

行业评级：买入

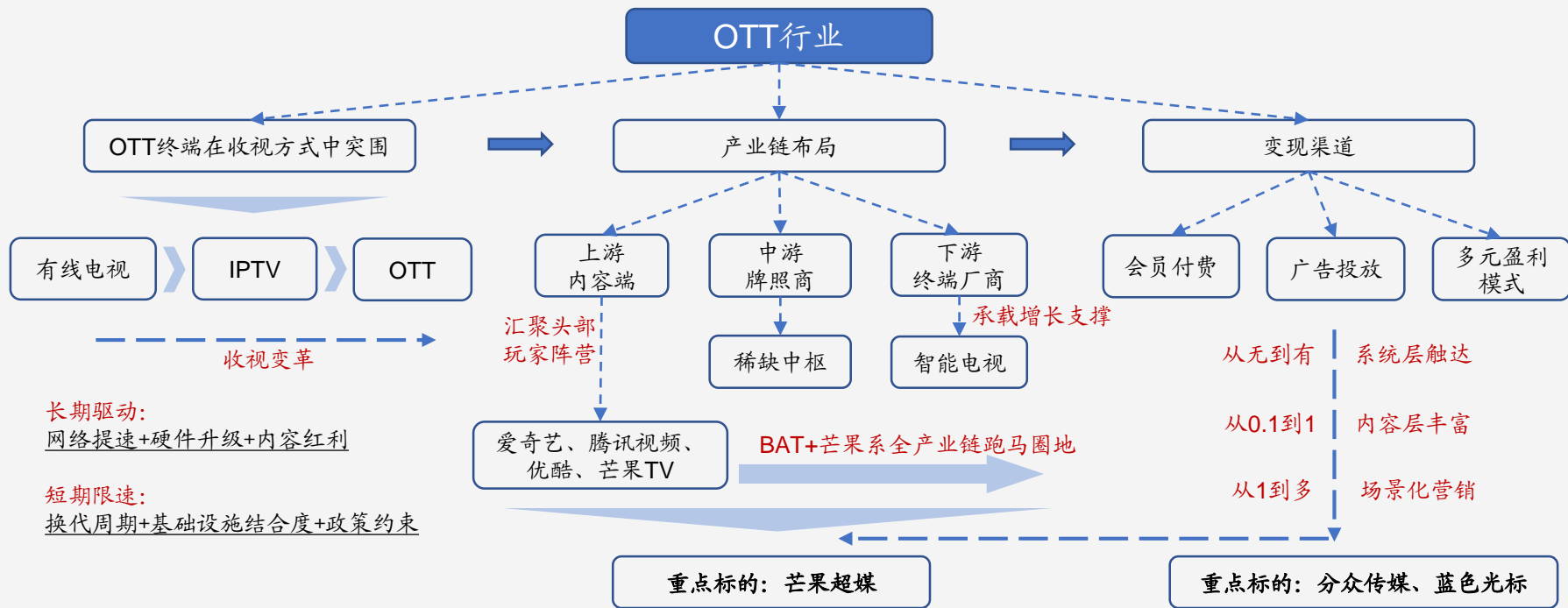
OTT行业回溯与变革：技术迭代，客厅场景 消费崛起

广发证券发展研究中心传媒互联网

旷实，首席分析师，S0260517030002

朱可夫，分析师，S0260518080001

2018年8月19日



从产业发展逻辑看OTT在收视变革中的突围

- 我国电视产业正在经历收视方式的变革与迭代：有线电视 → IPTV → OTT
- 我们认为长期驱动变革的原因在于网络提速、硬件升级和内容红利，但短期增长限速于TV及收视方式的换代周期、领先技术与OTT电视结合度较低及政策环境的约束，因此行业仍处于普及潮的爆发前夕。

头部网络视频平台或将成为OTT领域赢家

- OTT与前代收视方式相比，是从内容到终端的产业全面升级。
- 传统有线公司为何被洗牌出局？在有线电视时代，OTT与传统业务的互搏让有线公司很难完成转型；在互联网电视时代，网络平台垄断了内容供应，重塑产业价值链条。
- 网络视频平台巨头如何崛起成就赢家？头部网络视频平台凭借资本或内容优势向产业链中下游延伸，布局垂直生态。上游BAT+M（爱奇艺、优酷、腾讯视频、芒果TV）汇聚头部玩家阵营，以股权等形式深度介入中游牌照稀缺中枢，与下游终端格局分散的多方厂商合作。

创新迭代驱动市场打开增量盈利空间

- 盈利渠道逐渐从会员付费、广告投放向更多渠道拓展。
- OTT广告市场历经从无到有（系统层触达）、从0.1到1（内容层丰富）和从1到多（场景化营销），内容层广告正处于不断发展创新的历程，广告形式趋于丰富将驱动当前存量的广告市场向增量市场方向延伸。
- ❑ 投资推荐：芒果超媒（拥有湖南系+芒果系资源的稀缺网络视频平台）、分众传媒（与阿里合作将涉足OTT广告业务）、蓝色光标（技术赋能的国内数字营销领军企业，目前为OTT领域最大广告代理商）
- ❑ 风险提示：政策监管环境收紧，新进入者加剧行业竞争。

- ◆ 一、收视方式变革中看OTT终端的突围
- ◆ 二、BAT+芒果系产业链延伸跑马圈地
- ◆ 三、多元化创收渠道拓展盈利空间
- ◆ 四、投资推荐——芒果超媒、分众传媒、蓝色光标

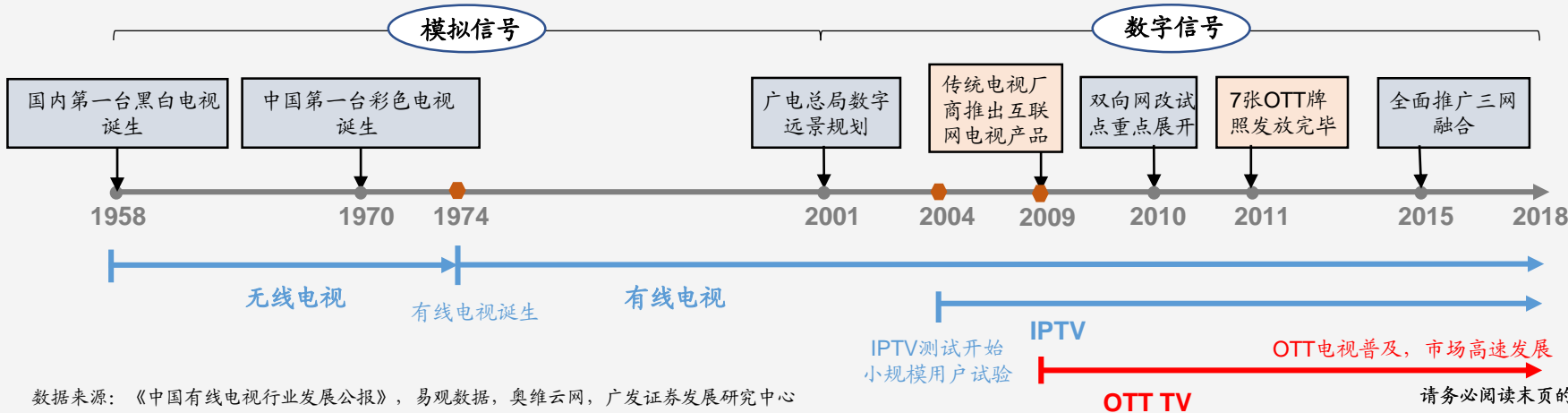
一、收视方式变革中看OTT终端的突围

1.1 电视产业发展历程：收视方式的变革

□ 我国电视行业起源于无线电视，当前是3种收视方式并存的格局：

- 1. 有线电视**——1974年国内有线电视诞生以来，一直是国内电视收视的主要渠道；2005年有线电视开启数字化，2006年数字化率达10%、2009年数字化率超过50%，有线数字电视发展平稳；根据中国有线电视行业发展公报，2017年国内有线电视用户数达2.45亿。
- 2. IPTV**——2004年中国电信、网通开始测试IPTV，2005年首张IPTV运营牌照发放；根据中国有线电视行业发展公报，2017年IPTV用户数达到1.22亿。
- 3. OTT**——2009年互联网电视问世，OTT市场呈现高速发展，2015年OTT用户数突破1亿；后经历监管加强的市场阵痛，再次进入高速发展，根据奥维云网的数据，2017年OTT终端用户数达1.68亿。

