

证券研究报告：行业深度报告
增持（维持）



传媒行业·2019年中期策略： 增长企稳板块信心筑底，关注游戏、支付、视频、OTT板块

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

研究助理：王建会

联系邮箱：

wangjianhui@dwzq.com.cn

研究助理：郭天瑜

联系邮箱：

guoty@dwzq.com.cn

2019年6月8日

上半年板块延续分化走势，传统媒体涨幅靠前，受2018Q4商誉减值等一次性影响，板块动态PE有所波动，当前为30倍左右，考虑到2019年行业政策环境、及增速底部企稳，板块19E估值整体已具有吸引力，已有一致预测上市公司PE_2019集中在10-25之间，当前建议关注以下板块及标的：

游戏行业：1) 19年版号开放，二季度开始重磅游戏（和平精英，权力的游戏，剑网三等）等陆续上线，预计2019年整体手游市场增速将超出此前预期，整体行业增速有望提升至30%，市场规模达1740亿。2) “用户运营”成下半场竞争核心，未来“精品化”和具有强大IP的游戏将持续受到追捧，行业马太效应显现，具有优质研发能力的头部公司将受益。3) 看好云游戏潜力，将降低优质游戏获取门槛，降低硬件要求。推荐：优质研发公司：游族网络、三七互娱、完美世界，建议关注：**吉比特（未评级）**等，游戏产业链相关公司：**腾讯控股、金山软件、顺网科技（未评级）**等。

支付行业：第三方支付仍处增长快车道，监管规范有望带来集中度提升，我们认为低费率竞争有望终结，收单费率有提升趋势，同时增值服务成为新盈利点，商业模式优化可期。推荐：**新国都**，建议关注：**拉卡拉**。

视频行业：我们测算行业未来三年复合增速22%，会员收入占比有望持续提升，而第一梯队会员增长已成为主要驱动力，成本端的压力未来2-3个季度内有望缓解。我们认为提升自制是关键，行业逻辑有望重构，有望加速走向垂直领域竞争。推荐：**芒果超媒**。

OTT TV行业：我们认为当前OTT TV广告市场仍处于早期阶段，2019年仍有翻倍增长潜力。会员业务方面，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。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。推荐：**新媒股份**。

其他推荐标的：中公教育、视源股份、分众传媒。

风险提示：市场竞争加剧；政策监管风险；用户需求及行业增速不及预期；宏观经济风险；市场系统性风险等。



目录

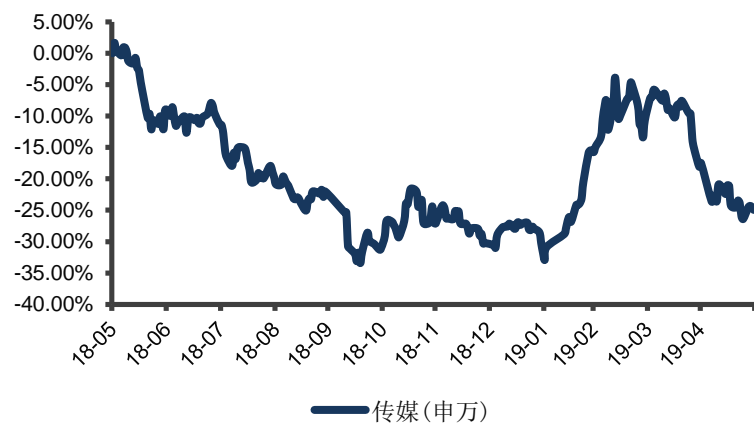
- 板块分化延续，增长企稳，19年估值具有吸引力
- 游戏行业：政策改善精品受益，云游戏蓄势待发
- 支付行业：量增价稳，商业模式优化可期
- 视频行业：有望加速走向垂直领域竞争
- OTT TV行业：迈入高速发展阶段
- 风险提示

一、板块分化延续，增长企稳，19年估值具有吸引力

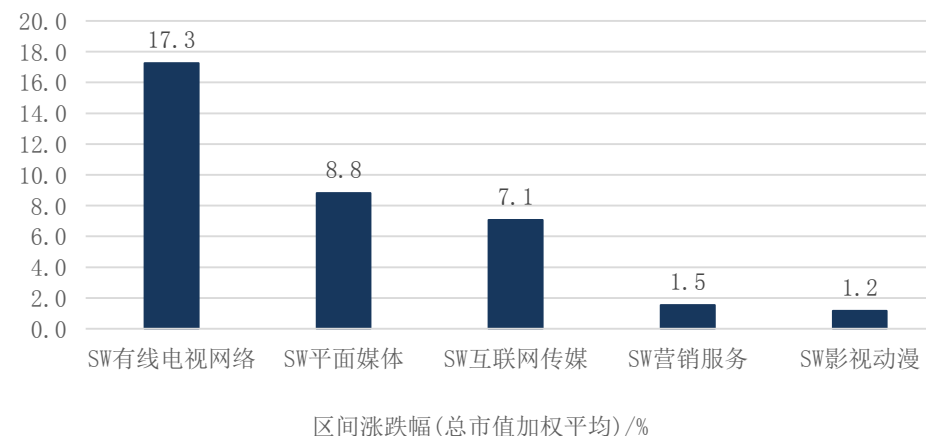
个股走势延续分化，有线、平面媒体涨幅靠前

- 截止5月31日收盘，传媒（申万）指数年初至今上涨7.56%，略跑输大盘。
- 个股走势延续分化，板块内72家传媒上市公司跑赢传媒指数，涨幅前五分别为金逸影视、人民网、中视传媒、中公教育、天威视讯，80家传媒上市公司跑输传媒指数，跌幅前五分别为ST游久、ST天润、ST印纪、ST东网、中昌数据。
- 传统媒体涨幅靠前，传媒（申万）分类下各子版块中，有线电视涨幅居前，年初至今上涨17.3%，其次为平面媒体，上涨8.8%，跑赢传媒指数，营销及影视动漫涨幅靠后。

图表：传媒（申万）指数过去一年走势



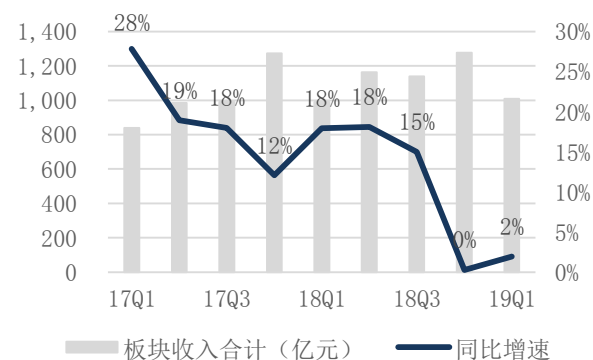
图表：传媒（申万）分类下各子版块涨跌幅



行业收入增速底部企稳

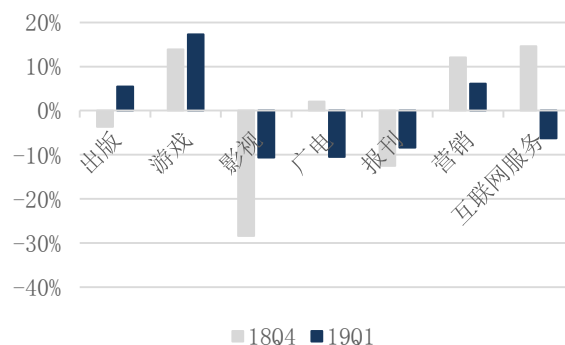
- 行业整体收入增速底部企稳。18Q4/19Q1行业整体收入同比增长0%/2%，Q1增速环比有所改善，出版、游戏、影视、报刊收入增速环比提升（或降幅收窄）。2018年行业面临更严的政策监管环境，叠加人口红利驱动的行业性高增长结束，市场竞争加剧，期末行业整体确认了较多商誉减值，多重因素影响使得18Q4利润同比波动较大。19Q1行业归母净利润106亿元，同比下滑25%，主要受到影视及营销板块拖累，出版、广电、报刊等传统媒体板块逆势获得增长。

图表：行业整体收入及同比增速



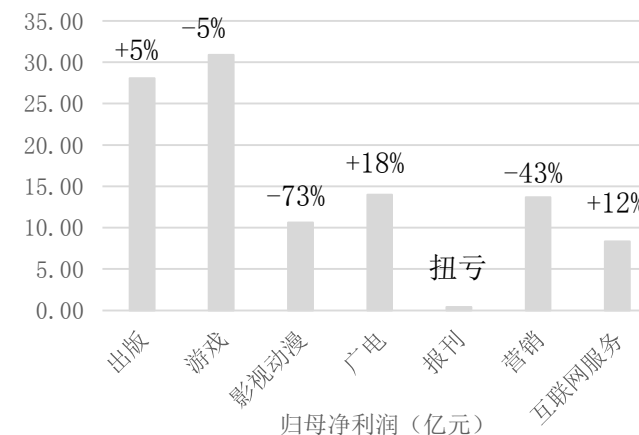
资料来源：wind，东吴证券研究所

图表：行业内细分板块18Q4/19Q1收入增速



资料来源：wind，东吴证券研究所

图表：2019Q1传媒板块归母净利润情况

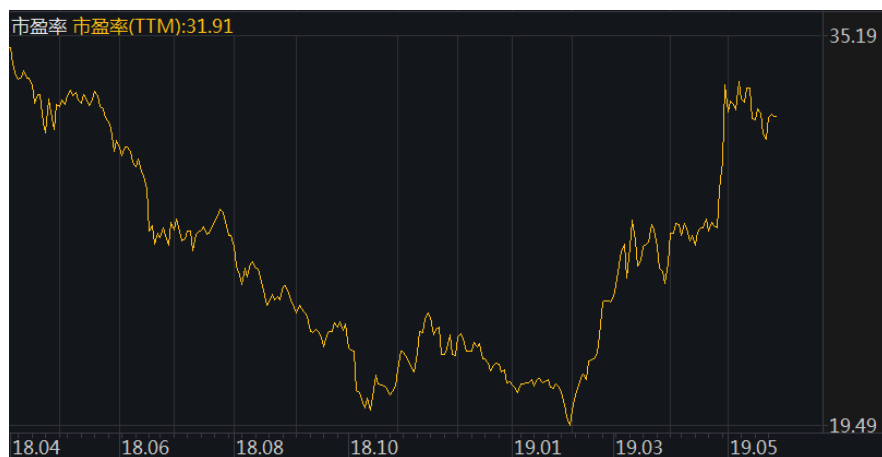


资料来源：wind，东吴证券研究所

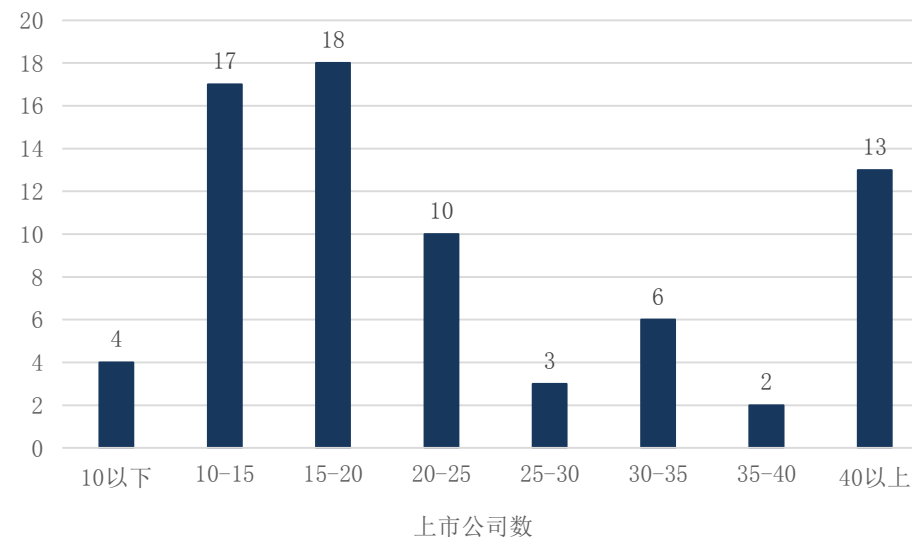
估值继续消化，19E估值整体具有吸引力

- 受2018Q4商誉减值等一次性影响，板块动态PE呈上升趋势，当前动态PE为30倍左右。
- 考虑到2019年行业外部环境企稳，及增长稳中有升，板块19E估值整体已具有吸引力，已有wind一致预测上市公司PE_2019集中在10-25之间。

图表：板块当前动态PE为30倍左右



图表：SW传媒板块上市公司19PE集中在10-25之间



资料来源：Wind，东吴证券研究所

资料来源：Wind一致预测，东吴证券研究所，备注：截止5月31日

一、游戏：政策改善精品受益，云游戏蓄势待发

◆ 观点一：政策改善，游戏行业曙光再显，优质游戏公司估值有望提升

- 版号开放，19年版号开放，二季度开始重磅游戏（和平精英，权力的游戏，剑网三等）等陆续上线
- 预计2019年整体手游市场增速将超出此前预期，整体行业增速有望提升至30%，市场规模达1740亿

◆ 观点二：游戏行业“精品化趋势显著”，“用户运营”成下半场竞争核心

- 在游戏下载量和用户支出放缓的情况下，游戏使用时长增速提升，说明用户对于单一游戏粘性提升，主因为游戏质量改善提升用户粘性
- 我们认为，未来“精品化”和具有强大IP的游戏将持续受到追捧，行业马太效应显现，具有优质研发能力的头部公司将受益

◆ 观点三：游戏行业未来在“云端”

- 扩大游戏产业价值链：游戏品质要求和用户体验的要求提升，相关基础设施服务商，如云服务商和电信服务商等有望在行业发展初期率先受益
- “内容”决定成败：“游戏分发模式”提升游戏研发商地位，降低游戏平台分成比例，具有精品游戏研发能力的公司议价能力逐步加强
- 游戏内容需求趋向多元化：游戏行业下游分散，未来发展趋向“资讯分发”模式，有利于在垂直领域具有优势的游戏厂商脱颖而出

■ 政策改善，游戏精品化趋势明显，5G落地，云游戏加速发展将带动优质游戏公司估值中枢从15X提升至25X

- 推荐：优质研发公司：游族网络、三七互娱、完美世界，建议关注：吉比特（未评级）等，游戏产业链相关公司：腾讯控股、金山软件、顺网科技（未评级）等。

游戏行业整体估值处于历史地位，悲观情绪已释放

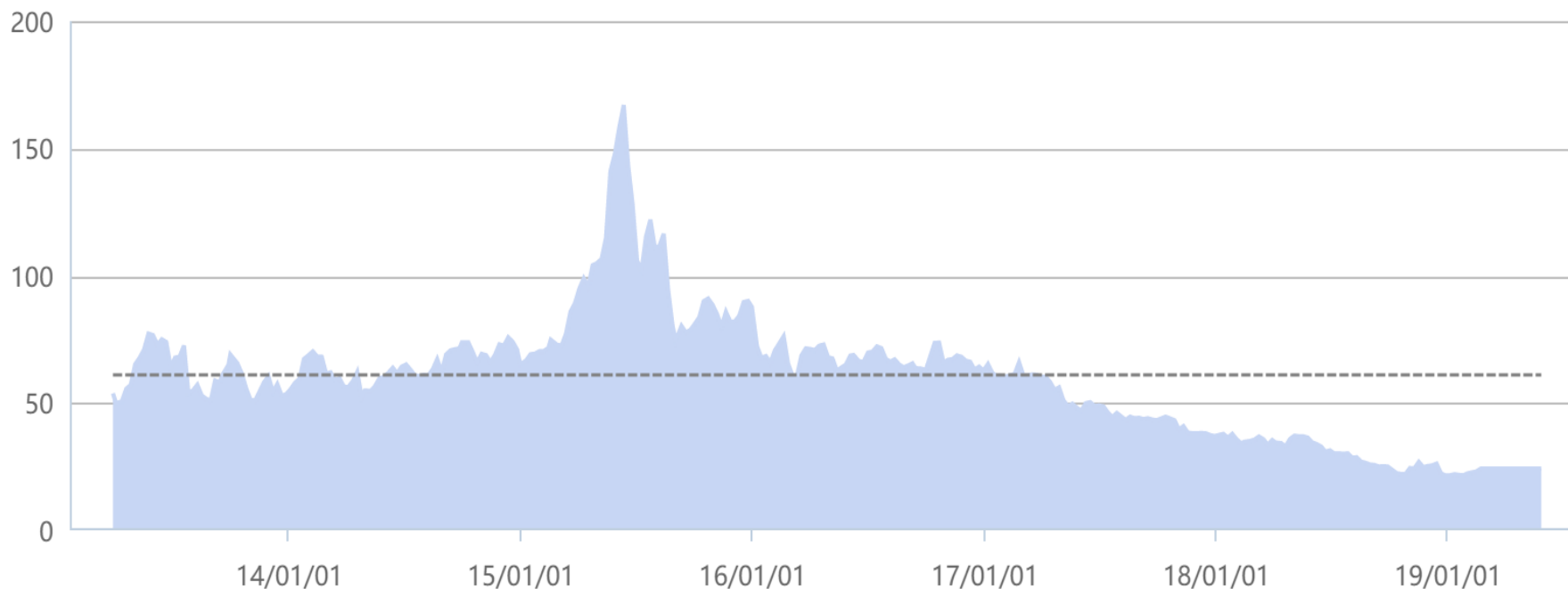
- 游戏板块整体估值已处于历史低位，此前受版本号及政策等因素影响，行业整体情绪较为悲观

