

传媒

付费电视向订阅视频迁移

一流媒体赛道将是未来十年娱乐行业重点争夺的领域

评级: 增持 (维持)

分析师: 康雅雯

执业证书编号: S0740515080001

电话: 021-20315097

Email: kangyw@r.qlzq.com.cn

分析师: 朱骏楠

执业证书编号: S0740517080007

Email: zhuqn@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	149
行业总市值(百万元)	1395541.75
行业流通市值(百万元)	956418.16

行业-市场走势对比



相关报告

<<【中泰传媒】视觉中国(000681)

2019 半年报点评: 调整之后再出发, 业绩有望逐季改善>>2019.08.07

<<【中泰传媒-周观点】ChinaJoy 盛大开幕, 云游戏闪耀 CJ>>2019.08.04

<<【中泰传媒-周观点】《哪吒》点燃暑期档热情, 关注相关板块催化行情>>2019.07.28

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E		
芒果超媒	37.0	0.87	1.06	1.39	1.74	43	35	27	21	1.03	买入

备注

投资要点

■ **全球用户正由付费电视向订阅视频流媒体迁移, 大趋势已经形成且不可逆, 视频流媒体赛道将是未来十年娱乐行业重点争夺的领域。**根据 IHS 的数据, 拥有全球最多受众的有线电视 (Cable TV) 服务的订阅人数 2016 年达到峰值后持续下降, 在线流媒体 (Online subscription video) 2018 年的订阅用户数达到 6.13 亿, 同比增长 27% (增量 1.31 亿), 成功超越有线电视 5.56 亿订阅用户, 用户数 4 年翻 4 倍, 全球媒体巨头纷纷跑步入局。

■ **占据年轻世界, 锁定未来增长。**我们可以观察到付费电视 (包括有线、卫星电视等) 目前的用户结构与整体年龄结构差异不大, 60+以上的人群使用占比很高, 而流媒体订阅 (Online Subscription) 以及付费点播 (EST/VOD) 的模式 40+以下的用户占比明显高于付费电视。年轻一代不具有老一辈的观看习惯, 对新事物接受度更高, 在线流媒体相对于有线电视以及卫星电视来说拥有便捷性 (PC/PAD/移动) 大屏均可观看)、内容可选性 (由“定时定点定量投喂”向“随时随地按需索取”转变)、性价比 (全球有线电视 VS 视频订阅流媒体人均年总价: 212 美元 VS 65 美元) 等多重优势, 因此充分占据了年轻市场, 奠定了未来增长的潜力。

■ 我们从内容投入、播出形式、财务摊销、定价对比、现金流情况、市场空间 6 个角度将国内市场与国际流媒体龙头奈飞进行对比。

■ **国内视频流媒体市场还处于发展早起, 潜在空间大, 但需要时间慢慢培育。**国内流媒体当前受众规模为 6.12 亿, 付费用户培养更多是通过打折、赠送、会员互通等形式, 短期实现快速导入, 我们偏向于认为现阶段国内会员的高速增长是有一定的水分的, 一旦平台削减推广可能会对用户的续费带来冲击, 市场仍需要投入较长时间和资金来逐渐培养用户付费习惯。简单对比奈飞在美国实现总人口近 20% 的渗透率情况, 国内视频流媒体龙头若达到这一渗透率用户付费空间预计在 2.5 亿~3 亿左右, 较目前还有 2 倍以上的提升空间。

■ **投资建议: 关注芒果超媒。**旗下芒果 TV 为全国第四大视频平台, 定位区别于前三大视频平台的大而全, 芒果 TV 主要定位于年轻女性用户, 平台女性用户占比超过 70%, 实行差异化的竞争策略, 天然享有湖南

卫视长期积累下来的内容制作人才、设施设备，**在综艺内容以及青春电视剧内容领域拥有明显优势，成本端控制较好。**作为 A 股唯一一家视频平台业务公司，拥有明显稀缺性，背靠湖南卫视，拥有天然的资源禀赋优势，政策端由于传统媒体出身，更加敏感，目前 2020 对应 26xPE，建议积极关注。

- **风险提示：**1) 内容政策风险；2) 现金流短缺风险；3) 其他娱乐形式冲击风险。

内容目录

全球付费电视向流媒体迁移	- 5 -
流媒体赛道将是未来十年娱乐行业重点争夺的领域	- 5 -
中、美有线电视订阅用户均呈现下降趋势	- 6 -
流媒体视频用户呈快速增长态势	- 7 -
流媒体视频年轻人接受度更高	- 8 -
国内流媒体平台 VS 奈飞	- 8 -
内容投入：平台向上游渗透，加码自制内容	- 8 -
播出形式：国内平台与奈飞对比有差异，侧重点不相同	- 10 -
内容摊销：奈飞宽松，国内平台相对谨慎	- 11 -
定价对比：国内平台短期较难实现提价	- 12 -
现金流困局：被普遍诟病的风险点	- 15 -
空间探讨：国内 VS 国际	- 17 -
投资建议：关注芒果超媒	- 18 -
风险提示	- 21 -
内容政策风险	- 21 -
现金流短缺风险	- 21 -
其他泛娱乐形式冲击风险	- 21 -

图表目录

图表 1：全球付费电视和在线流媒体订阅人数对比（百万人次）	- 5 -
图表 2：在流媒体领域有布局的全球媒体巨头	- 6 -
图表 3：美国各有线电视公司季度付费人数呈不断下滑趋势	- 6 -
图表 4：国内有线电视季度订阅人次不断下滑	- 7 -
图表 5：奈飞美国国内和国际付费订阅用户增长情况	- 7 -
图表 6：腾讯、爱奇艺、芒果 TV 付费用户快速增长	- 8 -
图表 7：2018 年全球不同类型视频用户年龄结构	- 8 -
图表 8：奈飞原创内容占 2018 全球数字原创内容比达到 44%	- 9 -
图表 9：“爱优腾芒”自制与非自制内容数量情况	- 10 -
图表 10：奈飞基于个人习惯的极简推荐模式	- 11 -
图表 11：ASC926 摊销准则举例	- 11 -
图表 12：芒果超媒、爱奇艺、奈飞内容摊销规则一览	- 12 -
图表 13：奈飞美国、日本、英国和国内流媒体价格对比	- 13 -
图表 14：全球付费电视和在线视频收入对比（单位：10 亿美元）	- 13 -
图表 15：美国有线电视月均价格持续走高	- 13 -
图表 16：奈飞美国订阅价格	- 13 -
图表 17：奈飞及美国主要竞争对手月费比较	- 14 -
图表 18：国内 36 中大城有线电视费	- 14 -

