

从 Roku 看海外 OTT 终端设备盈利模式

——OTT 行业系列报告之一



行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)
 国家/地区 中国/A 股
 行业 传媒
 报告发布日期 2018 年 11 月 29 日

行业表现



资料来源: WIND

证券分析师 **邓文慧**
 021-63325888-7041
 dengwenhui@orientsec.com.cn
 执业证书编号: S0860517100002

联系人 **马继愈**
 021-63325888-6107
 majiyu@orientsec.com.cn

相关报告

对标海外教育政策沿革, 优选弱政策周期 2018-11-29
 景气赛道
 广告行业下滑明显, 电梯媒体影响较小 2018-11-26
 影视行业商誉减值风险整体可控 2018-11-25

国内外流媒体平台的一个共同趋势是入驻盒子等 OTT 终端设备。国内 OTT 行业的发展受到严格监管, 由 7 个集成牌照方提供内容播控, 行业发展受政策局限。相比之下, 海外市场发展更为成熟, 其模式对国内具有一定借鉴意义。本篇报告, 我们将从三方面对海外 OTT 行业进行思考和探讨: (1) 海外 OTT 行业发展概览; (2) 海外 OTT 电视终端设备行业竞争格局; (3) 从 Roku 业务看 OTT 电视终端设备的盈利模式。

核心观点

- **流媒体机顶盒/电视棒是美国时长最主流的 OTT 设备**, 是推动 OTT 电视终端设备快速增长的主要动力。截止至 2018 年 4 月, 美国流媒体机顶盒/电视棒家庭用户达到 3360 万, 渗透率达 47%, 平均每月观看时间为 53 小时。目前流媒体机顶盒/电视棒市场被 Roku、Amazon FireTV、Chromecast、Apple TV 四大巨头占据。其中, **Roku 拥有最高的流媒体渗透率 (32.40%) 和最大规模的家庭用户 (3890 万)**, 并以多种设备形式和型号的选择、独立的生态系统和具有吸引力的价格占据优势地位。
- **流媒体视频平台积极发展电视终端的覆盖**, OTT 电视终端是其渗透入家庭电视场景的重要渠道, 可更直接地接触家庭客户, 方便新用户注册。根据 Statista 的数据, 2017 年 Netflix 有 25% 新注册用户来自电视终端。**用户对家庭客厅场景的流媒体内容也有消费需求**。随着流媒体市场的日益成熟, 部分观众对画质、观影体验也有了更高的要求, OTT 电视终端设备是提升观看体验的重要工具。在“掐线”的趋势下, 原来习惯于传统付费电视的观众通过 OTT 设备过渡到流媒体服务, 可以继续使用家庭电视观看流媒体内容, 过渡过程更为方便和自然。
- **活跃用户数和 ARPU 值共同推动了 Roku 营业收入的增长**。由于设备销量增长放缓, **Roku 主要通过向电视制造商和服务运营商授权操作系统获取新用户**。2018 年 Q3, 超过一半的新账户来自 Roku TV 等授权操作系统的电视。在货币化上, Roku 也取得了 ARPU 的快速增长, 2018 年 Q3 单季度的每用户平均收入为 17.34 美元。
- **Roku 业务重心从低毛利率的硬件销售转向以广告和授权为主的平台业务**。Roku 硬件收入占比持续下滑, 2018 年 Q1 平台收入占比首次超过硬件收入, 占总营业收入的 55%。OTT 电视终端设备基于客厅场景, 面向多个家庭成员, 投放广告覆盖的人群更广, 并且拥有多种形式的广告位, 可满足不同广告客户需求, 广告客户更愿意在 OTT 电视终端设备投放广告。Roku 于 2017 年 9 月推出 Roku Channel, 并开发 RAF 广告框架提供通用广告解决方案, 获得了巨大的广告库存, 促进平台收入的大幅度增长。

风险提示

- 政策监管风险, 优质内容供应不足风险, 经济增长放缓风险

目 录

1 海外 OTT 行业发展概览	4
1.1 OTT 对传统付费电视形成替代	4
1.2 OTT 内容及终端	5
2 海外 OTT 电视终端竞争格局	9
3 从 Roku 看 OTT 终端设备的盈利模式	11
3.1 Roku 概况	11
3.2 盈利模式：由硬件收入逐渐切换至平台收入	11
3.2.1 硬件收入	11
3.2.2 平台收入	12
3.3 收入维度：平台收入改善公司营利状况，ARPU 和活跃用户数推动营收增长	14
3.4 成本维度：硬件业务利润贡献度小，平台业务毛利率更高	16

图表目录

图 1: 传统付费电视模式和 OTT 模式对比.....	4
图 2: 美国 WiFi 使用家庭订阅情况 (单位: 千)	5
图 3: OTT 平均观看时间 (单位: 小时)	5
图 4: OTT 产业链	6
表 1: OTT 内容端模式	6
图 5: OTT 设备在美国 WIFI 使用家庭中的渗透率.....	7
图 6: OTT 设备的平均观看时间 (单位: 小时)	7
图 7: OTT 设备家庭用户数 (百万)	7
图 8: 各品牌智能电视市场份额.....	8
图 9: 2017 年 Netflix 新注册用户来源.....	8
图 10: 流媒体机顶盒 / 电视棒的渗透率	9
图 11: 流媒体机顶盒 / 电视棒家庭用户数 (百万)	9
图 12: 设备形式对比.....	9
表 2: 流媒体机顶盒 / 电视棒价格对比	10
图 13: Roku 覆盖频道.....	11
图 14: Roku 设备.....	11
图 15: Roku 平台收入构成	12
图 16: 美国传统电视广告支出预测 (单位: 亿美元)	12
图 17: Roku 广告框架 (RAF)	13
表 3: Roku 智能电视价格对比	14
图 18: Roku 营业收入和净利润 (百万美元)	14
图 19: Roku 营业收入增速	15
图 20: Roku 活跃用户数 (单位: 百万)	15
图 21: Roku 季度流媒体传输时间 (单位: 亿小时)	16
图 22: Roku 的季度 ARPU (单位: 美元)	16
图 23: Roku 硬件收入和平台收入 (单位: 百万美元)	16
图 24: Roku 硬件收入和平台收入占比.....	16
图 25: Roku 硬件和平台营业利润占比.....	17
图 26: Roku 硬件和平台毛利率	17
图 27: Roku 费用率	17

