

传媒行业

IPTV+OTT: 客厅大屏新红利, 牌照和运营价值日益凸显

核心观点:

随着互联网技术日趋成熟, 以及三网融合加速推进, 新媒体行业持续发展。技术及政策推动背景下, 各广电企业、新媒体运营商、电信运营商以及互联网企业等均积极参与新媒体业务。本报告主要聚焦 IPTV 以及 OTT 行业。

● **IPTV: 用户增长进入稳定区间, 增值服务及广告收入将是发展新增量**
三网融合背景下, 电信运营商推动光纤入户带来 IPTV 发展用户红利。随着光纤接入率进入 90% 以上的区间, 我们认为从行业整体来看, IPTV 用户规模增速将进入稳定区间。IPTV 业务的地域性决定了人口大省面临更加广阔的市场, 另外各省光纤入户推动进程也有所差异, 目前广东、广西以及贵州等省 IPTV 渗透率仍有一定提升空间。行业规模来看, 在基础业务之外, 增值服务以及广告收入将会成为 IPTV 行业规模增长新的驱动力。相比其他广告形式, IPTV 广告形式丰富, 传递给观众具有一定强制性, 并且网络覆盖广, 下沉低线城市, 未来有较大深挖空间。

● **OTT: OTT 广告+会员收入均将规模扩张, 各方绑定格局逐渐稳定**
由于政策对于 OTT 直播的限制, OTT 的点播内容目前仍体现在对有线内容体系的重要补充而非市场理解的全面替代。在市场总量上, OTT 业务中主要收入来源包括用户付费分成以及广告收入分成。我们认为随着大屏端内容逐渐丰富, 用户粘性将逐渐提高, 大屏端的付费率将会持续提升。广告收入方面, 根据奥维云网的预测, 到 2020 年 OTT 广告市场规模将达 302 亿元, 广告业务将成为 OTT 行业规模增长的最主要驱动因素。而当前我国 OTT 行业采取“集成服务+内容服务”的管理模式: 1) 上游内容方绑定格局较稳定: 爱奇艺、腾讯以及优酷等头部互联网电视内容提供方均有稳定开展合作的牌照方。2) 终端厂商当前竞争激烈下正争夺内容和牌照的背书; 截至 2017 年底, 第一名酷开系统激活量的市占率仅为 18.4%, 下游更加分散的格局决定了依托集成牌照开发的 OS 仍是各家扩张份额的业务重点。

● **海外对标: 国内牌照是展业关键, 大屏格局或与移动端趋同**
从海外经验来看, 近年来美国有线电视退订率持续提高的同时, OTT 订阅量持续增长。其整体新媒体行业市场化程度高, OTT 行业不设准入门槛, 监管主要集中在版权保护和消费者保护领域。如 Roku 深度参与 OTT 产业链, “内容+集成系统+硬件”全布局, 活跃用户以及 ARPU 值 (TTM 口径约为 19.06 美元/年) 持续增长。对比海外运营模式, 国内行业监管以及准入门槛相对更加严格, IPTV 播控牌照以及 OTT 集成及内容服务牌照是展业关键; 另对于 OTT 直播限制或决定了大屏内容格局或将与移动端趋同。

投资建议: 国内客厅经济回春, 大屏用户数持续增长。而在产业价值分配链中, 目前 A 股上市的新媒体公司具有牌照的稀缺性, 同时后续也有望深度参与内容运营, 借助头部长视频企业的能力扩张份额。推荐重点关注 A 股新媒股份, 芒果超媒等优质 IPTV 及 OTT 业务运营商。

风险提示: 内容版权监管加严; 其他媒体冲击下, 大屏收视吸引力下降。

行业评级

买入

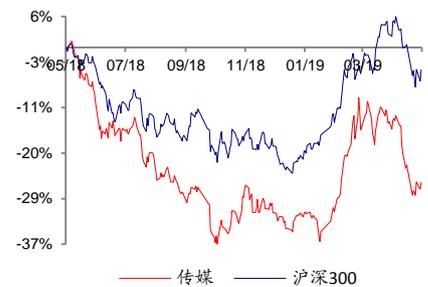
前次评级

买入

报告日期

2019-05-16

相对市场表现



分析师:

旷实



SAC 执证号: S0260517030002



SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

相关研究:

传媒行业:和平精英或带动手游市场增速超预期; 重点关注 IPTV/OTT 运营商机会

2019-05-12

新媒股份

2019-05-07

(300770.SZ):IPTV+OTT 优质标的, 畅享行业 and 用户红利

传媒行业 18 年报&19Q1 季报总结:商誉集中减值致行业转亏, 当前仍需跟踪政策因子变化

2019-05-05

联系人:

叶敏婷 021-60759783

yeminting@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
光线传媒	300251.SZ	人民币	7.03	2019/4/25	增持	8.71	0.25	0.80	28.49	8.79	35.9	26.2	7.70	8.90
横店影视	603103.SH	人民币	22.78	2019/3/11	增持	27.38	0.72	0.80	31.59	28.48	17.1	15.1	13.00	12.50
芒果超媒	300413.SZ	人民币	43.02	2019/4/30	买入	45.5	1.23	1.51	34.93	28.45	6.8	5.0	18.10	18.52
视觉中国	000681.SZ	人民币	20.74	2019/1/16	买入	30.8	0.72	0.96	28.81	21.60	31.6	23.3	15.00	16.20
平治信息	300571.SZ	人民币	42.95	2018/10/29	买入	-	2.30	3.04	18.71	14.13	10.4	7.3	36.50	33.60
万达电影	002739.SZ	人民币	20.14	2019/4/30	买入	27.72	0.74	0.84	27.22	23.98	13.7	12.1	9.50	9.70
新媒股份	300770.SZ	人民币	83.45	2019/5/7	买入	78.05	2.23	2.94	37.35	28.43	31.7	23.3	27.84	26.78
蓝色光标	300058.SZ	人民币	4.44	2019/4/30	买入	5.75	0.23	0.32	19.30	13.88	11.1	7.4	7.20	9.00
完美世界	002624.SZ	人民币	26.95	2019/4/30	买入	33.2	1.66	1.91	16.24	14.11	11.85	9.26	21.93	19.08
吉比特	603444.SH	人民币	234.70	2019/4/25	买入	231.8	11.59	13.08	20.26	17.94	13.1	11.0	24.60	23.70
三七互娱	002555.SZ	人民币	13.83	2019/4/27	买入	14	0.87	5.38	15.97	2.57	12.2	9.3	24.21	22.86
美吉姆	002621.SZ	人民币	23.14	2019/4/17	增持	24.4	0.47	0.65	48.91	35.60	27.0	21.3	11.90	14.90
分众传媒	002027.SZ	人民币	5.70	2019/4/25	买入	7.26	0.29	0.36	19.89	15.89	16.2	11.5	22.70	21.20
新经典	603096.SH	人民币	58.94	2019/4/21	买入	71.5	2.17	2.67	27.16	22.07	21.1	16.3	16.20	15.20
中南传媒	601098.SH	人民币	12.67	2019/4/23	增持	13.88	0.75	0.83	16.89	15.27	4.7	3.3	9.10	9.10
猫眼娱乐	01896.HK	港元	14.70	2019/5/6	买入	19.24	0.60	0.86	24.50	17.09	10.2	7.8	10.56	13.14
美团点评	03690.HK	港元	60.00	2019/3/21	买入	62.4	0.18	0.25	-	240	-	73.2	-8.70	3.00
爱奇艺	IQ.O	美元	20.27	2019/3/14	买入	30.52	-1.60	-7.40	-	-	-	-	-78	-110
网易	NTES.O	美元	262.04	2019/4/9	买入	295.2	7.32	54.00	35.81	4.85	19.8	16.8	12.01	11.30

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算; 1) 爱奇艺 2019 年预计亏损, 2019~2021 年参考 PS 估值分别为 2.92x、2.37x 和 1.99x; 2) 网易的 EPS 分母为存托凭证 (ADR) 口径, ADR 和普通股的比例为 1: 25。

目录索引

一、技术及政策驱动收视变革，新媒体行业持续发展.....	6
二、IPTV：光纤入户带来用户红利，增值及广告将驱动长期发展.....	9
1、光纤接入比例进入稳定区间，IPTV 用户规模开启稳定增长.....	9
2、产业链：两级播控传输信号，合作模式开展业务.....	12
3、未来发展：基础业务增长将进入稳定阶段，增值及广告驱动未来发展.....	17
三、OTT：“+OTT”将是收视主流，行业规范化持续推进.....	19
1、行业规范化还在推进，未来“+OTT”收视组合将是主流.....	19
2、产业链：资质绑定格局较稳定，视频媒体头部效应明显.....	22
3、未来发展：会员付费率将持续稳定提升，广告收入预计成长空间较大.....	26
四、海外经验：新媒体市场化发展，OTT 异军突起.....	29
1、美国新媒体发展：IPTV 从迅速增长到停滞，OTT 异军突起成为广泛选择.....	29
2、ROKU：“内容+系统+硬件”OTT 全产业链布局，量价齐升驱动增长.....	34
3、中美 OTT 运营对比：牌照是国内运营关键，海外市场化程度更高.....	38
五、可比上市公司估值对比.....	41
六、风险提示.....	42

图表索引

图 1: 我国收视格局变化.....	7
图 2: 我国 IPTV 用户规模发展.....	9
图 3: 我国宽带光纤用户占比	10
图 4: IPTV 分省数据	11
图 5: IPTV 产业链.....	13
图 6: 新媒股份 IPTV 业务运营模式	15
图 7: 新媒股份基础业务以及增值服务占比	17
图 8: 重数传媒基础业务以及增值服务占比	17
图 9: OTT 用户数.....	19
图 10: 2018H1 直点播日活数据	21
图 11: OTT 产业链.....	23
图 12: OTT 牌照合作情况.....	25
图 13: OTT 日活数据 (万台)	25
图 14: OTT 广告市场规模.....	28
图 15: 美国三网业务交织竞争	29
图 16: IPTV 和传统有线电视工作原理对比	30
图 17: 美国主要 IPTV 业务运营商	30
图 18: 美国主要 IPTV 服务商用户总数.....	31
图 19: 美国主要公司 IPTV 及有线电视用户数量对比.....	31
图 20: 美国 OTT 产业链	32
图 21: 美国互联网电视拥有者及占人口比走势.....	32
图 22: 奈飞美国国内 OTT 订阅户数与主要有线电视服务商订购数对比	33
图 23: Netflix 全球 OTT 订阅总用户数 (百万)	33
图 24: 2013-2017 年美国只使用 OTT 的家庭数.....	34
图 25: 2017 年美国家庭获取视频服务途径	34
图 26: Roku 业务结构	34
图 27: Roku 在产业链各环节的业务布局	35
图 28: Roku 营收 (百万美元)	36
图 29: Roku 营收结构	36
图 30: Roku 分业务毛利率.....	36
图 31: Roku 期间费用	36
图 32: Roku 净利情况	37
图 33: Roku 平台活跃账户数 (百万)	37
图 34: Roku 单个活跃账户平均每天观看时长	37
图 35: ARPU 值 (TTM)	38
图 36: 国内 OTT 运营模式.....	39
图 37: 美国 OTT 运营模式.....	39
图 38: 美国 IPTV 和 OTT 在无明确市场准入门槛下提供了更有竞争力的内容 ..	40

表 1: 新媒体行业监管	6
表 2: 各类新媒体与传统媒体对比	7
表 3: IPTV 相应政策	11
表 4: IPTV 服务许可持证机构	14
表 5: 重数传媒 IPTV 业务运营过程中合同主要条款	15
表 6: IPTV 广告形式	18
表 7: OTT 相应政策	19
表 8: 2019 年 4 月智能电视端直播+点播媒体混合榜	21
表 9: OTT 内容服务牌照持有机构及运营方	23
表 10: OTT 集成服务牌照持有机构及运营方	24
表 11: 截止到 2017 年 12 月底不同厂商阵营的激活终端总规模	26
表 12: 四家主流视频平台会员费对比	26
表 13: OTT 行业用户付费收入敏感性测算 (亿元)	27
表 14: OTT 集成服务牌照持有机构及运营方	27
表 15: 2018 年美国前 10 大 OTT 视频服务商	33
表 16: 可比公司估值表	41

一、技术及政策驱动收视变革，新媒体行业持续发展

1、新媒体行业持续发展，各方积极参与

新媒体是指以宽带互联网、移动互联网等信息网络为传输通道，以电视机、电脑、移动终端等为接收终端，向用户提供信息和娱乐服务的传播形态和媒体形态。随着互联网技术的日趋成熟，以及三网融合加速推进，新媒体行业持续发展。技术及政策推动背景下，各省电视台、新媒体运营商、电信运营商以及互联网企业等均积极参与新媒体业务。本报告主要讨论大屏新媒体形式，包括IPTV以及OTT，其中IPTV是新媒体运营商以及电信运营商积极参与融合业务的产物；OTT则是互联网企业积极参与融合业务的产物。

2、行业监管严格，鼓励政策以及规范政策平行推进

因为电视屏幕具有较强的公信力以及权威性，国家需要对IPTV和互联网电视播出内容进行监管，以保障对公众的教育引导以及舆论宣传。相关部门制定了一系列法律、法规、政策用于规范IPTV和互联网电视行业的发展，同时规定进入相关行业需具备一定的牌照。不断完善的监管制度和政策法规，一方面保证了IPTV和互联网电视行业的规范发展，促进了行业的合法、合规运营服务；另一方面也形成了较高的行业准入壁垒。同时，包含IPTV以及OTT细分领域的新媒体行业受国家文化产业、三网融合、媒体融合等产业政策的鼓励和支持，为产业的经营发展创造了良好的外部政策环境，有利推动了行业的健康快速的发展。

表 1：新媒体行业监管

监管内容	部门或组织	监管职责
市场准入	广电总局、工信部、文化部	IPTV、手机电视、互联网电视的集成播控与内容服务等相关业务许可证的发放与管理
制作监管	广电总局、文化部、国务院新闻办公室	节目制作机构许可管理、节目交易管理等
内容监管	广电总局、文化部、国务院新闻办公室、国家互联网信息办公室	版权管理、内容引进、内容审核、内容加工等
硬件标准及视听技术监管	广电总局、工信部	电视终端、接入设备、系统集成标准
网络接入监管	工信部	IDC、ISP、ICP 业务的审批和管理
网络安全监管	工信部	网络安全和互联网信息安全
运营监管	广电总局、工信部	业务运营、服务质量、电视台管理等
广告监管	文化部、工商总局、中国广告协会	广告经营登记、监管检查、接收投诉、指导广告业健康发展等

