营内容分发业务，通过“看”和“听”两个方面为下游客户提供相关产品和服务，后者围绕上游客户开展版权业务，即为作者提供从创作到全版权运营的立体服务；“智慧云书院（党员天天学）”则主要为 B 端和 G 端客户提供内容分发，主要面向学习型组织，为其提供专业智慧的自主学习管理综合解决方案。

截至 2019 年 9 月底，“天翼阅读”和“氧气听书”的注册用户数已达到 30,131.67 万人和 2562 万人，月活跃用户数达到 398.34 万人和 417.01 万人，月均 ARPU 值为 17.43 元和 8.29 元。2018 年“智慧云书院（党员天天学）”，已在政府、事业单位、电信、金融、教育等行业发展行业客户 100 余家，党员用户超过了 30 万人，日均访问用户数超过 3 万人。

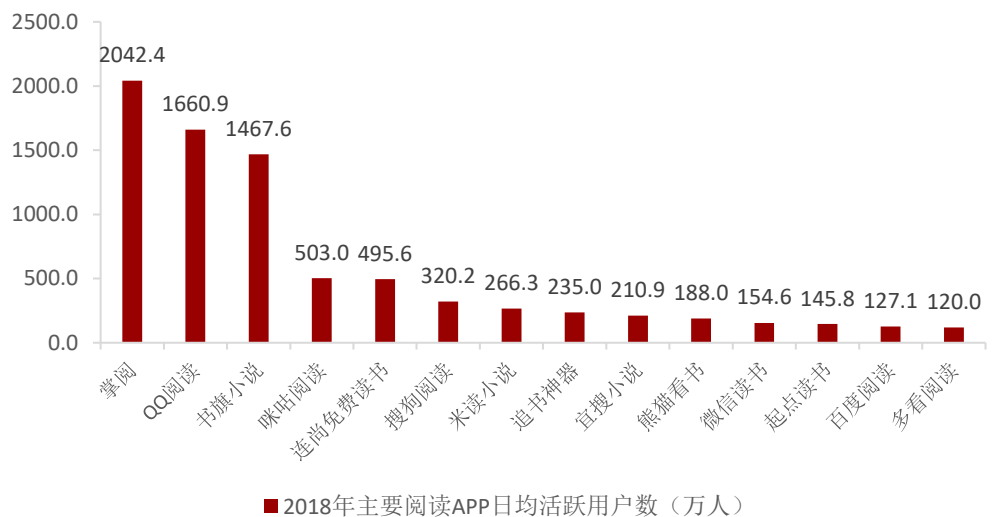
图 12: 天翼阅读运营模式



资料来源：公司年报、招商证券

数字阅读市场份额集中在头部互联网企业，掌阅、QQ 阅读、书旗小说等 APP 在日活、用户满意度方面遥遥领先，天翼阅读目前市场份额较小，未来可能逐步转型成为 VR 业务运营主体。

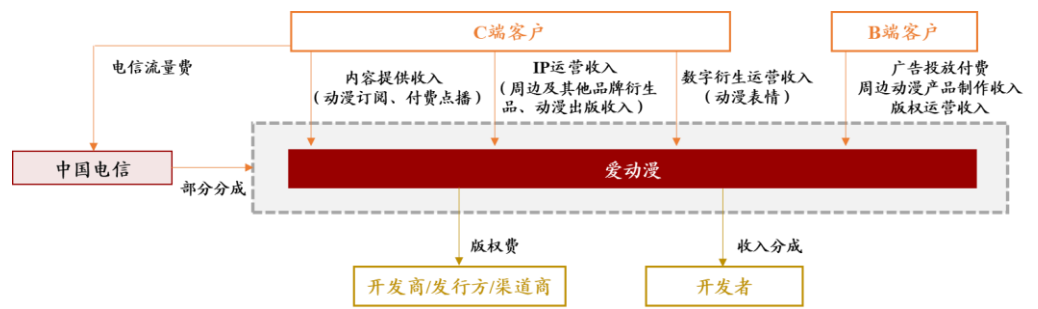
图 13: 2018 年主要阅读 APP 日均活跃用户数 (万人)



资料来源：BigData、招商证券

4) 动漫运营: 号百控股子公司爱动漫负责动漫运营业务。爱动漫立足动漫、亲子两大产品线，围绕动漫向上下游延伸，涵盖 IP 运营和电商业务等 2B 和 2C 业务。爱动漫的目标客户主要为年轻一族（在校学生和刚工作的年轻人）、商务人士（企业/机构中层以上职位）、家庭女性（婚育年龄段的家庭女性）。C 端客户收入主要来源于订阅费用、IP 运营收入和数字衍生运营收入，B 端客户收入主要来源于相关动漫产品的制作收入等。截至 2019 年 9 月底，“爱动漫”的注册用户数达到 6,821 万人，月活跃用户数 183 万人，月均用户观看次数为 13,091 万次，月均 ARPU 值达 12.7 元。动漫行业中哔哩哔哩以及腾讯等巨头在 IP 生产能力、动漫制作能力等方面具有明显的领先优势，未来公司在动漫方面的积累可以应用在富媒体短信的制作以及其他衍生领域，以拓展收入来源。

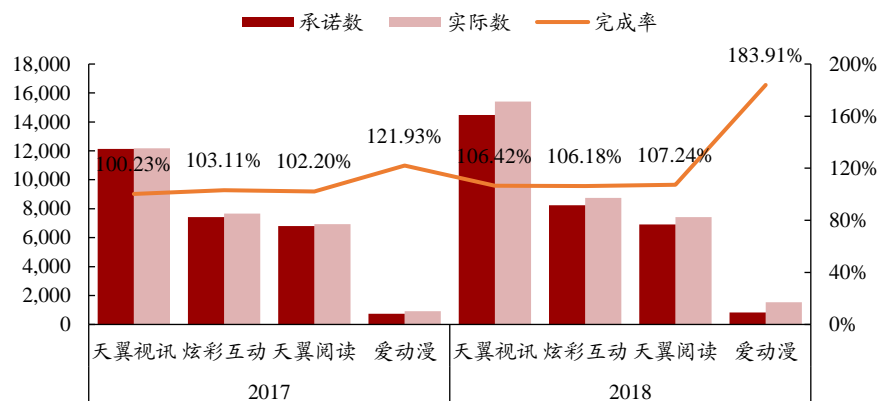
图 14: 爱动漫运营模式



资料来源: 公司年报、招商证券

四大子公司业绩承诺逐步兑现, 2019 年承诺归母净利润总额约为 3.5 亿元 (未抵消子公司之间关联交易)。公司 2017-2019 年为业绩承诺期, 其中 2017 年天翼视讯、炫彩互动、天翼阅读、爱动漫的业绩完成率分别为 100.23%、103.11%、102.20%和 121.93%, 爱动漫完成情况大幅高于预期。2018 年四大子公司业绩完成情况均好于 2017 年, 完成率分别为 106.42%、106.18%、107.24%和 183.91%, 其中爱动漫实际净利润为 1,087.05 万元, 已超过 2019 年承诺值 1,051.92 万元。

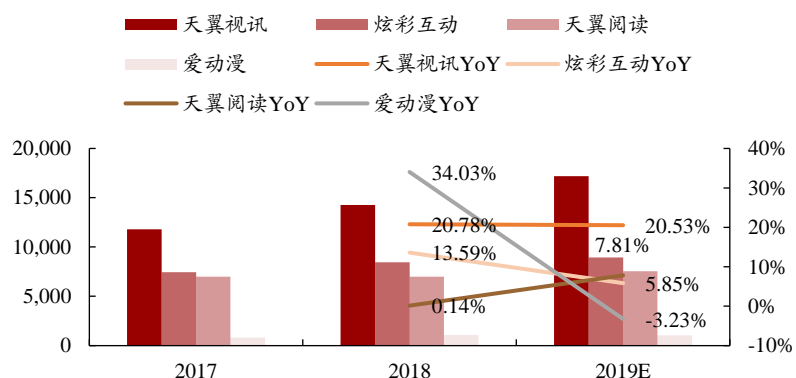
图 15: 号百控股 2017-2018 年业绩承诺 (归母净利润) 和完成情况 (万元)



资料来源: 公司年报、招商证券

若 2019 年业绩承诺完成率高于 100%, 则天翼视讯、炫彩互动、天翼阅读的归母净利润增长率至少达到 14.23%、2.08%和 1.71%。

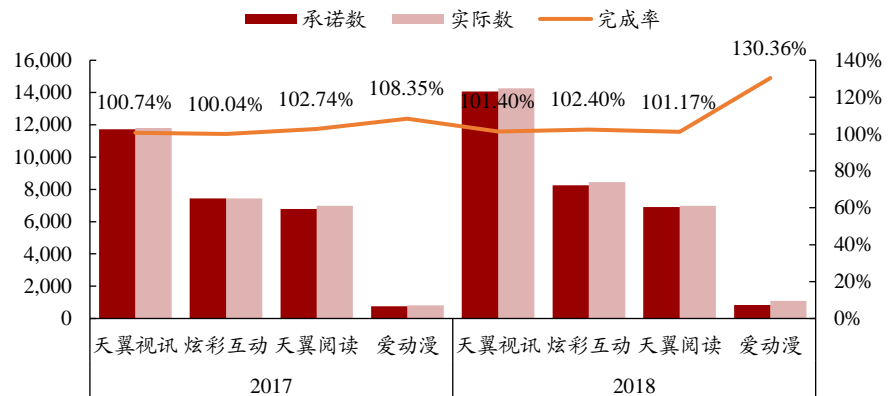
图 16: 号百控股 2017-2019 年扣非业绩实现情况及预期 (万元)



资料来源: 公司年报、招商证券 (2017-2018 年为实际数、2019 年为承诺数)

扣除非经常性损益后，公司业绩表现依旧良好，2018 年业绩兑现情况优于 2017 年。

图 17: 号百控股 2017-2018 年业绩承诺（归母扣非净利润）和完成情况（万元）



资料来源：公司年报、招商证券

(3) 5G 时代面向三大应用场景，成为承载中国电信 5G 内容平台

5G 时代科技赋能，号百控股主打 5G 超高清视频、5G 云游戏和 5G 云 VR 三大应用场景，利用中国电信云网融合优势，在内容分发、网络时延和交互体验等方面实现产品差异化，从内容自制、内容合作和内容运营三方面共同入手，凭借中国电信的资源优势，有望在 5G 时代重新赋能，迎来更大的发展机遇。

公司新旧业务之间具有明显的协同效益，积分兑换平台有望成为公司云游戏、云 VR 以及超高清视频的重要流量导入渠道。电信用户在天翼积分平台上能够通过积分兑换天翼视讯、天翼云盘、爱音乐等电信产品会员权益，一方面能够为公司拓宽获客渠道，带来用户规模的提升；另一方面也能够降低渠道费用，提升板块业务利润水平。预计未来天翼积分商城将加大推广天翼超高清、天翼云 VR 以及天翼云游戏三大应用会员权益的力度，同时也缓解了积分业务的渠道成本压力。

图 18: 通过天翼积分兑换天翼视讯会员卡



资料来源：天翼积分商城、招商证券

天翼视讯、炫彩互动、天翼阅读、爱动漫四家子公司未来将分别成为天翼超高清、天翼云游戏、天翼云 VR 以及富媒体短信的运营主体。号百控股今年已明确将超高清视频、云 VR、云游戏作为下一阶段布局重点，考虑到现有动漫、阅读市场头部企业呈现压倒性优势，公司市场份额较小，未来可能会主动收缩该部分业务，以投入到新产品中。但四家子公司当前业务与未来发展方向基本位于同一领域，在人员配置以及渠道资源上能够实现复用，未来有望通过架构调整进一步整合四大子公司的资源，提升整体运营效率。