在研究流媒体视频行业的过程中，我们发现国内外流媒体平台的一个共同趋势是入驻机顶盒等OTT电视终端设备。对于流媒体内容平台，OTT电视终端设备是新增注册用户的重要渠道，通过OTT设备注册的装机量、保有量也较高。对于用户观众，OTT电视终端设备融合了电视和流媒体，一方面满足了观众对家庭大屏的需求，相比电脑端、移动端能提供更高清晰度的视频和更佳观看体验；另一方面整合了不同流媒体内容平台的内容，满足观众对多样化内容的需求，形成对传统有线电视的替代。

同时，海外OTT电视终端设备的盈利模式逐渐转向广告收入，相对于其他终端，这一盈利模式更容易实现。OTT电视终端设备基于客厅场景，面向多个家庭成员，投放广告覆盖的人群更广，广告客户更愿意将在传统电视上的广告支出转移至OTT电视终端设备。Roku作为美国OTT电视终端设备市占率最高的公司，其广告收入也在近一年获得较大的增长。

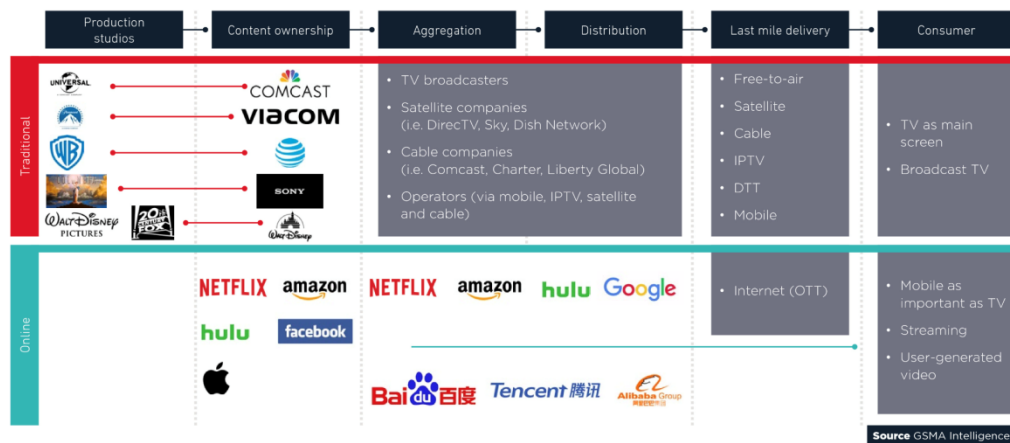
国内OTT行业的发展受到严格监管，由7个集成牌照方提供内容播控，行业发展受政策局限。相比之下，海外市场发展更为成熟，其模式对国内具有一定借鉴意义。本篇报告，我们将从三方面对海外OTT行业进行思考和探讨：（1）海外OTT行业发展概览；（2）海外OTT电视终端设备行业竞争格局；（3）从Roku业务看OTT电视终端设备的盈利模式。

1 海外OTT行业发展概览

1.1 OTT对传统付费电视形成替代

OTT (Over the top) 是以开放互联网为基础的视频服务，用户无需订阅传统的有线或卫星付费电视服务，通过互联网就可以传输流媒体内容。OTT从内容制作到传播渠道都颠覆了传统付费电视的模式，构建了另外一个平行的生态系统，形成对传统付费电视的替代。随着Netflix、Amazon Prime、Hulu等流媒体视频平台崛起，美国有线电视订阅用户逐渐减少，“Cord-Cutter”（掐线族）成为趋势，“Cordless”用户多数都转向了OTT流媒体服务。

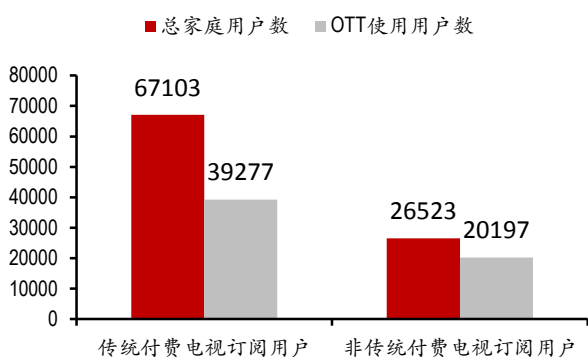
图 1：传统付费电视模式和 OTT 模式对比



资料来源：GSMA Intelligence，东方证券研究所

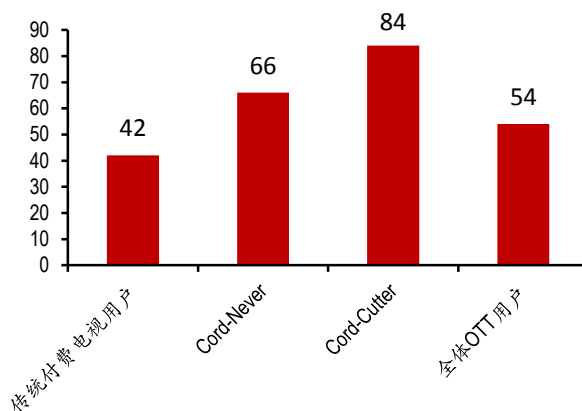
根据 ComScore 的报告，截止至 2018 年 4 月，在美国所有使用 WiFi 的家庭中，有 6710 万家庭用户订阅了传统付费电视（有线/卫星），有 2652 万用户不订阅。其中，58.5%的传统付费电视订阅用户使用 OTT 来观看流媒体内容，非传统付费电视订阅用户的这一比例达到 76.2%。共有 5950 万家庭用户使用 OTT，占美国 WiFi 使用家庭的 63.5%。OTT 用户平均每月观看时间为 54 小时（每天 1.8 小时）。其中，掐线族每月花 84 小时（每天 2.8 小时）观看 OTT 内容，高出平均水平 55.6%。

图 2：美国 WiFi 使用家庭订阅情况（单位：千）



资料来源：Comscore，东方证券研究所

图 3：OTT 平均观看时间（单位：小时）



资料来源：Comscore，东方证券研究所

1.2 OTT 内容及终端

OTT 的产业链主要分为内容端和终端。上游的内容端提供区别于传统电视的点播服务，时间上具有灵活性，主要有以下几种模式：

- (1) SVOD (Subscription Video on Demand, 订阅型视频点播)，用户签订授权使用服务的订阅协议，一般按月订阅，如 Netflix, Amazon Prime Video 和 Hulu。
- (2) AVOD (Advertising Video on Demand, 广告型视频点播)，用户可免费观看视频内容，但同时也需要观看广告，如 Crackle、Vice。
- (3) TVOD (Transactional Video on Demand, 交易型视频点播)，用户按次数付费点播，多用于观看单个电影、电视剧或体育赛事，主要平台包括 Amazon Video、Google Play。

