

2019年12月29日

号百控股 (600640.SH)

产业重构背景下，看好5G后应用时代公司的先发优势

■5G技术革新内容产业。5G与4G的两大不同之处，一是5G指向多终端、多屏幕；二是5G难以呈现4G时代烧钱的态势。我们认为未来1-2年市场最大的变数，在于VR/AR终端出货量能达到多大的量级，参考4G的经验，只有出货量到达一定的量级（约一亿），对内容的价格与数量才会有大幅的拉升。以新硬件的规模化出货作为标志，5G时代下的内容产业发展大致划分为两个阶段，其一为基于现有硬件的分发，其二为基于新硬件已规模化出货。5G两个阶段对应不同的价值链重构，分别为分发格局与内容格局的重构，且各入局方的资源禀赋不同，故路径选择不同，受益逻辑及节奏不同。

■号百提前布局5G内容生态，重点发力超高清、云游戏、云VR三大方向。4G时代后期，公司布局文娱板块，实现由传统的管道流量经营向基于互联网应用的内容经营的转型；5G时代，互联网进入下半场，文娱内容领域竞争明显加剧，公司重点布局超高清视频、云游戏、云VR三大应用领域，有望在新一轮的产业重构中把握发展机遇。

天翼超高清：是原天翼视讯的升级产品，着力打造4K、VR专区吸引用户，实现了内容产品在5G层面的升级。

天翼云游戏：云游戏对高带宽、低时延提出了较高的要求，公司依托电信“一云两网”资源，布局云游戏平台具备天然优势。

天翼云VR：与韩国运营商LG U+合作，引入内容与软硬件技术，并借鉴LG U+的成功经验，将重点布局VR直播领域（赛事、演唱会等），打造差异化内容优势。

■背靠中国电信，资源禀赋得天独厚。号百控股作为中国电信旗下的内容运营平台，在用户、流量、渠道方面优势显著，有望推动三大5G应用快速普及。1) 较低的流量成本：公司拥有运营商背景，相较互联网平台的最大不同之处在于成本优势，这一优势在5G后应用的初始阶段尤为凸显。2) 庞大的用户基数：中国电信拥有超过3.3亿移动用户与1.5亿宽带用户，有望成为公司5G应用的潜在客户群；公司现有文娱业务已积累起较高的用户基础。3) 强大的线下渠道推广能力：相比其他互联网平台，电信运营商的渠道优势在于具备庞大的线下体验店网络，中国电信建设的5G体验厅有利于推广公司的天翼云游戏、VR等5G应用。

■投资建议：公司是中国电信旗下A股唯一上市平台，兼具运营商与互联网内容运营的双重属性，5G时代公司重点布局超高清、云游戏、云VR三大方向，依托集团电信运营商的用户、流量、渠道优势，有

公司分析

证券研究报告

互联网

投资评级 **增持-A**
维持评级

股价 (2019-12-27) **26.51 元**

交易数据

总市值 (百万元)	21,093.90
流通市值 (百万元)	15,624.99
总股本 (百万股)	795.70
流通股本 (百万股)	589.40
12个月价格区间	9.63/28.85 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	52.59	71.46	152.72
绝对收益	56.59	73.95	173.21

焦娟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516120001
jiaojuan@essence.com.cn
021-35082012

相关报告

望推动三大 5G 应用快速普及。预计公司 2019-2021 年净利润为 1.30/2.14/3.10 亿元，对应 EPS 为 0.16/0.27/0.39 元，对应 PE 为 163/98/68 倍。考虑公司相较传统互联网平台方，最大的优势在于成本优势，使其在 5G 应用初期具备得天独厚的真正先发优势，给予“增持-A”评级。

■风险提示：5G 建设速度低于预期，VR/AR 硬件出货量低于预期，5G 应用用户拓展低于预期。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	5,565.6	4,546.7	4,677.6	5,274.5	6,013.0
净利润	251.3	262.3	129.6	214.4	309.7
每股收益(元)	0.32	0.33	0.16	0.27	0.39
每股净资产(元)	5.41	5.63	5.71	5.84	6.04

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	84.0	80.4	162.8	98.4	68.1
市净率(倍)	4.9	4.7	4.6	4.5	4.4
净利润率	4.5%	5.8%	2.8%	4.1%	5.2%
净资产收益率	5.8%	5.9%	2.9%	4.6%	6.4%
股息收益率	0.4%	0.4%	0.3%	0.5%	0.7%
ROIC	36.3%	21.0%	14.3%	33.8%	56.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

内容目录

1. 5G 技术革新内容产业	4
1.1. 5G 与 4G 的两大不同之处.....	4
1.2. 5G 两个阶段以新硬件的规模化出货作为标志.....	4
1.3. 两个阶段对应不同的价值链重构，重构路径不同.....	6
2. 号百控股：5G 时代重点布局超高清、云游戏、云 VR 三大方向，先发优势显著	7
2.1. 中国电信泛娱乐内容核心承载平台.....	7
2.2. 提前布局 5G 内容生态，重点发力超高清、云游戏、云 VR 三大方向.....	10
2.3. 背靠中国电信，资源禀赋得天独厚.....	12
3. 盈利预测与投资建议	14
4. 风险提示	15

图表目录

图 1：各类硬件终端出货量.....	5
图 2：5G 时代强强联合模式（下图连线仅为举例，不代表真实情况）.....	5
图 3：在斗鱼黄金大奖赛 S8 上体验 VR 电竞直播.....	7
图 4：用中国移动可不限流量看高清央视世界杯.....	7
图 5：公司业务布局.....	7
图 6：公司股权结构.....	8
图 7：2014-2019 年前三季度公司营业收入及增速.....	8
图 8：2014-2019 年前三季度公司归母净利润及增速.....	8
图 9：2014-2019 年前三季度公司销售毛利率与净利率.....	9
图 10：2014-2019 年前三季度公司三项费用率.....	9
图 11：2018 年公司营收结构.....	10
图 12：2018 年公司文娱板块收入结构.....	10
图 13：天翼超高清 APP 的 4K、VR 专区.....	11
图 14：天翼云 VR APP.....	12
图 15：中国电信 5G 流量套餐绑定 5G 应用权益.....	13
图 16：截至 2019 年 9 月末公司各项业务注册用户数.....	13
图 17：中国电信 5G 体验厅.....	14
表 1：公司营业收入预测（单位：百万元）.....	15