二、承载电信 5G 新内容，打造超高清视频、云 VR/AR、云游戏三大新应用

1、三大 5G 下游应用布局，承载中国电信内容平台

5G 流量套餐与内容增值服务、视听增强设备（VR 头显）绑定，应用成为 5G 竞争核心。4G 流量套餐刚推出之时，仍以“流量”作为卖点，除了传统的语音+流量的套餐以外，主要以流量包的形式销售。**但在 5G 开始商用之时，应用被提升至前所未有的高度。**韩国运营商将流量套餐与内容增值服务、5G 应用配套设备绑定，进行多方内容布局与合作。中国电信也将 5G 套餐与五大应用会员权益进行绑定，对应 129 元和 169 元的黄金会员可以在五大应用权益中选择两个；199 元及以上的白金会员则可以在五大应用权益中选择三个。

从具体方向来看，2C 应用仍将在 1-3 年内保持主导地位，5G 初期 2C 业务增长能够帮助运营商尽快收回投资，并进行持续研发投入。**当前超高清视频、云 VR/AR、云游戏率先落地，三者对高带宽、低时延具有较高要求，是 5G 下游确定性较高的应用领域。**

图 19：办理中国电信 5G 套餐可享受五大应用会员权益

黄金会员5选2, 白金会员5选3 (2019年12月31日前首批办理5G畅享套餐用户可参加试用活动)						
5大应用权益	天翼超高清 超清超快超逼真	天翼云游戏 即点即玩超快超爽	VR 天翼云VR 尽享沉浸式体验	天翼云电脑 手机办公更轻松	天翼云盘 云上存储更省心	
	<ul style="list-style-type: none"> 裸眼3D画质：支持全景/电影/直播等大画、超清晰，多机位切换看，大小屏同看；搭配VR头显更享沉浸式观影法 超节更逼真：4K超高清，支持HDR、SDRP、音画其佳 	<ul style="list-style-type: none"> 免下载即玩：免下载安装，想玩哪个点哪个，真真正正即玩 精品畅玩快：主机端热门精品游戏大作，在手机上也能玩，适配游戏手柄操作，游戏体验更畅快 	<ul style="list-style-type: none"> 量身定制：VR头显体验VR全景、4K 3D超清沉浸式 VR观影、VR游戏 时尚 5G 云：超逼真于手机秒变私人影院，一键切换移动端让您秒变时尚潮人 	<ul style="list-style-type: none"> 兼容访问：随时随地访问云电脑应用和软件 多终端无缝衔接：与传统PC使用体验一致，无缝无缝办公 安全可靠：数据云端存储，释放本地空间，避免数据丢失风险 	<ul style="list-style-type: none"> T级存储：可存储百万张图片，上万家高清视频的超大网盘空间 智能相册：照片智能识别、按时间、地点、人物等自动分类管理，可创建个人相册，记录每个美好时刻 	
5大应用资费表	包月	19.9元	29.9元	29.9元	29.9元/59.9元	29元
	其他	点播：5元5张点播券 (5部单片/60天内)	点播：5元1小时 (60天内)	点播：9.9元30分钟 (60天内)	数据存储： 16元/100GB、80元/500GB	—
	会员价	包月 10元	25元	25元	25元(20GB)/49元(40GB)	5G黄金会员5元/5G白金会员3元
权益	无限次观看各类视频内容 (含4K、VR)	游戏时长20小时/月	可随时无限次观看会员专区内的各类VR视频内容+VR游戏时长 (20小时/月)	专享会员包月特惠	<ol style="list-style-type: none"> 个人存储空间4TB 传输通道全速上传下载 在线解压4G以内压缩包 回收站文件保留30天 文件转存数1万 	

资料来源：中国电信、招商证券

公司率先发力云游戏、超高清视频及云 VR 领域，战略布局成为继语音、宽带、流量之后的中国电信新型基础业务。从具体落地时间表来看，我们预计市场成熟度最高的超高清视频业务将率先落地、云游戏和云 VR 也将陆续变现。

表 1: 号百控股布局 5G 三大应用领域

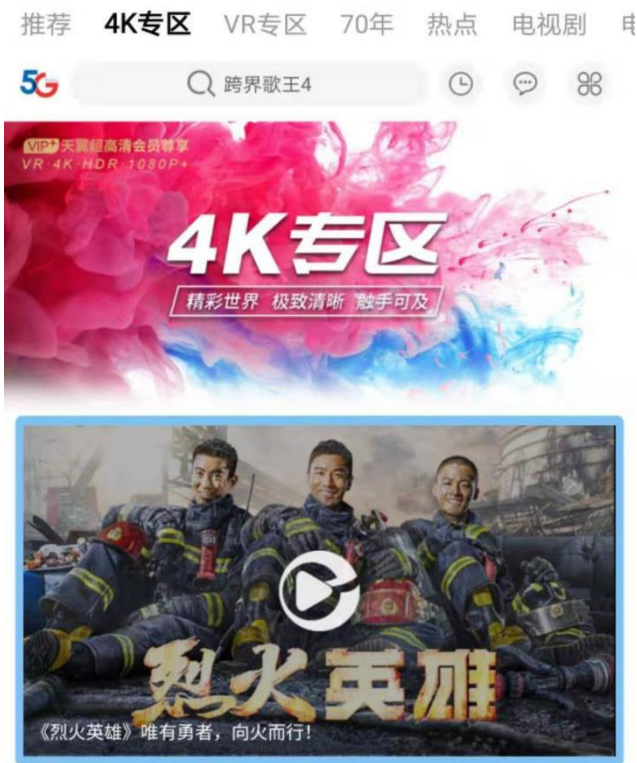
	天翼超高清	天翼云 VR	天翼云游戏
领域	头部爆款院线电影，热门影视剧、综艺等；真 4K 纪录片；discovery、bbc 的纪录片；海外好莱坞六大头部电影；重点体育赛事直播等。	VR 视频：海外获奖 VR 视频，先导性 VR 电影等； VR 游戏：硬核 PCVR 游戏云化运行，本地化优质获奖 VR 游戏等。	集合市面上优质手游、云化主机游戏等，亮点为有版号的主机游戏，从大型 IP 切入，线上线下联动。
目标	运营商第二、细分领域第一	行业第一	运营商第一

资料来源：号百控股、招商证券

(1) 5G+超高清视频：市场教育最成熟，有望最先变现。目标成为运营商第二，细分领域第一

直观来看，天翼视讯 APP 首页导航栏 4K 专区与 VR 专区模块被搭建于最显眼区域。与旧版天翼视讯相比，天翼超高清围绕真 4K/8K、多屏、多场景进行了全面升级，包括画质提升（1080p-4K/8K）、屏幕延伸（手机+电视+VR/AR）、会员模式演进（5G 特供+差异化内容）等。在 4K 专区当中，将通过持续整合热门影视、深挖差异化内容、增强互动性，提升用户活跃度与留存；而 VR 专区则可以提供 VR 游戏（攻略、解说等）、VR 直播（演唱会、赛事、红毯等），提升用户沉浸感，未来将通过与产业链共同探索，将 VR 板块打造成为公司的“明星业务”。

图 20: 天翼超高清首页 4K 专区



资料来源：天翼超高清、招商证券

图 21: 天翼超高清首页 VR 专区



资料来源：天翼超高清、招商证券

从资费定价来看，目前公司超高清视频 VIP 会员资费与咪咕视频（20 元/月）、腾讯视频（15-20 元/月）基本持平。与互联网巨头相比，运营商视频内容平台目前在电视剧、自制剧内容方面略有逊色，因此均采取差异化布局细分领域的策略——咪咕视频着力体育视频领域；天翼超高清着力通过 4K、VR 等创新方式吸引用户。

表 2: 超高清视频 VIP 资费及业务规则

名称	基本费	会员特权
超高清视频 VIP 会员	19.9 元/月 (ios 版本 25 元/月)	可随时无限次观看包含超高清视频 APP 内的各类视频内容服务
超高清视频点播包	5 元/次	点播包内含 5 张观影券,可观看含超高清视频在内的任意 5 部/集付费节目

资料来源：天翼超高清、招商证券

(2) 5G+VR: 战略性重点，目标成为行业第一

公司天翼云 VR 平台将整合 VR 视频+游戏+直播+教育等内容，适配多种终端，有望成为 5G 首个杀手级应用。据 LG U+ 的数据显示，50% 的 5G 用户至少浏览过一次 VR 内容，六分之一的用户每天都在浏览 VR 内容，说明 VR 对于用户而言极具吸引力，并且用户粘性很高。目前，天翼云 VR 旗下 VR 产品内容量已经超过 1000 小时，预计年底将突破 1620 小时，VR 游戏超过 20 款。中国电信打造的 VR 平台，依托于“云管端”一体化服务体系，通过大带宽、低时延的 5G 网络、性能出众的 5G 终端、优质的 VR 内容，对整个 VR 产业链的发展起到积极的凝聚、促进作用。

图 22: 天翼云 VR APP 目前大多内容仍未上线



资料来源：天翼云 VR、招商证券

(3) 5G+云游戏: 目标成为运营商第一

与在线视频行业的商业模式有所不同，游戏内容提供商（CP）对于不同游戏平台的合作呈现开放的合作态度，公司在优质游戏资源的获取壁垒远低于视频行业。因此，除了游戏版权的竞争以外，更多的是技术的比拼。未来云游戏将逐步渗透，逐步减轻对终端的依赖，中国电信的强势边缘计算能力、云资源部署都将成为号百控股未来在提供优质游戏体验的核心竞争力。

云游戏业务对高带宽、低时延 5G 网络具有刚性需求，公司依托中国电信“一云两网”（5G 及千兆光纤双网络）业务承载优势，打造自身用户体验优势。云游戏能够使得游戏玩家摆脱终端限制，主机游戏、PC 游戏、网页游戏、手机游戏将会同台竞技，但实际用户体验与网络性能以及云端计算能力高度相关，是 5G 高带宽、低时延的典型应用场景，未来还需要边缘计算的支撑。中国电信具有 5G 及千兆光纤双网络，并通过天翼云加持，具有较强的“硬实力”，未来将通过跟游戏内容厂商合作，提升自身“软实力”。

表 3: 商用后的资费设计和业务规则

名称	基本费	会员特权
云游戏白金会员	29.9 元/月	云游戏时长 20 小时/月 会员专区（无内购、无广告、有存档）游戏特权 优先排队
云游戏 5 元时长包	5 元/次	云游戏时长 1 小时，60 天内有效

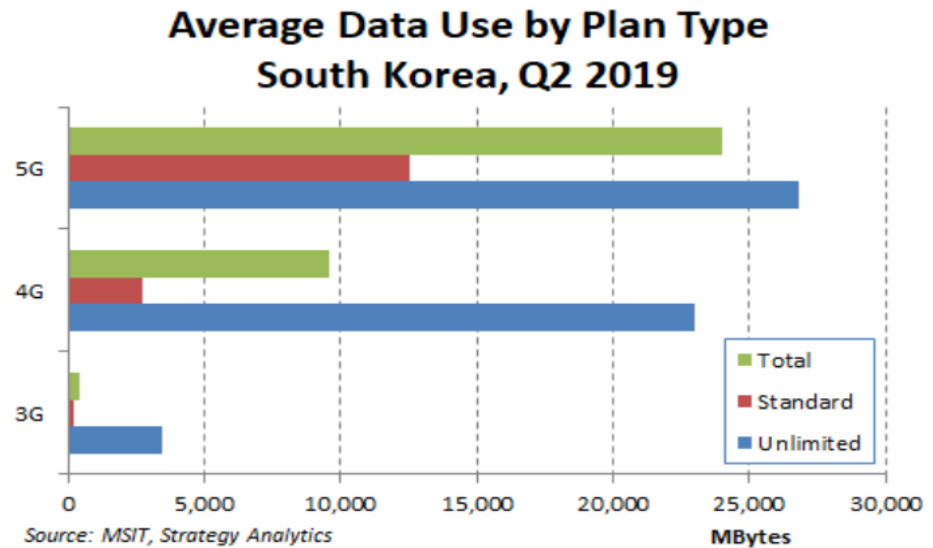
资料来源：号百控股、招商证券

与中国电信相互赋能。5G 时期云计算的应用更为广泛，5G 下游应用（如云 VR/AR、云游戏、车联网等）大都需要在云上部署计算资源。中国电信作为运营商具有“5G+光宽”的先天基础设施优势，能够给公司的统一内容运营平台提供更好的网络支撑。中国电信将通过自有云、自有主干网、自有接入网，通过云网协同的方式确保用户的带宽质量以及业务流需求，为 5G+VR/游戏/视频业务提供更好的业务质量保障。