除了点播服务外，部分传统电视的运营商也针对 OTT 推出了电视直播服务，即基于互联网的电视频道打包套餐，如卫星电视运营商 Dish Network 推出的 Sling TV，AT&T 推出的 DirecTV Now。

图 4：OTT 产业链



资料来源：公开信息，东方证券研究所

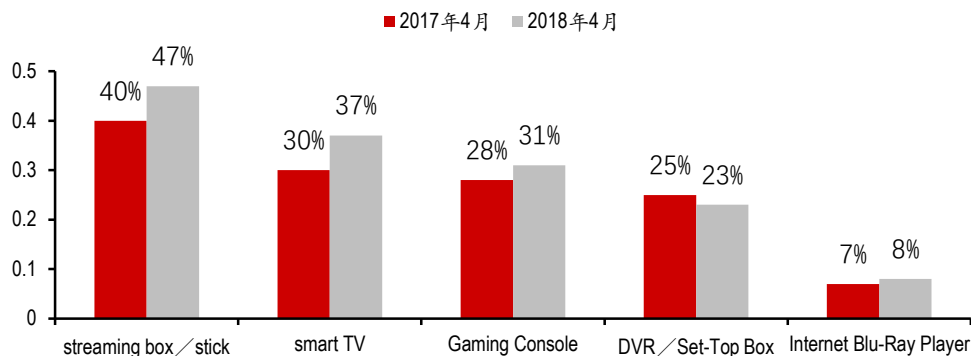
表 1：OTT 内容端模式

	模式	收费模式	代表
SVOD	订阅型视频点播	大部分按月收费	Netflix、Amazon Prime Video、Hulu
AVOD	广告型视频点播	免费	Crackle、Vice
TVOD	交易型视频点播	按次数付费点播	Amazon Video、Google Play
OTT 电视直播	电视频道直播	按月收费	Sling TV、DirecTV Now

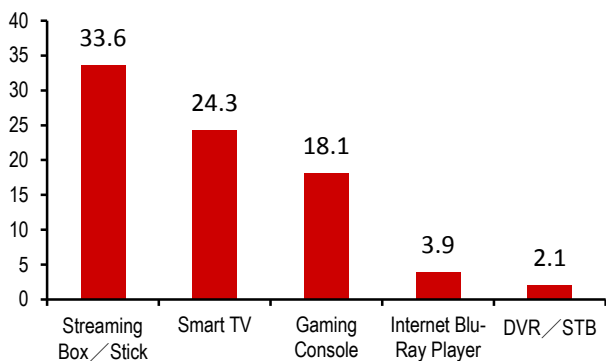
资料来源：网络资料，东方证券研究部整理

在下游终端层面，用户可以使用电脑、手机、平板、流媒体机顶盒 / 电视棒、智能电视等设备观看流媒体内容。由于接入互联网和随身携带的便捷性，电脑、手机、平板已经成为传统的流媒体观看设备，但也牺牲了部分观看体验。而 OTT 终端设备以其高性能带来更好的视听体验，主要包括流媒体机顶盒 / 电视棒、智能电视、游戏机、DVR 机顶盒、互联网蓝光播放器。

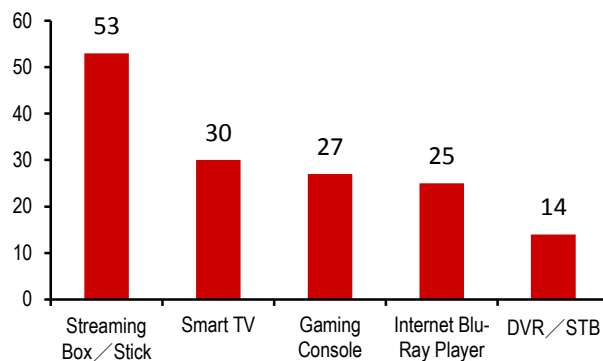
根据 ComScore 的报告，2017 年 4 月至 2018 年 4 月，美国 WiFi 使用家庭中的 OTT 设备渗透率显著增长，80% 的家庭拥有至少一种 OTT 终端设备，其中最主流的设备是流媒体机顶盒 / 电视棒（47%）。目前使用流媒体机顶盒 / 电视棒的家庭用户达到 3360 万，平均每月观看时间为 53 小时，占有 OTT 终端设备的 36%。全美流媒体机顶盒 / 电视棒的合计数据使用量在一年间同比增长 73%，达到 40 亿 G。相比之下，电脑端的数据使用量维持去年的 23 亿 G。

图 5：OTT 设备在美国 WIFI 使用家庭中的渗透率


资料来源：Comscore，东方证券研究所

图 6：OTT 设备的平均观看时间（单位：小时）


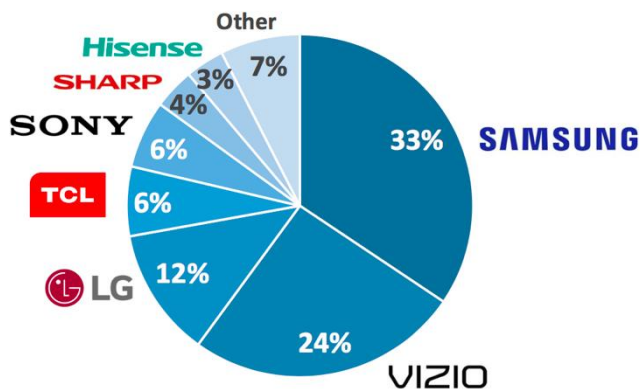
资料来源：Comscore，东方证券研究所

图 7：OTT 设备家庭用户数（百万）


资料来源：Comscore，东方证券研究所

除此之外，智能电视也有较高的渗透率（37%），用户达 2430 万，平均每月观看时间为 30 小时。主要电视品牌商开始在自己的电视中直接提供流媒体解决方案。其中，三星（33%），VIZIO（24%），LG（12%）占据了将近四分之三的智能电视市场份额。