图：国内电视产业发展史



1.2 硬件升级：从屏幕到功能，技术驱动客厅重归娱乐中心

- ❑ **硬件技术发展推动智能电视普及。** 1) 显示技术升级直观提高受众的观看感受；2) AR、VR提高人机互动、沉浸式体验感受；3) 未来发展的人工智能，将为OTT电视的全产业链带来颠覆性的改变，无论观感交互还是广告投放，人工智能技术的持续发展以及和OTT的融合将成为厂商竞争力的核心体现。
- ❑ **互联网+电视拉动电视开机率回升。** 随着智能TV软件和硬件的升级，PC端、移动端视频受众回归客厅，智能电视取代传统电视机的趋势已经确定，根据勾正数据，截至2017年底，智能电视的日均使用时比电视整体的日均使用时长高出50分钟左右。

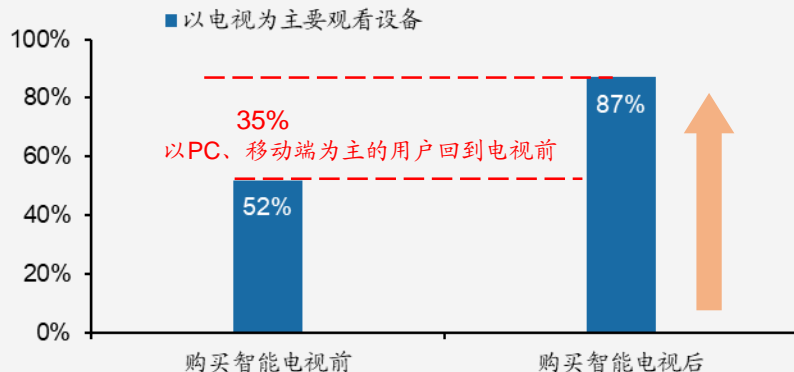
表：硬件厂商驱动智能电视技术迭代

厂商	产品
TCL	2014年12月推出国内首台量子点电视
海信	2016年10月发布世界首台4K超短焦激光电视
暴风TV	2016年10月发布全球首台VR电视
创维	2017年7月发布全球首台AR电视
夏普	2017年8月发布全球首台8K电视
长虹	2017年10月全球首个人工智能电视技术系统推出
暴风TV	2017年11月发布全球首台AI无屏电视

表：从屏幕到功能的技术升级

OLED、QLED 全色域、8K	杜比音效 全频段扬声器	极致、超薄 简约、防震	语音指令 一秒回应
屏幕显示技术	音质升级	机身工艺改进	智能体验

图：智能电视将用户从PC前重新拉回电视大屏前

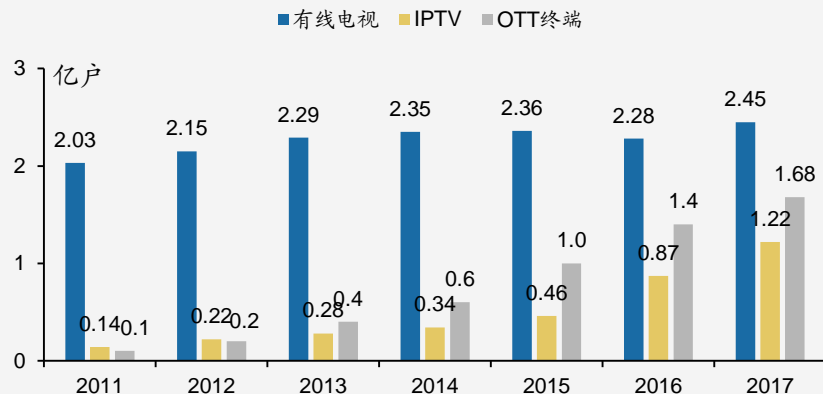


1.3 收视领域竞争格局：OTT市场规模及用户数量持续增长

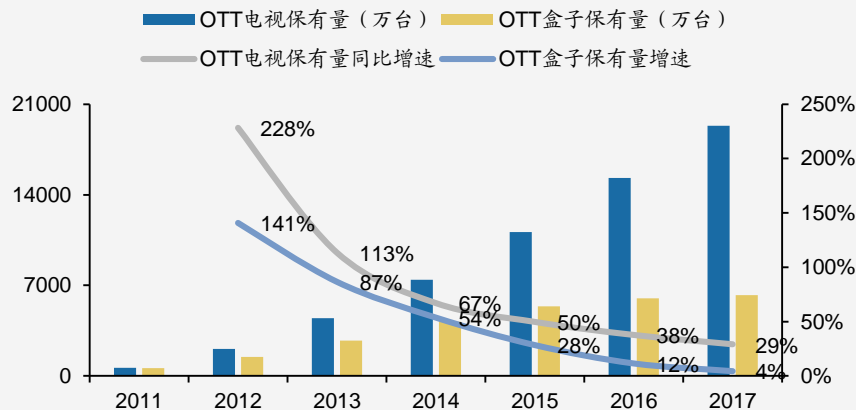
□ 收视市场争夺激烈，OTT市场份额呈现高增长。OTT终端自2009年诞生起，凭借丰富的片库、良好的功能体验和优质的清晰度，市场规模快速增长，用户数量超越IPTV、直逼有线电视。截止2017年12月，OTT终端激活量已达到1.68亿台。反观有线电视数字电视，2010年“双向网改”刺激之后，近3年市场用户规模增长已面临瓶颈；IPTV市场规模于2013年被OTT反超，虽然仍然呈现增长姿态，但增速明显不及OTT。在用户数的增速上，相较有线电视和IPTV，OTT具有较强的竞争力。

□ OTT TV贡献OTT终端增长支撑，盒子保有量趋于平稳。2011年-2014年，OTT TV与OTT盒子保有量增速均在50%以上，市场呈现高速扩张。2015年在政策监管的影响下，OTT终端保有量增长速度有所放缓，但两者总保有量仍保持在20%以上。随着市场秩序的建立和市场良性竞争，我们认为未来OTT的用户规模将会持续扩大。

图：国内有线电视、IPTV及OTT用户规模



图：OTT电视及OTT盒子保有量及增速



1.4 收视方式对比：从有线专网走向开放的互联网

□ 从有线数字电视到IPTV、再到OTT TV，收视方式的变革带来用户体验的升级。

- ✓ 运营网络上，趋于更高的网络开放程度。从广电专网下的有线电视，到由电信网、广播电视网和互联网“三网融合”共同运营的IPTV，再到依托互联网运营的OTT TV。
- ✓ 在内容方面，提供更丰富的内容库选择。有线电视的内容来自电视台及相关传媒公司，IPTV在此基础上拓展了IPTV牌照商的内容库，而OTT终端凭借互联网拥有大量影视资源，但播出内容受互联网集成平台牌照商的管控。
- ✓ 功能形态上，承载播放操作体验的提升。有线电视支持直播和点播功能，IPTV在有线电视功能基础上增加了回看、时移及部分增值业务功能。而OTT TV除了无法实现广电系统直播外，拥有点播，轮播及其他增值服务，还可支持第三方互联网应用。
- ✓ 在终端方面，走向智能化及高性能。有线电视和IPTV均为机顶盒+TV的模式，而OTT终端既可支持传统TV+OTT盒子，也可直接使用智能电视。同时，OTT终端向大屏、高清、曲面等更高用户体验的性能发展。

表：三种收视方式对比

	有线数字电视	IPTV	OTT
政策监管	内容监管	内容+IPTV牌照	内容+集成牌照
运营网络	有线专网	IP城域网（三网融合运营）	互联网
业务运营	有线网络运营商	电信运营商+广电牌照运营商	互联网集成平台牌照商
内容来源	中央及地方电视台、制播分离后新成立的传媒公司	广电系统+IPTV牌照商内容	牌照商内容+视频网站版权内容+其他
功能形态	视频直播、点播	直播、回看、点播、时移及部分增值业务	视频点播、轮播、增值服务、互联网应用
收费方式	前向收月费	与宽带费用捆绑	免费（内容端付费增值）
终端方式	机顶盒+TV	机顶盒+TV	1、智能电视；2、OTT盒子+TV