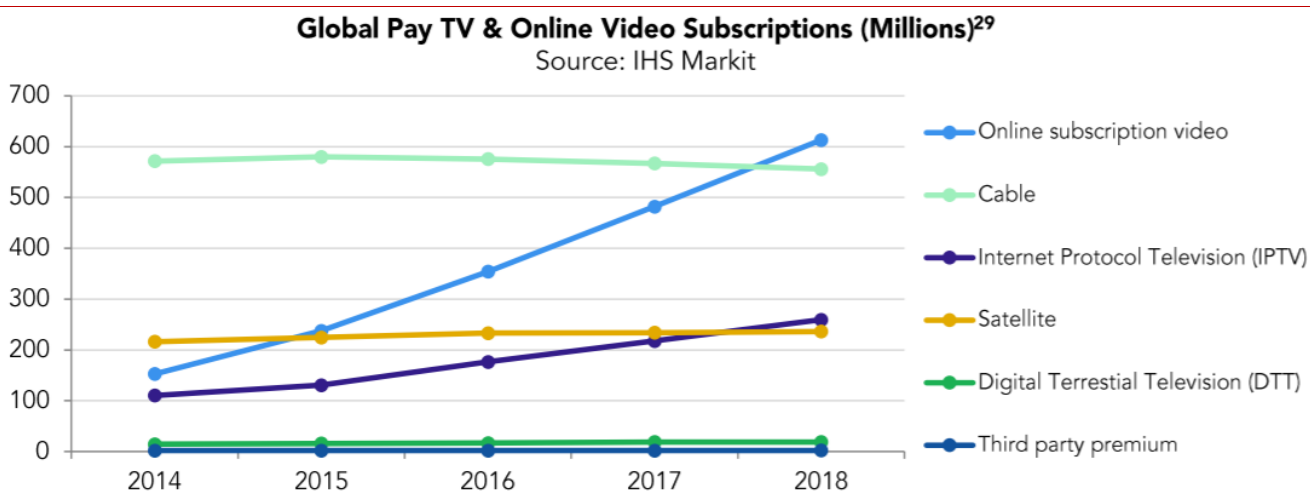
图表 19: 安卓端各大流媒体网站会员定价.....	- 14 -
图表 20: 奈飞单用户月平均价格呈上涨趋势.....	- 15 -
图表 21: 奈飞 2012~2018 年收入呈现快速增长.....	- 15 -
图表 22: 奈飞自由现金情况.....	- 16 -
图表 23: 奈飞经营性净现金流情况.....	- 16 -
图表 24: 奈飞截至 19Q2 发放公司债总额超过 126.96 亿.....	- 16 -
图表 25: 奈飞内容投入快速增长.....	- 16 -
图表 26: 爱奇艺内容成本呈上升趋势.....	- 17 -
图表 27: 爱奇艺投资现金流与净利润持续承压.....	- 17 -
图表 28: 奈飞 iOS 全球各个国家畅销总榜排名情况.....	- 18 -
图表 29: 视频网站用户性别占比对比 (%).....	- 19 -
图表 30: 视频网站用户年龄结构占比 (%).....	- 19 -
图表 31: 爱奇艺、腾讯视频、芒果 TV 付费渗透率 (%).....	- 19 -
图表 32: 芒果 TV 付费会员数量 (万).....	- 19 -
图表 33: 同期上线的综艺播放量对比 (亿次).....	- 20 -

全球付费电视向流媒体迁移

流媒体赛道将是未来十年娱乐行业重点争夺的领域

- 我们正在经历的是全球内容获取模式的整体转变，由“定时定点定量投喂”向“随时随地按需索取”转变，呈现不可逆转趋势。人类自发明收音机始，便通过电台获取音频内容；而后 20 世纪 20 年代“电视之父”菲洛泰勒利用无线电传输图像成功打开了内容展示的新大门（音频+视频），21 世纪之前，人们获取内容方式是在固定的时间观看不同频道提供的固定数量的内容；直到 21 世纪后，特别是 2010 年之后，随着网络环境和技术的成熟，流媒体彻底改变了人们内容获取的方式，观众可以通过流媒体平台随时随地享受自主选择的内容，不再受时间、空间的限制，由“定时定点定量投喂”向“随时随地按需索取”转变。
- 根据 IHS 的数据，拥有全球最多受众的有线电视（Cable TV）服务的订阅人数 2016 年达到峰值后持续下降，在线流媒体（Online subscription video）2018 年的订阅用户数达到 6.13 亿，同比增长 27%（增量 1.31 亿），成功超越有线电视 5.56 亿订阅用户，用户数 4 年翻 4 倍。

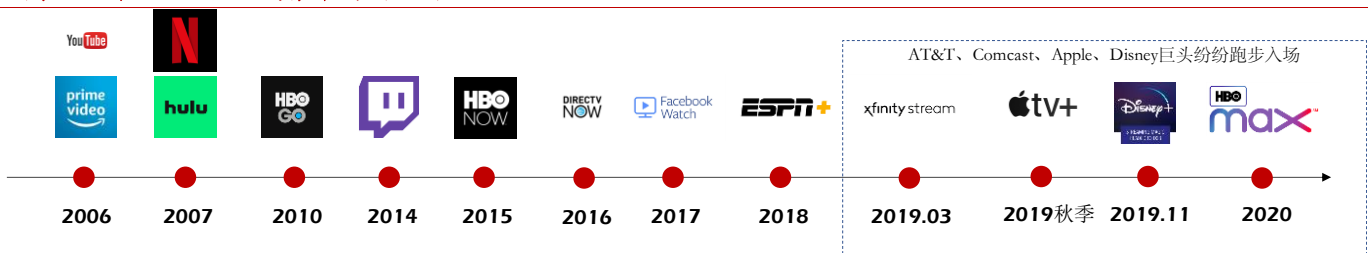
图表 1: 全球付费电视和在线流媒体订阅人数对比 (百万人次)



来源: IHS Market, 中泰证券研究所

- 2019 年开始全球媒体巨头纷纷跑步入局视频流媒体，苹果、AT&T、康卡斯特、迪士尼等均在 2019 年推出了自己旗下的流媒体平台。至此，包括 FB、Google、Amazon、Apple 在内的互联网巨头，迪士尼、康卡斯特等为代表的传统媒体巨头均布局了视频流媒体业务，加上龙头 Netflix，全球流媒体玩家都希望在这一用户迁移浪潮中分一杯羹。

图表 2: 在流媒体领域有布局的全球媒体巨头

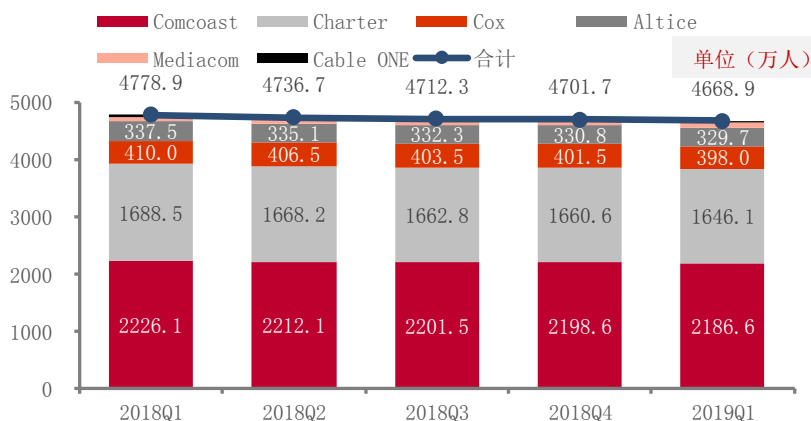


来源: 中泰证券研究所

中、美有线电视订阅用户均呈现下降趋势

- 美国国内各家有线电视公司订阅人数持续下降。美国拥有悠久的电视产业发展历史和良好的用户订阅付费习惯，但包括康卡斯特（Comcast，美国最大的有线电视公司）、Charter 在内的国内前 6 大有线电视服务提供商自 2018 年 Q1 以来有线电视的季度订阅人数一直呈现逐季下滑趋势。

图表 3: 美国各有线电视公司季度付费人数呈不断下滑趋势



来源: Leichtman Research, 中泰证券研究所

- 中国国内也呈现出了类似的趋势。自 18Q1 以来，国内有线电视的用户数持续下降，截至 19Q1 为 2.2 亿，有线数字电视的缴费用户数量逐季下滑，从 18Q1 的 1.52 亿下滑到 19Q1 的 1.46 亿，一年时间少了 600 万付费用户。

