

# 江苏“一网整合”平台，稳步推进广电5G业务

## 江苏有线(600959)

### ►2021年全年净利润3.80亿元，毛利率稳定

2021年全年公司实现营收74.59亿元，同比上升1.55%；实现归母净利润3.15亿元，同比上升86.88%。受疫情和行业形势影响，公司营收和利润一定程度影响，但公司主营业务结构发展向好，盈利能力稳定，2021年全年，公司销售毛利率为29.01%，同比提升3.91pct，销售净利率5.08%，同比提升2.16pct，均回升至2019年及以前的水平。2022年一季度营收17.52亿元，同比增长3.19%，归母净利润0.92亿元，同比增长26.19%，业绩持续回暖。

### ►“全国一网”、5G牌照加持，积极探索元宇宙业态

2018年以来，广电网络“全国一网”整合已经取得初步成果，随着中国广电网络股份有限公司成立与5G牌照的发放，公司抢先进行广电5G技术应用研发，在5G建设上，以支撑中国广电正式启动“192”放号运营为导向，计划完成广电5G核心网东部大区节点落地南京；加快推进“智慧广电”建设，开发4K、8k超高清项目，为进一步创造新业态新活力打下基础，探索“5G+4K/8K+AI”融合创新的传播新格局，为元宇宙提供基础设施；Web3.0时代流量生态退潮，内容导向需求下政府将补位，凸显国资企业价值。

### ►出资5亿参与设立一网公司，估值修复空间较大

2020年中国广电网络股份有限公司成立以来，“全国一网”整合速度加快，目前已基本完成各省非上市广电公司整合，各省通过非上市广电资产控股权参与出资设立一网公司，上市公司除歌华有线以其控制权参股外，纷纷以现金参股，其中江苏有线出资5亿，占比0.4941%。2022年4月20日完成中广电移动网络有限公司江苏分公司注册，与江苏有线实行一体化运营。随着“全国一网”整合的推进，公司市净率仅为0.70，处于“市值破净”状态，我们认为，公司股价存在较大的估值修正空间。

### ►投资建议：首次覆盖，给予“增持”评级

我们预计公司2022-2024年实现营业收入分别为76.30/78.60/82.42亿元，实现归母净利润分别为3.65/4.15/4.63亿元，EPS分别为0.07/0.08/0.09元，对应2022年5月6日3.18元/股收盘价，PE分别为43、38、34倍，市净率分别为0.70/0.69/0.68倍，再结合全国一网整合趋势和方式，我们认为公司当前股价显著被低估，未来存在修复空间，首次覆盖，给予“增持”评级。

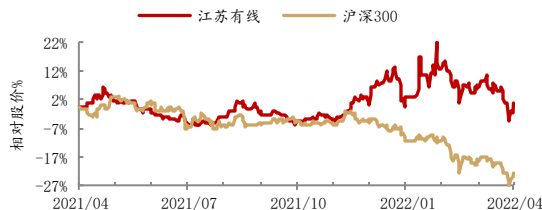
### ►风险提示

用户流失风险；一网整合不及预期风险；宏观经济下行风险。

## 盈利预测与估值

### 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:	3.18
股票代码:	600959
52周最高价/最低价:	3.77/2.86
总市值(亿)	159.02
自由流通市值(亿)	159.02
自由流通股数(百万)	5,000.72



分析师：赵琳

邮箱：zhaolin@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040003

分析师：李钊

邮箱：lizhao1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120522010001

相关研究

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	7,345	7,459	7,630	7,860	8,242
YoY (%)	-4.0%	1.6%	2.3%	3.0%	4.9%
归母净利润(百万元)	169	315	365	415	463
YoY (%)	-49.1%	86.9%	16.0%	13.5%	11.7%
毛利率 (%)	25.1%	29.0%	28.7%	28.8%	28.9%
每股收益 (元)	0.03	0.06	0.07	0.08	0.09
ROE	0.8%	1.4%	1.6%	1.8%	2.0%
市盈率	104.00	52.00	42.69	37.60	33.68
市净率	0.77	0.75	0.70	0.69	0.68

资料来源: Wind, 华西证券研究所

## 正文目录

1. 公司基本简介.....	5
1.1. 国有大型央企，改革先行者.....	5
1.2. 历史沿革：“全省一网”整合完毕，走上“全国一网”新道路.....	5
1.3. 股权结构.....	6
2. 主营业务及财务数据.....	7
2.1. 集客业务：用户略有流失，数字互动转型加速.....	7
2.2. 城建配套业务增速恢复，入网业务下滑较大.....	10
2.3. 智慧广电与 5G 建设：文化科技融合，创新带动建设.....	10
2.4. 财务数据.....	11
3. 行业分析.....	14
3.1. 行业现状：全国一网整合和广电 5G 业务加速推进.....	14
3.2. 同业财务数据比较（PB）：总市值位列第一，毛利率可观.....	16
3.3. 行业展望：转型 5G 超高清，元宇宙前景可期.....	16
4. 公司未来展望：抓住政策建设机遇，积极布局元宇宙.....	20
4.1. 加快动能转换，推动数字经济全面发展.....	20
4.2. 推进统一市场建设，打好市场拓展“立体战”.....	20
4.3. 提升数字经济发展动能，布局元宇宙相关业态.....	20
5. 盈利预测.....	21
6. 风险提示.....	22
6.1. 用户流失风险.....	22
6.2. 一网整合不及预期风险.....	22
6.3. 宏观经济下行风险.....	22

## 图表目录

图 1 公司历史沿革.....	5
图 2 公司股权结构.....	7
图 3 2016-2021 收视维护费规模与增速.....	8
图 4 2016-2020 年高清互动终端规模与渗透率.....	9
图 5 2016-2021 年数字电视增值服务规模与增速.....	9
图 6 2016-2021 年数据业务服务收入规模与增速.....	10
图 7 2016-2021 年城建配套费收入规模与增速.....	10
图 8 2016-2022Q1 公司营收规模及增速.....	12
图 9 2016-2022Q1 公司归母净利润规模及增速.....	12
图 10 2016-2022Q1 公司四项费用率走势.....	13
图 11 2016-2022Q1 公司盈利比率走势.....	14
图 12 广电一网整合历程.....	15
图 13 广电 5G 发展历程.....	15
图 14 总市值比较（单位：亿元）.....	16
图 15 营收体量比较（单位：亿元）.....	16
图 16 销售毛利率比较.....	16
图 17 资产负债率比较.....	16
图 18 2019-2023E4K、8K 电视出货占比及预测.....	18
图 19 8K 视频从色域、色深多个方面提高观感.....	18
图 20 元宇宙具备低延迟、沉浸感等特性.....	19
图 21 PB 比较（P 为 05.06 收盘价）.....	21
图 22 PE（TTM）比较（P 为 05.06 收盘价）.....	21

## 1. 公司基本简介

### 1.1. 国有大型文企，改革先行者

公司是江苏省委、省政府根据中央文化体制改革精神，在整合全省广电网络资源基础上组建的国有大型文化企业。公司主要从事广电网络的建设运营，广播电视节目传输、数据宽带业务以及数字电视增值业务的开发与经营。公司自设立以来，一直致力于成为国内一流的综合信息服务运营商，要成为：先进思想的引导者，智能电视的主导者，新内容新业务的开拓者，综合信息平台的提供者和转型升级发展的践行者。公司先后被中央部委评为“全国文化体制改革先进企业”，并连续多年入选“全国文化企业 30 强”。

### 1.2. 历史沿革：“全省一网”整合完毕，走上“全国一网”新道路

2008 年 7 月 21 日，江苏省人民政府在南京召开“江苏省广播电视信息网络股份有限公司挂牌成立新闻发布会”。7 月 24 日，时任中共江苏省委书记梁保华，中共江苏省委副书记、江苏省省长罗志军为公司开业揭牌，并为公司颁发企业法人营业执照。成立后，江苏省广电部门对 10 个市的有线电视网络进行整合，原有的市网统一并入省网。

2011 年，公司更名为“江苏省广电有线信息网络股份有限公司”。

根据国家“一省一网”的政策，江苏省各级有线电视网络公司即各地有线电视台网络部，入股到江苏有线以实现整合。而各郊区及县市有线电视公司于 2014 年统一更名为“江苏有线网络发展有限责任公司 XX 分公司”。徐州和南通地区当初未纳入省网（原属于中广有线），后来并入。2014 年，全省广电网络整合工作基本完成。

2015 年，江苏有线正式挂牌上市，为第 7 家中国省级广电上市公司。

图 1 公司历史沿革



资料来源：公司公告，华西证券研究所

2018 年公司通过重大资产重组收购控股子公司发展公司除上市公司持股外的剩余 70% 股权，有利于进一步增强江苏有线对发展公司的整体经营决策能力和效率，符合公司发展战略。