图表：网络游戏指数变化情况（市盈率-TTM）

市盈率-TTM

当前值	24.24
分位点	5.90%
危险值	72.26
中位数	61.03
机会值	36.36
指数点位	4282.26

最大值	166.99
平均值	59.01
最小值	21.51



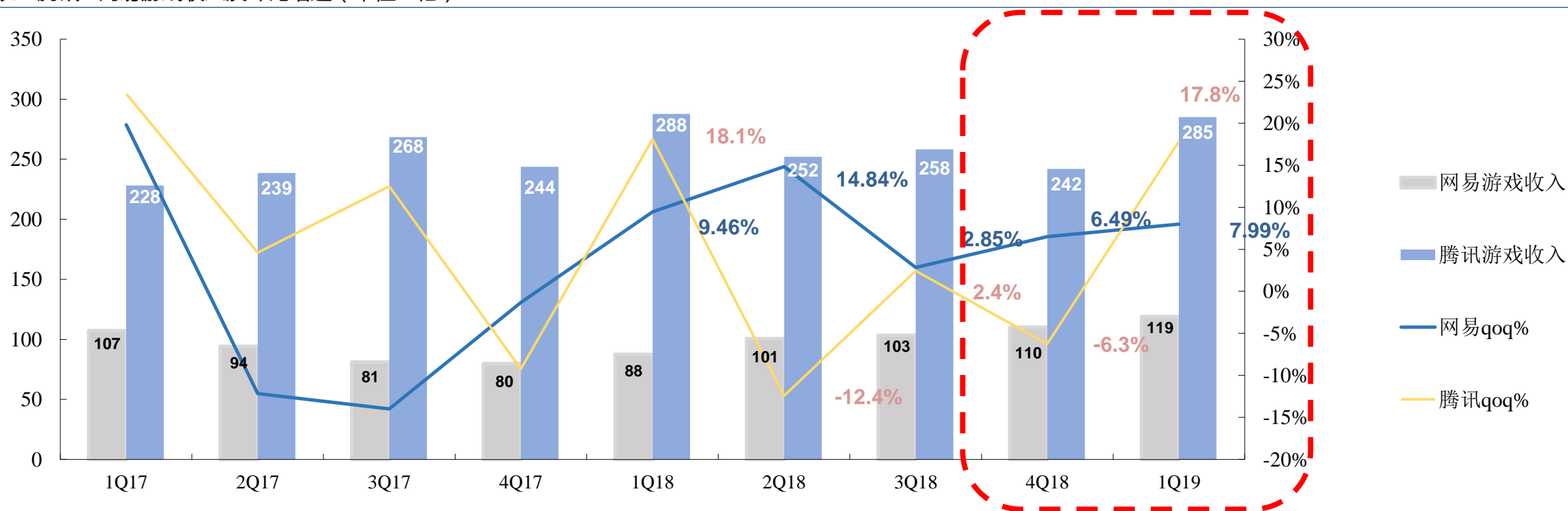
版号开放，游戏行业元气逐步恢复

• 游戏厂商2019Q1收入环比提升，行业回暖趋势显现

2019Q1中国网络游戏市场规模达 584.4亿元，环比增长 8.8%，同比增长5.1%；

游戏厂商1Q19游戏业务收入较18年均有改善：腾讯Q1游戏收入为285亿元（+ 17.8% qoq），环比增速由负转正，网易Q1游戏收入为119亿元（+ 8% qoq），增速逐步提升

图表：腾讯&网易游戏收入及环比增速（单位：亿）



版号开放，游戏行业元气逐步恢复

- 游戏版号开放审批，带动整体手游产业规模及增速实现快速增长

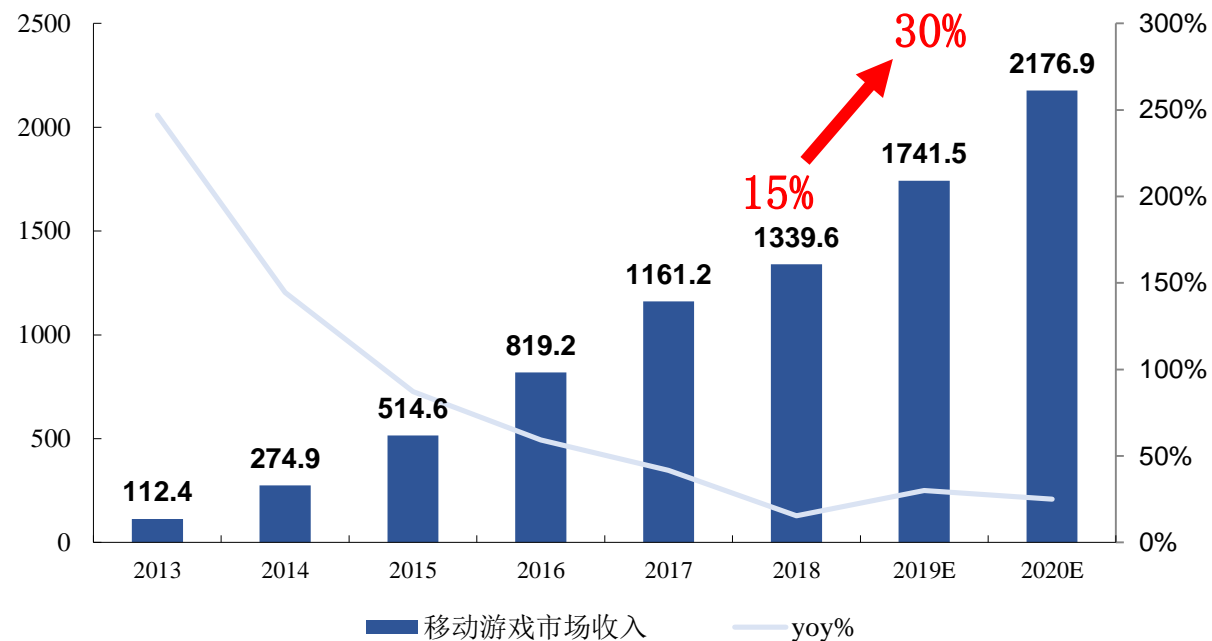
据伽马数据统计，**2018年整体手游市场规模1340亿元 (+ 15% yoy)**，版号收紧致使新游戏上线放缓，拖累行业增速

19年版号开放，二季度开始重磅游戏（和平精英，权力的游戏，剑网三等）等陆续上线，**预计2019年整体手游市场增速将超出此前预期，整体行业增速有望提升至30%，市场规模达1740亿。**

图表：和平精英19Q2上线



图表：移动游戏市场收入及增速（单位：亿元）

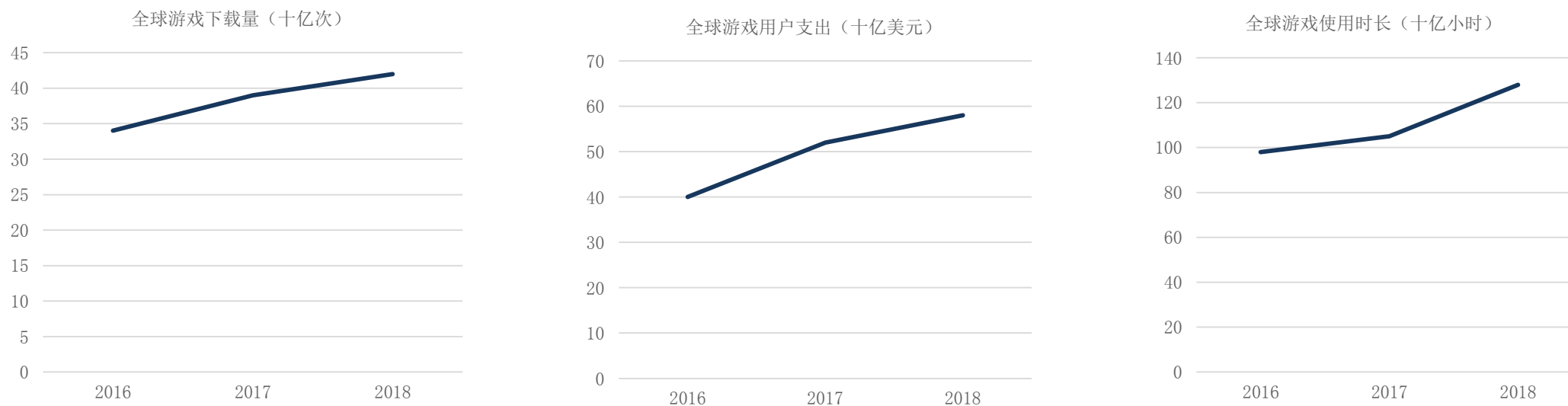


复盘全球游戏市场发展，游戏精品化趋势显著

• 百家争鸣时代已过，游戏“精品化”逐步显现

2018年，全球游戏下载量超过400亿，用户支出约600亿美元，游戏使用时长超过1250亿小时。在游戏下载量和用户支出增速放缓的情况下，游戏使用时长增速仍有提升，说明用户对于单一游戏粘性提升。我们认为，未来“精品化”和具有强大IP的游戏将持续受到追捧，行业马太效应显现，具有优质研发能力的头部公司将受益。

图表：全球游戏下载量，用户支出和游戏使用时长

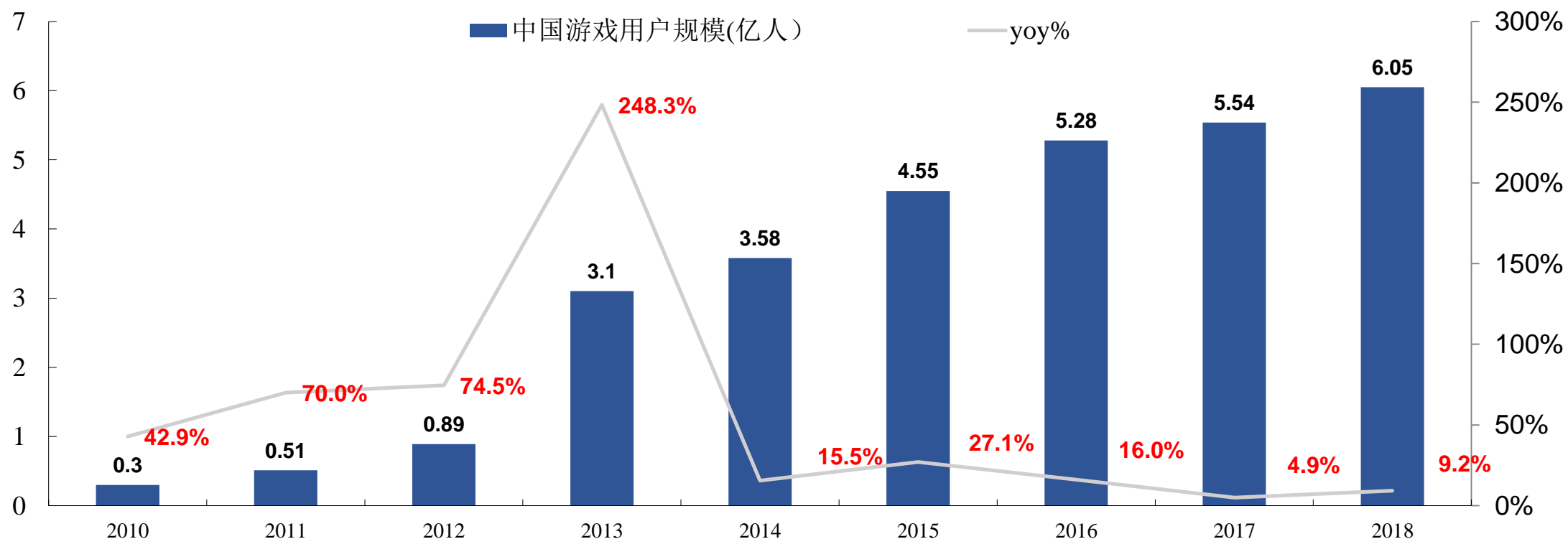


行业竞争进入下半场，“用户运营”成核心

- 游戏行业“流量红利”结束，用户运营成主导下半场战局

截至2018年，移动游戏用户数为6.05亿，据CNNIC统计，全国移动网民数约7.88亿，移动游戏用户渗透率高达77%。

图表：移动游戏市场用户数量（单位：亿人）



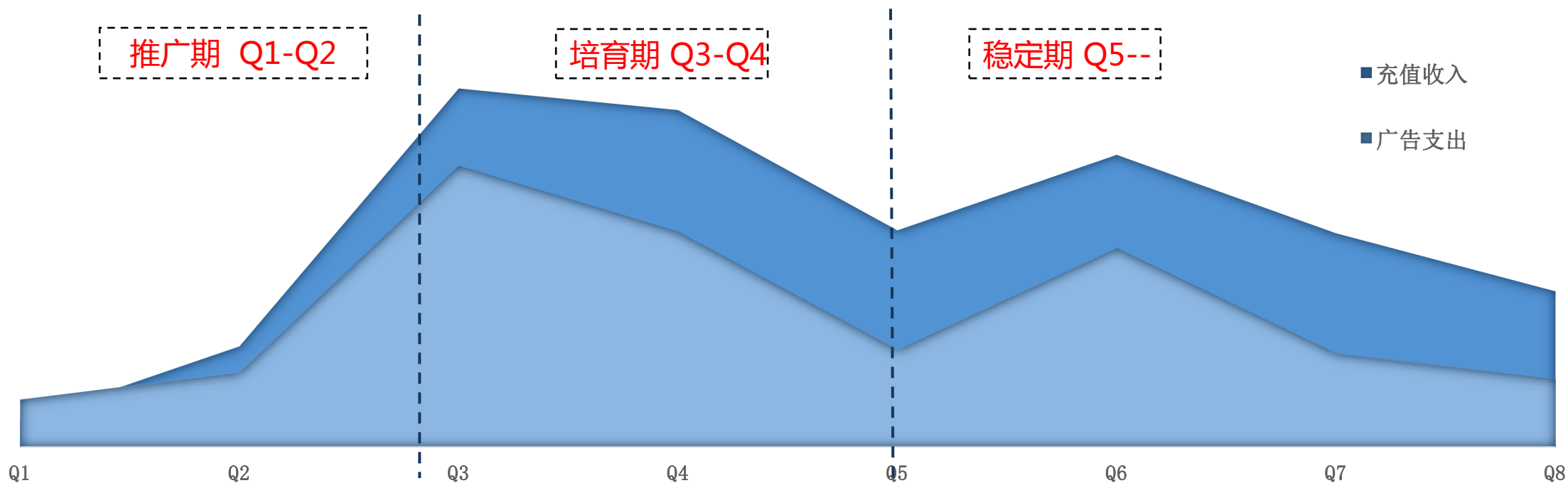
资料来源：伽马数据，CNNIC，东吴证券研究所

行业竞争进入下半场，“用户运营”成核心

• 案例一：三七互娱

- 推广期：新游戏上线第一、第二个季度为游戏推广期；游戏导入成本（广告支出和买量成本）可能超越充值收入；
- 培育期：广告支出和充值收入同时增长，由于新游戏用户付费处于培育期，培育期利润增长不显著；
- 稳定期：进入稳定期后，随着广告支出的逐步下降，利润将进入稳定提升阶段。