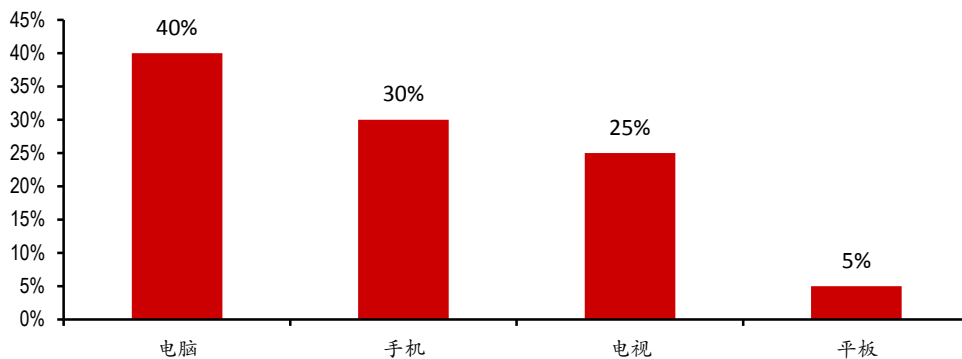
图 8：各品牌智能电视市场份额



资料来源：Comscore, 东方证券研究所

OTT 终端设备的快速发展由内容端和用户共同驱动。随着电脑等终端的渗透率临近天花板，流媒体内容平台需要通过渗透率较低的终端获取新用户，维持业绩增长。内容端的流媒体平台开始积极发展电视终端的覆盖，目前 Netflix、Amazon Prime Video 和 Hulu 等流媒体平台已经入驻了机顶盒、智能电视等电视终端。流媒体机顶盒等 OTT 终端设备帮助这些平台渗透入家庭电视场景，更直接地接触家庭客户，吸引新用户注册。根据 Statista 的数据，2017 年 Netflix 有 25% 新注册用户来自电视终端。

图 9：2017 年 Netflix 新注册用户来源



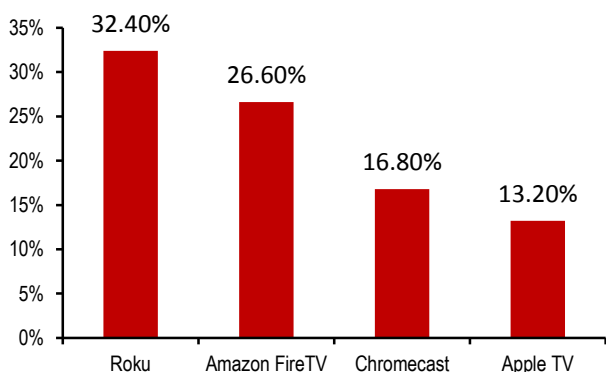
资料来源：Statista, 东方证券研究所

用户对家庭客厅场景的流媒体内容有消费需求。随着流媒体市场的日益成熟，部分观众对画质、观影体验也有了更高的要求，而 OTT 电视终端设备就是提升观看体验的重要工具。另一方面，在“掐线”的趋势下，原来习惯于传统付费电视的观众通过 OTT 设备过渡到流媒体服务，可以继续使用家庭电视观看流媒体内容，过渡过程更为方便和自然。除了 SVOD、AVOD、TVOD、OTT 电视直播服务外，一些传统付费频道也入驻了 OTT 电视终端设备，如 CNN 和 FX，用户通过帐户密码验证后可以继续观看传统付费频道。

2 海外 OTT 电视终端竞争格局

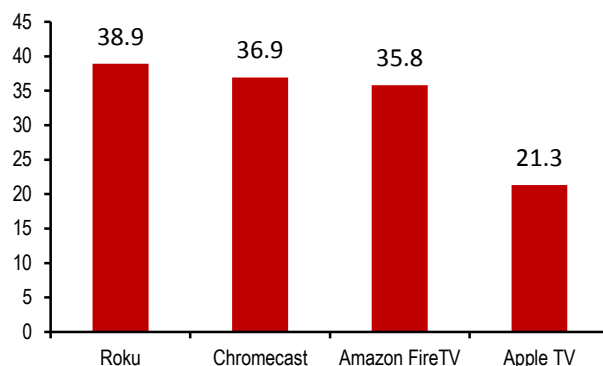
流媒体机顶盒 / 电视棒是推动 OTT 电视终端设备行业快速增长的主要动力。目前流媒体机顶盒 / 电视棒市场被四大巨头占据，分别是 Roku、Amazon FireTV、Chromecast、Apple TV。其中，Roku 拥有最高的流媒体渗透率（32.40%）和最大规模的家庭用户（3890 万）。Apple TV 在渗透率和家庭用户数上均处于弱势。

图 10：流媒体机顶盒 / 电视棒的渗透率



资料来源：Comscore，东方证券研究所

图 11：流媒体机顶盒 / 电视棒家庭用户数（百万）



资料来源：Statista，东方证券研究所

在设备形式上，Amazon FireTV 和 Roku 选择更多。Apple TV 仅有机顶盒一种形式，但可使用 iPhone，iPad 等 iOS 设备的 Airplay 功能进行内容传输。Chromecast 是由谷歌在 2013 年推出的一款数字电视棒，需要使用智能手机或者电脑把内容投影到电视机上。Amazon FireTV 是亚马逊于 2014 年首次推出的流媒体设备，有机顶盒和电视棒两种设备形式。Roku 的设备也包括机顶盒和电视棒两种设备形式，目前有 7 种型号。

图 12：设备形式对比



资料来源：公开信息，东方证券研究所

Apple TV 拥有独家的 iTunes Store 内容库，谷歌旗下有 Youtube。亚马逊旗下不仅拥有 Amazon Prime Video 的订阅式视频点播平台，也有 Amazon Instant Video 这样的交易式视频点播平台，同时也将针对 Amazon FireTV 推出广告式视频点播平台，进一步扩大自己的流媒体布局。这些科技巨头推出的设备都倾向于推销自己体系下的内容，将自有内容放置在界面正中心等显眼位置，吸引用户流量。而 Roku 保持生态系统的独立性，界面可根据用户的选择展现出最适合的内容，用户体验较好。

四大设备之间还存在一定排斥，比如 Chromecast 不能播放 Amazon Prime，Amazon FireTV 不能播放 Youtube，两者都是较受欢迎的流媒体平台，对其共同用户有一定影响。而 Roku 的中立性使它可以播放基本所有的流媒体平台，内容库更丰富多样。

Roku 提供的型号最多，价格区间也最丰富，其中基础款的 Roku Express 仅需 29.00 美元，对于中低端用户更有吸引力。Apple TV 的价格最贵，基础款达到 149 美元，超越其他三家的价格区间。针对 4K 和 HDR 格式的内容，四家公司均推出了更高配置的设备，其中最低的是 Roku Premiere 39.99 美元。

