

# 视频行业专题报告（一）——美国视频产业发展回顾

## 核心观点：

### ● 技术发展引领美国视频行业不断发展

美国电视服务行业起源于20世纪30年代，由广播公司转型而来。20世纪50年代初至80年代初，广播电视是美国电视行业的主流，形成了五大全国性广播电视网。20世纪80年代后，有线运营商凭借媒介传输优势开始崛起并带动有线电视频道网快速发展。20世纪90年代末，随着互联网的发展，实时传输内容的流媒体诞生，Netflix等流媒体平台也陆续推出，其中Netflix的美国用户数在2017年超过有线电视用户总和。技术发展带动美国视频行业不断发展，如今，流媒体引领了美国电视服务产业格局的重构。

### ● 美国电视服务业具有成熟的产业链格局

美国六大传媒集团——康卡斯特(COMCAST)、迪士尼(WALT DISNEY)、新闻集团(NEWS)、时代华纳(TIME WARNER)、维亚康姆(VIACOM)、哥伦比亚广播(CBS)掌握着美国传统电视服务行业的多数资产。从内容制作、内容整合，到内容分发给终端用户，这些行业巨头公司的业务布局均横跨内容制作和内容整合领域。随着互联网技术的发展，流媒体平台迅速崛起，省去了内容分发商环节，兼具内容制作者与内容整合者功能，形成了新的产业链格局。

### ● 流媒体带来产业格局变革

美国流媒体视频产业的崛起来源于互联网这一全新媒介的升级。作为流媒体行业头部企业，Netflix的发展具有革新性。作为订阅型点播(SVOD)模式的创立者，首创了无广告纯订阅的流媒体视频模式，将传统广播电视产业链中的内容制作、内容整合和内容分发环节整合，形成了新的产业链格局。在新的产业模式中，Netflix通过精品内容和海量用户优势，不断提升内容制作、整合、分发能力，在海外的渗透率逐步提升，目前稳坐全球流媒体龙头地位。

### ● 投资建议

基于海外视频行业的发展规律，我们可以看出，技术进步是推动行业规模大幅提升的主要动力，同时也为行业带来了更多的业务机会。因此在当前5G产业快速发展的背景下，我国的视频行业也将迎来一次升级换代的重大机会。从渠道端角度，我们看好广电系公司在本次技术升级中将优先受益，推荐关注歌华有线(600037.SH)、东方明珠(600637.SH)、华数传媒(000156.SZ)、广电网络(600831.SH)、贵广网络(600996.SH)等相关公司，内容端角度，更高的传输速度将推动内容公司提供更多类型的影视产品，新产品将有望提升公司整体毛利率水平，推荐关注光线传媒(300251.SZ)、中国电影(600977.SH)、华谊兄弟(300027.SZ)、华策影视(300133.SZ)、北京文化(000802.SZ)等。

### ● 风险提示

政策推进不及预期的风险、行业竞争加剧的风险等。

## 传媒行业

**推荐** 维持评级

### 分析师

杨晓彤

☎：010-83571329

✉：yangxiaotong@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130518020001

特此鸣谢

穆歌

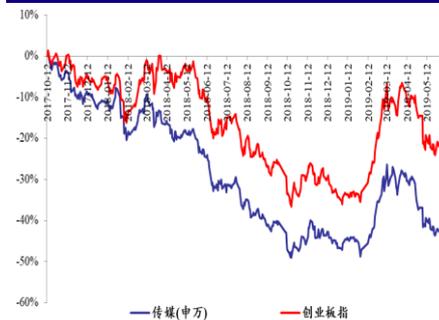
☎：010-66561812

✉：muge\_yj@chinastock.com.cn

实习生：邹赛云、公雪  
对本报告的编制提供信息。

### 行业数据

2019.06.04



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

### 相关研究

## 目 录

一、流媒体引领美国电视服务产业重构.....	2
(一) 20 世纪 50 年代初至 80 年代初：广播电视（地面无线电视）为主流.....	2
(二) 20 世纪 80 年代后：有线电视为主流，卫星与电信运营商并存发展.....	2
1. 探索期（20 世纪 40 年代末至 60 年代中期）：媒介传输优势带动有线电视发展.....	3
2. 启动期（20 世纪 60 年代中期至 70 年代末）：有线电视网内容源发展，盈利模式转变.....	3
3. 高速发展期（20 世纪 80 年代初至 20 世纪末）：内容成熟、政策宽松，龙头出现.....	3
4. 成熟期（21 世纪初开始）：行业整合.....	3
(三) 21 世纪后：流媒体引领电视产业重构.....	4
二、美国传统电视行业进入成熟期.....	5
(一) 流媒体平台高速发展，有线运营商用户数逐年下降.....	5
(二) 产业链完整，行业发展历史悠久.....	6
三、巨头的崛起：流媒体快速发展.....	7
(一) 互联网电视用户数持续增长.....	7
(二) 电视流媒体服务优势明显，冲击传统电视服务.....	7
四、美国电视服务业具有成熟的产业链格局.....	8
(一) 电视服务业进入流媒体引领时代.....	8
(二) 传统电视服务业具有成熟的产业链格局.....	9
1. 六大传媒集团为代表的传统电视服务业.....	9
2. 互联网巨头掌握的流媒体迅速崛起.....	9
3. 美国电视服务业主要上市公司情况.....	10
五、六大传媒集团的电视业务.....	11
(一) 康卡斯特(COMCAST)：美国最大有线电视运营商，拓展上游内容制作端.....	11
(二) 迪士尼(WALT DISNEY)：横跨内容制作和整合，积极布局流媒体业务.....	12
(三) 新闻集团(NEWS)：出售 21 世纪福克斯，保留 FOX 广播电视业务.....	13
(四) AT&T 公司-时代华纳(TIME WARNER)：美国电信巨头，全产业链布局电视服务业.....	14
(五) 维亚康姆(VIACOM)：布局横跨内容制作与内容整合，旗下派拉蒙影业收购梦工厂.....	15
(六) 哥伦比亚广播(CBS)：与时代华纳建立广播电视网络 CW.....	16
六、互联网巨头的流媒体业务快速发展.....	16
(一) 流媒体服务四分天下，Netflix 市值一度超过迪士尼.....	16
(二) 流媒体龙头 Netflix.....	17
1. 商业模式独特.....	17
2. 利润、营收、市值大幅增长.....	17
3. 坚持自制优质内容，稳坐全球流媒体龙头地位.....	18
七、投资建议.....	20
八、风险提示.....	20

## 一、流媒体引领美国电视服务产业重构

美国电视服务行业起源于 20 世纪 30 年代，由广播公司转型而来。20 世纪 50 年代初至 80 年代初广播电视是美国电视行业的主流，形成了五大全国性广播电视网。20 世纪 80 年代后有线运营商凭借媒介传输优势开始崛起并带动有线电视频道网快速发展，有线电视成为主流，21 世纪后美国有线电视行业进入成熟期，开始行业整合，形成了康卡斯特等行业巨头。20 世纪 90 年代末随着互联网的发展，通过互联网实时传输内容的流媒体诞生，2005 年基于视频分享理念的流媒体视频平台 Youtube 上线，开始提供在线视频的上传与观看服务；2007 年 Netflix 推出流媒体视频业务并于 2008-2009 年将流媒体服务拓展到电视端；2013 年后 Netflix 开始制作原创内容并大获成功，2016 年将业务扩展到全球，2017 年 Netflix 的美国用户数超过有线电视用户总和；除 Netflix 外，Amazon Video、HULU、HBO now、Sling TV、DirecTV Now、YouTube TV 等流媒体平台也陆续推出，流媒体的发展引领了美国电视服务产业格局的重构，2017 年美国有 0.25 亿人退订有线电视服务，OTT 用户数达到 1.77 亿，2017 年 OTT 流媒体视频收入估计约为 201 亿。根据 eMarketer 的最新数据，退订有线电视的用户 2018 年将约攀升 32.8%，达到 0.33 亿人，远高于去年的增长率 22.0%。

### （一）20 世纪 50 年代初至 80 年代初：广播电视（地面无线电视）为主流

广播电视是通过无线电波在一定范围内传播电视节目，一般是在各地的电视塔或电视基站进行广播。

1920 年广播正式诞生；20 世纪 30 年代末广播开始向电视转型；从 50 年代初至 80 年代初广播电视在美国成为主流，在这一时期，哥伦比亚广播电视网(CBS)、全国广播电视网(NBC)、美国广播电视网(ABC)、福克斯广播电视网(FOX)、哥伦比亚-华纳兄弟广播电视网(CW)先后成立并发展，形成了美国五大广播电视网主导的格局，另有一些地方电视台同时存在。在这一时代，由于广播电视信号送达地方需要通过各地的中继站来完成，因此很难做到同一频道在全国范围内的直接传输，而五大广播电视网公司通过在每个地区的附属电视台来播放节目，从而基本实现其电视节目的全国覆盖。