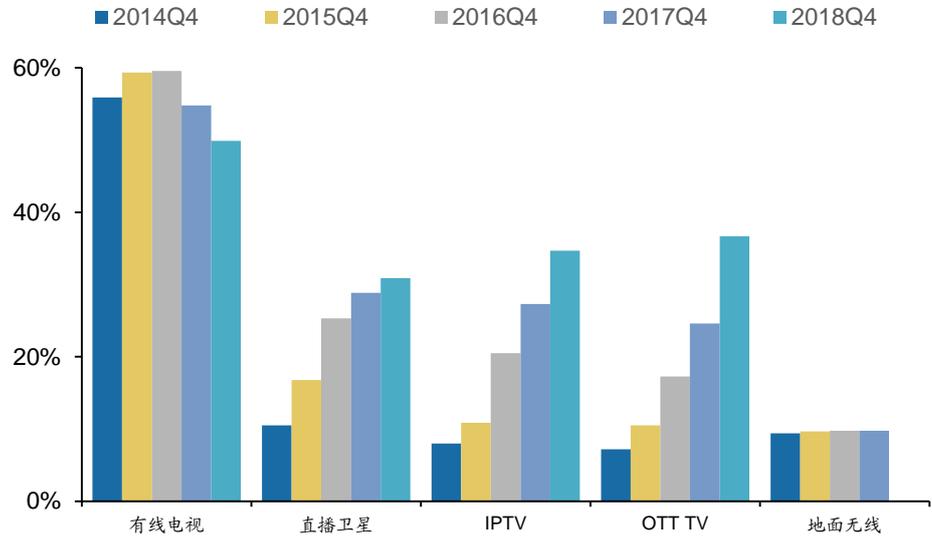
数据来源：广电总局，工信部，文化部，广发证券发展研究中心

3、IPTV以及OTT撬动大屏收视格局变化

根据中国广播电视网络有限公司发布的《中国有线电视行业发展公报》，2018年我国有线电视用户规模2.23亿户，收视份额相比2017Q4有所下降，下探至49.89%；OTT用户同比增长12.08%，总量达到1.64亿户，收视份额36.69%，位居第二；IPTV用户同比增长7.39%，总量达到1.55亿户，收视份额34.68%，位居第三；直

播卫星紧跟其后，收视份额30.87%，同比增长2.01%，用户总量近1.4亿户。在有线电视收视份额下降的情况下，OTT、IPTV以及直播卫星的收视份额同比均呈现增长，其中OTT增长最明显。

图 1：我国收视格局变化



数据来源：《中国有线电视行业发展公报》，广发证券发展研究中心

注：2018Q4 未披露地面无线收视数据

有线电视、直播卫星、IPTV、OTT同作为电视用户接收广播电视节目的方式，但其在基本工作原理、分发环节、播放内容、运营方以及内容监管方面有较大差异。有线电视分发环节主要是广电通过光缆将内容分发给用户，直播卫星则是通过卫星信号。而IPTV，获得牌照的内容供应商则是通过运营商分发给用户，内容监管可控。OTT则是基于互联网的收视方式，暂时不能开展直播业务，内容相对更丰富开放，目前行业规范化还在推进中。

表 2：各类新媒体与传统媒体对比

	有线电视	直播卫星	IPTV	OTT TV
基本工作原理	对经过数字化压缩的图像和声音信号进行解码还原，产生模拟的视频和声音信号。	通过卫星将视像、图文和声音等节目进行点对面的广播，直接供广大用户接收（“个体接收”或“集体接收”）	又称“交互式网络电视”，采用机顶盒的方式，利用IPTV 专网来收看电视直播、点播，是集互联网、多媒体、通讯等技术于一体的媒体接受设备。	利用互联网来收看直播、点播，其使用和工作方式与手机、电脑基本一致，用户可以通过下载、安装各类电视软件来极大的拓展其内容和功能。
收费情况	开户费+每月收视费，点播费	购买设施，费用低。多数节目免费（“户户通”为代表）	收视费往往与宽带资费绑定，额外点播费	自行购买设备，自行购买需要付费的内容
操作难度	操作简单	操作简单	操作略微复杂	操作较复杂
内容丰富程度	内容较固定	内容较固定	内容较为多样	内容极大丰富
交互性	双向化改造后较强	单向为主	较强	最强
内容	直播为主	直播为主	支持直播、点播、回看	暂不可开展直播业务（《持有互联网电视牌照机构运

				营管理要求》), 可进行点播, 可自行安装游戏、教育、健身等各类软件
内容来源	广电制作	广电制作	专门提供商制作和供应, 直播内容来自广电	提供商制作和供应+开放性新闻、视频、音乐
运营方	广电网络运营商	国家广电总局广播电视卫星直播管理中心(隶属于国家广电总局)	由电信、移动等运营商来运营	广电牌照方与家电厂商合作
分发环节	广电 ^{光缆} ⇒用户	广电 ^{卫星信号} ⇒用户	提供商⇒运营商⇒用户	提供商 ^{公共网络} ⇒用户
内容监管	可管控	可管控	可管控	监管规范化仍在推进, 存在版权问题
播放质量	图像质量最高, 传输稳定	图像质量较高	网络较为稳定, 质量较高	网络传输不稳定, 质量波动
核心优势	用户基数大, 操作简单, 画面稳定、质量高	控覆盖范围广, 抗灾害, 运营成本低	内容相对丰富, 质量有保障, 安全可靠	用户费用低, 自由度高

数据来源: 知网《浅析 OTT-TV 工作原理及与 IPTV 的区别》、《有线电视、IPTV、OTT 运营方式与相关政策分析》, 广发证券发展研究中心

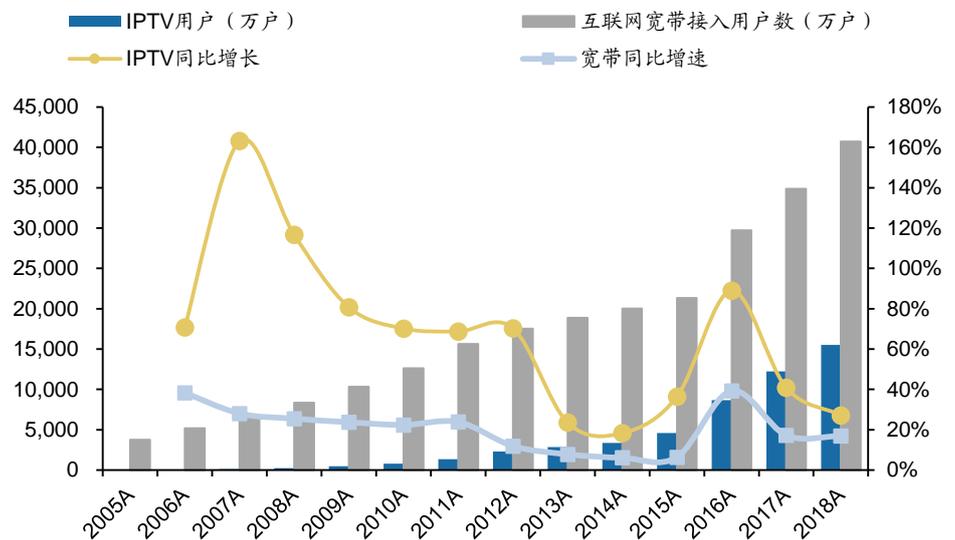
二、IPTV: 光纤入户带来用户红利, 增值及广告将驱动长期发展

1、光纤接入比例进入稳定区间, IPTV 用户规模开启稳定增长

IPTV即交互式电视, 是一种以电视机为显示终端, 经国家广电行政部门批准的集成播控平台, 通过电信运营商虚拟专网传输, 向家庭用户提供视听节目等多种服务的新业务。IPTV集互联网、多媒体多种技术于一体, 具备直播、点播、时移、回看等一系列功能, 可以实现媒体提供者与媒体消费者的实质性互动, 能够根据用户的选择配置多种多媒体服务功能。

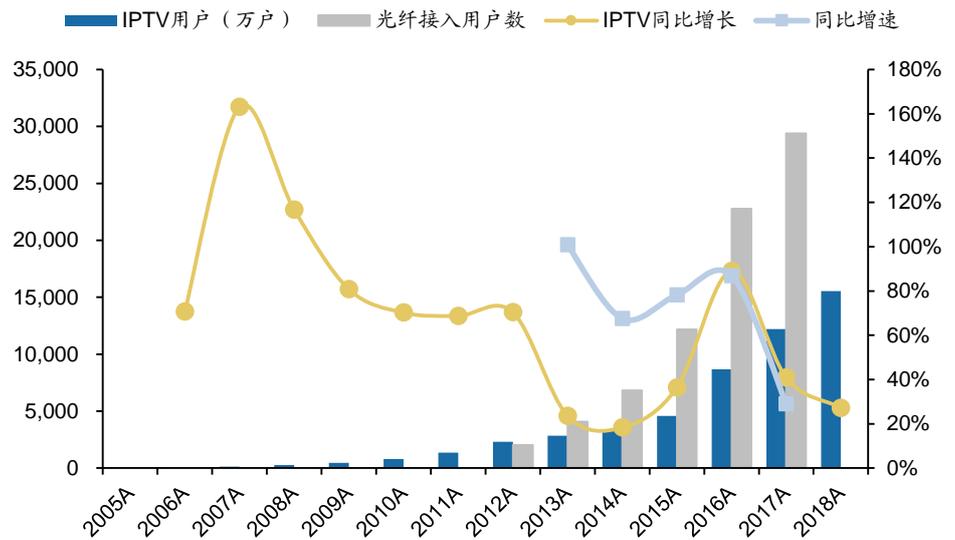
我国IPTV行业从2005年开始发展, 发展经历了市场导入期、市场培育期、快速发展期。截止2018年年末用户规模已达1.55亿户(根据《中国有线电视行业发展》统计, 此数据不计入中国移动数据; 根据工信部统计, 截止2019Q1末三大运营商合计IPTV用户规模达2.72亿户)。IPTV主要通过电信运营商虚拟专网传输, 其发展依托互联网宽带接入用户的规模发展。随着三网融合政策的推动, 以及工信部“宽带中国”战略的逐步推进, “光进铜退”, 电信运营商宽带的带宽逐渐增加, 用户规模扩张, 其中光纤用户比例提升明显。除了本身通用的宽带业务之外, 专网视频业务日趋成为电信运营商业务发展的中心。大力发展IPTV业务是电信运营商提高宽带利用率, 增强宽带用户粘性, 保持核心竞争力的必然选择。电信运营商作为地推渠道和业务前端开始主导一轮IPTV的产业扩张。

图 2: 我国IPTV用户规模发展



数据来源: 《中国有线电视行业发展公报》, Wind, 广发证券发展研究中心

图 3: 我国宽带光纤用户占比

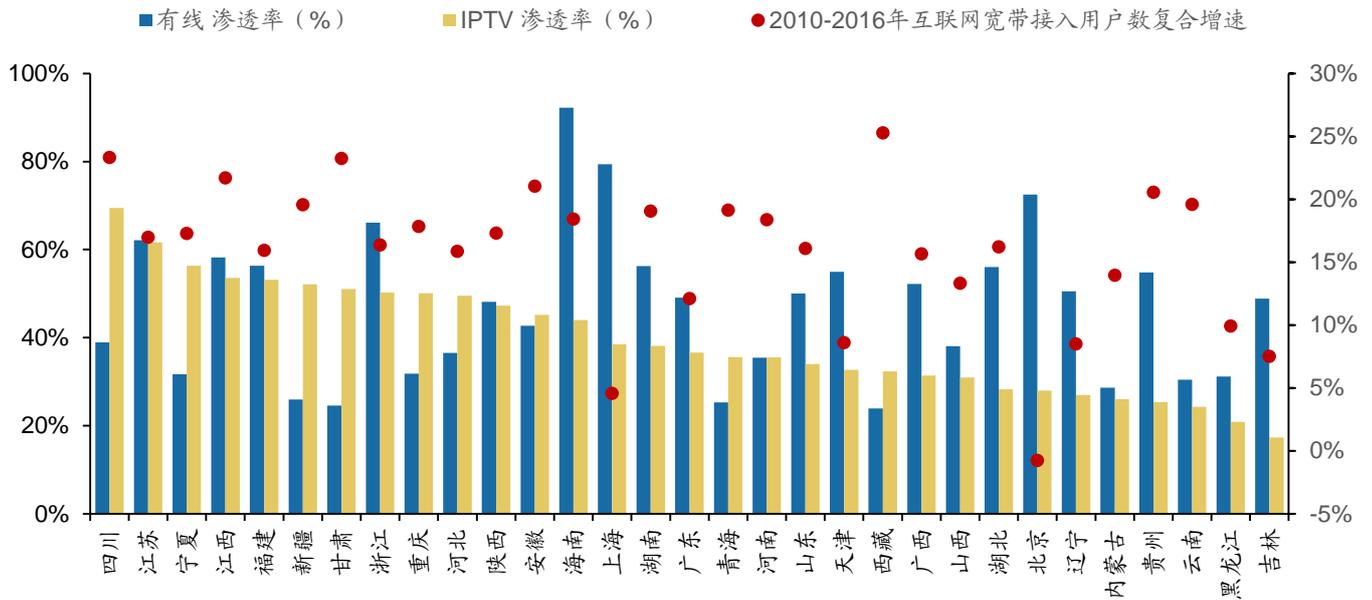


数据来源: 《中国有线电视行业发展公报》, Wind, 广发证券发展研究中心

2010年之后分省数据进一步说明光纤入户是推动IPTV规模发展的重要驱动力。从各省IPTV业务发展可以看到, 各省有线电视用户以及IPTV市场格局不尽相同。四川、宁夏、福建、新疆、甘肃等地区2010年以来互联网宽带接入用户数持续规模扩张, 带动IPTV发展。收视份额竞争之下, IPTV相比有线电视优势明显。而像北京等地区, 互联网宽带用户数在2010年之间就已经达到了稳定水平, 三网融合政策推进过程中光纤接入用户增量较小, IPTV发展缺少承载; 并且北京地区有线电视双向改造推进力度大。两个因素作用之下, 北京地区IPTV发展相对其他省份较弱。

当前在光纤接入比例偏高的情况下, 全国IPTV的增量或进入稳定期。随着互联网宽带接入用户数持续发展, 光纤接入用户比例持续提升。根据工信部《2019年1—3月份通信业经济运行情况》报告中披露的数据, 到2019年Q1末, 三大运营商合计固定互联网宽带接入用户总数达4.23亿户, 其中光纤接入 (FTTH/O) 用户3.84亿户, 占固定互联网宽带接入用户总数的90.8%。随着光纤接入用户比例进入稳定区间, IPTV发展的用户规模增长进入稳定阶段。

图 4: IPTV分省数据



数据来源：流媒体网，Wind，广发证券发展研究中心

政策发展来看，2010年三网融合政策推进以来，IPTV发展持续受到政策鼓励。

《国务院关于印发推进三网融合总体方案的通知》、《广电总局关于三网融合试点地区IPTV集成播控平台建设有关问题的通知》、《国务院关于在全国范围全面推进三网融合工作深入开展的通知》等多部政策出台，既为IPTV终端用户增长和业务发展奠定了政策基础；同时也规范了IPTV业务模式，确保各业务参与方盈利模式清晰，促使其有积极性推动IPTV业务快速发展。

表 3: IPTV相应政策

序号	文件名称	颁布时间	颁布机构	主要内容
1	《关于三网融合试点地区IPTV集成控制平台建设有关问题的通知》	2010年	广电总局	明确IPTV播控平台实行总、分播控平台两级架构，初步确定了中央、地方电视台、电信企业合作开展IPTV业务的分工协作模式。
2	《关于印发IPTV集成播控平台有关技术要求的通知》	2012年	广电总局	要求加快推动三网融合试点地区IPTV集成播控平台建设，进一步完善IPTV集成播控平台用户管理、电子节目指南（EPG）管理等相关技术系统和功能。
3	《关于IPTV集成播控平台建设有关问题的通知》	2012年	广电总局	要求建设全国统一的IPTV集成播控平台体系，实行中央与省集成播控平台分级运营的模式，并规定开展IPTV业务需取得广电总局颁发的具有相应许可项目的《信息网络传播视听节目许可证》。
4	《关于互联网电视、手机电视等新媒体业务公司化运营有关问题的通知》	2013年	广电总局办公厅	规定经广电总局批准开展互联网电视业务的广播电视播出机构可以成立公司运营相关业务，包括开展节目生产购销、市场推广、商业合作、收付结算、技术服务等经营性业务。
5	《关于推进文化创意和设计服务与相关产业融合发展的若干意见》	2014年	国务院	明确提出全面推动下一代广播电视网（NGB）和交互式网络电视等服务平台建设。