表 2：流媒体机顶盒 / 电视棒价格对比

	型号	设备形式	4K&HDR	价格
Roku	Roku Express	机顶盒	-	29.99
	Roku Express+	机顶盒	-	35.00
	Roku Premiere	机顶盒	支持	39.99
	Roku Premiere+	机顶盒	支持	49.99
	Roku Streaming Stick	电视棒	-	49.99
	Roku Streaming Stick +	电视棒	-	59.99
	Roku Ultra	机顶盒	支持	99.99
Apple TV	Apple TV	机顶盒	-	149.00
	Apple TV 4K	机顶盒	支持	179.00-199.00
Chromecast	Chromecast	电视棒	-	35.00
	Chromecast Ultra	电视棒	支持	69.00
Amazon FireTV	Fire TV Stick	电视棒	-	39.99
	Fire TV Stick 4K	电视棒	支持	49.99
	Fire TV Cube	机顶盒	支持	119.99

资料来源：网络资料，东方证券研究所整理

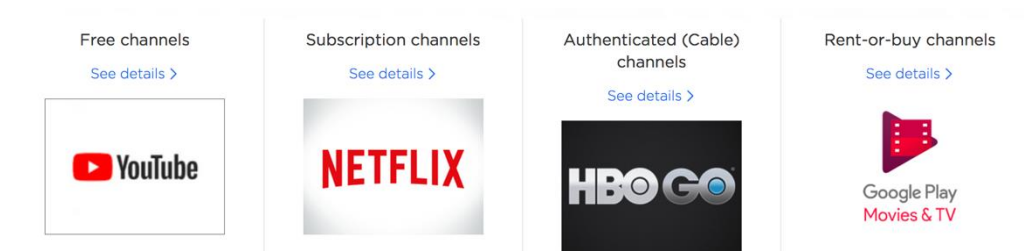
3 从 Roku 看 OTT 终端设备的盈利模式

3.1 Roku 概况

Roku 是目前流媒体机顶盒 / 电视棒市场上市占率最高的公司。Roku 最初创立于 2002 年，最初针对的是对视觉效果有要求的高端用户，最早推出的 HD1000 媒体播放器售价高达 500 美元。随着流媒体的发展，Roku 的产品定位也发生了变化。从 2008 年首款流媒体播放器 Roku DVP 起，Roku 已经推出了多个产品线，产品包括最便宜的 Roku Express (29.99 美元) 到功能强大的 Roku Ultra (99.99 美元)，以满足用户对价格和功能的不同需求。

Roku 拥有最全的内容库，覆盖了超过 5000 个美国本土频道和 3000 多个国际频道。由于本身的独立性，用户可以将喜欢的服务放在前端和中心。Roku 于 2017 年首次推出 Roku Channel，汇总了免费的经典电影和电视剧，目前也成为 Roku 用户访问最多的五大频道之一。

图 13: Roku 覆盖频道



资料来源：公司官网，东方证券研究所

3.2 盈利模式：由硬件收入逐渐切换至平台收入

3.2.1 硬件收入

Roku 的收入分为硬件收入和平台收入两大部分。Roku 通过实体或在线零售分销渠道销售流媒体播放器，主要包括 Roku Express、Roku Streaming Stick 和 Roku Ultra 三类产品。Roku 大部分的硬件收入来源于美国，但也在加拿大、英国、爱尔兰和法国销售流媒体播放器。

图 14: Roku 设备

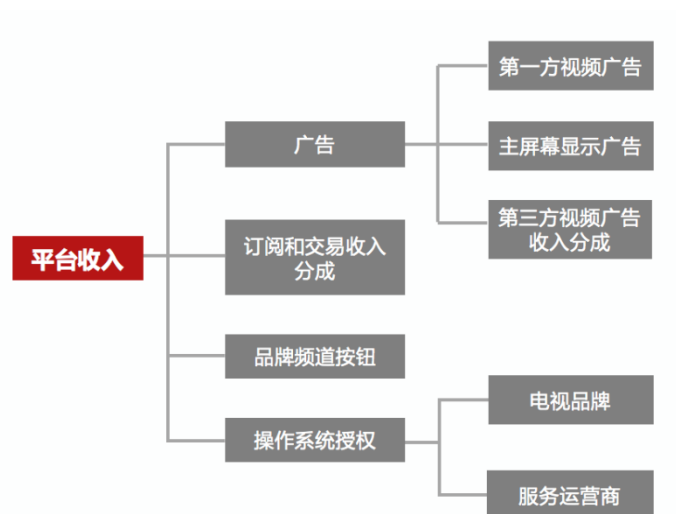


资料来源：公司公告，东方证券研究所

3.2.2 平台收入

平台收入分为四大部分，包括广告收入、订阅和交易收入分成、品牌频道按钮、操作系统授权收入等。

图 15：Roku 平台收入构成

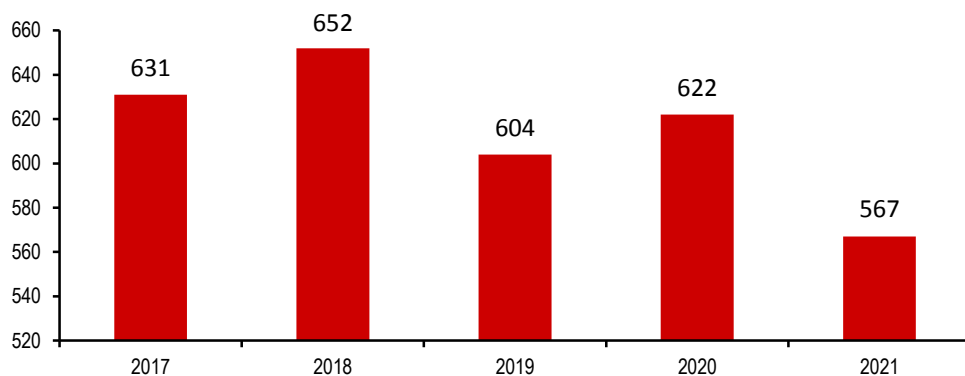


资料来源：公司公告，东方证券研究所整理

(1) 广告收入

随着流媒体占据观众越来越多的娱乐时间，美国传统电视的广告价值下降，传统电视广告支出呈现衰退趋势。OTT 电视终端设备基于客厅场景，面向多个家庭成员，投放广告覆盖的人群更广，并且拥有多种形式的广告位，可满足不同广告客户需求，如主屏幕保护界面、主页的侧面版、横幅和视频广告。因此广告客户更愿意在 OTT 电视终端设备投放广告。