我们认为，号百控股作为中国电信旗下的内容运营平台，与互联网企业相比，具有免流量、电信用户基础、内容分发、时延保障以及率先布局等五大优势。

- **免流量优势。**VR、4K/8K 超高清视频等应用是新的流量杀手，韩国推出半年以来 DOU 实现了接近 3 倍增长，2019Q2 韩国 4G 用户 DOU 为 9.5GB，5G 用户 DOU 可达 24GB，DOU 增长 2.5 倍。从应用领域来看，目前韩国 5G 流量的增加主要由高清视频、VR/AR 等应用推动，根据 LG U+数据，云游戏每小时消耗流量可达 8GB，VR/AR 每小时消耗流量可达 30GB。目前中国电信 5G 用户使用号百控股旗下的云游戏、云 VR 以及超高清视频三款产品将免除流量费用，成为公司相对互联网巨头的核心优势。（优势的持续主要基于运营商 5G 资费的窗口期）

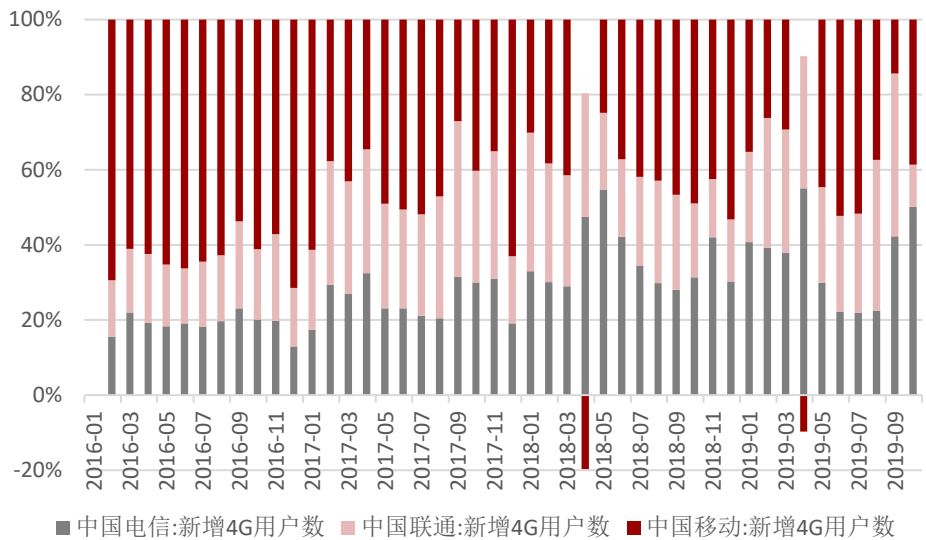
图 23: 韩国 3G/4G/5G 用户流量使用对比 (2019Q2)



资料来源: MSIT、Strategy Analytics、招商证券

- **在内容分发更具优势。**天翼云 CDN 在国内拥有 1800+个节点覆盖,超过 110T 的业务承载能力,海外平台联合国际最大的 CDN 平台提供商 Akamai。借助天翼云 CDN 下沉、布局云间高速等技术手段,通过就近缓存、智能路由选择等方式,可以有效加快内容的分发速度,提高用户的观影、游戏体验。
- **在时延保障上更具优势。**公司通过布局天翼云 GPU 资源池,利用 MEC 可以获得更低的时延和 VIP 级的 QoS 保障能力,能够有效改善 VR、游戏、视频等应用的使用体验。
- **合作引入优质内容资源,具有一定先发优势。**2019 年 10 月 17 日,中国电信与韩国第三大运营商 LG U+签署战略合作协议,双方将围绕 5G 国际漫游、2B/2C 应用、内容制作方案和技术、终端等领域开展全面合作。同时,号百控股也与 LG U+签订了 VR 内容引入和 VR 直播合作协议,独家引入了 LG U+的超高清 VR 内容。在 VR 直播方面,双方将开展体育赛事及文艺演出等领域的拍摄合作,借助 LG U+领先的 VR 直播技术,呈现 3D+180 度+多机位的超高清视界。韩国 5G 商用半年,渗透率已达到 5%,DOU 也出现大幅提升。主要由于韩国具有良好的内容资源,其中 LG U+的应用布局相对更好,因此流量拉动效应更强。当前号百控股与韩国运营商 LG U+进行独家合作,有利于迅速导入与 5G 新应用匹配的内容,与国内互联网巨头相比具有一定的先发优势。
- **深度绑定中国电信 5G 套餐,实现流量导入。**公司对于云 VR、云游戏、超高清视频三大板块的商业模式已逐步清晰。商业模式包括:1)作为 5G 应用权益提供方参与到电信 5G 应用权益收入的分账(核心模式);2)积极拓展会员付费、广告费等收入来源。截至 2019 年 10 月,中国电信 4G 用户数已达到 2.78 亿人,略高于中国联通(2.52 亿)。从 4G 周期来看,4G 后期新增 4G 用户数中,中国电信占比较高,电信较大的用户基础有望成为号百的潜在用户客群。

图 24: 三大运营商新增 4G 用户占比



资料来源: Wind、招商证券

我们对中国电信 4G 用户数、转化率、5G ARPU 作出如下假设: 1) 4G 用户渗透逐步见顶, 5G 渗透逐步加速; 2) 截至目前, 全国 5G 签约用户数达到 87 万, 全年有望达到 150 万户, 预计 2020-2022 年 5G 用户转化率分别为 5%、15%和 35%; 3) 假设 2019 年 5G ARPU 达到 129 元 (最低 5G 资费套餐), 2020-2022 年 ARPU 同比分别-5%、-10%、-15%。对不同分账比例情况下公司 5G 应用权益分账收入进行测算, 结果如下:

表 4: 公司 2020-2022 年 5G 应用权益收入测算

	2020E				2021E				2022E			
	保守	偏保守	偏激进	激进	保守	偏保守	偏激进	激进	保守	偏保守	偏激进	激进
中国电信 4G 用户数 (百万户)	309				334				359			
转化率	5.0%				15.0%				35.0%			
中国电信新增 5G 用户数 (百万户)	15.1				35.0				90.7			
5G ARPU (元)	123				110				94			
分账比例	5%	10%	15%	20%	3%	7%	11%	15%	1%	4%	7%	10%
号百 ARPU (元)	6	12	18	25	3	8	12	17	1	4	7	9
号百 5G 应用权益收入 (百万元)	1111	2222	3334	4445	1390	3242	5095	6948	1020	4080	7141	10201
平均值 (百万元)	2778.1				4168.9				5610.7			
净利率	6%				12%				15%			
净利润 (百万元)	166.7				500.3				841.6			

资料来源: 招商证券测算

敬请阅读末页的重要说明

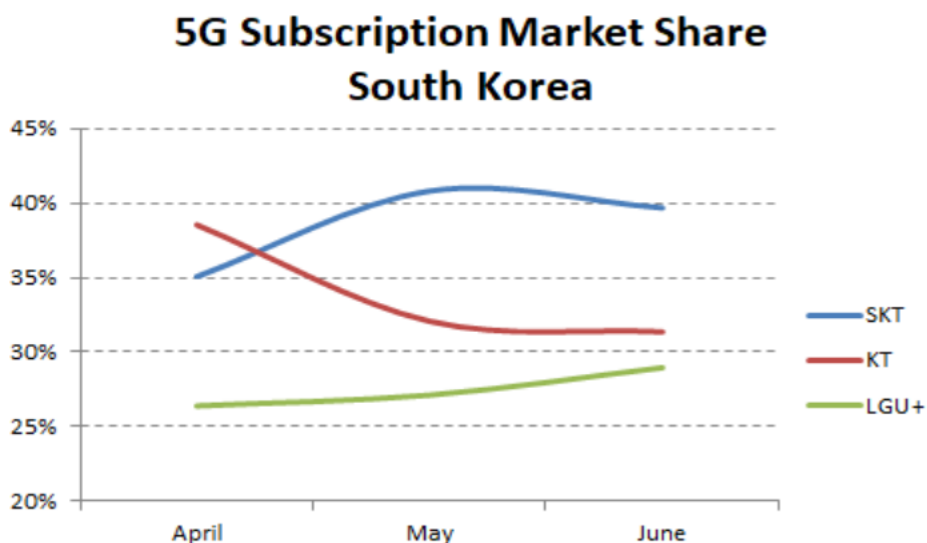
我们认为，在 5G 初期，出于加速拓展 5G 用户以及助力公司内容布局等方面考虑，公司有望与电信集团达成较高的分账比例。未来随着用户量的提升，分成比例将逐年降低。预计 5G 应用权益分成将对公司业绩带来明显的拉动，有助于公司加大云 VR、云游戏等创新领域研发以及布局，并将陆续反映在利润层面。运营商在 5G 内容的运营上，具有渠道、内容、网络等方面的先天优势，号百控股作为中国电信 5G 高清视频、云 VR、云游戏的主要承载平台，有望直接受益于 5G 应用内容侧爆发。

2、参考韩国经验，号百控股有望成为中国电信 5G 时期获客的“杀手锏”

除了网络质量等“硬实力”以外，以往运营商一般通过降低资费来获取用户。2014-2019 年（4G 时期），随着移动通信业务渗透率逐步提升，我国人口红利逐渐消失，移动通信用户增长速度放缓，三大运营商陷入存量博弈，竞争逐渐白热化，被迫通过更低的资费或者是附赠机顶盒等产品来吸引新用户。根据中国移动 9 月份下达的管控目标，包括禁止终端补贴、禁止考察市场份额等举措，加上 5G 商用后政府短期内对于提速降费略有放松，三大运营商竞争环境逐渐趋好。从 11 月上线的 5G 商用套餐来看，三家运营商 5G 资费趋于一致。未来运营商的竞争力将更多取决于差异化的服务，从实际情况来看，国内三大运营商以及韩国的主流运营商均将 5G 流量套餐与内容增值服务绑定，比如独家 AR/VR 游戏、视频会员权益、第三方 APP 会员权益等，运营商以差异化 5G 服务内容，争夺新客户并加速 4G 用户向 5G 转化。我们认为，5G 时期运营商之间的竞争核心将从资费的竞争转向内容、服务的“软实力”竞争。

与 SKT 和 KT 相比，LG U+应用更为丰富且在 VR 领域优势明显，在资费价格基本持平的前提下，借助创新的商业模式和优质内容实现了市场份额的持续提升。根据韩国科学信息部对二季度的数据统计，SKT 5G 市场份额略有下滑，LG U+的 5G 用户数及市场份额持续爬升，LG U+的 5G 市场份额比其在韩国整体零售市场份额高出 9%，有望打破原有格局。但实际从三家韩国运营商的 5G 套餐资费来看，LG U+的资费与其他两家运营商相比基本持平，LG U+不存在 5G 套餐资费上的绝对优势。但 LG U+在 5G 套餐中捆绑了五大新业务，包括 U+ 职业棒球、U+ 高尔夫、U+ 偶像直播、U+ VR 以及 U+ AR，并提供独家媒体内容。LG U+在 5G 份额上的快速提升，再次证明内容差异化对用户选择运营商所产生的影响。中国电信与 LG U+ 达成战略合作正是因为韩国运营商在 5G 商业化方面的一些成功经验，在未来，希望通过双方的合作共同推动 VR 优质内容在中国市场的落地。