图表：三七互娱不同阶段充值收入与广告支出比较

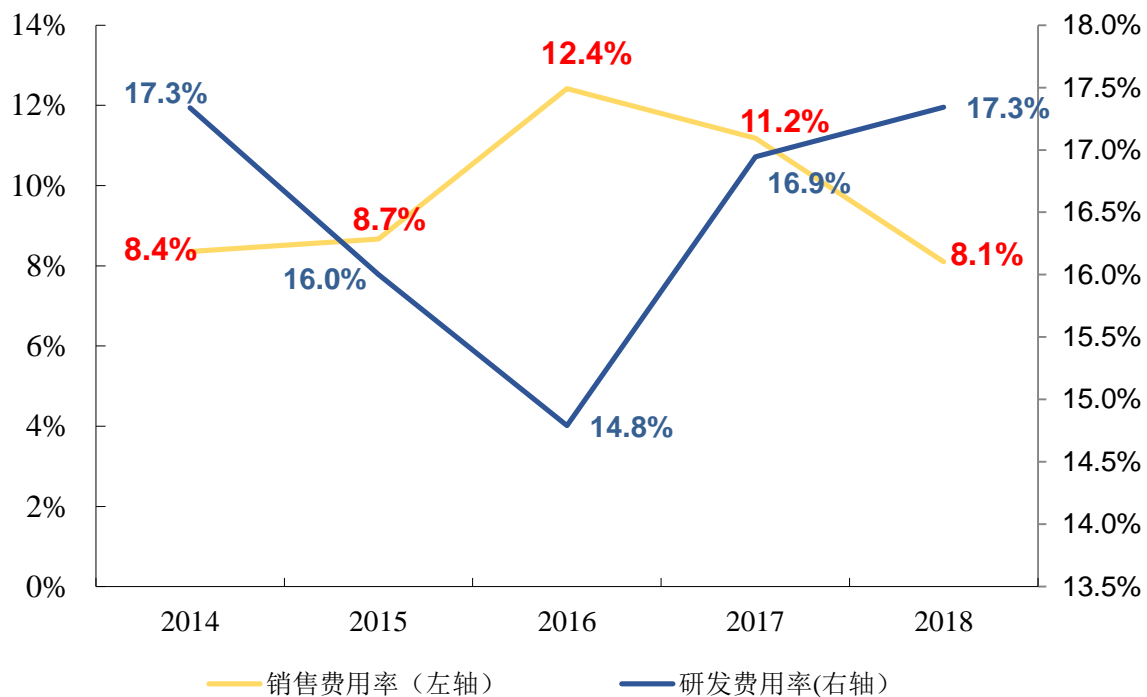


行业竞争进入下半场，“用户运营”成核心

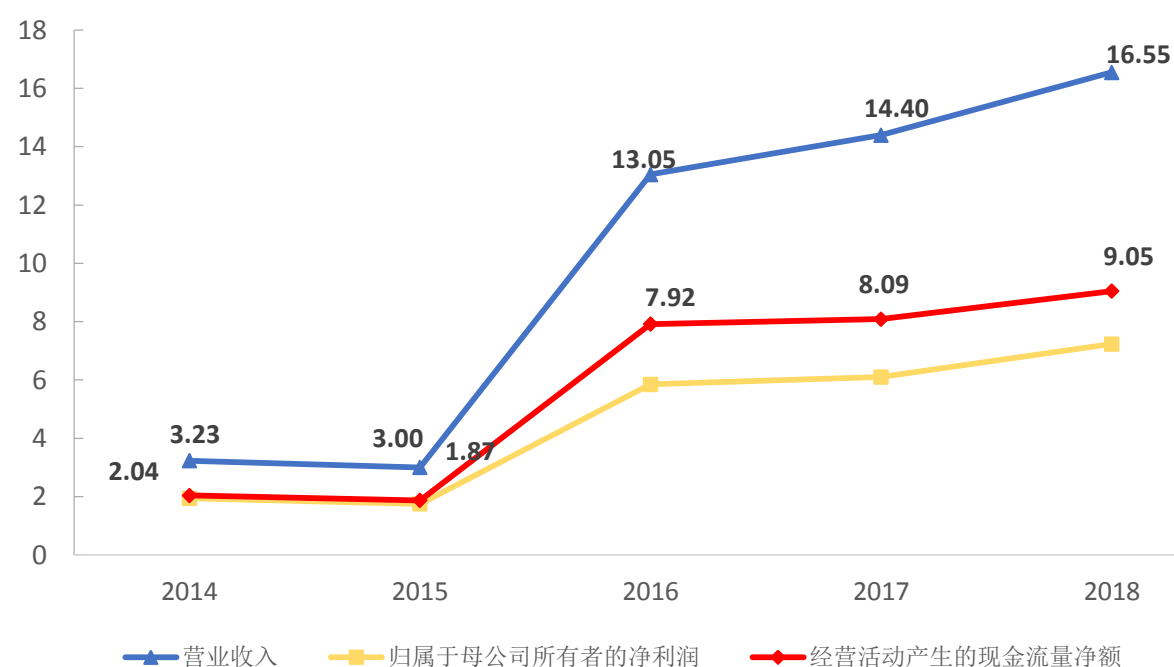
• 案例二：吉比特——“精品化”游戏运营模式成核心壁垒

- 公司自研产品展现极长生命周期和极强盈利能力，《问道》自16年4月上线至今依然是公司的核心现金流业务；
- 在收入和利润保持稳定提升的情况下，**吉比特16-18年运营效率逐步提升，销售费用率由16年的12.4%下滑至8.1%；研发费用率由16年14.8%提升至17.3%。**

图表：吉比特研发费用率和销售费用率（%）



图表：吉比特营业收入，净利润，现金流净额（单位：亿元）



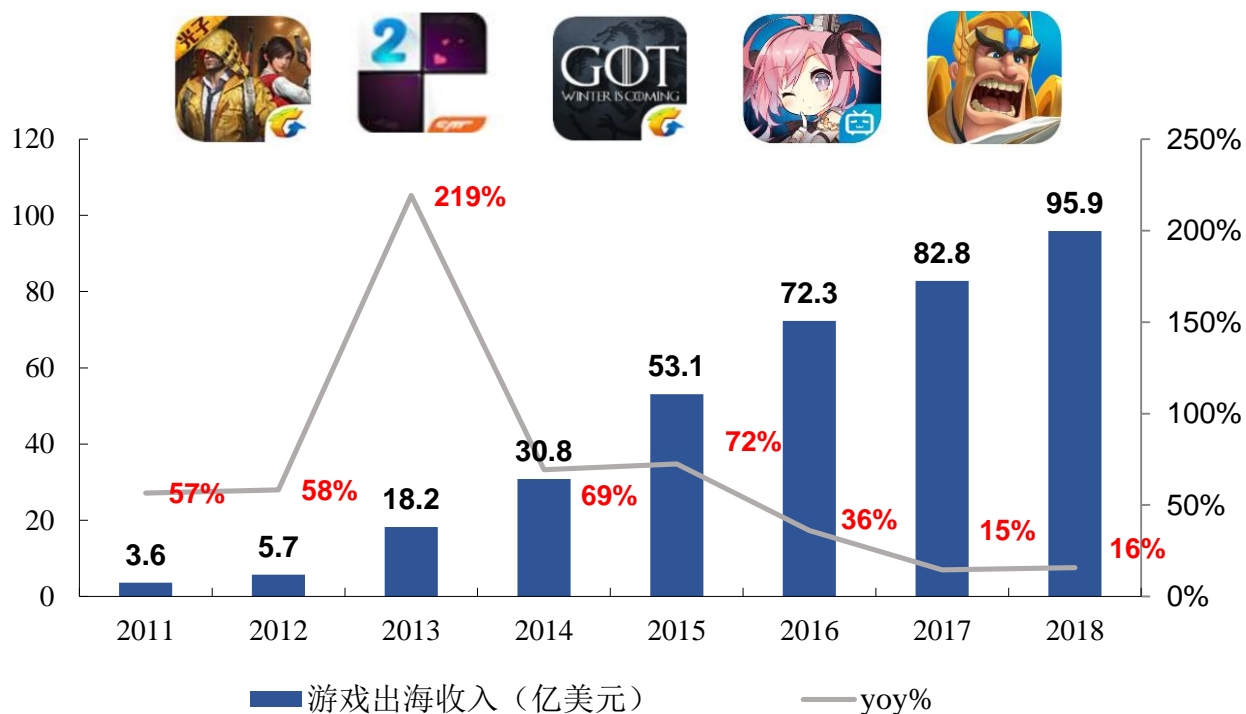
行业竞争进入下半场: 游戏出海成核心

- 国内流量红利终结，游戏出海成未来发展重心

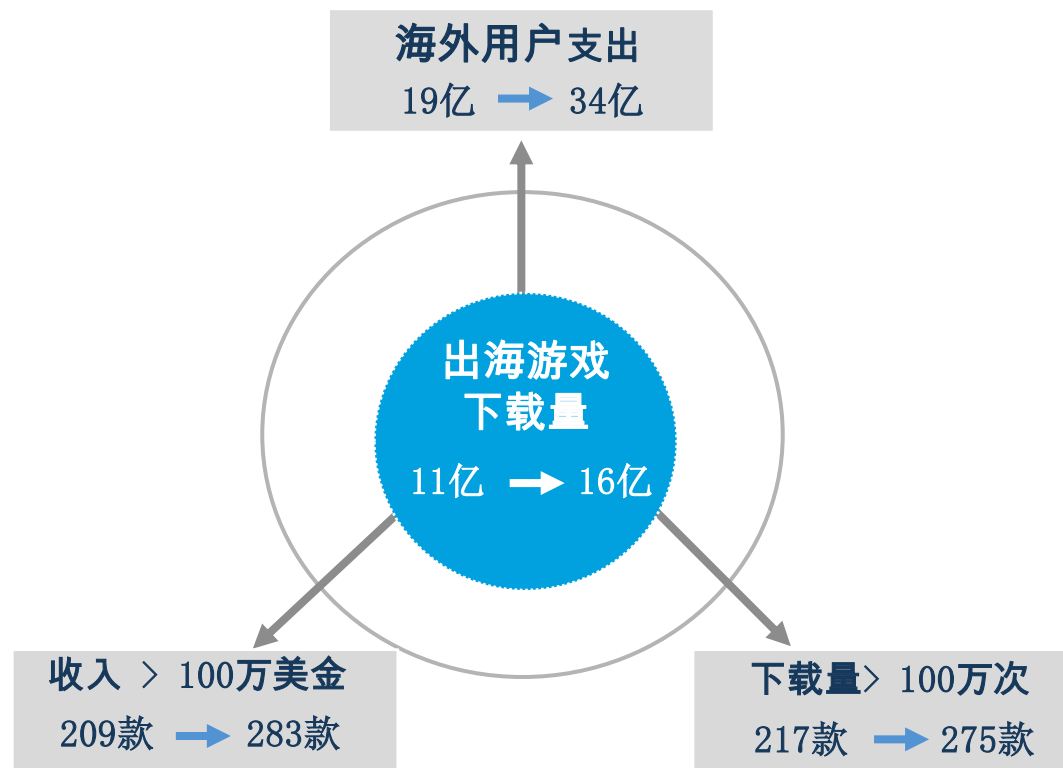
下载量：2018H1出海游戏的下载量提升至16亿次（2017H1为11亿次）

用户支出：2018H1手游收入提升至34亿美元（17H1约19亿美元），同比增速高达75%

图表：国内自研游戏出海收入（单位：亿美元）



图表：2017H1&2018H1中国游戏厂商出海游戏市场对比



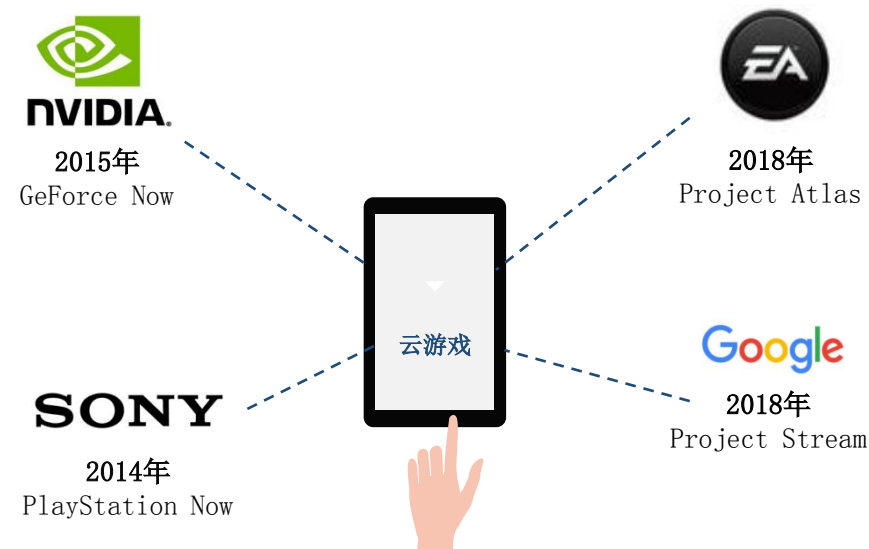
云端上的未来：“云游戏”将带动行业新一轮变革

- “云游戏”：指运行的游戏将不在本地终端（手机/电脑/VR一体机等）运行，而是直接在云端运行、渲染，然后将视频流进行压缩通过高速网络传输到终端上运行，直接把游戏客户端放在云上，未来将向“流媒体平台”形式发展，无需下载，只需一个简易的浏览器即可畅玩各种大型游戏
- 意义：降低优质游戏获取门槛，降低硬件要求，允许用户在多平台通过移动网络体验之前必须在主机/PC端才能体验的AAA级别游戏

图表：云游戏的技术分析

	音乐	视频	游戏
音频内容传输	✓	✓	✓
视频内容传输		✓	✓
内容实时生成			✓
用户行为实时传输			✓
带宽使用	✓	✓	✓
没有延迟			✓

图表：全球制作云游戏公司



独特需求
云游戏的

云端上的未来：“游戏流媒体”平台指日可待

• 5G时代，“云游戏”技术铺垫已经基本完成，行业迎来拐点时日可期

用户行为“实时交互传递”，“无延迟”，“实时生成内容”等均为实现“云游戏”的重要技术，在5G时代云游戏技术铺垫已基本完善。

随着视频，音乐等流媒体平台逐步成为主流，“云游戏流媒体”平台发展之日可待，并且考虑“游戏”拥有其他赛道没有的“社交互动性”和“高付费”的特点，未来游戏订阅的用户规模和ARPU值有望超越其他赛道。