图表 4: 国内有线电视季度订阅人次不断下滑

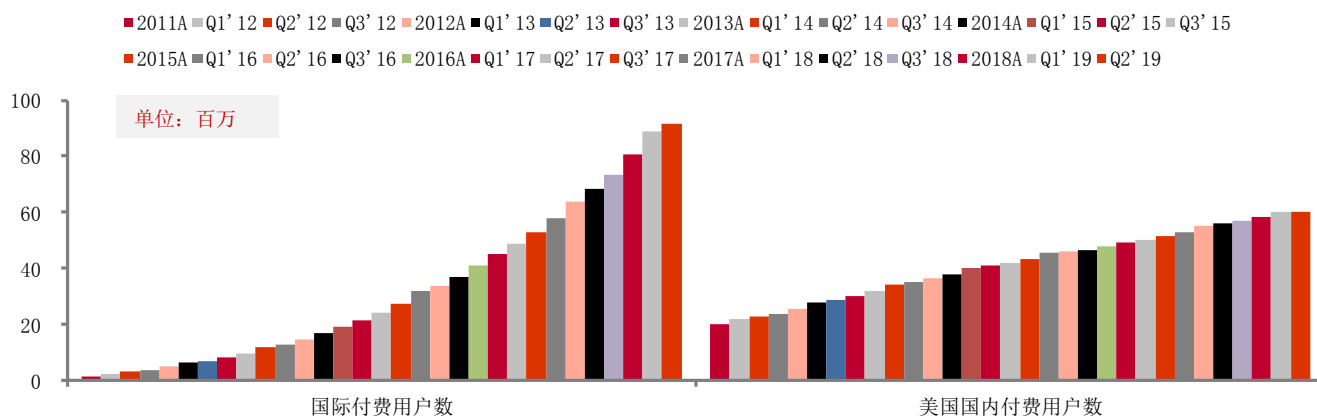


来源：《中国有线电视行业季度发展报告》，中泰证券研究所

流媒体视频用户呈快速增长态势

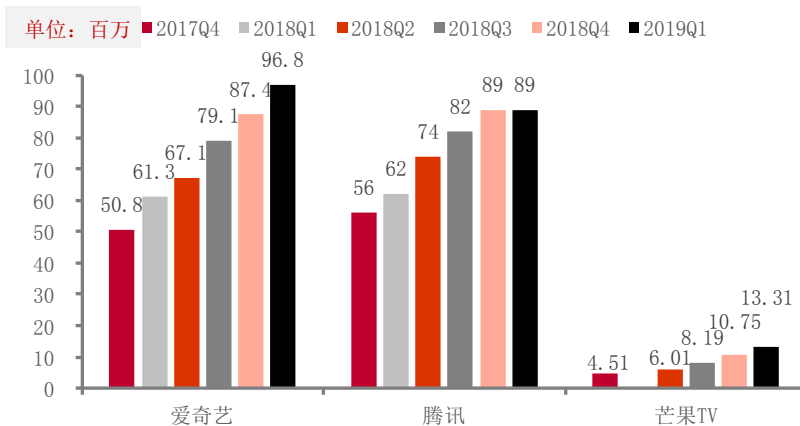
- 反观在线流媒体，用户呈现快速增长趋势。奈飞作为全球在线流媒体的龙头，美国国内订阅用户超过 6000 万，依照美国目前 3.3 亿人口计算，渗透率已经达到 18%，国际订阅用户始终维持高速增长，截至 19 年 Q2 已经达到 9150 万，同比增长超过 30%。国内“爱腾优”三足鼎立，芒果 TV 紧随其后，爱奇艺会员在二季度刚刚破亿，腾讯会员数截至 Q1 达到了 8900 万人次，芒果 TV 付费用户也达到了 1331 万，环比增长 24%。

图表 5: 奈飞美国国内和国际付费订阅用户增长情况



来源：公司财报，中泰证券研究所

图表 6: 腾讯、爱奇艺、芒果 TV 付费用户快速增长

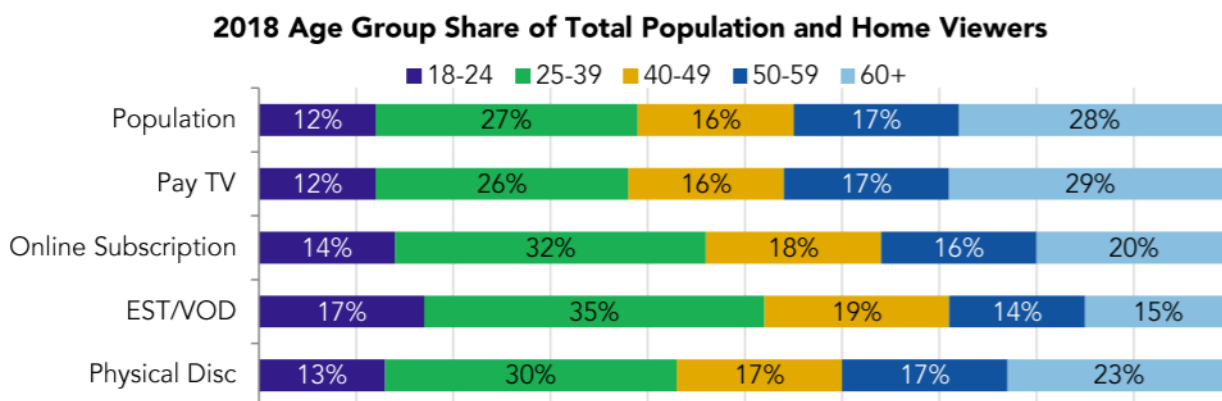


来源: 公司财报, 中泰证券研究所

流媒体视频年轻人接受度更高

- **占据年轻市场, 锁定未来。**我们可以观察到付费电视(包括有线、卫星电视等)目前的用户结构与整体年龄结构差异不大, 60+以上的人群使用占比很高, 而流媒体订阅(Online Subscription)以及付费点播(EST/VOD)的模式 40+以下的用户占比明显高于付费电视, 年轻一代不具有老一辈的观看习惯, 对新事物接受度更高, 在线流媒体相对于有线电视以及卫星电视来说拥有便捷性、内容可选性、性价比等多重优势, 因此充分占据了年轻市场, 奠定了未来增长的潜力。

图表 7: 2018 年全球不同类型视频用户年龄结构



来源: IHS Market, 中泰证券研究所

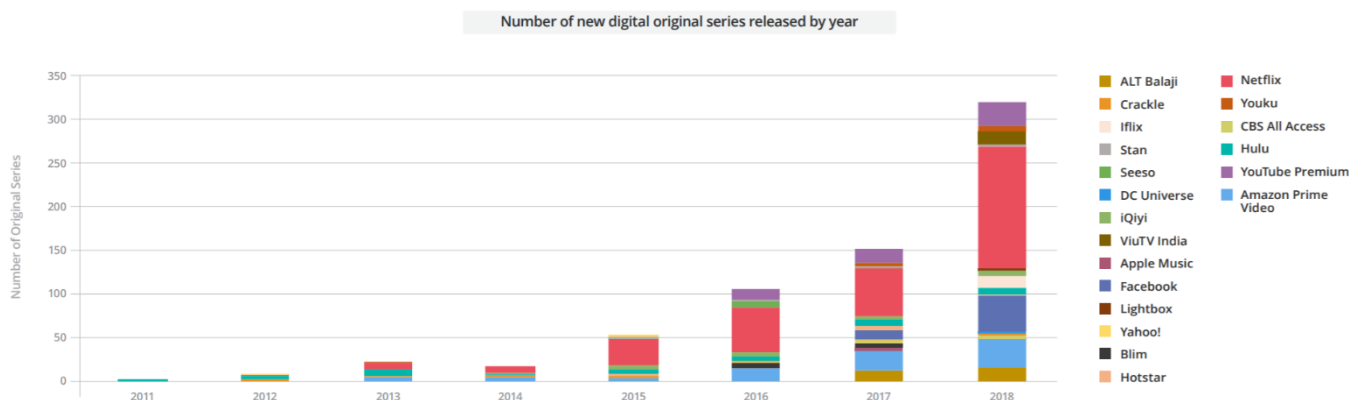
- **从数据端的一涨一跌我们能明显感受到全球流媒体大潮正在快速涌来,**用户对内容平台的迁移已经开始且不可逆转, 在线流媒体从全球来看是一条空间足够大的赛道。

国内流媒体平台 VS 奈飞

内容投入: 平台向上游渗透, 加码自制内容

- **奈飞：全球领先的在线流媒体公司**，拥有 1.51 亿付费订阅用户，服务覆盖全球超过 190 个国家，提供包括影视剧、电影、纪录片在内的多种类、多语言的丰富内容，内容来自于第三方版权授权以及原创制作。
- 由于受到 NBC、迪士尼等版权剧撤剧、涨价、业内竞争等多方面因素影响，奈飞自 2015 年开始在原创内容上投入力度不断加大，当前自有版权内容库中拥有上千部内容，制作出了包括《萨布丽娜的惊心冒险》、《怪奇物语》、《毒梟》、《女子监狱》、《纸牌屋》等爆款系列。
- 根据 Parrot 数据分析，2018 年全球数字原创系列内容数量达到 319 部，其中奈飞制作了 139 部，这一数字几乎是 2017 年全球原创数字内容的总和，大幅领先所有其他内容平台，不过近些年包括 Amazon Prime Video、Facebook、YouTube Premium 等都在加大对自制内容的投入。

