

证券研究报告：行业深度报告
增持（维持）



OTT TV行业专题研究： 渗透率仍有提升空间，广告及付费19年均有望保持高增速

证券分析师：张良卫

执业证书编号：S0600516070001

联系邮箱：zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师：周良玖

执业证书编号：S0600517110002

联系邮箱：zhoulj@dwzq.com.cn

联系电话：021-60199793

2019年5月18日

- **终端渗透驱动OTT TV用户快速增长，未来仍有较大提升空间。** 2018年OTT TV用户规模净增超5300万户，期末用户规模同比增长48.2%达到1.64亿户。OTT TV收视份额达到36.69%，同比增加12.08pct，成为仅次于有线电视的第二大收视渠道。2018年中国彩电零售4774万台，同比微增0.5%，其中智能电视销量占比达到89%，奥维云网预计2019年零售量规模将同比上升1.6%，智能电视零售量占比提升至93%。根据勾正数据统计，2018年中国智能电视保有量渗透率为36%，预计未来几年将保持持续提升，2019至2022年分别为41%、46%、49%及53%。
- **OTT TV起步于中国激烈竞争的在线视频行业及高度市场化的彩电行业，从诞生起即形成了多方强力角逐的市场格局。** 1) 近年来传统彩电企业市场份额受到互联网品牌挤压，利润空间被压缩，单纯依靠硬件实现盈利增长困难。应用层具有规模效应，彩电厂基于其硬件终端构筑起的入口优势，在OTT TV产业链中获得一定市场份额。2) BAT在TV端延续了桌面端及移动端的优势，使用时长、激活用户数等指标稳居行业前三，相比其他竞争对手有较大优势，三家企业互联网电视视频应用渗透率均远超终端厂商，互联网企业在OTT TV领域真正实现了“over the top”。3) 由于中国电视大屏的强监管环境，国有牌照方在OTT TV产业链中地位特殊，具有一定议价权的同时，也普遍面临内容瓶颈，未来的发展重点在于如何向内容环节渗透，以及如何与内容方、终端合作，更好的运营用户。
- **广告收入2019年有望翻倍，多屏绑定营销培养付费意识。** 1) 广告业务一般起步于用户规模化后，即使在线视频用户增速降至15%（2011年），在线视频广告收入规模仍有98%的增速，我们认为当前OTT TV广告市场仍处于早期阶段。勾正数据预计2019年OTT TV广告市场仍有翻倍增长，达到129亿规模。 2) 会员业务方面，我们认为短期客单价大幅提升概率不大，但长期有提升空间。当前OTT TV用户付费渗透率及绝对值较低，当前市场上普遍采用与优酷等视频大厂打通多屏会员体系的做法，以拉动TV端会员付费，我们认为在渗透率持续提升及绑定销售带动下，会员规模及收入短期保持较快增速的确定性高。3) 长期来看，随着智慧家庭应用生态的完善，OTT TV未来有望成为客厅应用重要入口之一，基于客厅场景，提供更多增值性服务、电商、教育、医疗等新的场景应用，进行深度的用户运营，值得期待。
- **建议关注：**新媒股份（与腾讯合作“云视听极光”稳居OTT TV应用第一阵营，基于稳定的合作分成模式及领先市场地位，公司有望直接获益于OTT TV行业高增长红利）、芒果超媒（内容优势明显，独具完整产业生态）、华数传媒（互联网电视业务初具规模，绑定阿里资源丰富）。
- **风险提示：**市场竞争加剧；政策监管风险；整体开机率下降；宏观经济风险；市场系统性风险等。