图表：2017年全球订阅平台用户数量及增长（单位：百万）

公司	行业	订阅用户数	年度增长率
Netflix	视频（在线影片租赁提供）	118MM	25%
Amazon	商业/媒体（网络电子商务）	100MM	—
Spotify	音乐/音频（正版流媒体音乐服务）	71MM	48%
Sony PlayStation Plus	游戏（家用电视游戏娱乐平台）	34MM	30%
Dropbox	文件存储（云计算，在线存储服务）	11MM	25%
The New York Times	新闻/媒体	3MM	43%
Stitch Fix	时尚/服装（算法的模式给消费者寻找适合自己的衣服）	3MM	31%
LegalZoom	法律（在线法律服务）	500K	16%
Peloton	健康（智能运动器械制造，专业健身课程提供）	172K	173%

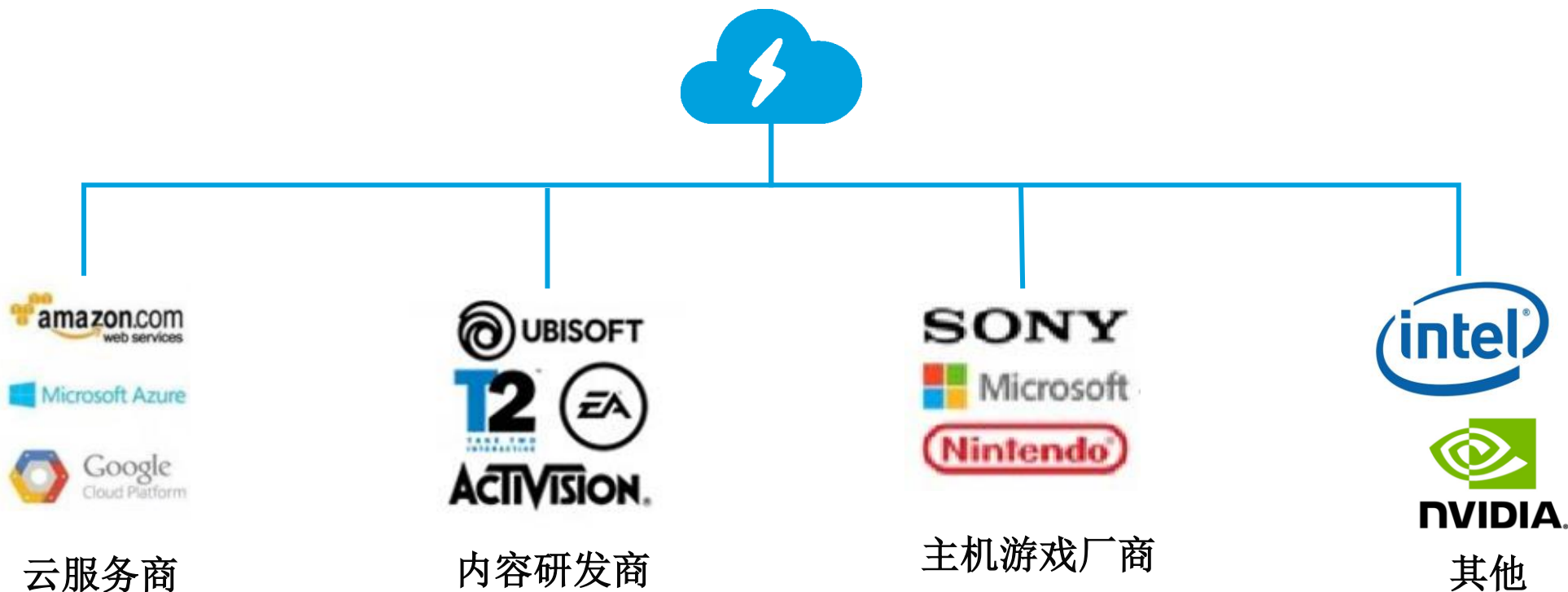
图表：游戏融合多种媒体形式特点



云端上的未来：各平台百家争鸣，优质内容研发商或将受益

- 服务商，研发商，发行商纷纷进入云游戏行业，发展初期，云游戏行业格局将呈现“百家争鸣”状态。
- 我们认为，在游戏分发平台呈现高度分散状态下，“精品游戏”研发商对于平台将具有选择权，议价能力有望提升，打破当前游戏行业渠道为王的状态，研发商分成比例将提升。

图表：海外云游戏市场目前玩家

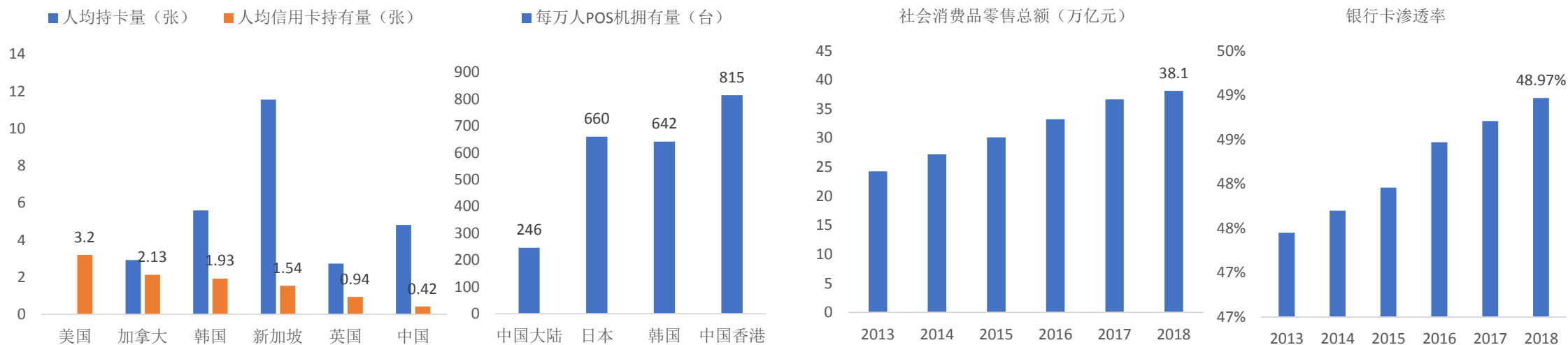


二、支付行业：量增价稳，商业模式优化可期

第三方支付仍处增长快车道，监管有望带来集中度提升

- **第三方支付主要包括银行卡收单和网络支付两大块市场。**银行卡收单市场驱动要素主要表现为：**银行卡发卡数量持续增长。**截至2018年末，全国银行卡在用发卡数量75.97亿张，同比增长13.51%，其中信用卡增速更为明显；我国人均信用卡量仍有较大增长空间，2017年我国人均信用卡持有量0.42张，仍显著低于发达国家。**POS机渗透率进一步提升。**2018年中国大陆地区每万人对应POS机数量约246台，而2016年中国香港、日本、韩国的万人POS机拥有量分别为815/660/642台，我国POS机渗透率仍有继续提升空间。**银行卡交易量持续增长。**社会消费品零售总额持续增长（2018年同比+9.0pct），叠加银行卡渗透率提升（2018年银行卡渗透率48.97%，同比+0.26pct），推动银行卡交易量持续增长，2018年银行卡卡均消费金额1.22万元，同比+19.1pct。

图表：2017年各国人均银行卡及信用卡持有量对比 图表：每万人POS机拥有量对比 图表：我国社消总额持续增长 图表：我国银行卡渗透率继续提升

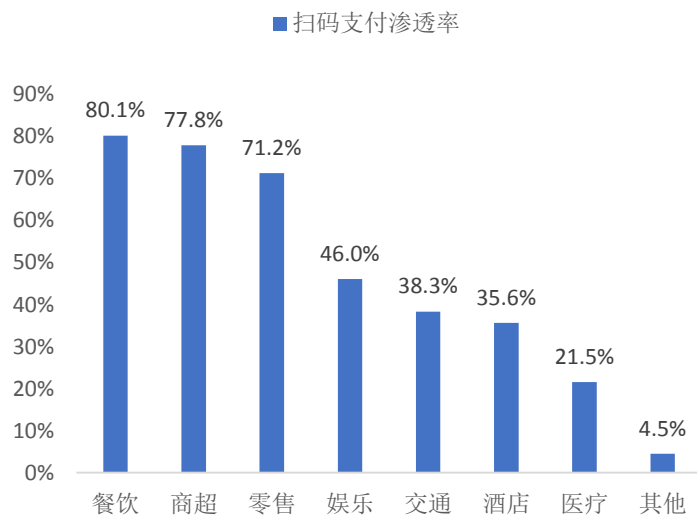


资料来源：国际清算银行，中国产业信息网，国家统计局，中国人民银行，东吴证券研究所
注：每万人POS拥有量数据中中国大陆为2018年数据，其他地区为2016年数据

第三方支付仍处增长快车道，监管有望带来集中度提升

- 网络支付市场：包括互联网支付和移动支付，随着非现金支付习惯的养成和扫码支付场景在更多行业的渗透，移动支付交易规模有望继续快速增长。**目前，线下扫码主要集中在商超和餐饮行业，2017年，线下餐饮扫码支付渗透率达80%，商超、零售扫码支付渗透率也均在70%以上，而娱乐、交通、酒店、医疗等场景扫码支付渗透率仍然较低。交通支付领域具有刚需、高频、小额的特点，娱乐、酒店、医疗等场景的平均消费水平则较高，预计未来这些领域的渗透将成为移动支付的重要增长点。
- 2018年，非银行支付机构共处理网络支付业务金额208万亿元，根据易观数据，2018年整个网络支付市场中，个人类交易（转账/红包/公共缴费等）占比约在50%以上，消费和金融类交易占比不足50%，收单机构覆盖的B端市场主要为消费和一些金融类交易。

图表：2017年不同场景线下扫码支付渗透率



图表：线下扫码支付覆盖场景有望持续增多



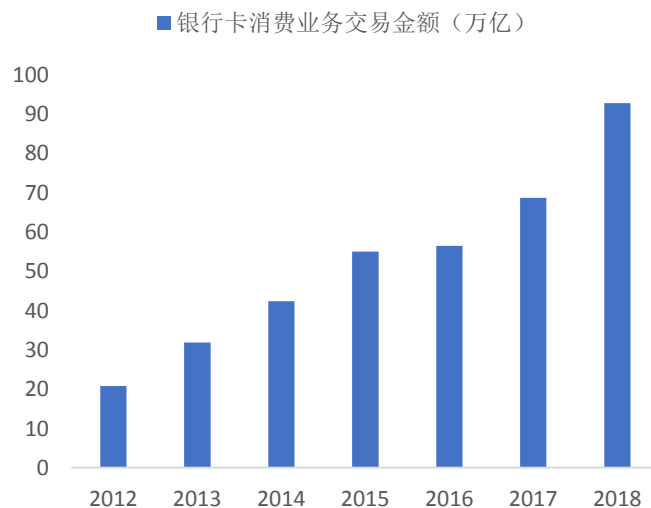
图表：网络支付中主要交易类型分类

交易类型	个人类交易	消费类交易	金融类交易
概况	个人类交易主要包括转账/红包/公共缴费等交易	餐饮支付、商超零售等，是第三方支付服务商主要利润来源	基金申购、保险产品购买等，属于第三方支付机构利润重要组成部分
交易规模占比	占整体交易规模50%以上	占整体交易规模10%左右	占整体交易规模40%左右

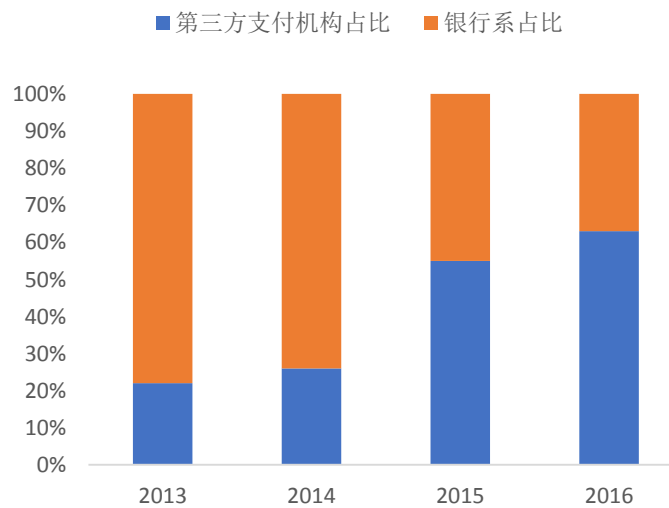
第三方支付仍处增长快车道，监管有望带来集中度提升

- 根据中国支付清算协会，2018年我国银行卡消费业务交易金额92.76万亿元，同比增长35.09%，随着银行卡发卡量持续增长、受理市场环境不断完善、扫码支付继续渗透以及消费总额不断增长，预计收单市场容量将继续保持增长态势。
- **市场结构方面，银行系份额有所降低，第三方支付机构份额逐年提升，主要受益于对中小商户覆盖的明显优势。**近年来第三方支付机构积极拓展中小商户，受益于对中长尾市场较强的覆盖能力，份额占比不断提升，目前第三方支付机构份额已超60%，银行系份额占比不足40%。大型第三方支付机构占据了较大的市场份额，2018年银联商务交易流水20.4万亿，在第三方支付机构收单市场占有率第一，拉卡拉交易流水约3.65万亿，在第三方支付机构收单市场份额占比约不到7%，其他较大的第三方收单机构还包括通联支付、瑞银信、嘉联支付等。

图表：近年我国银行卡消费业务交易金额情况



图表：第三方支付机构在收单市场中份额占比不断提升



图表：部分中大型第三方收单机构交易流水规模

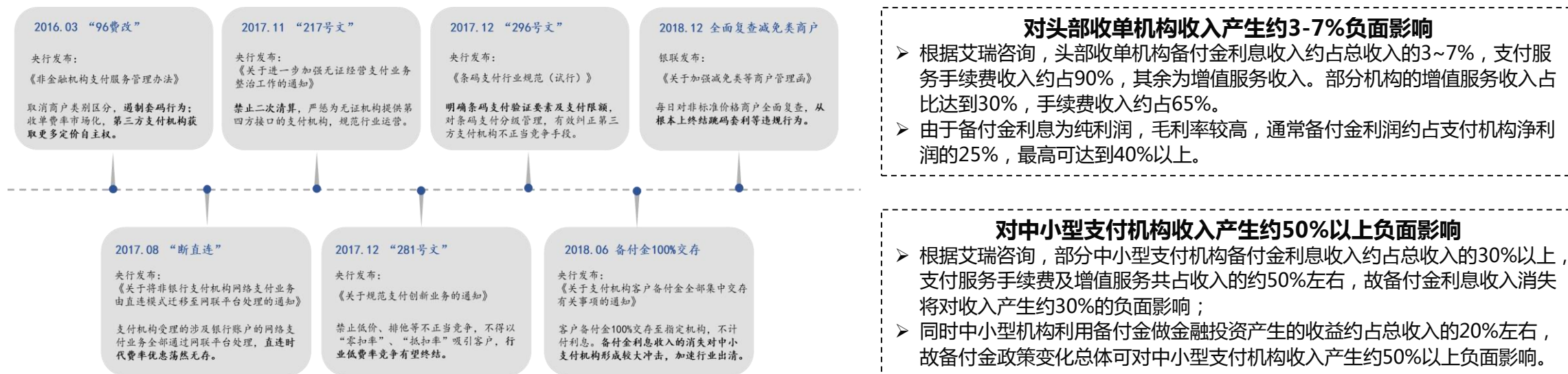
收单机构	18年交易流水
银联商务	20.4万亿
拉卡拉	3.65万亿
开店宝	3.4万亿
国通星驿	1.5万亿
联动优势	1.34万亿
嘉联支付	约 8000亿