2020 年，为响应“全国一网”整合战略，各国有股东通过将 47.52% 江苏有线股权无偿转让给江苏省国金集团信息网络投资有限公司，使公司实际控制人转变为江苏省人民政府。同年，公司出资 5 亿元，参股中国广电网络股份有限公司，借助更大平台、引入更多资源，推动公司进一步做大做强。

### 1.3. 股权结构

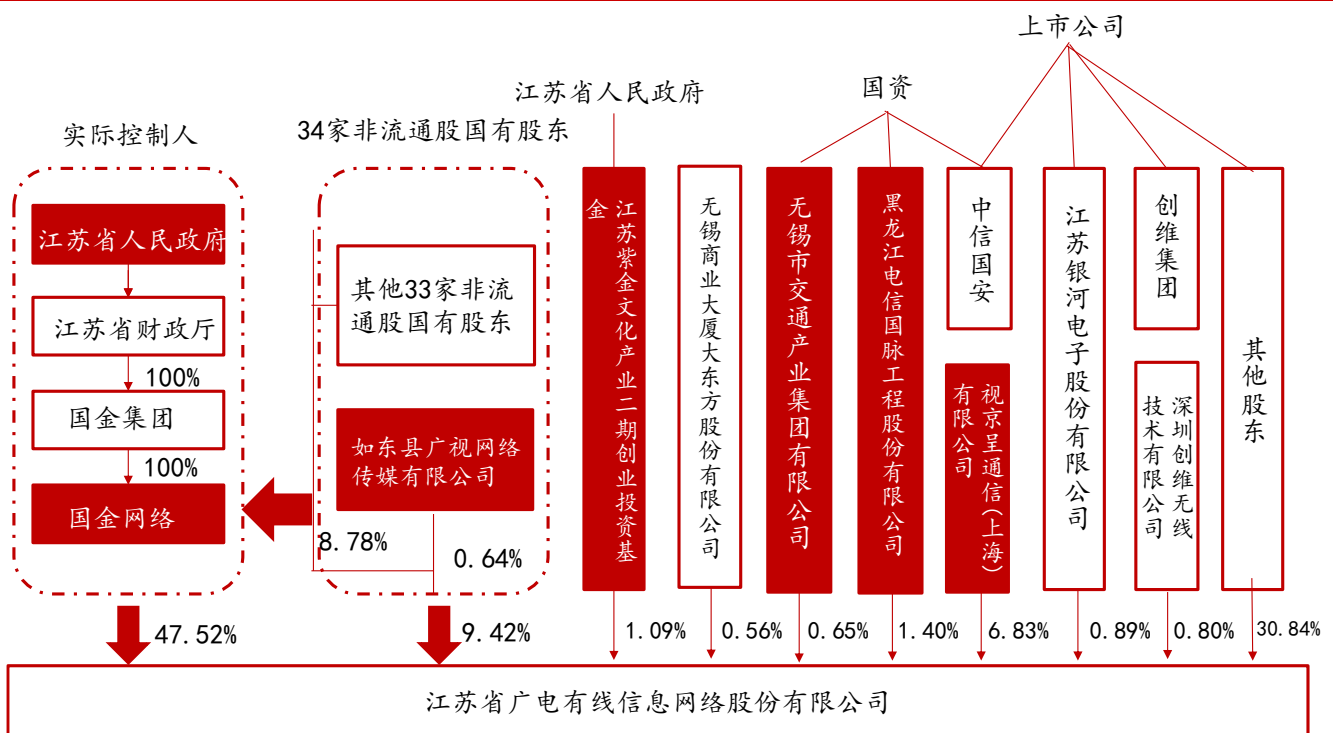
根据公司公开披露的 2022 年一季报，由国金集团控股的国金网络持有公司 45.7% 的股份，而江苏省人民政府作为国金集团的实际控制人，亦为公司的实际控制人。

如东县广视网络传媒有限公司等 34 家非流通股国有股东持有公司 9.42% 的股份，并将表决权委托给国金网络，该等限售流通股股份解除限售后将一并无偿划转至国金网络持有。其中，如东县广视网络传媒有限公司是江苏有线第九大股东，亦为江苏有线最大的非流通股国有股东，持股比例为 0.64%。目前国金网络合计持有江苏有线 56.94% 的表决权。

江苏有线十大股东中具有国资背景的有：视京呈通信（上海）有限公司，曾用名“中信国安通信有限公司”，由国资委参股并在 A 股上市的中国信安 100% 控股，是江苏有线的第三大股东，持股比例为 2.07%；江苏省人民政府实际控制的江苏紫金文化产业二期创业投资基金（有限合伙），持股比例为 0.88%；黑龙江电信国脉工程股份有限公司，持股比例为 1.40%；具有 AAA 信用等级并且为国有法人的发债企业无锡市交通产业集团有限公司，持有江苏有线 0.65% 的股份；无锡商业大厦大东方股份有限公司持有 0.56% 的股份。

A 股上市公司银河电子持有江苏有线 0.89% 的股份；H 股上市公司创维集团控股的深圳创维无线技术有限公司持有江苏有线 0.80% 的股份，剩余其他股东合计持股比例为 30.84%。

图 2 公司股权结构



资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 2. 主营业务及财务数据

公司主要从事广电网络的建设运营，广播电视节目传输，数据宽带业务以及数字电视增值业务的开发与经营，按照国家有关法律、法规，对江苏省广播电视传输网络实行统一规划、统一建设、统一管理、统一运营，实现省、市、县三级网络互联互通，建设一个技术先进、性能完善、安全可靠、国内领先的有线广播电视传输平台和公共信息服务基础网络，把社会效益放在首位，实现社会效益和经济效益相统一，为江苏省各地广播电视台提供优质服务和安全播出保障，为党和政府舆论宣传功能的发挥提供强有力支撑，为江苏社会经济发展和信息大省、文化强省建设做贡献。自 2008 年设立以来公司主营业务未发生变化。

公司主要通过规划建设广电网络干线网和用户分配网取得城建配套费收入和入网费收入；通过传输节目向电视台或内容提供商收取卫星落地费或节目传输费；向用户提供电视节目收视业务、视频点播等基本业务和增值业务，向用户收取收视维护费和增值服务费；通过广电网络向用户提供互联网接入服务，向用户收取有线宽带使用费。公司有线电视业务和宽带业务主要通过实体营业厅、客服热线和网上营业厅进行销售。宽带业务与有线电视组合进行推广，同时开通有线电视和宽带业务将享受一定优惠。

### 2.1. 集客业务：用户略有流失，数字互动转型加速

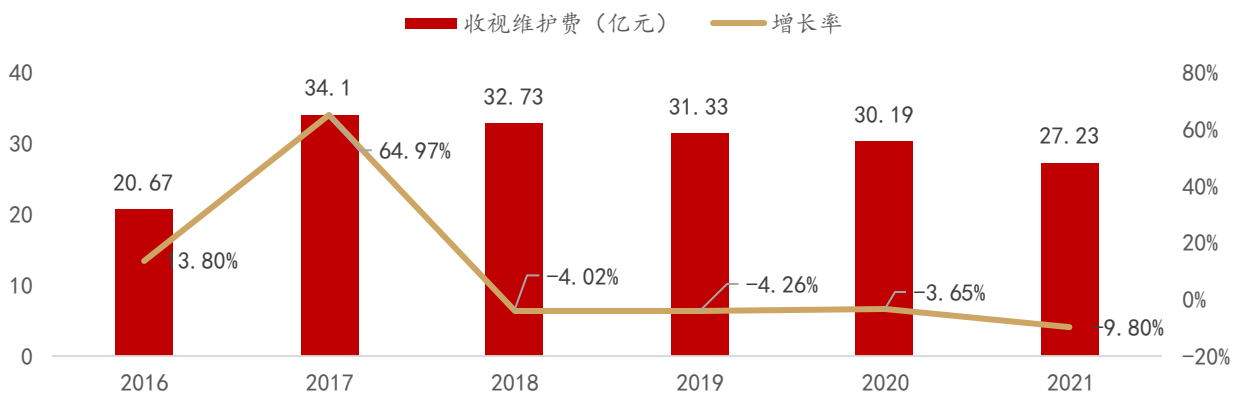
公司的有线电视业务和宽带业务客户对象主要为个人或家庭。传统广电网络运营商主要依靠营业厅现金的方式向用户收取基本收视维护费、数字电视增值服务费和宽带使用费。

截至 2020 年底，公司联网数字电视有效客户累计 1531.28 万户，较上年下降 2.26%；数字电视有效终端累计 2654.83 万台，较上年下降 1.62%；互动有效终端累计 826.86 万台，较上年增长 10.5%；全省总体互动渗透率为 54.00%，平均每 100 户平均拥有 54 台互动数字电视有效终端，较上年增长 6.17%。宽带有效客户达到 357.74 万户，较上年增长 7.1%。