图 25: 韩国三大运营商 5G 市场份额



资料来源: MSIT、Strategy Analytics、招商证券

韩国三大运营商同档位套餐价格趋于一致, LG U+在 5G 时期不存在明显的资费优势。LG U+市场份额的大幅提升主要来源于应用端内容的丰富度较高, 给 5G 用户带来了差异化的体验。

表 5: 韩国三大运营商 5G 资费情况 (25%折扣前)

	月费 (韩元)	月费 (约合人民币)	套餐流量
LG U+	5.5 万	328.3 元	9GB
	7.5 万	447.6 元	150GB
	8.5 万	507.3 元	200GB
	9.5 万	567.0 元	250GB
KT	5.5 万	328.3 元	8GB
	8 万	477.5 元	无限
	10 万	596.9 元	无限
	13 万	775.9 元	无限
SKT	5.5 万	328.3 元	8GB
	7.5 万	447.6 元	150GB
	9.5 万	567.0 元	200GB
	12.5 万	746.1 元	无限

资料来源: 运营商官方网站、招商证券 (无限量套餐价格差别在于降速后网速差异)

内容自制与合作并行, U+VR/AR/云游戏内容丰富度持续提升。截至三季度末, U+VR 已包含 960 多条视频, 其中 700 余个为独家视频。U+偶像直播/体育直播等内容落地后热度不减。11 月 18 日, LG U+宣布将在未来 5 年内投资 2.6 万亿韩元 (约合 22.32 亿美元), 用于制作 5G 媒体内容并稳定其有线电视服务, 进一步丰富其 5G 专用内容数量, 包括 AR 和 VR。

(1) 合作模式: 在 VR 领域, LG U+通过与体育赛事联盟合作(如棒球联盟)、投资 Venta VR/Amaze VR 等多家 VR 内容制造公司、与韩国网络漫画制作工作室 Horang Studio 签订独家合作协议等多种方式,合作打造丰富的 VR 内容。合作的模式有利于降低公司在内容制造上的成本,实现产业链共赢。

例如: AR 棒球/高尔夫赛事直播、云游戏等。

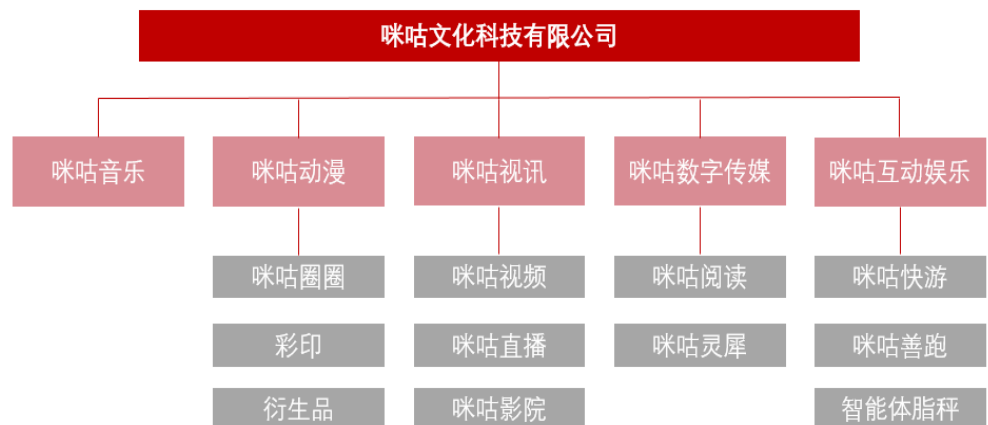
(2) 自制模式: LG U+在首尔拥有一个 U+AR 工作室,用于录制真人的实时自由视角视频,积累了大量的明星独家内容。目前自制 VR/AR 的成本较高,未来 LG U+将考虑通过将内容出售给其他运营商等模式,降低成本压力。

“3+3”: 号百控股在三大应用领域同样以内容自制、内容合作以及内容运营为三大重点。**1) 抓合作**: 加强与国内外拥有优质版权/牌照的合作方紧密合作,目前已与全球多个头部 CP 达成战略合作。对于头部爆款内容,真 4K/HDR, 战略大 IP 合作引入;腰部内容性价比高,通过分成/保底分成模式合作;底部内容利用现有内容转码 4K、利用视讯内容转码成巨幕影院,丰富超高清、云 VR 内容;**2) 重运营**: 从用户和产品的需求出发,通过差异化大 IP 牵引,协调协同互动。建设统一媒资管理平台、版权管理平台,提高内容复用效率,规避版权风险。三大产品内容相互引流,权益叠加组合,优势互动;**3) 创自制**: 引入 LG U+的直播设备,及国内合作方的 VR 制作设备及技术,打造精品化 VR。推动和抖音、B 站等平台的战略合作和协同。

3、中国移动咪咕专注体育产业细分赛道,视频板块更具优势

咪咕公司是中国移动面向移动互联网领域设立的,负责数字内容领域产品提供、运营、服务的一体化专业子公司,是中国移动旗下音乐、视频、阅读、游戏、动漫数字业务板块的唯一运营实体,下设咪咕音乐、咪咕视讯、咪咕数媒、咪咕互娱、咪咕动漫五个子公司。

图 26: 咪咕公司旗下五大业务板块



资料来源: 咪咕官网、招商证券

咪咕视讯聚焦体育垂直行业,打造差异化内容,形成独特性优势。咪咕视讯旗下包含咪咕影院、咪咕视频、咪咕直播三大重点产品。咪咕直播专注赛事、游戏直播、独家版权

影视内容等新媒体直播领域，致力于打造成国内最大最全的直播内容分发库；咪咕影院是首个集在线播放、购票功能一体的电影 APP。在体育视频领域，自 2018 年以来，咪咕已陆续获得多个顶级赛事版权，包括 2018 年世界杯赛事直播权和点播权、2018 到 2019 年度 CBA 联赛新媒体直播版权、NBA 长期合作伙伴关系等。2019 年，咪咕成为中国排球超级联赛官方独家数字联合运营商，并正式成为国际滑联上海超级杯新媒体联合运营合作伙伴。“左手顶级版权，右手全民健身”——咪咕在体育产业中布局日渐完善，从体育产业的核心版权，到用户端的健身社交、观赛互动，未来有望在细分赛道形成独特的战略优势。

5G 时代下，咪咕将在原有品牌“咪咕视频”平台和客户端上升级支持 5G 相关功能和参数，打造体育赛事、演艺活动 5G 直播超高清内容，真 4K、手机、OTT 多屏互动产品，拥有大量优质 4K 独家内容版权，并与央视、芒果 TV、PPTV 达成直播合作。与号百控股相比，咪咕在内容资源、生态打造上更具优势，预计未来仍将在视频运营领域保持领先。

图 27：咪咕视频首页设置了体育专栏



资料来源：咪咕视频、招商证券

图 28：咪咕获得世界杯版权



资料来源：百度图片、招商证券

除了超高清视频以外，咪咕在 5G 时期还将发力云游戏领域。今年 6 月，咪咕推出了 5G 云游戏平台咪咕快游，用户无需下载，即点即玩，实时存档，多屏合一。“咪咕快游”云平台将引入优质独立游戏版权，用户可以通过订阅付费模式体验游戏，由此带来的收入将由咪咕互娱与独立游戏 CP 进行分成。咪咕快游平台包含千余款 3A 主机/PC 大作及高品质手游，并通过网络优势为用户提供更好的游戏体验。此外，“5G 快游戏”还将为独立游戏提供专门的绿通测试、QoS 网络优化和安全保障等技术解决方案。

在 5G 时代，咪咕将核心布局超高清视频、超高清视频彩铃以及游戏板块，有望继续维持在体育视频细分赛道的领先优势，并在云游戏市场获得新的增量。

图 29: 咪咕 5G 三大核心产品



资料来源：咪咕官网、招商证券

图 30: 咪咕 5G 四新



资料来源：咪咕官网、招商证券

从会员价格来看，咪咕视频以及咪咕云游戏的会员资费与天翼超高清以及天翼云游戏基本持平。咪咕在中国移动的强势资金支持下，在视频、数字阅读等领域的细分赛道已经构建起自身的护城河，在 5G 时期将进一步夯实在这两大领域的优势。而号百控股则通过与韩国运营商 LG U+独家合作，引入 VR 制作技术以及优质内容，逐步建立起在 VR 领域的话语权。目前我国 VR 内容仍较空白，暂未出现“杀手级”应用，号百有望借助韩国先进经验以及技术，占据一定的先发优势。

表 6: 商用后的资费设计和业务规则

	咪咕公司	号百控股
云游戏	29.9 元/月；5 元/小时	29.9 元/月；5 元/小时 (电信 5G 套餐用户买一赠一)
超高清视频	20 元/月	19.9 元/月

资料来源：天翼、咪咕、招商证券

咪咕视频背靠移动 9 亿移动用户，且在体育产业视频板块优势突出，给予一定估值溢价，预计咪咕视频板块估值在 300-400 亿元左右。从在线视频市场格局来看，腾讯视频、爱奇艺、优酷处于第一梯队；芒果 TV、哔哩哔哩位于第二梯队；搜狐视频、PP 视频、咪咕视频则位于第三梯队。从当前市值分析，第一梯队视频平台市值基本位于千亿规模及以上，第二梯队视频平台市值约在 500 亿元左右，第三梯队一般聚焦在细分赛道，相对规模较小。2015 年，阿里巴巴以每股 ADS（美国存托凭证）27.60 美元的价格收购优酷土豆，收购对价较 2015 年 10 月 15 日的当日收盘价溢价 35.1%，较优酷土豆在 2015 年 10 月 15 日前三个月的加权平均收盘价溢价 49.9%，收购总价约 46.7 亿美元（按当时汇率接近 300 亿人民币）。咪咕视频与优酷在体育版权的资源上相近，因此具有一定的参考类比意义。

表 7、可比公司估值

公司	证券代码	股价 (2019/11/27)	总市值 (亿人民币)	收入 (2018 年)	P/S (TTM)
腾讯控股	0700.HK	335.00 港元	28752.72	3126.94 亿元	8.1
爱奇艺	IQ.O	19.60 美元	1002.47	249.89 亿元	3.5
芒果超媒	300413.SZ	30.70 元	546.58	96.61 亿元	5.1
哔哩哔哩	BILI.O	17.00 美元	386.79	41.29 亿元	6.6
阅文集团	0772.HK	30.85 港元	281.12	50.38 亿元	4.8

资料来源: Wind、招商证券

在数字传媒板块,咪咕阅读活跃用户量位于同类 APP 第四名,具有较强的竞争力。2018 年咪咕阅读收入超过 23 亿元,按照阅文集团 5.0X 市销率,咪咕数字传媒板块估值接近 120 亿元。综合来看,咪咕公司整体估值有望超过 500 亿元。

从另外一个角度看,2015 年咪咕收入 56 亿元,假设 20% 的复合增速,咪咕公司 2019 年收入将超过 100 亿元,整体收入规模已超过芒果超媒、阅文集团等细分赛道玩家。根据可比公司平均市销率 5.6X,假设咪咕公司 2019 年收入为 110-120 亿元,那么咪咕公司整体估值将在 616-672 亿元左右。结合多方测算,我们认为咪咕 600 亿的市值预测具有一定的合理性。目前号百控股市值约为 140 亿元,仍存在较大提升空间,有望随着 5G 三大应用的逐步落地实现估值的提升。