第三方支付仍处增长快车道，监管有望带来集中度提升

- **监管收紧，第三方支付牌照只减不增，牌照价值凸显。** 2015年后央行对非银行机构未再审批支付牌照许可，截至2019年5月，支持全国范围银行卡收单的牌照仅剩33张。
- **客户备付金100%交存，规范行业运营，对中小支付机构形成冲击。** 央行规定自2019年1月14日起，实现备付金100%集中交存，该政策使得备付金利息收入消失，对支付机构收入产生负面影响，尤其对中小型支付机构产生一定冲击。
- **“断直连”出台，行业监管走向规范。** 央行规定自2018年6月30日起，第三方支付机构与各地银行的清算账户需切断连接，所有交易必须通过网联或者网银实现集中的跨行转接清算，行业监管走向规范。
- **一系列监管政策的出台，对中小机构形成了一定冲击，运营规范的中大型收单机构受影响较小，有望实现市占率提升。**

图表：行业监管逐渐规范，集中度有望提升

图表：备付金政策变化对不同支付机构产生的影响



低费率竞争有望终结，收单费率有提升趋势

- **“96费改”前，刷卡手续费实施政府定价，不同类型商户费率有所不同，发卡行，银行清算组织和收单机构基本按照7：1：2的固定比例进行利润分配。**商户的分类费率带来了低价竞争行为，业内称为“套码”，一些尤其是小型的第三方支付机构将高费率的用户调整为低费率用户收取较低的手续费从而获取更多的用户，由此市场上长期以来手续费率较低。
- **96费改（16年9月6日开始实施）取消了商户类别区分和收单市场的政府定价，刷卡手续费执行统一费率，对“套码”行为形成遏制。**利润分配方面，发卡行服务费实行借贷分离，发卡行分配比例约在77%-58%；清算机构向收单机构和发卡机构分别计收服务费，分配比例约在14.4%-11%；收单机构服务费由以前的政府指导定价改为实行市场调节，分配比例约在8.6%-31%。
- 2017年12月，央行281号文强调不得采用低价、补贴等不正当手段拓展市场，不能以“零扣率”等方式吸引客户。行业监管逐渐规范为费率提升提供了基础，自2018年9月起多家第三方支付机构陆续上调手续费率，低费率恶性竞争局面有望终结，费率有提升趋势。

图表：96费改前后银行卡收单手续费在产业链环节的利润分配

	商户类别及费率	发卡行分配比例	清算组织分配比例	收单机构分配比例
96费改前	分为餐娱类（1.25%）、一般类（0.78%）、民生类（0.38%）和公益类（约0%）	约70%	约10%	以20%为基础上下浮动
96费改后	取消按商户类别分类设定，刷卡手续费执行统一费率	实行借贷分离。信用卡费率上限0.45%，金额上不封顶；借记卡费率上限0.35%，封顶13元，分配比例约77%-58%	清算机构向收单机构和发卡机构计收，费率上限为0.065%，封顶6.5元，分配比例约14.4%-11%	收单服务费由政府指导定价改为实行市场调节，分配比例约8.6%-31%

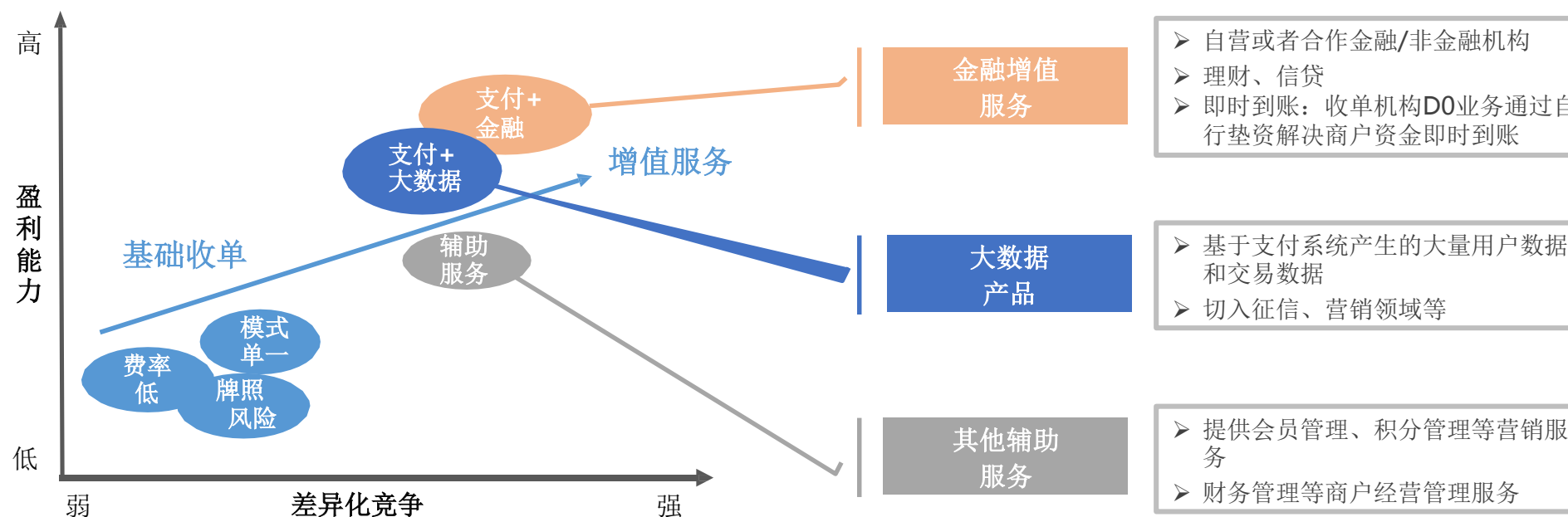
增值服务成为新盈利点，商业模式优化可期

第三方支付公司逐渐从仅提供基础支付服务转型为提供增值服务和综合解决方案，摆脱单一利润模式，提升用户粘性，增强盈利能力。

第三方支付行业提供的增值服务主要包括：

- **金融增值服务**：包括自营或者合作金融/非金融机构，提供理财、信贷、即时到账等金融服务。
- **大数据产品**：基于支付系统产生的大量用户数据和交易数据，开发大数据应用产品，切入征信和营销等领域。
- **技术、财务等企业经营辅助服务**：从提供支付工具拓展到提供会员管理、积分管理等营销服务以及财务管理等商户经营管理服务。

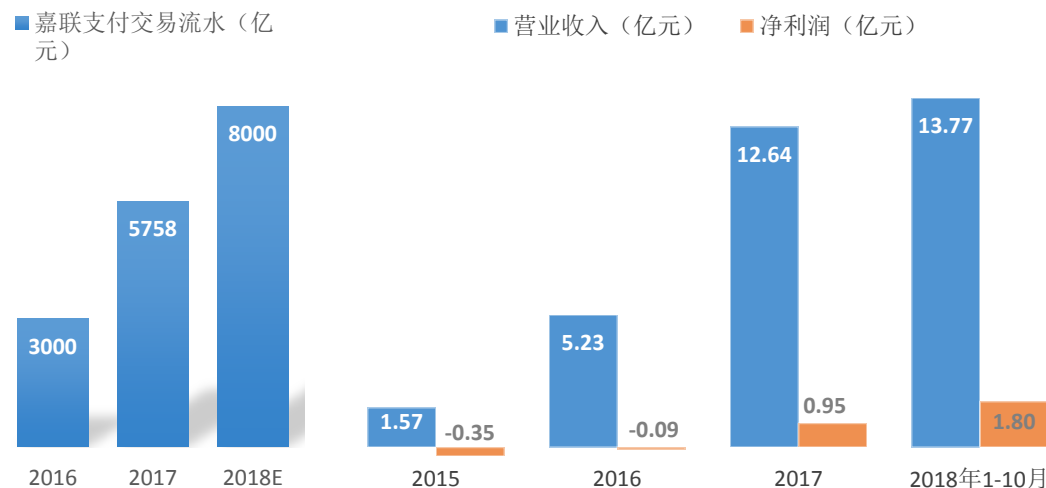
图表：第三方支付机构逐渐从收单服务拓展到各类增值服务



新国都：布局电子支付全产业链，“支付+增值”服务 开启增长新阶段

- 收单业务持续扩张，增值服务成新看点。**近三年嘉联支付活跃商户数量逐年大幅增长，带来收单手续费收入持续增长，2015和2016年嘉联支付覆盖商户数增速分别为294.26%和167.61%，2017年嘉联支付在银联平台交易流水约为5758亿元，同比增长92%，覆盖商户数超300万，2018年我们估计公司收单流水约8000亿。未来嘉联将继续丰富收单产品，拓展客户范围至保险、广告、房地产等更多行业；为避免手续费收入单一盈利模式，构建核心竞争力，**公司基于支付大数据，为商户提供定制化支付综合解决方案、广告运营、电子发票、营销获客、会员管理、门店管理等一系列增值服务**，同时借助线下场景低成本导流，18年增值服务快速起量，利润占比超三成，未来随着商户数量继续增加，增值服务占比有望持续提升，大幅提升公司盈利能力，同时商业模式优化有望带来估值水平的提升。
- 投资建议：**预计19-21年公司实现营收33.84/39.79/46.10亿，归母净利3.90/5.25/6.38亿，EPS分别为0.82/1.10/1.33元，考虑公司收单流水稳定增长，增值服务快速起量优化商业模式，给予19年30倍估值，目标价24.49元，“买入”评级。
- 风险提示：**监管政策变化；行业竞争加剧；增值服务进展不及预期。

图表：嘉联支付近年交易流水及营收净利情况



图表：嘉联支付为多行业支付场景提供定制化服务

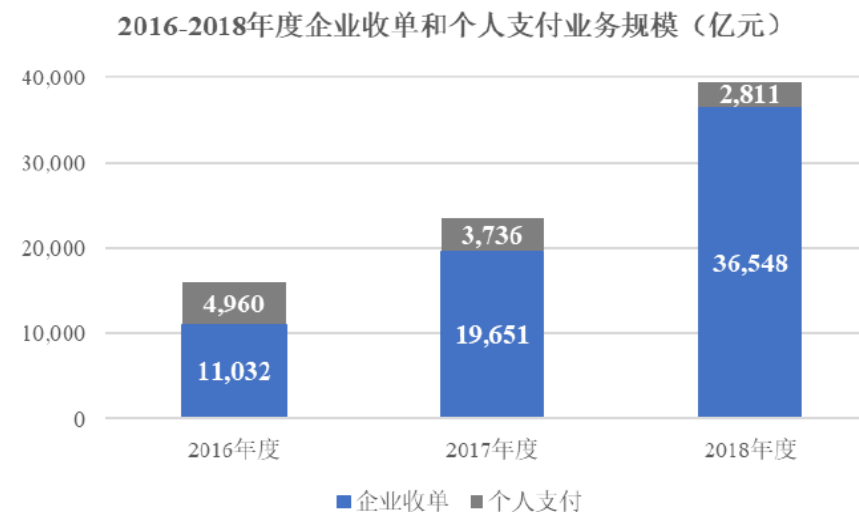
餐饮行业、酒店行业 为商户提供快速收银，营销引流，卡券发放，会员管理等服务	交通行业、航空票务 提供线上线下快捷购票方式，数据化管理，增强票务监管	证券行业、保险行业 便捷开户，多渠道支付，满足个性化需求
教育行业、政企行业 考试报名在线实时完成，智能分类分账，重复支付订单自助退款	批发行业、物流行业 实时监控，信息化管理，清算回款一体化	综合卖场、其他更多 解决交易资金清算与划付，商户集体入网信用卡受理问题

拉卡拉：第三方支付龙头公司

- 第三方支付龙头公司**：拉卡拉主要为小微企业提供收单服务和为个人用户提供个人支付服务，18年公司企业收单业务营收占比达89.3%。截至2018年，拉卡拉收单业务POS机具及扫码受理产品累计覆盖商户超1900万家，收单业务交易金额逾3.65万亿元，在第三方支付公司中终端扫码受理笔数行业第一，银行卡收单交易规模行业第二仅次于银联，智能POS产品市场占有率行业第一。
- 目前公司提供的增值服务主要包括三类**：1. 金融服务：包括信贷、理财、保险、证券、缴费充值等；2. 消费服务：包括特惠、积分活动等；3. 信息服务：包括广告、营销、互动等；另外公司还面向特定行业提供垂直化解决方案。
- 公司上市后募集资金将用于智能POS终端铺设、全支付平台建设以及云平台大数据经营。后续公司将继续开拓跨境支付收单市场及发展更为多元化的增值服务，提升客户粘性，增强盈利能力。
- 风险提示**：行业监管风险，市场竞争加剧风险，业务资质风险。