### 2.1.1. 电视收视、视频点播业务放缓，高清互动终端渗透率稳定增长

电视收视业务和视频点播等基本业务和增值服务为公司带来了收视维护费和增值服务费的收入，其中收视维护费是公司最主要收入来源。2021 年，收视维护费收入为 27.23 亿元，较上年降低 9.80%，主要受疫情和用户流失影响，占主营业务收入比重达 43.16%，占总营收比重达 36.51%。近四年来看，收视维护费占主营业务比重维持稳定在 43%以上，从 2018 年到 2021 年分别为 48.09%、47.72%、49.57%、43.16%。

图 3 2016-2021 收视维护费规模与增速

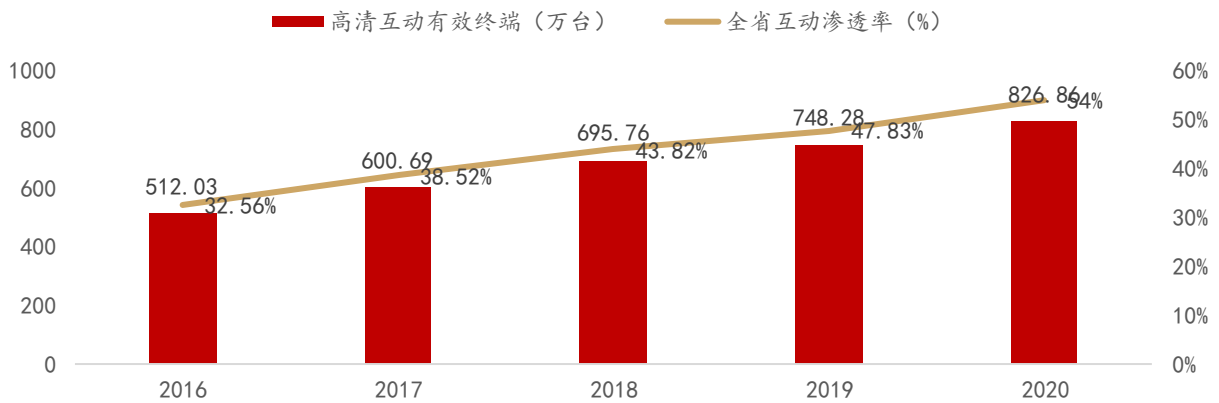


资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司在全行业高竞争环境下积极转型，从传统传输收入转向高清、数字、互动类增值业务，同时不断精进线路建设。经过不断的升级改造，公司的电视干线网成为全国第一家，实现地理和架空两条通道、提供双路由环网保护的有线电视网。有线电视接入网完成省辖市的双向化改造，具备提供互动媒体全业务的能力。在全国率先建成了支撑千万级用户规模，双向互动、高清、异地备份的业务运营平台。公司不断推进高清互动终端规模与渗透率的增长，近五年维持稳定上升趋势，为主营业务创造新驱动力。



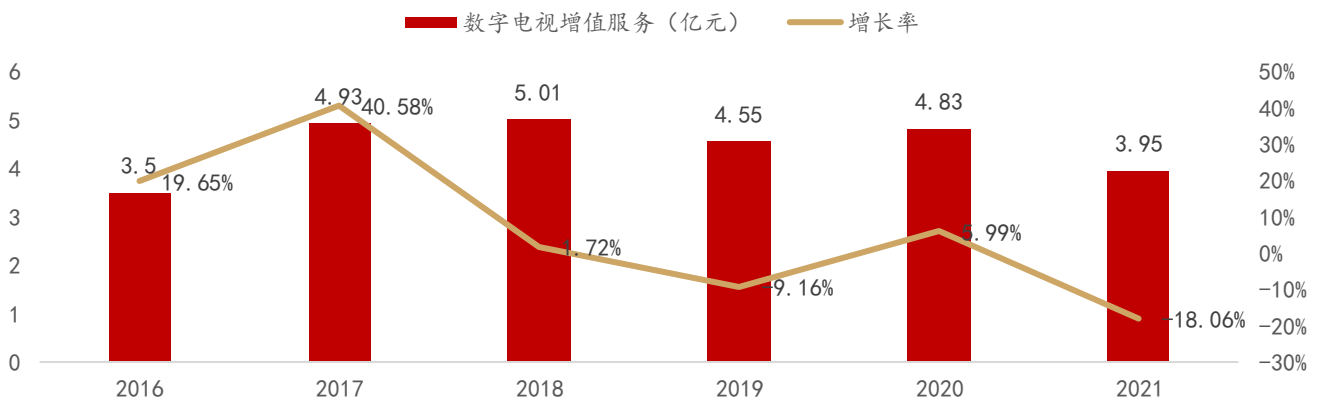
图 4 2016-2020 年高清互动终端规模与渗透率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

数字电视增值服务费在 2021 年创收 3.95 亿元，较上年减少 18.06%，主要受公司业务转型与互动有效终端数增长所驱动，占主营业务收入比重达 6.27%。

图 5 2016-2021 年数字电视增值服务规模与增速

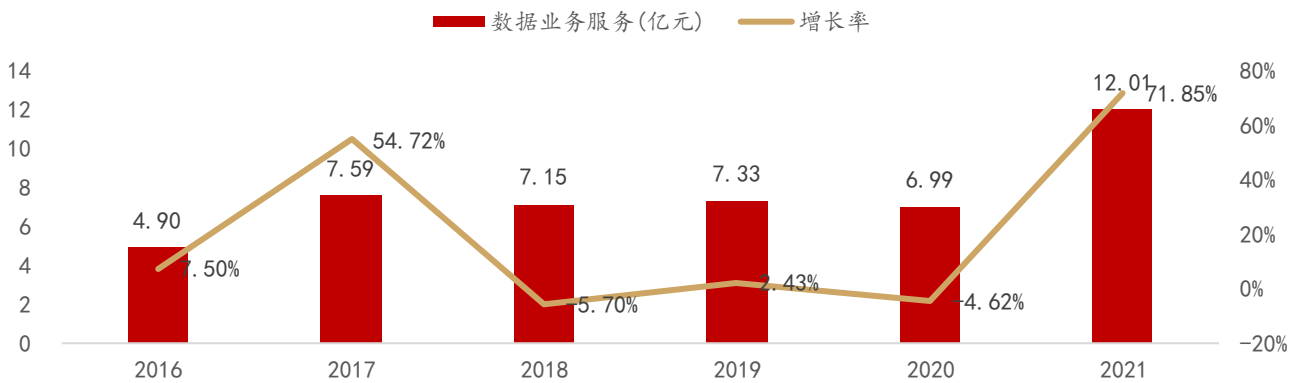


资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 2.1.2. 数据业务占比持续提升，营收大幅提高

公司通过广电网络向用户提供互联网接入服务，向用户收取有线宽带使用费，为公司创造数据业务服务收入。2021 年，数据业务服务创收 12.01 亿元，较上年上升 71.85%，占主营业务比重达 19.04%，占总营收比重达 11.48%，位居第三。近四年来，数据业务服务占主营业务比重稳中有进持续上升，2018 年至 2021 年分别为 10.51%、11.16%、11.48%、19.04%。

图 6 2016-2021 年数据业务服务收入规模与增速

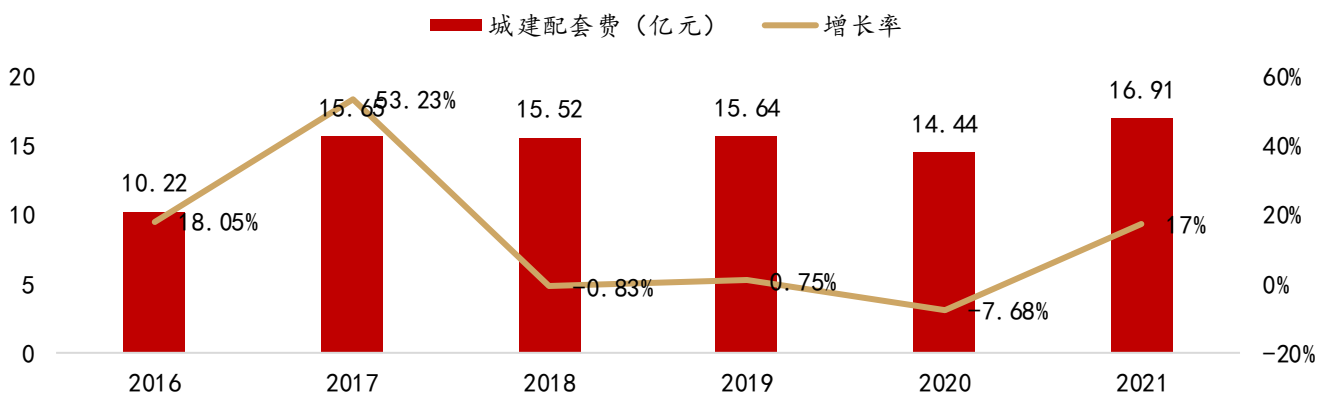


资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 2.2. 城建配套业务增速恢复，入网业务下滑较大

作为第二大收入来源的城建配套费，来源于公司通过规划建设广电网络干线网，是公司发展个人用户业务与收入的根基，其主要来源于新建小区的开发商在缴纳土地出让金的同时缴纳的有线电视相关配套费。公司根据各地物价局批准的收费标准，向房地产商或政府代收部门收取城建配套费。有线电视的城建配套费主要包括从主干网至用户终端的施工工程费、材料费及其他费用，公司负责小区广电网络的建设及接入到户，待小区网络建设完毕后确认收入。2021 年，城建配套费收入达 16.91 亿元，较去年上升 17%，占主营业务比例达 26.80%。近年来，城建配套费收入占总收入比例基本稳定，自 2018 年至 2020 年，占主营业务比例分别为 22.81%、23.82%、23.71%、26.80%。受地域局限性影响，城建配套业务收入未来或面临市场放缓或饱和的风险。