目录



■ 终端渗透驱动OTT TV用户快速增长，未来仍有较大提升空间

■ 广告收入2019年有望翻倍，多屏打通催化会员增长

■ 建议关注：新媒股份、芒果超媒、华数传媒

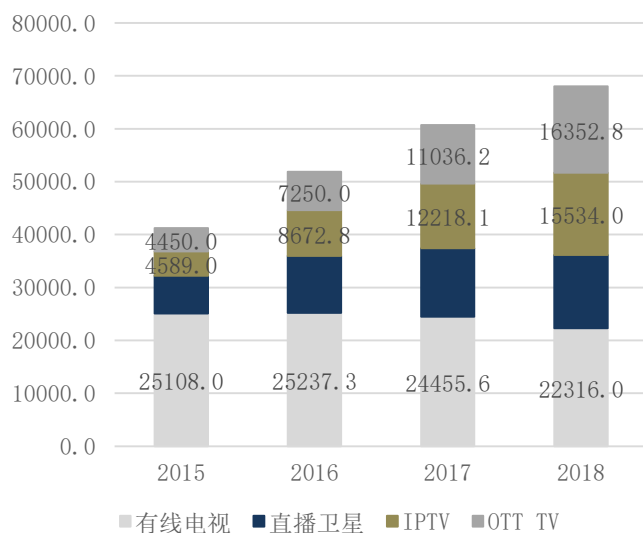
■ 风险提示

一、终端渗透驱动OTT TV用户快速增长，未来仍有提升空间

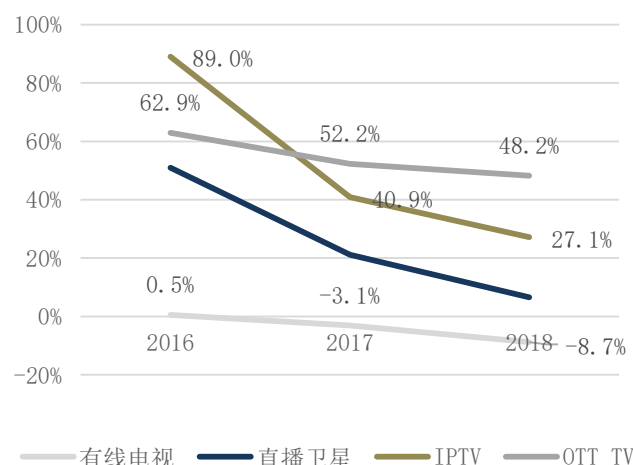
有线电视份额继续下滑，OTT TV攻城略地

- 截止2018年期末，中国有线电视用户规模2.23亿户，年度净减2139.6万户，同比下降8.75%；OTT TV用户规模净增超5300万户，同比增长48.2%，总量达到1.64亿户；IPTV用户净增3315.9万户，同比增长27.1%，总量达到1.55亿户；直播卫星新增用户放缓，同比增长6.5%，总量达到1.38亿户。有线电视收视份额下探到49.89%，仍位居第一；OTT TV收视份额36.69%，同比增加12.08pct，位居第二；IPTV收视份额34.68%，位居第三。（备注：各收视份额占比求和大于100%，主要是存在“一户多终端”情况）
- 根据勾正数据统计，2018年期末，中国智能电视开机日活达到10003万台。

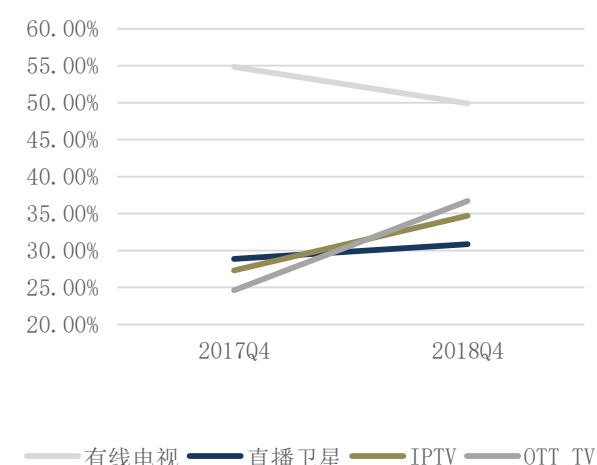
图表1：年度期末不同电视用户发展规模（万户）



图表2：各年度期末不同电视用户同比增速



图表3：不同形式收视方式占比



资料来源：《2018年第四季度中国有线电视行业发展公报》，东吴证券研究所，base=我国家庭电视用户4.47亿户

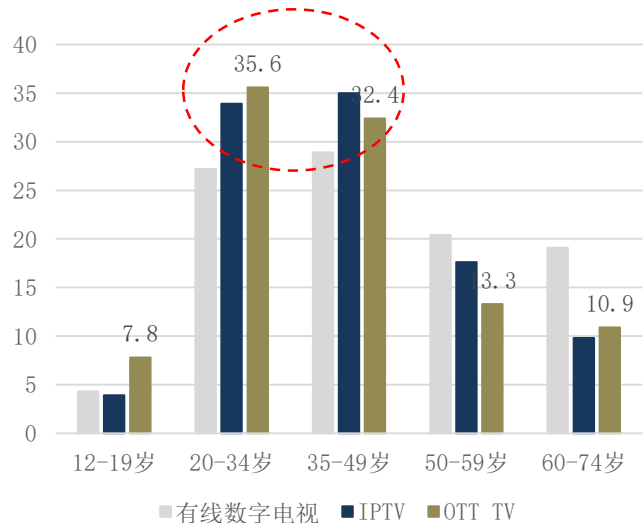
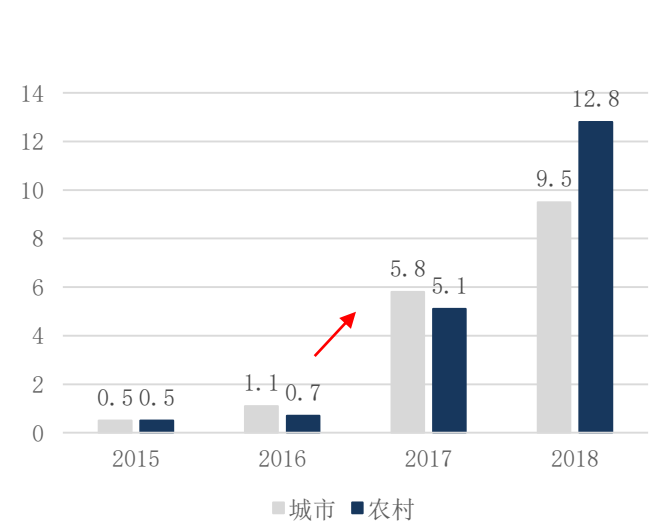
OTT TV用户画像：辅助收视、农村增长快、最年轻

- 由于缺少合规的直播内容，OTT TV当前更多的是作为辅助收视的手段，尤其是“DVB+OTT”模式较为普遍，在“一户多终端”用户中接近半数（45.4%）选择同时使用有线数字电视与OTT TV，选择IPTV搭配OTT TV的比例为38.0%。2017年是OTT TV的爆发年，OTT TV在非有线接收方式中的占比快速提升，2018年OTT TV用户在农村地区增长较快，其市场份额已经高于城市市场，接近13%。
- 从用户的年龄画像来看，OTT TV在三种最主流的收视方式中，用户最年轻，有线数字电视用户高龄用户占比高。