图表：拉卡拉商业模式图解

图表：拉卡拉近年企业收单和个人支付业务规模情况



三、视频：有望加速走向垂直领域竞争

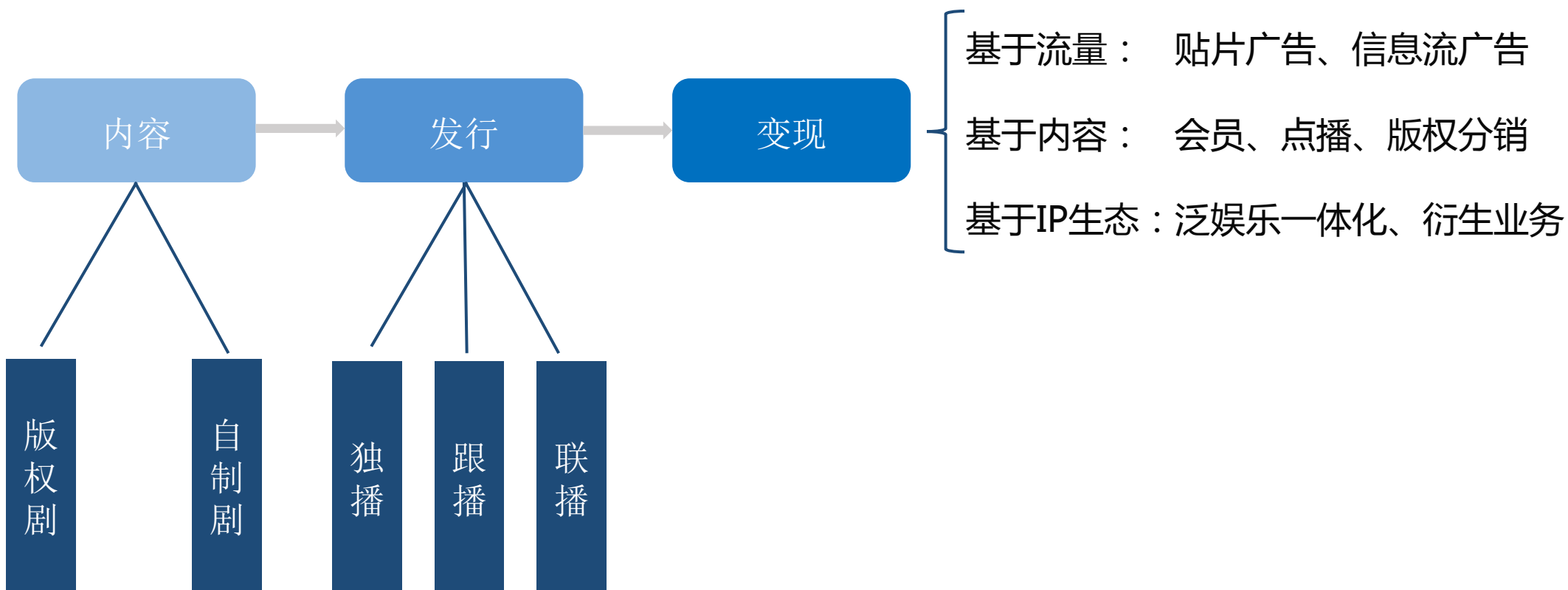
行业历史：从“囚徒困境”到差异化生态体系竞争

图表：视频行业发展历程回顾



变现方式：基于流量逐步实现多元化

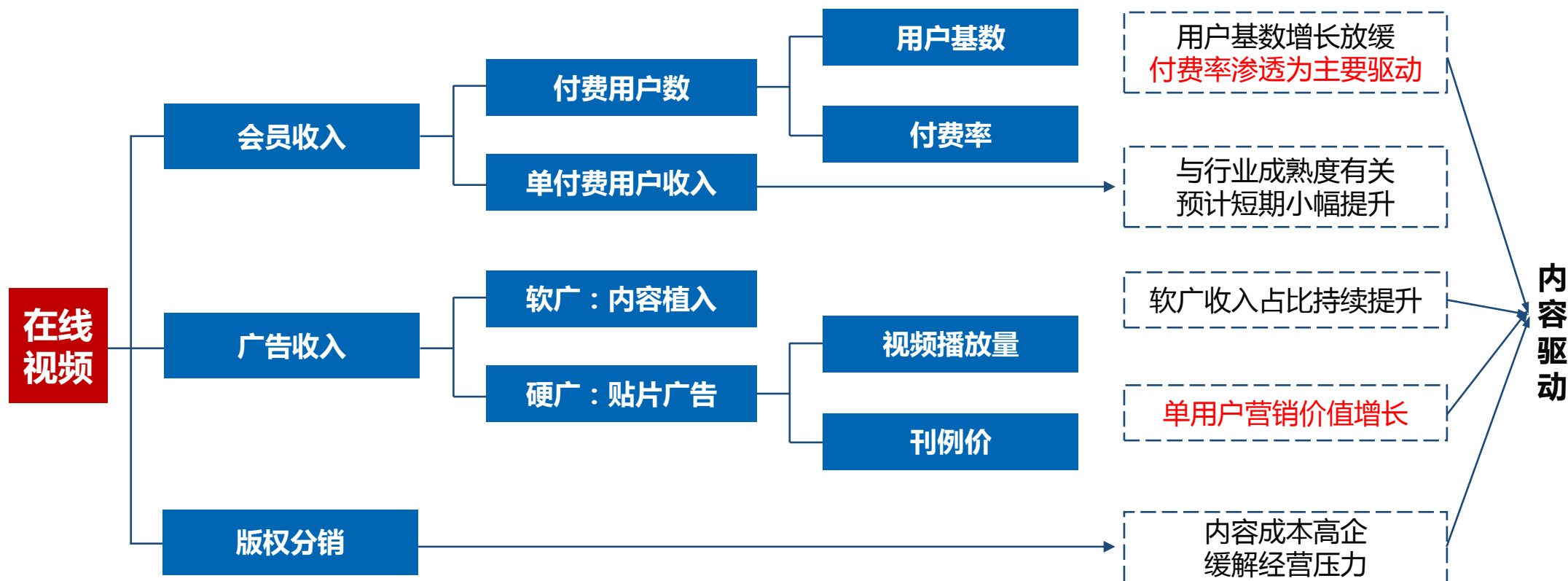
图表：视频行业变现方式逐渐实现多元化



资料来源：东吴证券研究所整理

行业空间：在线视频赛道高成长持续，掘金千亿市场

- **行业规模**：会员收入=用户基数*付费率*单付费用户收入，广告收入=用户基数*单用户营销价值，17年超900亿规模
- **增长驱动**：会员+广告收入双轮驱动，核心在于优质内容驱动付费率与单用户广告收入的提升



行业空间：未来三年复合增速22%，会员收入占比提升

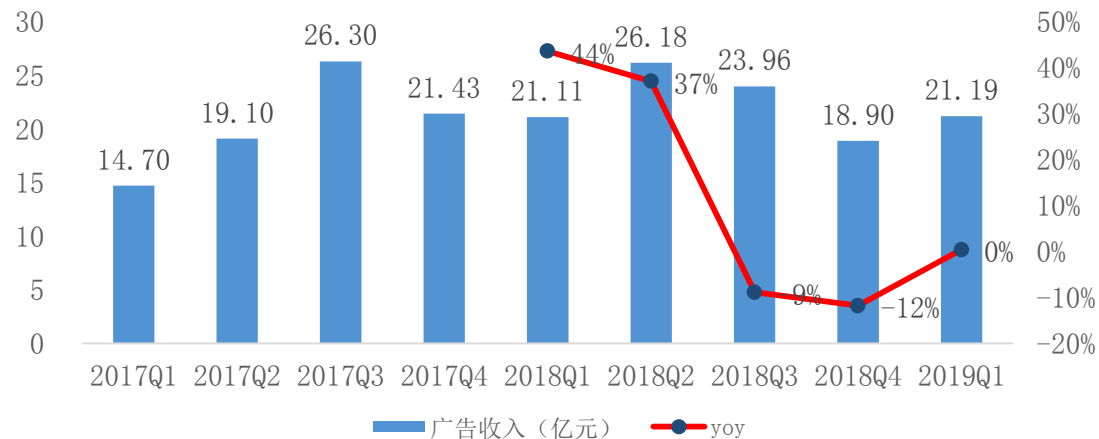
图表：2018-2020年中国在线视频行业收入规模测算（剔除重复账户计算）

	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
用户规模（亿人）	3.72	4.28	4.33	5.04	5.45	5.79	6.14	6.44	6.77
YOY		15%	1%	16%	8%	6%	6%	5%	5%
付费率	1%	2%	3%	7%	13%	23%	30%	36%	40%
付费用户数（万人）	446	642	1169	3477	7188	13026	18410	23196	27062
YOY		44%	82%	197%	107%	81%	41%	26%	17%
新增付费用户数		196	527	2308	3711	5838	5384	4787	3866
付费用户ARPU（元/年）	87	108	121	147	168	182	200	220	242
YOY		24%	12%	22%	15%	8%	10%	10%	10%
会员收入市场规模（亿元）	4	7	14	51	121	237	368	510	654
YOY		79%	103%	262%	137%	96%	55%	39%	28%
会员收入占比	4%	5%	6%	13%	19%	25%	30%	33%	35%
单用户营销价值（元/年）	18	23	35	46	60	80	96	110	127
YOY		27%	53%	32%	29%	34%	20%	15%	15%
广告收入市场规模（亿元）	67	98	152	233	326	463	589	711	859
YOY		46%	55%	53%	40%	42%	27%	21%	21%
广告收入占比	73%	72%	61%	58%	51%	49%	47%	46%	46%
版权分销市场规模（亿元）	12	19	60	104	170	220	253	278	306
YOY		61%	211%	74%	63%	29%	15%	10%	10%
版权分销收入占比	13%	14%	24%	26%	27%	23%	20%	18%	16%
其他收入（亿元）	9	12	23	15	24	33	37	40	44
YOY		30%	98%	-34%	59%	37%	10%	10%	10%
其他收入占比	10%	9%	9%	4%	4%	3%	3%	3%	2%
在线视频行业规模	92	136	249	404	641	953	1247	1540	1864
YOY		48%	83%	62%	59%	49%	31%	24%	21%

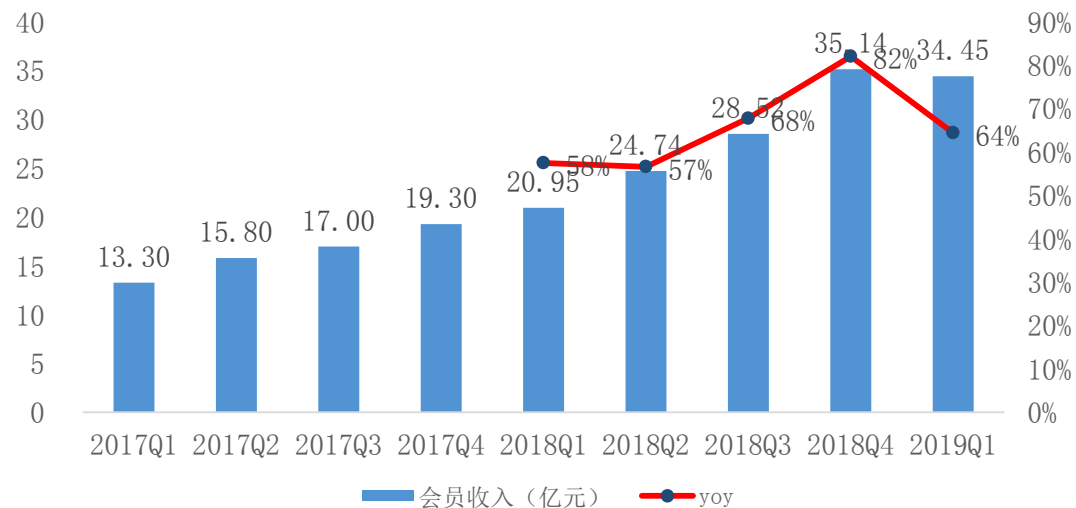
行业现状收入端：第一梯队会员增长已成为主要驱动力

- **第一梯队**：会员增长已成第一驱动力，目前仍处于提高会员渗透率阶段，广告增速放缓，从流量型广告收入向非流量型收入转移，版权分销有望保持稳定增长。
- **芒果TV**：广告收入增长仍是主要驱动力量，非流量型广告收入占7成，和综艺数量及质量正相关，19年仍有望持续实现高增长。

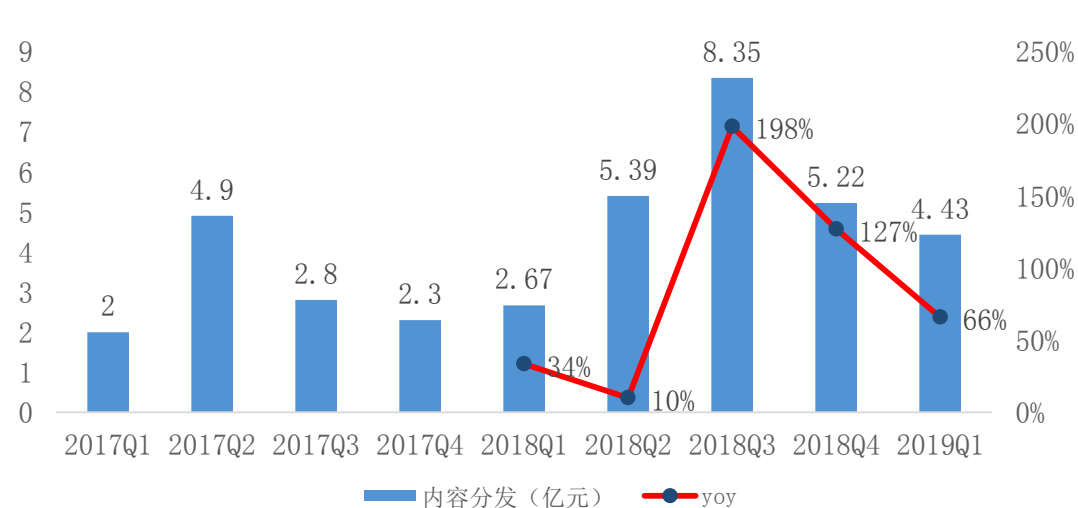
图表：广告收入基于多方面原因放缓趋势明显



图表：爱奇艺会员收入已成第一驱动力



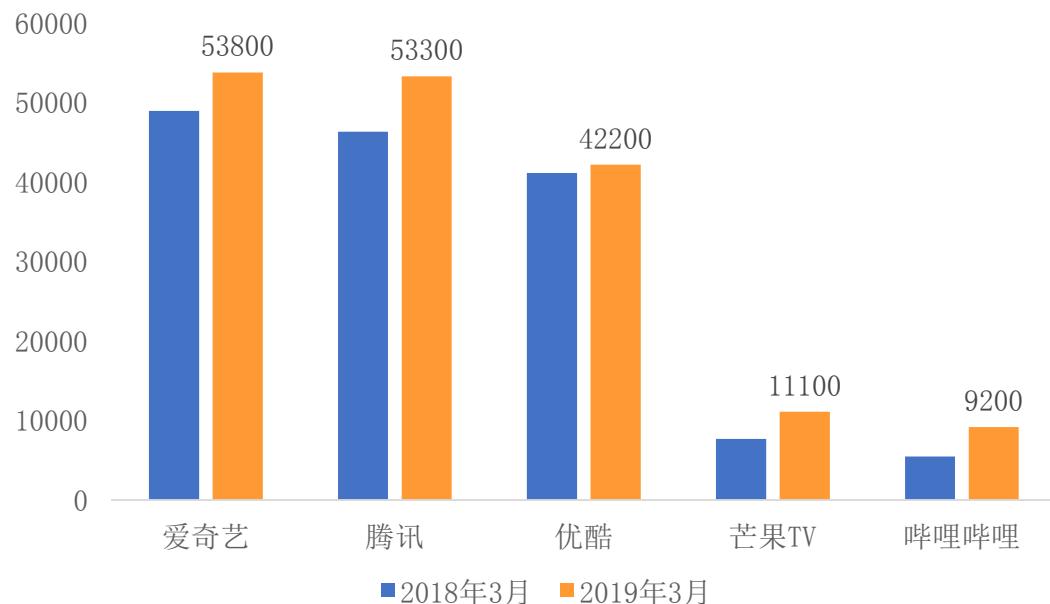
图表：版权收入受季节波动较大，经营压力下内容分发有望保持稳定增长



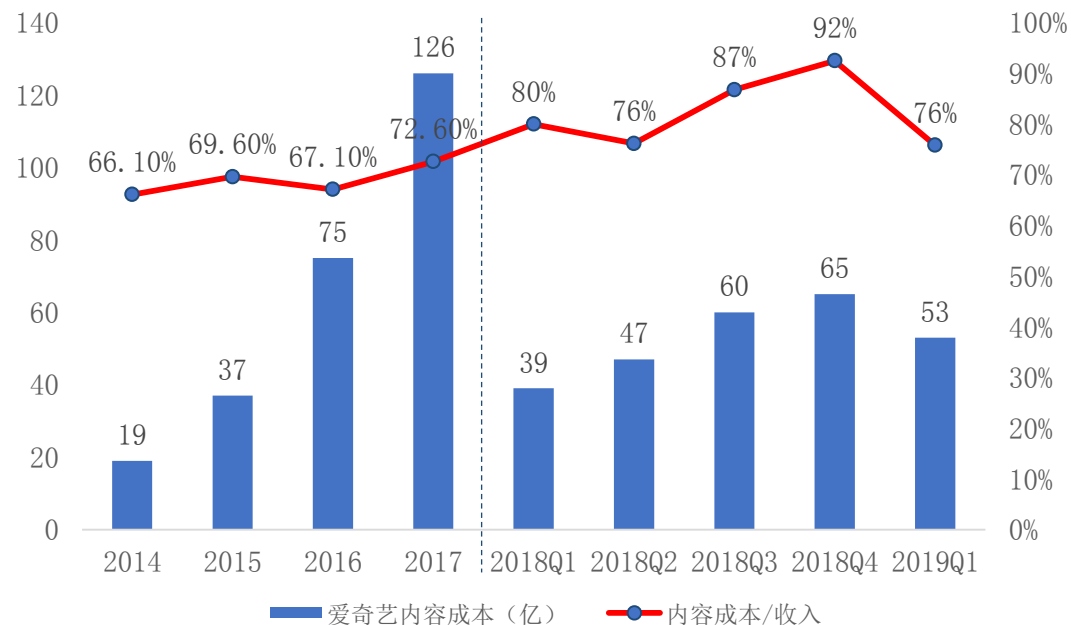
行业现状成本端：成本端压力未来2-3个季度内有望缓解

- **竞争格局**：一梯队爱奇艺、优酷、腾讯视频，分别背靠BAT，用户规模上遥遥领先，芒果、B站坐稳二梯队龙头。
- **囚徒困境**：内容成本持续走高，BAT烧钱模式持续，陷入盈利陷阱，2018年及2019年Q1亏损额度持续增加，主要源于剧集采购成本较高所致，随着演员成本的下降，采购成本的降低，未来2-3个季度内成本压力有望缓解。