图 7 2016-2021 年城建配套费收入规模与增速



资料来源：公司公告，华西证券研究所

入网费占比较低，来源于用户分配网取得收入。2021 年，入网费收入达 0.13 亿元，较上年下滑 42.43%，主要受疫情和市场饱和影响所致。

## 2.3. 智慧广电与 5G 建设：文化科技融合，创新带动建设

公司主动融入“新基建”大战略，抢先广电 5G 技术应用的研发，与中国广科院、紫金山实验室等科研单位和华为、中兴等科技企业开展密切合作，成立国内首个广电 5G 室内覆盖应用创新实验室；大力推动数字经济发展，数据公司积极参与江苏省政务大数据中心、国家文化大数据华东区域中心、大运河文化数字云平台等项目建设，为“数字江苏”建设提供更多支撑。常州分公司发起溧阳“阳光村务”、金坛“智慧乡村”平台等项目，巩固公客业务，取得良好社会效益，为用户保有找到新的突破口。

公司为进一步满足群众多元文化消费需求，联合总局广科院、北京大学成立下一代广播电视网络 HINOC 技术创新及成果转化实验室，面向江苏全省用户加快推进爱奇艺、优酷、腾讯等互联网内容上线，不断提升内容供给能力和用户收视体验；公司技术工程管理部牵头制定《全省 IP 化技术路线实施指导意见》和《IP 融合业务平台总体实施方案》，技术研究院完成系列化 IP 机顶盒研发，为公司未来一个阶段技术体系发展的总体架构和建设要求明确了方向。

同时公司加快推进“两个平台”建设：

——围绕“一云、双网、三用、四统、5G、多屏”产业平台，进一步强化统一规划、统一建设、统一运营、统一管理，加快构建具有市场竞争力的全省一体化“云产业”平台，打造公司自有的“视界云”品牌；全力实施网络 IP 化改造，明确全省 IP 化技术体系建设目标和实施路径，统筹 IP 平台 20 个子项开展协同建设；抢抓 5G 发展，重点推进广电 5G 核心网建设、700 兆频率迁移、广电 5G 业务场景规划设计、园区 5G 应用示范网建设等项目，推动有线、无线协同覆盖、“大小屏”协同服务模式，开发基于有线用户以新视听为特色的 APP，顺应和探索在媒体融合、移动优先环境下的发展新路径。

——围绕“4K 江苏、智慧广电”业务平台。积极顺应大数据、AI 人工智能、云计算、超高清技术和视频产业发展需求，统一开发“全省通”4K 超高清机顶盒，已投放用户 118 万台。苏州分公司与上海海思联合研发的国内首家 8K 超高清端到端传输解决方案亮相 2020 长三角高新视听博览会，并完成了国内首次中超决赛 8K 超高清直播实验。同时，深入开展基于广电网络的“智慧城市”、“智慧乡镇”、“智慧社区”建设，开发出包括智慧党建、智慧水利、智慧旅游、智慧校园等在内的智慧广电创新应用数十项。扬州分公司为西湖镇创新打造“1+4+8”综合治理平台，获得省编办充分肯定，并被评 2020 年度江苏省智慧广电示范项目；泰州分公司注重发挥好广电站联系地方党委的优势，推进小工程、小配套、小赔补、智慧乡村等利润较高的集客项目拓展，政企业务取得新突破。全省的政企服务规模逐年增大，智慧广电业务收入逐年攀升。

## 2.4. 财务数据

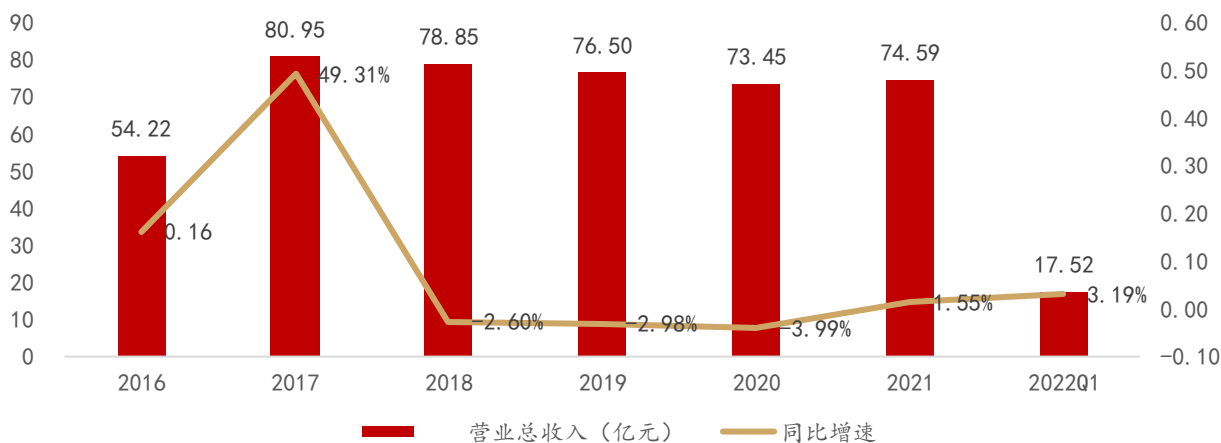
**营业收入恢复增长。**2021 年，公司营业收入主要来源于主营业务，占比达到 84.59%。公司主营业务收入以收视维护费为主，随着电视收视行业竞争加剧，用户数不断流失，收视维护费收入 27.23 亿元，同比下降 9.80%；公司第二大收入来源为城建配套费，2021 年为 16.91 亿元，较上年同比上升 17%；数据业务服务实现收入 12.01 亿元，较上年同比上升 71.85%；数字电视增值服务实现收入 3.95 亿元，较上年同比降低 18.06%；视频接入费实现收入 2.34 亿元，较上年同比下降 12.63%；分成收入实现收入 0.29 亿元，较上年同比降低 52.27%；入网费实现收入 0.13 亿元，较上年同比下降 42.43%；其他主营业务收入实现收入 0.10 亿元，较上年同比下降 90.13%。

**营收结构转变。**近三年来公司营收比例结构有所变化，总的来看，主营业务收入占比先降后增，从 2019 年的 85.83% 下滑到 2020 年 82.93%，2021 年又增长至 84.59%。近三年主营业务内部各业务占总营收比例基本稳定，收视维护费占比始终最高，2021 年有所下降，但仍维持在 36% 以上，2019 年到 2021 年分别为 40.96%、41.11%、36.51%；城建配套费占比稳定在 20% 左右；同时数据业务服务略有增加，从

2019年9.58%上升到2021年16.10%；数字电视增值服务收入从2019年的5.95%波动下降到5.30%；视频接入费与分成收入略有下滑，视频接入费自2019年的3.55%下滑至2021年的3.14%，分成收入自2019年0.74%下滑到2021年0.38%，入网费占比由2019年的0.29%下滑至0.17%。其他主营业务占比三年来分别为4.31%、1.31%、0.13%。

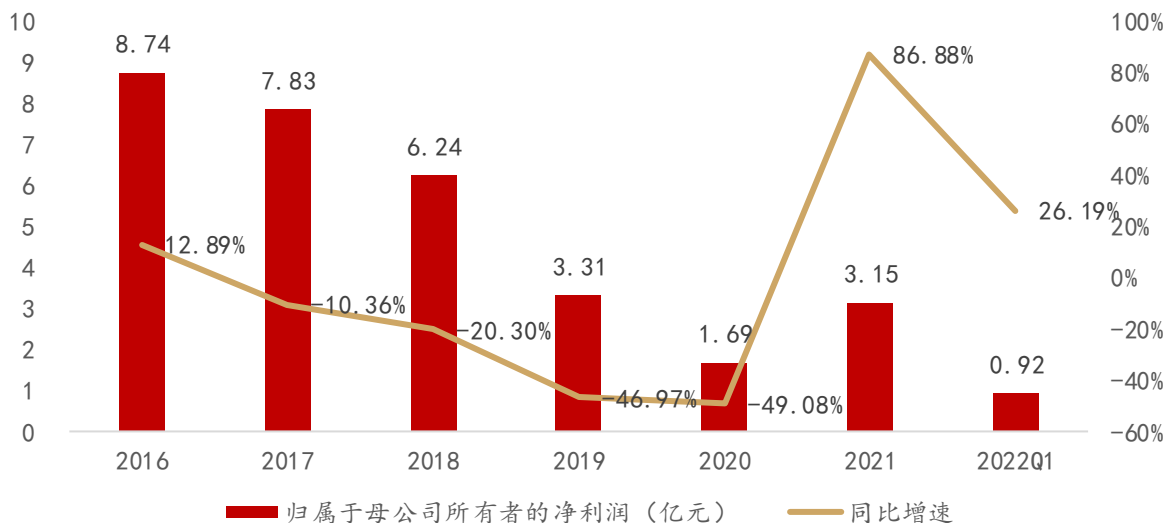
2021年公司实现营收74.59亿元，同比上升1.55%；实现归母净利润3.15亿元，同比上升86.88%。2022年公司一季度实现营收17.52亿元，同比上升3.19%，归母净利润0.92亿元，同比上升26.19%。