1. 5G 技术革新内容产业

1.1. 5G 与 4G 的两大不同之处

回顾信息技术发展历程，历次技术迭代都驱动硬件的突围升级，进而带动内容以及分发市场发生巨大变化。从产业发展角度，相比上一轮的 4G，这一轮的 5G 存在两大不同之处：

- 1) **5G 指向多终端、多屏幕。**4G 技术带动智能手机发展，进而革新内容产业，而 5G 对手机的影响相对不大，5G 真正的逻辑是新硬件，即 VR/AR 硬件，推演 4G 技术对智能手机规模化出货的拉动作用，5G 技术将会带来 VR/AR 硬件的大规模出货。未来内容分发将指向 5G 各种终端或屏幕。
- 2) **5G 难以呈现 4G 时代烧钱的态势。**4G 对内容产业影响，更多的是体现在影视端，包括直播与短视频等，4G 先后从价格、数量两个维度拉动影视内容快速发展。以视频平台为例，背靠 BAT 的爱奇艺、优酷、腾讯视频均“烧钱”抢占入口与流量，推动头部剧集单集采购价大幅提升（20 万元/集提升至 1000 万元/集），造成三大视频平台近年来仍处于亏损阶段。不同于 4G 时代，5G 时代的最先入局方为硬件商与运营商，而非传统的互联网公司，鉴于 5G 建设成本较 4G 时代陡增，各新老入局方均较为谨慎。

1.2. 5G 两个阶段以新硬件的规模化出货作为标志

未来内容不仅分发到手机，将分发到更多终端上，包括电视/PC/智慧屏、智能音响、VR/AR 设备、车载面板等，其中 VR/AR 设备不管从大小上还是对内容的承载量上，与手机均较为相似。2019 年华为发布的 VR Glass 佩戴重量仅约 166g，取代了此前沉重的头显（300g-700g），大幅降低了眩晕感，并可调整度数，从形态、设计、显示、体验方面全部进行了重构，极具人性化设计。随着 VR/AR 软硬件技术愈发成熟，预计未来 VR/AR 设备将会成为继手机之后的娱乐标配。

5G 与 VR/AR 结合的商用落地，硬件、运营商、内容三者缺一不可。事实上，自 2016 年起国内外 VR/AR 一直在发展，但终端数量一直没有得到普及，原因在于设备成本高、带宽不够以及内容匮乏。软硬件经过历次迭代，以及在 5G 高带宽的支持下，VR/AR 消费已具备大众化基础，但截至目前 VR/AR 终端出货量仍少，预计 2019 年不足 1000 万规模，继 12 月 19 日华为 VR Glass 的发售，2020 年有望迎来更多 VR/AR 硬件，包括 Apple VR 一体机或其他设备。相较硬件、运营商已较为成熟，市场上 VR 内容非常稀缺，我们认为未来 1-2 年市场最大的变数，在于 VR/AR 终端出货量能达到多大的量级，参考 4G 的经验，只有出货量到达一定的量级（约一亿），对内容的价格与数量才会有大幅的拉升。

图 1：各类硬件终端出货量

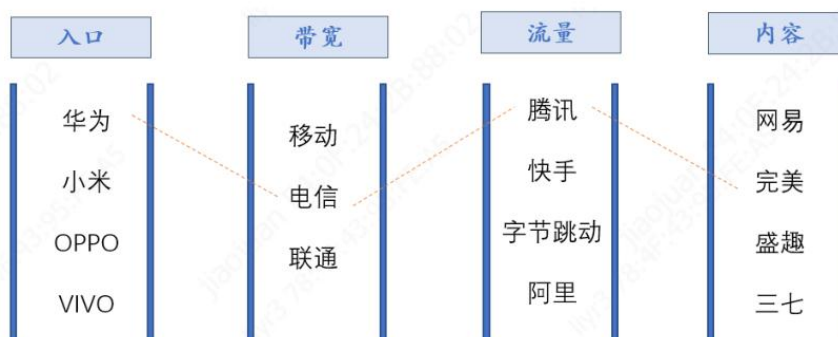
5G开启万物互联，终端迭代				
手机	电视/PC/智慧屏	智能音响	VR/AR终端	智能汽车
出货量 2016年：14.7亿台（峰值） 2018年：14亿台 2019年：预计5G开启换机潮，华为、小米增速快速	液晶屏： 2017年：2.11亿台 2018年：2.19亿台 2019年：预计2.23亿台 2019年华为发布智慧屏 PC：稳定的存量替换 2015年：2.88亿台 2018年：2.59亿台	2018年：0.86亿台 2019年：预计1.49亿台 2019年H1 市占率 亚马逊 21.7% 谷歌 18.3% 百度 15.7% 阿里 14.2% 小米 12.1% 苹果 4.4%	2019年：预计760万台 2019Q1：VR/AR出货量130万台 包括索尼、Facebook、HTC等 2019年3月：FaceBook发布与联想合作的全新PC、VR头显Oculus Rift S 2019年5月：Facebook发布VR一体机Oculus Quest；Valme公司发布PC VR头显 Index	车载面板： 2017年：1.5亿片（+12%） 2018年：1.6亿片（+6%） 2019年：1.7亿片

资料来源：IDC，六合咨询

随着新老入局方的加速介入，产业在发展的不同阶段将呈现不同的走势。以新硬件的规模化出货作为标志，5G 时代下的内容产业发展大致划分为两个阶段，其一为基于现有硬件的分发，其二为基于新硬件已规模化出货。

基于现有硬件的分发：1) 分发市场率先变化。5G 入局方不仅是 4G 时代的互联网分发平台与内容制作公司，更多维度的竞争者都已出现，新的入局方会对现有分发市场的竞争格局带来变化，进而带动 CP 变化。2) 分发模式的创新。互联网下半场除了内容形态的迭代，还包括分发模式上的创新。市场核心竞争要素包括入口、流量、内容、带宽，绝大多数入局方具备 1-2 个竞争要素，我们判断未来必将出现更多强强联合。