图表：主要在线视频平台活跃用户数情况（单位：万人）



图表：2019年一季度爱奇艺内容成本占收入比例环比下降至76%



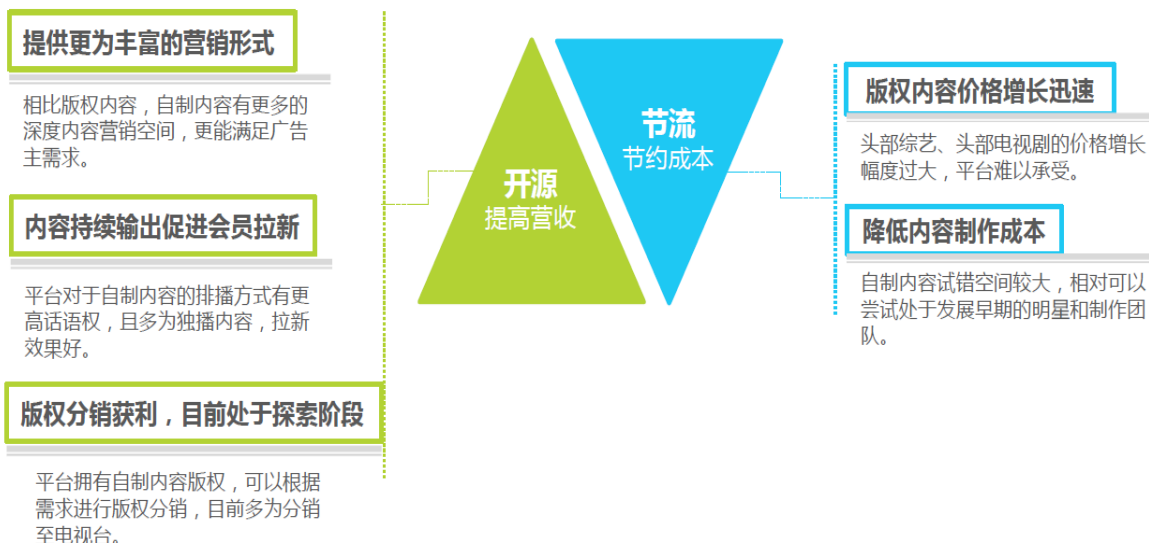
提升自制是关键，有望加速走向垂直领域竞争

- **提升自制，开源节流**：布局产业链上游，缓解经营压力
- **节流**：制作端成本政策引导下下降
- **开源**：软广收入+会员拉新+版权分销
- **竞争模式有望重构**：烧钱模式可持续性存疑，内容自制能力及运营可持续性有望成为新的考核标准

图表：各家视频平台2018年自制综艺情况

视频网站	自制网综数	新网综数	新自制网综比例	代表自制作品
爱奇艺	37	27	73%	中国新说唱
腾讯视频	29	20	69%	创造101
优酷	24	14	58%	这就是街舞
芒果TV	15	8	53%	明星大侦探

图表：视频平台通过打造自制生态开源节流



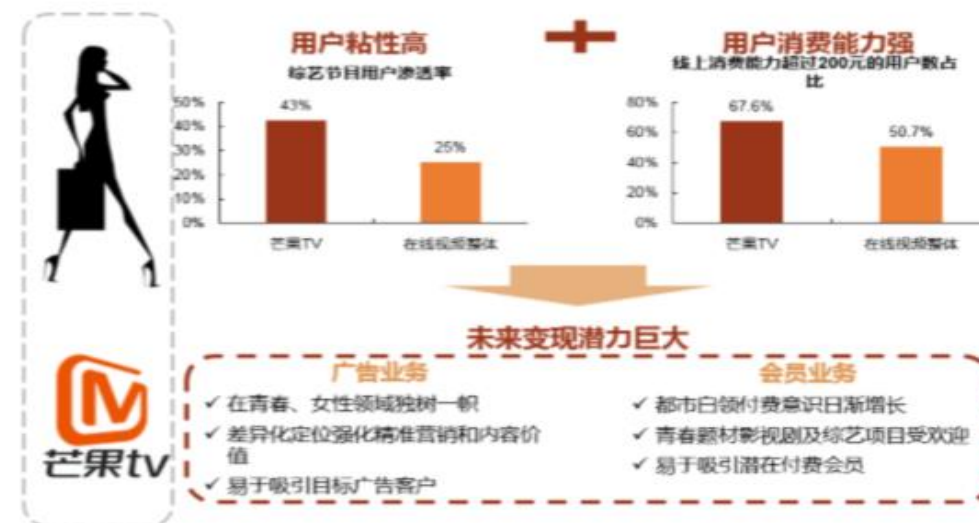
芒果超媒：垂直内容优势明显，独具完整产业生态

- 芒果TV以优质内容为基础并定位青春都市女性用户，粉丝会员化使得用户黏性强于其他视频网站，形成一定的竞争壁垒。截止2019年一季度末，依靠《妻子的浪漫旅行第二季》《女儿们的恋爱》《明星大侦探第四季》等多款自制综艺的拉动，付费会员数达到**1331万**，另外对比海外视频平台，ARPU提升空间较大；在广告方面，清晰的客户群体结合精准营销提高广告业务优势，获得高于流量模式的品牌溢价回报。看好公司垂直内容优势及完整产业生态，**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：芒果超媒业务模型



图表：芒果TV青春、都市、女性的精准和差异化定位优势



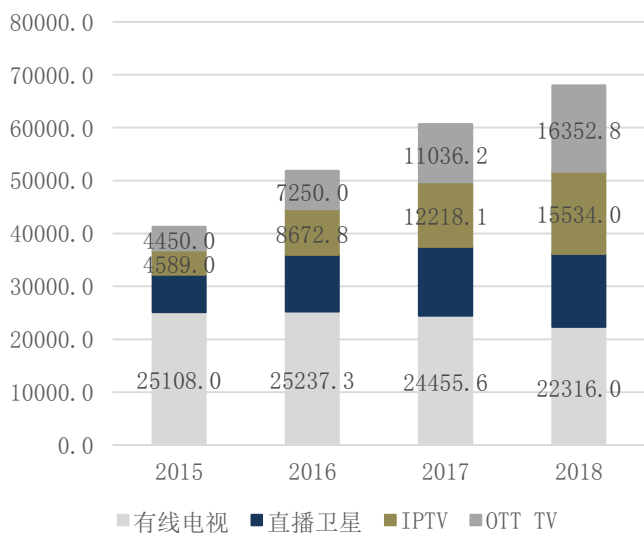
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

四、OTT TV行业：迈入高速发展阶段

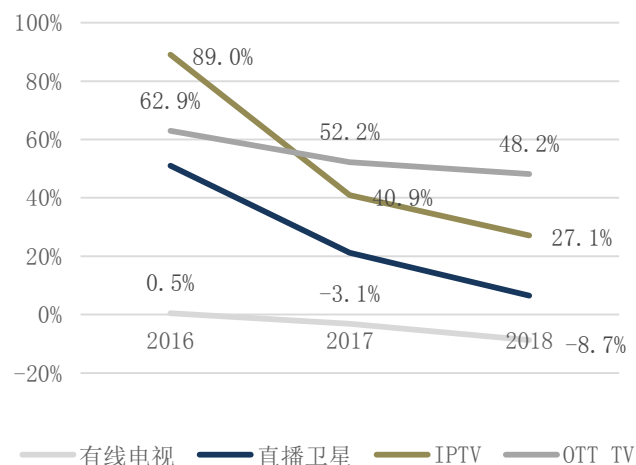
OTT TV 渗透率提升，未来仍有可观空间

- 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。

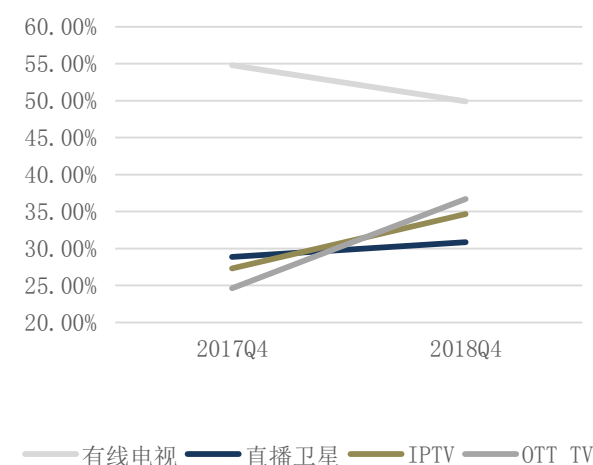
图表：年度期末不同电视用户发展规模（万户）



图表：各年度期末不同电视用户同比增速



图表：不同形式收视方式占比

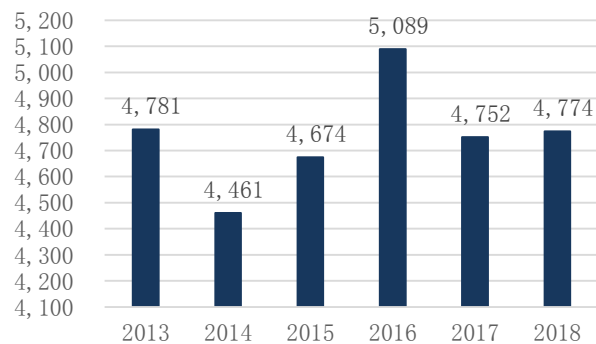


资料来源：《2018年第四季度中国有线电视行业发展公报》，东吴证券研究所，base=我国家庭电视用户4.47亿户

OTT TV 渗透率提升，未来仍有可观空间

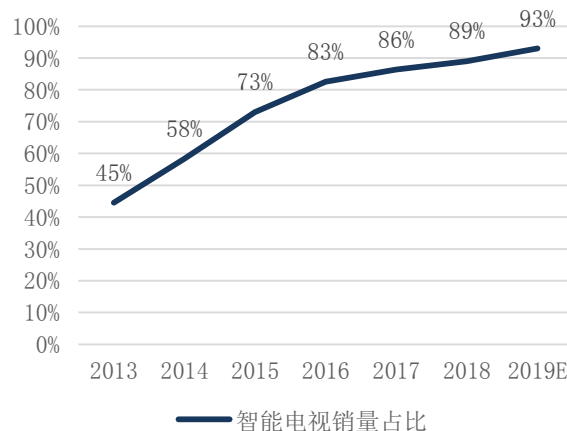
- OTT TV 盒子作为 OTT TV 的过渡型产品，近年来增长放缓，2018 年激活量维持在 3800 万左右，与 2017 年基本持平。智能电视销售成为驱动 OTT TV 渗透率增长的主要因素。
- 2018 年，中国彩电零售量为 4774 万台，同比微增 0.5%，零售额规模为 1490 亿元，同比下降 8.6%，零售均价 3121 元，同比下降 9%，其中智能电视销量占比达到 89%，非智能电视销量占比低。奥维云网预计，2019 年中国彩电零售量规模将达 4851 万台，同比上升 1.6%，零售额 1468 亿元，同比下降 1.5%，智能电视销售占比进一步提升到 93%。
- 根据勾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

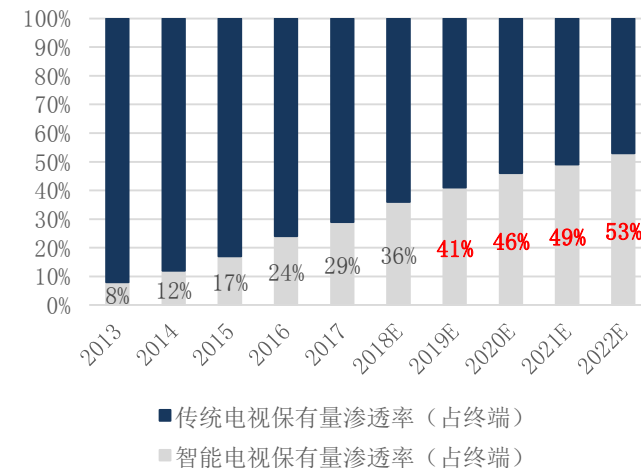


中国彩电内销销量 (万台)

图表：2018 年中国智能电视销量占比达 89%



图表：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

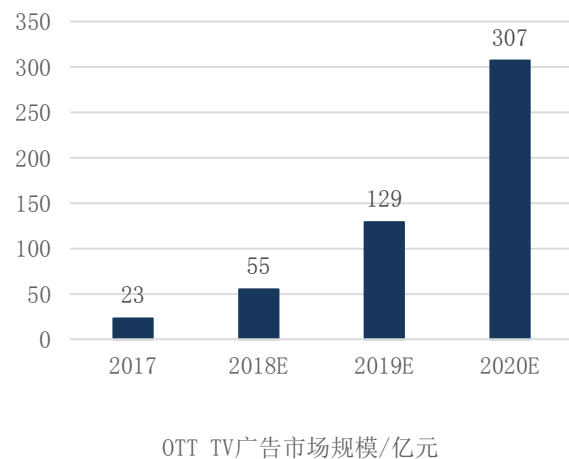
资料来源：奥维云网，东吴证券研究所

资料来源：勾正数据，东吴证券研究所

广告及付费均驶入快车道，客厅入口价值可期

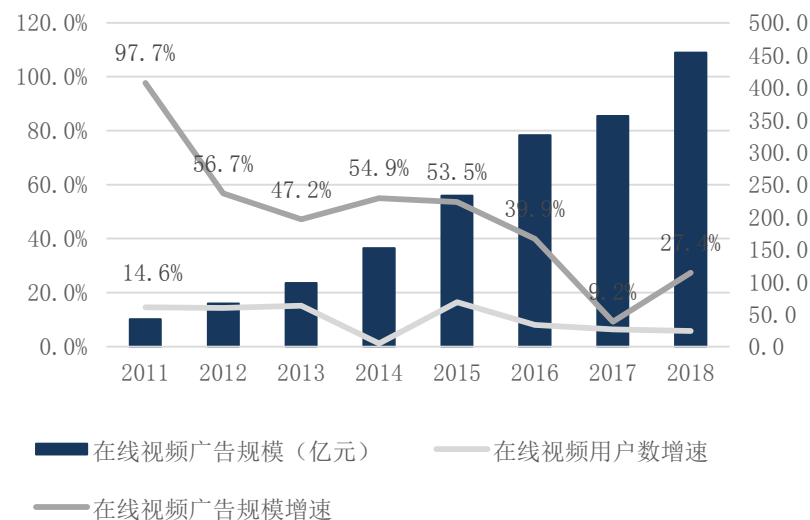
- OTT TV当前家庭渗透率已经逐渐接近有线电视，但广告规模仍有较大差距。根据《2018年全国广播电视行业统计公报》，2018年电视广告收入958.86亿元，根据勾正数据统计，2018年OTT广告投放规模仅为55亿元。广告属于注意力经济，收入规模主要基于用户量及使用市场，随着未来渗透率提升，OTT TV广告收入未来有较大提升空间。
- 即使在线视频用户增速降至15%（2011年），在线视频行业的广告收入规模仍有98%的增速，我们认为当前OTT TV广告市场仍处于早期阶段，未来几年均降保持较快增长。勾正数据预计2019年OTT TV广告市场仍有翻倍增长，达到129亿规模。
- 拆分广告收入的结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



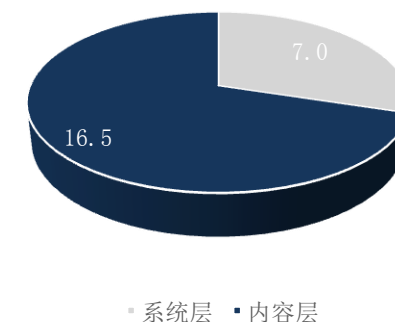
资料来源：勾正数据，东吴证券研究所

图表：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：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