1.5 动因分析：网络提速+技术发展+内容红利驱动OTT市场崛起

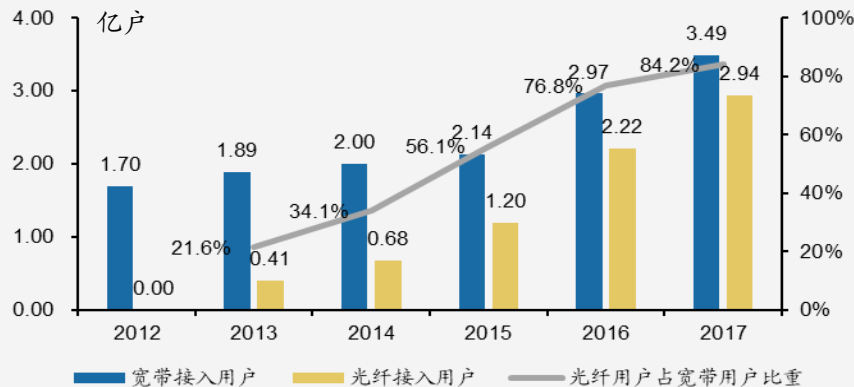
□ OTT市场成长的长期驱动因素

1. 网络提速提升传输效率。高速宽带覆盖率提升，奠定OTT终端普及的网络基础。
2. 技术进步优化用户体验。OTT TV拥有大屏、高清、曲面及正在快速结合的4K、AR、VR、低延迟、秒级起播等技术。
3. 分享网络视频内容红利。依托互联网不断丰富的内容资源，满足用户对家庭娱乐中心日益增长的内容需求。

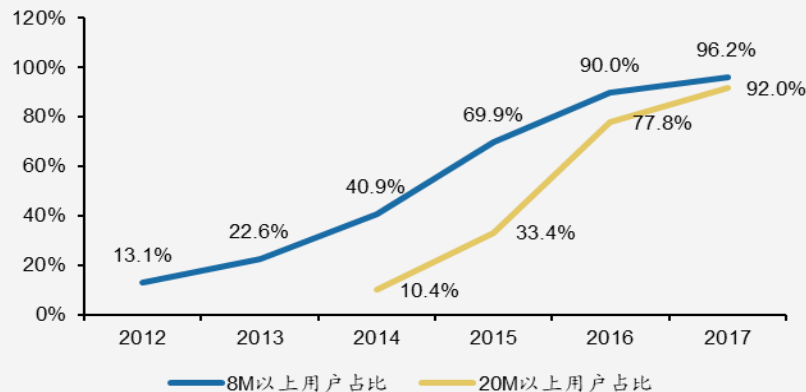
□ 限制OTT市场增速的短期影响因素

1. TV及收视方式存在换代周期。产品更新换代是用户更换电视的主要动力，作为家庭耐用品，更换周期较长。
2. 当前市场的领先技术与OTT电视结合度较低。1) 新技术的市场化进程较慢，单价较高；2) 相关配套设备和基础尚不完备。
3. 近年来政策环境对OTT终端及内容监管进行约束调整。

图：2012-2016年国内宽带用户规模持续提升



图：宽带高速上网用户占比趋高



二、BAT+芒果系产业链延伸跑马圈地

2.1 OTT产业链：从内容到终端的全面升级

□ 电视产业的产业链分为：上游内容提供方、中游内容播出平台+应用开发商+互联网电视牌照商、下游播出渠道方。

- 在内容方面，传统内容提供方是CCTV及各地区电视台，内容涉及电视剧、综艺、电影、体育赛事等；网生内容提供方则包括网络内容平台方则包括如腾讯视频，爱奇艺，优酷等PGC内容平台，也包括如Bilibili等UGC内容平台。
- 在平台方面，内容平台与应用开发商合作，以Launcher或APK的形式将内容播出平台搭载在系统平台上；内容播出平台必须与OTT牌照方绑定，内容在获得牌照方审核后才可播放。国内持有OTT牌照厂商仅有7家，牌照方是处于产业链的核心地位。
- 在入口方面，国内外传统电视制造商及互联网品牌纷纷加入OTT TV及OTT盒子的市场争夺。互联网电视厂商正积极尝试在产品中导入AI，如小米电视4A加入语音识别、微鲸联手微软实现“人脸识别儿童锁”等，成为未来智能电视竞争的有力筹码。

图：国内OTT行业产业链



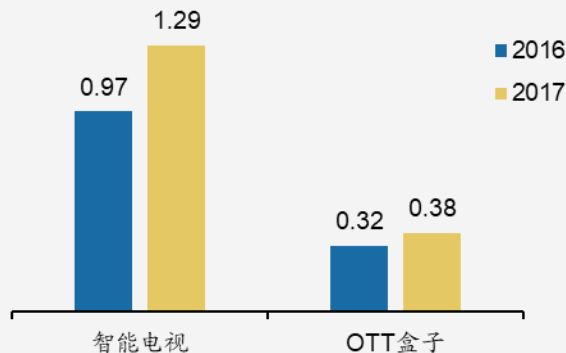
2.2 下游终端厂商：智能电视承载OTT终端增长支撑

□ 在下游入口方面，OTT终端可分为智能电视及OTT盒子。

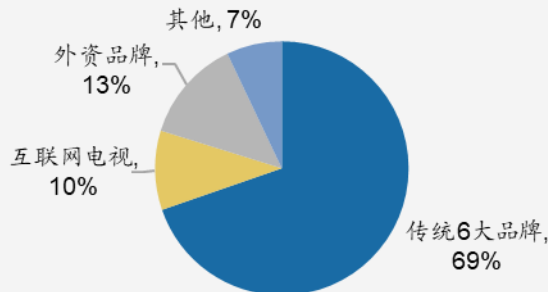
□ 智能电视市场格局由传统电视厂商主导、多方玩家共同参与。传统六大电视品牌（创维、海信、TCL、长虹、康佳、海尔）紧跟互联网发展步伐布局智能电视领域，凭借其在高端市场的话语权、生产制造研发能力以及渠道供应商优势，激活终端占比达69%；而外资厂商（三星、索尼、夏普、LG等）、互联网电视（乐视、小米、微鲸、暴风TV等）激活终端分别占13%、10%。在互联网电视厂商的冲击下，OTT TV市场展开激烈的低价竞争，大大降低了OTT TV购买门槛，促进OTT TV的普及。

□ OTT盒子阵营中，小米、天猫双雄称霸。与智能电视的高歌猛进不同，盒子的市场规模增速趋缓。在现有的OTT盒子厂商中，小米和天猫两大寡头，占据了OTT盒子领域61%的市场份额。