图表4：电视信号多种接收方式组合分布情况（top5）

多种接收方式组合（2018年）	“一户多终端”用户中的比例（%）
有线数字电视、OTT TV	45.4
IPTV、OTT TV	38.0
有线数字电视、IPTV	4.2
直播卫星数字电视、OTT TV	3.3
有线数字电视、IPTV、OTT TV	2.3

图表5：2018年非有线接收方式中OTT TV用户比例（%）

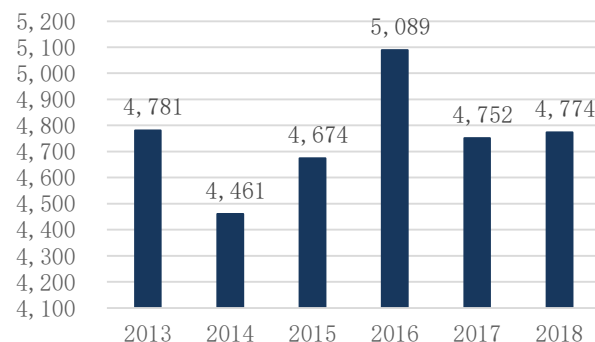


资料来源：中国广电、美兰德、国网公司，东吴证券研究所

智能电视销售驱动OTT TV渗透率提升

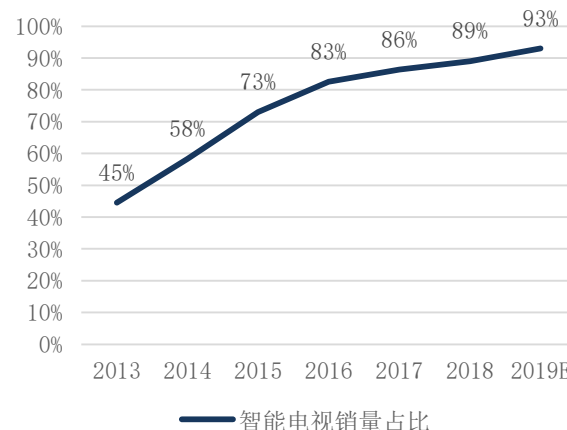
- OTT TV盒子作为OTT TV的过渡型产品，近年来增长放缓，2018年激活量维持在3800万左右，与2017年基本持平。智能电视销售成为驱动OTT TV渗透率增长的主要因素。
- 2018年，中国彩电零售量为4774万台，同比微增0.5%，零售额规模为1490亿元，同比下降8.6%，零售均价3121元，同比下降9%，其中智能电视销量占比达到89%，非智能电视销量占比低。奥维云网预计，2019年中国彩电零售量规模将达4851万台，同比上升1.6%，零售额1468亿元，同比下降1.5%，智能电视销售占比进一步提升到93%。
- 根据勾正数据统计，2018年智能电视保有量渗透率为36%，预计2019至2022年分别为41%、46%、49%及53%，仍有较大提升空间。

图表7：中国彩色电视机产销量

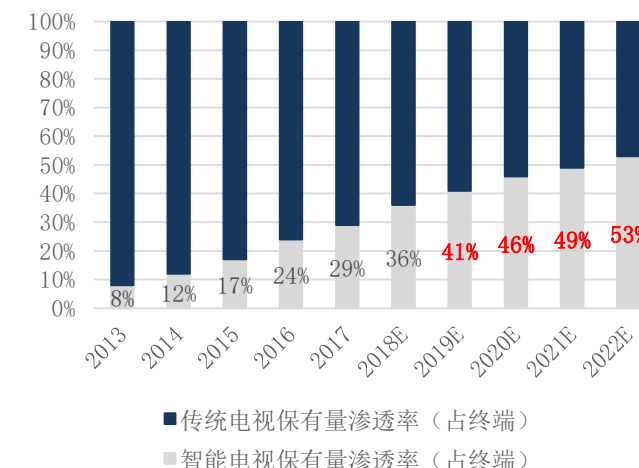


中国彩电内销销量（万台）

图表8：2018年中国智能电视销量占比达89%



图表9：智能电视终端保有量渗透率仍有较大提升空间



资料来源：奥维云网，东吴证券研究所

资料来源：奥维云网，东吴证券研究所

资料来源：勾正数据，东吴证券研究所

二、广告收入2019年有望翻倍，多屏打通催化会员增长

OTT TV市场面临多方强力角逐

- OTT TV起步于中国激烈竞争的在线视频行业及高度市场化的终端彩电行业，从诞生起即形成了多方强力角逐的市场格局，后期以乐视、小米为代表的互联网企业的进入，进一步重塑了行业的上下游格局，使得行业起步即面临多方强力角逐的市场格局。目前OTT TV产业链主要包括传统内容/网生内容提供商、内容播出平台、互联网电视牌照商、硬件设备制造厂商以及广告和服务支持商，产业链的核心聚焦在终端厂商、内容平台、牌照方三个环节。