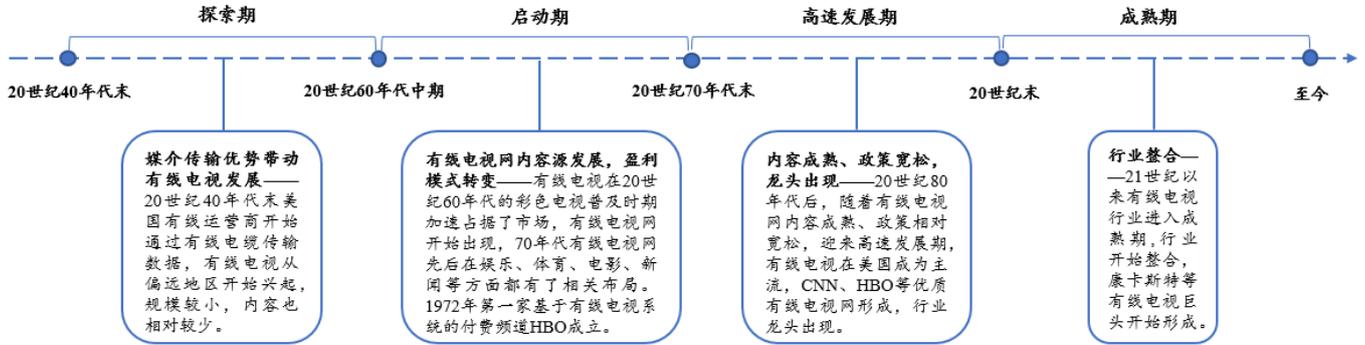
### （二）20 世纪 80 年代后：有线电视为主流，卫星与电信运营商并存发展

之前的广播电视（地面无线电视）利用无线电波传输信号，其传播距离非常有限，存在偏远地区收听不便的问题，20 世纪 40 年代末美国有线运营商开始通过有线电视传输数据，有线电视相比无线电波具有承载频道更多、传输信号更好、覆盖面更广的优势。

因此有线运营商凭借媒介传输优势开始崛起，也带动了有线电视网的快速发展，从 80 年代开始有线电视在美国成为主流，在这一时期，美国形成了康卡斯特的 xfinity、Charter 等主要有线电视运营商，同时形成了两种类型的全国性有线电视频道网：一是 ESPN、CNN、Discovery 等绝大多数同时以广告收入和用户的订阅费收入作为收入来源的有线电视频道；二是 HBO、Showtime 等没有广告、依靠用户的订阅费作为收入来源的有线电视频道。具体发展

历程为：

图 1：美国有线电视发展历程



数据来源：中国银河证券研究院绘制

## 1. 探索期（20世纪40年代末至60年代中期）：媒介传输优势带动有线电视发展

美国有线电视行业发展起于20世纪40年代末期，为了解决广播电视（地面无线电视）存在的偏远地区收听不便的问题，有线运营商开始崛起，其通过电缆传输数据，具有承载频道更多、传输信号更好、覆盖面更广的优势，在电视台和用户之间建立起传输渠道，推动了有线电视的快速发展，同时有线运营商也逐渐成为产业链的核心环节。探索期内有线电视从偏远地区开始兴起，规模较小，内容也相对较少。

## 2. 启动期（20世纪60年代中期至70年代末）：有线电视网内容源发展，盈利模式转变

有线电视依靠同轴电缆传输信号的改进和电子管到晶体管的替代，信号传播能力进一步提升，在20世纪60年代的彩色电视普及时期加速占据了市场，有线电视网开始出现。启动期内有线电视内容源得到长足发展，70年代，有线电视网先后在娱乐、体育、电影、新闻等方面都有了相关布局。在这一时期，以成立于1972年的第一家基于有线电视系统的付费频道HBO为代表，有线电视网的核心收入逐渐从广告收入转移到频道订阅费用收入。

## 3. 高速发展期（20世纪80年代初至20世纪末）：内容成熟、政策宽松，龙头出现

进入20世纪80年代，随着有线电视网内容成熟、政策相对宽松，迎来高速发展期，有线电视在美国成为主流，CNN、HBO等优质有线电视网形成，行业龙头出现。

## 4. 成熟期（21世纪初开始）：行业整合

21世纪以来有线电视行业进入成熟期后开始整合，康卡斯特等有线电视巨头开始形成。

另外，在有线电视为主要的这一时代，随着卫星技术和宽带网络技术的突破，20世纪90年代后美国的电视内容分发方在有线运营商之外又出现了卫星电视运营商，2005年后又出现了电信运营商，同时并存发展。

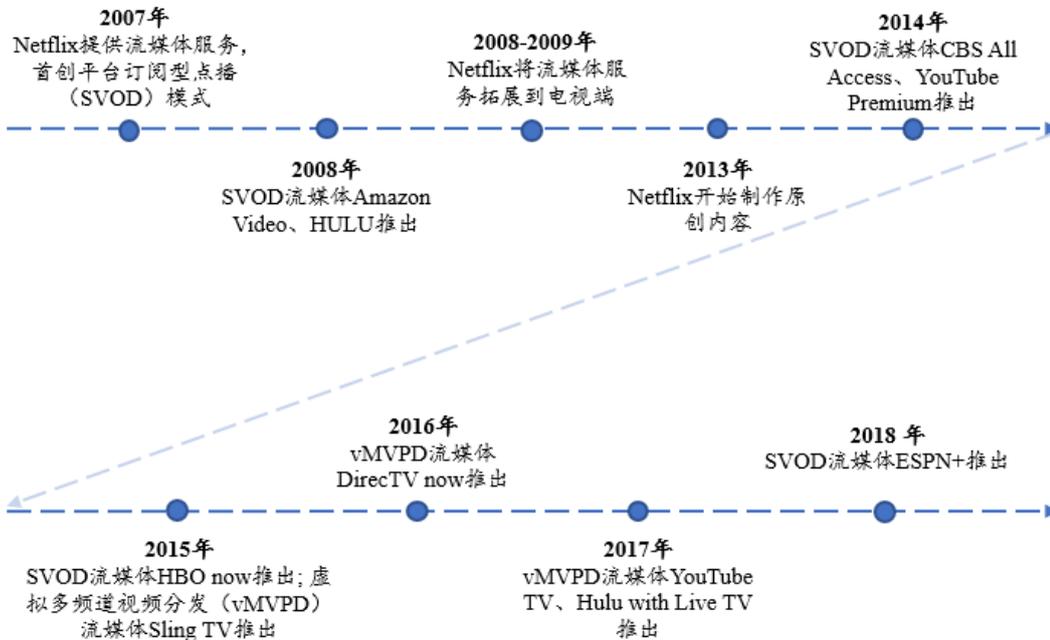
卫星电视运营商通过直接广播卫星将电视节目传输到用户电视。20世纪90年代后，卫星传输方式发展起来，1992年EchoStar公司建立Dish Network开展卫星电视运营业务，2008年Dish Network从母公司分离出来独立运营；1994年Hughes Communications公司建立DirecTV并与美国卫星广播公司（USSB）开展合作，1998年DirecTV收购USSB，合并了二者的卫星服务业务，2014年DirecTV被电信巨头AT&T收购。目前美国主要的卫星电视运营商为DirecTV和Dish。

电信运营商利用它们铺设的光纤网络而不是有线网进行电视信号传输。2005年后，随着美国电视行业管制的放松，原先被禁止从事电视行业的电信运营商也被允许进入这一市场，2006年美国最大的电信运营商AT&T进入电视行业。目前美国提供电视信号传输服务的主要电信运营商有AT&T和Verizon。

### （三）21世纪后：流媒体引领电视产业重构

美国流媒体视频产业的崛起来源于互联网这一全新媒介的升级，20世纪90年代末开始随着互联网的发展，通过互联网实时传输内容（即在内容提供者传输内容的同时用户不断接收并观看内容）的流媒体诞生。电视流媒体服务提供商通过互联网将电视节目直接传输到用户电视。2005年基于视频分享理念的流媒体视频平台Youtube上线，开始提供在线视频的上传与观看服务，但是此时的流媒体视频平台并未对传统电视服务业产生显著替代效果：一方面此时流媒体视频的播放媒介主要是电脑而不是电视；另一方面，此时的流媒体视频基本都是用户原创内容，与传统电视服务提供的电视剧、电影等内容有较大差异。

图2：美国电视流媒体服务发展历程



数据来源：公司官网，中国银河证券研究院整理

2007年DVD租赁公司Netflix开始在电脑端提供电视节目及电影视频的在线观看服务、2008-2009年Netflix将流媒体服务拓展到电视机顶盒和智能电视端、2013年Netflix开始制作原创内容，Netflix首创了流媒体平台订阅型点播（SVOD）模式，并将传统电视服务产业链中的内容制作、内容整合和内容分发环节整合，Netflix从制片商手里购买内容的同时也自己制作优质内容，将这些内容全部整合到Netflix平台，利用互联网将整合后的内容直接分发给用户，由于其具有价格低廉、无广告、原创内容优质等优势，对美国视频产业格局产生了重大影响，根据Netflix在2018年3月发布的业绩简报中显示，其70%视频流量在电视端，电脑、手机、iPad端仅占30%，因此Netflix直接与传统电视服务业产生竞争，开启了电视产业中流媒体服务的崛起并引领了产业格局重构。