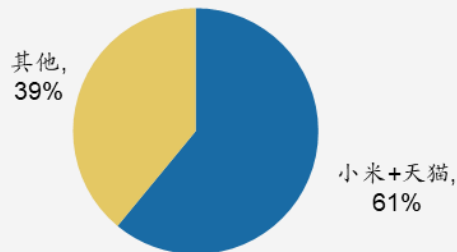
图：2016-2017年OTT终端激活量



图：2017年智能电视激活用户厂商结构



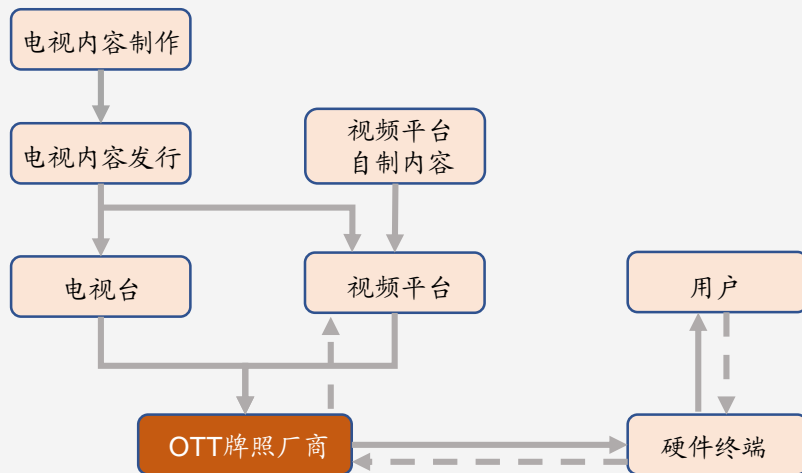
图：2017年OTT盒子激活用户厂商结构



2.3 中游平台厂商：牌照商成为产业链的稀缺中枢

- **稀缺性让牌照厂商成为OTT产业链的核心。**为保证互联网电视内容可管可控，广电总局要求OTT端所有内容必须通过集成牌照厂商环节方可播出，这让电视内容的控制权集中牌照厂商手中。目前仅有7家厂商获得OTT牌照，且2011年之后牌照暂时不再发放，牌照方由于其稀缺性把控着OTT产业链的核心命脉。
- **上下游企业合作紧密，积极与牌照商建立合作。**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，无论是传统六大电视厂商，还是新兴硬件厂商都在积极寻求与牌照方合作。从内容方的角度，牌照方的支持、与终端厂商的合作是其流量变现的渠道，爱奇艺、腾讯视频等视频内容平台都取得了除芒果TV以外6家牌照方的合作关系。而牌照方除牌照费外，也可根据本身内容库获得广告收入。

图：OTT牌照厂商把控内容输入闸口



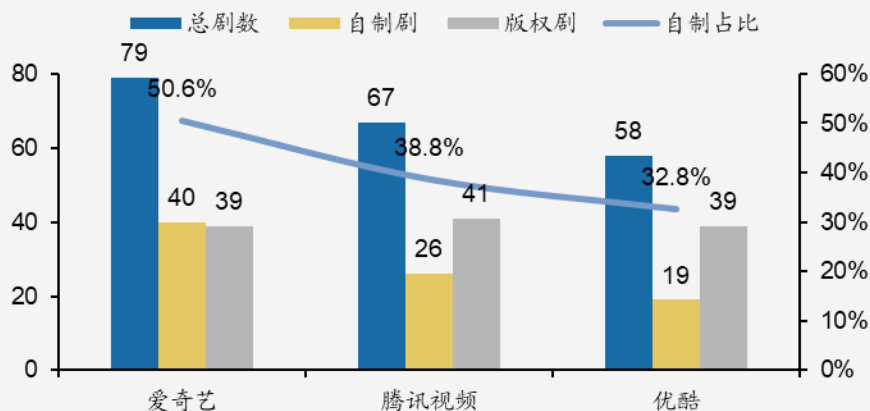
表：上下游积极与7大牌照厂商合作

合作终端厂商	牌照方	合作内容方
长虹、创维、康佳	ICNTV	腾讯视频、企鹅电视、爱奇艺、优酷
康佳、风行	百事通	风行视频、爱奇艺、优酷、腾讯视频
海信、乐视、小米	华数TV	爱奇艺、腾讯视频、乐视视频、PPTV、搜狐视频
TCL	南方传媒	腾讯视频、爱奇艺、优酷
华为	芒果TV	芒果TV、华为视频
创维、乐视	CIBN	腾讯视频、爱奇艺、乐视视频
小米	GITV	爱奇艺、腾讯视频、PPTV、搜狐视频

2.4 上游内容端：平台依托自制剧丰富网生内容库

- 互联网视频平台为内容端注入网生自制新活力。**除了庞大的互联网影视内容储备、继续购买版权扩充内容库之外，作为内容提供方的视频平台近年来也加大了对自制剧的投入。近年来爱奇艺、腾讯视频及优酷分别投入制作多部自制剧，根据易观数据，截至2018年5月，爱奇艺在2018年的自制剧储备达40部、占比超过平台总剧集的50%，在三大平台中处于领先地位。数量庞大的自制剧在IP资源丰富性、题材新颖性、播放灵活性上都更加贴合观众的观看需求，成为其吸引用户的一大亮点。
- 自制剧频出口碑“爆款”，优质网剧助推平台竞争力。**各视频平台自制剧普遍以低成本为主，但也诞生出许多优质口碑剧集，成为平台播放量“爆款”，比如优酷自制豆瓣评分高达9.1分的《白夜追凶》点击量高达58.6亿次，爱奇艺自制评分达8.4分的《河神》点击量达19.7亿次等。未来优质的自制剧将为平台增添竞争力。

图：2018年三大平台储备片单的自制剧投入对比



数据来源：易观，猫眼专业版，广发证券发展研究中心

表：2017年豆瓣评分8分以上的网络自制剧（TOP5）及播放量

排名	片名	豆瓣评分	制作平台	累计播放量
1	白夜追凶	9.1	优酷	58.6亿
2	河神	8.4	爱奇艺	19.7亿
3	无证之罪	8.3	爱奇艺	5.1亿
4	杀不死	8.2	腾讯视频	1.3亿
5	盲侠大律师	8.1	爱奇艺	3.1亿

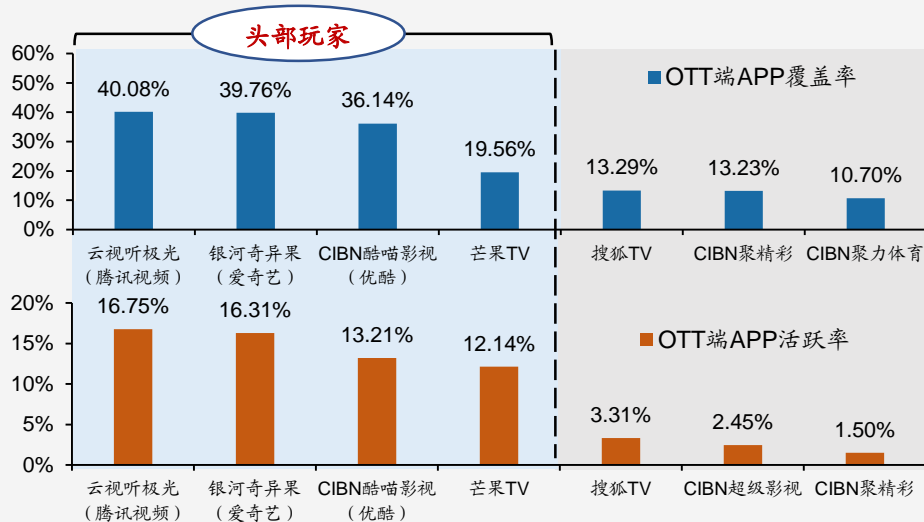
2.4 上游内容端：BAT+芒果TV汇聚头部玩家阵营

□ **终端覆盖率及用户活跃度的头部效应明显。**在OTT终端的覆盖率上，BAT三家在OTT端的覆盖率在35%-40%左右区间，而芒果TV仅为19.56%，其余原生视频类APP均在15%以下；在OTT终端的用户活跃度上，芒果TV在未及顶级覆盖率的基础上，与BAT三家活跃度接近，OTT终端用户活跃度均在10%以上区间。

• 1) OTT端覆盖率=安装过OTT应用的设备数量/监测设备数量；2) OTT端活跃率=使用过OTT应用的设备数量/监测设备数量。

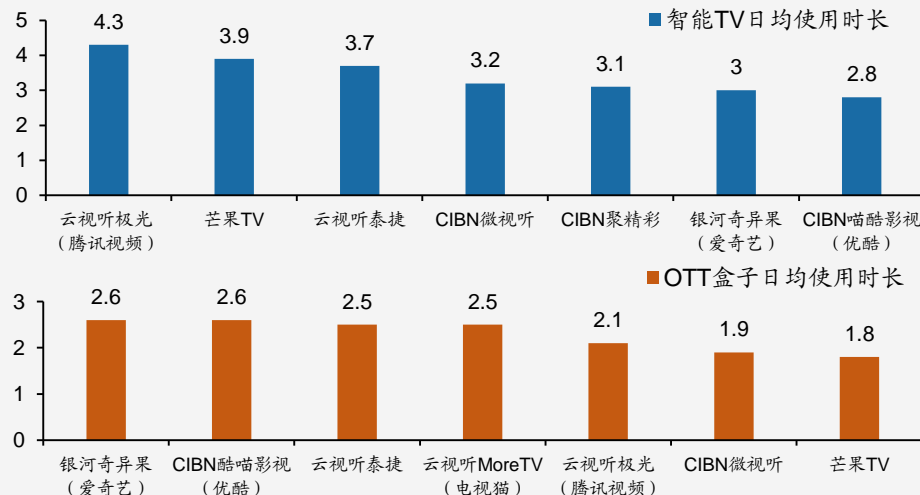
□ 从用户粘性来看：1) OTT终端中智能TV的头部APP日均使用时长高于OTT盒子；
2) 四大头部APP的日均使用时长相对接近没有出现明显的头部效应。