6	《关于当前阶段 IPTV 集成播控平台建设管理有关问题的通知》	2015 年	广电总局	要求中央电视台和各省电视台加强合作，尽快完成 IPTV 播控平台完善建设和对接工作，从而加快完成全国 IPTV 集成播控总分平台的建设。
7	《关于组织实施 2017 年新一代信息基础设施建设工程和“互联网+”重大工程的通知》	2016 年	国务院	明确提出支撑 4K 高清 IPTV 等应用，推广涉农信息服务业务。
8	《关于加快推进广播电视村村通向户户通升级工作的通知》	2016 年	国务院	要求积极开展交互式网络电视（IPTV）等新兴业务和服务，满足群众多样化、多层次文化信息需求。
9	《关于进一步扩大和升级信息消费持续释放内需潜力的指导意见》	2017 年	国务院	鼓励企业推广智能电视等新型数字家庭产品，发展交互式网络电视(IPTV)等融合性业务。
10	《关于推进网络扶贫的实施方案（2018-2020 年）》	2018 年	工信部	鼓励基础电信企业在贫困地区开展视频服务，通过交互式网络电视(IPTV)等方式，满足贫困群众多样化、多层次文化信息需求，促进文化信息消费，提供各类扶贫资讯及应用。

数据来源：国务院，广电总局，工信部，广发证券发展研究中心

2、产业链：两级播控传输信号，合作模式开展业务

我国IPTV产业链主要包括内容提供、集成播控、信号传输等环节，主要由内容提供方、牌照持有方、平台运营方、传输系统运营方、终端用户以及终端设备提供方构成。

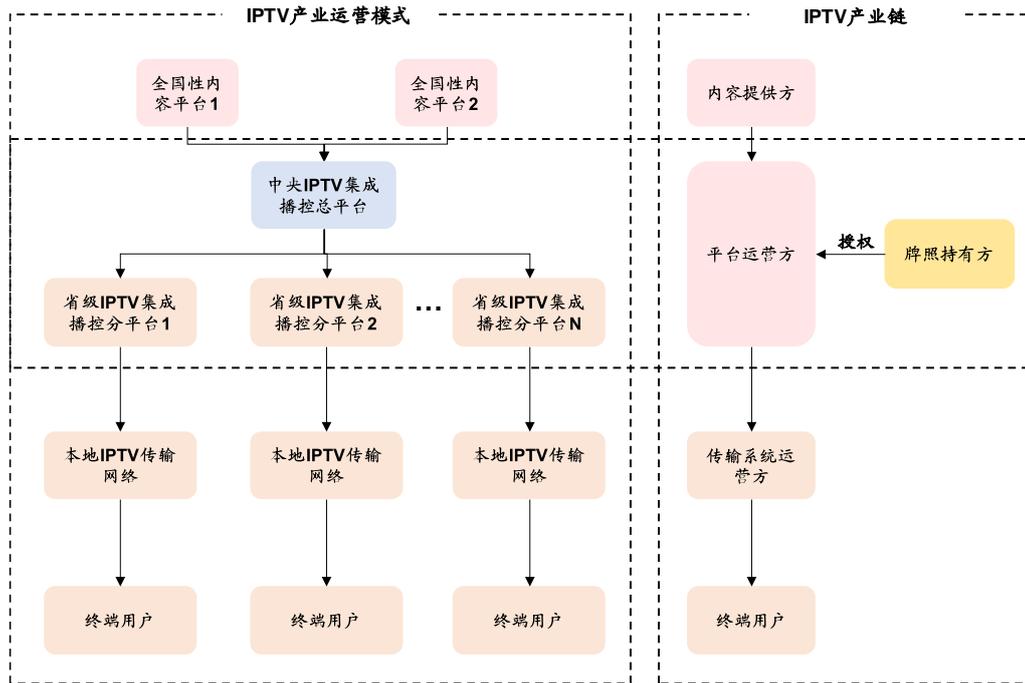
（1）内容提供方：IPTV的内容提供方主要包括中央及各省市广播电视台、影视剧制作企业以及媒体版权内容、游戏、在线社交、在线教育等服务的运营商。

（2）牌照持有方和平台运营方：我国IPTV行业实行牌照管理制度，广电总局已经发放的IPTV服务相关牌照分为三类：全国IPTV集成播控服务许可、全国IPTV内容服务许可和各省IPTV集成播控服务许可。

（3）传输系统运营方：根据国家三网融合政策，IPTV信号通过获得IPTV 传输牌照的电信运营商架设的虚拟专网传输。我国IPTV传输系统运营方主要是中国电信、中国移动和中国联通。

（4）终端设备提供方：IPTV的接收终端包括IPTV机顶盒和IPTV电视，终端设备提供方是指这两种终端产品的制造商。

图 5: IPTV产业链



数据来源：新媒股份招股说明书，广发证券发展研究中心

两级播控方式传输信号，牌照是经营业务的必要资质。根据国务院办公厅《关于印发三网融合推广方案的通知》、广电总局《关于当前阶段IPTV集成播控平台建设管理有关问题的通知》等政策法规文件，IPTV集成播控平台必须与具有相关资质的电信企业的IPTV传输系统规范对接，才能提供IPTV节目信号。从具体牌照类型来看，经营IPTV业务的牌照类型包括三类：全国IPTV集成播控服务许可、全国IPTV内容服务许可和各省IPTV集成播控服务许可。

- 全国IPTV集成播控服务牌照由中央电视台持有，中央电视台授权爱上传媒运营中央IPTV集成播控总平台；
- 全国性IPTV内容服务平台牌照由中央级广播电视播出机构和拥有全国性节目资源的省级广播电视播出机构申请，目前两张，持证机构分别是中央电视台以及上海广播电视台；
- IPTV集成播控分平台牌照由省级电视台申请，由广电验收，然后正式颁发。目前广东广播电视台、湖南广播电视台、重庆网络广播电视台、辽宁广播电视台各持一张。其中广东广播电视台授权南方新媒体运营广东IPTV集成播控分平台、湖南广播电视台授权快乐阳光运营湖南IPTV集成播控分平台、重庆网络广播电视台授权重数传媒运营重庆IPTV集成播控分平台。

除了业务经营牌照之外，IPTV信号传输网络还需要持有相应的传输牌照。广电总局43号文《关于IPTV集成播控平台建设有关问题的通知》中规定IPTV传输服务牌照由中国电信集团公司、中国联通网络通信集团有限公司向广电总局申请。而中国移动则需要通过分省申请、分省验收、分省核发的特殊方式获得牌照，直到2018年6月中国移动广东分公司才拿到第一张属于中国移动的IPTV传输业务许可证。

表 4: IPTV服务许可持证机构

序号	牌照	持证机构	集成播控平台授权运营情况
1	全国 IPTV 集成播控服务	中央电视台	中央电视台授权爱上传媒运营中央 IPTV 集成播控总平台
2	全国 IPTV 内容服务	中央电视台	未取得是否授权及授权情况的公开信息
3	全国 IPTV 内容服务	上海广播电视台	未取得是否授权及授权情况的公开信息
4	省级 IPTV 集成播控服务	广东广播电视台	广东广播电视台授权南方新媒体运营广东 IPTV 集成播控分平台
5	省级 IPTV 集成播控服务	湖南广播电视台	湖南广播电视台授权快乐阳光运营湖南 IPTV 集成播控分平台
6	省级 IPTV 集成播控服务	重庆网络广播电视台	重庆网络广播电视台授权重数传媒运营重庆 IPTV 集成播控分平台
7	省级 IPTV 集成播控服务	辽宁广播电视台	未取得是否授权及授权情况的公开信息

数据来源：新媒股份招股说明书，广发证券发展研究中心

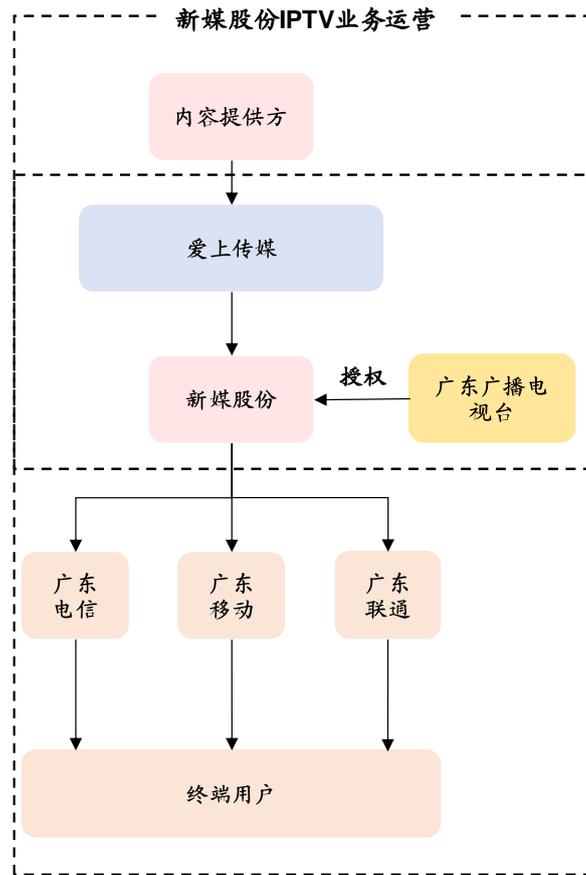
以新媒股份为例说明IPTV业务具体运营，新媒股份IPTV业务采取合作模式，主要合作方为中央IPTV集成播控总平台运营方——爱上传媒以及广东地区三大电信运营商——广东电信、广东移动和广东联通。

广东广播电视台作为牌照持有方，授权南方新媒体经营广东IPTV相关业务；爱上传媒作为中央IPTV集成播控总平台运营方，负责将全国性内容服务平台的节目信号集成后统一传送到广东IPTV集成播控分平台；南方新媒体作为广东IPTV集成播控分平台运营方，负责将总平台传来的节目信号与源自本省的节目信号集成在一起，规范接入到本省IPTV传输系统；广东地区电信运营商作为IPTV传输系统运营方，负责将IPTV节目信号传输给终端用户。

在上述业务模式中，爱上传媒主要负责运营IPTV中央集成播控总平台，全国性节目源的集成，IPTV集成播控总平台对分平台的分发和播出情况监看等；公司主要负责建立广东IPTV集成播控分平台，与总平台的对接以及本地节目源的集成和播出情况监看和广东地区EPG菜单开发、运营、管理等。电信运营商主要负责IPTV传输网络系统的规划、建设、运营和管理，IPTV业务受理、安装调试、技术服务、客户服务及日常维护，并由电信运营商负责向用户收取费用。

终端用户是新媒体运营商IPTV业务的最终客户；电信运营商是新媒体运营商的主要合作方；电信运营商通常负责终端用户付费的收取和分成结算。

图 6: 新媒股份IPTV业务运营模式



数据来源：新媒股份招股说明书，广发证券发展研究中心

爱上传媒、电信运营商、新媒体运营商三方合作运营，分成比例各省有别。根据广电总局政策要求，在IPTV业务开展过程中应分别建立中央和省两级架构的集成播控平台，并与IPTV传输系统规范对接。因此，IPTV内容集成运营业务的具体销售价格，由持有IPTV省级集成播控分平台牌照运营权的发行人，与持有IPTV全国集成播控总平台牌照运营权的公司和负责IPTV传输的电信运营商三方，参考行业普遍的价格标准，通过谈判最终协商确定，并以三方协议的形式对服务的销售价格进行明确。三方会根据国家三网融合相关政策的规定，明确各方在业务合作中提供的业务资源，确定各自在业务合作中须履行的权利和义务，提出业务合作方案。各方结合行业发展情况，综合考虑业务发展阶段、内容丰富度、用户数量、可比公司结算情况等因素，确定电信运营商与省级播控平台、IPTV总平台运营单位之间的结算方案，确定产业链各环节的分成比例。各省，各运营商，各省级播控平台，分成比例具有一定差异性。以重数传媒为例，不同的基础业务以及增值包三方的分成比例不尽相同。

表 5: 重数传媒IPTV业务运营过程中合同主要条款

业务类型	合租房	产品包	收费标准	初次产生收入日期	合同到期日
基础业务	甲方：重庆联通 乙方：重数传媒	标清	甲方按照 5.4 元/月/户与乙方结算；甲方按照 3.6 元/月/户与丙方结算	2013 年 2 月	2017 年 12 月

丙方: 爱上传媒

甲方: 重庆电信 乙方: 重数传媒 丙方: 百事通	标清	甲方按照 6 元/月/户或 60 元/年/户与乙方结算; 甲方按照 4 元/月/户或 40 元/年/户与丙方结算	2012 年 8 月	2018 年 7 月
	高清	2014 年 11 月 1 日至 2015 年 3 月 31 日: 甲方按照 5 元/月/户或 50 元/年/户与乙方结算; 甲方按照 10 元/月/户或 100 元/年/户与丙方结算 2015 年 4 月 1 日以后: 甲方按照 3.4 元/月/户或 34 元/年/户与乙方结算; 甲方按照 6.6 元/月/户或 66 元/年/户与丙方结算	2014 年 11 月	2018 年 7 月
	电信电视	频道包: 甲方按照 1 元/月/户与乙方结算; 按照 1 元/月/户与丙方结算 尊享包: 甲方按照 5 元/月/户与乙方结算; 按照 5 元/月/户与丙方结算	2015 年 1 月	2018 年 7 月

 甲方: 爱上传媒
乙方: 重数传媒
丙方: 重庆电信

电信电视 (爱 上版)	频道包: 丙方按照 1 元/月/户与甲方结算; 按照 1 元/月/户与乙方结算 点播包: 丙方按照 2.4 元/月/户与甲方结算; 按照 3.6 元/月/户与乙方结算	2015 年 7 月	2018 年 6 月
----------------	--	------------	------------

 甲方: 重庆电信
乙方: 重数传媒
丙方: 优朋音乐

超级影院	2015 年 12 月以前: 按次计费: 甲方: 乙方: 丙方分成比例为 10:3:7; 包月计费: 甲方按照不低于 30 元/月与最终用户进行结算; 甲方分成 50%; 丙方分成 8 元/月/户; 剩余收益为乙方分成 2016 年 1 月以后: 甲方: 乙方: 丙方分成比例为 4:2:4	2014 年 11 月	2017 年 12 月
------	--	-------------	-------------

 甲方: 重庆电信
乙方: 重数传媒
丙方: 嘉濠科技、掌世界、淘景立画

游戏	甲方: 乙方: 丙方分成比例为 4:1:5	2016 年 6 月	2018 年 3 月
----	-----------------------	------------	------------

 增值
业务

 甲方: 重庆电信
乙方: 重数传媒
丙方: 爱音乐、淘景立画、路通网络

音乐	甲方: 乙方: 丙方分成比例为 4:1:5	2016 年 8 月	2018 年 3 月
----	-----------------------	------------	------------

 甲方: 重庆电信
乙方: 重数传媒
丙方: 捷成华视、盛世骄阳、上海森宇、一
九零五 (北京) 网络科技有限公司

第一影院	甲方: 乙方: 丙方分成比例为 4::3:3	2016 年 8 月	2017 年 9 月
------	------------------------	------------	------------

 甲方: 重庆电信
乙方: 重数传媒
丙方: 翼享 (上海) 影视科技有限公司

同步影院	甲方: 乙方: 丙方分成比例为 4:1:5	2017 年 3 月	2018 年 3 月
------	-----------------------	------------	------------

 甲方: 重庆电信
乙方: 重数传媒
丙方: 优朋普乐、环球合一

尊享点播	重庆电信按照 2.5 元/月/户与乙方结算; 乙方按照 1 元/月/户与环球合一结算; 乙方按照 0.8 元/月/户与优朋普乐计算	2016 年 10 月	2018 年 7 月
------	---	-------------	------------