图 16：美国传统电视广告支出预测（单位：亿美元）

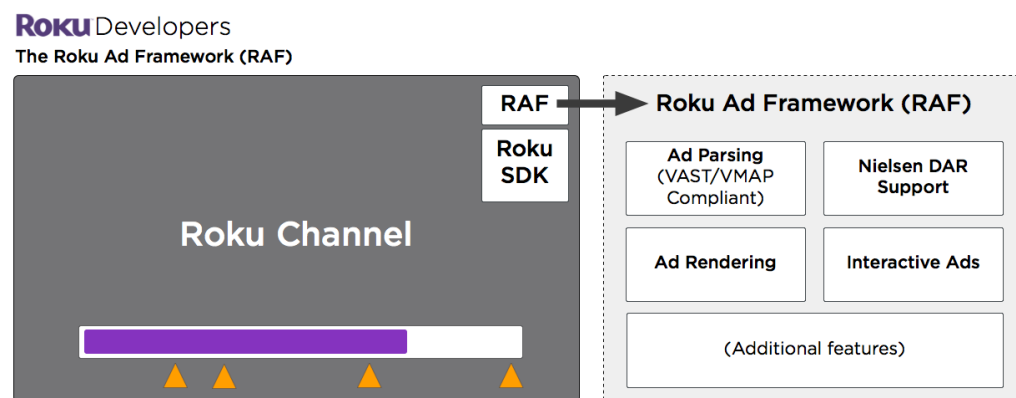


资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

Roku 广告模式包括屏幕展示的广告、第三方视频广告收入分成和第一方视频广告。Roku 上大部分的流媒体时间都是来自 SVOD 订阅式视频点播，但 Roku 无法直接从流媒体时间中获得广告收入，需要通过投放主屏幕或屏幕保护程序的广告盈利。AVOD 广告式视频点播实现广告收入的方式是在视频中节目开始前或节目期间插入 15 秒或 30 秒的广告位，Roku 与这些流媒体内容平台达成分销协议，通过它们的广告收入获得分成。2017 年上半年带广告的视频时间增加至 29 亿小时，同比增加 76%。Roku 还于 2017 年 9 月推出 Roku Channel，除了合作伙伴提供的内容，Roku 免费提供一些影视内容，以第一方的视频广告盈利。

Roku 基于 Roku Channel 开发了 RAF 广告框架，提供通用广告解决方案，集成了基础和高级广告功能，使广告的安插方便化和标准化。Roku 也因此获得了巨大的广告库存，促进平台收入的大幅增长。

图 17: Roku 广告框架 (RAF)



资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

(2) 订阅和交易收入分成

Roku 从流媒体内容平台中的订阅和交易收入获得分成。用户通过 Roku 订阅 SVOD 流媒体服务后，Roku 将持续在订阅周期内获得收益。流媒体内容平台是长尾市场，Roku 的流媒体传输时间约有 70%来自于前五大流媒体平台，其中 Netflix 就占据了将近三分之一。

(3) 品牌频道按钮

Roku 在遥控器设备上专门为流媒体平台保留了按钮，帮助流媒体内容平台增加曝光率，允许用户直接启动频道来增加使用频率。Roku 通过销售这些按钮的使用权来获取收入。

(4) 操作系统授权

Roku 将操作系统授权给电视制造商以获得授权收入，包括 TCL、SHARP、Hisense 等主要的电视品牌商，目前已经推出 100 多款 Roku TV。在电视内置 Roku 服务也可促进 Roku 新用户的注册。据 Roku 披露，2018 年美国将有 25%的智能电视机出厂便搭载 Roku 的操作系统，比 2016 年 13%和 2017 年 20%有了进一步上升。这些智能电视将进一步推动 Roku 活跃用户的增长。

此外，Roku 推出 Roku Powered 计划，通过授权使付费电视和电信运营商以低成本获得流媒体解决方案，帮助运营商开拓新市场，减少用户流失。目前已有英国电视台 Sky、澳大利亚电信公司 TELSTRA、菲律宾电信运营商 PLDT 等加入该计划。

表 3：Roku 智能电视价格对比

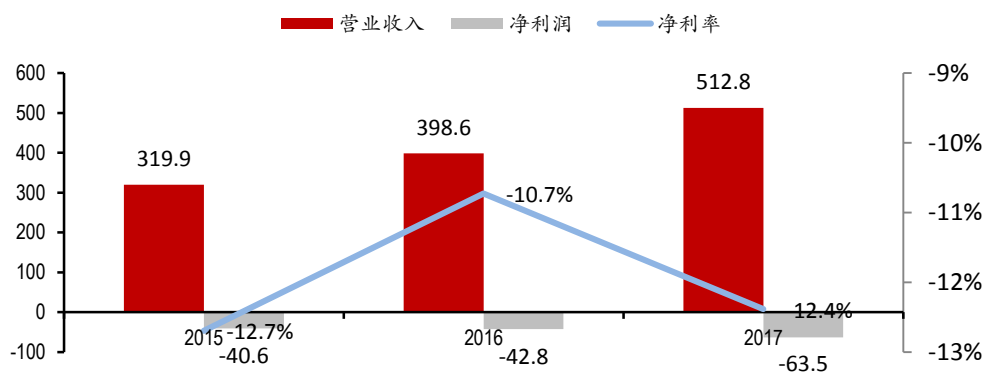
电视品牌商	型号数	价格区间 (美元)
Insignia	4	149.99-408.99
TCL	40	139.99-1599.00
SHARP	6	169.99-429.99
Hisense	5	129.99-649.99
Element	3	348.00-598.00
RCA	6	139.99-219.99
Hitachi	12	189.00-549.00

资料来源：公司官网，东方证券研究所

3.3 收入维度：平台收入改善公司营利状况，ARPU 和活跃用户数推动营收增长

2015-2017 年，Roku 的营业收入稳步增长，2017 年营收达 5.13 亿美元（同比+60.3%）。营业收入增长的同时，Roku 的净亏损也在逐渐扩大，2017 年亏损 6350 万美元，净利率为-12.4%。