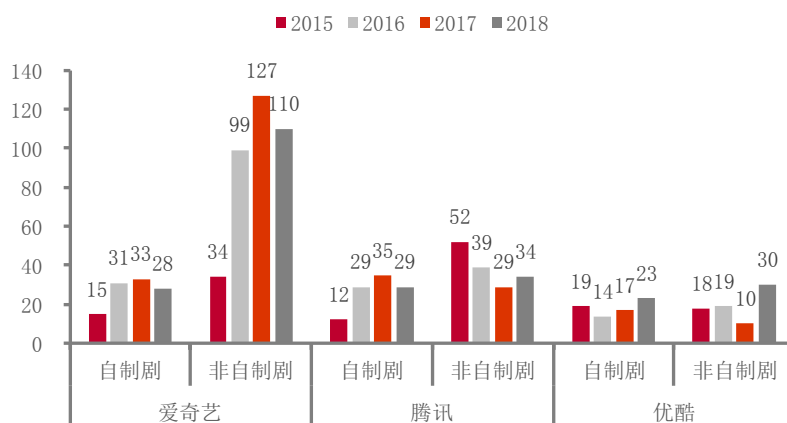
图表 8：奈飞原创内容占 2018 全球数字原创内容比达到 44%



来源：Parrot Analytics，中泰证券研究所

- 国内在线流媒体平台近些年也均在自制内容方面加大了投入，爱奇艺、腾讯自 2016 年以来每年投入自制的剧目数量均在 30 部左右，优酷略少但也达到 15~20 部每年，芒果 TV 在综艺方面也推出了包括《女儿们的恋爱》、《我家那小子》、《我家那闺女》、《明星大侦探》等等原创系列，后续也会持续加码电视剧。

图表 9：“爱优腾芒”自制与非自制内容数量情况



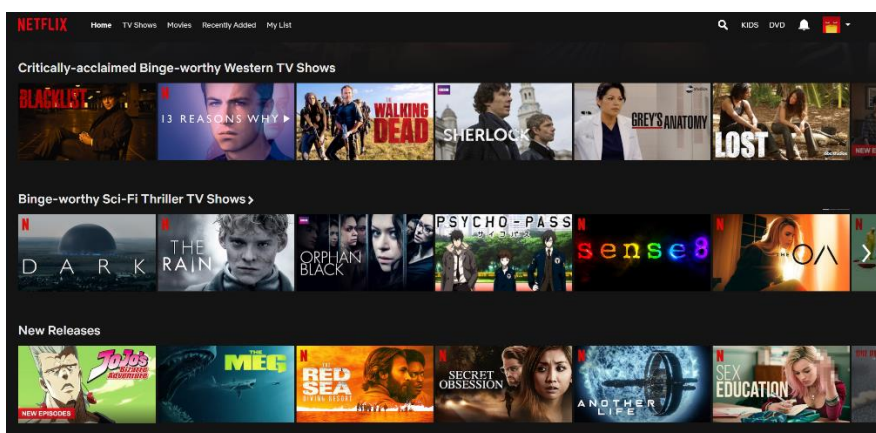
来源：骨朵数据，中泰证券研究所

- 从行业竞争格局来看，美国内容市场主要由几大传媒巨头把控，上游集中度非常高。而国内市场对比美国，上游非常分散，2018年单就参与内容备案的影视制作公司 850 家，备案内容超过 1160 部，不存在类似于奈飞被迪士尼整体撤剧的风险，因而国内在线流媒体平台也会采用大量采购的方式（由于上游相对分散且面临较大融资困境，下游视频平台的话语权不断提升），获取内容版权，一方面依靠自制爆款内容拉会员打品牌，另一方面外购版权内容丰富内容库，爱奇艺、优酷、腾讯自制剧贡献的点击量远远超过非自制剧。

播出形式：国内平台与奈飞对比有差异，侧重点不相同

- 奈飞：**收入结构简单明了，以会员订阅为收入来源，因此奈飞唯一需要做的就是服务好会员，将优质的内容呈现给付费用户，**用户可以直接在内容上线后观看完整系列。**同时由于无需服务广告商，奈飞在内容的推荐和设计上只需要完全满足用户需求即可，因此奈飞可以根据不同的用户展现不同的推荐海报和内容列表。
- 国内的流媒体平台：**由于收入结构中既包含了会员收入，也包括了广告收入，而广告收入的多少很大程度上取决于内容获取流量的多少，因此国内的在线流媒体平台更倾向于把内容依照会员付费提前看的模式，逐集播出，这样一来既可以增加会员订阅收入，也可以实现流量的最大化，利于广告收入增加。**换个角度理解，我们认为国内的流媒体目前更多还是以一种流量的思维在运营平台，而这种模式本质上是牺牲了部分用户体验而换取广告收入，以期来环节大量内容投入成本和用户推广补贴费用压力。**

图表 10: 奈飞基于个人习惯的极简推荐模式



来源：奈飞官网，中泰证券研究所

内容摊销：奈飞宽松，国内平台相对谨慎

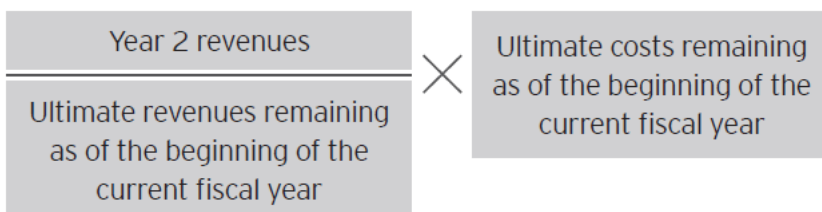
- 从内容摊销的角度来看，国内平台芒果 TV 最为谨慎，倾向于前期加速确认成本，爱奇艺则是结合了国内情况加上 GAAP 的相关准则，以 ASC 920 与 ASC 926 为基本准则进行摊销，这其中涉及自制内容的采用预估总收入与实际当期收入占比来确认摊销成本，而授权内容则主要以加速摊销为主。芒果 TV 和爱奇艺基本都能在 2~3 年内完成对内容的摊销。