图 2：5G 时代强强联合模式（下图连线仅为举例，不代表真实情况）



资料来源：安信证券研究中心

基于新硬件已规模化出货：新的内容方受益。内容产业的特性是供给决定需求，5G 时代下 VR/AR 硬件与技术的成熟，有望带来新供给，进而创造新需求，即新硬件会带来基于场景/场景切换需求的沉浸/交互式的 VR/AR 内容。但 VR/AR 硬件的出货量只有达到一定的量，才

能对 VR/AR 内容的价格与数量带来显著的拉动作用，2020 年 5G 对内容的拉动作用可以对标 2013 年 4G 对影视内容的拉动。考虑到 VR 内容制作的壁垒高，VR 内容市场缺乏消费级产品，我们认为华为等硬件商的内容合作伙伴有一定的壁垒与先发优势，

1.3. 两个阶段对应不同的价值链重构，重构路径不同

技术带来的颠覆性创新，背后都是价值链的重构，5G 两个阶段对应不同的价值链重构，分别为分发格局与内容格局的重构，且各入局方的资源禀赋不同，故路径选择不同，受益逻辑及节奏不同。

分发格局重构：1) 现有分发格局不稳定。现有平台是上一轮的既得利益方，占据了大量流量入口，新入局方的出现是否会对现有分发平台带来冲击，仍不确定。2) 新分发格局不确定。国内外格局不大相同，预计国外的苹果较为强势（既有硬件又有 App Store 软件应用分发入口），但国内新分发平台处于不确定阶段。

内容格局重构：1) 预计未来整体游戏行业规模扩张。一是因为 5G 新入局方首选游戏内容，而非影视；二是因为游戏作为目前最高内容形态，其边界有望持续外推。2) 新内容制作方出现。在 VR 硬件的预期下，VR 内容制作方出现，预计未来 VR 产业的娱乐内容形态以游戏为主。

CP 与服务方确定性受益。不论分发市场如何变化，新入局方的增加对内容的需求是确定性的，我们认为现有的 CP 方受益，包括游戏 CP、影视 CP 等；同时服务方收益，包括运营商、云计算公司。具体来看，5G 内容产业的新入局方包括互联网平台、运营商、终端厂商等领域的巨头，如字节跳动、咪咕、华为、小米等，各入局方布局的侧重点不同。

云计算服务商提供平台解决方案。以华为为例，华为作为技术厂商，既拥有手机、智慧屏、VR 等终端硬件，又拥有云计算技术与底层云架构能力，但不直接布局内容领域，其可以与所有的入局方进行合作，为合作伙伴提供平台解决方案。2019 年 12 月 21 日，在斗鱼黄金大奖赛 S8 的电竞赛事直播上，斗鱼直播联合华为、中国电信、号百控股与看到科技，运用 5G+8K+云 VR 技术呈现电竞赛事，其中华为搭建了 5G 数字化室分基站，提供大带宽、低时延、高可靠性的 5G 上行传输网络服务，中国电信提供双千兆接入网络（5G+千兆宽带），使得用户可以通过天翼云 VR 客户端观看比赛。

运营商入主文娱，成本优势显著。2014 年咪咕成立，成为中国移动的内容运营平台，下设咪咕音乐、咪咕视讯、咪咕数媒、咪咕互娱、咪咕动漫 5 个子公司，业务涵盖视频、音乐、阅读、游戏等多个领域。早在 3G、4G 时代，以中国移动为代表的运营商急于角色转换，不再满足于做管道，下场开辟内容市场，除了咪咕，电信与联通也分别成立号百控股、联通在线，布局文娱板块以放大运营商的用户价值。5G 时代下，我们认为运营商布局文娱领域，成本优势显著，即只要 5G 资费不下降，运营商做平台的优势将持续存在；且作为运营商本身，对 5G 技术的理解以及场景搭建也比互联网公司更加敏锐。

终端厂商搭建分发平台，以强化自身入口优势。以小米为代表，其已开始深度革新其原有应用商店。根据 TechWeb，2019 年 8 月 21 日，小米推出游戏超级会员，成为国内率先基于移动游戏分发平台推出的付费订阅制服务。终端厂商坐拥入口优势，诸如云游戏平台的推出将成为各终端厂商的“标配动作”，同时也是一种主动性防御。

图 3：在斗鱼黄金大奖赛 S8 上体验 VR 电竞直播



资料来源：娱乐资本论

图 4：用中国移动可不限流量看高清央视世界杯

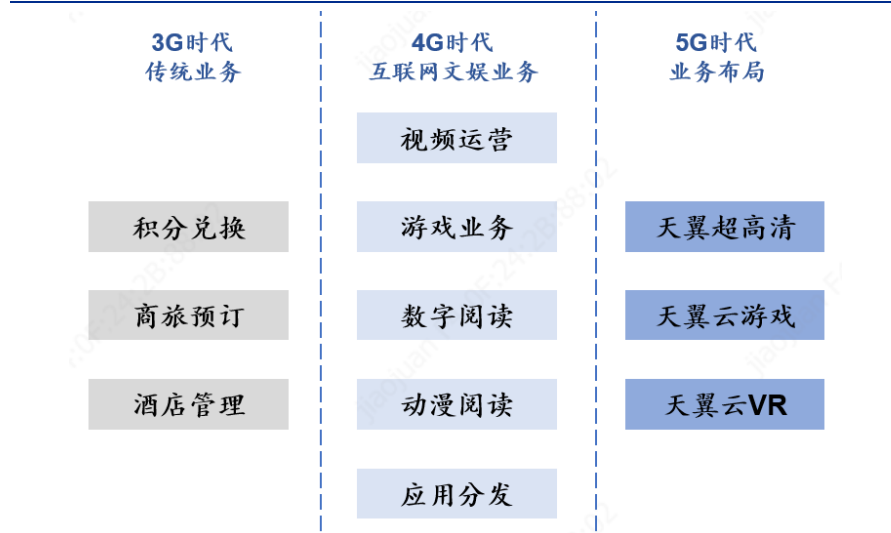


资料来源：咪咕

2. 号百控股：5G 时代重点布局超高清、云游戏、云 VR 三大方向，先发优势显著

3G 时代公司传统业务包括积分兑换、商旅预订、酒店管理；4G 时代后期，公司通过收购天翼视讯、炫彩互动、天翼阅读、爱动漫四家标的，对应开展视频运营、游戏分发、数字阅读、动漫运营等业务，布局文娱板块，实现由传统的管道流量经营向基于互联网应用的内容经营的转型；5G 时代，互联网进入下半场，文娱内容领域竞争明显加剧，公司重点布局超高清视频、云游戏、云 VR 三大应用领域，有望在新一轮的产业重构中把握发展机遇。