图 18：Roku 营业收入和净利润（百万美元）

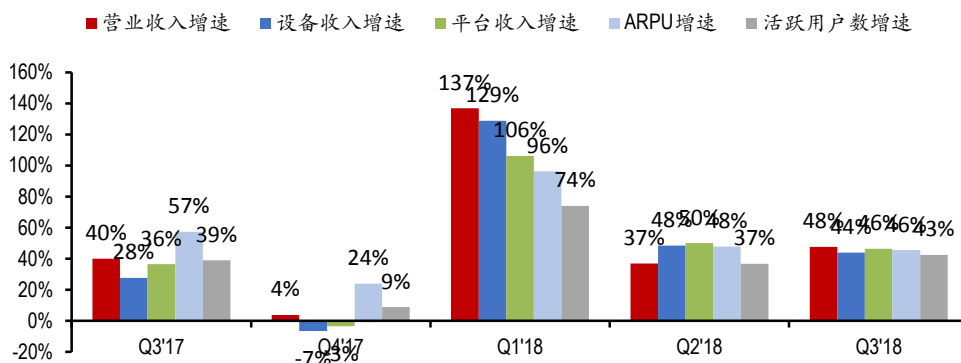


资料来源：公司公告，东方证券研究所

对比 Roku 营业收入和设备收入、平台收入的季度增速，我们认为营业收入增长的动力主要来源于平台收入的快速增长，2017 年 Q3 平台收入增速高达 137%。相比之下，设备收入在 2017 年 Q4、2018 年 Q1 季度甚至出现负增长，拉低了整体营收增速。盈利压力促使 Roku 调整战略方向，将业务重心转移到毛利率更高的平台收入上，2015-2017 平台收入的总额和比例不断增加。2017 年平台收入翻倍增长至 2.25 亿，同比增长 115.2%。2018 年 Q1，平台收入占比首次超过硬件收入，

占总营业收入的 55%。目前 ARPU 和活跃用户数均保持较快增速。但随着未来渗透率的增加，活跃用户数增速可能会放缓，Roku 后续的增长更大地依赖于 ARPU。

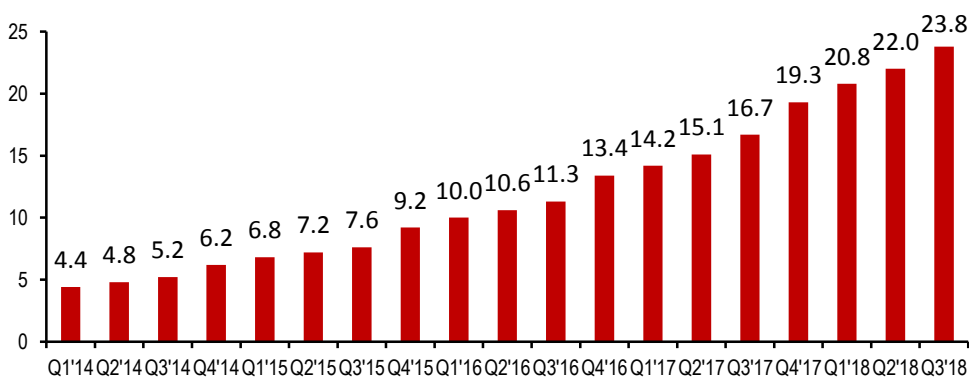
图 19: Roku 营业收入增速



资料来源：公司公告，东方证券研究所

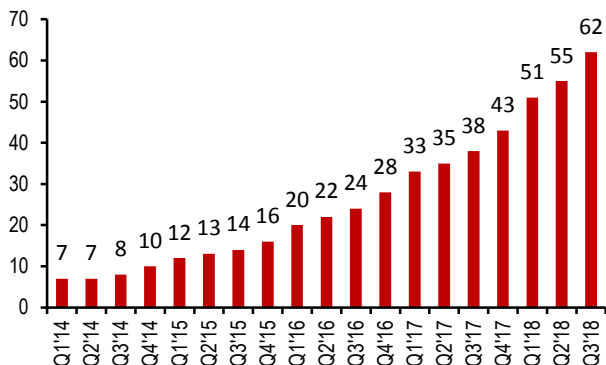
Roku 目前主要通过三个渠道获取新用户：（1）销售流媒体设备，（2）与电视制造商的操作系统授权；（3）与服务运营商的授权关系。由于自身的流媒体设备销量增长放缓，公司目前更依赖于后两种方式获取新用户。2018 年 Q3，超过一半的新账户来自 Roku TV 等授权操作系统的电视。截止至 2018 年 Q3，公司拥有 2380 万活跃用户，季度的流媒体传输时间为 62 亿小时。在货币化上，Roku 也取得了 ARPU 的快速增长，2018 年 Q3 单季度的每用户平均收入为 17.34 美元。

图 20: Roku 活跃用户数（单位：百万）



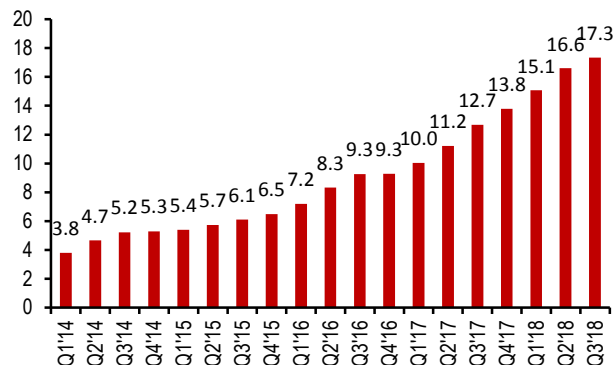
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 21: Roku 季度流媒体传输时间 (单位: 亿小时)



资料来源: 公司公告, 东方证券研究所

图 22: Roku 的季度 ARPU (单位: 美元)