图表 11: ASC926 摊销准则举例

Year 1 amortization



Year 2 amortization

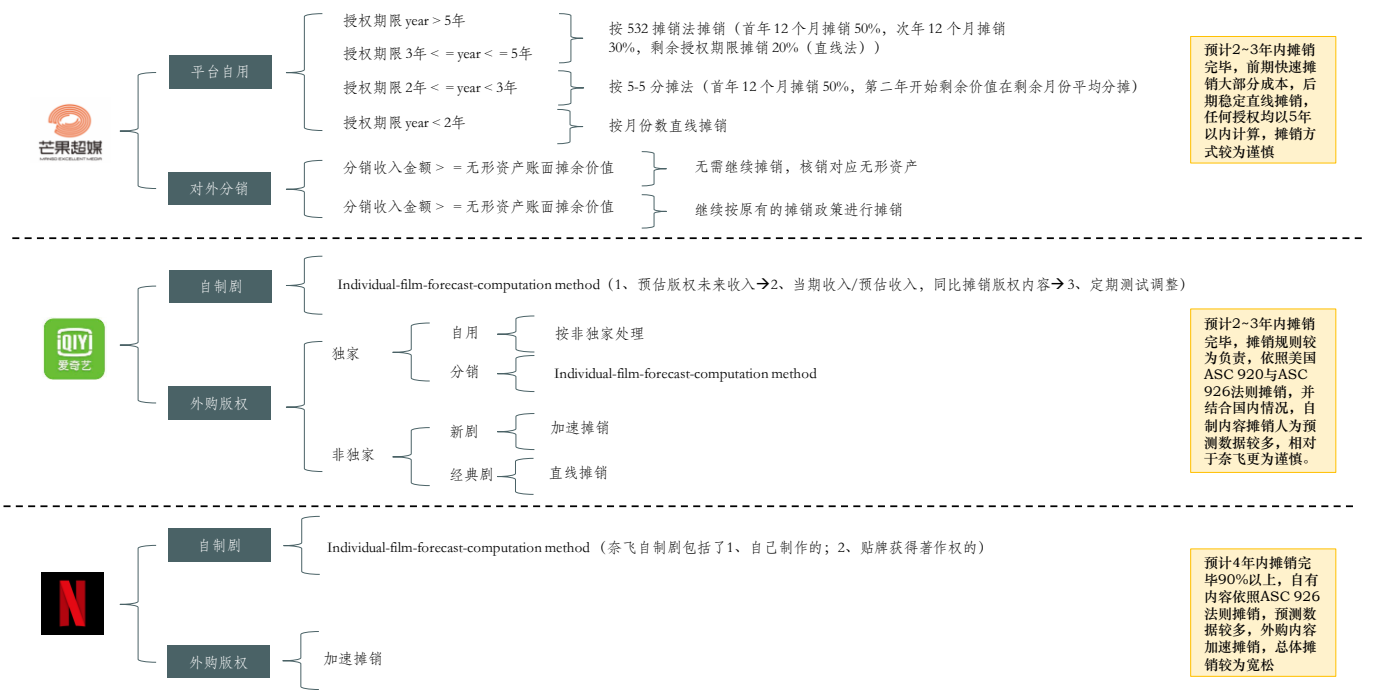


来源：安永，中泰证券研究所

- **奈飞：**摊销相对于国内平台更为宽松，公司预计在 4 年内能完成 90% 以上的内容摊销，对于外购内容公司采用加速摊销的模式，而对于自制的内容（包括拥有奈飞品牌著作权的外购内容）则采用 ASC 926 准则，由于奈飞的自制内容库逐渐增大，我们预计后期奈飞的整体摊销速度还会继续有所下降。

- 但若考虑奈飞的市场布局和内容长尾性，我们认为奈飞的摊销速度较国内平台慢一些也是有一定依据的。首先奈飞面向的是全球市场，其平台拥有大量的原创内容和授权内容，同时奈飞摒弃了评分模式，采用机器推荐，因此在面对全球市场观众的时候，以算法个性化推荐内容的模式，给内容带来了很强的长尾效应，内容生命周期也被相应拉长，因此对原创内容的摊销相对宽松。国内的视频平台，由于起始阶段的流量思维大于内容经营，广告收入大于会员收入，导致成功的 IP 很难延续多季，加速摊销更为谨慎一些。

图表 12: 芒果超媒、爱奇艺、奈飞内容摊销规则一览



来源: 公司财报, 中泰证券研究所

定价对比: 国内平台短期较难实现提价

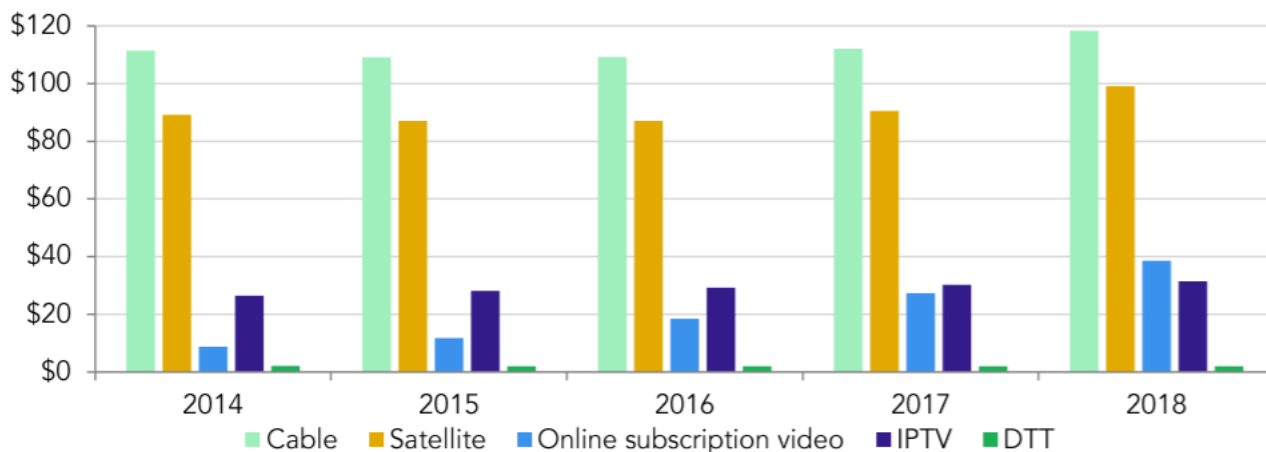
- 从占据人均 GDP 比例角度看:
- 以奈飞在美国本土、日本、英国的定价为例，美国本土基础、标准、高级三档会员定价分别为 8.99 美元/月、12.99 美元/月、15.99 美元/月，而日本为 800 日元/月 (7.5 美元)、1200 日元/月 (11.3 美元)、1800 日元/月 (16.9 美元)，英国则为 5.99 欧元/月 (6.7 美元)、8.99 欧元/月 (10 美元)、11.99 欧元/月 (13.4 美元)，若以标准套餐价格对比三国人均 GDP，则全年奈飞费用支出占到美国、日本、英国人均 GDP 的比例分别为 0.25%、0.34%、0.28%，对比国内流媒体平均 15 元/月左右的定价来看，占据人均 GDP 的实际比例基本在 0.27%左右，与奈飞的定价占比人均 GDP 基本接近。

图表 13: 奈飞美国、日本、英国和国内流媒体价格对比

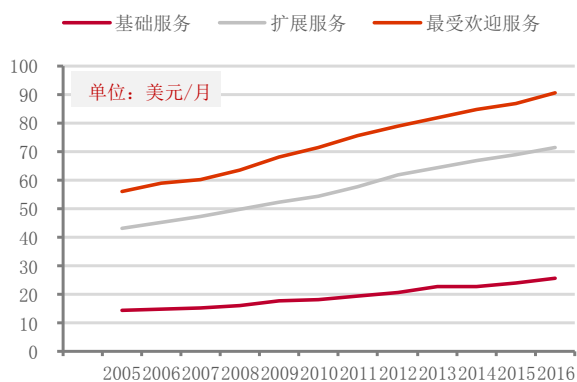
	基础套餐	标准套餐	高级套餐	占人均 GDP 比重 (%)
奈飞美国 (美元/月)	8.99	12.99	15.99	0.25%
奈飞日本 (日元/月)	800	1200	1800	0.34%
奈飞英国 (欧元/月)	5.99	8.99	11.99	0.28%
中国流媒体 (元/月)		15		0.27%

来源: 奈飞官网, 世界银行, 中泰证券研究所

- 对比有线电视收费: 奈飞价格优势明显!** 根据 IHS 的数据, 2018 年有线电视全球收入 1180 亿美元, 人均年开支 212 美元, 在线流媒体收入仅是接近 400 亿美元, 人均年开支仅为 65 美元, 是有线电视价格的 30%, 流媒体单价增长空间非常大, 以奈飞美国本土标准套餐为例, 人年均支出为 155 美元, 而美国有线电视最受欢迎的服务年均支出为接近 1000 美元, 奈飞定价仅为有线电视的 1/7。

图表 14: 全球付费电视和在线视频收入对比 (单位: 10 亿美元)
Global Pay TV & Online Subscription Revenue (US\$ Billions)^{29, 30}
 Source: IHS Markit


来源: IHS Market, 中泰证券研究所

图表 15: 美国有线电视月均价格持续走高


来源: FCC, 中泰证券研究所

图表 16: 奈飞美国订阅价格

	基础 (Basic)	标准 (Standard)	高级 (Premium)
月费 (美元)	8.99	12.99	15.99
HD	×	√	√
Ultra HD	×	×	√
可同时观看屏幕数	1	2	4
支持笔记本、电视、手机和平板上收看	√	√	√

来源: Netflix 官网, 中泰证券研究所

- 行业内玩家定价对比：奈飞的定价较其他平台略高一些，行业最低定价是 hulu 广告版的 5.99 美元，2019 年 1 月开始从 7.99 元下调到 5.99 元。