数据来源: 重数传媒招股说明书, 广发证券发展研究中心

3、未来发展：基础业务增长将进入稳定阶段，增值及广告驱动未来发展

因政策限制，IPTV业务发展具有较强的地域性。从IPTV新媒体运营商角度来看，目前收入主要源自本省内的IPTV基础服务。随着用户增速逐渐平稳，我们认为各地新媒体运营商IPTV业务板块中基础业务的收入增长将会进入稳定区间，未来收入增量将主要来源于增值服务以及IPTV广告收入。

以新媒股份为例，基础业务为用户提供基础视听内容服务，主要包括中央电视台频道、各省级卫视频道、广东省本地地面频道和数字及特色频道等节目的直播和回看，以及部分影视剧、体育节目等内容的点播。基础业务对所有IPTV用户开放，用户只需支付IPTV基本视听服务费。增值业务为用户提供增值类视听节目点播服务和非视听应用增值服务，主要包括高清影视、在线教育、在线娱乐、粤语特色专区等内容。用户享受增值业务服务需分次或按期支付增值业务费。根据招股说明书披露的数据，新媒股份2018年IPTV业务板块中基础业务营收占比为83.8%，增值业务营收占比为16.2%，随着平台内容以及功能的逐步丰富，用户付费意愿提升，预计增值业务营收占比还会进一步增大。

其他各省新媒体运营商也在不断加大对增值业务的投入。例如重数传媒，随着业务不断发展，其所继承运营的IPTV产品包也相应地从单一的“基础业务”逐渐丰富为“基础业务+多样化增值业务”，公司2016年底上线了多种增值业务，2017年上半年增值业务收入占比就从2016年的5.9%迅速提升至21.2%。增加增值业务的内容投入将会是新媒体运营商在IPTV业务未来发展上的重点，各省增值业务营收占比将持续提升。

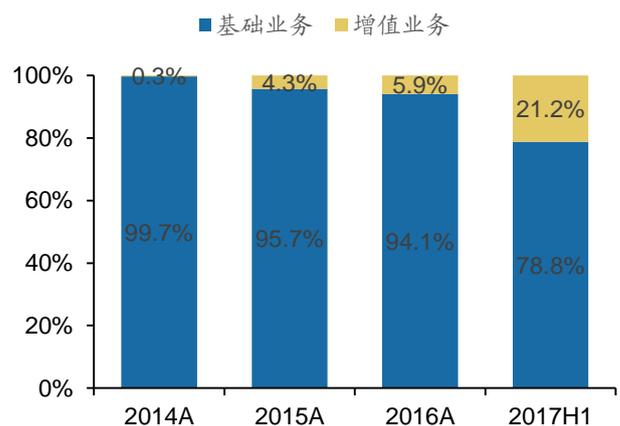
除了省内的基础业务以及增值业务之外，部分新媒体运营商依托省内业务开展积累的经验以及技术优势，积极开展省外专网视听节目综合服务。

图 7：新媒股份基础业务以及增值服务占比



数据来源：新媒股份招股说明书，广发证券发展研究中心

图 8：重数传媒基础业务以及增值服务占比

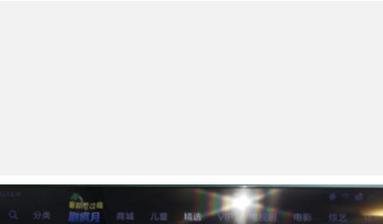


数据来源：重数传媒招股说明书，广发证券发展研究中心

广告方面，IPTV目前还处于发展早期，主要原因一是在于目前IPTV分省运营，对于大广告主来说在IPTV上投放广告难以形成规模效应；二是在于IPTV广告目前尚未形成统一的售卖标准，也缺乏数据监控。但相比其他大屏广告形式，IPTV广告具有其优势。从广告形式来看，根据流媒体网的整理，IPTV广告形式可以包含开机广

告、视频前插播广告、频道切换广告、EPG首页推荐位广告等多种广告形式，各类型广告均有一定的强制性，观看率较高，能够强化观众的认知。由于IPTV网络在低线城市甚至乡村镇覆盖较广，对于深挖下沉市场的广告主具有吸引力。我们认为IPTV的广告价值具有较大的挖掘空间，未来将成为IPTV行业营收新增量。

表 6: IPTV广告形式

IPTV 广告类型	广告形式	列举
开机广告	开机广告指的是 IPTV 的启动后播放的广告，具有一定的强制性。它以全屏的方式或静态或动态的呈现给用户，声音、画面冲击力较强	
视频前插播广告	视频前插播广告以视频的形式向用户展示。用户在点播或者回看视频节目时强行向用户推送，用户不可关闭，完整观看率较高。	
频道切换广告	频道切换广告指的是在用户进行频道切换时强制插入的广告，用户无法避免，完整观看率也比较高	
音量键、快进/退键广告	音量键、快进/退广告指的是在按该键的时候跳出来的功能条上出现的广告，这样的广告以图片的形式出现，也是具有强制性的，出现的频率比较高	
VOD 视频广告位	VOD 控制广告位指的是在用户返回或暂停视频的时候所出现在功能页面上的广告，也存在一定的强制性，出现频率较为频繁，和音量键广告类似	
背景音乐广告	背景音乐广告是指在用户进入点播页面浏览、选择节目直至确定点播进入收看这一期间，可背景播放宣传期间的歌手音乐/电视主题曲/电影音乐等，在不影响观众感受的情况下，也可适当播放一些音乐类的其他广告	
EPG 首页推荐位广告	用户在收看电视节目时，在导航寻找选择电视节目的展示信息	

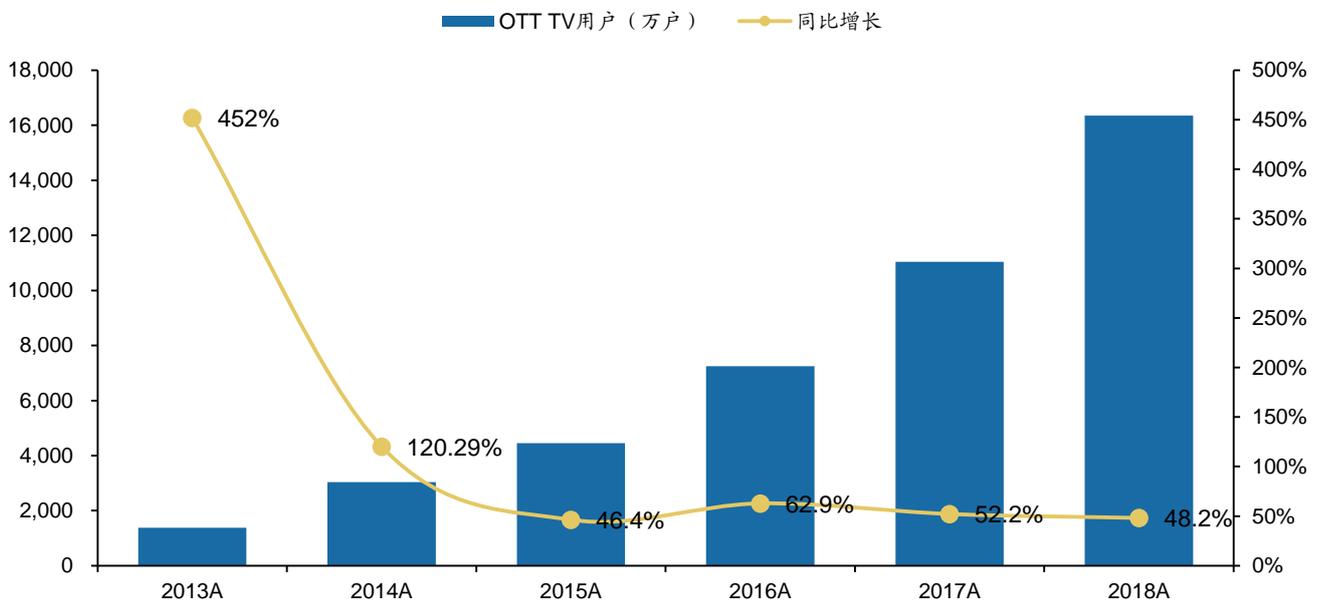
数据来源：流媒体网，广发证券发展研究中心

三、OTT: “+OTT” 将是收视主流，行业规范化持续推进

1、行业规范化还在推进，未来“+OTT”收视组合将是主流

互联网电视又称OTT TV，是一种以电视机为显示终端，经国家广电行政部门批准的互联网电视内容服务平台和集成服务平台，通过公共互联网传输分发，向家庭用户提供视频点播等多种服务的新业务。互联网电视是随着互联网发展而兴起的新型媒体运营方式，内容提供商、网络传输商、设备提供商等都可以加入其中，具有一定的开放性和吸引力。其与有线、IPTV电视的不同在于OTT走的是互联网Internet，有线电视通过线缆，IPTV倾向于IP城域网、骨干网。

图 9: OTT用户数



数据来源：《中国有线电视行业发展公报》，广发证券发展研究中心

OTT行业监管从乱象，到逐渐规范，对于内容以及版权的监管还在持续完善。自2007年至今11年时间，以广电总局为核心的监管机构先后公布数十项监管规定，并通过56号文《互联网视听节目服务管理规定》(2007年)、181号文《持有互联网电视牌照机构运营管理要求的通知》(2011年)和6号令《专网及定向传播视听节目服务管理规定》(2016年)确定了整个OTT市场的准入、运营和监管模式，政策的核心目标是保证OTT行业在可管可控的政策环境下健康发展。政策监管从宏观到细节，OTT竞争环境逐步摆脱混乱，越来越规范有序。

表 7: OTT相应政策

序号	文件名称	颁布时间	颁布机构	主要内容
1	《关于加强以电视机为接收终端的互联网视听	2009年	广电总局	明确以电视机为接收终端的互联网视听节目服务需有运营资质的单位提供，要确保所传播视听节目内容可管、可控，应当遵

	节目服务管理有关问题的通知》			守著作权法律、行政法规的规定，取得著作权人的相关授权。
2	《关于互联网视听节目服务许可证管理有关问题的通知》	2009年	广电总局	明确未取得《信息网络传播视听节目许可证》的单位，不得从事互联网视听节目服务，擅自开展的，责其停止开办相关服务。
3	《持有互联网电视牌照机构运营管理要求》	2011年	广电总局	明确了互联网电视集成服务管理要求、互联网电视内容服务管理要求、互联网电视业务运营要求和互联网电视机顶盒等终端产品管理要求；互联网电视内容服务中，新闻节目点播服务仅由广播电视播出机构开办，影视剧点播服务和图文信息服务可以由广播电视播出机构与拥有版权资源的机构合作开展。
4	《关于严禁通过互联网经机顶盒向电视机终端提供视听节目服务的通知》	2011年	广电总局	要求各持证网站严禁从事相关业务，不得以内容提供商的身份与非法开展互联网电视业务的公司开展合作。
5	《关于印发“宽带中国”战略及实施方案的通知》	2013年	国务院	积极发展互联网电视等多种形态的上网终端产品。
6	《关于互联网电视、手机电视等新媒体业务公司化运营有关问题的通知》	2013年	广电总局办公厅	规定经广电总局批准开展互联网电视业务的广播电视播出机构可以成立公司运营相关业务，包括开展节目生产购销、市场推广、商业合作、收付结算、技术服务等经营性业务。
7	《关于不得超范围安装互联网电视客户端软件的通知》	2014年	广电总局办公厅	明确未持有互联网电视集成服务许可和互联网电视内容服务许可的机构，一律不得推出、提供用于安装在互联网电视终端产品中的客户端软件（APP）。
8	《关于加强互联网电视集成平台安全管理的通知》	2014年	广电总局办公厅	强调互联网电视集成平台与互联网电视终端产品之间的连接要符合《持有互联网电视牌照机构运营管理要求》（广办发网字〔2011〕181号）的规定，未持有互联网电视集成服务和内容许可证的机构，不得推出用于安装在互联网电视终端产品上的软件客户端。
9	《关于依法严厉打击非法电视网络接收设备违法犯罪活动的通知》	2015年	最高人民法院、最高人民检察院、公安部、广电总局	明确从事生产、销售非法电视网络接收设备(含软件)，以及为非法广播电视接收软件提供下载服务，为非法广播电视节目频道接收提供链接服务等营利性活动，将依法追究刑事责任。
10	《关于贯彻落实〈国务院关于印发〈积极推进“互联网+”行动的指导意见〉的行动计划》	2015年	工信部	推动基于互联网的视听节目服务、智慧家庭服务等产品的研发和应用，加强互联网电视接收设备等新型信息消费终端产品研发创新。
11	《关于做好互联网电视整改工作的通知》	2016年	广电总局	要求各持证机构必须对自身负责集成的各类型互联网电视终端严格把关；不能用OTT平台变相开展IPTV业务；不得擅自开展IPTV+OTT业务；凡不符合规定的，视情况采取软件升级或关停并转等方式进行整改。
12	《关于进一步规范网络视听节目传播秩序的通知》	2018年	广电总局	要求坚决禁止非法抓取、剪辑改编视听节目的行为，不得恶搞、歪曲经典文艺作品，不得擅自对经典文艺作品、影视节目

知》

等重新剪辑、配音、配字幕，不得截取节目片段拼接成新节目；加强网上片花、预告片等视听节目管理，坚持正确导向，不能断章取义、恶搞炒作、不能做标题党，以低俗创意吸引点击，不得出现“未审核”版或“审核情节”版等不妥内容；加强对各类节目接受冠名、赞助的管理，应事先核验冠名或赞助方的资质；严格落实属地管理责任。

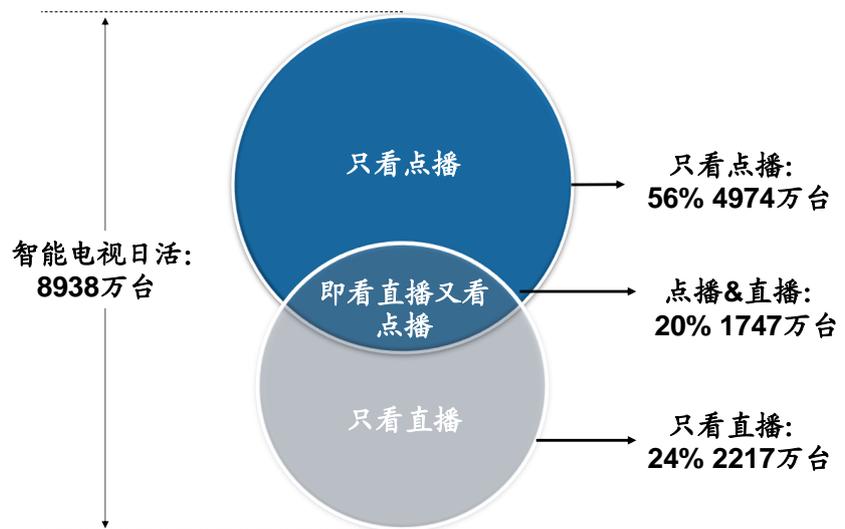
数据来源：广电总局，工信部，广发证券发展研究中心

“DVB+OTT” 或 “IPTV+OTT” 模式将是收视主流组合

根据勾正数据，2018年上半年OTT TV开机日活8938万台，其中56%只看OTT点播，20%既看点播也看直播，24%只看直播。从收视格局来看，虽然用户对于点播的需求在持续上升，但是直播观看需求仍占据份额。2019年4月智能电视端直播+点播媒体混合榜日活TOP10频道中直播端与点播端各占5席。从前述分省有线及IPTV渗透率分析来看，我们认为随着“光进铜退”工作推进完成，IPTV渗透率会提升到稳定区间，直播的收视格局将会稳定。用户将会选择DVB以及IPTV中的一种形式来满足其观看直播的需求。而点播方面的需求，将会由OTT得到满足。