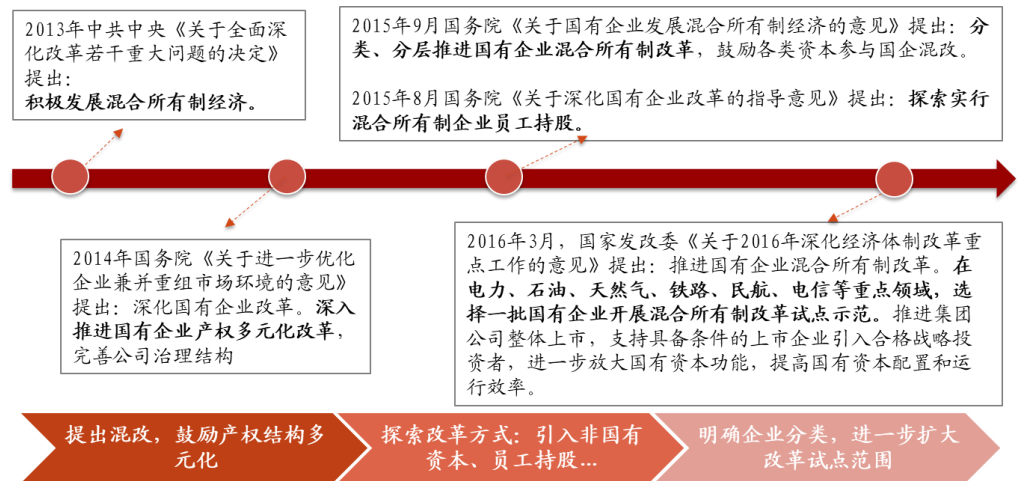
三、混改全面提速，公司有望注入互联网基因

1、混改提速预期增强，有望成为继联通和咪咕后的新混改标的

2019年混改进入实质性落地阶段，2020年有望持续加速。2016年8月发改委公布第一批混改试点名单（9家），中国联通名列其中；2017年确定第二批（10家）、第三批（31家）混改试点名单；2019年5月审批通过第四批混改试点名单（160家），**混改由“点”及“面”步伐加快。**

第四批混改企业陆续落地，预计今年四季度将进入混改加速推进期。2019年10月15日，第四批混改试点企业招商资本引入战略投资者普洛斯，标志着第四批混改企业加速落地。目前，大多企业正抓紧筹备相关方案。

图 31：混改历程



资料来源：新浪新闻、招商证券

中国联通首先打响央企混改“第一枪”后继续深入突破，咪咕成功进入“双百名单”，号百控股大概率将推进混改。2017年8月16日，中国联通宣布混改方案，BATJ等14家战略投资伙伴正式入局，从此拉开中国联通混改大幕。两年混改，中国联通通过资本引入、互联网化经营、瘦身健体、员工持股，让中国联通重新焕发生机，提质增效，实现业绩增长。2019年，中国联通进一步深化改革，旗下车联网子公司联通智网科技完成混改，云南联通与亨通光电、亚锦电子和中电兴发科技等战略投资者签署“双百行动”，有望焕发更大活力。2018年3月，国资委发布“国企改革双百行动”计划，移动咪咕成为其中标之一。第四批名单虽未正式公布，号百控股作为三大运营商之一的中国电信A股唯一上市公司，且业务定位与咪咕相近，我们判断号百控股大概率会进入国家混改计划序列。

2、引入战略投资者并保有集团控股权，或为号百混改较优解

回看历史混改案例，混改“4+1”方案已成主流。我国混改试点已陆续落地，总结试点单位及各地方国企混改的方案，可总结为4种典型手段+1种配套措施：1) 4种典型手段：整体上市或核心资产上市、引入战略投资者、引入基金以及改制重组；2) 1种配套措施：员工持股。不同的国企根据自身情况以及需求，通过单一模式的混改、多种模

式的组合式混改以及模式+配套措施的组合式混改,达到优化股权结构、改善管理机制、激发员工活力,从而最终实现持续发展的目标。

从具体手段来看,考虑到中国电信集团的控股需求以及整体改革规模,我们认为公司引入单一或少数几个战略投资者更具实践意义。其中,考虑到公司未来将重点发力云游戏、云VR以及超高清视频领域,在垂直行业寻找具有较高协同性的战略投资者有助于对公司实现强势赋能。具体来看,我们选择了资金实力较为雄厚以及协同效应显著的两家企业以作探讨(以下仅供探讨,不作为实际混改方案内容)。

- **爱奇艺:** 从业务来看,爱奇艺具有涵盖热门电影、电视剧、综艺、动漫在内的丰富的正版视频内容库,并具有较强的用户运营能力。目前,爱奇艺正在全方位打造自身VR矩阵,已发布奇遇2S、奇遇2Pro、奇遇AR三件硬件新品,内容上也在在线上+线下的方式扩充影视、综艺、游戏等VR内容。爱奇艺在超高清视频、VR等领域的战略与号百控股不谋而合,爱奇艺具有丰富的内容资源以及用户运营经验,而号百控股则具有电信“一云两网”以及潜在用户规模的加持,两者将产生较强的协同效应。
- **腾讯:** 腾讯在游戏领域深耕多年,2018年占据全球近15%的市场份额,具有强势IP资源,今年以来陆续开启腾讯云游戏平台“START”的内测,在云游戏领域的布局日渐加速;在视频领域,腾讯视频付费用户接近9000万,会员费收入位列行业第一,具有丰富的内容资源。除了内容资源的优势以外,腾讯微信、QQ等流量入口对号百控股而言具有更为重要的意义,有助于提升公司应用的用户数量和留存。

图 32: 爱奇艺与腾讯资金实力雄厚,且业务协同显著

	股价 (2019/11/27)	市值 (2019/11/27)	资产负债率 (MRQ)	控股股东	主营业务
爱奇艺	19.60美元	142.50亿美元 (约合人民币1002.47亿元)	74.77%	百度 (56.6%)	中国高品质视频娱乐服务提供者,打造涵盖电影、电视剧、综艺、动漫在内的十余种类型的丰富的正版视频内容库,并拥有海量付费用户
腾讯控股	335.00港元	32000.09亿港元 (约合人民币28752.72亿元)	48.43%	MIH TC Holdings Limited (31.1%)	具有互动娱乐、平台与内容、云与智慧产业等6大事业群,致力发展包括游戏、视频、直播等在内的互联网平台
号百控股	16.93元	134.71亿元	23.50%	中国电信集团	

资料来源: Wind、招商证券

假设公司选择股权转让的方式(不考虑增发等情况),从投资所需资金来看,号百控股目前市值140亿左右,收购其20%-25%的股权需要28-35亿元左右现金(不考虑折价、溢价)。我们所选择的两个标的——爱奇艺和腾讯控股,账面持有的现金及现金等价物均能够覆盖该投资额(截至9月底)。因此,即便不通过增发、股权置换等方式,爱奇艺和腾讯目前的资金实力足以支撑此次股权投资的进行。

我们认为,号百控股目前对中国电信集团存在较高的依赖度,未来的5G电信套餐分成收入占比也将逐步提升。此外,背靠中国电信可以享有3亿移动用户红利、最优的网络资源以及云计算能力,在5G下游应用的流量资费上也具有较大优势,相信“电信级身份”也将是吸引战略投资者入股的核心原因之一。因此,混改之后尽管中国电信集团对公司的控股比例会有所下降,但大概率仍将持有公司的控股权。综合推断,20-25%的

混改股权转让比例可能性最大，也最符合公司的背景以及改革的需求。

图 33: 不同深度的混改方案推演

混改股权转让比例	发生概率	对应市值 (亿元)	引入战略投资者后电信集团持股比例	电信集团是否控股股东
<15%	小概率	<21.04	>54.39%	是
15-20%	大概率	21.04-28.06	49.39%-54.39%	是
20-25%	大概率	28.06-35.07	44.39%-49.39%	是
25-30%	小概率	35.07-42.08	39.39%-44.39%	是
>30%	极小概率	>42.08	<39.39%	控股地位受到影响

资料来源: 招商证券测算

配套股权激励方案有望“锦上添花”。在过去的混改案例中，股权激励方案常以配套的方式出现，对提高公司整体积极性具有正向作用。全球营收前 500 位的大型企业，几乎全部实行了股权激励机制。合理和完善的股权激励机制能够在微观上充分调动员工的积极性和主动性，增强企业的活力和竞争力。据统计，实施股权激励 1 年以上企业的营业收入、利润总额、市值年均增长率分别达到 16.7%、14.6%和 7%。早在 2017 年，号百控股董事长就已经提出将面向员工的股权激励列入公司重点工作中。号百控股经过两次重组以及两次收购，逐步聚焦在互联网文娱板块，与 BAT 巨头站在同一舞台。与互联网企业相比，公司整体活力略有欠缺，通过引入股权激励机制，有望得到改善。

混改，从表面来看是一种新资金的引入，但背后更是管理理念和管理方法的引入，从而实现优势互补，提升整体竞争力。目前号百控股旗下子公司市场化运作能力较互联网企业仍有一定差距，中国电信用户资源是它们的最大优势。但在 5G 时代，天翼云 VR 致力跳出舒适圈，目标成为全行业领先的平台，为了达成这个具有较大挑战性的目标，公司在管理方式、经营理念以及决策流程等多个方面均需要更加“互联网化”。互联网时代日新月异，灵活的企业架构将有利于适应行业的变化，追踪创新的发展方向。

图 34: 中国联通混改引入战略投资者

互联网巨头	垂直行业公司	金融企业	产业基金
   	     	 	 

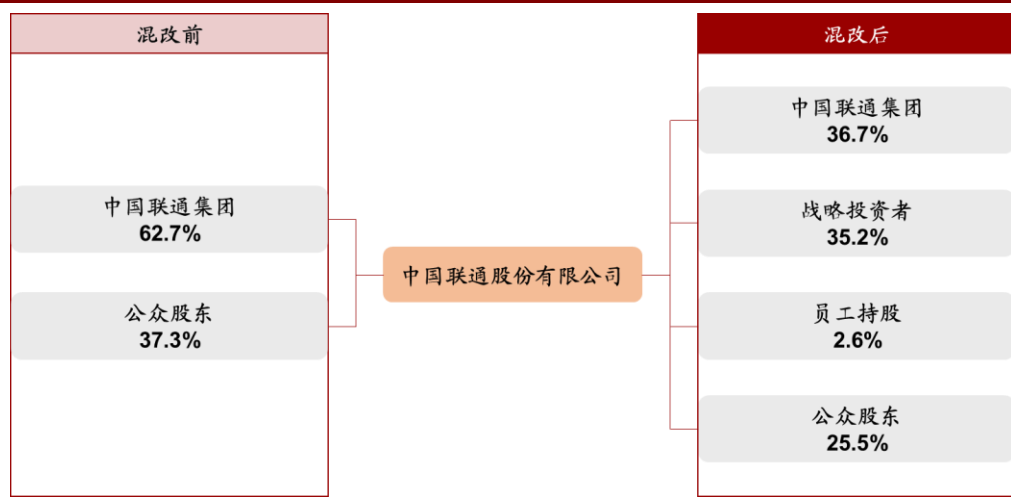
资料来源: 公司公告、招商证券

号百控股旗下子公司众多，业务关联度较高，仍有较大精简空间。目前号百控股旗下具有天翼视讯、炫彩互动、天翼阅读、爱动漫等子公司，未来将分别承载超高清视频、云游戏、云 VR 以及富媒体短信应用。但应用之间关联度较高，例如云游戏，既需要引入

4K 高清技术，又需要 VR 模式加持，板块之间界限模糊度逐渐提升。目前四大子公司均处于独立决策、独立运营的状态，在人员以及投入上存在一定重复，仍有较大精简空间。公司如果能够通过混改或其他方式顺利进行架构优化，将对整体运营效率以及决策速度有较大的改善。

混改带来的架构精简有利于费用集约化，提升公司整体效率。参考中国联通混改，联通混改完成后，中国联通集团对中国联通的持股比例从原来的 62.7%降低到 36.7%，战略投资者占股 35.2%，员工持股 2.6%，公众股东 25.5%。中国联通从动态优化调整组织机构、建立市场化运营机制、推动人力资源改革三大方面瘦机构臃肿之身，健高效管理之体。在中国联通总部层面，部门数量由过去的 27 个减少为 18 个，减少 33.3%；人员编制由 1787 人减少为 865 人，减少 51.6%。省分公司现有机构数减少 205 个，减少 20.5%；本部管理人员职数减少 342 个，减少 15.5%；地市公司机构减少 2013 个，减少 26.7%；全国省级公司管理人员职数减少 415 个，精减率 9.8%。参考中国联通，混改能够最优化组织架构，通过调整不适应互联网新业态的深层次管理问题，改变面向职能的管理模式，尽可能减少机构和人员配置，优化职责界面，变革管理模式，梳理生产流程，同时实现费用产出最优化。