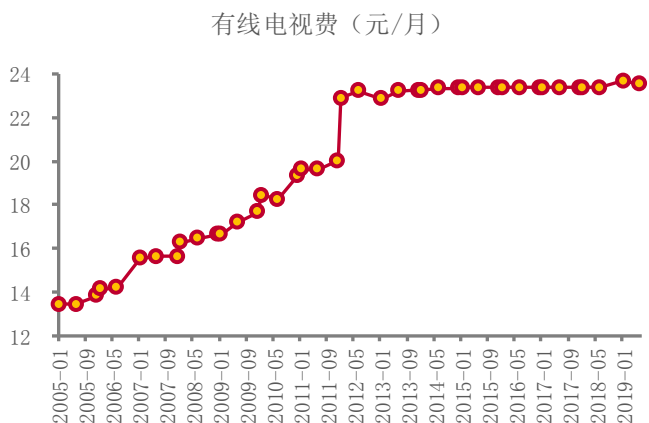
图表 17：奈飞及美国主要竞争对手月费比较

奈飞及美国主要对手月费比较	
Netflix	基本套餐：8.99 美元 标准套餐：12.99 美元 高级套餐：15.99 美元
Hulu	含广告套餐：5.99 美元 不含广告套餐：11.99 美元
HBO	14.99 美元
Amazon	8.99 美元
Disney+	Disney+ 6.99 美元 ESPN+ 4.99 美元 Hulu 5.99 美元

来源：中泰证券研究所

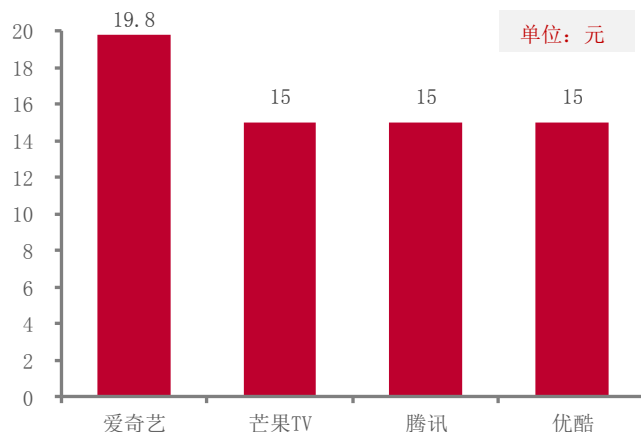
- 中国市场有线电视月平均价格 24 元/月，与美国以及世界其他国家对比相对便宜，但依旧比流媒体服务月费要高出不少。
- 不过依照现有的国内流媒体的定价水平，我们认为很难在短期内实现提价，两大理由：1) 国内一直以来的价值观中，为虚拟产品付费的习惯没有很好养成，加之此前盗版内容影响深刻，因此需要较长的低价、折扣培育时间；2) 国内当前在线流媒体市场竞争非常激烈，“爱腾优”均处于大规模烧钱阶段，并未有一方有绝对优势，而反观奈飞在英国等欧洲英语圈国家的市场份额达到 83%，瑞典和芬兰等欧洲非英语国家的市场份额达到了 76%，即使在对本国文化保护比较严格的意大利和法国的市占率也达到了 68%，在美国本土市占率也超过 40%，有绝对市占率优势的情况下才有提价的资本。

图表 18：国内 36 中大城有线电视费



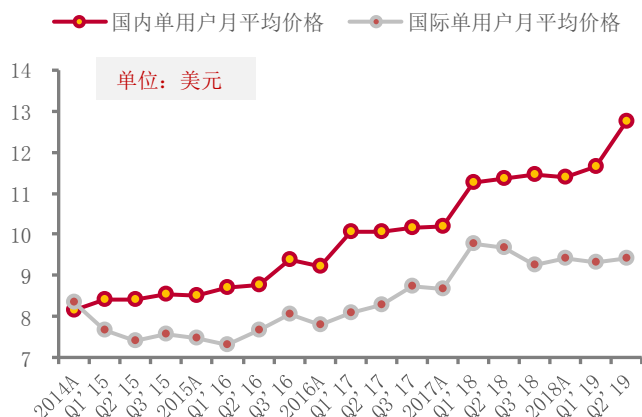
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 19：安卓端各大流媒体网站会员定价



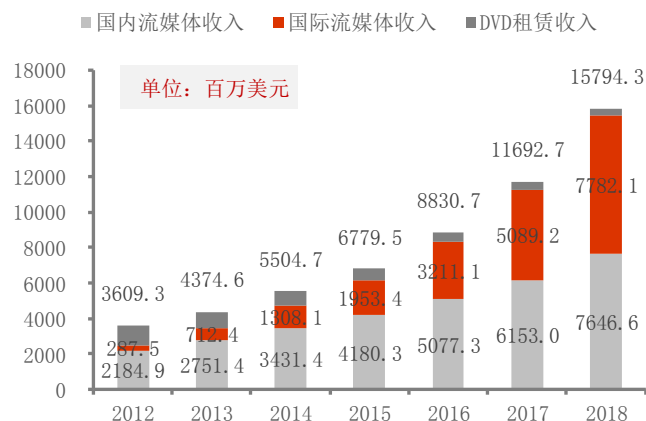
来源：官方 APP，中泰证券研究所

图表 20: 奈飞单用户月平均价格呈上涨趋势



来源: 公司财报, 中泰证券研究所

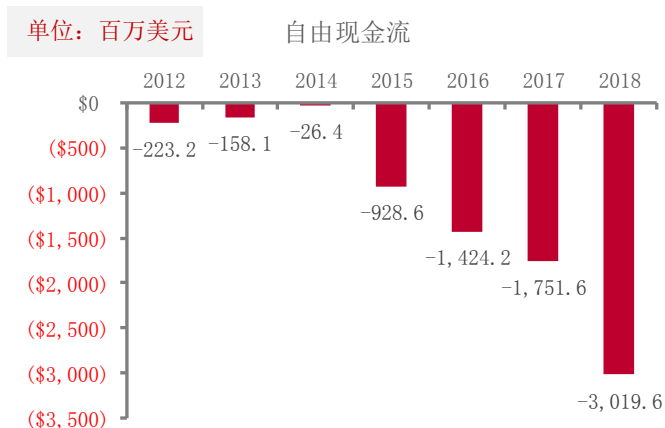
图表 21: 奈飞 2012~2018 年收入呈现快速增长



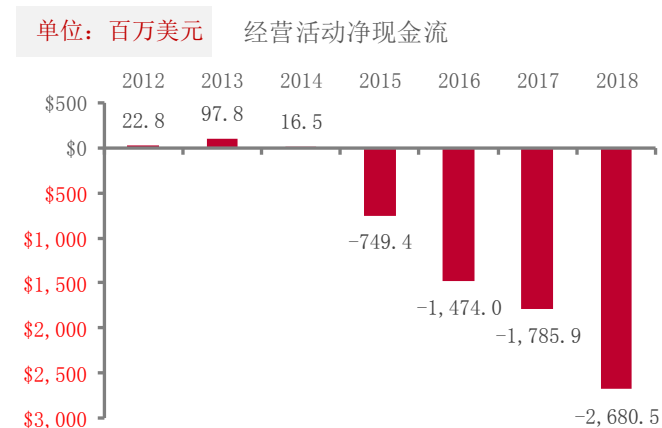
来源: 公司财报, 中泰证券研究所

现金流困局: 被普遍诟病的风险点

- 在线流媒体的核心竞争力来源即优质内容的持续供给, 因此平台对于内容的投入往往是巨大的, 包括奈飞、爱奇艺、腾讯等近些年在内容投入上持续加码。内容投入主要包括外购和自制, 外购的内容上线周期相对较短, 可先交部分定金待内容制作完成后付款上线, 自制内容周期较长, 资金投入是全过程的, 因此各大流媒体网站加码自制内容对现金流的压力会相对更大。
- 奈飞截至 2018 年的自由现金流为负 30 亿美金, 经营性净现金流为 -26.81 亿美金。截至 19 年 Q2, 公司发债总额共计 126.96 亿美金, 大部分为 2017 年后发放, 同时公司还有 100 多亿美金表外负债没有计入。2018 年公司在内容端的投入总额为 120.4 亿, 6 年的复合增速为 38%。内容投入的持续增长与奈飞的海外市场规模不断扩大和原创内容的投入有密不可分的关系, 预计 2019 年公司在内容上投入将超过 150 亿美金。
- 订阅用户持续增长是奈飞重金投入内容开发的底气所在, 不过截至 2019Q2 奈飞美国国内用户数首次环比下降, 国内市场竞争激励, 迪士尼即将入局, 且定价较奈飞更具优势, 我们预计奈飞在国内的用户增长将进一步放缓, 重点需关注其海外用户的拓展, 从 Q2 来看仍保持不错增速, 但在如此高的内容投入情况下, 一旦用户增长放缓, 必将对公司的现金流形成巨大压力。