在Netflix之后，其他流媒体平台陆续出现，Amazon在2006年推出视频下载服务后于2008年推出在线订阅视频点播服务（SVOD）Amazon Video；2008年SVOD流媒体平台HULU正式向全美用户开放；2014年CBS公司推出了SVOD流媒体服务CBS All Access；2014年Youtubet推出SVOD流媒体平台YouTube Premium（2014年名为Music Key，仅提供音乐及音乐视频，2015年改名YouTube Red扩大为所有Youtubes视频，2018年重新命名为YouTube Premium）；2015年有线电视频道网HBO推出在线订阅视频点播服务HBO now；2015年卫星电视运营商Dish推出虚拟多频道视频分发（vMVPD）流媒体服务Sling TV；2016年卫星电视运营商DirecTV推出vMVPD流媒体DirecTV now；2017年vMVPD流媒体YouTube TV推出；2017年HULU推出提供电视直播服务的vMVPD流媒体Hulu with Live TV；2018年迪士尼推出SVOD流媒体服务ESPN+。

美国目前的电视流媒体服务商主要有两种类型：一是订阅型视频点播服务SVOD，主要包含Netflix、YouTube Premium、Amazon Video、Hulu、CBS All Access、HBO now、ESPN+等，在此模式下，用户可以按自身的需求即时点播视频，其多数服务是按月订阅，SVOD具有价格低廉、无广告等特点；二是虚拟多频道视频分发vMVPD，主要包含DirecTV Now、Sling TV、YouTube TV、Hulu with Live TV等，支持电视直播，将少量频道打包推出低价收视套餐。根据普华永道报告数据，2017年美国OTT电视流媒体视频收入估计约为201亿美元，同比增长15.2%，其中，订阅型视频点播服务（SVOD）平台在收入中占比近80%。

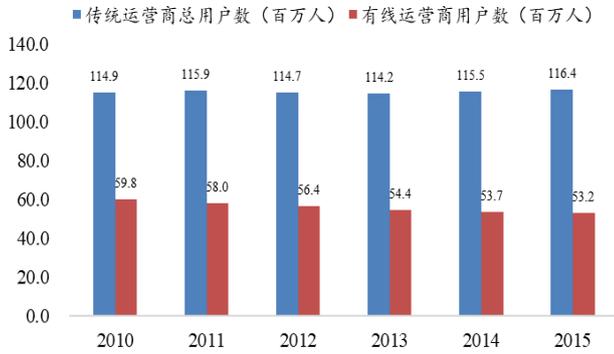
## 二、美国传统电视行业进入成熟期

### （一）流媒体平台高速发展，有线运营商用户数逐年下降

美国目前传统电视产业的运营商包括有线运营商、卫星运营商、电信运营商、地面广播运营商，流媒体视频出现以来，尤其是2013年Netflix规模实现巨大增长后，传统电视服务行业受到冲击，截至2015年底，传统运营商总用户数为1.16亿人，其中有线运营商用户数0.53亿人，有线运营商用户数呈逐年下降趋势。

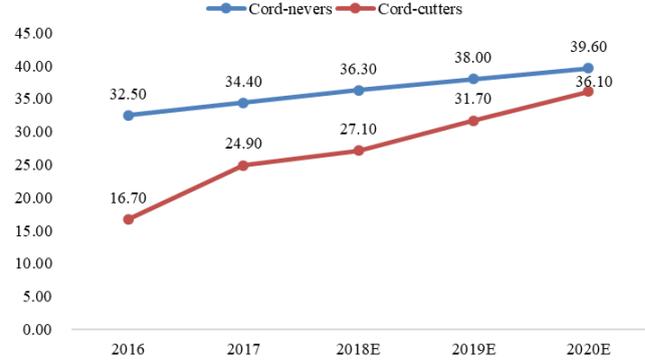
传统电视服务行业经过70余年的发展已经进入成熟期，21世纪以来其面临电视流媒体服务的冲击，尤其是2013年后Netflix等流媒体平台的飞速发展，导致美国近几年出现大量剪线族（Cord-Cutters），即放弃退订传统付费电视服务的用户，2017年，剪线族人群达到0.25亿人。

图 3: 美国传统电视运营商总用户数及有线运营商用户数



数据来源: Federal Communications Commission, 中国银河证券研究院

图 4: 美国传统付费电视用户流失情况



数据来源: eMarketer, 中国银河证券研究院

## (二) 产业链完整, 行业发展历史悠久

美国传统电视行业自 20 世纪 40 年代以来至今已发展七十余年, 行业处于成熟期, 其产业链完整成熟, 传媒巨头公司掌握着行业内多数资产。自 2005 年流媒体视频出现, 尤其是 2013 年 Netflix 规模实现巨大增长后, 传统电视服务行业受到冲击, 但截至 2015 年底传统运营商总用户数仍有 1.16 亿人, 传统电视服务公司之所以仍保持着一定的竞争力是由于美国传统电视产业具有如下优势:

第一, 传媒巨头公司布局产业链上下游, 内容制作方为下游内容整合与分发方提供内容支持。

美国电视服务行业频频发生企业并购重组, 传媒巨头公司通过并购与资源整合布局产业链上下游, 产业集中度高, 六大传媒集团掌握着电视服务业大部分资产。康卡斯特(COMCAST)、迪士尼(WALT DISNEY)、新闻集团(NEWS)、时代华纳(TIME WARNER)、维亚康姆(VIACOM)、哥伦比亚广播(CBS)等巨头公司掌握着美国传统电视服务行业的多数资产, 这些公司的业务布局均横跨内容制作和内容整合领域, 其中康卡斯特和收购了时代华纳的 AT&T 公司的业务布局还包含内容分发领域。这意味着下游的内容整合方与内容分发方能得到来自集团内影视制作公司的强大内容支持。

第二, 美国传统电视产业发展时间久、模式成熟, 用户对电视大屏粘性强。

美国传统电视产业发展历时久并且已经进入成熟期, 电视大屏用户粘性强, 因此面临流媒体等冲击美国有线电视产业仍能保持一定话语权与行业地位。流媒体巨头 Netflix 2018 年 3 月发布的业绩简报中表示, 其 70% 视频流量仍然在电视端, PC、手机、iPAD 端仅占 30%, 可见电视大屏对美国视频用户来说仍然难以取代。在这种情况下, 传统传媒巨头开始通过获取和制作更多优质内容、推出互联网电视服务等方式可以在一定程度上保持自身竞争力。

### 三、巨头的崛起：流媒体快速发展

#### (一) 互联网电视用户数持续增长

美国互联网电视用户数持续增长,从2012年末的0.55亿人到2018年末增长到1.83亿人,渗透率从2012年的17%到2017年增长到54%,以Netflix为代表的流媒体平台的发展对美国电视产业格局产生了重大影响,大量用户从有线电视转向了流媒体服务,其中以年轻用户居多,流媒体在18-35岁美国年轻观众渗透率为77%,显著高于有线电视的57%。

根据普华永道(PWC)报告数据显示,2017年美国OTT流媒体视频收入估计约为201亿美元,同比增长15.2%,其中,订阅型视频点播服务(SVOD)平台在收入中占比近80%;PWC预计,2022年美国OTT行业收入将增长到306亿美元,年增长率约8.8%。

图5: 美国OTT用户数及渗透率

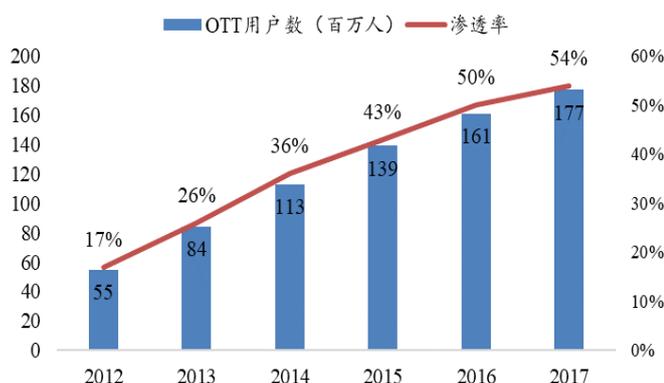
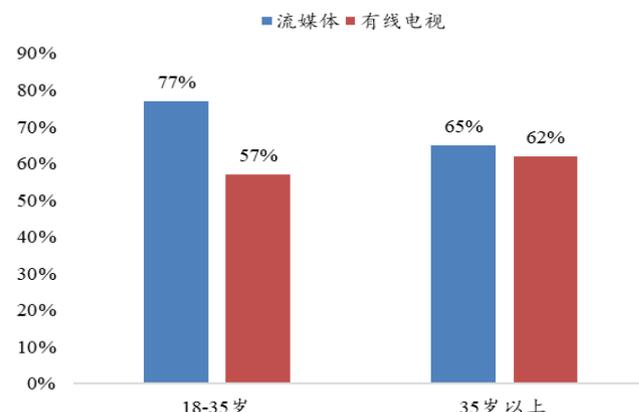


图6: 美国不同年龄层流媒体与有线电视渗透率



数据来源: eMarketer, 中国银河证券研究院

数据来源: eMarketer, 中国银河证券研究院

#### (二) 电视流媒体服务优势明显，冲击传统电视服务

自2005年流媒体视频出现,尤其是2013年Netflix规模实现巨大增长后,美国电视流媒体服务规模逐年快速增长,对传统电视服务行业造成冲击,2017年美国有2490万人退订有线电视服务转向流媒体,截至2017年末OTT用户数达到1.77亿,同比增长9.94%;OTT流媒体视频收入估计约为201亿,同比增长15.2%。流媒体平台已经成为传统电视服务行业的有力竞争者,电视流媒体服务相对传统有线电视等服务具有如下优势:

第一,流媒体由于无需传统有线运营商的网络铺设的大额开支就能够获取用户,因此其网络可延展性更强;

第二,SVOD流媒体平台集合了内容制作、内容整合和内容分发全产业链的功能;

第三,多数流媒体服务可供用户自主选择,相较有线电视服务用户可以更精准选择自己需要的服务,从而降低自身的花费。

## 四、美国电视服务业具有成熟的产业链格局

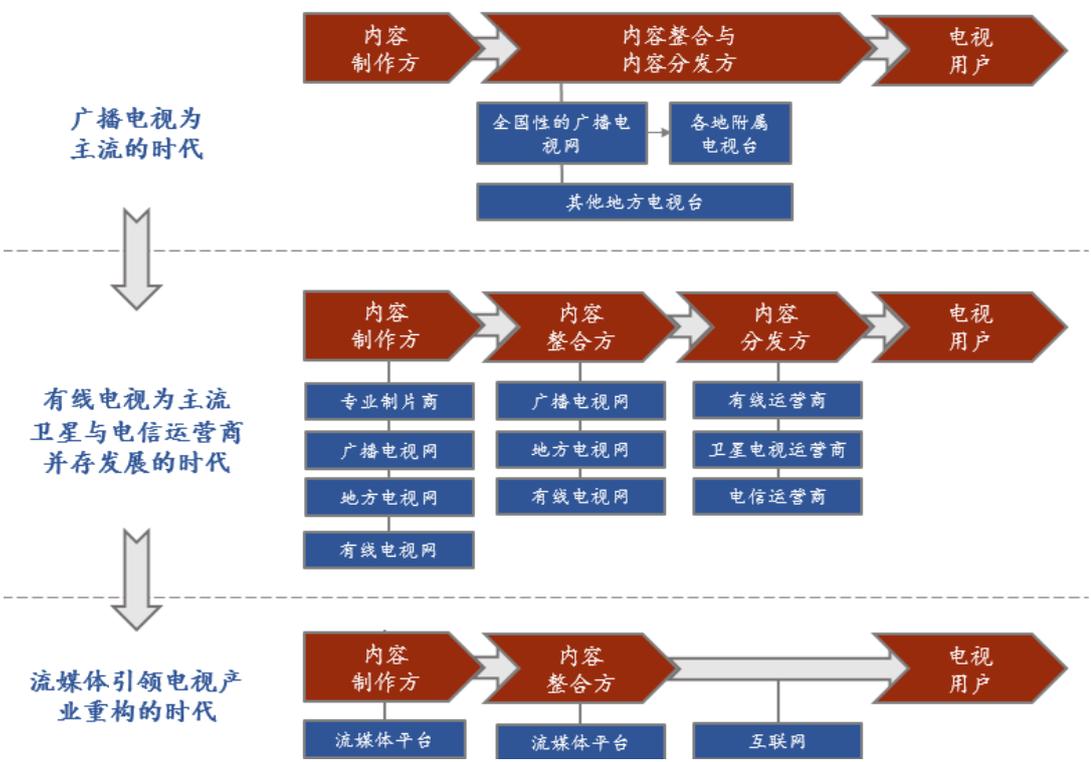
### (一) 电视服务业进入流媒体引领时代

**20 世纪 50 年代初至 80 年代初：**广播电视为主流的时代，行业内容制作方数量较少，内容整合方和内容分发方是一体的，五大全国性的广播电视网与其他一些地方电视台在整合内容后通过无线电波分发内容，电视信号传输者是各地电视台。

**20 世纪 80 年代后：**有线电视为流媒体、卫星与电信运营商并存发展的时代，在原有广播电视网的基础上产生了新的内容整合方——有线电视频道网，同时主要内容分发方变为有线运营商，主要通过有线运营商将电视信号传输给用户，另外在这一时代同时出现了卫星电视运营商和电信运营商进行信号传输。

**21 世纪后：**流媒体引领电视产业重构的时代，有线电视与互联网电视并存，流媒体的发展使产业链在原有有线电视的基础上产生了新的内容整合方——流媒体平台，同时通过互联网进行数据传输的方式省去了内容分发商这一环节，流媒体平台可直接通过互联网将数据传输给电视用户。

图 7：美国电视服务行业的产业链演变



资料来源：中国银河证券研究院整理

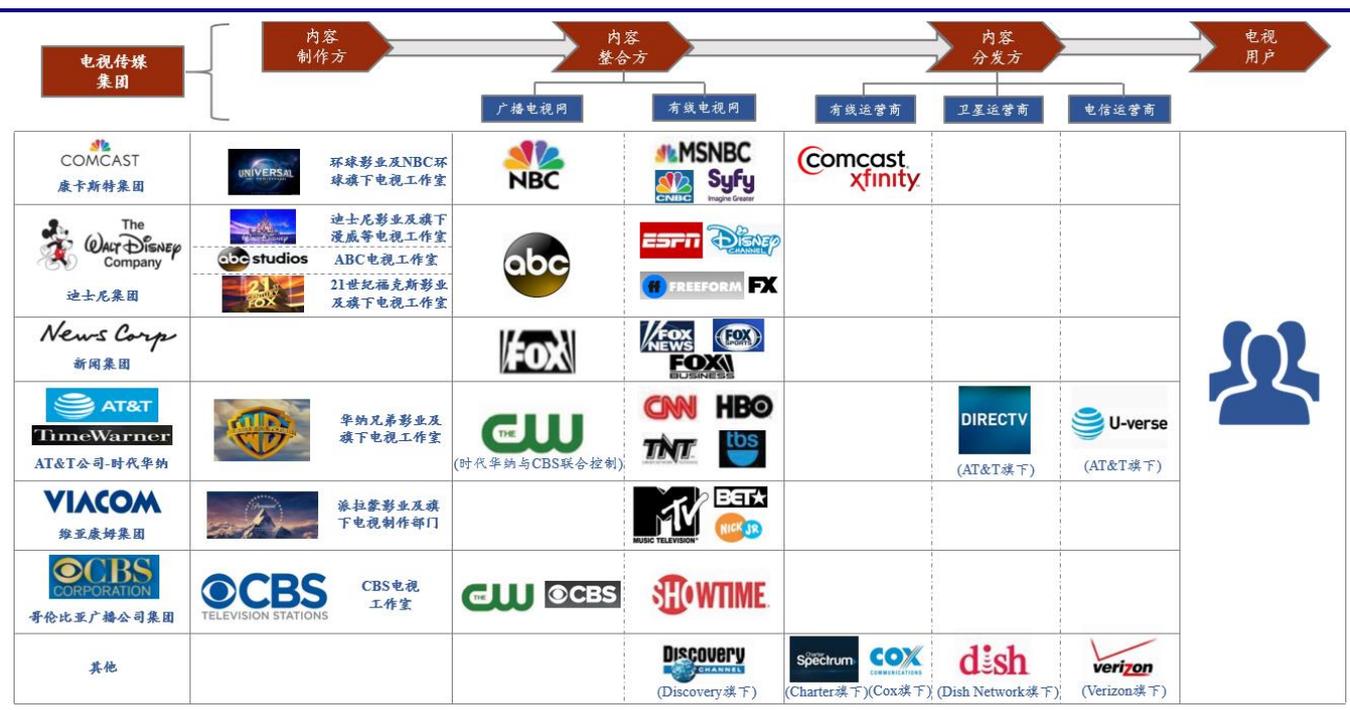
## (二) 传统电视服务业具有成熟的产业链格局

### 1. 六大传媒集团为代表的传统电视服务业

美国六大传媒集团——康卡斯特(COMCAST)、迪士尼(WALT DISNEY)、新闻集团(NEWS)、时代华纳(TIME WARNER)、维亚康姆(VIACOM)、哥伦比亚广播(CBS)掌握着美国传统电视服务行业的多数资产 (VIACOM 与 CBS 同属 Redstone 家族控制)。2018 年下半年以来, 六大电视传媒集团格局发生新变化: 第一, 2018 年 6 月美国联邦法院已批准电信巨头 AT&T 收购时代华纳, 这意味着内容分发方的电信运营商 AT&T 向上游收购内容制作与整合巨头, 形成电视服务全产业链布局; 第二, 2018 年 7 月双方股东同意迪士尼收购 21 世纪福克斯大部分资产 (不包含福克斯广播电视网及福克斯新闻、福克斯体育、福克斯商业有线电视频道), 迪士尼进一步扩充内容制作与内容整合端布局, 而新闻集团将把 21 世纪福克斯剩下的福克斯广播网络、福克斯新闻、福克斯商业以及体育频道等业务组建一家新公司。