图：2017年OTT终端原生视频类APP覆盖率及活跃度



数据来源：Talking Data, 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图：2017年12月智能TV及OTT盒子日均使用时长



请务必阅读末页的免责声明 16

2.4 上游内容端：会员费+广告价值贡献内容端收入

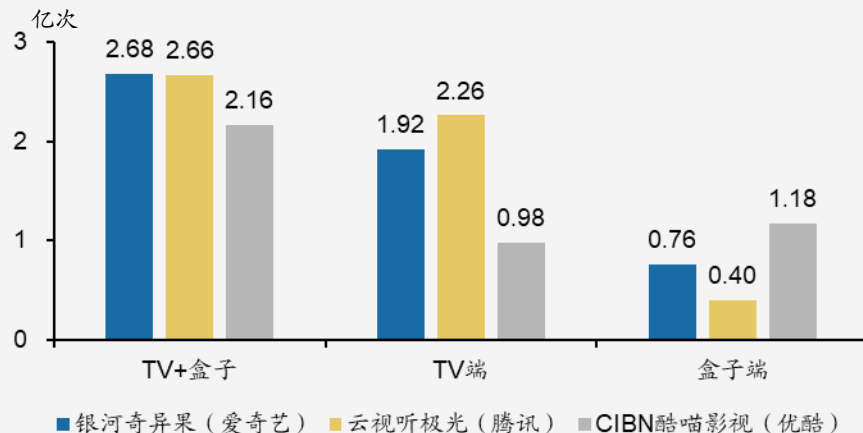
- 从BAT三家主流内容平台在互联网电视端（Launcher+APK）的播放量情况来看：银河奇异果在终端（TV+盒子）的总播放量上处于领先，云视听极光在TV端的播放量领先，而CIBN酷喵影视在盒子端播放量最多。
- 依托会员费的权限门槛，为内容平台贡献直接的收入。OTT终端用户需要购买一定期限的会员费获得播放视频权限，从会员费价格上看，在OTT终端银河奇异果（爱奇艺）的会员费最高，而在APP和网页端的会员费则是腾讯视频和优酷最高。
- OTT终端播放量决定创造的内容层广告价值。从合作模式来看，内容方通过向终端厂商支付一定费用将SDK植入至OTT终端，以获取更多用户。2017年爱奇艺、腾讯及优酷的OTT终端播放量均超过2亿次，而用户数量提升所带来的播放量为内容平台创造了更高的广告价值。

表：四家主流视频平台会员费对比

OTT终端	1个月	3个月	年费
云视听极光	30	85	330
银河奇异果	49.8	120	360
CIBN酷喵影视	39	60	239
芒果TV	35	85	330

APP/网页端	1个月	3个月	年费
腾讯视频	20	58	198
爱奇艺	15	45	178
优酷	20	56	198
芒果TV	20	45	178

图：2017年BAT三家日均视频播放量对比



2.5 头部网络视频平台或终将成为OTT领域赢家

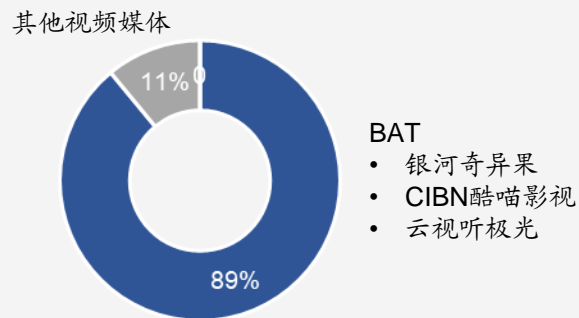
✓ 有线电视时代，OTT与传统业务的互搏让有线公司很难完成转型

- 传统广电是视频资源的垄断者，视频网站承接电视台内容的复播权，依赖电视反哺才能维持基本的内容供给。
- 硬件厂商专注于自身领域（显示、音效、外观工艺等）的技术迭代，与内容方区隔，是纯粹的黑电制造商。

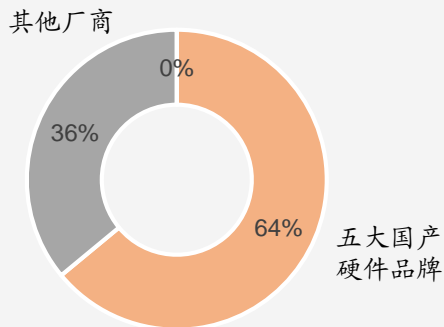
✓ 在互联网电视时代，网络平台垄断了内容供应，重塑产业价值链条

- 资本入局重构内容供给格局，头部网络平台垄断优质视频资源。上游内容供给平台呈现高集中度，爱奇艺、腾讯视频、优酷三大视频平台背靠BAT的资本优势，逐渐垄断优质的头部视频资源；而传统广电系的运营机制与互联网的运营方式并不匹配，主要是以省为单位的区域内容提供方，资本实力匮乏且不具备规模化内容自制能力，在向新媒体延伸时内容供给能力远不及网络视频头部玩家。
- 下游硬件厂商分散，与上游内容平台、中游牌照商合作紧密。因此内容平台有望拿到价值产业链上最大的蛋糕。

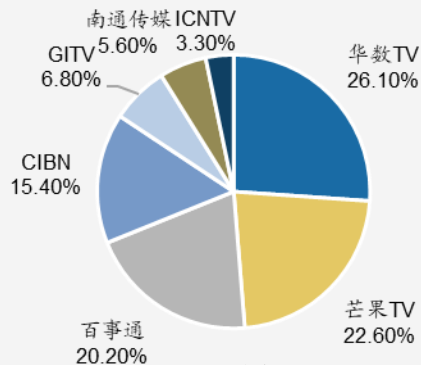
图：2017年BAT占据OTT媒体广告头部份额



图：2017年智能电视广告市场分散



图：2017年OTT TV牌照商分布



2.5 从内容到渠道：BAT+芒果系全产业链跑马圈地

□ 在新崛起的OTT领域，爱奇艺、腾讯视频、优酷、芒果TV等头部内容平台商不再满足于仅仅争夺内容端资源，而是对OTT全产业链进行跑马圈地式的布局 and 争夺。

■ 爱奇艺：围绕内容、终端、广告资源进行多元化布局



✓ 在内容方面，推进内容区隔化和IP版权孵化

1. 内容区隔化：切合大屏用户的特性，推出契合合家欢气氛的主题内容，特别是少儿节目。

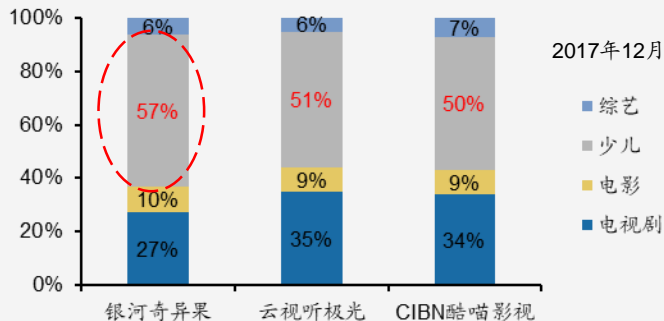
2. IP版权孵化：打造《中国有嘻哈》《机器人争霸》等自制内容的盈利新模式。

✓ 在牌照方面，独占GDTV牌照的播控平台，同时积极推进与其它牌照商的合作，包括华数、百视通等。

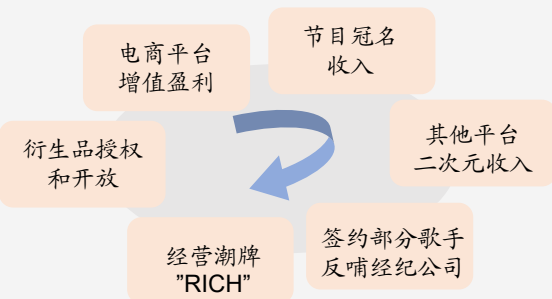
✓ 在终端方面，以Inside的战略寻求所有终端厂商合作。根据艾瑞咨询，奇异果TV覆盖终端数超过1.4亿，拥有海信、夏普、创维、小米等众多优质合作厂商。除了深耕原有渠道，更是开发极米、坚果等投影终端渠道，同时寻觅OTT+DVB的融合方式。