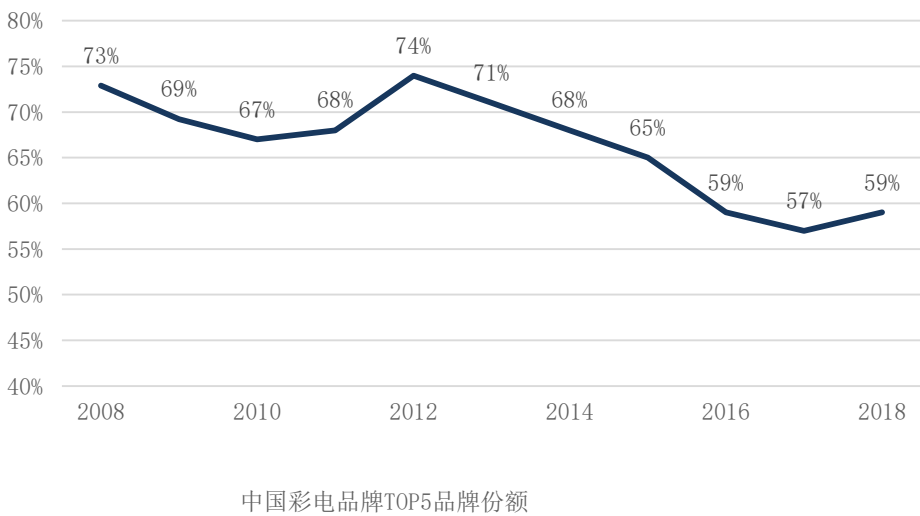
图表10：中国OTT TV行业全景图（未遍历所有参与方）



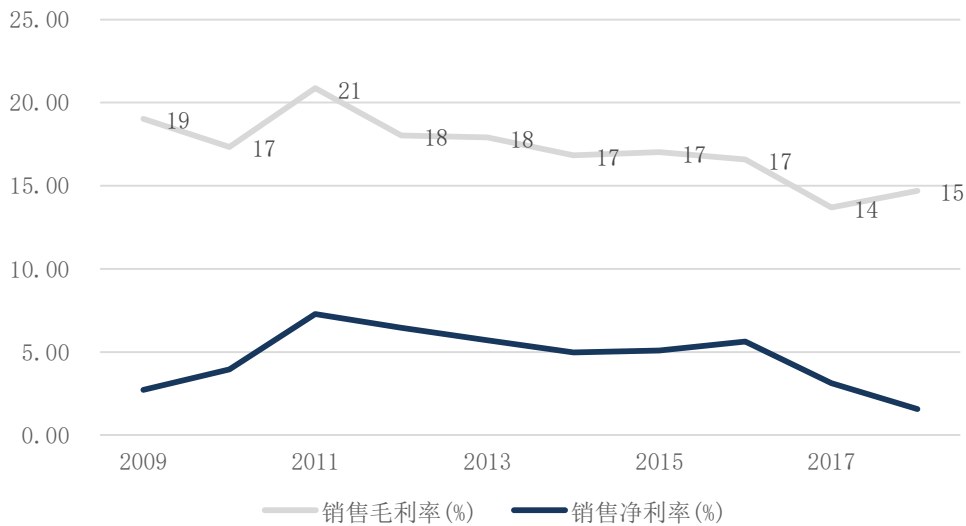
电视终端品牌集中度低，差异化不明显竞争激烈

- **中国彩电行业市场化程度高，品牌竞争激烈**，2018年行业前五品牌市占率为59%，近年来集中度持续降低，产品卖点主要集中在智能、4K、大尺寸等方面，同质化依然严重，均价呈下降趋势，2018年，中国内销彩电零售均价3121元，同比下降9%。
- 主要的竞争来自互联网企业的竞争，随着小米、乐视等互联网品牌的介入，传统彩电企业市场份额被挤压，利润空间被压缩，主营彩电业务的海信电器（600060）其销售毛利率、净利率近年来呈下降趋势。当前智能电视未来的渗透率仍有提升空间，但单纯依靠硬件实现较大盈利增长难度在提升。

图表11：中国彩电品牌TOP5品牌份额（%）



图表12：海信电器毛利率、净利率情况



资料来源：奥维云网，东吴证券研究所

资料来源：wind，东吴证券研究所

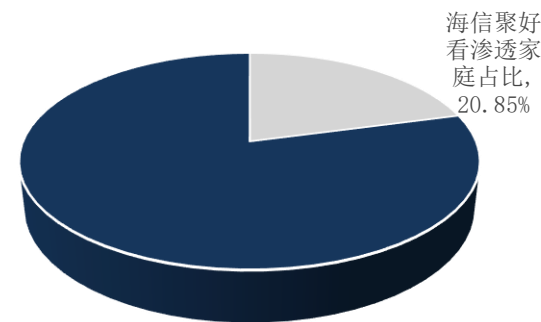
头部电视厂商有望借助规模优势奠定应用市场地位

- 一面是逐渐被压缩的硬件利润空间，一面是被寄予厚望的客厅智能应用。海信旗下聚好看科技股份有限公司，以聚好看平台为核心产品，截至2019年5月4日，聚好看全球累计激活用户已经突破4304万（家庭），其中国外用户885万，公司预计2020年全球累计激活用户将达到6500万，成为全球最大互联网电视运营商和国内最大的智能终端开放云平台。
- 应用层面相比硬件层面具有规模效应，成本边际降低，更大的用户规模意味着更强的议价权及成本优势，我们认为，类似于智能手机应用市场，硬件终端厂商基于其硬件终端入口构筑起用户粘性，将使其在OTT TV产业链中获得一定市场份额。