这些行业巨头公司的业务布局均横跨内容制作和内容整合领域, 其中康卡斯特和 AT&T 的业务布局还包含内容分发领域。

图 8: 美国传统电视服务业产业链及主要公司格局



资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究院整理

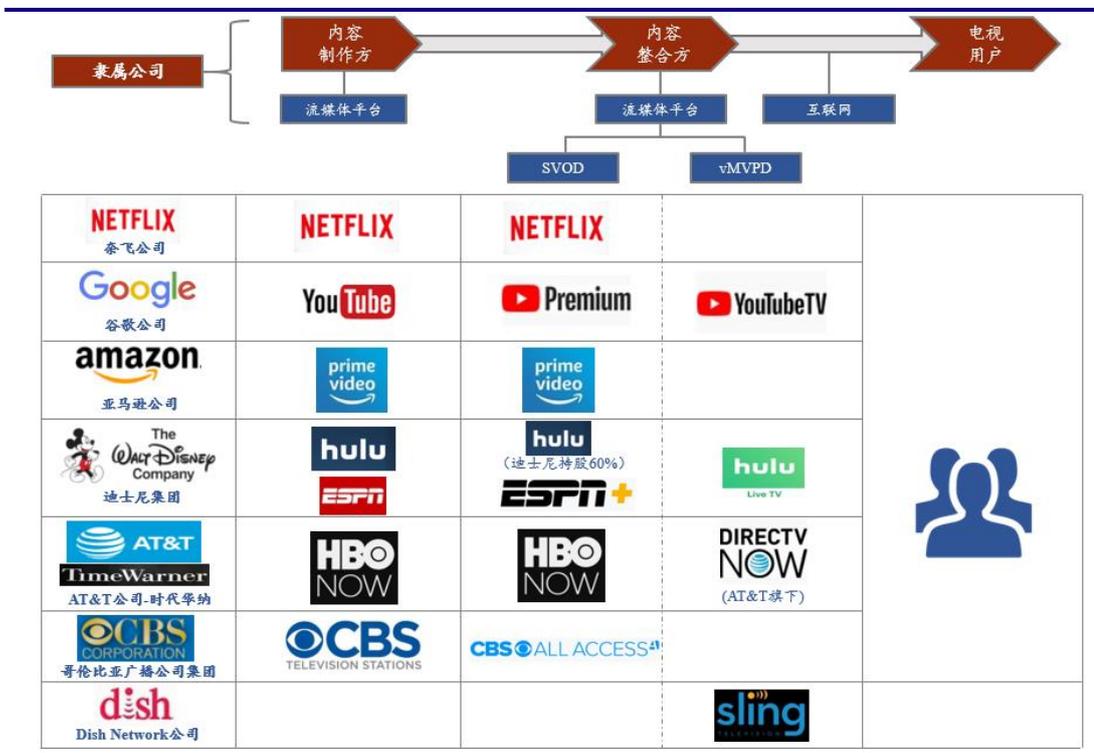
### 2. 互联网巨头掌握的流媒体迅速崛起

美国电视流媒体服务的主要提供者既有奈飞公司(NETFLIX)、谷歌母公司 ALPHABET 旗下的 Youtube、亚马逊(AMAZON)等新进入电视服务业的互联网媒体公司, 也有拓展流媒体业务的传统电视服务商——迪士尼集团、电信运营商 AT&T 及旗下的传统传媒巨头时代华纳、

哥伦比亚广播公司、卫星运营商 Dish Network 等。

流媒体平台兼具内容制作者与内容整合者功能，同时借助互联网省去了内容分发商环节。

图 9：美国电视流媒体服务业产业链及主要公司格局



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院整理

### 3. 美国电视服务业主要上市公司情况

美国电视传媒巨头康卡斯特(COMCAST)、迪士尼(WALT DISNEY) 及旗下 21 世纪福克斯(FOX)、新闻集团(NEWS)、AT&T 公司及旗下时代华纳(TIME WARNER)、维亚康姆(VIACOM)、哥伦比亚广播(CBS)；有线电视运营商特许通讯(Charter)、卫星电视运营商 DISH NETWORK；流媒体平台奈飞(NETFLIX)、亚马逊(AMAZON)、谷歌(ALPHABET)均已上市，其中，除主营业务不仅限于传媒业的 AT&T、亚马逊、谷歌之外，康卡斯特、迪士尼、奈飞公司总市值达到 1500 亿美元以上，已被迪士尼收购的 21 世纪福克斯总市值超过 800 亿美元，Charter 总市值达到 750 亿美元，维亚康姆、CBS、DISH NETWORK 总市值也均超过 100 亿美元。

表 1：美国电视服务业主要上市公司基本情况（截至 2019 年 5 月 29 日）

证券代码	证券简称	净利润 (亿美元) 2018	同比增速 Y17	营业收入 (亿美元) 2018	同比增速 Y17	市盈率 TTM 2019/05/29	总市值(亿 美元) 2019/05/29
CMCSA.O	康卡斯特 (COMCAST)	117.31	-48.40%	945.07	11.15%	15.8	1,927.62
DIS.N	迪士尼	125.98	40.29%	594.34	7.79%	17.7	2,386.76

	(WALTDISNEY)						
FOX.O	21 世纪福克斯	21.87	-25.91%	101.53	-64.38%	13.60	220.8
FOXA.O	(FOX)					13.80	220.8
NWS.O	新闻集团(NEWS)	-105.15	-945.81%	90.24	10.87%	-41.8	69.46
NWSA.O						-40.9	67.94
T.N	美国电话电报(AT&T)	193.70	-34.23%	1,707.56	6.36%	12.4	2,330
TWX.N	时代华纳(TIME WARNER)	52.47	33.65%	312.71	6.66%	-	-
VIA.O	维亚康姆	17.19	-8.27%	129.43	-2.41%	8.2	133
VIAB.O	(VIACOM)					7.0	112
CBS_A.N	哥伦比亚广播	19.60	449.02%	145.14	6.00%	5.9	178
CBS.N	(CBS)					5.9	178
CHTR.O	特许通讯(Charter)	12.30	-87.57%	436.34	4.94%	64	842
DISH.O	DISH NETWORK	15.75	-24.95%	136.21	-5.35%	10.7	165
NFLX.O	奈飞公司(NETFLIX)	12.11	116.71%	157.94	35.08%	122.6	1,551.17
AMZN.O	亚马逊(AMAZON)	100.73	232.11%	2,328.87	30.93%	75.3	9,041
GOOG.O	谷歌(ALPHABET)	307.36	142.74%	1,368.19	23.42%	28.1	7,874
GOOGL.O						28.3	7,911

注：时代华纳TWX.N已于2018年6月15日终止上市。

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## 五、六大传媒集团的电视业务

### (一) 康卡斯特(COMCAST): 美国最大有线电视运营商，拓展上游内容制作端

#### 1. 康卡斯特的业务现状

整体来看，康卡斯特的业务分为两部分：第一，有线网络运营，为 Comcast Xfinity 的住宅客户和 Comcast Business、Comcast Enterprise 的企业客户提供有线电视、有线宽带网络、IP 电话服务；第二，NBC 环球，包含有线电视频道网、广播电视、电影娱乐、主题公园四个部分。

仅从电视服务行业的产业链来看，康卡斯特在传统电视服务业构建了全产业链布局：内容制作端有环球影业及 NBC 环球旗下电视工作室；内容整合端有五大广播电视网之一的 NBC 以及 MSNBC、CNBC、Syfy 等多样化的有线电视频道网；内容分发端有有线运营商 Comcast Xfinity。

## 2. 康卡斯特的业务发展历程

表 2：康卡斯特的业务发展情况

业务发展阶段	关键事件
有线运营商康卡斯特成立与初期发展	1963 年康卡斯特前身 American Cable Systems 成立，为密西西比州的图珀洛市提供有线电视运营服务，约有 1.2 万客户；
	1969 年康卡斯特公司重新注册成立，在宾夕法尼亚州主营有线电视网络运营；
增加有线电视运营业务的市场份额	1986 年康卡斯特收购 Group W Cable，用户数量达到 100 万；
	1994 年康卡斯特收购 Maclean-Hunter's 美国分部，成为美国第三大有线电视运营商，约有 350 万用户；
	1995 年康卡斯特收购 E.W. Scripps 公司的有线运营业务；
开始提供有线宽带服务	1996 年康卡斯特与 Tele-Communications、Cox Communications 公司一起组建了 @Home Network，基于有线电视网络的同轴电缆首次提供宽带服务；
成为美国最大有线运营商	2002 年康卡斯特收购 AT&T Broadband，成为美国最大的有线电视运营商，拥有超过 2200 万用户；
	2007 年康卡斯特收购 Patriot Media 的有线电视运营系统；
向产业链上游内容制作与内容整合端拓展	2011 年康卡斯特收购 NBC 环球（NBC 环球于 2004 年由 NBC 和环球影业合并而来），公司业务从内容分发端的有线网络运营向上游内容制作与内容整合拓展，完成全产业链布局；
	2016 年收购梦工厂动画，继续拓展内容制作端；

资料来源：公司官网、Wikipedia，中国银河证券研究院整理

## （二）迪士尼(WALT DISNEY)：横跨内容制作和整合，积极布局流媒体业务

### 1. 迪士尼的业务现状

整体来看，迪士尼的主营业务分为四部分：第一是媒体网络，经营公司广播电视和有线电视频道网；第二是影视娱乐，在收购 21 世纪福克斯前主要是指迪士尼影业及其他电影电视部门的业务；第三是主题乐园度假区及消费品；第四是直接面向消费者业务和国际业务，包括 ESPN+、持股 HULU 等流媒体业务、迪士尼国际频道、迪士尼媒体全球广告销售业务、迪士尼节目全球分发等。