图8 2016-2022Q1 公司营收规模及增速



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图9 2016-2022Q1 公司归母净利润规模及增速



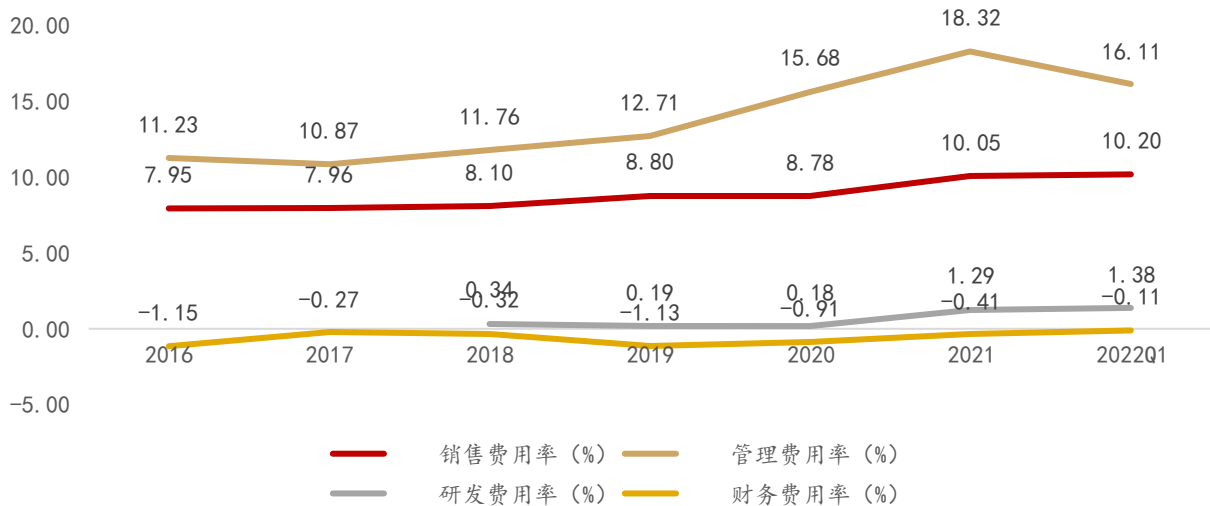
资料来源：公司公告，华西证券研究所

**控费能力稳定，费用明显侵蚀利润。**2021年全年，公司费用总额为21.82亿元，同比上升25.19%。2021年全年，公司期间费用中销售费用占34.37%，管理费用占62.60%，研发费用占4.40%，财务费用占-1.37%；其中，销售费用7.50亿元，同比

上升 16.28%；管理费用 13.66 亿元，同比上升 18.58%，研发费用为 0.96 亿元，同比上升 638.46%；财务费用为-0.30 亿元，主要系利息收入冲减，同比上升 55.22%。整体看，公司费用控制能力基本稳定，受疫情影响有所增长，期间费用对利润侵蚀相对明显。

2022 年一季度公司销售费用率 10.20%，管理费用率 16.11%，有所下降，研发费用率 1.38%，持续提升。

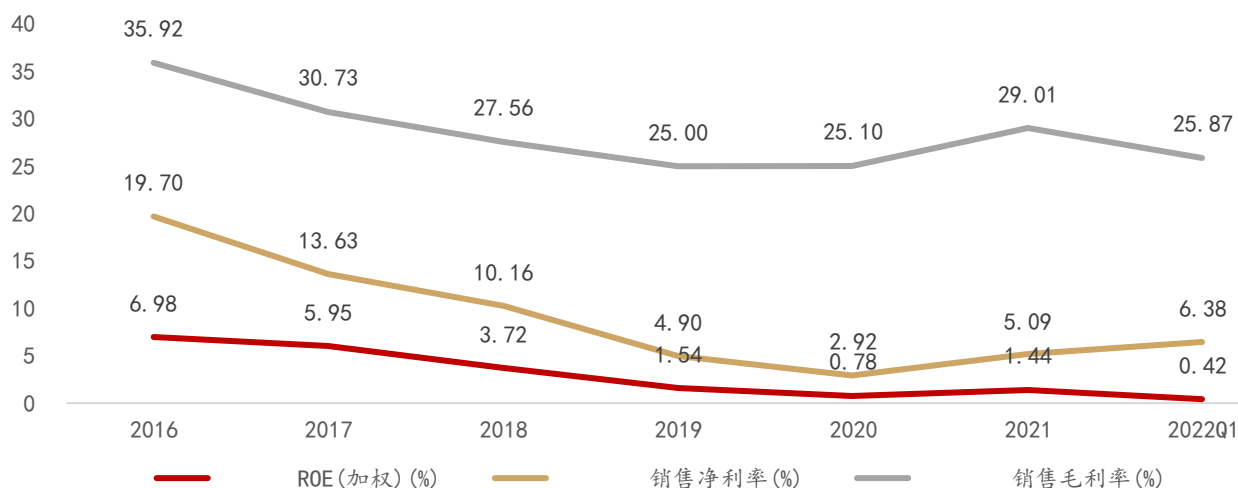
图 10 2016-2022Q1 公司四项费用率走势



资料来源：公司公告，华西证券研究所

2021 年全年，公司销售毛利率为 29.01%，同比增长 3.91pct，销售净利率 5.08%，同比上升 2.16pct。加权 ROE 也回升至 1.44%。整体上看，公司各项盈利指标与 2020 年相比均有回升，整体盈利能力基本达到 2019 年疫情前的水平。2022 年一季度 ROE（加权）为 0.42%，销售毛利率 25.87%，同比下降 0.78pct，销售净利率 6.38%，同比上升 1.03pct。

图 11 2016-2022Q1 公司盈利比率走势



资料来源：公司公告，华西证券研究所

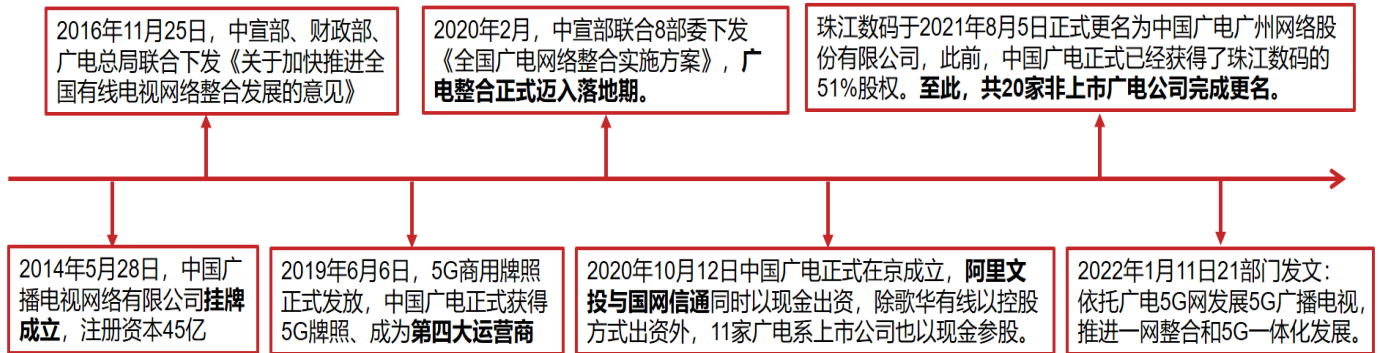
### 3. 行业分析

#### 3.1. 行业现状：全国一网整合和广电 5G 业务加速推进

当前的行业主旋律为全国一网整合和广电 5G 业务。当务之急需要加快广电全国一网的整合和广电 5G 业务的落地，进一步提升广电行业在互联网时代下的业务竞争力。

广电全国一网省一级改造基本完成，结束高度分散状态。2014 年 5 月，中国广播电视网络有限公司挂牌成立，注册资本 45 亿；2016 年 11 月，中宣部、财政部、广电总局联合下发《关于加快推进全国有线电视网络整合发展的意见》；2019 年 6 月，5G 商用牌照正式发放，中国广电正式获得 5G 牌照、成为第四大运营商。2020 年 2 月，中宣部联合 8 部委下发《全国广电网络整合实施方案》，广电整合正式迈入落地期。2020 年 10 月中国广电正式在京成立，阿里文投与国网信通同时以现金出资，除歌华有线以控股方式出资外，11 家广电系上市公司也以现金参股；2021 年 8 月珠江数码正式更名为中国广电广州网络股份有限公司，此前，中国广电正式已经获得了珠江数码的 51% 股权。至此，共 20 家非上市广电公司完成更名；2022 年 1 月 21 部门发文：依托广电 5G 网发展 5G 广播电视，推进一网整合和 5G 一体化发展。经历多轮网络整合后，目前广电网在省一级基本完成整合。