✓ 在广告方面，拥有超过数十种广告资源并支持第三方监测，覆盖用户在OTT端的全部观看行为，提升广告透明度。

图：智能TV端不同节目累计播放量占比



图：《中国有嘻哈》“一鱼多吃”盈利模式



图：银河奇异果日活用户数



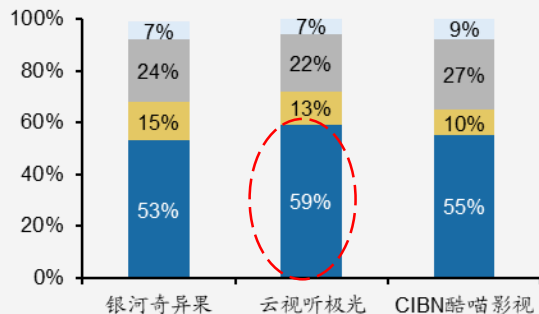
2.5 从内容到渠道：BAT+芒果系全产业链跑马圈地

■ 腾讯视频：以顶级IP布局内容生态，社交发力规模营销



- ✓ 在内容方面，利用顶级影视IP资源打造“内容为王”生态链。
- 2017年腾讯视频对内容的投入力度同比增加了2-3倍，电视剧节目贡献时长占比在BAT中领先，继续贯彻对头部版权内容全覆盖战略，并与电视猫、泰捷等组成合作联盟，扩展内容规模。
- 2017年有《那年花开月正圆》、《命中注定我爱你》、《花谢花飞花满天》等独播大剧。
- ✓ 在牌照方面，腾讯除了投资ICNTV外，拥有多家牌照商合作关系。
- ✓ 在终端方面，与国内外硬件厂商合作实现从软硬件到产品的发展闭环。企鹅TV不仅具备HDR前沿技术，并联合TCL、创维、三星等多家国内外硬件厂商推出OTT终端电视及盒子。
- ✓ 在广告方面，整合社交资源拓展营销深度与广度。通过覆盖全民的腾讯社交体系，利用多终端社交数据，进行ID精准投放；发力大规模社交创意互动和客厅场景化互动，实现以渠道、产品、内容和社交为锚点的完整深度营销方案。

图：智能TV端不同节目累计时长占比



图：腾讯IP深度合作营销解决方案



图：云视听极光日活用户数



2.5 从内容到渠道：BAT+芒果系全产业链跑马圈地

■ 优酷：阿里系多方向发力，打造完整的OTT家庭娱乐生态



✓ 在内容方面，聚焦“网综生态+超级剧集”+创新推荐模式

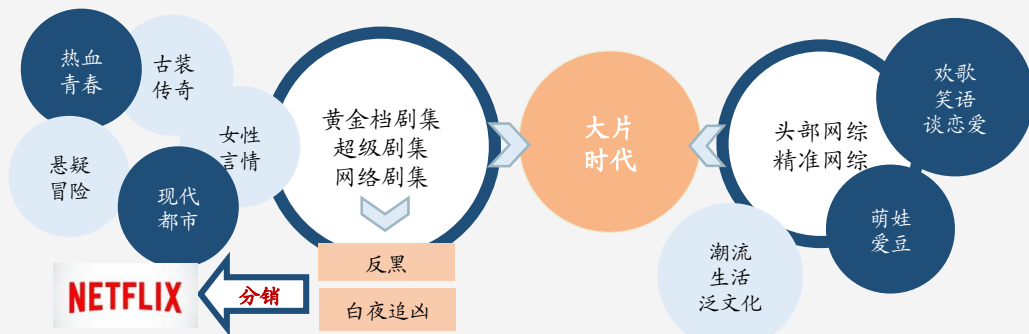
1. 重点打造超级剧集，包括十里春风不如你、白夜追凶、将军在上等独播自制剧，其中“白夜追凶、反黑”作为国内自制网剧，首次海外分销给Netflix。
2. 布局网综生态，通过头部网综、精准网综满足用户新情绪、新需求、新圈层。
3. 大数据技术和运营的双轮驱动，运用阿里TV应用商店大力推广内容直达的降维推荐模式。

✓ 在牌照方面，CIBN及华数的双牌照方合作资源。

✓ 在终端方面，拥有自有品牌天猫魔盒及内置YUNOS系统的多品牌终端平台。

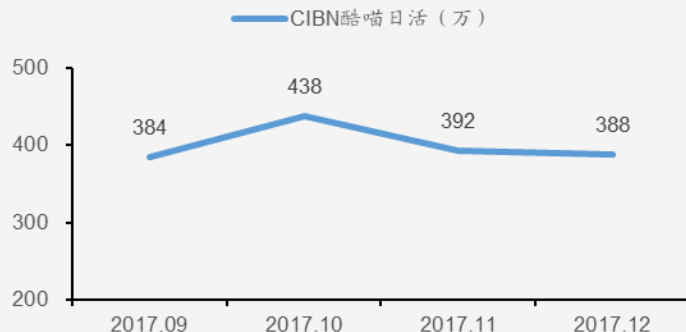
✓ 在广告方面，广告容量充足，通过场景类、传统视频及创新形式广告等模式一站式满足客户对OTT广告的需求。

图：优酷打造网综生态及超级剧集



数据来源：易观，奥维云网，勾正数据，广发证券发展研究中心

图：CIBN酷喵日活用户数



2.5 从内容到渠道：BAT+芒果系全产业链跑马圈地

■ 芒果TV：全产业链布局，粉丝优势明显

✓ 在内容方面，湖南台优质独播权+年轻观众缘

1. 坐拥湖南电视台优质内容资源独播权，“独播+购买+自制”三箭齐发，全面对接市场需求。
2. 特色内容布局提早锁定年轻观众，差异化竞争优势明显。

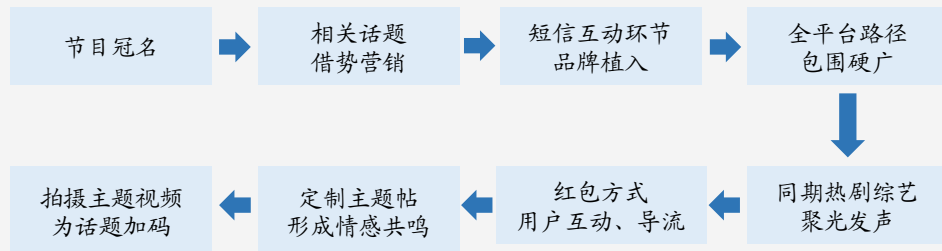
✓ 在牌照方面，芒果TV本身就作为牌照商，打通产业链核心中枢。

✓ 在终端方面，芒果TV inside+自主品牌硬件及OS

1. 芒果TV inside计划：联合TCL、创维、极米科技等电视厂商及ZIVOO等盒子厂商，推出智能电视及OTT盒子。
2. 推出自主品牌硬件+自主OS，推出互联网电视品牌“爱芒果”，发布青芒、星芒两大系列7款产品，进军硬件领域。

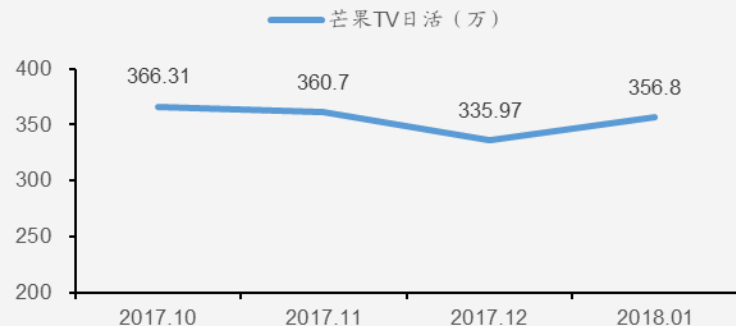
✓ 在广告方面，重视新玩法创新。针对不同行业品牌的诉求，芒果TV推出更多特定的广告营销方案。