“+OTT” 将是收视主流组合。

图 10: 2018H1直点播日活数据



数据来源：勾正数据，广发证券发展研究中心

表 8: 2019年4月智能电视端直播+点播媒体混合榜

序号	名称	2019年4月日活 (万台)
1	银河奇异果	2078
2	云视听极光	1717
3	CIBN 酷喵影视	1468
4	CCTV-1	781
5	CCTV-4	629

6	CCTV-6	572
7	CCTV-13	558
8	芒果 TV	487
9	CCTV-3	484
10	湖南卫视	450

数据来源：奥维互娱，广发证券发展研究中心

2、产业链：资质绑定格局较稳定，视频媒体头部效应明显

互联网电视产业链主要包括内容提供、内容服务、集成服务、传输分发等环节，主要由内容及服务提供方、牌照持有方、平台运营方、传输分发运营方、终端用户以及终端设备提供方构成。

(1) 内容及服务提供方：互联网电视内容提供方主要分为两类，一类为包括影视剧、新闻综艺节目、体育赛事等视频类内容；另一类为包括游戏、在线教育等综合服务。视频类内容的主要提供方包括中央及各省市广播电视台，优酷土豆、爱奇艺、腾讯视频等在内的视频类网站，盛世骄阳、华视网聚等内容分销商等。综合服务的主要提供方包括各种游戏、在线社交、在线教育等服务运营商。

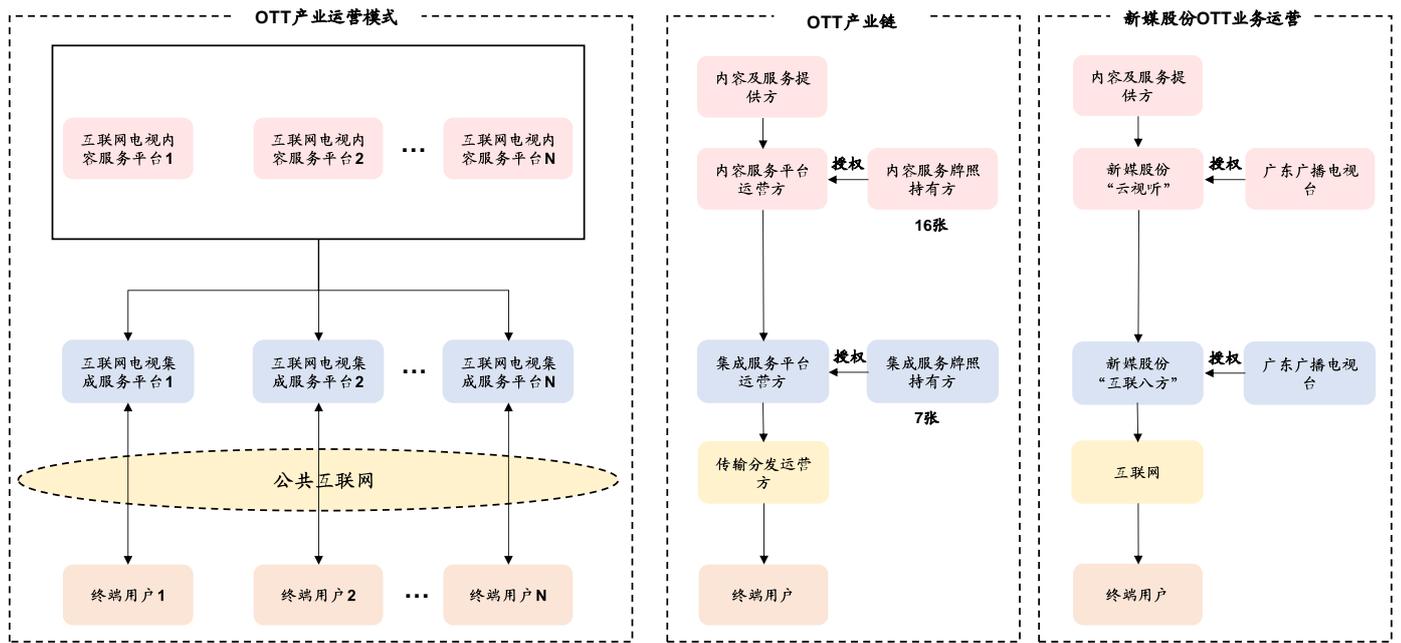
(2) 内容服务牌照持有方和内容服务平台运营方：我国互联网电视行业实行牌照管理制度，广电总局已经发放的互联网电视服务相关牌照分为两类：互联网电视内容服务许可和互联网电视集成服务许可。广电总局已经发放16张互联网电视内容服务牌照和7张互联网电视集成服务牌照。在互联网行业实际运行中，一些牌照持有方授权其控制的企业运营相关业务平台。

(3) 集成服务牌照持有方和集成服务平台运营方。

(4) 传输分发运营方：互联网电视通过公共互联网传输，主要由公共互联网接入服务运营商和内容分发运营商提供。

(5) 终端设备提供方：互联网电视的接收终端为互联网电视一体机和互联网电视机顶盒，其中互联网电视机顶盒连接普通电视后即具备了互联网电视一体机的功能。该环节的参与者为生产上述终端产品的制造商。

图 11: OTT 产业链



数据来源：新媒股份招股说明书，广发证券发展研究中心

“集成服务+内容服务”管理模式，牌照具有一定稀缺性

我国互联网电视行业采取“集成服务+内容服务”的管理模式，互联网电视节目需经广电总局批准设立的互联网电视内容服务平台和集成服务平台后，才能通过公共互联网传输分发至终端用户。互联网电视集成服务机构和内容服务机构需要取得相应的业务牌照，在业务开展中各自承担相应的审查把关责任，内容服务机构负责审查其开办的内容服务平台上的节目是否符合相应的内容管理、版权管理要求，对具体的节目要进行播前审查，承担播出主体责任；集成服务机构主要负责审查所接入的内容服务平台资质是否合法，但不负责对具体的节目进行播前审查。

表 9: OTT 内容服务牌照持有机构及运营方

序号	持证机构	经授权开展 OTT 内容服务业务的公司
1	中国网络电视台	未来电视有限公司
2	上海广播电视台	东方明珠新媒体股份有限公司
3	浙江电视台和杭州市广播电视台（联合开办）	华数传媒网络有限公司
4	广东广播电视台	广东南方新媒体股份有限公司
5	湖南广播电视台	湖南快乐阳光互动娱乐传媒有限公司
6	中国国际广播电台	国广东方网络（北京）有限公司
7	中央人民广播电台	银河互联网电视有限公司
8	江苏电视台	银河互联网电视有限公司
9	国家广播电影电视总局电影卫星频道节目制作中心	公开资料中未查询到相关信息
10	湖北广播电视台	公开资料中未查询到相关信息
11	城市联合网络电视台	公开资料中未查询到相关信息
12	山东电视台	山东广电新媒体有限责任公司
13	北京广播电视台	北京歌华有线电视网络股份有限公司

14	云南广播电视台	公开资料中未查询到相关信息
15	重庆网络广播电视台	重庆广电数字传媒股份有限公司
16	贵州广播电视台	公开资料中未查询到相关信息

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

表 10: OTT 集成服务牌照持有机构及运营方

序号	持证机构	经授权开展 OTT 集成服务业务的公司
1	中国网络电视台	未来电视有限公司
2	上海广播电视台	东方明珠新媒体股份有限公司
3	浙江电视台和杭州市广播电视台	华数传媒网络有限公司
4	广东广播电视台	广东南方新媒体股份有限公司
5	湖南广播电视台	湖南快乐阳光互动娱乐传媒有限公司
6	中国国际广播电台	国广东方网络（北京）有限公司
7	中央人民广播电台	银河互联网电视有限公司

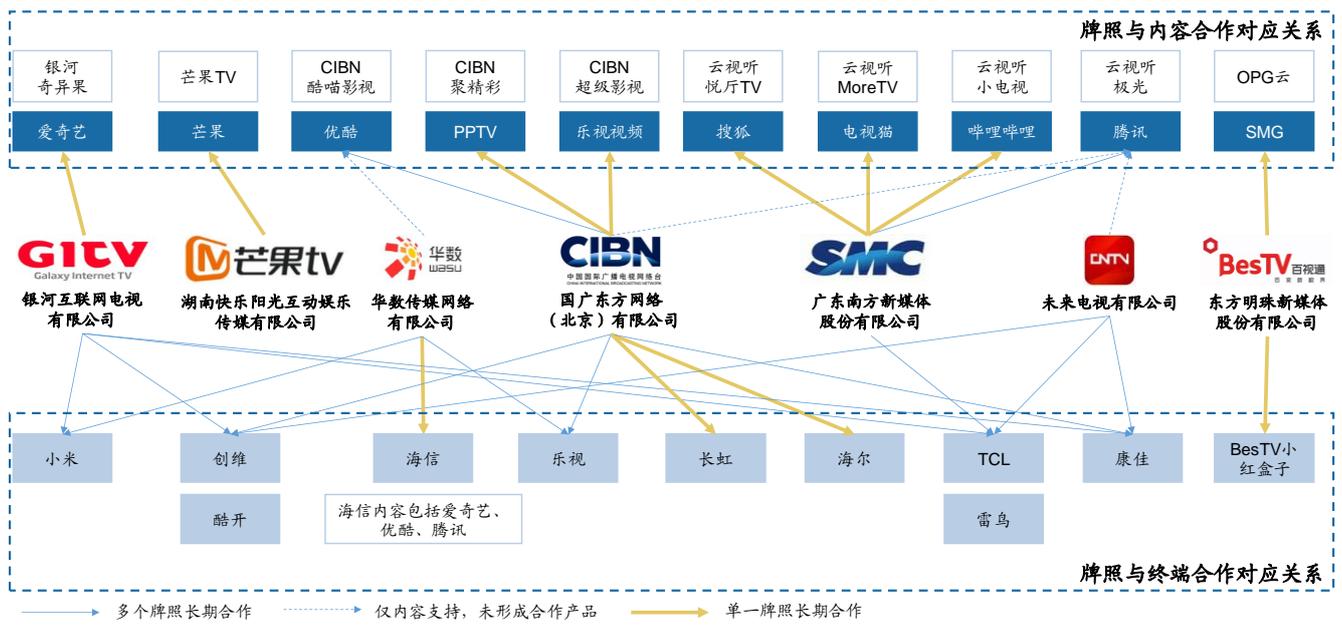
数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

从上游视频网站到中间牌照方到硬件厂商，资质绑定格局较稳定

互联网电视内容提供方（如果没有互联网电视内容服务资质）需与内容服务平台合作，其提供的节目的内容和版权需经内容服务平台审查。互联网电视终端设备提供方需与集成服务平台合作，每个终端产品只能连接一个集成服务平台，嵌入一个集成服务平台地址，终端产品与集成服务平台之间是完全绑定的关系。互联网电视内容服务平台只能接入到广电总局批准设立的集成服务平台上，集成服务平台只能选择连接广电总局批准设立的内容服务平台。互联网电视内容服务平台和集成服务平台均不能与设立在公共互联网上的网站进行相互链接，不能将公共互联网上的内容直接提供给用户，暂不得开放广播电视节目直播类服务的技术接口。互联网电视终端产品只能唯一连接集成服务平台，不得有其他访问互联网的通道，不得与网络运营企业的相关管理系统、数据库进行连接。

目前爱奇艺、腾讯以及优酷等互联网电视内容提供方均有稳定开展合作的牌照方，爱奇艺与银河互联网电视有限公司合作运营银河奇异果，优酷与国广东方网络合作运营CIBN酷喵影视，腾讯与新媒股份合作运营云视听极光，芒果TV则依托湖南快乐阳光互动娱乐传媒有线公司的牌照进行互联网电视端的产品运营。硬件商方面，从终端厂商的角度，依托内容的输入才可以获取硬件收入和广告收入，无论是传统电视厂商还是新兴硬件厂商都在积极寻求与牌照方合作。例如，海信电视合作的集成牌照方为华数传媒网络有限公司；TCL与未来电视有限公司、银河互联网电视有限公司等集成牌照方合作；乐视电视合作的集成牌照方为国广东方网络（北京）有限公司；创维电视合作的集成牌照方为未来电视有限公司和银河互联网电视有限公司；小米电视合作的集成牌照方为银河互联网电视有限公司。

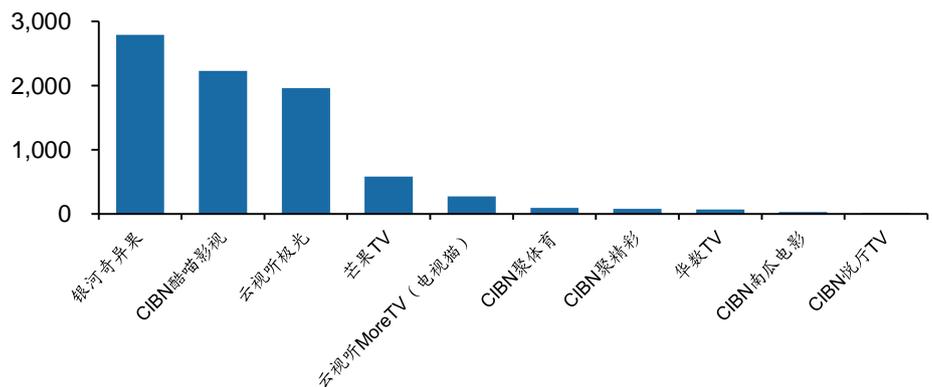
图 12: OTT牌照合作情况



数据来源: 奥维云网, 勾正数据, 广发证券发展研究中心

视频类APP头部效应明显, 下游厂商格局分散。从视频类APP的日活数据来看, 整体格局与视频巨头市场格局类似。根据奥维云网披露的2019年3月份的日活数据来看, 银河奇异果、CIBN酷喵影视以及云视听极光日活排前; 第二梯队产品芒果TV以及云视听MoreTV等日活将比第一梯队仍有一定差距, 视频类产品头部效应明显。下游厂商来看, 根据奥维云网的数据, 2017年底传统6大品牌激活终端占比为69%, 包括乐视、小米、暴风等在内的互联网品牌占比为10%, 外资平台占比13%, 整体格局较分散。

图 13: OTT日活数据 (万台)



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

表 11: 截止到2017年12月底不同厂商阵营的激活终端总规模

智能电视阵营	激活终端总数 (累计)	占比
传统 6 大品牌 (创维+海信+TCL+长虹+康佳+海尔)	8989	69%
互联网品牌 (乐视+小米+暴风+微鲸+PPTV+风行等)	1355	10%
外资品牌 (夏普+三星+LG+飞利浦+索尼等)	1740	13%
其他	889	7%
合计	12923	100%

OTT 盒子阵营	激活终端总数 (累计)	占比
小米+天猫	2332	61%
其他	1510	39%
合计	3842	100%

数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

3、未来发展: 会员付费率将持续稳定提升, 广告收入预计成长空间较大

从新媒体运营商的角度来看, 在OTT业务中主要收入来源包括用户付费分成以及广告收入分成。用户付费方面, 我们认为未来推动用户付费率提升的方式将包括:

(1) 通过连续包月上线, 线上+线下销售等方式积极拓展会员规模; 并且像云视听极光、银河奇异果、CIBN酷喵影视以及芒果TV等头部内容APP都推出了四屏共享会员。(2) 对用户精细化运营, 拓展会员收入渠道, 如为会员推荐各种优惠活动, 促进超级用户的消费转化方式。(3) 与垂直类应用、电商平台等进行会员促销信息宣传, 打通用户到流量的场景链接。随着大屏端内容逐渐丰富, 用户粘性将逐渐提高, 大屏端的付费率将会持续提升。