图表 22: 奈飞自由现金流情况


来源: 奈飞财报, 中泰证券研究所

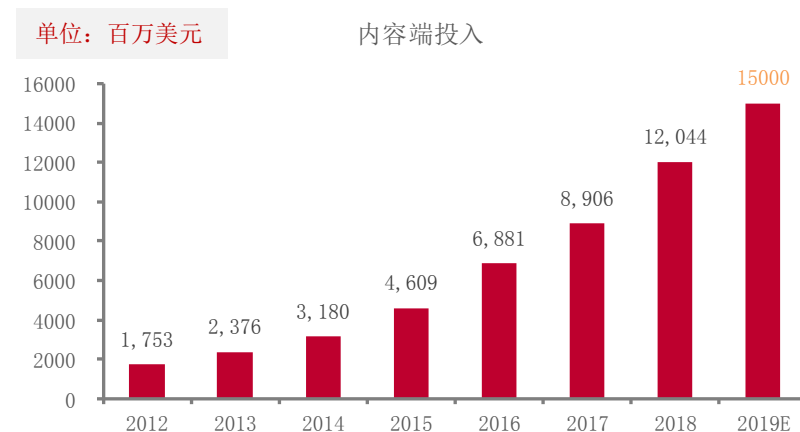
图表 23: 奈飞经营性净现金流情况


来源: 奈飞财报, 中泰证券研究所

图表 24: 奈飞截至 19Q2 发放公司债总额超过 126.96 亿

	Principal Amount at Par (in millions)	Issuance Date	Maturity
5.375% Senior Notes	\$ 500	February 2013	February 2021
5.500% Senior Notes	700	February 2015	February 2022
5.750% Senior Notes	400	February 2014	March 2024
5.875% Senior Notes	800	February 2015	February 2025
4.375% Senior Notes	1,000	October 2016	November 2026
3.625% Senior Notes (1)	1,479	May 2017	May 2027
4.875% Senior Notes	1,600	October 2017	April 2028
5.875% Senior Notes	1,900	April 2018	November 2028
4.625% Senior Notes (2)	1,252	October 2018	May 2029
6.375% Senior Notes	800	October 2018	May 2029
3.875% Senior Notes (3)	1,365	April 2019	November 2029
5.375% Senior Notes	900	April 2019	November 2029
总计	\$ 12,696		

来源: 奈飞财报, 中泰证券研究所

图表 25: 奈飞内容投入快速增长


来源: 奈飞财报, 中泰证券研究所

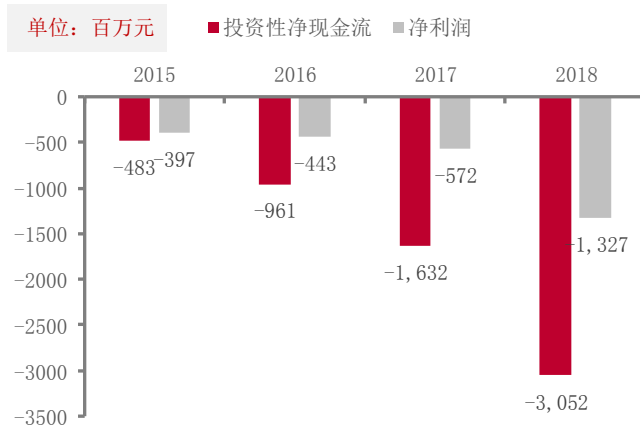
- 国内市场以爱奇艺为例, 2018 年整体内容成本高达 211 亿, 2019 年 Q1 单季度成本为 53 亿, 同比增长 38%。从现金流的角度来看, 爱奇艺的投资性现金流负值持续扩大 (投资性现金流中的资本支出主要用于内容版权的购买), 净利润亏损不断增大。公司近期通过对外发放可转换债补足现金流, 截至 19 年 Q1 公司发放可转换债总额 115.5 亿。

图表 26: 爱奇艺内容成本呈上升趋势



来源: 爱奇艺财报, 中泰证券研究所

图表 27: 爱奇艺投资现金流与净利润持续承压



来源: 爱奇艺财报, 中泰证券研究所

空间探讨: 国内 VS 国际

- 首先从文化和语言的角度考虑, 国内的内容向海外大规模输出是有一定阻碍的, 英语的优势和欧美的文化有利于奈飞的全球扩张, 而国内流媒体平台在可见的中短期将继续以深入耕耘国内市场为主。
- 根据上面章节 IHS Market 的数据显示, 全球有线电视 2018 年的规模为 1180 亿美金, 若再加上卫星电视的规模则接近 2200 亿美金, 而在线流媒体订阅市场的规模仅为 400 亿。
- 全球有线电视的订阅人数 2016 年达到峰值后持续下降, 订阅用户截至 2018 年为 5.56 亿, 加上卫星电视还有 2.2 亿用户, 而 2018 年在线流媒体的订阅用户数达到 6.13 亿, 在用户数超越有线电视和卫星电视的情况下, 规模仅为两者之和的 20% 不到, 随着全球用户不断向更加便捷、实惠、内容丰富自主的流媒体平台迁移, 我们预计全球流媒体市场的规模有望超过千亿。
- 奈飞目前是全球流媒体行业的龙头, 占据了很好的先发优势, 其 APP 在全球 97 个国家的 iOS 畅销总榜中排名前 10。全球未能有任何一款 APP 达到这个成绩, 略能接近这一数据的仅有做陌生人社交的 Tinder、吃鸡大爆款 Fortnite、UGC 视频为主的 YouTube。奈飞若能权衡好内容投入与用户拓展之间的平衡关系, 保证相对健康的现金流和持续的优质内容供给, 则有望充分享受流媒体市场大发展的红利。

图表 28: 奈飞 iOS 全球各个国家畅销总榜排名情况

	所有类别
国家/地区的# — 排名达1	13 ▲1
国家/地区的# — 排名达5	77 ▲12
国家/地区的# — 排名达10	97 ▲2
国家/地区的# — 排名达100	143 ▼2
国家/地区的# — 排名达500	154 =
国家/地区的# — 排名达1000	154 =

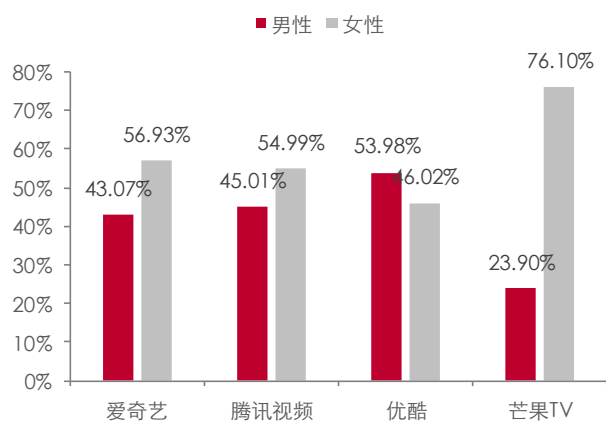
来源: App Annie, 中泰证券研究所

- 国内流媒体市场,根据 CNNIC 披露的数据,移动网民在网络流媒体 APP 花费的时间占比为 12.8%,仅次于即时通信,网络流媒体整体受众规模为 6.12 亿,根据爱奇艺披露的最新数据其付费会员数超过 1 亿,腾讯达到 8900 万,芒果 TV 达到 1331 万,国内市场的竞争非常激烈,芒果 TV 依靠自制综艺及细分定位迎头赶上,爱奇艺、腾讯不相上下,优酷略有下滑。
- 目前国内的付费用户培养更多是通过打折、赠送、会员互通等形式,短期实现快速导入,我们偏向于认为现阶段国内会员的高速增长是有一定的水分的,一旦平台削减推广可能会对用户的续费带来明显冲击,仍需要投入较长时间和资金来逐渐培养用户的付费习惯。
- 简单对比奈飞在美国实现总人口近 20%的渗透率情况,国内视频流媒体龙头若达到这一渗透率用户付费空间预计在 2.5 亿~3 亿左右,对比目前还有 2 倍以上的提升空间。