图：芒果TV广告营销组合方案样例



数据来源：易观，奥维云网，勾正数据，广发证券发展研究中心

图：芒果TV日活跃用户数

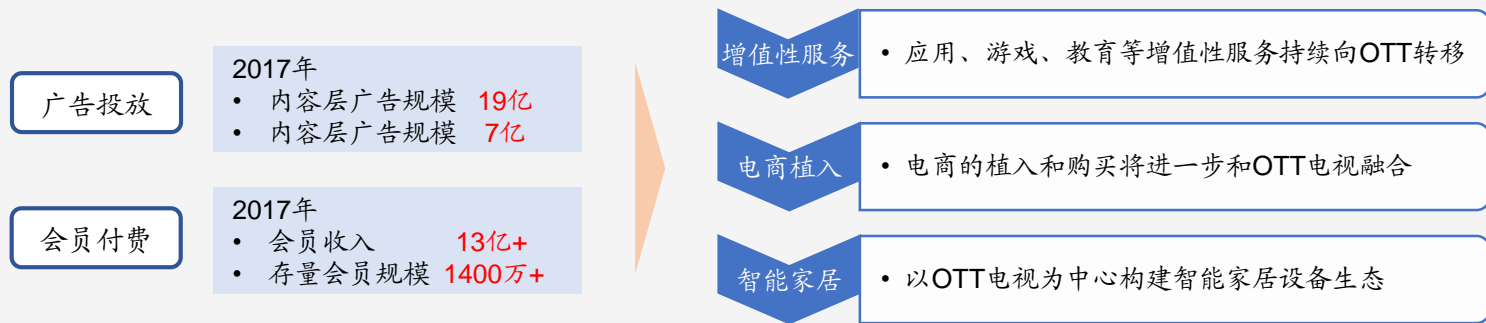


三、多元化创收渠道拓展盈利空间

3.1 盈利渠道：广告投放+会员付费向更多渠道拓展

- ✓ 当前OTT市场的主要收入来源为：1) 硬件销售；2) 广告投放；3) 会员付费。
 - 其中硬件销售比例较大，随着OTT电视的普及率逐渐触达高位，硬件销售增速出现下滑，OTT市场盈利渠道将更加多元化。
 - ✓ 会员渠道：从会员拉新到深耕经营，打通会员到流量的场景链接。 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；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。2017年OTT会员收入超过13亿。
 - ✓ 广告渠道：广告形式趋于完善，联合线上、线下多种渠道进行全路径打通。 目前OTT广告内容层广告形式正趋于完善，涌现出更多创新的广告玩法。2017年OTT视频媒体广告运营，着力于联合线上、线下多种渠道进行广告的全路径打通。2017年视频媒体贡献OTT广告贡献收入达到26亿元，其中内容层广告占19亿元。
- 除了广告投放、会员付费之外，增值性服务、电商、智能家居等更多运营性盈利渠道正处于萌芽阶段。

图：多元化运营模式尚待挖掘



3.2 OTT广告形式：系统层触达率高、内容层标准化程度高

□ 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关机广告为代表，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。

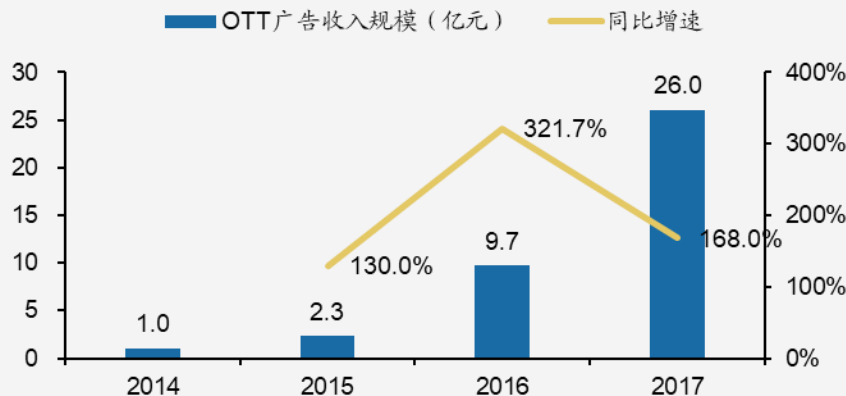
表：国内OTT广告市场主要广告形式

	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

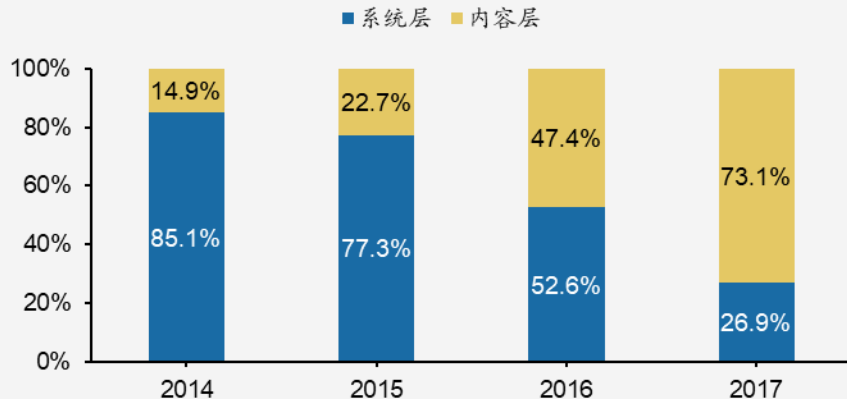
3.3 OTT广告市场规模：OTT广告将迎来爆发式增长

- ✓ 2014年起国内OTT广告市场迎来了高速增长，2014至2017年国内OTT广告收入规模的CAGR达到296%。随着OTT市场的进一步打开、用户规模持续增长及OTT产业链的日趋完善，国内OTT广告市场还将继续呈现高增长。
- ✓ 在OTT广告市场细分形式上，主要有内容层和系统层两大类。
 - 在市场初期，系统层广告凭借高触达、强曝光的优势，占据超过80%的规模，到2017年系统层广告市场规模占比依然高于内容层广告。
 - 随着市场逐渐成熟，未来OTT终端增速的放缓，系统层广告将面临增速天花板，但用户在多元化内容上的消费时长和关注度将有所提升，内容层广告仍具挖掘潜力，内容层广告市场规模占比将超过系统层成为OTT广告市场的增长动力。