图 35：中国联通混改前后持股结构



资料来源：Wind、招商证券

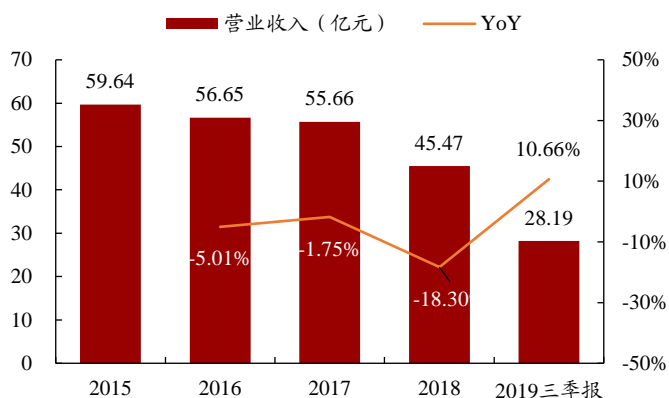
四、业绩承诺逐步兑现，四大子公司未来增长可期

1、公司业绩承诺逐步兑现，互联网文娱成为未来主要增长领域

18年公司可比口径下营业收入略有增长，净利润增速放缓，传统业务增长略显乏力，亟需新产品注入增长动力。2018年公司实现营业收入45.47亿元，剔除会计政策变更对报告期收入的影响（-9.19亿元），营业收入可比口径下较去年同期增加2.4%，主要来源于积分业务、互联网文娱板块收入增长。2019年前三季度累计实现营业收入28.19亿元，同比增长10.66%，主要来源于天翼视讯、积分兑换业务的增长。

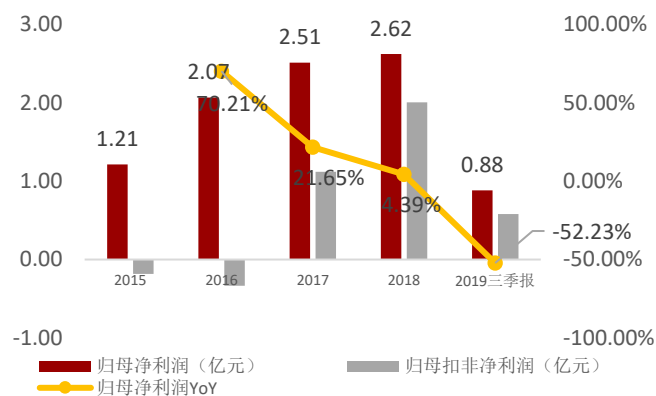
近三年公司净利润维持稳定正增长，今年三季度出现下滑。公司归母净利润从2016年的2.07亿元增长至2018年的2.62亿元，年均复合增长率为12.5%。2019年前三季度归属母公司的净利润为8826万元，同比下降52.23%，主要由于公司围绕5G商用契机加快业务转型，进行业务结构调整。公司倾斜资源全力打造天翼超高清、天翼云游戏、天翼云VR等5G新产品，加大5G内容的引入和制作以及对外合作力度，同时收缩传统业务，影响业务毛利进而导致利润的同比下降。

图 36：号百控股 2015-2019 三季报主营业务收入



资料来源：Wind、招商证券（18年受会计准则变化影响收入-9.19亿元）

图 37：号百控股 2015-2019 三季报净利润



资料来源：Wind、招商证券

积分兑换业务是公司营收的主要来源之一，2018年实现较快增长。2018年积分兑换业务实现营业收入16.81亿元，较2017年的14.25亿元增长17.95%，在互联网文娱业务出现下滑的情况下，营收占比由17年的25.91%提升至37.38%。未来公司仍将持续拓展积分业务，一方面为中国电信网内客户提供更好的服务，另一方面通过积分平台实现对三大产品（云游戏、云VR、超高清视频）的流量导入。

酒店运营业务营收保持稳定，商旅预订业务有所下滑。公司营业收入构成中，酒店运营业务占比由2017年的9.23%上升至2018年的11.34%。2018年，酒店运营业务营收同比增长7.29%至5.10亿元。商旅预订业务2017年和2018年的营收占比分别为9.41%和9.64%。2018年，商旅预订业务营收同比下降21.64%至4.33亿元，主要受机票酒店预订业务收入下降的影响。

互联网文娱业务可比口径下营收实现增长，随着5G全面落地，公司“超高清视频+云游戏+云VR/AR”的产品策略逐步走向现实，有望带来新的增长点。互联网文娱业务是公司主要收入来源之一。2018年，互联网文娱板块的五家子公司共计实现营业收入19.99亿元，（可比口径下）较去年同期增加4.9%，其中视讯公司收入11.46亿元、炫

彩公司收入 3.52 亿元、阅读公司收入 2.67 亿元、动漫公司收入 0.87 亿元、空间公司收入 1.46 亿元。从细分产品来看，（注：游戏、数字阅读和动漫运营业务 2018 年开始执行新收入准则，计费能力开放业务收入确认由总额法改为净额法，子公司层面未披露可比口径增长率）

1) 视频运营方面，2018 年营业收入由 12.38 亿元下滑至 10.95 亿元，下滑 11.57%，主要由于头部效应进一步凸显，第二、第三梯队视频平台的用户使用率出现下降，但基于公司进行业务结构调整，主攻真 4K 超高清视频和 VR 两个视频业务方向，2019 年前三季度视频运营业务收入达到 7.18 亿元，同比增长 21.28%。

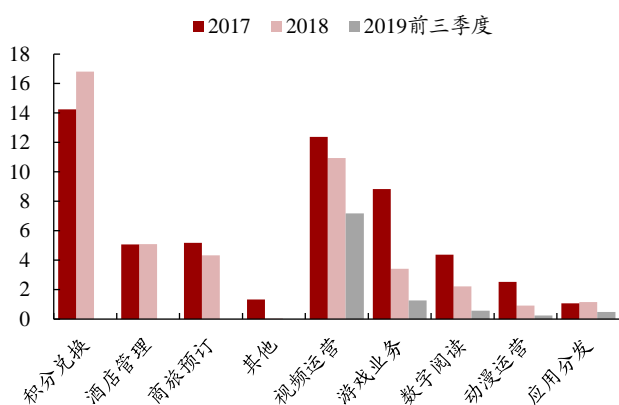
2) 游戏业务方面，公司 2018 年游戏业务收入下降幅度较大，较去年下降 61.12% 至 3.43 亿元，2019 年前三季度实现收入 1.27 亿元，同比下滑 47.26%。我们判断下滑主要由于收入确认准则变化导致，但也不可忽视游戏行业的马太效应日趋凸显，在腾讯、网易两家巨头的挤压之下第二梯队的竞争显得更加激烈，未来 5G 云游戏的发展有望充分发挥公司的 ICT 基础设施优势，提升竞争能力。

3) 数字阅读和动漫运营方面，2018 年公司数字阅读和动漫运营分别实现收入 2.22 亿元和 9239.68 万元，同比分别下降 49.24% 和 63.41%。2019 年前三季度营收分别为 0.58 亿元和 0.25 亿元，同比分别下滑 64.8% 和 63.16%。一方面受到收入确认准则变化的影响，但公司的竞争优势相对其他互联网企业而言并不明显，在 2C 市场份额较小，在数字阅读和动漫运营板块呈现主动+被动收缩的趋势，目前 2B 产品和服务（党政教育）相对更为稳定。

4) 应用分发方面，2018 年营收小幅增加 9.46% 至 1.16 亿元；2019 年前三季度实现营收 4818.59 万元，同比下滑 55.27%。

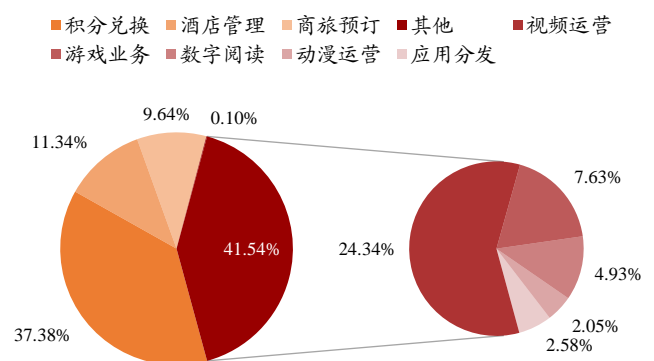
整体来看，公司积分兑换业务以及视频运营业务仍是当前两大主要收入贡献力量，数字阅读以及动漫运营略显颓势，未来依靠 5G 三大应用产品注入，收入有望率先实现逆转，随着商业模式的进一步成熟，对利润的拉动也将逐步体现。

图 38: 2017-2019 年前三季度分业务营收 (亿元)



资料来源：公司年报、招商证券

图 39: 号百控股 2018 年分业务营业收入占比



资料来源：公司年报、招商证券

从地域来看，公司业务主要集中在华东地区，精准扶贫带动西南地区增长明显。2018 年华东地区营收同比下降 18.46% 至 38.17 亿元，占比超过 80%。除此之外，华南地区、华中地区、华北地区和东北地区均出现了不同程度的营收下滑，华南地区和华北地区最为明显，分别下滑 47.90% 和 34.71%。公司接应电信集团精准扶贫战略，联合中国社会扶贫网、天虎云商建设天翼积分商城积分扶贫专区，业内首创“积分+消费扶贫”模式，有效扩大了用户参与扶贫的渠道，精准推动了贫困地区产品与消费市场的对接，带

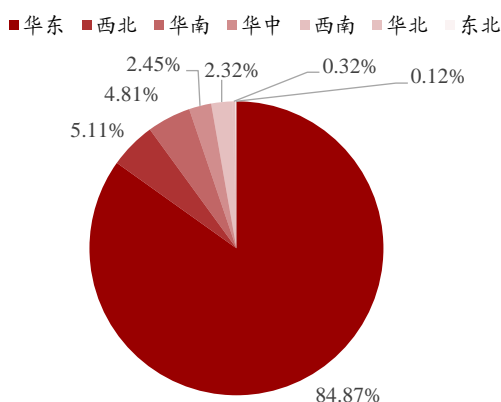
动西南地区营收大幅增长 78.66%。

表 8、2017-2018 年分地区营业收入（百万元）

地区	2017 年	2018 年	增长率
华东	4,680.72	3,816.66	-18.46%
西北	207.25	229.74	10.85%
华南	415.18	216.31	-47.90%
华中	110.73	110.13	-0.54%
西南	58.47	104.47	78.66%
华北	21.99	14.36	-34.71%
东北	5.97	5.50	-7.94%