广告及付费均驶入快车道，客厅入口价值可期

- 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：终端及视频网站会员的价格和权益介绍

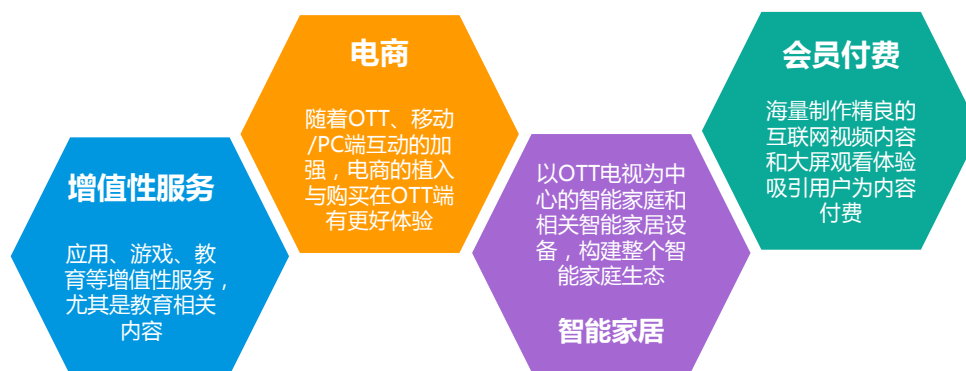
APP及内容平台	会员名称	月/年度价格（元）	会员权益
天猫魔盒	酷喵VIP会员	40/418	优酷VIP权益+TV端
小米盒子	小米影视会员	49.5/498	万部影片，抢先追热播剧全集等
芒果TV牛奶盒子	全屏影视会员	40/388	芒果PC移动影视会员+电视、盒子端
乐视TV	超级影视会员	49/490	乐次元影视会员权益+电视、盒子端
云视听·极光	腾讯超级影视VIP	50/488	腾讯VIP权益+TV端
云视听MoreTV	影视VIP	25/258	整合海量视频资源（仅在TV端）
银河·奇异果	爱奇艺钻石VIP	49.8/360	爱奇艺黄金会员权益+TV端
CIBN酷喵影视	酷喵VIP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

广告及付费均驶入快车道，客厅入口价值可期

- 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：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

头部应用优势明显，产业链相关标的值得关注

- 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。

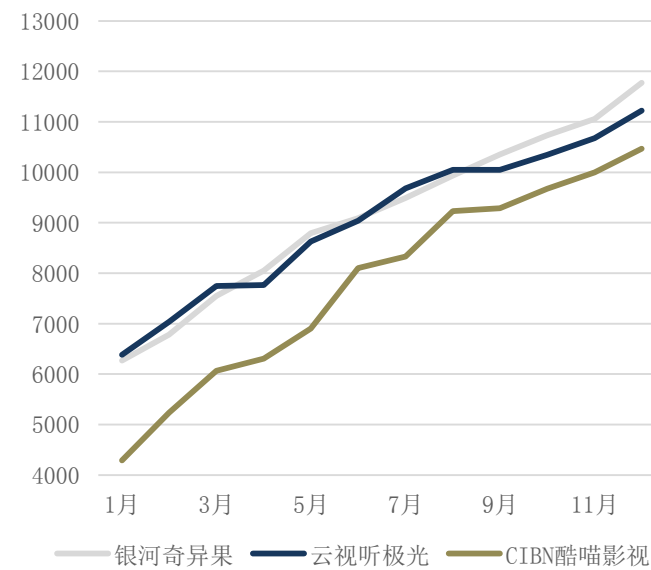
图表：2018年全年时段点播媒体时长排行榜

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

图表：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

图表：2018年爱优腾在智能电视端的累计装机量（Launcher+APK）



新媒股份：头部应用牌照方，确定获益选手

- 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。
- 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。

图表：OTT TV牌照方与内容企业及终端企业的合作关系



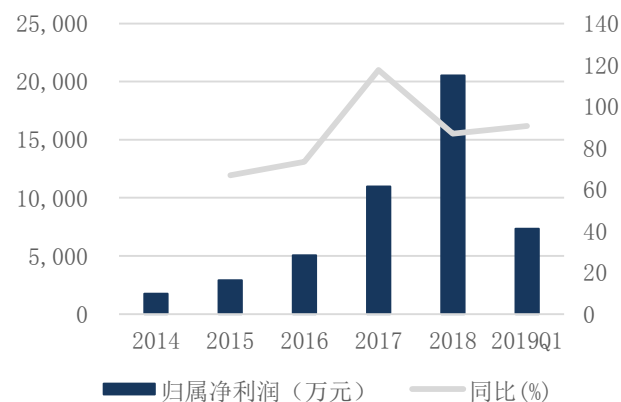
新媒股份：头部应用牌照方，确定获益选手

- **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。
- 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，给予“买入”评级。
- *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*

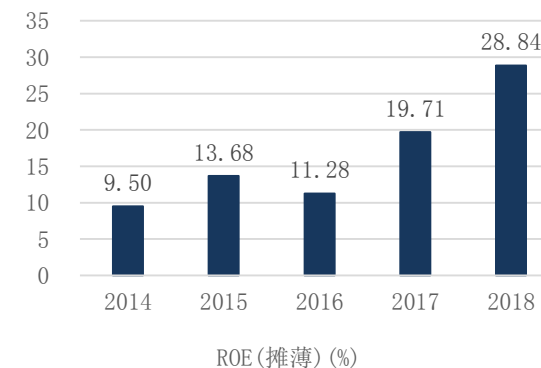
图表：公司互联网电视业务维持高增长



图表：公司整体归属净利润保持高增长



图表：公司ROE稳步提升



资料来源：wind，东吴证券研究所

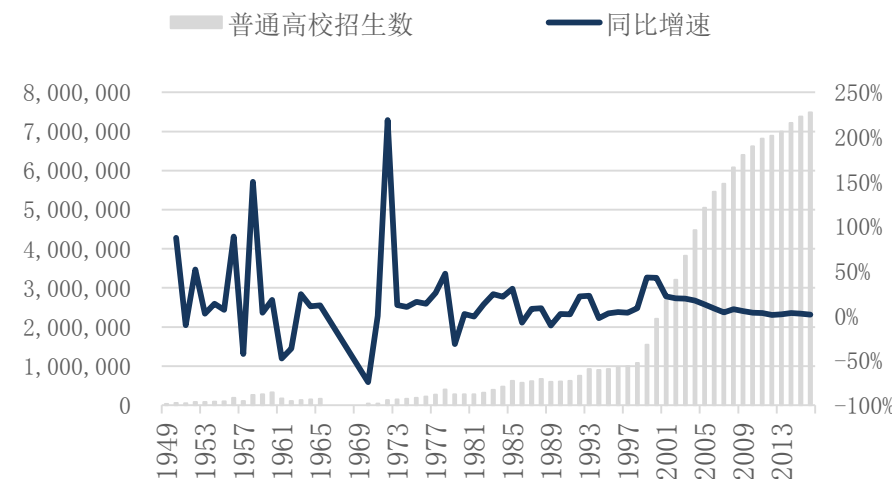
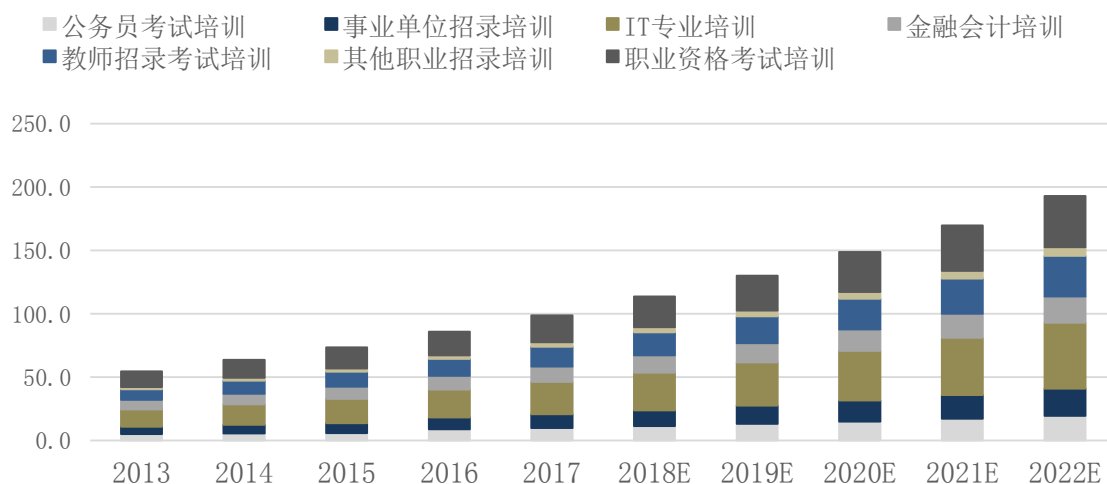
五、其他推荐个股

中公教育：行业需求红利明显，产品竞争力明显

- 需求层面，职业培训业当前是教育行业投资中最佳赛道之一，行业市场空间大、需求旺盛、市场化程度高、政策支持力度大。2019年高考报名人数破千万创新高，关键词“找工作”的百度搜索指数也创历史新高，未来几年职业培训市场各赛道红利明显。公司通过加码新赛道不断打开成长空间，我们看好公司集中研发模式的优势和快速的市场响应能力，产品竞争力突出，整体的市场份额有望持续提升。
- **给予“买入”评级。**预计公司2019/2020年归属净利分别为16.61/23.70亿元，对应EPS分别为0.27/0.38元。
- *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：公司互联网电视业务维持高增长

图表：预计未来3-4年就业压力依然较大（单位：人）



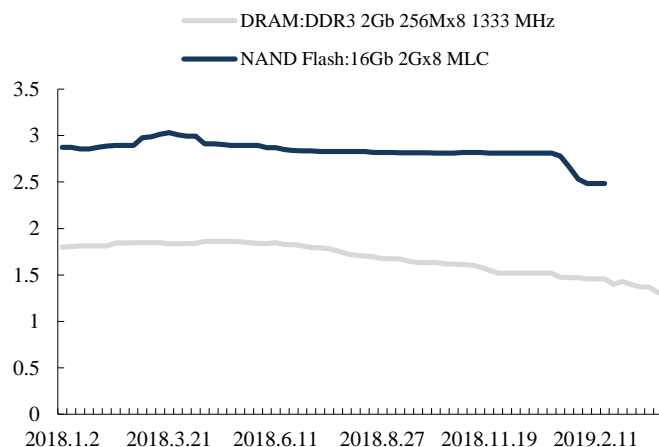
资料来源：华图教育公司公告，东吴证券研究所

资料来源：Wind，东吴证券研究所

视源股份：交互智能产品增长潜力突出

- 公司生产成本主要来自于原材料和委托加工费，其中原材料占比90%左右，原材料主要由芯片、分立器件、PCB、液晶屏等构成。元器件价格仍处跌势，我们预计至少2019年二季度公司毛利率同比仍有下降空间。
- 我们预计智能TV板卡销量维持较高增长，非智能TV板卡销量平稳；基于需求的考虑，我们认为希沃交互智能平板及其他教育信息化的新产品销量维持较快增长，MAXHUB交互智能平板继续放量；同时期待公司在智能家电等领域的布局及收获。
- **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：存储芯片DRAM、NAND Flash现货均价（美元）



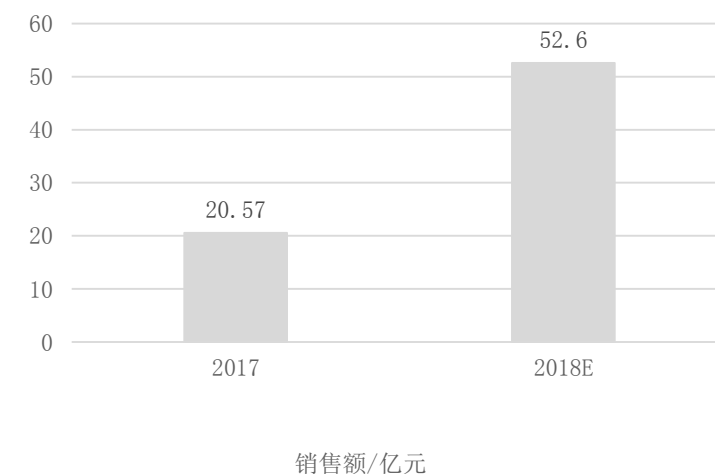
资料来源：wind，东吴证券研究所

图表：2018中国大陆教育IWB市场规模

项目	交互智能平板	投影式IWB
销量	108万台	30万台
增长率	↑ 22.6%	↓ 8.6%
占比	78%	22%
销额	173.2亿元	38.4亿元
增长率	↑ 22.9%	↓ 9.8%
占比	82%	18%

资料来源：奥维云网，东吴证券研究所

图表：中国大陆地区会议平板市场规模

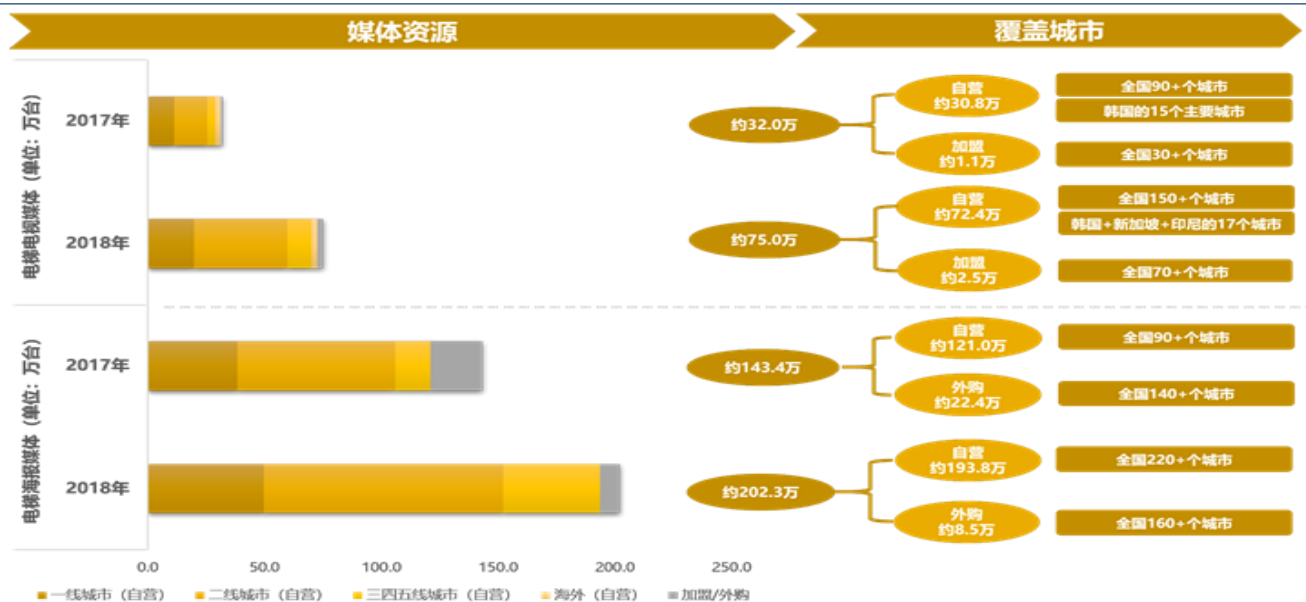


资料来源：奥维云网，东吴证券研究所

分众传媒：经营风险已充分暴露，长期价值凸显

- 一季度，受到宏观经济下行导致广告主预算缩减、且不确定性形势下广告主观望情绪较浓影响，公司业绩受到一定影响。当前阶段为公司财务表现上的困境时期，也是公司经营风险被迫充分暴露的时期，业绩承压非常明显。建议投资人关注长期视角下三个不变：
 - 1：中国互联网经济、消费市场长期增长趋势不变；
 - 2：分众渠道价值整体而言被低估不变；
 - 3：城镇化（大城市化）继续进行，覆盖5亿人潜力不变。依然建议投资者从中长期视角、“底部区域”思维进行布局，维持“买入”评级。
- 风险提示：宏观经济超预期低迷；电梯内电视安全隐患风险。*

图表：公司媒体资源及覆盖城市情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

六、风险提示

- 市场竞争加剧风险；
- 政策监管风险；
- 内容适销风险；
- 宏观经济风险；
- 用户流失风险；
- 商誉减值风险；
- 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