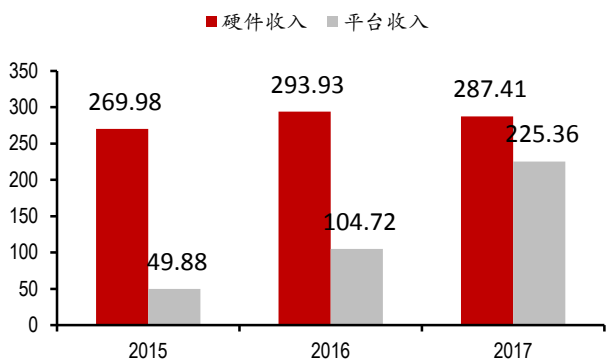


资料来源: 公司公告, 东方证券研究所

3.4 成本维度: 硬件业务利润贡献度小, 平台业务毛利率更高

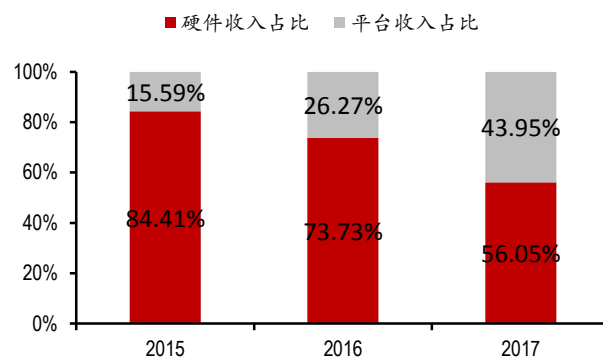
2015 年 Roku 平台业务以占比 15.59% 的营业收入贡献 45.91% 的营业利润, 到 2017 年平台业务收入增长至 225.36 亿美元, 以占比 43.95% 的营业收入贡献 85.34% 的营业利润。

图 23: Roku 硬件收入和平台收入 (单位: 百万美元)

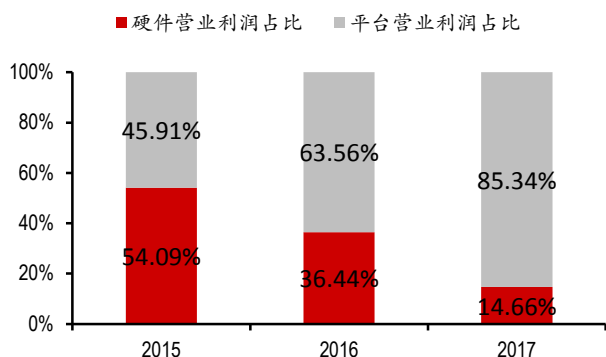


资料来源: 公司公告, 东方证券研究所

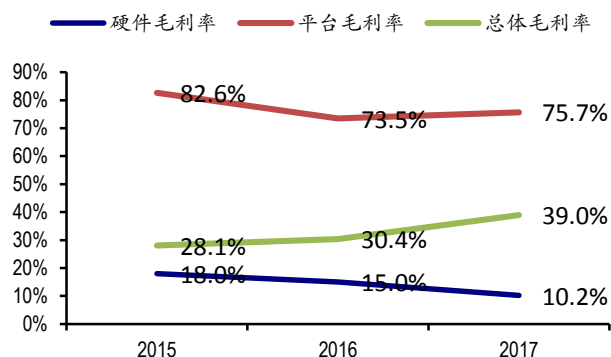
图 24: Roku 硬件收入和平台收入占比



资料来源: 公司公告, 东方证券研究所

图 25: Roku 硬件和平台营业利润占比


资料来源: 公司公告, 东方证券研究所

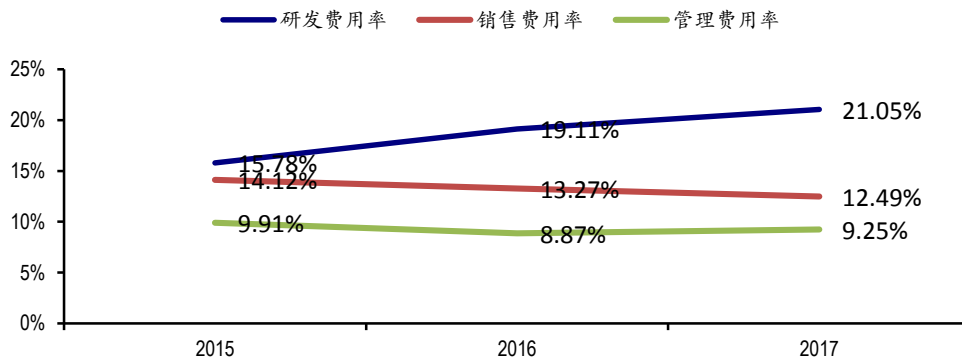
图 26: Roku 硬件和平台毛利率


资料来源: 公司公告, 东方证券研究所

硬件业务的毛利率从 2015 年下降至 2017 年的 10.2%，毛利率较低的原因是 Roku 没有自己的工厂，硬件主要委托富士康、光宝科技两家公司生产，需要支付生产成本、技术许可使用费、入境出境运费、第三方包装和装配费、保修费用、人力成本等一系列费用。

虽然硬件业务毛利率持续走低，但是由于收入结构的变动，整体毛利率呈上升趋势，公司综合毛利率由 2015 年的 28.1% 升至 2017 年的 39.0%，毛利率提升主要由平台业务拉动。平台收入的成本包括广告库存购置成本、信用卡处理费用、第三方云服务费用和相关人员费用。Roku 向流媒体内容平台购置视频广告库存，再销售给广告客户，充足且优质的广告库存是其持续获得广告收入的核心因素。

公司的管理费用率比较平稳，销售费用率略有下降，但研发费用投入占比从 2015 年的 15.78% 增加至 2017 年的 21.05%。其研发费用用于改进并扩展 Roku 的功能，同时 Roku 继续投入流媒体机顶盒/电视棒的研发，并与电视制造商合作开发智能电视、与 Roku Powered 计划的运营商合作开发相应的设备和系统。

图 27: Roku 费用率


资料来源: 公司公告, 东方证券研究所

Roku 以价格极具吸引力的流媒体机顶盒 / 电视棒在 OTT 电视终端设备行业中占据较大市场份额，但长期依赖于低毛利率的硬件销售业务也使 Roku 较难实现盈利。通过广告业务的推进和操作系统的授权，Roku 实现了收入结构的调整，改善了营收的质量，也从一家硬件设备公司逐渐转型为广告和运营服务平台。

风险提示

- 政策监管风险

OTT 产业及影视内容板块收到政策监管的影响较大，诸多新的内容形式在政策监管逐步介入后将受到相应掣肘，未来若监管政策进一步收紧，相关产业将受到较大影响。

- 优质内容供应不足风险

影视内容板块的增长与波动与优质内容的供应相关，若行业优质内容供应不足，则会影响板块整体业绩兑现并加大整体波动

- 经济增长放缓风险

经济增长的放缓对传媒互联网行业增长预期存在影响，经济增长及转型有助于提升居民消费水平及文化需求，若经济出现波动将对电影、电视剧及其他新兴内容板块产生影响。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