图表13：海信旗下聚好看智能电视EPG界面



图表14：海信聚好看电视平台激活户数在国内OTT TV激活家庭中的占比



互联网企业从优质内容入口弯道超车，渗透率领先

- 在OTT TV视频应用领域，BAT延续了在PC端及移动端的优势，从使用时长、激活用户数等指标稳居行业前三，相比其他竞争对手有较大优势。从使用时长来看，云视听极光、云视听MoreTV分别以211min及205min位居所有视频应用前二，银河奇异果以196分钟位居行业第三，CIBN酷喵影视以175分钟位居行业第四，芒果TV以164分钟位居行业第六。
- 根据奥维云网数据，2018年爱优腾在智能电视端的累计装机量（Launcher+APK）前三分别为银河奇异果、云视听极光及酷喵影视，三项应用渗透率均超过了国内最大的智能电视终端厂商，互联网企业在OTT TV领域实现弯道超车。

图表15：2018年全年时段点播媒体时长排行榜

排行	媒体	日均使用时长（min）
1	云视听·极光	211
2	云视听MoreTV	205
3	银河·奇异果	196
4	CIBN酷喵影视	175
5	CIBN微视听	168
6	芒果TV	164
7	CIBN高清影视	155
8	CIBN聚体育	154
9	CIBN悦厅TV	116

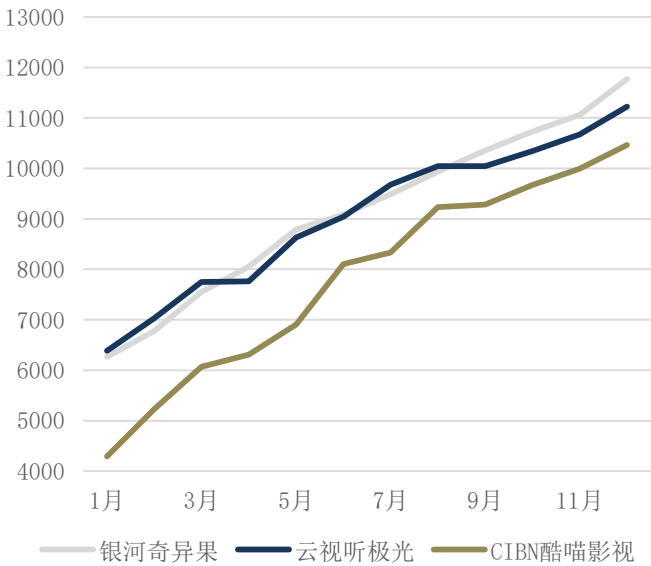
资料来源：勾正数据，东吴证券研究所

图表16：2018年全国OTT TV用户点播节目类型Top10(%)

节目类型	用户占比
电视剧	77.0
电影	56.3
综艺娱乐类	27.4
新闻资讯、评论类	12.9
动漫、动画片	7.8
生活服务类	7.4
法制类、普法栏目	6.1
体育竞技类	5.2
少儿、早教类	3.7
军事、军旅类	3.7