资料来源：公司年报、招商证券

图 40：号百控股 2018 年分地区营业收入占比

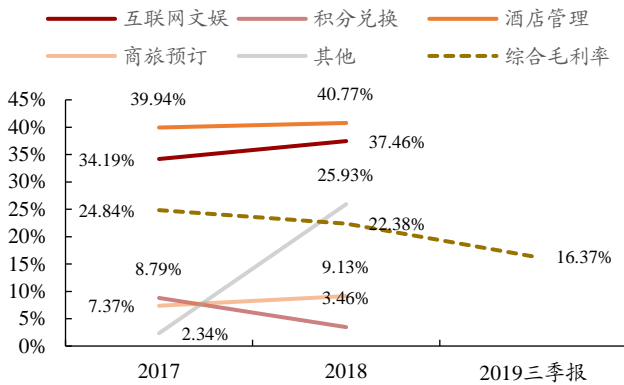


资料来源：公司年报、招商证券

2、公司毛利率短期承压，新产品布局仍处于投入期

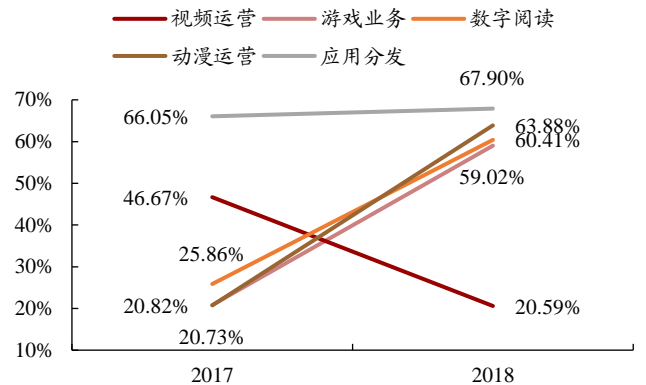
公司毛利率波动较大，进入新产品投入期毛利率可能短期承压。2017-2018 年主营业务毛利率分别为 24.84%和 22.38%，2018 年同比下降 2.46 个百分点，主要由于毛利率较高的互联网文娱业务收入占比下滑。2019 年前三季度主营业务毛利率较 2018 年末进一步下滑 6.01 个百分点至 16.37%，一方面因为公司开始全面布局 5G 超高清、云游戏、云 VR/AR 三大应用的同时互联网文娱板块收入占比略有下滑，业务结构调整导致毛利率出现下滑；另一方面也由于去年年末收入确认方式变化导致毛利率提高，但上半年高毛利的代计费业务占比下降，导致整体毛利率略有下滑。目前公司仍处于新产品的投入阶段，看好公司未来互联网文娱业务落地带来的业绩突破，整体毛利率有望逐步提升。

图 41: 号百控股 2017-2019 年前三季度分业务毛利率



资料来源: 公司年报、招商证券

图 42: 2017-2018 年互联网文娱分产品毛利率



资料来源: 公司年报、招商证券

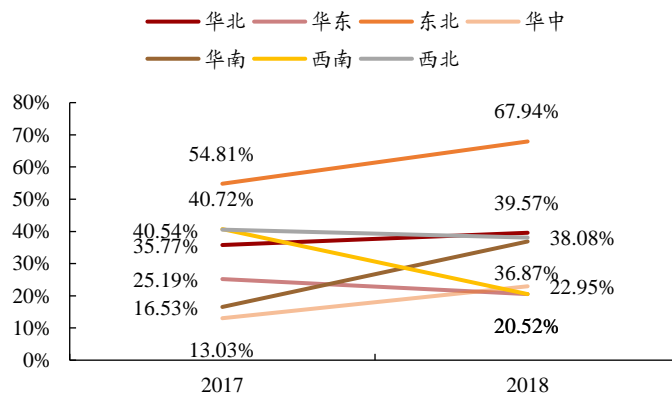
2017-2018 年, 公司互联网文娱业务的毛利率分别为 34.19%和 37.46%, 增长 3.17 个百分点, 主要由游戏业务、数字阅读、动漫运营三块产品毛利率提升带动, 游戏业务、数字阅读、动漫运营 2018 年的毛利率分别较 2017 年提升 38.20、34.55 和 43.15 个百分点, 主要由于该三块业务 2018 年开始执行新收入准则, 计费能力开放业务收入确认由总额法改为净额法, 因此对应毛利率有大幅增加; 而视频运营毛利率下降 26.08 个百分点至 20.59%。在 5G 时代号百控股有望通过超高清、VR 等技术加持, “IP+多屏”交叉推进, 提高视频业务毛利率水平。

2017-2018 年, 公司积分兑换业务的毛利率分别为 8.79%和 3.46%, 毛利率水平较低。主要由于积分业务壁垒相对较低, 所需技术和提供内容较少, 因此毛利率呈现较低水平。

2017-2018 年, 公司酒店运营业务的毛利率分别为 39.94%和 40.77%。目前住宿业消费者正发生消费转型, 更注重住宿体验的个性化和多元化, 智能化手段将成为未来业内竞争升级的新焦点, 毛利率水平有望保持在较高水平。

2017-2018 年, 公司商旅预订业务的毛利率分别为 7.37%和 9.13%。随着商旅管理从传统的“机票+酒店”拓展到更高利润率的用车、保险等创新服务类型, 公司毛利率有望保持稳定增长。

图 43: 号百控股 2017-2018 年分地区毛利率



资料来源: 公司年报、招商证券

分地域看, 2018 年整体呈现出东部毛利率提升, 西部毛利率下降的趋势。具体来看, 华北、东北、华中和华南地区毛利率出现不同程度的提升, 而华东、西南和西北毛利率

下降，主要由于西南、西北等地区大力开展精准扶贫工作，导致毛利率较低的积分业务增长较快，拉低整体毛利率水平。

3、费用管控得当，经营活动现金流有望获得改善

整体而言，公司期间费用率有所下降，主要由于公司业务规模快速增长，公司在管理及研发方面的规模经济效益逐渐显现。2018 年期间费用率为 16.33%，下降 3.96 个百分点，2019 年前三季度为 12.25%，较 2018 年年底下降 4.08 个百分点。具体来看，

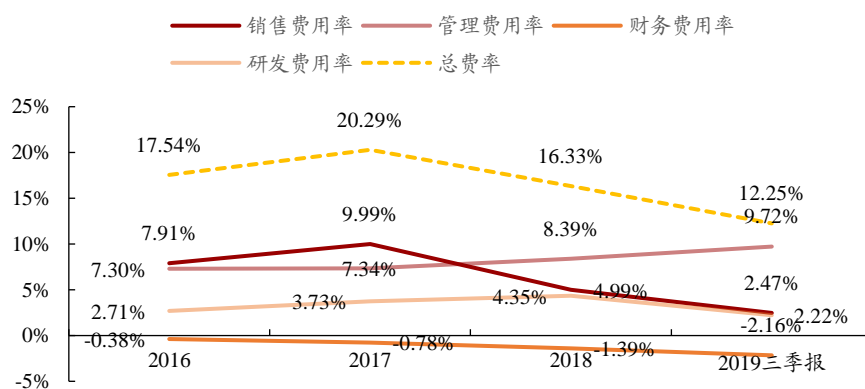
1) **销售费用**：公司 2016-2018 年的销售费用率分别为 7.91%、9.99%和 4.99%，2018 年销售费用大幅减少 59.2%，2019 年前三季度销售费用率为 2.47%，销售费用同比减少 8410 万元，主要由于相关业务加大自营产品投入，渠道服务费同比下降。

2) **管理费用**：公司 2016-2018 年的管理费用率为 7.30%、7.34%和 8.39%，18 年上升 1.05 个百分点。2019 年前三季度管理费用率为 9.72%。

3) **财务费用**：公司 2016-2018 年的财务费用率为-0.38%、-0.78%和-1.39%，2019 年前三季度财务费用率为-2.16%，财务费用同比减少 1805 万元，主要来自利息收入的同比增加。

4) **研发费用**：公司 2016-2018 年的研发费用率为 2.71%、3.73%和 4.35%，逐年增长。主要由于 2018 年公司进一步加大技术应用研发尤其是集约系统研发的力度，重点投入包括企业融媒体平台研发、视频 4K 转码管理系统研发、跨终端游戏应用开放平台研发、积分智慧运营平台研发、云平台管理系统研发、会员管理系统研发、安全监控平台研发、大数据平台研发、内容智能化应用研发等一系列项目。2019 年前三季度研发费用率下降为 2.22%，研发费用同比减少 2172 万元。

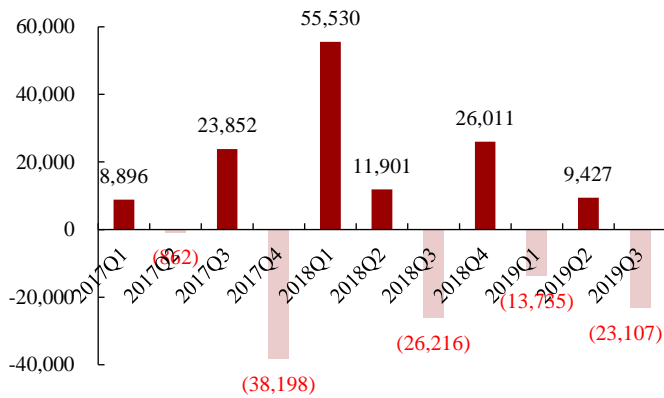
图 44：2016-2019 年前三季度公司费用情况



资料来源：公司年报、招商证券

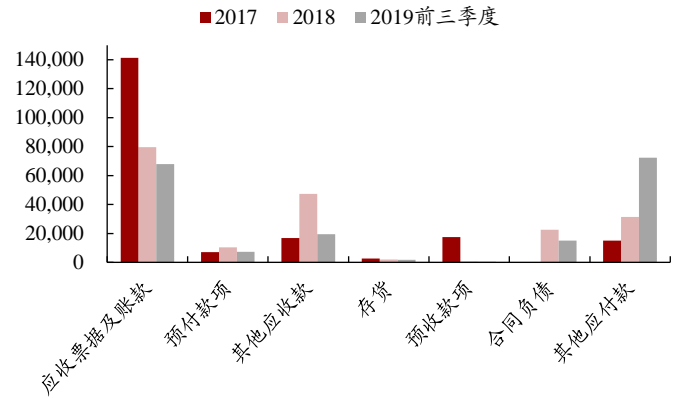
2018 年互联网文娱和积分业务陆续回款，带动去年经营活动现金流大幅改善。公司 2018 年经营活动产生的现金流量净额为 6.72 亿元，2019 年前三季度经营性现金流分别为-1.37 亿元，0.94 亿元和-2.31 亿元，2019 前三季度积分等业务经营活动现金流入减少，但部分被 2018 年游戏、阅读、动漫、空间和积分等业务应收结算款大幅收回抵消，未来现金流仍有较大改善空间。

图 45: 2017-2019 年前三季度经营性现金流 (万元)



资料来源: 公司年报、招商证券

图 46: 号百控股 2017-2018 年应收和应付情况



资料来源: 公司年报、招商证券

五、投资建议

1、核心逻辑

中国电信 A 股唯一上市平台，承载电信影音游戏泛娱乐服务。公司是中国电信 A 股唯一上市平台，4G 后期通过并购重组，吸收了电信旗下天翼视讯、炫彩互动、天翼阅读、爱动漫四家公司，对应高清视频、在线游戏、在线阅读、动漫四大板块业务，成为中国电信泛娱乐内容核心承载平台。背靠电信超过 3.3 亿移动用户和 1.5 亿宽带用户，公司具有潜力巨大的用户基础。

5G 时期围绕“三条主线”布局，与中国电信相互赋能，商业模式清晰。5G 时期公司将围绕超高清视频、云游戏以及云 VR 三条主线发力，在内容上通过自制与合作并行提升平台竞争力。与传统互联网巨头相比，公司应用平台主要面向天翼用户服务，具有免流量、高带宽、低时延等优势，有望在 5G 初期率先发声。同时，公司将从为电信 5G 用户提供应用权益上获取收入，天翼 5G 用户的高速渗透也将为公司未来业绩带来较大弹性。

引入战略投资者并保有电信控股权或为公司混改较优解。2020 年国企改革进入“深水区”，公司作为中国电信旗下的唯一 A 股上市平台，混改预期强烈。公司通过 2016 年资产重组，主营业务已逐步转向互联网文娱领域，与互联网巨头站在同一赛道。公司有望通过混改引入更具互联网思维的力量，并对旗下子公司进行资源重配，从收入及效率两方面助推公司在 5G 周期实现成功转型。

2、基本假设

5G 商用套餐签约客户数逐渐提升，公司在 5G 时期将着重发力超高清视频、云游戏、云 VR 三大业务板块，根据应用的成熟度来看，超高清视频将率先落地，带动视频运营业务收入稳步提升；云游戏平台内容也将逐步完善，随着 5G 网络覆盖的提升，公司游戏业务有望扭转颓势实现增长；云 VR 目前产业链仍有待成熟，国内缺乏优质 VR 内容，公司通过与韩国运营商 LG U+ 合作，引入优质内容及制作技术，有望获得一定的先发优势，但近两年仍主要处于投入阶段。