投资建议: 关注芒果超媒

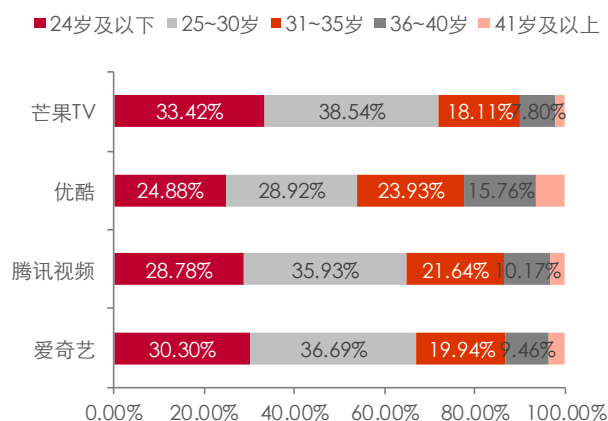
- 公司旗下芒果 TV 是国内除“爱腾优”之外,第四大视频平台,定位区别于前三大视频平台的大而全,芒果 TV 主要定位于年轻女性用户,平台女性用户占比超过 70%。芒果超媒实行差异化的竞争策略,天然享有湖南卫视长期积累下来的内容制作人才、设施设备,在综艺内容以及青春电视剧内容领域拥有明显优势,成本端控制较好。

图表 29: 视频网站用户性别占比对比 (%)



来源: 艾瑞, 中泰证券研究所

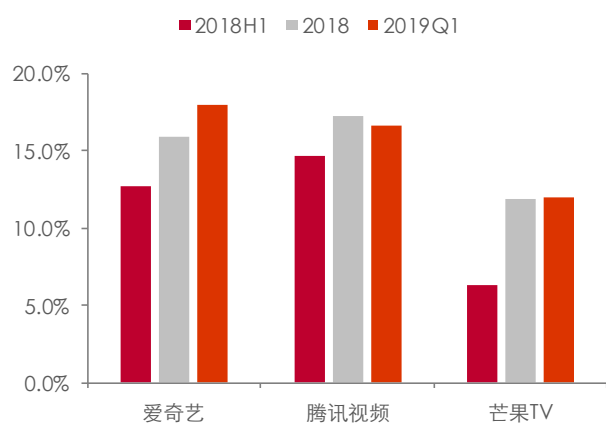
图表 30: 视频网站用户年龄结构占比 (%)



来源: 中泰证券研究所

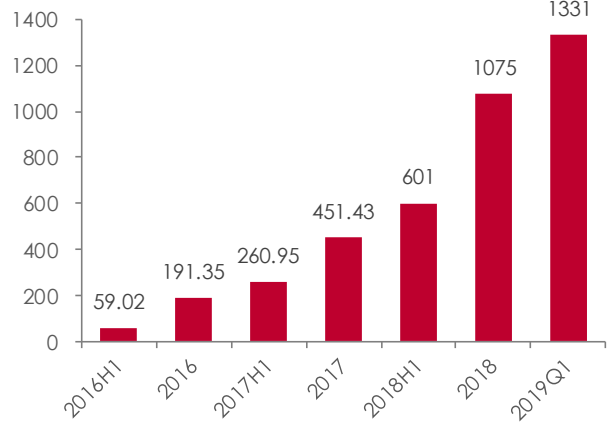
- 芒果TV 付费订阅用户呈现快速上升趋势, 但整体渗透率较爱奇艺与腾讯视频仍有提升空间。芒果TV 用户粘性 & 品牌忠诚度高, 我们把 2018 年各季度芒果TV 分销综艺内容在其他各个平台的播放量与芒果TV 自身平台播放量做对比, 可以发现虽然三大平台用户活跃度远超芒果TV, 但是播放量方面, 仅有腾讯视频购入的《中餐厅》第二季在播放量上略超芒果TV, 其余综艺播放量芒果TV 均明显多于其他分销平台, 证明用户在芒果TV 平台上粘性、品牌的忠诚度均非常高。

图表 31: 爱奇艺、腾讯视频、芒果TV 付费渗透率 (%)



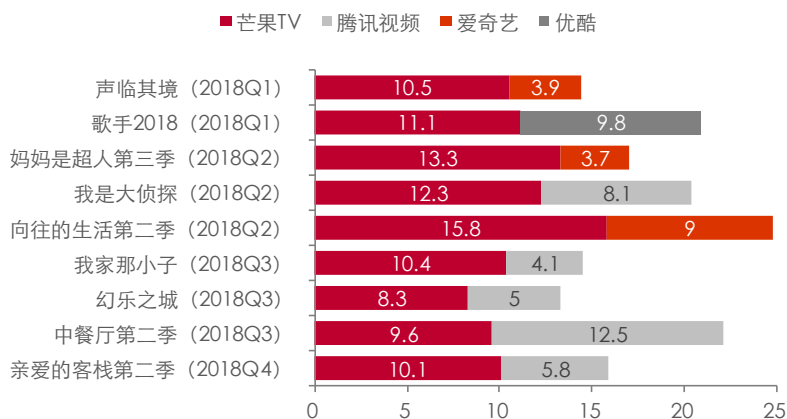
来源: Questmobile, 公司公告, 中泰证券研究所

图表 32: 芒果TV 付费会员数量 (万)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 33: 同期上线的综艺播放量对比 (亿次)



来源: 艺恩, 中泰证券研究所

- **芒果超媒还拥有开展 IPTV 和 OTT 业务授权。**OTT 牌照方面, 目前全国共计有 7 家互联网电视集成服务机构, 16 家互联网电视内容服务机构, 湖南广播电视台同时拥有这两块牌照, 授权芒果超媒下属子公司快乐阳光开展业务; IPTV 牌照方面, 目前全国共发放了 7 块 IPTV 集成播控及内容服务牌照, 湖南广播电视台拥有一块省级 IPTV 集成播控服务牌照, 授权快乐阳光从事 IPTV 业务。快乐阳光是全国唯一一家即拥有 IPTV 和 OTT 业务全牌照又拥有在线视频平台和强大内容制作能力的公司, 将充分受益于 IPTV 和 OTT 业务的快速发展, 随着终端的铺设完善, 下游对内容的需求将更为迫切。
- **估值: 采用分部估值法**
 - 1) 芒果 TV 收入单独计算, 互联网视频业务收入+版权分销收入, 预计 2020 年收入总计在 90 亿左右, 根据当前美股爱奇艺 3~4xPS、哔哩哔哩 6~7xPS、奈飞 7~8xPS 的估值情况, 芒果 TV 即拥有 B 站年轻态的属性, 但以女性为主, 又拥有爱奇艺、奈飞的制作能力, 但以综艺为主, 我们综合三方的整体情况给与 4xPS, 对应芒果 TV 市值在 360 亿左右。
 - 2) 运营商业务: 依照可比公司新媒股份的利润率情况, 我们依照 30% 的净利率水平测算芒果超媒 2020 年运营商业务利润, 我们预计在 4.5 亿左右, 考虑到新媒股份作为次新股且处于快速发展阶段, 拥有一定估值溢价, 将 2020 年 wind 一致预期 30xPE 打 8 折, 对应 25x, 芒果超媒运营商业务对应市值 110 亿。
 - 3) 其他内容制作公司估值: 均给与行业平均 10xPE, 对应 2020 年对赌业绩合计为 2 亿, 市值对应 20 亿。
 - 4) 快乐购业务: 依照 2.5xPS 计算, 2020 年收入预计在 14 亿左右, 对应 35 亿市值。
- 芒果超媒测算合计市值空间在 530 亿左右, 作为 A 股唯一一家视频平台业务公司, 拥有明显稀缺性, 同时背靠湖南卫视, 拥有天然的资源禀赋优势, 政策端由于传统媒体出身, 更加敏感, 目前 2020 对应 26xPE, 建议积极关注。

风险提示

内容政策风险

- 内容类型不符合政策规范，监管较严，导致行业发展受到一定限制。

现金流短缺风险

- 流媒体行业对内容投入成本巨大，若内容上线不达预期或者被限制上线，而平台无法顺利融资的情况下，存在现金流短缺的风险。

其他泛娱乐形式冲击风险

- 娱乐内容本质上是抢夺用户注意力和时间的经济，若在线流媒体受到短视频、游戏等冲击较大的话，存在用户流失导致行业增速放缓的风险。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。