图 5：公司业务布局



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

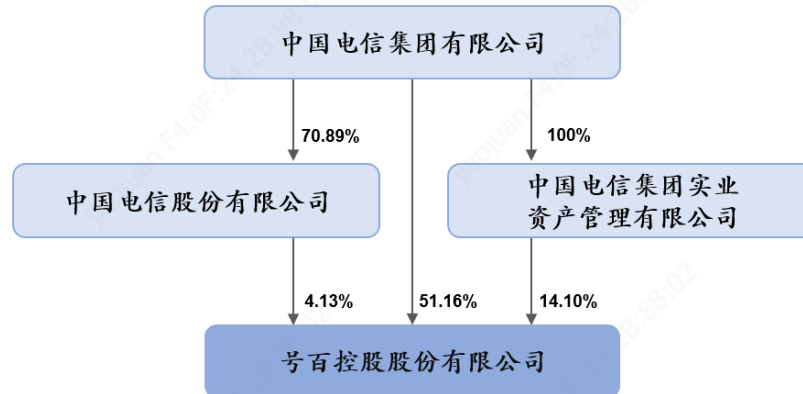
2.1. 中国电信泛娱乐内容核心承载平台

号百控股股份有限公司（原上海国脉实业股份有限公司）成立于 1992 年 11 月，并于 1993 年 4 月在上交所挂牌上市，是我国邮电系统第一家上市公司。2012 年公司经过重大资产重组，成为中国电信集团的控股子公司，是中国电信 A 股唯一上市平台。

2016 年 7 月，公司收购中国电信旗下天翼视讯、炫彩互动、天翼阅读、爱动漫四家公司各 100% 股权，合计作价 38.96 亿元。交易完成后，公司控股股东中国电信集团直接持股比例

由 37.50% 增至 51.16%，同时中国电信集团通过电信股份与电信实业分别持有公司股份 4.13%、14.10%。四大电信资产注入后，公司主营业务拓展至以视频、游戏、阅读、动漫为主的互联网文娱领域，成为中国电信泛娱乐内容核心承载平台。

图 6：公司股权结构

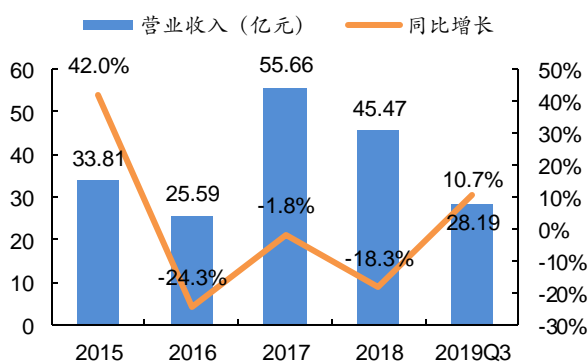


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

可比口径下营收略有增长，5G 新产品投入期利润承压。公司 2018 年实现营业收入 45.47 亿元，同比减少 18.3%，主要系公司实行新收入准则，计费能力开放业务收入确认改为净额法，可比口径下则较去年同期增长 2.4%；2019 年前三季度实现营业收入 28.19 亿元，同比增长 10.7%，主要源于积分业务、互联网文娱板块收入的增长。

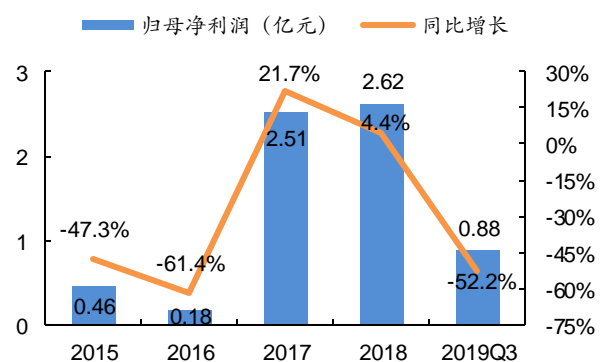
利润方面，2017、2018 年公司实现归母净利润分别为 2.51 亿元、2.62 亿元，收购标的业绩承诺完成情况良好，互联网文娱板块各子公司 2018 年共实现净利润 3.66 亿元（同比增加 0.66 亿元），贡献主要利润来源。2019 年前三季度公司实现归母净利润 0.88 亿元，同比减少 52.2%，主要源于：1) 加大了对 5G 新产品布局的投入，倾斜资源全力打造天翼超高清、天翼云游戏、天翼云 VR 等产品，加大 5G 内容的引入与制作以及对外合作力度；2) 收缩传统业务，业务结构调整影响毛利，进而导致利润下滑。

图 7：2014-2019 年前三季度公司营业收入及增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 8：2014-2019 年前三季度公司归母净利润及增速



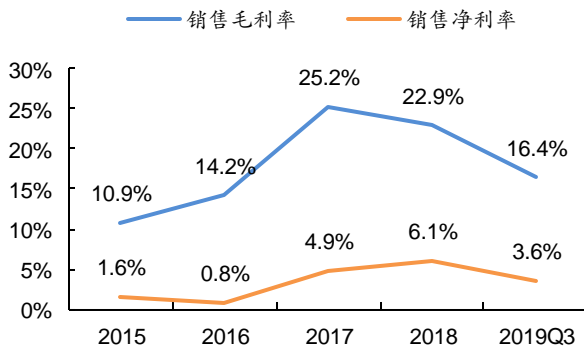
资料来源：Wind，安信证券研究中心

新产品投入期，短期内公司毛利率波动较大。2017、2018 年公司综合毛利率分别为 25.2%、22.9%，2018 年毛利率同比下降 2.3 个百分点，主要系毛利率较高的文娱业务收入占比下滑（会计政策变更）；2019 年前三季度综合毛利率进一步下滑至 16.4%，主要系 5G 新产品仍处于投入期以及业务结构调整。短期来看公司毛利率承压，长期来看，随着 5G 新产品的落地