资料来源：勾正数据，东吴证券研究所

图表17：2018年爱优腾在智能电视端的累计装机量（Launcher+APK）

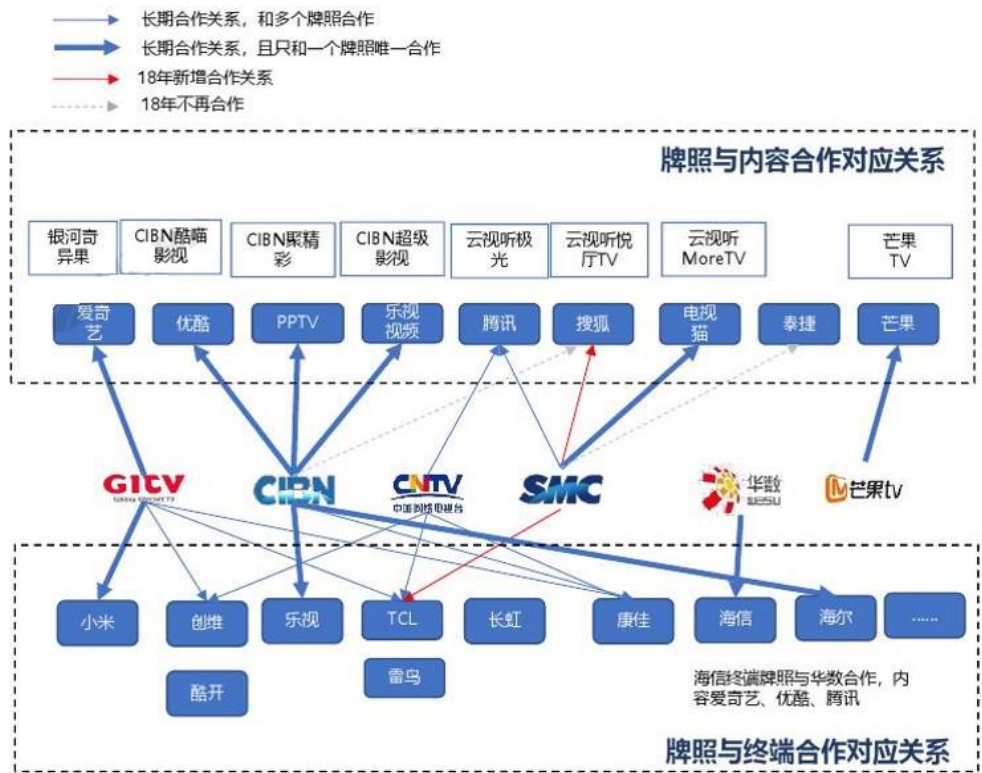


资料来源：奥维云网，东吴证券研究所

牌照方在于向内容及用户运营渗透，实现差异化

- 互联网电视采取“集成服务+内容服务”的管理模式，相关运营平台需分别持有集成服务牌照和内容服务牌照。目前，广电总局共发放了7张互联网电视集成服务牌照，由于中国电视大屏的强监管环境，牌照方在OTT TV产业链中地位特殊，具有一定议价权的同时，也普遍面临内容供给能力有限的问题，未来的发展重点在于如何向更上游的内容环节渗透，以及如何与内容方、终端合作，更好的运营用户。

图表18：OTT TV牌照方与内容企业及终端企业的合作关系

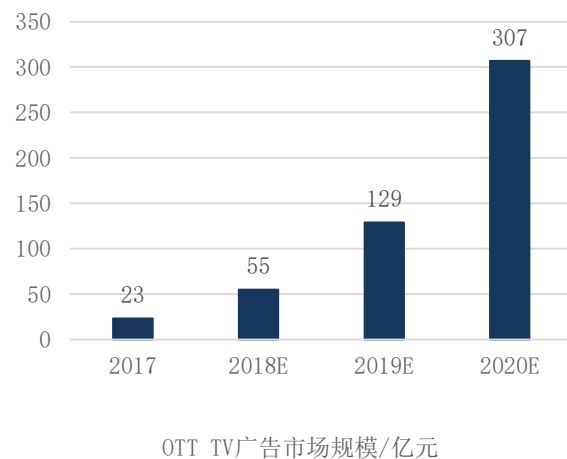


资料来源：勾正数据，东吴证券研究所

OTT TV广告收入2019年预计仍有翻倍增长

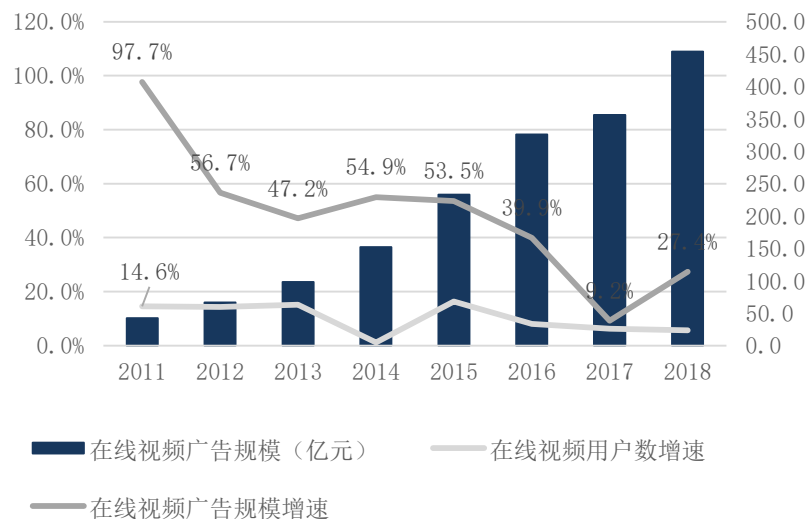
- OTT TV当前家庭渗透率已经逐渐接近有线电视，但广告规模仍有较大差距。根据《2018年全国广播电视行业统计公报》，2018年电视广告收入958.86亿元，根据勾正数据统计，2018年OTT广告投放规模仅为55亿元。广告属于注意力经济，收入规模主要基于用户量及使用市场，随着未来渗透率提升，OTT TV广告收入未来有较大提升空间。
- 即使在线视频用户增速降至15%（2011年），在线视频行业的广告收入规模仍有98%的增速，我们认为当前OTT TV广告市场仍处于早期阶段，未来几年均保持较快增长。勾正数据预计2019年OTT TV广告市场仍有翻倍增长，达到129亿规模。
- 拆分广告收入的结构，内容层广告收入占主导，2018年上半年，系统层广告收入规模7.0亿，内容层16.5亿元。

图表19：OTT广告投放规模及预测



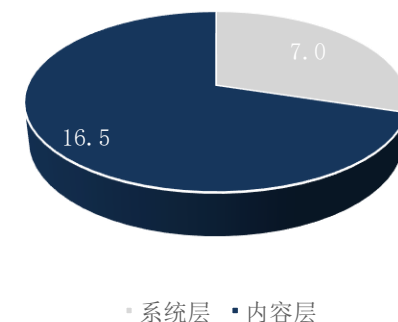
资料来源：勾正数据，东吴证券研究所

图表20：在线视频行业广告规模、增速及用户规模增速



资料来源：CNNIC，艾瑞咨询，东吴证券研究所

图表21：2018H1OTT TV广告收入构成（亿元）



资料来源：勾正数据，东吴证券研究所

多屏绑定营销培养付费意识，会员收入有望快速增长

- 会员付费ARPU的几个影响因素：1) 外部竞争：IPTV、DVB；2) 内部竞争：不同OTT TV服务商；3) 用户渗透率及内容丰富度。当前行业正处于渗透率快速提升阶段，我们认为短期ARPU大幅提升概率不大，但长期有提升空间。当前各视频网站会员价格差异较小，月度价格在35-50元之间，年度价格主要在350-500区间内，这一价格普遍包含了多屏打通的会员权益。
- 我们调研了解，当前OTT TV用户付费渗透率及绝对值较低，相比移动端的付费会员比例要低很多（截止2019Q1期末，爱奇艺订阅会员数为9680万，腾讯视频为8900万），当前市场上普遍采用与优爱腾等视频大厂打通多屏会员体系的做法，以拉动TV端会员付费，我们认为在渗透率持续提升及绑定销售带动下，会员规模及收入短期保持较快增速的确定性高。