我们根据目前头部视频平台的会员收费情况, 假设目前的会员年费为300元, 以此为基数对OTT行业用户付费收入进行测算。根据奥维云网的数据, 2019年4月OTT日活终端数(智能电视+盒子)8624万台, 相比2018年同期日活终端数提升了27.9%。随着终端更新换代以及大屏收视份额提升, 日活终端数将持续提升, 当日活终端达到10000万台, 用户付费率达10%时, OTT用户付费市场规模将达30亿元; 而当用户付费率达15%时, OTT用户付费市场规模将达45亿元。

表 12: 四家主流视频平台会员费对比

OTT 终端	1 个月	3 个月	年费	备注
云视听极光	50 元	148	488	超级影视 VIP (四屏共享)
银河奇异果	30 元连续包月	88 连续包季	330 连续包年	爱奇艺钻石会员 (四屏共享)
CIBN 酷喵影视	29 元连续包, 单月 39 元	70	239	酷喵 VIP (四屏共享)
芒果 TV	25 元连续包月, 单月 35 元	85	330	四屏共享

APP/网页端	1 个月	3 个月	年费
腾讯视频	20 元 (连续包月续费 15)	58 元	198 元
爱奇艺	15 元连续包月	45 元连续包季	178 元连续包年
优酷	15 元连续包月	45 元连续包季	178 元连续包年
芒果 TV	首 3 月 9 元/月, 第四月起 15 元	45 元连续包季	178 元连续包年

数据来源: 各平台官网, 广发证券发展研究中心

表 13: OTT行业用户付费收入敏感性测算 (亿元)

付费率 日活终端数 (万)	付费率				
	2%	5%	8%	10%	15%
8000	4.8	12.0	19.2	24.0	36.0
8500	5.1	12.8	20.4	25.5	38.3
9000	5.4	13.5	21.6	27.0	40.5
9500	5.7	14.3	22.8	28.5	42.8
10000	6.0	15.0	24.0	30.0	45.0
12000	7.2	18.0	28.8	36.0	54.0
15000	9.0	22.5	36.0	45.0	67.5

数据来源: 广发证券发展研究中心

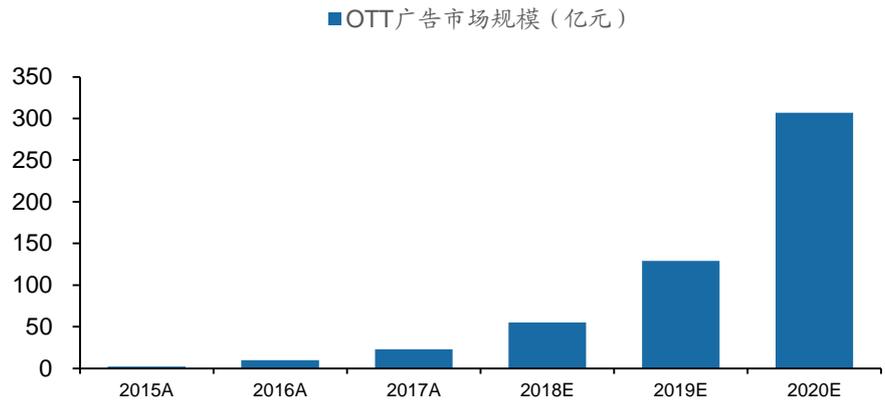
广告方面, OTT广告的形式可分为两大类: 系统层广告和内容层广告。系统层广告依托于OTT操作系统, 由终端厂商所有, 又分为传统型系统广告和创新型系统广告。传统型系统层广告以开机广告为代表, 多以CPT和CPM售卖, 具有强触达、高曝光的特点; 创新型系统层广告则以定制化的形式进行合作, 价格随着项目类型和难度等的不同存在不同梯度。内容层广告依托于视频内容, 以贴片广告、角标广告、暂停广告为代表, 终端厂商、牌照方、内容提供方、应用开发商等均有此部分广告资源, 主要通过CPM售卖, 整体内容相关度高、标准化程度高。根据勾正数据的预测, 到2020年OTT广告市场规模将达302亿元, 广告业务将成为OTT行业规模增长的最主要驱动因素。

表 14: OTT集成服务牌照持有机构及运营方

	系统层广告 (传统)	系统层广告 (新型)	内容层广告
承载媒介	依托于 OTT 系统		依托于视频内容
资源所有方	终端厂商		终端厂商、牌照方、内容提供方、应用开发商
售卖方式	CPT/CPM	以案例形式, 价格单谈	CPM
主要形式	开机广告、关机广告、屏保广告等	品牌专区、剧场冠名、主题桌面等	贴片广告、角标广告、暂停广告等
特点	强触达、高曝光	软性植入、定植化程度高、互动性和可玩性更高	内容相关度高、标准化程度高

数据来源: 艾瑞咨询, 广发证券发展研究中心

图 14: OTT 广告市场规模



数据来源: 勾正数据, 广发证券发展研究中心

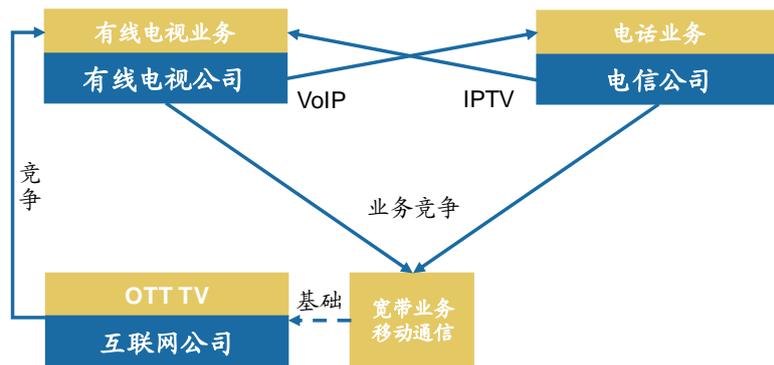
四、海外经验：新媒体市场化发展，OTT 异军突起

从全世界范围来看，有线电视网逐步走向IPTV和OTT，形成新一轮媒介迭代的过程或为大势所趋。我们简单对美国新媒体历史进行回顾，OTT相比IPTV来说发展前景更为广阔，主要系互联网公司的内容供给迅速丰富所致。而在本身OTT的产业链上，上游受限于内容产能瓶颈，下游终端纵向延展产业链的意愿不强，导致中游集成平台Roku迅速崛起。相比之下，我国内容厂商或更为强势，而下游电视终端份额分散，“互联网内容公司+绑定牌照方”或在产业链中有更强的话语权。

1、美国新媒体发展：IPTV 从迅速增长到停滞，OTT 异军突起成为广泛选择

美国三网融合从1996年开始算起至今已开展23年，期间经历了众多的技术革新，有线电视网、电信网以及互联网三者纷纷通过一定手段跨过模糊的市场边界，介入对方传统业务。电信公司积极开展的IPTV业务，互联网公司以及大型终端制造商开展的OTT业务，对有线电视业务产生了巨大冲击。

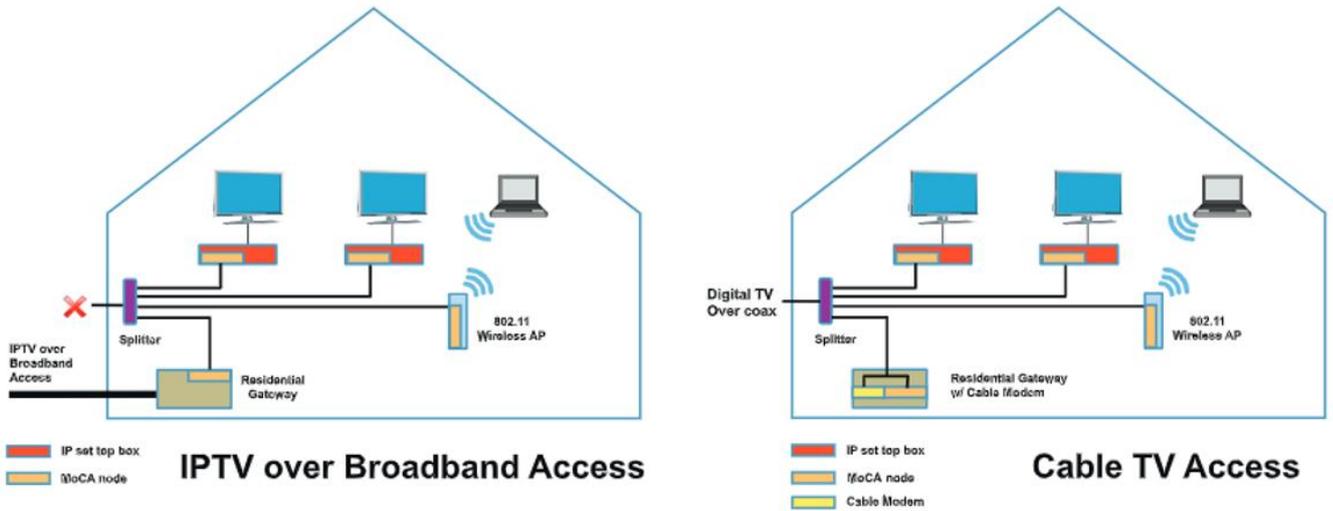
图 15：美国三网业务交织竞争



数据来源：广发证券发展研究中心

电信公司：通过IPTV介入电视行业。2004年，美国三家主要的电信运营商RBOC-SBC、南方贝尔和Verizon公开了IP视频计划，开始在美国大规模部署IPTV网络。IPTV即交互式网络电视，不同于传统有线电视业务，IPTV是一种利用宽带网，集互联网、多媒体、通讯等技术于一体，向家庭用户提供包括数字电视在内的多种交互式服务的技术，能够充分有效地利用网络资源。

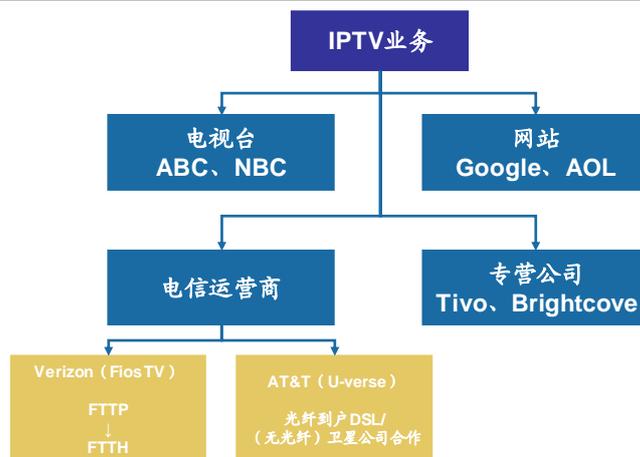
图 16: IPTV和传统有线电视工作原理对比



数据来源：MOCA IPTV white Paper，广发证券发展研究中心

美国市场主要有四类公司在经营IPTV业务：电视台（ABC、NBC等）、电信运营商（Verizon、AT&T等）、网站（Google和AOL）以及专营公司（Tivo、Brightcove等），其中以Verizon和AT&T公司为代表的电信公司是推动IPTV在美国发展的最主要力量。Verizon公司推出的IPTV业务名为Fios TV，主要利用光纤来传输节目，最初采用“光纤到驻地”（FTTP）的模式，后来进一步推广了“光纤到户”（FTTH）的方式。AT&T公司的IPTV业务则名为U-verse，对有光纤到户的用户采用DSL方式提供网络电视服务，而在没有光纤到达的居民区，AT&T公司与卫星公司为主的其它公司合作，用机顶盒结合卫星公司与互联网的视频，用户通过机顶盒接受服务。

图 17: 美国主要IPTV业务运营商

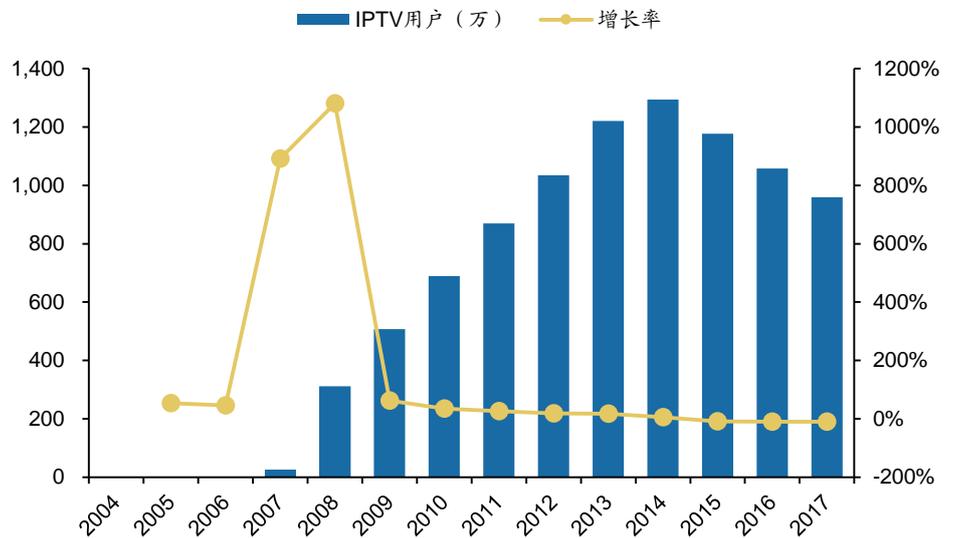


数据来源：知网，广发证券发展研究中心

IPTV经历迅速发展期，规模增长开始停滞。2008年，FCC解除了电信企业提供IPTV要获得本地视频特许权的限制，IPTV业务获得了更加有利的发展环境。2007

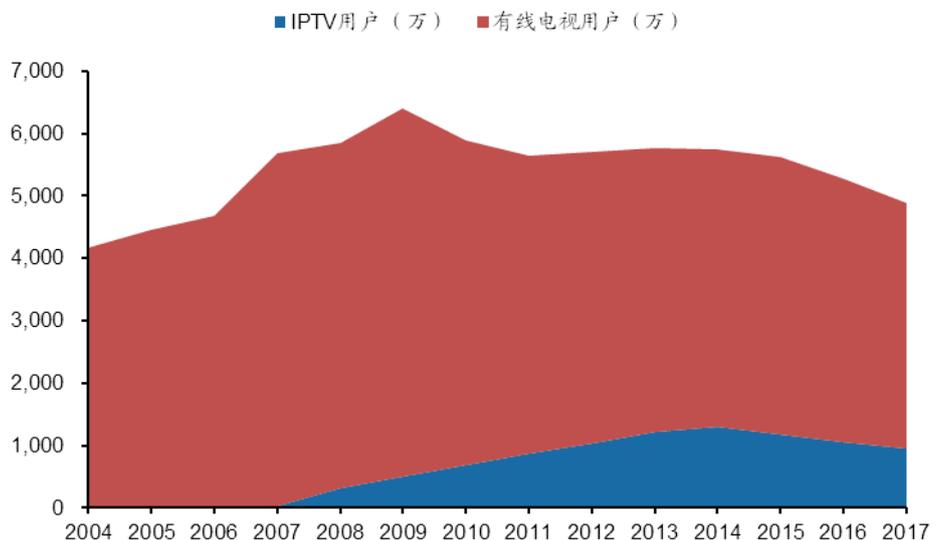
年到2014年间，IPTV的用户数急速增加，挤压传统有线电视的份额。2014年，美国主要IPTV服务商的用户数达到1,294万户。但之后随着OTT的发展，IPTV也受到了一定冲击，用户数开始下行。