应用，公司高毛利率的文娱业务有望快速发展，拉动毛利率提升。

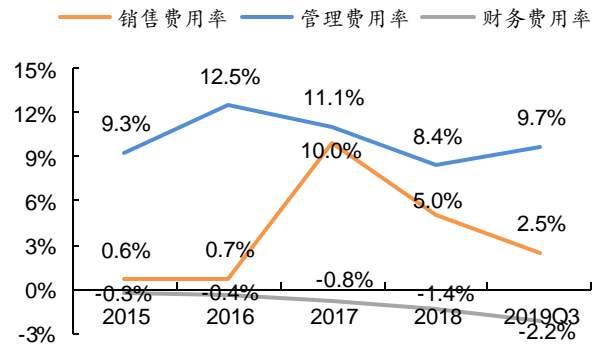
费用率方面，公司三大费用率整体呈现下降趋势，主要得益于公司业务规模化扩张、费用管控得当。公司 2018 年三项费用率合计 12.0%，同比下降 8.3 个百分点，其中销售费用率大幅下降，主要系相关业务加大自营产品投入，渠道服务费下降；2019 年三项费用率进一步下降至 10.0%。

图 9：2014-2019 年前三季度公司销售毛利率与净利率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 10：2014-2019 年前三季度公司三项费用率

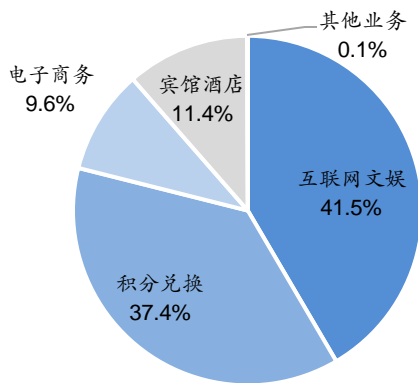


资料来源：Wind，安信证券研究中心

目前公司主营业务主要划分为互联网文娱、积分兑换、电子商务与宾馆酒店板块，其中互联网文娱与积分兑换业务贡献主要收入来源，且增长稳定，而传统的电子商务与宾馆酒店业务则增长乏力，具体来看：

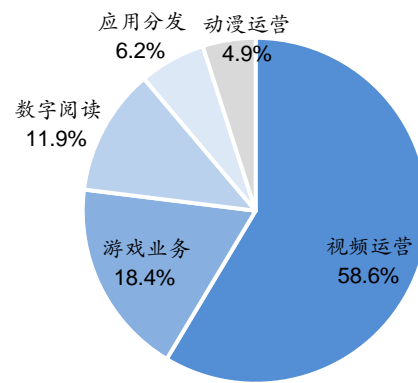
- 互联网文娱业务：**2018 年公司互联网文娱板块的五家子公司共计实现收入 19.99 亿元，可比口径同比增长 4.9%，其中视讯、炫彩、阅读、动漫、空间公司收入分别为 11.46 亿元、3.52 亿元、2.67 亿元、0.87 亿元、1.46 亿元，视频业务在文娱板块中贡献约 59% 的收入。互联网文娱业务整体毛利率较高，介于 34-38%，5G 时代公司大力发展以“超高清视频、云游戏、云 VR”为代表的新产品，预计该板块将成为未来公司业绩主要增长点。
- 积分兑换业务：**2018 年实现收入 16.81 亿元，同比增长 18.0%，积分业务运营稳健，但积分业务毛利率水平较低，2017、2018 年毛利率为 8.8%、3.5%。鉴于积分业务与新业务之间具有显著的协同效应，未来公司仍将持续发展积分兑换业务，积分平台的运营一方面能够助力公司拓宽获客渠道；另一方面可以为超高清、云游戏、云 VR 产品进行流量导入。
- 电子商务与宾馆酒店业务：**2018 年实现收入分别为 4.33 亿元、5.12 亿元，其中电子商务业务收入出现明显下滑，同比减少 16.28%，主要受机票酒店预订业务收入下降的影响。

图 11：2018 年公司营收结构



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 12：2018 年公司文娱板块收入结构



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2.2. 提前布局 5G 内容生态，重点发力超高清、云游戏、云 VR 三大方向

公司有望依托 5G 时代的增值业务运营打开业绩增长空间。中国电信积极切入 5G 产业风口，加速 5G 生态布局，主推五大 5G 应用落地：天翼超高清、天翼云游戏、天翼云 VR、天翼云电脑与天翼云盘，由旗下上市公司号百控股承接其中三款核心应用，即超高清、云游戏、云 VR，为 5G 下游确定性较高的应用领域，公司作为中国电信旗下重要 5G 应用的服务商，有望直接受益。

（1）天翼超高清：是原天翼视讯的升级产品，着力打造 4K、VR 专区吸引用户

2019 年 10 月 31 日，中国电信宣布 5G 正式商用，同时号百正式推出天翼超高清应用，基于原有的天翼视讯应用增设了 4K、VR 专区，且被搭建于显眼区域。天翼超高清具有 360 度直播、自由缩放、一键投屏等功能，较好地解决直播卡顿、画面不流畅的问题，实现了内容产品在 5G 层面的升级。

- **4K 专区：**采用真 4K HDR 画质，屏幕像素数量可达 3840x2160，在暗部及高光画面下，画质清晰可见微小细节，大幅提升用户观影体验。
- **VR 专区：**已引入了部分较为稀缺的 VR 内容，涵盖体育、人文风景、直播等类型，提升用户沉浸感。