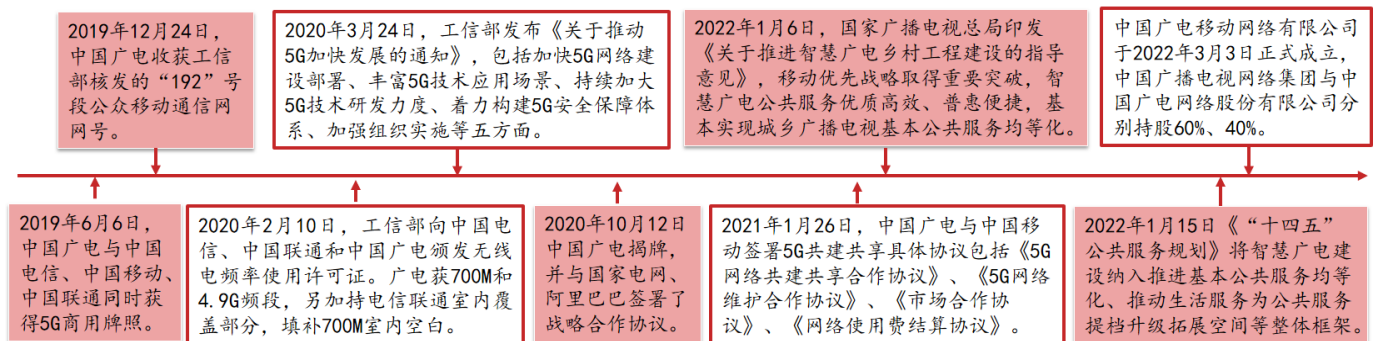
图 12 广电一网整合历程



资料来源：政府公开信息，华西证券研究所整理

**广电 5G 业务发展迅速。**2019 年 6 月，中国广电与中国电信、中国移动、中国联通同时获得 5G 商用牌照，同年 12 月，获工信部核发 192 号段网号；2020 年 2 月，中国广电获工信部颁发 700M 和 4.9G 频段使用许可证；2020 年 3 月，工信部发布《关于推动 5G 加快发展的通知》，包括加快 5G 网络建设部署、丰富 5G 技术应用场景、持续加大 5G 技术研发力度、着力构建 5G 安全保障体系、加强组织实施等五方面；同年 10 月，中国广电揭牌，与国家电网、阿里巴巴签署了战略合作协议；2021 年 1 月，中国广电与移动签署 5G 共建共享协议；2022 年 1 月，国家广播电视总局印发《关于推进智慧广电乡村工程建设的指导意见》，移动优先战略取得重要突破，智慧广电公共服务优质高效、普惠便捷，基本实现城乡广播电视基本公共服务均等化；同年 3 月中国广电移动网络有限公司正式成立，中国广播电视网络集团与中国广电网络股份有限公司分别持股 60%、40%。

图 13 广电 5G 发展历程

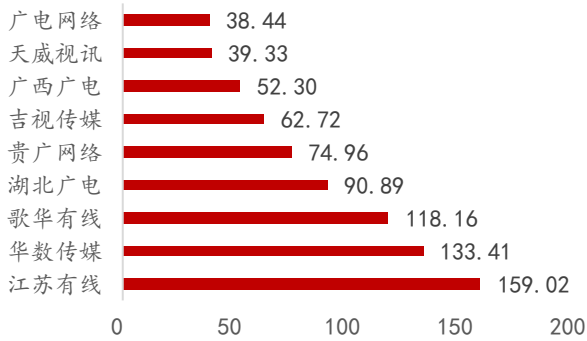


资料来源：政府公开信息，华西证券研究所整理

### 3.2. 同业财务数据比较 (PB) : 总市值位列第一, 毛利率可观

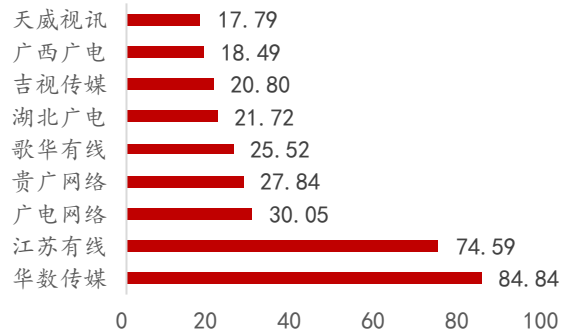
目前已上市的广电行业公司共有 9 家。截至 2022 年 5 月 6 日收盘数据, 江苏有线总市值为 159.02 亿元, 排名第一;

图 14 总市值比较 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 15 营收体量比较 (单位: 亿元)

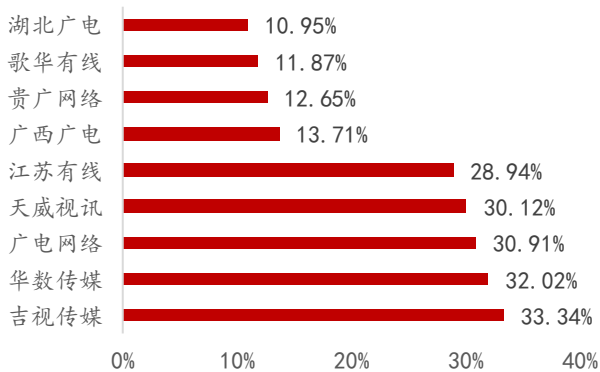


资料来源: Wind, 华西证券研究所

江苏有线在 2021 年实现营业收入 74.59 亿元, 总营业收入和主营业务收入均处于上游水平;

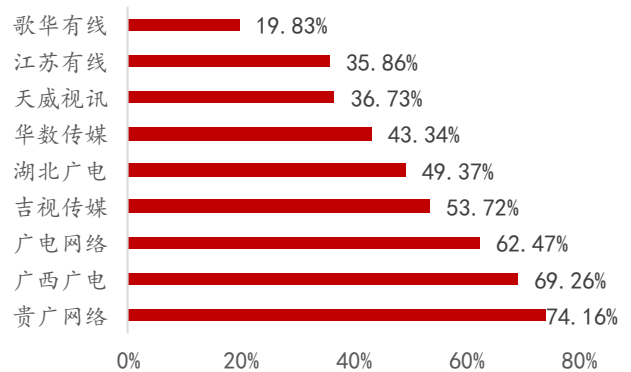
从盈利比率来看, 江苏有线的毛利率水平在行业中处于中游水平, 公司的杠杆比率较低。

图 16 销售毛利率比较



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 17 资产负债率比较



资料来源: Wind, 华西证券研究所

### 3.3. 行业展望: 转型 5G 超高清, 元宇宙前景可期

#### 3.3.1. 智慧广电受政策助推, 全媒体加速融合

《“十四五”公共服务规划》发布, 智慧广电受明确政策利好。2022 年 1 月 10 日, 《规划》提出, 加强智慧广电基础设施建设, 推进市级广电融合发展提升工程, 推动应急广播体系建设和有线高清交互数字电视机顶盒推广普及, 强化数字文化服务



和流动文化服务；建设全媒体传播体系，推广互动式、服务式、场景式传播，丰富移动智能终端呈现形式，提升内容服务品质。

**电信行业和 IT 产业进一步融合，广电拓展 5G 业务符合行业发展潮流。**老龄化、城市化、移动化等社会经济的变化，引起了业务、技术、监管的变化，产生了包括媒体领域的 4K、8K、VR、VR 等，以及消费电子和物联网领域的智慧家庭、智慧城市、智慧社区等新型业务，从而使得有线电视的环境发生了根本变化。面对现今 5G 的环境，广电行业在“全国一网”整合的带动下，有计划地投入有线升级，并和 5G 发展相融合。

目前，多地广电正大力提升媒体融合效能，持续推进媒体融合向纵深发展；打造智慧广电网络，建设广播电视和网络视听新型基础设施；推进“智慧广电+公共服务”建设，提升公共服务效能和水平；**构建协同开放的科技创新生态，夯实行业科技创新基石，聚焦 5G、超高清、云计算、大数据、人工智能、VR/AR、区块链、物联网等高新技术与广播电视和网络视听的创新应用，助力行业高质量创新性发展。**“十四五”时期，中国的广播电视和网络视听行业将迈入更高的跨界融合发展阶段。