仅从电视服务行业的产业链来看，迪士尼的业务布局横跨内容制作与内容整合方：内容制作端有迪士尼影业及旗下漫威等电视工作室、ABC 电视工作室、21 世纪福克斯影业及旗下电视工作室等；内容整合端有五大广播电视网中的 ABC 以及 ESPN、Disney Channel、Disney Junior、Disney XD、Freedom、FX 等多样化的有线电视频道网。同时，迪士尼在电视流媒体服务领域也有布局，包括内容整合方的 SVOD 平台 ESPN+ 以及收购 21 世纪福克斯后共持有流媒体内容制作与整合方 HULU 的 60% 股份，并在 2019 年 5 月份，迪士尼和康卡斯特达成协议，将从

康卡斯特手中获得对 Hulu 的“全面运营控制权”，五年后或能实现 100% 控股。

## 2. 迪士尼的业务发展历程

表 3: 迪士尼的业务发展情况

发展阶段	关键事件
迪士尼成立	1923 年迪士尼工作室成立，主营动画内容创作与动画电影制作；
开展电视制作业务	1950 年迪士尼首次进入电视制作领域，NBC 播出《An Hour in Wonderland》；
	1954 年 ABC 播出了迪士尼的第一部电视连续剧；
开展主题乐园度假区业务	1955 年迪士尼乐园（Disneyland）首次向公众开放；
	1971 迪斯尼世界(Disney World)首次向公众开放；
开展有线电视频道网业务	1983 年迪士尼推出有线付费频道 Disney Channel，进入有线电视频道网领域；
内容整合端业务拓展	1996 年迪士尼收购 ABC，包括广播电视网 ABC 及 ESPN 等有线电视频道网等；
内容制作端业务拓展	2006 年迪士尼收购皮克斯工作室；
	2009 年收购漫威工作室；
	2012 年收购卢卡斯影业；
进一步扩充内容制作与内容整合端布局	2018 年 7 月双方股东同意迪士尼收购 21 世纪福克斯大部分资产（不包含福克斯广播电视网及福克斯新闻、福克斯体育、福克斯商业有线电视频道），迪士尼进一步扩充内容制作与内容整合端布局。同时，收购完成后迪士尼拥有电视流媒体平台 HULU 的 60% 股份。
开展流媒体服务	2018 年 4 月迪士尼推出流媒体服务 ESPN+；
	2018 年 7 月迪士尼收购 21 世纪福克斯大部分资产中包括电视流媒体平台 HULU 的 30% 股份，收购完成后迪士尼持有 HULU 股份达到 60%；

资料来源：公司官网、Wikipedia，中国银河证券研究院整理

## （三）新闻集团(NEWS)：出售 21 世纪福克斯，保留 FOX 广播电视业务

### 1. 新闻集团的业务现状

整体来看，新闻集团的业务分为两部分：第一是出版业务，2013 年新闻集团将资产拆分为两家上市公司，新的新闻集团保留原有出版业务；第二是影视娱乐业务，2013 年这部分业务被剥离出来成立了 21 世纪福克斯公司，而 21 世纪福克斯公司的大部分资产于 2018 年 7 月经双方股东同意已出售给迪士尼集团，因此在出售后目前影视娱乐业务板块仅剩余广播电视网与新闻、体育、商业有线电视频道网。

仅从电视服务行业的产业链来看，在出售 21 世纪福克斯公司的大部分资产后，新闻集团仅剩余内容整合端的五大广播电视网之一的 FOX 以及 FOX NEWS、FOX Sports、FOX Business

有线电视频道网。

## 2. 新闻集团的业务发展历程

表 4: 新闻集团的业务发展情况

发展阶段	关键事件
新闻集团成立	1979 年新闻集团成立，主营新闻出版；
开展电视内容制作与内容整合业务	1985 年新闻集团收购 20 世纪福克斯电影制片厂与六个美国电视台，新闻集团开始进入内容制作领域；
	1986 年福克斯广播公司成立，成为为美国第四个全国性广播电视网，新闻集团进入内容整合领域；
在美国海外开展卫星电视运营业务	1993 年新闻集团收购香港 STAR TV；
	1998 年在英国建立了卫星电视集团—British Sky Broadcasting；
	1999 年新闻集团继续进军德国卫星电视市场；
	2001 年新闻集团将在西欧、亚洲和拉丁美洲的卫星平台和相关资产重组整合为 Sky Global Networks；
在美国开展卫星电视运营业务	2003 年，新闻集团收购美国最大的卫星电视系统运营商 DirecTV 34% 的股份，新闻集团在美国进入卫星电视网络运营领域（2008 年新闻集团将 DirecTV 出售给 Liberty Media）；
业务分拆	2013 年新闻集团将资产拆分为两家上市公司，新的新闻集团保留原有出版业务，而娱乐业务则剥离到 21 世纪福克斯公司；
出售 21 世纪福克斯	2018 年 7 月新闻集团将 21 世纪福克斯公司的大部分资产出售给迪士尼集团（不包括广播电视网与新闻、体育、商业有线电视频道网）；

资料来源：公司官网、Wikipedia，中国银河证券研究院整理

## （四）AT&T 公司-时代华纳(TIME WARNER)：美国电信巨头，全产业链布局电视服务业

### 1. AT&T 公司及旗下时代华纳的业务现状

整体来看，AT&T 公司是美国电信巨头，其传统业务主要是电话服务、电信宽带网络服务等，在电视服务领域，其旗下 U-verse 作为电信运营商提供电视服务、Direc TV 作为卫星运营商提供电视服务；被 AT&T 公司新收购的时代华纳的主营业务可分为两部分：第一是媒体网络，经营广播电视和有线电视频道网；第二是影视娱乐，主要是指华纳兄弟影业的业务。

仅从电视服务行业的产业链来看，在收购时代华纳后，AT&T 形成传统电视服务业全产业链布局：内容制作端有华纳兄弟影业及旗下电视工作室；内容整合端有五大广播电视网中的 CW（与 CBS 联合控制）以及 CNN、HBO、TNT、TBS 等多样化的有线电视频道网；内容分发端有卫星运营商 Direc TV 和电信运营商 AT&T U-verse。同时，AT&T 在电视流媒体服务领域也有布局，包括内容制作与整合方的 SVOD 平台 HBO now 和 vMVPD 平台 Direc TV now。

## 2. AT&T 公司及旗下时代华纳的业务发展历程

表 5: AT&T 公司的电视服务业务发展情况

发展阶段	关键事件
作为电信运营商开始提供电视服务	2006 年推出 U-verse, 提供 IPTV 服务;
开展卫星电视运营业务	2014 年 AT&T 收购美国第一大卫星电视运营商 DirecTV;

资料来源: 公司官网、Wikipedia, 中国银河证券研究院整理

表 6: 时代华纳的业务发展情况

发展阶段	关键事件
时代华纳成立并开展有线电视频道网业务	1975 年华纳通讯公司推出 HBO;
	1980 年特纳公司推出 CNN;
	1990 年时代公司和华纳通讯公司合并成时代华纳集团;
	1996 年时代华纳收购特纳公司;
时代华纳与美国在线合并	2000 年时代华纳与互联网公司-美国在线合并, 成立美国在线-时代华纳公司;
剥离业务并出售有线运营商	2003 年后由于整合不利, 美国在线-时代华纳公司逐步剥离时代公司、美国在线、时代华纳有线、华纳图书、华纳音乐;
	2016 年时代华纳将旗下有线运营商时代华纳有线出售给 Charter 公司, 至此时代华纳仅保留有线电视频道网 HBO 和特纳电视部门, 以及华纳兄弟娱乐;
被 AT&T 公司收购	2018 年 6 月美国联邦法院已批准电信巨头 AT&T 收购时代华纳;

资料来源: 公司官网、Wikipedia, 中国银河证券研究院整理

## (五) 维亚康姆(VIACOM): 布局横跨内容制作与内容整合, 旗下派拉蒙影业收购梦工厂

### 1. 维亚康姆的业务现状

整体来看, 维亚康姆的主营业务可分为两部分: 第一是媒体网络, 经营有线电视频道网; 第二是影视娱乐, 主要指派拉蒙影业的业务。

仅从电视服务行业的产业链来看, 维亚康姆的业务布局横跨内容制作与内容整合方: 内容制作端有派拉蒙影业及旗下电视制作部门; 内容整合端有 MTV、BET、Nick Jr 等有线电视频道网。

### 2. 维亚康姆与哥伦比亚广播的业务发展历程

由于维亚康姆(VIACOM)与哥伦比亚广播(CBS)同属 Redstone 家族控制, 在业务发展过程中曾先后合并分拆, 因此在这里一起列示两家公司的业务发展历程。

表 7: 维亚康姆与哥伦比亚广播的业务发展情况

发展阶段	关键事件
CBS 成立	CBS 公司起源于 1928 年的广播电台公司；1945 年后 CBS 广播电视网快速发展；
维亚康姆成立	1971 年维亚康姆作为 CBS 的电视部门成立，1971 年维亚康姆被分拆出来，1999 年维亚康姆收购了前任母公司 CBS；
CBS 与维亚康姆独立	2005 年维亚康姆集团宣布将公司分拆为两家上市公司，一家是新维亚康姆公司，包括派拉蒙影业以及 BET、MTV 等有线电视频道网；另一家是哥伦比亚广播公司，包括 CBS 广播电视网及其他有线电视频道网；两家公司均由 Redstone 家族控制；
维亚康姆拓展内容制作端业务	2005 年维亚康姆旗下派拉蒙影业收购梦工厂；
CBS 拓展内容整合端业务	2006 年 CBS 公司和时代华纳联合建立新的广播电视网络—CW，CBS 公司和时代华纳各自拥有 50% 股权；