图 18: 美国主要IPTV服务商用户总数



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 19: 美国主要公司IPTV及有线电视用户数量对比



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

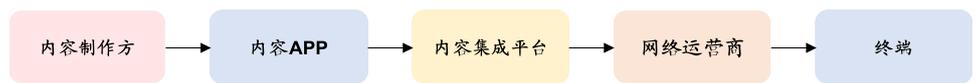
互联网：基于互联网的OTT对传统电视的挑战。1997年，FCC《网络与电讯传播政策报告》明确指出，为避免对互联网内容的不必要管制，传统媒体的管理规范不完全适用于网络管理，直接赋予OTT业务独有的自由性。OTT行业不设进入门槛，监管主要从版权保护、消费者权益保护出发。从行业监管来看，美国OTT市场监管

整体沿袭传统的广播电视管理思路与法律，但更为开放，基本没有设置准入要求。只要有资本、内容等运营能力就可以成立一个OTT运营商。对市场的监管行为也是以版权保护、公平竞争等基本原则在OTT市场的适用。同时保护消费者权利，是美国司法的基本原则之一，这一原则也适用于OTT产业。

美国OTT的产业链包括内容生产商、内容集成商、网络运营商、终端厂商等，其中内容集成商、网络运营商和终端厂商是OTT市场最重要的参与者。相比于我国，美国OTT行业不设进入门槛，行业进入不需要牌照，产业链环节中内容服务牌照持有方以及集成服务牌照持有方。

美国OTT市场规模庞大，产业链各环节竞争激烈。目前在美国，OTT视频业务的参与者主要是互联网公司，主要包括作为内容生产方的视频网站如YouTube、流媒体公司如奈飞（Netflix）、Hulu等，还有作为终端提供者的设备制造商如Roku、苹果、谷歌等，很多终端提供者也会兼有内容生产或分发的业务。为了应对其对于传统电视和IPTV市场的冲击，传统电视台、有线电视公司和电信公司如NBS、Verizon、Comcast等也开始尝试相关业务。

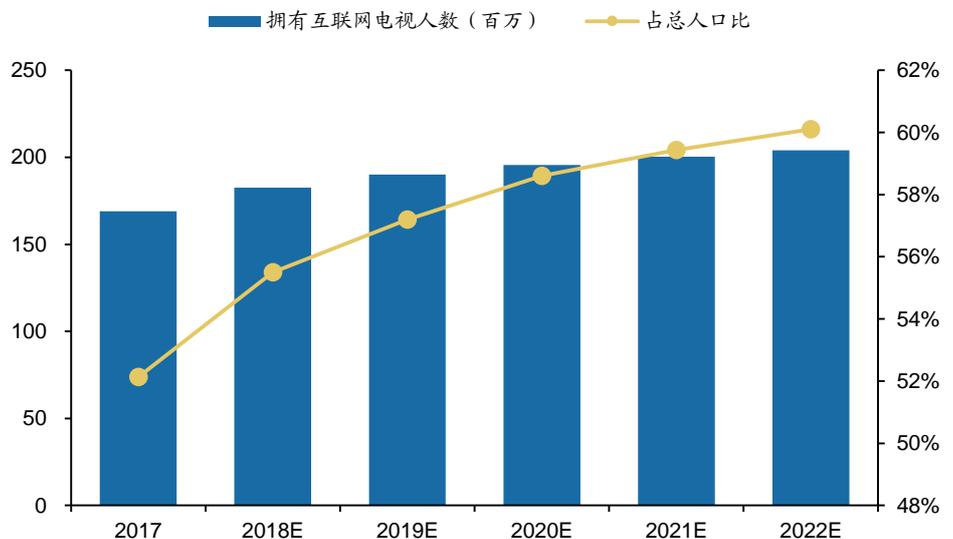
图 20: 美国OTT产业链



数据来源：广发证券发展研究中心

OTT异军突起，成为美国家庭的广泛选择。2015年后，OTT视频业务开始发展，同时开始挤占IPTV以及有线电视份额。IPTV以及有线电视用户数均开始下滑。根据eMarketer的统计，2017年，美国有1.69亿人拥有互联网电视（OTT TV），占美国总人口的55%，2022年预计将达2.04亿，占到总人口的60%以上。

图 21: 美国互联网电视拥有者及占人口比走势



数据来源：eMarketer，广发证券发展研究中心

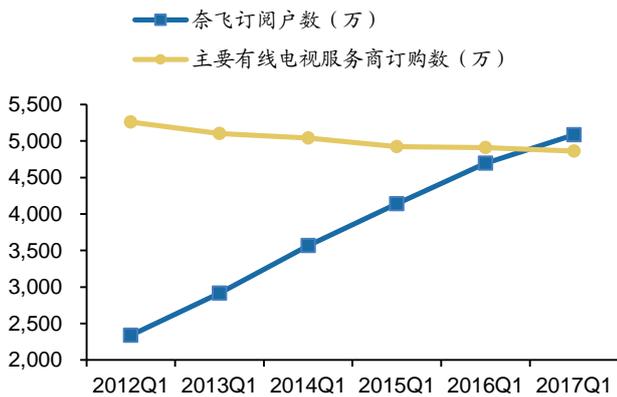
OTT户规模不断扩大。2017年第一季度，奈飞的订阅户数就已达5,085万，首次超过主要有线电视服务商的订购总数。而根据奈飞年报，到2018年奈飞全球OTT订阅总用户数就达到了1.39亿户，同比增长18.8%。

表 15: 2018年美国前10大OTT视频服务商

排名	服务商	排名	服务商
1	Netflix	6	MLB. TV
2	Prime Video Users (Amazon Prime)	7	Showtime
3	Hulu (SVOD)	8	CBS All Access
4	HBO Now	9	Sling TV
5	Starz	10	DIRECTTV Now

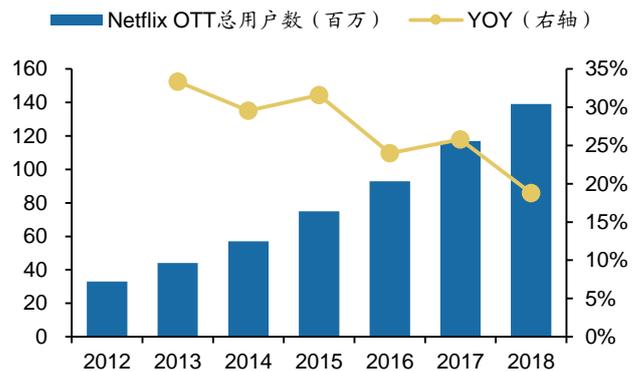
数据来源: Parks Associates, 广发证券发展研究中心

图 22: 奈飞美国国内OTT订阅户数与主要有线电视服务商订购数对比



数据来源: 《中国有线电视行业发展公报》, 广发证券发展研究中心

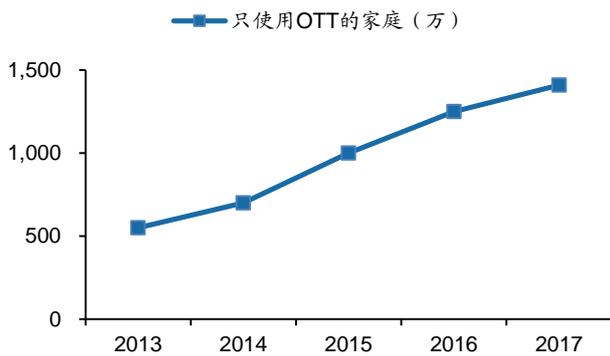
图 23: Netflix全球OTT订阅总用户数 (百万)



数据来源: 《中国有线电视行业发展公报》, 广发证券发展研究中心

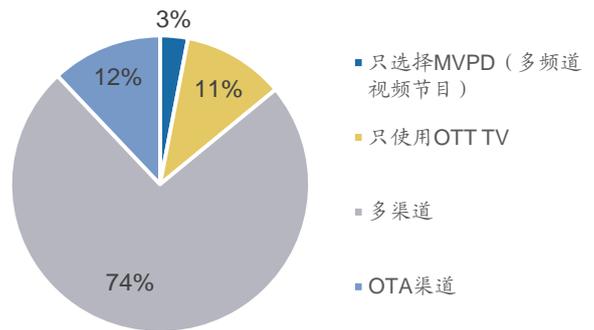
OTT业务规模在美国的长足发展, 与观看视频场景丰富化的趋势是一致的, OTT的兴起对传统有线电视和IPTV造成了一定的冲击。但由于OTT视频依赖网络传输速度, 并且存在内容质量不一等问题, 传统电视在竞争中仍具有其市场空间。根据美国视频广告局 (VAB) 的数据, 截至2017年底, 只使用OTT视频的美国家庭约1,410万户, 相比2013年的500万增长了近2倍, 占整体收视市场的11%。而约达74%的家庭选择多渠道的收视方式。而OTT的这些不足正好能够通过地面数字电视广播来弥补, “地面数字电视广播+OTT”的模式正在被越来越多的美国家庭所接受。

图 24: 2013-2017年美国只使用OTT的家庭数



数据来源: 美国视频广告局(VAB), 广发证券发展研究中心

图 25: 2017年美国家庭获取视频服务途径



数据来源: 美国视频广告局(VAB), 广发证券发展研究中心

2、Roku: “内容+系统+硬件” OTT 全产业链布局, 量价齐升驱动增长

Roku是美国一家深度布局OTT产业链的公司。收入主要来源于硬件销售收入以及平台收入两部分。Roku销售的硬件主要是OTT机顶盒以及电视机棒。用户家中的传统电视可以通过机顶盒或电视机棒接入Roku旗下的内容聚合平台。平台收入部分则包含四块业务: (1) 系统授权; (2) 广告; (3) 订阅以及交易分成; (4) 品牌频道按钮。

图 26: Roku业务结构



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

- 一是系统授权收入。众多OEM电视厂商业务聚焦硬件制造环节, 并不会研发自己的操作系统, 就需要购买预装集成操作系统。Roku推出Roku OS, 授权

智能电视厂商进行系统预装，合作推出Roku TV，公司从合作中收取一定的授权费。公司合作的电视机品牌包括TCL、海信、夏普、飞利浦等。硬件销售以及系统授权直接决定了Roku聚合平台在OTT市场中的初始份额。根据公司2018年年报，2018年美国市场中销售的超过四分之一的智能电视搭载的是Roku操作系统；这一比例到2019Q1进一步提升到三分之一以上，在美国市场中市占率第一。

- 二是广告收入。Roku平台上的广告产品包括视频广告、品牌赞助以及基于平台数据和技术帮助广告主有效投放广告的服务。广告收入是目前平台收入中营收增长最快的业务之一。
- 三是订阅交易收入分成。Roku作为流媒体平台服务商，其智能电视系统集成了包括CBS、CW、TBS等多个免费电视频道以及Netflix、hulu、HBO NOW等众多付费流媒体平台。用户在平台上进行订阅内容等操作时，Roku与内容APP以及内容版权方会进行分成，Roku抽取一定比例的佣金。
- 四是品牌频道按钮收入。公司在播放器和Roku TV遥控器上销售品牌频道按钮。用户可以通过按钮直接进入频道，品牌按钮为用户提供了访问的便捷性，驱动增量使用。

除了作为流媒体平台服务商之外，公司还于2017年推出了自己的内容APP—The Roku channel。Roku在Roku channel中提供超过10000部免费内容以及超过20种不同的付费订阅产品。The Roku channel为Roku创造了广告收入以及内容订阅收入。

图 27: Roku在产业链各环节的业务布局



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

量价齐升驱动营收增长，平台业务增长驱动整体毛利水平提升

营收数据来看，公司2018年实现总营收7.43亿美元，同比增长44.8%。其中硬件收入3.26亿美元（YoY+13.3%），占总营收的43.9%；平台收入4.17亿美元（YoY+85.0%），占总营收的56.1%，平台业务营收占比相比2017年提高12.2pct。2019Q1实现总营收2.07亿美元，其中平台业务收入1.34亿美元，营收占

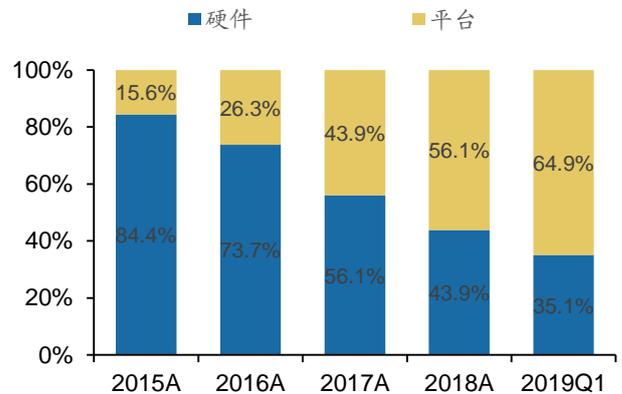
比进一步提升。

图 28: Roku营收 (百万美元)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

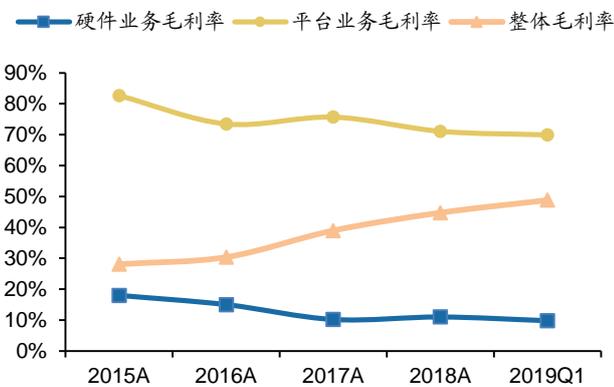
图 29: Roku营收结构



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

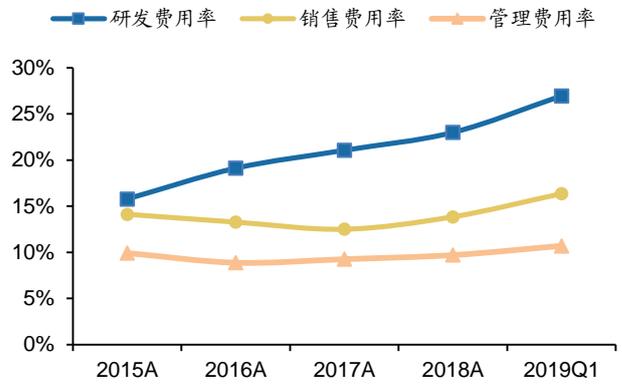
分业务来看, 硬件业务2018年毛利率为11.0%, 平台业务2018年毛利率为71.1%。硬件业务并不是公司的盈利驱动因素, 而是公司主要的流量入口。未来随着平台业务营收占比进一步提升, 公司整体毛利率水平将持续提升。净利来看, 公司目前仍处于亏损状态, 2018年整体亏损885.7万美元, 亏损幅度相比2017年大幅收窄。2019Q1亏损973.2万美元, 主要是因为公司持续加大研发费用, 费用端支出较高。