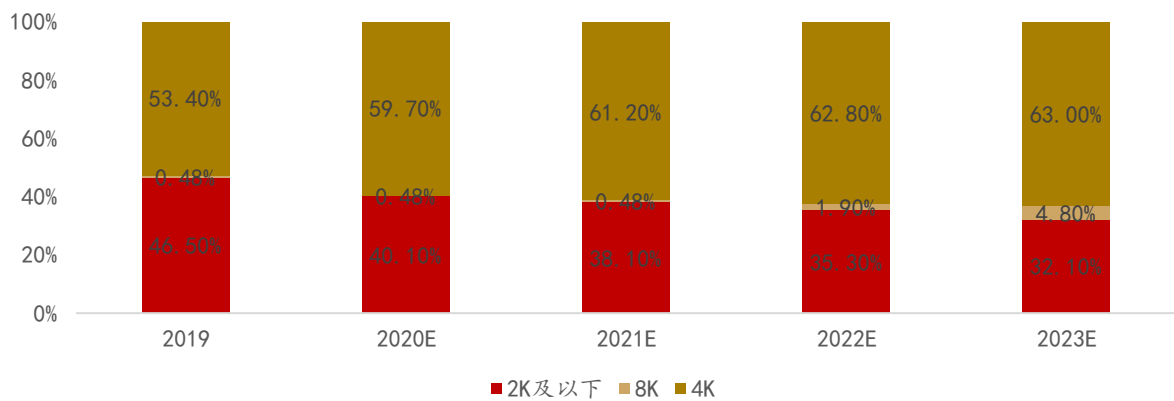
### 3.3.2. 全国一网、5G 牌照加持，超高清视频助力大屏价值回归

**全国一网整合，局域运营将被取代。**过往广电内容秉持“四级办电视”的方针，各级电视台在筹资与经营方面彼此独立，难以统一管理，内容存在局限性。一网整合后实行现代母子公司制管理架构，子公司为独立法人，母子公司在经营上既独立又统一。

**700MHz 黄金频段 5G 牌照加持，重拾运营商业务。**过往三大运营商相继推出 IPTV、OTT 等业务，对广电有线电视用户数量造成巨大冲击，国家广播电视总局发布《2021 年全国广播电视行业统计公报》，数据显示，2021 年有线电视网络整合与广电 5G 建设一体化加快发展，高清和超高清用户 1.09 亿户，同比增长 7.92%；智能终端用户 3325 万户，同比增长 11.39%。有线电视双向数字实际用户数 9701 万户，同比增长 1.57%，高清超高清视频点播用户 3992 万户，占点播用户的比例达 95.3%。全国交互式网络电视(IPTV)用户 1 超过 3 亿户，互联网电视(OTT)用户 2 数 10.83 亿户。

**5G 助力超高清视频业务发展，广电新视听有望改善 DTV 困境。**现有视频前端传输方式中，5G 速率与移动性最佳，但在末端传输环节，使用 5G 网络收看 4K、8K 视频成本较高。广电网络取得 5G 牌照、加速智慧广电融合布局后，将降低有线用户超高清视频终端收看成本，促进超高清视频内容生产，达到《超高清视频产业发展行动计划(2019-2022 年)》中提出的“到 2022 年，超高清视频产业规模要达到 4 万亿元，4K 频道超高清节目制作能力超过每年 3 万小时，同时超高清视频用户达 2 亿人”的目标。

图 18 2019–2023E 4K、8K 电视出货占比及预测



资料来源：公司公告，华西证券研究所

**超高清视频业务促进大屏终端价值回归，反哺 DTV 业务。**据奥维云网数据，2021 年中国大陆 75+超大尺寸面板的出货面积占比达到 56%，较 2020 年增长了 9 个百分点，高端化发展已占据主导地位，2021 年中国彩电新技术产品定位在 6000+ 高端市场，其中激光电视高端市场占比为 3.0%，OLED 电视高端市场占比为 6.1%，8K 电视高端市场占比为 1.3%，MiniLED 电视高端市场占比为 1.8%。主流电视品牌均推出 8K 电视旗舰产品。超高清大屏电视可将 4K、8K 无颗粒感的画质优势最大化，提供更沉浸感。

广电处于电视内容产业的核心环节，将明确受益于 5G 推动下的超高清视频及大屏电视产业，不断提升内容丰富程度，减少用户数量流失。

图 19 8K 视频从色域、色深多个方面提高观感



资料来源：BTV 超高清工作室，华西证券研究所

### 3.3.3. Web3.0 时代政府补位，元宇宙业态前景可期

**Web3.0 时代政府价值导向责任凸显，巨头分立格局不再。**Web2.0 时代，控制着用户流量、通过业务扩张构建“生态圈”的互联网公司享有最多的市场红利，存在二选一、滥用市场支配地位获取竞争优势、用户信息泄露等问题。Web3.0 通过加密算法和分布式存储等手段保护用户隐私，同时高度开放、自由化，过度依赖流量红利与生态圈的巨头将逐渐式微，随着元宇宙被写入各地政府工作报告，Web3.0 时代，公有资本、国资背景企业将补位。2022 年 1 月，“十四五”数字经济发展规划发布，提出到 2025 年，数字经济迈向全面扩展期，数字经济核心产业增加值占 GDP 比重达到 10%，加大 6G 技术研发支持力度，加强智慧广电基础设施建设。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

元宇宙以 5G、云计算、人工智能、区块链、数字孪生为底层技术支持，与“智慧广电”趋势契合。广电利用 5G、智能操作系统等新技术搭载多元化应用，随着技术逐渐成熟，具备元宇宙业态低延迟、高带宽的特征；随着大屏逐渐回归、VR 设备渗透率上升，超高清视频、虚拟现实（VR）、增强现实（AR）、物联网等智慧广电规划中的新业务、新业态，将充分发挥规模化效应和 5G 技术优势。

图 20 元宇宙具备低延迟、沉浸感等特性



资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 4. 公司未来展望：抓住政策建设机遇，积极布局元宇宙

根据公司 2021 年报披露，“十四五”期间公司最大的任务是如何适应和实现根本性的“大跨越”，即实施“两步走”的五年战略：第一步，用两年左右时间，推进“融创跨越”，拓业务、跨行业、新基建，转方式、调结构、优布局、促增长；第二步，用三年左右时间，实现“融合转型”，高质量发展。公司努力实现“三高”，即成为广播电视与文化信息产业高质量发展的引领者、高品质生活的提供者和高效能治理的践行者。

### 4.1. 加快动能转换，推动数字经济全面发展

在数字经济方面，公司发展的总体目标是坚持固移融合、云网协同发展理念，全面融入广电网络行业数字化转型大局，推进媒体深度融合。2022 年，公司固定资产投资重点投资领域将集中在 5G 网络建设、统一宽带改革、IP 融合平台、统一云平台等重大项目建设，以及全省全光网改造、智慧广电乡镇工程、老旧小区改造工程等。

具体来说，在网络平台上，要继续加快推进全省统一技术体系建设，加快网络 IP 化、光纤化改造，全面完成云 BOSS 系统建设。在 5G 建设上，以支撑中国广电正式启动“192”放号运营为导向，完成广电 5G 核心网东部大区节点落地南京，完成中广电移动网络有限公司江苏分公司注册，与江苏有线实行一体化运营，确保广电 5G 业务在江苏率先实施。在产品研发上，开展系列化跨屏终端迭代研发；加快家庭组网和智能家居产品的研发上线；加快推进企业微信平台建设。在智慧广电和大数据建设上，把握“乡村振兴”“数字乡村”战略机遇，深入推进智慧广电乡村工程；积极拓展政务大数据、文化大数据、乡村大数据等创新业务，探索工业大数据应用场景；进一步发挥长三角广电网络数字经济联盟作用，推动广电网络行业在技术、业务、资源、集采等方面开展跨区域合作，着力建设广电智慧网络全国高质量发展样板区，打造数字产业化、产业数字化的数字经济发展高地。

### 4.2. 推进统一市场建设，打好市场拓展“立体战”

在市场建设方面，公司的总体目标是加快推进全省统一市场体系建设，拓展“广电 5G，4K 江苏，智慧广电”业务平台建设，提升文化产品供给能力。

具体来说，在内容建设上，公司完善“管办分离、部司协同”机制，做优内容，实现内容引进与特色生产共建，大小屏相互引流新格局，持续深化“内容生态圈”建设，探索建立全媒体媒资质效评估和考核机制，不断丰富江苏有线内容“中央厨房”。在用户服务上，加快推进全省统一产品体系优化升级，统一全省宽带业务的运营策略，推广“5G+高速宽带+IP 机顶盒（或一体机、软终端）”融合套餐，加快“视界 TV”内网完整版产品的落地应用和公网核心版内容的规模拓展，实现产品的高速宽带捆绑化、互动功能产品化、标清高清融合化、业务贡献数据化。在 5G 运营上，将按照中国广电统一部署，配合支撑中国广电与中国移动共建共享快速落地，开展 192 号段放号运营。在媒体融合上，建立“全省统一，呼应中广”的内容聚合平台，实现全渠道分发，构建“5G+4K/8K+AI（VR）”媒体传播新格局。