天翼超高清 VIP 会员费用为 25 元/月，与主流视频平台相比，资费基本持平。相比互联网巨头的视频平台，天翼超高清在内容的丰富度上略逊一筹，但公司通过布局差异化内容吸引客户，比如 VR 内容，打造差异化竞争优势。

图 13: 天翼超高清 APP 的 4K、VR 专区



资料来源：天翼超高清APP

(2) 天翼云游戏：依托电信“一云两网”资源，抢先布局云游戏

天翼云游戏面向 5G 移动用户与家庭宽带用户提供全网络接入、高清正版内容、多终端沉浸式体验的云游戏服务，让游戏玩家通过即点即玩的方式，全场景快速便捷地体验游戏。天翼云游戏平台自 2019 年 11 月正式商用以来，已上线数百款精品游戏，面向 5G 及家庭宽带用户提供最高 4K 画质云游戏服务。

电信运营商布局云游戏平台具备天然优势。云游戏对高带宽、低时延提出了较高的要求，公司依托中国电信“一云两网”（5G + 千兆光网）资源，部署的天翼云游戏平台具有免下载安装、低门槛使用、多屏跨端、大带宽低时延等特点，保证了用户游戏体验。

与游戏 CP 合作，丰富云游戏内容生态。不同于在线视频行业的商业模式，游戏 CP 对于不同游戏平台的合作呈现较为开放的态度，公司获取优质游戏内容的壁垒低于影视内容。目前天翼云游戏已与腾讯、网易、星游记等游戏 CP 达成合作，引入了《拳皇 14》、《世界汽车拉力锦标赛 6》、《生生不息》、《影子中的我》等多款知名 IP 主机大作。

(3) 天翼云 VR：引入海外优质 VR 内容，重点推 VR 直播内容

天翼云 VR 是依托 5G 超高速网络，通过穿戴 VR 设备将云端的影音无损输出的内容平台，支持 VR 视频、VR 直播、VR 游戏、巨幕影院的 5G 内容应用，为用户提供沉浸式 VR 体验。

与海外运营商合作，引入内容与软硬件技术。韩国 2019 年 4 月率先开启 5G 服务，运营商 LG U+ 凭借 VR、AR 等创新应用与内容，在 5G 用户发展中取得了优异的市场表现。根据中国电信官网，2019 年 10 月，电信旗下号百控股与韩国 LG U+ 签订了 VR 内容引入与 VR 直播合作协议，独家引入 LG U+ 的超高清 VR 内容，首批内容与天翼云 VR 应用同步上线。此外，中国电信从 LG U+ 引入其领先的 VR 直播技术与硬件设备，可呈现 3D+180 度+多机位的超高清视界，为用户体验真正高品质内容提供保障。目前天翼云 VR 旗下 VR 产品内容量已超过 1000 小时。

重点推 VR 直播内容以及布局家庭娱乐场景，打造差异化内容优势。公司借鉴韩国运营商 LG U+ 在 5G 商业化以及 VR 内容生产方面的成功经验，将重点布局 VR 直播领域（赛事、演唱会等）；另外，家庭场景是未来重要的娱乐场景之一，中国电信在家庭网络以及终端布局方

面优势显著，基于此，天翼云 VR 有望充分布局家庭娱乐场景。天翼云 VR 无论在内容特色还是技术层面，较市场同类产品具有明显竞争优势。

图 14：天翼云 VR APP



资料来源：天翼云 VR

2.3. 背靠中国电信，资源禀赋得天独厚

5G 时代下，需重新定位电信运营商在文娱产业中的地位。国内三大运营商作为通信供应商，拥有良好基础设施资源与庞大的用户群体，并具备流量、短代支付通道等诸多独有优势。号百控股作为中国电信旗下的内容运营平台，依托集团电信运营商的用户、流量、渠道优势，有望推动三大 5G 应用快速普及。

（1）较低的流量成本

5G 应用流量消耗庞大，预计流量资费将显著提升。以云游戏为例，根据谷歌 Stadia 公布的云游戏服务数据，在 4G 环境下，其最低游戏版本每小时的流量耗费高达 4.5GB，带宽占用达 10Mbps，未来在 5G 环境下，应用场景的更迭将变得更为庞大，且高流量会占用较大带宽资源。

公司拥有运营商背景，相较互联网平台的最大不同之处在于成本优势，这一优势在 5G 后应用的初始阶段尤为凸显。三大运营商均推出专属流量卡或绑定 5G 流量套餐来推广各自的 5G 应用，实现流量导入。以中国电信为例，5G 套餐用户不仅可享受套餐内通话、流量权益，也可免流量、免会员费体验天翼超高清、天翼云游戏、天翼云 VR 等 5G 应用，公司背靠中国电信，可以以低成本拉动用户数增长。

图 15: 中国电信 5G 流量套餐绑定 5G 应用权益

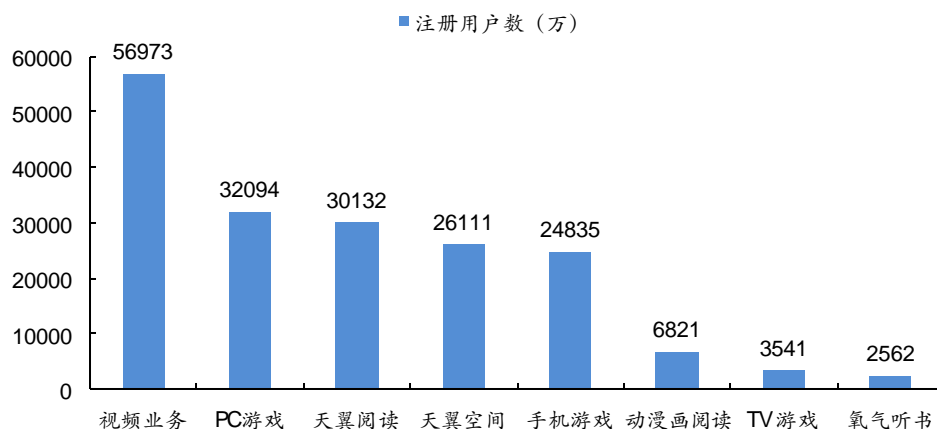


资料来源：中国电信

（2）庞大的用户基数

一方面，截至 2019 年 9 月末中国电信拥有超过 3.3 亿移动用户与 1.5 亿宽带用户（中国电信公告），有望成为公司 5G 应用的潜在客户群；另一方面，公司负责运营中国电信的全国积分兑换业务，现有视频、游戏、阅读、动漫、应用分发等业务已积累起一定的用户基础。截至 2019 年 9 月末，公司视频业务、游戏业务、天翼阅读的注册用户数已超过 3 亿，其中视频业务拥有累计注册用户数 5.70 亿，1-9 月累计付费用户数 2.15 亿，1-9 月用户累计使用时长 2.22 亿小时，月均流量拉动 4650TB。