公司主营业务基本假设如下：

表 9、销售收入结构预测

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,565.62	4,546.70	4,904.48	6,433.73	8,671.09
视频运营	1,238.08	1094.88	1270.07	1905.10	2762.39
游戏业务	882.31	343.04	308.74	531.03	929.30
数字阅读	437.13	221.90	144.24	213.47	324.47
动漫运营	252.55	92.40	36.96	46.57	61.47
应用分发	106.14	116.18	52.28	58.55	64.41
积分兑换	1,425.16	1680.97	2017.16	2521.45	3252.67
商旅预订	517.75	433.46	455.13	491.54	540.70
酒店运营	507.69	510.06	561.07	605.95	672.61
其他收入	133.38	4.28	4.36	4.50	4.72
非主营业务收入	65.42	49.52	54.48	55.56	58.34
收入增长率	-1.75%	-18.31%	7.87%	31.18%	34.78%

视频运营	16%	-12%	16%	50%	45%
游戏业务	2%	-61%	-10%	72%	75%
数字阅读	8%	-49%	-35%	48%	52%
动漫运营	7%	-63%	-60%	26%	32%
应用分发	26%	9%	-55%	12%	10%
积分兑换	71%	18%	20%	25%	29%
商旅预订	-18%	-22%	5%	8%	10%
酒店运营	-5%	7%	10%	8%	11%
其他收入	-86%	-97%	2%	3%	5%
非主营业务收入		-24%	10%	2%	5%
毛利率	25%	23%	23%	25%	28%
视频运营	47%	21%	32%	35%	36%
游戏业务	21%	59%	58%	55%	59%
数字阅读	26%	60%	65%	53%	58%
动漫运营	21%	64%	66%	40%	42%
应用分发	66%	68%	71%	73%	68%
积分兑换	9%	3%	3%	5%	7%
商旅预订	7%	9%	10%	12%	18%
酒店运营	40%	41%	42%	42%	43%
其他收入	2%	26%	20%	20%	15%
非主营业务收入	59%	73%	75%	60%	58%

资料来源：公司数据、招商证券

表 10：盈利预测

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入（百万元）	5566	4547	4904	6434	8671
同比增长	-2%	-18%	8%	31%	35%
营业利润（百万元）	287	337	388	545	968
同比增长	9%	17%	15%	41%	78%
净利润（百万元）	251	262	298	414	724
同比增长	22%	4%	14%	39%	75%
每股收益（元）	0.32	0.33	0.37	0.52	0.91
ROE	6%	6%	6%	8%	13%

资料来源：公司数据、招商证券

3、估值分析

公司作为电信集团 A 股唯一上市平台,依托中国电信超过 3.3 亿移动用户和 1.5 亿宽带用户基础、5G+千兆光纤网络优势以及云计算能力,在 5G 时期核心布局云 VR、云游戏、超高清视频等高带宽、低时延应用领域,整体竞争力显著提升。未来有望持续承接电信集团泛娱乐业务整合和协同,打开新的成长空间。公司可在国企改革和电信创新平台背景下享受一定的估值溢价。

表 11：估值对比表（截至 2019/11/27）

股票代码	公司名称	股价	总市值（亿元）	EPS			PE		
				18A	19E	20E	18A	19E	20E
002555.SZ	三七互娱	22.19	468.71	0.47	0.97	1.16	47.2	22.9	19.1
300494.SZ	盛天网络	14.27	34.25	0.22	0.23	0.4	64.9	62.0	35.7
300413.SZ	芒果超媒	30.70	546.58	0.87	0.66	0.85	35.3	46.5	36.1
300251.SZ	光线传媒	10.14	297.47	0.47	0.38	0.35	21.6	26.7	29.0

300113.SZ	顺网科技	21.19	147.12	0.46	0.65	0.76	46.1	32.6	27.9
603533.SH	掌阅科技	15.80	63.36	0.35	0.33	0.35	45.1	47.9	45.1
均值				0.47	0.54	0.65	43.4	39.8	32.2
中值				0.47	0.52	0.58	45.6	39.6	32.3
600640.SH	号百控股	16.93	134.71	0.33	0.36	0.51	51.4	46.6	33.2

资料来源：公司数据、招商证券（除号百控股外均来自 wind 一致预期）

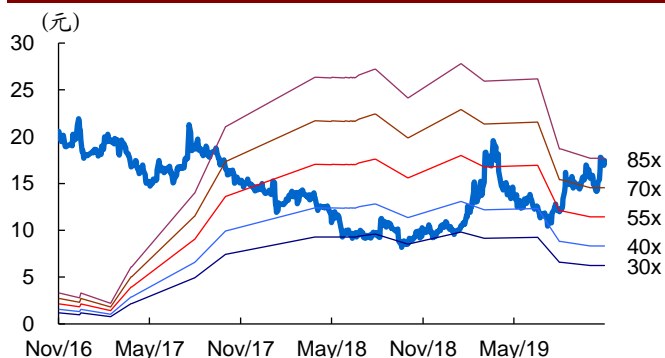
4、投资建议及风险提示

公司兼具运营商特点和互联网特征，是 5G 下游应用的核心标的。公司通过中国电信 5G 流量导入，率先发力云游戏、超高清视频和云 VR 等领域，实现业务的进一步转型。公司背靠中国电信，具有扎实的用户及网络基础优势，通过为电信 5G 用户提供应用权益有望获得较大的业绩弹性。预计 2019-2021 年归母净利润分别为 2.98 亿元、4.14 亿元、7.24 亿元，对应 2019 年-2021 年 PE 分别为 46.7、33.6 和 19.2 倍，首次给予“强烈推荐-A”评级。

风险提示：

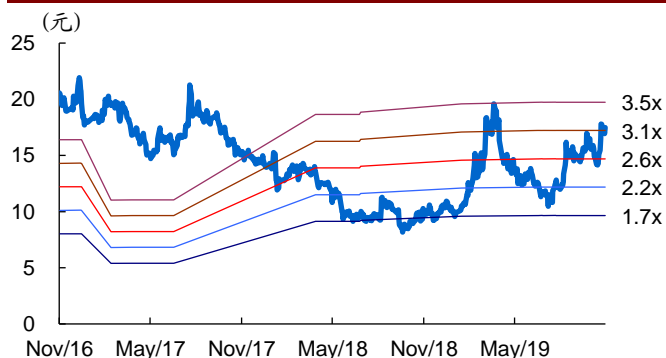
- (1) **5G 推进不及预期。**5G 应用处于产业链下游，5G 网络的覆盖是应用落地的重要前提。如果我国 5G 建设放缓，会直接影响短期 5G 用户渗透的速度以及 5G 下游应用的发展，从而对公司未来业绩产生不利影响。
- (2) **市场竞争加剧。**公司所处的互联网文娱板块竞争激烈，Google、微软、腾讯等巨头都积极布局 5G 下游应用市场。若公司无法为用户提供优质的内容以及平台，业绩将受到较大影响。
- (3) **混改预期落空。**未来公司将在云游戏、云 VR 以及超高清视频三大板块着重发力，但公司对中国电信依赖度较高，缺乏互联网基因。如果混改预期落空，将不利于公司在互联网文娱板块的发展以及整体组织架构效率的提升。
- (4) **业绩低于预期。**公司与中国电信业务高度相关，目前互联网文娱板块收入占比与传统积分业务相当，该板块分账收入占比较高，如果未来与电信集团分账比例发生变化，将对公司当年业绩产生较大影响。

图 47：号百控股历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 48：号百控股历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	5073	5268	5589	6393	7611
现金	3363	3844	4169	4535	5117
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	1413	796	716	939	1266
其它应收款	169	474	539	708	954
存货	27	19	23	29	37
其他	101	136	142	182	237
非流动资产	1435	1425	1350	1262	1178
长期股权投资	12	17	15	15	15
固定资产	805	756	735	694	650
无形资产	188	201	181	163	146
其他	430	451	419	390	367
资产总计	6508	6693	6938	7655	8789
流动负债	1656	1705	1717	2089	2587
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1147	986	1064	1358	1750
预收账款	175	232	251	320	412
其他	334	487	402	411	424
长期负债	18	17	17	17	17
长期借款	0	0	0	0	0
其他	18	17	17	17	17
负债合计	1674	1721	1734	2106	2604
股本	796	796	796	796	796
资本公积金	2383	2383	2383	2383	2383
留存收益	1127	1298	1516	1841	2441
少数股东权益	529	495	509	530	565
归属于母公司所有者权益	4306	4477	4695	5020	5620
负债及权益合计	6508	6693	6938	7655	8789

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	(63)	672	386	408	646
净利润	251	262	298	414	724
折旧摊销	216	216	153	141	128
财务费用	0	0	(30)	(31)	(33)
投资收益	(45)	(52)	(70)	(70)	(70)
营运资金变动	(515)	240	24	(72)	(147)
其它	30	7	11	26	44
投资活动现金流	(710)	(612)	(8)	17	26
资本支出	(117)	(136)	(75)	(53)	(44)
其他投资	(593)	(476)	67	70	70
筹资活动现金流	(9)	(116)	(54)	(58)	(91)
借款变动	(1084)	(98)	(4)	0	0
普通股增加	260	0	0	0	0
资本公积增加	1026	0	0	0	0
股利分配	(268)	(80)	(80)	(89)	(124)
其他	57	61	30	31	33
现金净增加额	(782)	(56)	325	367	581

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	5566	4547	4904	6434	8671
营业成本	4161	3504	3784	4827	6222
营业税金及附加	29	30	32	43	57
营业费用	556	227	147	193	260
管理费用	616	382	490	618	806
研发费用	0	198	147	296	451
财务费用	(43)	(63)	(30)	(31)	(33)
资产减值损失	20	12	16	14	10
公允价值变动	(0)	0	0	0	0
投资收益	61	79	70	70	70
营业利润	287	337	388	545	968
营业外收入	51	1	5	5	5
营业外支出	11	4	7	6	5
利润总额	327	334	386	544	968
所得税	57	59	73	110	208
净利润	270	275	313	434	760
少数股东损益	19	13	15	20	36
归属于母公司净	251	262	298	414	724

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	-2%	-18%	8%	31%	35%
营业利润	9%	17%	15%	41%	78%
净利润	22%	4%	14%	39%	75%
获利能力					
毛利率	25.2%	22.9%	22.9%	25.0%	28.2%
净利率	4.5%	5.8%	6.1%	6.4%	8.4%
ROE	5.8%	5.9%	6.3%	8.2%	12.9%
ROIC	4.0%	4.2%	5.3%	7.1%	11.6%
偿债能力					
资产负债率	25.7%	25.7%	25.0%	27.5%	29.6%
净负债比率	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.1	3.1	3.3	3.1	2.9
速动比率	3.0	3.1	3.2	3.0	2.9
营运能力					
资产周转率	0.9	0.7	0.7	0.8	1.0
存货周转率	137.7	150.8	181.4	186.9	187.7
应收帐款周转率	6.5	4.1	6.5	7.8	7.9
应付帐款周转率	5.2	3.3	3.7	4.0	4.0
每股资料 (元)					
EPS	0.32	0.33	0.37	0.52	0.91
每股经营现金	-0.08	0.84	0.49	0.51	0.81
每股净资产	5.41	5.63	5.90	6.31	7.06
每股股利	0.10	0.10	0.11	0.16	0.27
估值比率					
PE	55.3	53.0	46.7	33.6	19.2
PB	3.2	3.1	3.0	2.8	2.5
EV/EBITDA	32.9	30.7	22.4	17.5	10.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

余俊 招商证券通信行业首席分析师 工学硕士，7年民航空管通信方向技术及管理经验，民航局通信导航专家库成员。2017年金牛奖第一名，新财富第四名，保险资管最佳分析师第二重要团队成员；2016年新财富第三，水晶球第二重要团队成员。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。