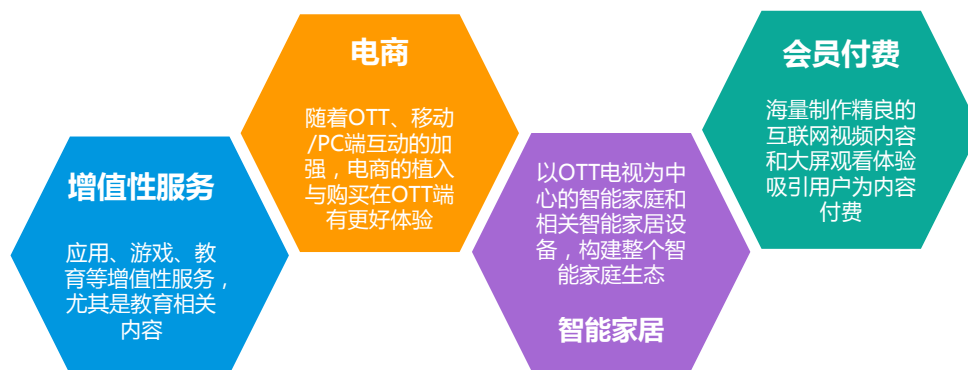
图表22：终端及视频网站会员的价格和权益介绍

APP及内容平台	会员名称	月/年度价格（元）	会员权益
天猫魔盒	酷喵VIP会员	40/418	优酷VIP权益+TV端
小米盒子	小米影视会员	49.5/498	万部影片，抢先追热播剧全集等
芒果TV牛奶盒子	全屏影视会员	40/388	芒果PC移动影视会员+电视、盒子端
乐视TV	超级影视会员	49/490	乐次元影视会员权益+电视、盒子端
云视听·极光	腾讯超级影视VIP	50/488	腾讯VIP权益+TV端
云视听MoreTV	影视VIP	25/258	整合海量视频资源（仅在TV端）
银河·奇异果	爱奇艺钻石VIP	49.8/360	爱奇艺黄金会员权益+TV端
CIBN酷喵影视	酷喵VIP会员	40/418	优酷VIP权益+TV端
	聚好看荔枝套餐	—/500	与爱奇艺同步更新
海信聚好看	聚好看钻石VIP套餐	—/400	与优酷同步更新
	聚好看企鹅影院套餐	—/360	与腾讯视频同步更新
芒果TV	全屏影视会员	40/388	芒果PC移动影视会员+电视、盒子端
华数TV	华数超级VIP	35/365	华数VIP+互联网电视端

资料来源：各视频软件官网及APP，东吴证券研究所

- 长期来看，随着智慧家庭应用生态的完善，OTT TV未来有望成为客厅应用重要入口之一，如何基于客厅场景，提供更多增值性服务、电商、教育、医疗等新的场景应用，进行深度的用户运营，值得期待。