资料来源：公司官网、Wikipedia，中国银河证券研究院整理

## （六）哥伦比亚广播(CBS)：与时代华纳建立广播电视网络 CW

### 1. 哥伦比亚广播的业务现状

CBS 公司起源于 1928 年的广播电台公司，1945 年后 CBS 广播电视网快速发展。1971 年维亚康姆作为 CBS 的电视部门成立，1971 年维亚康姆被分拆出来，1999 年维亚康姆收购了前任母公司 CBS。

仅从电视服务行业的产业链来看，哥伦比亚广播的业务布局横跨内容制作与内容整合方：内容制作端有 CBS 电视工作室等；内容整合端有五大广播电视网中的 CBS 与 CW（与时代华纳联合控制）以及 Showtime 等有线电视频道网。同时，哥伦比亚广播在电视流媒体服务领域也有布局，包括内容整合方的 SVOD 平台 CBS All Access。

## 六、互联网巨头的流媒体业务快速发展

### （一）流媒体服务四分天下，Netflix 市值一度超过迪士尼

美国目前主要电视流媒体服务商有：提供订阅型视频点播服务的 Netflix、YouTube Premium、Amazon Video、Hulu、CBS All Access、HBO now、ESPN+ 等以及提供虚拟多频道视频分发服务的 Sling TV、DirecTV Now、YouTube TV、Hulu with Live TV 等。截至 2017 年 OTT 用户总数达到 1.77 亿，OTT 流媒体视频总收入估计约为 201 亿，其中订阅型视频点播服务占比近 80%。根据 Comscore OTT intelligence 数据，截至 2018 年 4 月，美国 OTT 流媒体服务市场主要被四大流媒体平台占据，其中 Netflix 覆盖率为 73%、YouTube 为 50%、Hulu 为 36%、Amazon Video 为 28%

其中最具代表性的 Netflix 发展迅速，2018 年 5 月其市值曾短暂超过迪士尼，成为全球上

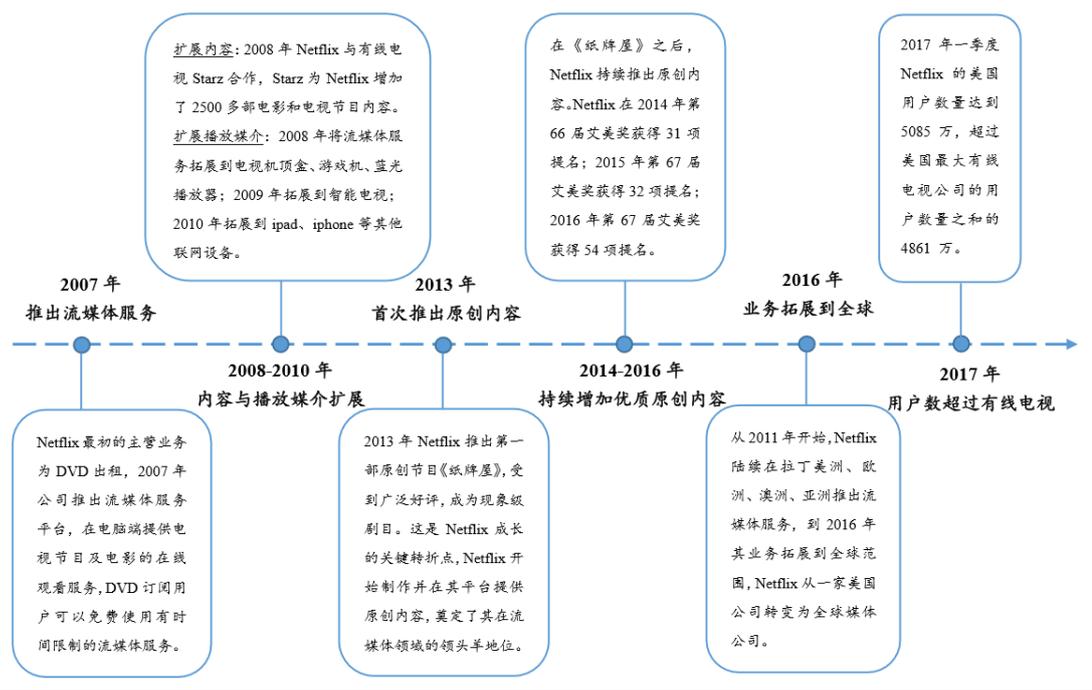
市公司中市值最高的媒体公司,截至 2019 年 5 月 29 日 Netflix 总市值已达到 1551.17 亿美元,已接近于六大传媒集团中市值最大的迪士尼的规模(2386.76 亿美元)和康卡斯特(1927.62 亿美元)。

## (二) 流媒体龙头 Netflix

### 1. 商业模式独特

作为流媒体行业的头部企业,Netflix 的发展具有代表性,Netflix 是流媒体视频平台订阅型点播(SVOD)模式的创立者,首创了无广告纯订阅的流媒体视频模式。在 SVOD 模式下,Netflix 将传统广播电视产业链中的内容制作、内容整合和内容分发环节整合,Netflix 从好莱坞制片商及各大独立制片商手里购买大量内容,同时也自己制作内容,将这些内容全部整合到 Netflix 平台,利用互联网将整合后的内容直接分发给用户。

图 10: Netflix 的发展历程



数据来源：公司网站，中国银河证券研究院

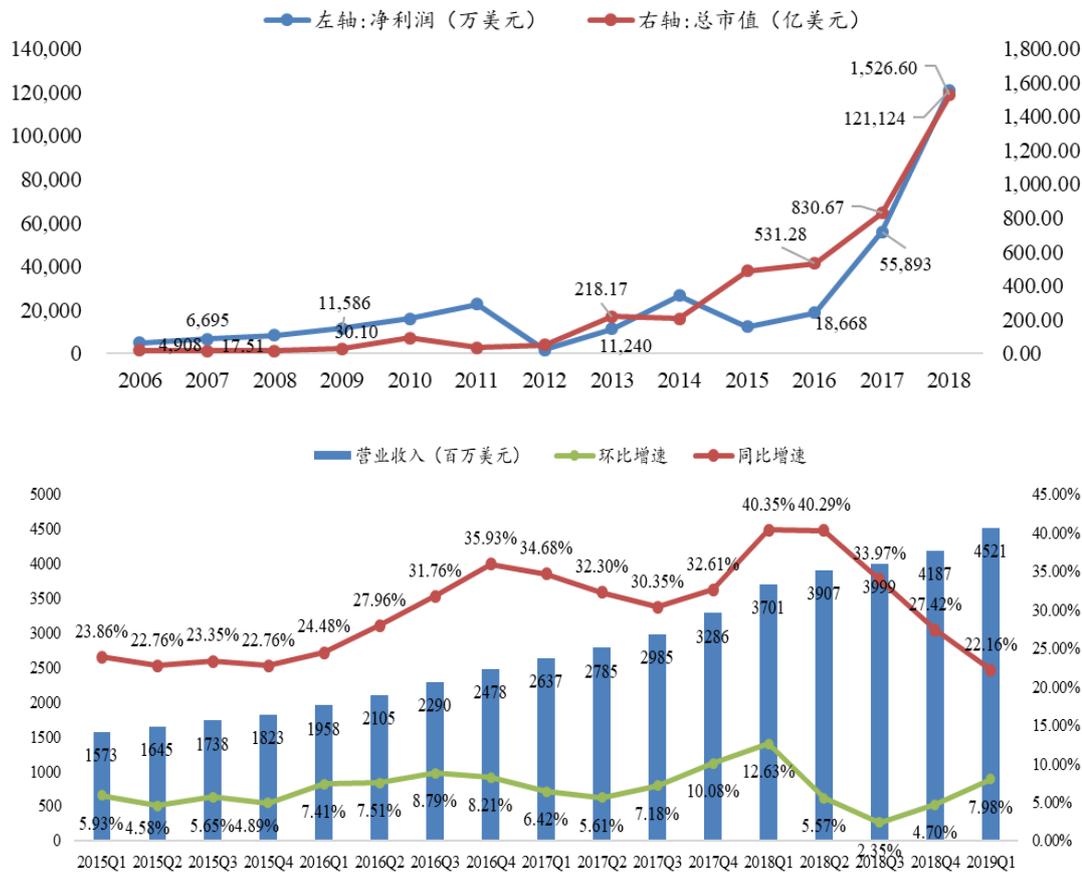
### 2. 利润、营收、市值大幅增长

2007 年 Netflix 开始提供流媒体服务,2007 年末 Netflix 净利润为 6695 万美元,市值 17.51 亿美元;2008-2009 年 Netflix 将流媒体服务扩展到电视机顶盒和智能电视,2009 年末 Netflix 净利润为 11586 万美元,市值 30.10 亿美元;2013 年原创内容《纸牌屋》的出现成为公司发展的关键转折点,2013 年末 Netflix 利润体量与总市值均大幅增长,净利润达到 11240 万美元,市值达到 218.17 亿美元;2014-2016 年 Netflix 持续推出优质原创内容,2016 年 Netflix 将业务扩张到全球,2016 年末 Netflix 净利润为 18668 万美元,市值 531.28 亿美元;2017 年 Netflix