图 30: Roku分业务毛利率



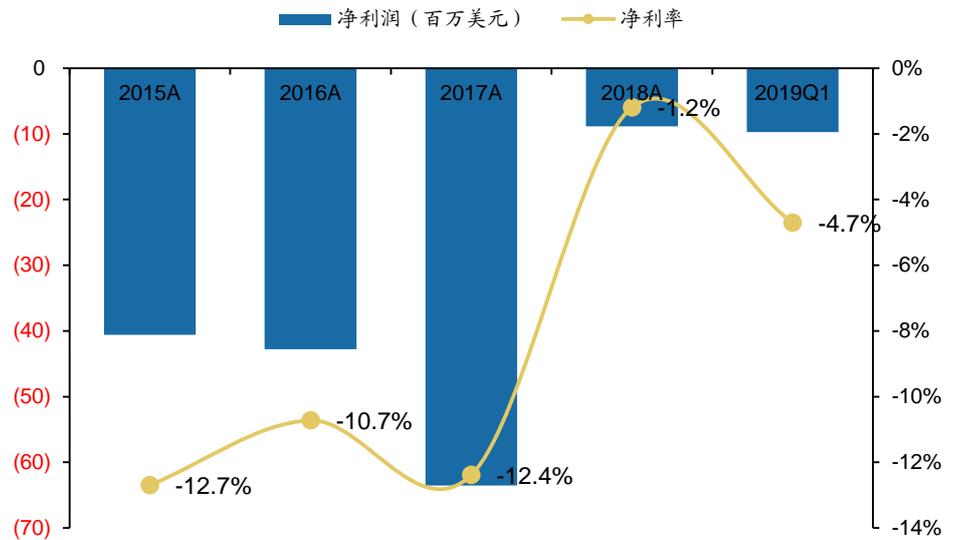
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 31: Roku期间费用



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

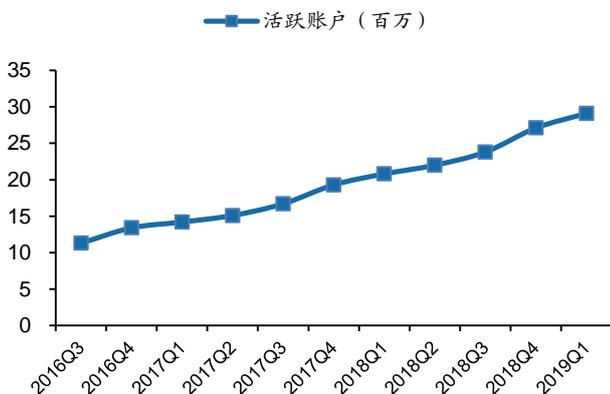
图 32: Roku净利情况



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

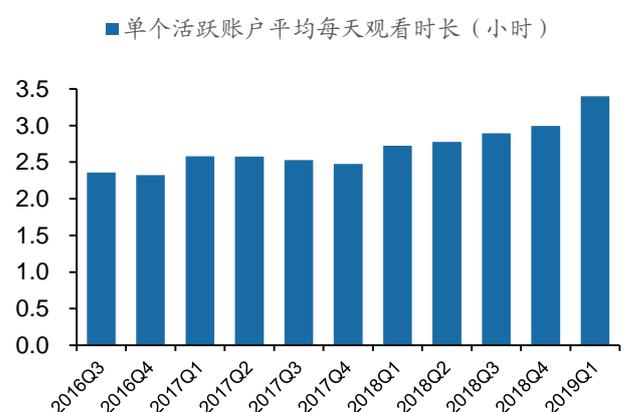
业务数据来看, 截止2019Q1末公司平台上的活跃用户已经达到2910万, 相比2018Q4末净增200万活跃用户。用户持续增长外因来看, 主要是因为很多消费者停止使用有线电视服务 (cut the cord), 开始订阅流媒体平台服务; 从内因来看, Roku平台上聚合了越来越多的优质内容, 吸引用户使用。Roku获得用户的主要方式是通过硬件渠道, 包括公司自己销售的硬件以及搭载公司系统Roku OS的智能电视 (Roku TV)。2018年50%的新增用户是来自公司的授权系统使用厂商, 未来来自该渠道的用户占比还将持续提升。从活跃用户观看时长来看, Roku平台上活跃用户日均观看时长在持续提升。2019Q1 Roku单个活跃账户平均每天观看时长3.4个小时, 占到美国家庭日均收视时长的一半。

图 33: Roku平台活跃账户数 (百万)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 34: Roku单个活跃账户平均每天观看时长



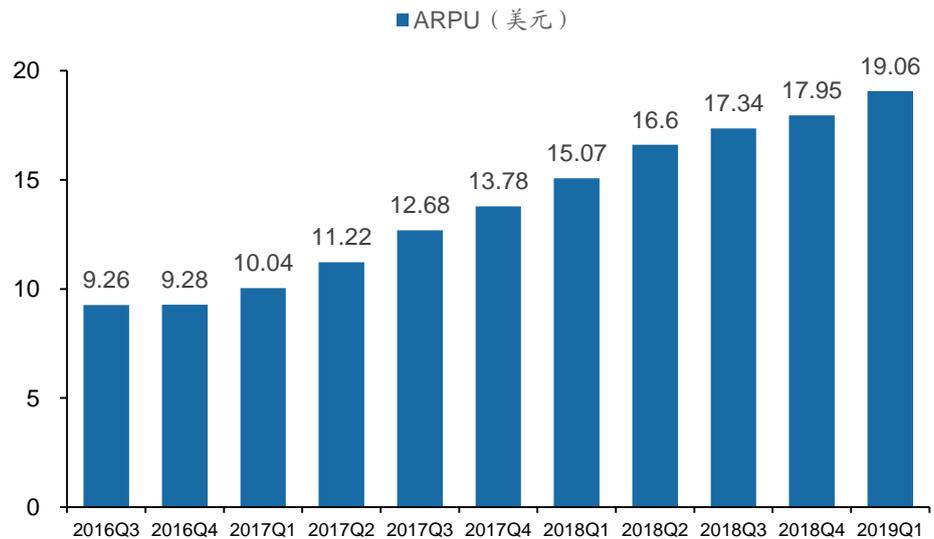
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

在量端持续增长的同时, 平台业务的ARPU值也在持续提升。2019Q1 ARPU值 (TTM) 为19.06美元, 相比2018Q1提高26.5%。用户活跃时长以及ARPU值的持

续提升主要是因为公司商业模式的成功驱动。Roku流媒体聚合平台的商业模式主要包括交易视频点播（TVOD）、订阅视频点播（SVOD）、广告视频点播（AVOD）以及三个模型。

- TVOD: 交易视频点播（transactional video on demand）。用户在平台上购买流媒体内容时，流媒体APP会就这笔交易费用与Roku分成。
- SVOD: 订阅视频点播（subscription video on demand）。SVOD提供通过Roku操作系统进行订阅的功能。用户可以从Roku频道订阅Showtime、Starz和Epix等频道。目前大部分用户观看时长是SVOD贡献的，与目前OTT时长的整体格局一致。在SVOD模型中，Roku可以获取内容订阅收入分成以及展示类广告收入。
- AVOD: 广告视频点播（advertising video on demand）。广告视频点播主要是指观众观看不需要收取订阅费的免费频道时，公司从频道中投放的广告中获利。广告视频收入是其中营收增长最快的商业模式，是公司将用户观看时长货币化的最主要方式。

图 35: ARPU值（TTM）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

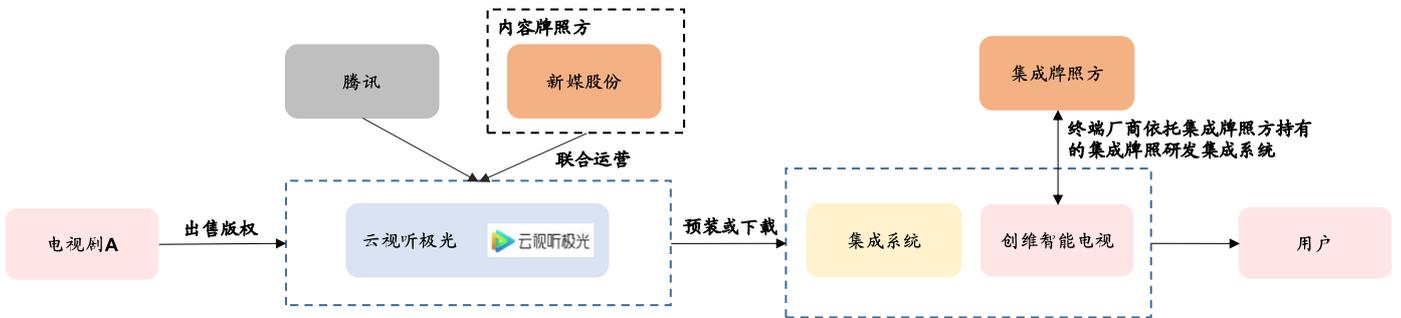
3、中美 OTT 运营对比：牌照是国内运营关键，海外市场化程度更高

为了对比中美OTT业务运营模式，我们模拟用户用创维智能电视在中美分别是如何收看同一部剧集A。国内以用户在云视听极光上收视为例，美国以用户在The Roku channel上收视为例。

国内OTT行业严格按照“内容+集成”两个环节进行监管，内容提供方必须依托内容服务牌照才可以研发运营内容APP。腾讯通过与内容牌照授权持有方新媒股份合作，共同运营云视听极光这款内容APP。云视听极光通过购买版权得以在电视端播放电视剧A。用户为了收看互联网电视，购买了内置集成系统的创维智能电视。因为电视机厂商没有集成牌照，所以创维需要找到集成牌照方进行合作，依托集成牌

照方的资质研发了创维酷开系统。出厂之前，创维在创维酷开集成系统上预装了云视听极光APP。用户在购买了创维智能电视之后，通过预装的云视听极光APP收视电视剧A。

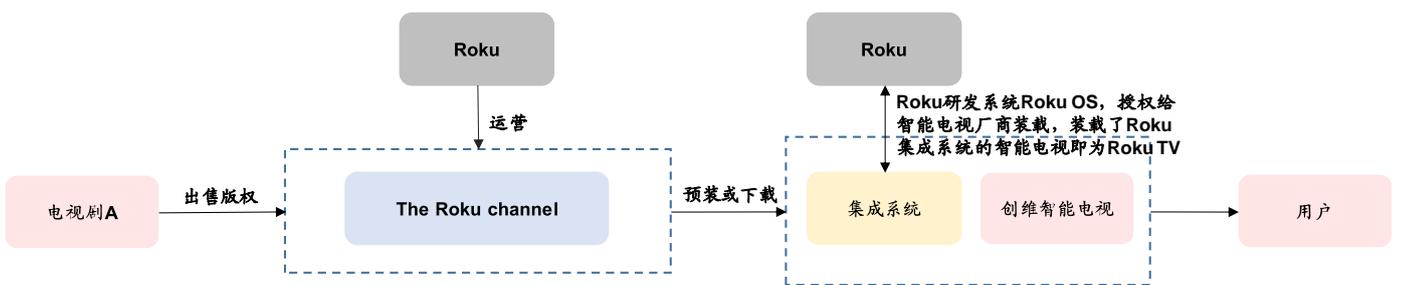
图 36: 国内OTT运营模式



数据来源：广发证券发展研究中心

在美国，OTT行业进入不设牌照门槛。Roku可以自研运营The Roku channel，The Roku channel通过购买版权得以有权播放电视剧A。用户为了收看互联网电视内容，需要购买智能电视或OTT盒子。Roku通过自研开发了Roku自有的集成系统，通过向Roku支付授权使用费用电视机厂商在自己生产的电视中装载Roku集成系统，Roku集成系统中预装了The Roku channel。用户购买了这台预装了The Roku channel的电视后，可以付费观看电视剧A。

图 37: 美国OTT运营模式



数据来源：广发证券发展研究中心

对比中美OTT行业的运营可以看到，国内产业发展的关键在于两张牌照，集成服务牌照以及内容服务牌照是业务开展的必备条件。内容方（腾讯）以及终端硬件厂商（创维）都需要找到相应的牌照持有机构才能开展相应的业务。产业链对应关系来看，内容APP运营商角度，“腾讯+持有内容服务牌照的新媒股份”对应“Roku”，腾讯与新媒股份合作运营的“云视听极光”对应“The Roku channel”。集成角度，国内电视机厂商需要依托集成牌照持有机构的集成牌照，才能研发装载集成服务系统。海外，Roku自研集成系统，通过授权的方式智能电

视得以装置Roku OS；除了流媒体平台自研集成系统之外，海外也有部分厂商会装载自己研发的集成系统。

图 38: 美国IPTV和OTT在无明显市场准入门槛下提供了更有竞争力的内容

	 有线网络	 卫星电视	 IPTV	 OTT
定义	通过有线中心化网络传输	通过卫星信号网络传输	通过专有宽带互联网传输	通过公共宽带互联网传输
美国消费选择因素	<ul style="list-style-type: none"> 价格: 100美元/月, 最贵 质量: 最流畅, 无延迟 方式: 直播, 少为点播 内容: 有线电视公司提供 	<ul style="list-style-type: none"> 价格: 略低于有线, 高于其他 质量: 无线信号略逊于有线 方式: 与有线一样 内容: 与有线一样 	<ul style="list-style-type: none"> 价格: 基本与有线价格类似 质量: 专网好于OTT 方式: 直播+点播 内容: 部分有线电视内容, 多为另外付费的频道 	<ul style="list-style-type: none"> 价格: 最低, 低至8美元/月 质量: 公共网有缓冲问题 方式: 点播 内容: 互联网内容, 部分有线内容另外收费
中美差异	中国是电视台提供有线内容, 另外有线价格非市场定价	中国卫星电视主要下沉至不适合搭建有线网络的地区	中国IPTV建立了二级播控体系, 美国IPTV需要申请州府同意, 但无明确的准入门槛	中国OTT内容需要内容和集成播控牌照, 美国不限制互联网内容流入大屏

数据来源: broadbandnow, 广发证券发展研究中心

两国监管的不同, 决定了行业生态的部分差异, 但从整体趋势来看, OTT在收视市场的份额都在持续提升。我们详细比较了中美对于有线网络、卫星电视、IPTV和OTT的不同, 可以发现:

- 1) 美国由于没有牌照限制, 有线内容也可以进入OTT播控中, 而国内限制直播内容进入OTT和限制互联网内容进入OTT播控体系, 均增强了牌照商的核心价值。
- 2) 国内运营体系下, 牌照是展业关键。国内OTT产业链中上游内容供应方相对集中, 下游电视机厂商格局更分散。持有内容服务牌照的新媒体运营商可以加强与内容端的合作, 深度参与产品运营, 以提高自己在用户付费以及广告收入分成中的比例。下游硬件厂商相对分散, 持有集成牌照的新媒体运营商对标Roku, 未来可以在集成系统研发方面加大投入, 将在下游的盈利模式从牌照价值转变为“牌照价值+集成系统授权费”的模式。
- 3) 而在OTT产业链的内部竞争中, 美国OTT产业不限制内容准入, Netflix、Hulu需要与传统电视台内容竞争(如ABC、CW等), 国内有线电视内容不进入OTT, 一方面是让家庭终端可能会选择“X+OTT”的组合, 另外一方面是OTT内容端的竞争格局在仅有互联网长视频的情况下有可能会复制移动端格局, 与头部内容厂商绑定的牌照商或能受益更多。

五、可比上市公司估值对比

表 16: 可比公司估值表

公司名称	股票代码	单位	市值/ 亿元	EPS (元)			PE估值水平		
				18A	19E	20E	18A	19E	20E
康卡斯特	CMCSA.O	美元	1928.5	2.56	2.81	3.09	13.93	14.15	12.76
奈飞	NFLX.O	美元	1552.1	2.68	4.17	7.02	99.87	85.23	50.56
Roku	ROKU.O	美元	94.5	-0.08	-0.54	-0.34	—	—	—

数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

注: 可比公司盈利预测来自Bloomberg, 市值为截止至2019年5月16日行情。

六、风险提示

- (1) 内容版权监管加严;
- (2) 其他媒体形式冲击下, 大屏收视吸引力下降。

广发传媒行业研究小组

- 旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
- 朱可夫：分析师，香港科技大学经济学硕士，中国人民大学金融学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 叶敏婷：联系人，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心
- 吴桐：联系人，武汉大学金融学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。