图表23：如何基于客厅场景，提供更多增值性服务、电商、教育、医疗等新的场景应用，进行深度的用户运营，值得期待



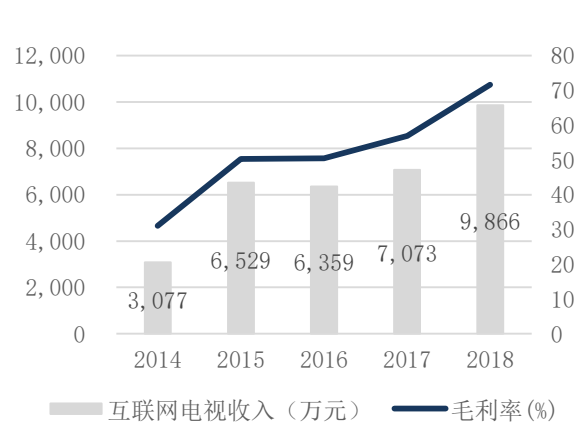
资料来源：易观数据，东吴证券研究所

三、相关标的

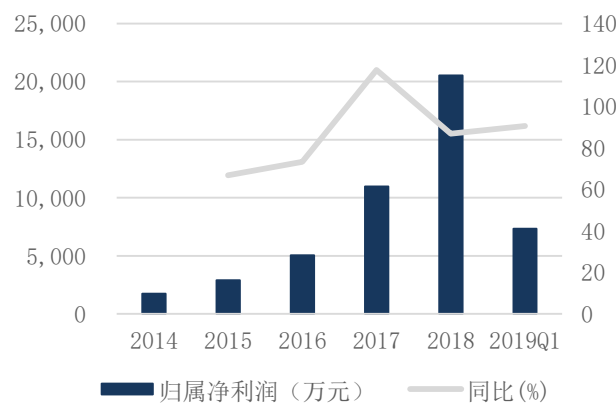
新媒股份：云视听极光稳居OTT TV应用第一阵营

- **公司在OTT TV领域优势明显。**作为牌照方与腾讯合作运营的云视听极光截至2018年末累计激活用户数已达13,300.66万户，稳居第一阵营，此外与搜狐、哔哩哔哩也有合作产品，相比牌照环节其他竞争对手，公司拥有市场化的运营能力、丰富的内容资源优势等。
- **规模效应明显，业绩维持高增长。**公司财务指标优异，盈利质量高，规模效应逐渐凸显，本次上市计划三年内共投入8亿元资金采购版权内容，加码上游内容运营，打开长期成长空间。
- **我们认为，基于稳定的合作分成模式及领先市场地位，公司有望直接获益于OTT TV行业高增长红利，建议关注。**
- **风险提示：行业增长不及预期，市场竞争趋于激烈，系统性风险**

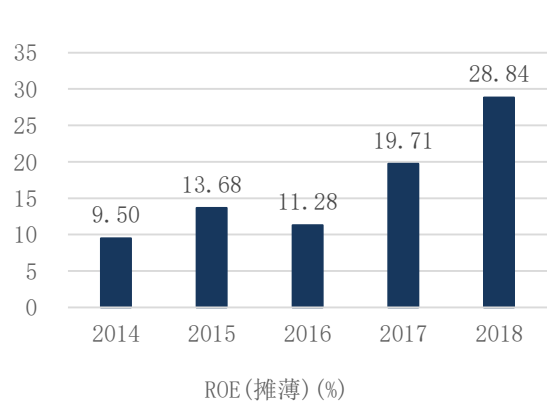
图表24：公司互联网电视业务维持高增长



图表25：公司整体归属净利润保持高增长



图表26：公司ROE稳步提升



资料来源：wind，东吴证券研究所

芒果超媒：内容优势明显，独具完整产业生态

- 看好公司在OTT TV领域拥有两大优势：1) 内容优势：公司拥有创新闭环的自制内容生产体系和长久积累的内容基因，是国内最大头部综艺内容制作商。依托“用项目练团队，用团队拼项目”的独特造血机制和开放、创新的人才激励机制，打造了制作水平行业领先、自有人员规模逾1500人的内容制作团队，形成了风险可控的工业化内容生产体系。2) 牌照优势：公司拥有IPTV全国内容服务牌照（湖南广播电视台授权）、全国互联网电视集成播控牌照与内容服务牌照等全牌照优势。维持“买入”评级。
- 风险提示：行业政策变动，内容监管风险，人才流失风险等

图表27：芒果超媒业务模型



图表28：芒果TV青春、都市、女性的精准和差异化定位优势



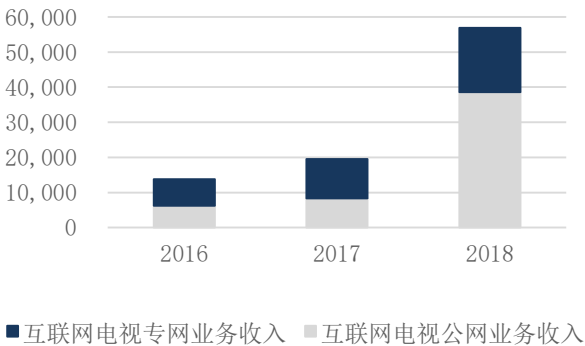
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

华数传媒：OTT业务初具规模，绑定阿里资源丰富



- 截止2018年期末，华数传媒互联网电视终端覆盖规模超过1亿台，激活点播用户超过8,000万，合作方包括与海信、索尼、阿里、小米、乐视等互联网电视终端厂商，公司互动电视、互联网电视等全国新媒体业务收入占比约1/3。公司在互联网电视领域起步较早，积累了丰富的内容资源和运营经验，同时拥有庞大的版权节目资源，积累了800家全球内容合作商，拥有百万小时的数字化节目内容媒体资源库。公司通过非公开发行引入云溪投资作为战略投资者，成为第二大股东，建立起与阿里的深度合作，是国内文化产业混合所有制改革的一次成功尝试。**后续建议关注。**
- 风险提示：市场竞争激烈导致用户流失，内容监管，行业政策变动等

图表29：2016年至今华数传媒互联网电视业务收入（万元）



资料来源：公司公告，东吴证券研究所，公网业务主要是指面向大众的互联网电视业务，专网业务是指与通信运营商开展的互联网电视合作业务

图表30：2019Q1期末公司前十大股东

排名	股东名称	占总股本比例(%)
1	华数数字电视传媒集团有限公司	41.85
2	杭州云溪投资合伙企业(有限合伙)	20.00
3	东方星空创业投资有限公司	3.22
4	中国人民财产保险股份有限公司-传统-普通保险产品	2.37
5	浙江省发展资产经营有限公司	2.33
6	中国证券金融股份有限公司	2.13
7	西藏华鸿财信创业投资有限公司	0.84
8	方晓文	0.66
9	中央汇金资产管理有限责任公司	0.51
10	中国农业银行股份有限公司-中证500交易型开放式指数证券投资基金	0.41

资料来源：wind，东吴证券研究所

- 市场竞争加剧风险；
- 政策监管风险；
- 整体开机率下降，客厅娱乐需求不及预期；
- 宏观经济风险；
- 市场系统性风险等。

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园