用户数超过美国有线电视用户总数，2017 年末，Netflix 净利润达到 55893 万美元，市值达到 830.67 亿美元。

Netflix 营收持续高速增长，2018 年 Netflix 营收 157.94 亿美元（约合 1084.00 亿元），比 2017 年的 116.93 亿美元（约合 764.03 亿元）同比增长 35.08%；净利润为 12.11 亿美元（约合 83.13 亿元），比 2017 年的 5.59 亿美元（约合 36.52 亿元）同比增长 116.71%。2018 Q4 Netflix 营收 41.87 亿美元（约合 289.23 亿元），比 2018 Q3 的 40.00 亿美元（约合 276.32 亿元）环比增长 4.68%；净利润为 1.34 亿美元（约合 9.26 亿元），比 2018 Q3 的 4.03 亿美元（约合 27.84 亿元）环比下降 66.74%。

图 11: Netflix 净利润、总市值走势与营收规模及走势



注：总市值为当年最后一个交易日的数据

数据来源：Wind，中国银河证券研究院

### 3. 坚持自制优质内容，稳坐全球流媒体龙头地位

Netflix 在流媒体领域通过优质的内容不断吸引更多的新用户，创造出了惊人的用户增长速度。2013 年现象级剧目《纸牌屋》的推出，使 Netflix 实现关键转折，从单纯获取内容授权转变到同时制作自己的电影和电视节目，其制作的内容越多，吸引的用户就越多，这反过来又导致收入增加，在持续增长的良性循环中为原始内容提供更多资金。为进一步扩大订阅用户规

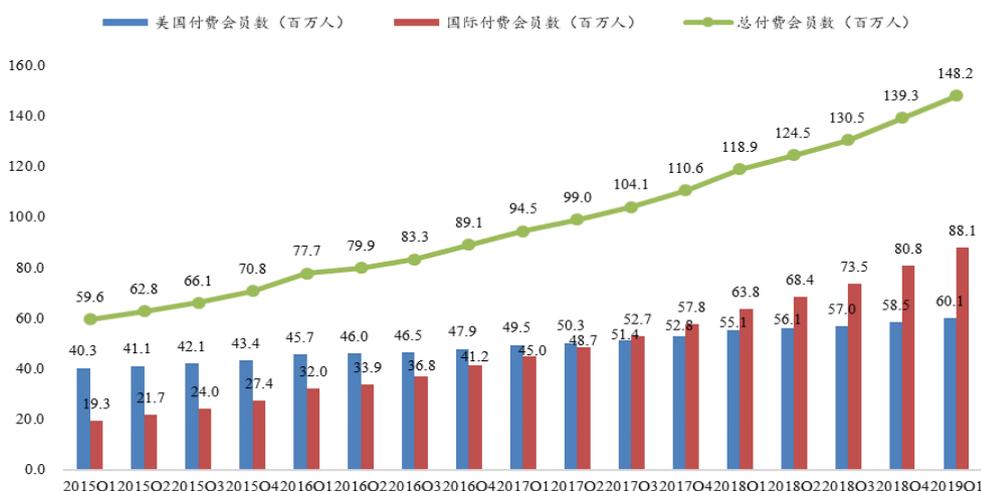
模，Netflix 于 2016 年几乎扩张至几乎所有主要的国际娱乐市场，这反过来又将满足 Netflix 对原创内容的强烈需求，为公司新的海外观众提供国产的外国节目和电影。

根据 Comscore OTT intelligence 数据，截至 2018 年 4 月，作为全球最大流媒体视频服务商的 Netflix 在美国 OTT 流媒体服务市场覆盖率的为 73%。

2018 年第 4 季度 Netflix 全球新增付费用户 930 万人，高于去年同期的 650 万，其中，美国新增用户人数为 50 万人，低于去年同期的 140 万人；国际新增用户人数为 730 万人，高于去年同期的 510 万人。截至 2018 年，Netflix 全球付费用户数达到 1.39 亿人，Netflix 海外付费用户数已超过美国本土付费用户数，海外市场的扩大给 Netflix 带来了新的发展空间。

2018 年第四季度公司美国付费用户同比增长 10.8%，国际付费用户同样保持不错增速，Q4 实现同比 40% 的增长，公司凭借稀缺性的精品内容，对于全球用户享有较强的溢价权，未来将享受量价齐增的成长。因此公司新增用户数量的季节性波动不会对公司长期的高增长逻辑造成较大影响，Netflix 通过精品内容和海量用户优势，不断提升内容制作、整合、分发能力，在海外的渗透率逐步提升，目前稳坐全球流媒体龙头地位。

图 12: Netflix 付费会员数变化图



数据来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

**Netflix 之所以能引领电视产业重构并获得巨大成功，主要可以归结于如下三个方面：**

第一，优质原创内容和全独播战略。

Netflix 成立之初只出租和传送节目，并不制作内容，在影视作品产业链中处于下游低利润区，由于美国影视业的利润主要集中在生产商和发行商受众，Netflix 开始沿着产业价值链从下游的发行渠道向独家发行商最终到上游的内容生产商转变。2013 年走红的《纸牌屋》是 Netflix 从发行渠道向独家发行商转变的节点，Netflix 购买了该剧续集的全媒体发行权，让 Netflix 尝到了拥有自己原创内容的甜头。2017 年 Netflix 自制剧高达 31 部，原创节目总时长达 1000 小时。其自制剧质量优异，广受好评，同时公司还积极开辟了海外自制剧市场和多元

节目类型。公司将自制内容视为重中之重，在自制内容方面投入约占内容总投入的 20%，并将持续提升至 30%左右，预计未来仍将持续提升。Netflix 通过不断加大原创内容的投入，通过优质的原创内容的全独播战略不断吸引更多的新用户，创造出了惊人的用户增长速度。

### 第二，全球化战略。

全球化发展是流媒体平台相较于有线网络运营商轻资产运营的优势。Netflix 公司 2010 年从加拿大开始推动国际化运作，到 2016 在全球 130 个国家上线，转变为一家全球媒体公司。从 Netflix 近几年财报公布数据可看出，Netflix 本土用户增速有所减缓，工作重心逐渐转向国际扩张，2017 年国际业务首次实现盈利，从用户规模看，2017 年第三季度国际付费会员数首次超过美国本土，2017 年用户增长 2378.4 万，国际用户贡献率 75%的增长量，截至 2018 年，Netflix 美国付费用户数为 5850 万，而国际付费用户数已达到 8080 万人。

### 第三，大数据技术支持下更好的用户体验。

与国内视频平台不同，Netflix 专注于会员服务收入，没有广告植入，为会员提供了更好的观看体验。

同时以大数据技术支持的用户挖掘战略和精准推荐也是 Netflix 显著优势端，公司采用精准的个性化推荐算法，追踪用户的观看习惯和偏好，进而做出更精确的推荐。

## 七、投资建议

基于海外视频行业的发展规律，我们可以看出，技术进步是推动行业规模大幅提升的主要动力，同时也为行业带来了更多的业务机会。因此在当前 5G 产业快速发展的背景下，我国的视频行业也将迎来一次升级换代的重大机会。从渠道端角度，我们看好广电系公司在本次技术升级中将优先受益，推荐关注歌华有线（600037.SH）、东方明珠（600637.SH）、华数传媒（000156.SZ）、广电网络（600831.SH）、贵广网络（600996.SH）等相关公司，内容端角度，更高的传输速度将推动内容公司提供更多类型的影视产品，新产品将有望提升公司整体毛利率水平，推荐关注光线传媒（300251.SZ）、中国电影（600977.SH）、华谊兄弟（300027.SZ）、华策影视（300133.SZ）、北京文化（000802.SZ）等。

## 八、风险提示

政策推进不及预期的风险、行业竞争加剧的风险等。

## 插图目录

图 1: 美国有线电视发展历程.....	3
图 2: 美国电视流媒体服务发展历程.....	4
图 3: 美国传统电视运营商总用户数及有线运营商用户数.....	6
图 4: 美国传统付费电视用户流失情况.....	6
图 5: 美国 OTT 用户数及渗透率.....	7
图 6: 美国不同年龄层流媒体与有线电视渗透率.....	7
图 7: 美国电视服务行业的产业链演变.....	8
图 8: 美国传统电视服务业产业链及主要公司格局.....	9
图 9: 美国电视流媒体服务业产业链及主要公司格局.....	10
图 10: Netflix 的发展历程.....	17
图 11: Netflix 净利润、总市值走势与营收规模及走势.....	18
图 12: Netflix 付费会员数变化图.....	19

## 表格目录

表 1: 美国电视服务业主要上市公司基本情况 (截至 2019 年 5 月 29 日).....	10
表 2: 康卡斯特的业务发展情况.....	12
表 3: 迪士尼的业务发展情况.....	13
表 4: 新闻集团的业务发展情况.....	14
表 5: AT&T 公司的电视服务业务发展情况.....	15
表 6: 时代华纳的业务发展情况.....	15
表 7: 维亚康姆与哥伦比亚广播的业务发展情况.....	16

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**杨晓彤，传媒行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。（本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利）。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层  
北京西城区金融大街 35 号国际企业大厦 C 座  
公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 [cuixianglan@chinastock.com.cn](mailto:cuixianglan@chinastock.com.cn)  
上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)  
北京地区：耿尤繇 010-66568479 [gengyouyou@ChinaStock.com.cn](mailto:gengyouyou@ChinaStock.com.cn)