图 16: 截至 2019 年 9 月末公司各项业务注册用户数



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

（3）强大的线下渠道推广能力

相比其他互联网平台，电信运营商的渠道优势在于具备庞大的线下体验店网络。通过电信运营商推广的 5G 应用产品能够在独有的线上线下联动运营方式下，实现更有效的推广与落地，该渠道优势在低线城市更加明显。

建设 5G 体验厅推广 5G 应用。 中国电信致力于线上线下渠道的全线打通，为尽快推进 5G 商用落地，积极进行线下 5G 体验厅的建设。在 2019 年中国电信终端产业联盟大会上，中国电信计划将 215 家 5G 首批体验店全新升级，年末预计建设超 1000 家体验店，有利于推广公司的天翼云游戏、VR 等 5G 应用。

图 17：中国电信 5G 体验厅



资料来源：中国电信

3. 盈利预测与投资建议

核心假设：

2019 年公司业务处于调整阶段，收缩了部分传统业务，致使前三季度利润下滑较为明显；同时公司积极备战 5G，倾斜资源全力打造天翼超高清、天翼云游戏、天翼云 VR 等新产品，但近一两年仍主要处于投入阶段，随着 2020 年 5G 商用加速落地，预计公司业绩将明显好转。

- **文娱板块：**其中视频业务承载了部分 VR 内容，VR 内容是公司未来发力的重要方向之一，预计实现稳步增长；18-19 年游戏、阅读、动漫、应用分发业务均处于调整阶段，预计 20 年恢复稳定增长。预计整体文娱板块业务 19-21 年收入增速为-2.0%、22.5%、23.9%，毛利率介于 28-32%。
- **积分业务：**预计保持平稳增长，19-21 收入增速为 10.0%、10.0%、10.0%，毛利率介于 3%-4%。
- **传统业务：**预计酒店管理与商旅预订业务收入基本维持现有水平，毛利率维持稳定。

表 1: 公司营业收入预测 (单位: 百万元)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总营业收入	5566	4547	4678	5275	6013
积分兑换	1425	1681	1849	2034	2237
视频运营	1238	1095	1369	1711	2138
游戏业务	882	343	206	247	321
数字阅读	437	222	111	122	134
应用分发	106	116	58	58	58
动漫运营	253	92	88	105	126
酒店管理	508	510	510	510	510
商旅预订	518	433	433	433	433
其他业务	199	54	54	54	54
总收入增速		-18.3%	2.9%	12.8%	14.0%
积分兑换		17.9%	10.0%	10.0%	10.0%
视频运营		-11.6%	25.0%	25.0%	25.0%
游戏业务		-61.1%	-40.0%	20.0%	30.0%
数字阅读		-49.2%	-50.0%	10.0%	10.0%
应用分发		9.5%	-50.0%	0.0%	0.0%
动漫运营		-63.4%	-5.0%	20.0%	20.0%
酒店管理		0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
商旅预订		-16.3%	0.0%	0.0%	0.0%
其他业务		-72.9%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	25.2%	22.9%	18.2%	19.1%	20.5%
积分兑换	8.8%	3.5%	3.5%	4.0%	4.0%
视频运营	46.7%	20.6%	20.0%	22.0%	25.0%
游戏业务	20.8%	59.0%	60.0%	60.0%	60.0%
数字阅读	25.9%	60.4%	43.0%	43.0%	43.0%
应用分发	66.0%	67.9%	67.0%	67.0%	67.0%
动漫运营	20.7%	63.9%	42.5%	42.5%	42.5%
酒店管理	39.9%	40.8%	41.0%	41.0%	41.0%
商旅预订	7.4%	9.1%	8.5%	8.5%	8.5%
其他业务	20.9%	69.2%	40.0%	40.0%	40.0%

资料来源: Wind, 安信证券研究中心预测

公司是中国电信旗下 A 股唯一上市平台, 兼具运营商与互联网内容运营商的双重属性, 5G 时代公司重点布局超高清、云游戏、云 VR 三大方向, 依托集团电信运营商的用户、流量、渠道优势, 有望推动三大 5G 应用快速普及。预计公司 2019-2021 年净利润为 1.30/2.14/3.10 亿元, 对应 EPS 为 0.16/0.27/0.39 元, 对应 PE 为 163/98/68 倍。考虑公司相较传统互联网平台方, 最大的优势在于成本优势, 使其在 5G 应用初期具备得天独厚的真正先发优势, 给予“增持-A”评级。