### 4.3. 提升数字经济发展动能，布局元宇宙相关业态

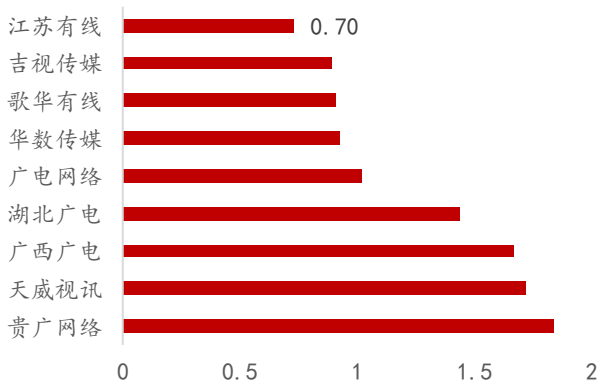
公司大力发展智慧广电数字经济，加快 IP 化、云化、智能化、融合化。随着乡村振兴、数智时代等战略机遇涌现，公司开拓政务大数据、文化大数据、乡村大数据、治理大数据、智慧家庭等新业态，赋能千行百业数智化发展；积极布局智慧家庭生态，实现多屏、多端、跨网、跨平台的信息互联互通联动机制，促进业务产品创新。

**积极布局新业态，为元宇宙提供基础设施底层技术。**在“全国一网”和广电 5G 建设一体化发展的背景下，公司开展 5G 核心网及基站建设，共建共享，以“192”放号为契机，发展通讯新业务，探索应用新场景；推动媒体融合，逐步打造“5G+4K/8K+AI”融合创新的传播新格局，通过智慧服务，构建产业生态，扩展文化宣传、数字娱乐、内容生产、智慧城市、教育、医疗、车联网、物联网等垂直行业服务，建设文化特色鲜明、具备核心竞争力、差异化运营、安全的移动超高清融合媒体传播网、智慧物联网、基础战略资源网。

## 5. 盈利预测

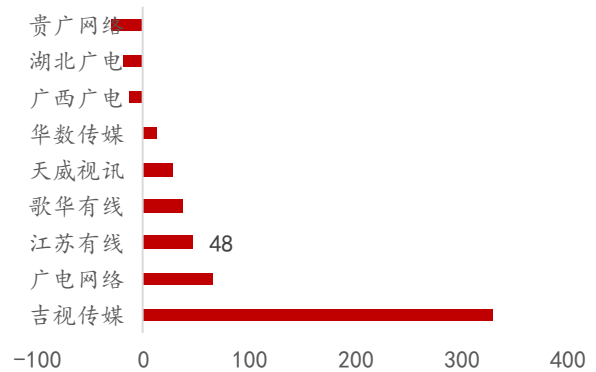
截至 2022 年 5 月 6 日收盘数据，公司 PE (TTM) 值为 48 倍，PB 值为 0.70 倍。我们认为，随着“全国一网”整合的推进，公司市净率仅为 0.70，处于“市值破净”状态，股价存在较大的估值修正空间。

图 21 PB 比较 (P 为 05.06 收盘价)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 22 PE (TTM) 比较 (P 为 05.06 收盘价)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

2021 年公司实现营收 74.59 亿元，较上年增长 1.55%；实现归母净利润 3.15 亿元，2022 年一季度营收 17.52 亿元，同比增长 3.19%，归母净利润 0.92 亿元，同比增长 26.19%，业绩持续回暖。

本着谨慎性原则，参照公司未来新业态新内容的发展，我们预计公司 2022-2024 年实现营业收入分别为 76.30/78.60/82.42 亿元，实现归母净利润分别为 3.65/4.15/4.63 亿元，EPS 分别为 0.07/0.08/0.09 元，对应 2022 年 5 月 6 日 3.18 元/股收盘价，PE 分别为 43、38、34 倍，市净率分别为 0.70/0.69/0.68 倍，再结合全国一网整合趋势和方式，我们认为公司当前股价显著被低估，未来存在修复空间，首次覆盖，给予“增持”评级。

## 6. 风险提示

### 6.1. 用户流失风险

随着互联网等行业的不断发展，用户选择更丰富，传统广电业务面临的竞争日趋严峻，如公司不能及时业务转型跟上用户不断变化的需求，将面临用户不断流失的风险。

### 6.2. 一网整合不及预期风险

广电一网整合涉及面广，推进节奏整体较慢，目前尚无明确的整合完成时间节点，这使得未来各省广电 5G 业务的发展存在推进不及预期、发展状况不平衡的风险。

### 6.3. 宏观经济下行风险

全球疫情仍未结束，我国宏观经济也面临严峻挑战，如宏观经济下行，公司业绩难免受到影响，即存在宏观经济下行风险。

## 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)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	7,459	7,630	7,860	8,242	净利润	380	435	494	552
YoY (%)	1.6%	2.3%	3.0%	4.9%	折旧和摊销	1,984	1,457	1,521	1,603
营业成本	5,295	5,440	5,598	5,862	营运资金变动	-46	-268	-176	-101
营业税金及附加	7	15	16	16	经营活动现金流	2,358	1,261	1,425	1,586
销售费用	750	763	794	841	资本开支	-1,772	-710	-865	-1,120
管理费用	1,366	1,373	1,415	1,484	投资	-1,165	-150	-160	-170
财务费用	-30	-37	-48	-59	投资活动现金流	-2,786	-669	-829	-1,084
研发费用	96	92	94	107	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-73	0	0	0	债务募资	979	0	0	0
投资收益	182	191	196	206	筹资活动现金流	698	-38	-38	-38
营业利润	75	148	162	175	现金净流量	270	554	558	464
营业外收支	307	290	335	380					
利润总额	382	438	497	555	<b>主要财务指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
所得税	2	3	3	3	<b>成长能力</b>				
净利润	380	435	494	552	营业收入增长率	1.6%	2.3%	3.0%	4.9%
归属于母公司净利润	315	365	415	463	净利润增长率	86.9%	16.0%	13.5%	11.7%
YoY (%)	86.9%	16.0%	13.5%	11.7%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	0.06	0.07	0.08	0.09	毛利率	29.0%	28.7%	28.8%	28.9%
					净利率	5.1%	5.7%	6.3%	6.7%
					总资产收益率 ROA	0.9%	1.0%	1.1%	1.2%
					净资产收益率 ROE	1.4%	1.6%	1.8%	2.0%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>偿债能力</b>				
货币资金	3,727	4,281	4,840	5,303	流动比率	0.83	0.91	0.98	1.04
预付款项	187	218	224	234	速动比率	<b>0.66</b>	<b>0.74</b>	<b>0.81</b>	<b>0.87</b>
存货	1,232	1,222	1,273	1,317	现金比率	0.33	0.37	0.41	0.43
其他流动资产	4,409	4,724	5,217	5,843	资产负债率	35.9%	35.4%	35.5%	35.8%
流动资产合计	9,555	10,445	11,554	12,698	<b>经营效率</b>				
长期股权投资	1,532	1,532	1,532	1,532	总资产周转率	0.21	0.21	0.22	0.22
固定资产	18,996	18,539	18,218	18,115	<b>每股指标 (元)</b>				
无形资产	604	604	604	604	每股收益	0.06	0.07	0.08	0.09
非流动资产合计	25,630	25,173	24,853	24,749	每股净资产	4.36	4.43	4.51	4.61
资产合计	35,185	35,618	36,407	37,447	每股经营现金流	0.47	0.25	0.28	0.32
短期借款	144	144	144	144	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	2,727	2,757	2,838	2,971	<b>估值分析</b>				
其他流动负债	8,591	8,558	8,772	9,128	PE	52.00	42.69	37.60	33.68
流动负债合计	11,462	11,459	11,754	12,243	PB	0.75	0.70	0.69	0.68
长期借款	17	17	17	17					
其他长期负债	1,139	1,139	1,139	1,139					
非流动负债合计	1,156	1,156	1,156	1,156					
负债合计	12,618	12,615	12,910	13,399					
股本	5,001	5,001	5,001	5,001					
少数股东权益	770	840	919	1,007					
股东权益合计	22,568	23,003	23,497	24,048					
负债和股东权益合计	35,185	35,618	36,407	37,447					

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

**赵琳：**华西证券传媒行业首席，南开大学本硕。本科毕业后自愿到乡村学校长期支教后担任校长，期间获《中国教育报》头版头条关注报道。2017年硕士毕业后到新时代证券从事传媒行业研究，2019年加盟华西证券。

**李钊：**毕业于上海财经大学，硕士期间累积超过1.5年的传媒行业实习经历，曾任职于阳光私募研究部，2019年加盟华西证券。

### 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。