4. 风险提示

5G 建设速度低于预期, VR/AR 硬件出货量低于预期, 5G 应用用户拓展低于预期

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,565.6	4,546.7	4,677.6	5,274.5	6,013.0	成长性					
减:营业成本	4,160.8	3,504.0	3,824.3	4,264.9	4,778.3	营业收入增长率	117.5%	-18.3%	2.9%	12.8%	14.0%
营业税费	29.1	30.1	28.6	33.6	37.5	营业利润增长率	2079.0%	17.4%	-50.2%	62.3%	43.9%
销售费用	556.3	226.8	267.9	308.7	332.1	净利润增长率	1306.0%	4.4%	-50.6%	65.5%	44.4%
管理费用	616.1	381.6	459.4	485.6	577.5	EBITDA 增长率	276.9%	58.3%	-53.3%	32.2%	28.7%
财务费用	-43.1	-63.4	-39.7	-53.1	-65.1	EBIT 增长率	6470.9%	100.0%	-71.9%	71.2%	49.0%
资产减值损失	20.2	0.4	18.1	12.9	10.5	NOPLAT 增长率	10859.8	11.9%	-51.7%	71.2%	49.0%
加:公允价值变动收益	-0.2	-	-	-	-	投资资本增长率	93.3%	-28.9%	-27.6%	-10.5%	-14.4%
投资和汇兑收益	45.1	52.2	48.7	50.4	49.5	净资产增长率	57.3%	2.8%	1.6%	2.4%	3.4%
营业利润	287.0	336.9	167.7	272.3	391.7	利润率					
加:营业外净收支	40.3	-2.6	-1.2	-1.9	-1.5	毛利率	25.2%	22.9%	18.2%	19.1%	20.5%
利润总额	327.3	334.2	166.6	270.4	390.2	营业利润率	5.2%	7.4%	3.6%	5.2%	6.5%
减:所得税	57.4	59.0	25.0	40.6	58.5	净利润率	4.5%	5.8%	2.8%	4.1%	5.2%
净利润	251.3	262.3	129.6	214.4	309.7	EBITDA/营业收入	6.9%	13.3%	6.0%	7.1%	8.0%
						EBIT/营业收入	4.1%	10.0%	2.7%	4.2%	5.4%
						运营效率					
						固定资产周转天数	47	62	54	41	30
						流动营业资本周转天数	-5	-9	-24	-19	-12
						流动资产周转天数	254	409	400	390	377
						应收帐款周转天数	64	111	76	84	90
						存货周转天数	2	2	3	2	2
						总资产周转天数	334	523	501	465	430
						投资资本周转天数	53	73	51	36	27
						投资回报率					
						ROE	5.8%	5.9%	2.9%	4.6%	6.4%
						ROA	4.1%	4.1%	2.2%	3.2%	4.7%
						ROIC	36.3%	21.0%	14.3%	33.8%	56.2%
						费用率					
						销售费用率	10.0%	5.0%	5.7%	5.9%	5.5%
						管理费用率	11.1%	8.4%	9.8%	9.2%	9.6%
						财务费用率	-0.8%	-1.4%	-0.8%	-1.0%	-1.1%
						三费/营业收入	20.3%	12.0%	14.7%	14.1%	14.0%
						偿债能力					
						资产负债率	25.7%	25.7%	20.4%	29.0%	24.5%
						负债权益比	34.6%	34.6%	25.6%	40.9%	32.5%
						流动比率	3.06	3.09	4.02	3.00	3.66
						速动比率	3.05	3.08	3.98	2.99	3.63
						利息保障倍数	-5.29	-7.19	-3.22	-4.13	-5.01
						分红指标					
						DPS(元)	0.10	0.10	0.08	0.13	0.19
						分红比率	31.7%	30.3%	50.0%	50.0%	50.0%
						股息收益率	0.4%	0.4%	0.3%	0.5%	0.7%

资产负债表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	3,362.9	3,843.7	4,194.1	4,435.4	4,742.6
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	1,565.3	1,229.3	748.8	1,702.6	1,308.5
应收票据	-	-	0.5	0.1	0.2
预付帐款	71.2	104.3	101.0	87.8	148.0
存货	27.4	19.0	47.3	16.9	55.8
其他流动资产	46.4	71.6	42.0	53.3	55.6
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	12.1	17.3	17.3	17.3	17.3
投资性房地产	174.5	163.0	163.0	163.0	163.0
固定资产	805.2	756.1	653.3	550.5	447.7
在建工程	25.0	80.6	80.6	80.6	80.6
无形资产	187.7	200.7	148.6	96.6	44.6
其他非流动资产	230.3	207.4	142.9	83.1	23.8
资产总额	6,507.9	6,692.9	6,339.3	7,287.1	7,087.6
短期债务	-	-	-	-	-
应付帐款	1,285.3	1,286.1	738.4	1,678.6	1,236.1
应付票据	-	-	-	-	-
其他流动负债	370.3	418.6	539.2	421.1	488.1
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	18.0	16.8	12.8	15.9	15.2
负债总额	1,673.5	1,721.4	1,290.5	2,115.6	1,739.3
少数股东权益	528.5	494.5	506.5	521.9	543.9
股本	795.7	795.7	795.7	795.7	795.7
留存收益	3,510.2	3,681.9	3,746.6	3,853.8	4,008.7
股东权益	4,834.4	4,971.4	5,048.9	5,171.5	5,348.3

现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	270.0	275.2	129.6	214.4	309.7
加:折旧和摊销	215.6	215.8	154.8	154.8	154.8
资产减值准备	20.2	12.4	-	-	-
公允价值变动损失	0.2	-	-	-	-
财务费用	0.0	0.0	-39.7	-53.1	-65.1
投资损失	-45.1	-52.3	-48.7	-50.4	-49.5
少数股东损益	18.7	12.9	12.0	15.4	22.0
营运资金的变动	-467.5	405.1	121.7	-38.3	-24.2
经营活动产生现金流量	-63.1	672.3	329.7	242.8	347.6
投资活动产生现金流量	-710.1	-612.1	48.7	50.4	49.5
融资活动产生现金流量	-8.5	-116.2	-27.8	-51.9	-90.0

业绩和估值指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EPS(元)	0.32	0.33	0.16	0.27	0.39
BVPS(元)	5.41	5.63	5.71	5.84	6.04
PE(X)	84.0	80.4	162.8	98.4	68.1
PB(X)	4.9	4.7	4.6	4.5	4.4
P/FCF	-80.6	36.9	62.4	77.2	55.4
P/S	3.8	4.6	4.5	4.0	3.5
EV/EBITDA	21.9	6.7	60.5	45.3	34.7
CAGR(%)	-5.2%	6.4%	89.7%	-5.2%	6.4%
PEG	-16.1	12.5	1.8	-18.8	10.6
ROIC/WACC	3.5	2.0	1.4	3.2	5.4
REP	2.3	2.7	22.8	10.7	7.4

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

焦娟声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82528441
范洪群		0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
聂欣		0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
杨萍		13723434033	yangping1@essence.com.cn
巢莫雯		0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
黄秋琪		0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
黎欢		0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034