图：国内OTT广告市场规模及增速



图：国内OTT广告的系统层及内容层市场规模

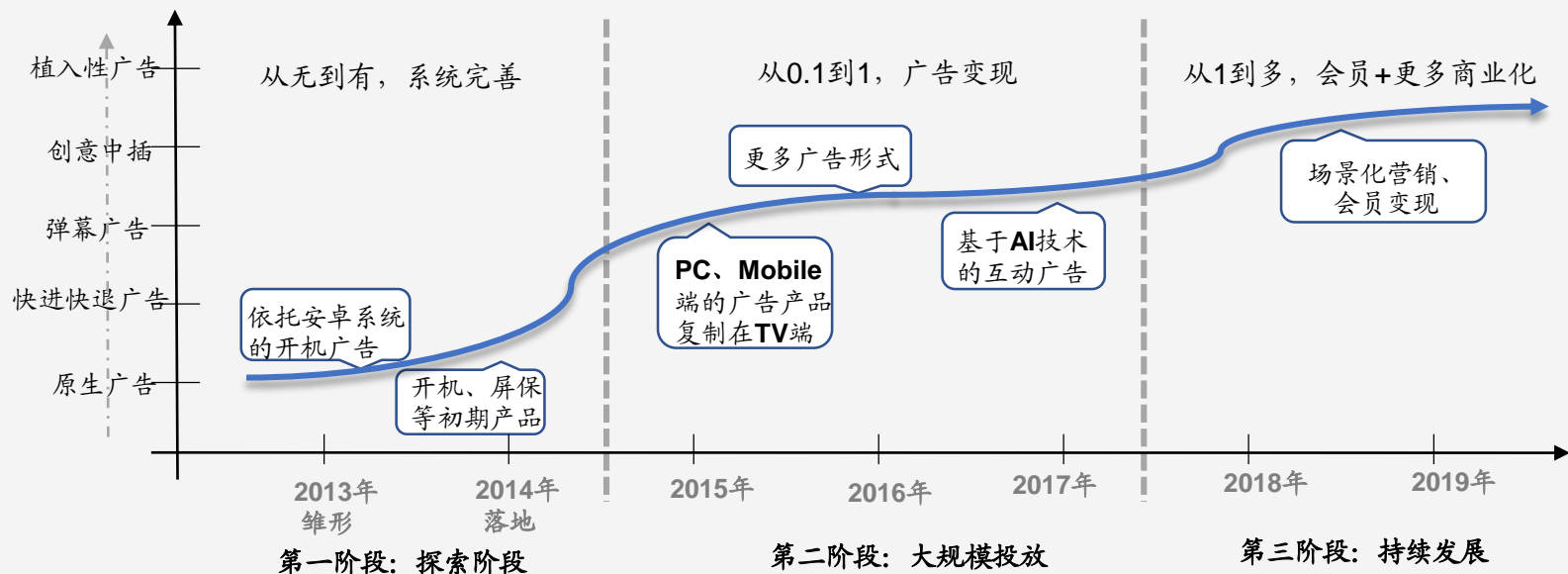


3.4 终端普及、用户增长共同推动OTT广告市场持续增长

✓ OTT广告市场规模的增长，受到用户规模扩张和广告形式丰富共同推动。

- OTT终端普及、市场份额增长促进用户规模的扩张。
- 内容层广告正处于不断发展创新的历程，从传统的贴片和植入到现在的创意中插、快进快退广告，广告形式和创意都在快速发展。目前整个视频广告的库存存在瓶颈，广告形式趋于丰富将为当前的存量广告市场向增量市场方向延伸。

图：OTT广告形式趋于丰富



四、投资推荐

4.1 芒果超媒：拥有湖南系+芒果系资源的稀缺网络视频平台

- ✓ 芒果超媒的“新媒体一体化渠道+内容自制能力”的资产性质决定了目前在A股传媒中拥有较强的稀缺性，短期成长性良好，从承诺利润上2017-2020年CAGR为30%左右。从芒果超媒的基本面而言，公司已于6月30日之前完成并表，净利润追溯报表后18H1净利润预计同增49.1%-77.8%至4.95亿元-5.90亿元，其中除原有业务的公司净利润同比增长53%-85%至4.8亿-5.8亿元。以中值5.3亿元净利润计算，已完成当年对赌净利润（8.75亿元）的60%，全年完成净利润对赌的压力不大。
- ✓ 我们认为芒果TV的核心竞争力是湖南系+芒果系的自制内容能力，其高出行业平均水平的工业化制作水准是基于高估值的核心逻辑，独占版权源源不断的供给让其有能力最大限度的挖掘版权价值。短期来看会员数量、内容分销业务和运营商业业务均有望超出市场预期。

公司的主营业务转至新媒体平台运营、新媒体互动娱乐内容制作及媒体零售全产业链三大块，各项业务均处于高速增长阶段；其中运营商业业务（IPTV+OTT）2017年同增99%达到6.1亿元，我们预计这项业务与内容运营业务或将有望超出市场预期。

表：快乐阳光各项收入（百万元）

快乐阳光收入推移	2015A	2016A	2017A
互联网视频	673.8	989.3	1732.7
会员收入	35	173	390
广告收入	639	806	1332
直播收入		10.8	10.7
运营商业业务	161	307	611
内容运营	119	451	987
其他	7	20	36
其他非主营业务		50	18
营收合计	961	1817	3385

数据来源：公司公告，Wind，广发证券发展研究中心

表：标的公司的业绩承诺情况（亿元）

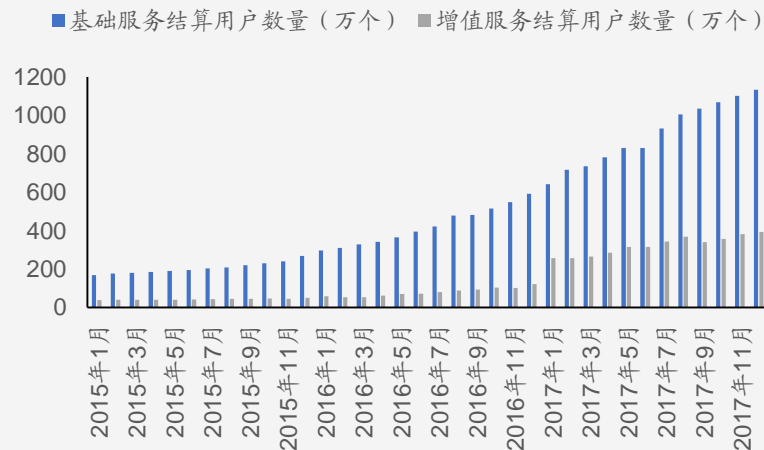
标的公司	2017	2018	2019	2020
快乐阳光	3.15	6.79	9.10	12.94
芒果互娱	0.41	0.51	0.49	0.51
天娱传媒	0.95	0.21	0.25	0.28
芒果影视	0.42	0.49	0.45	0.47
芒果娱乐	0.28	0.75	0.64	0.75
合计	5.22	8.75	10.94	14.95
增长率	—	38.10%	25.00%	36.60%

4.1 芒果超媒：拥有湖南系+芒果系资源的稀缺网络视频平台

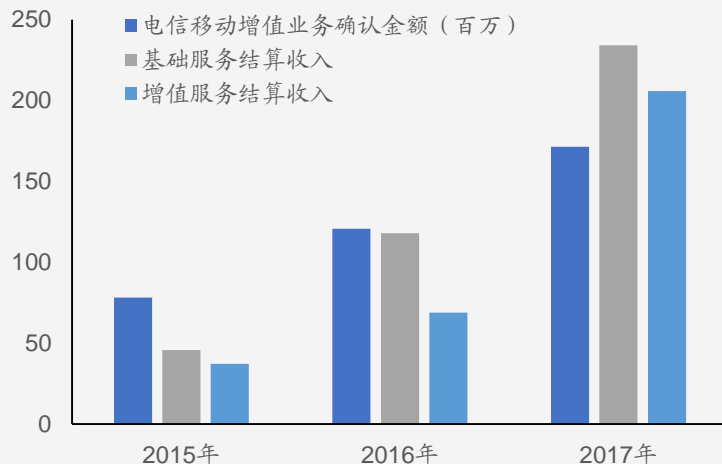
□ 2017年，快乐阳光运营业务同比增加99%至6.11亿元，明显超出此前的市场预期。细分来看运营业务主要可分为IPTV业务、OTT业务以及电信移动增值业务三类业务，按照收入的确认方式可以分为基础服务、增值服务和电信移动增值服务三类，对应这三类收入2017年三方面的收入分别为2.3亿元、2.1亿元和1.7亿元，同比增速分别为99%、199%和42%，均录得较高增速

□ 而目前芒果TV的IPTV和OTT用户量在2017年底结算用户数量达到合计1526万，相比2016年12月份同比增长114%；2017年12月份的单月收入达到了6000万以上，按照月份保守估算今年IPTV和OTT业务同样将录得高增长。

图：2015-2017年芒果TV的IPTV和OTT的用户量推移（万个）



图：2015-2017年芒果TV运营业务分项收入推移（百万元）



风险提示：商誉减值风险，政策对于内容的监管收紧风险，公司付费用户数增长低于预期的风险

数据来源：公司公告，Wind，广发证券发展研究中心

4.2 分众传媒：具有垄断性和稀缺性的媒体平台型公司

- ✓ 分众传媒是营销板块业绩确定性最强的龙头白马。公司在楼宇广告、影院广告领域具有超高市场占有率（楼宇视频95%、框架70%+、影院媒体55%）以及强大的市场定价权（刊例价持续提升），行业竞争格局稳定且景气度较高，未来有望保持稳定增长。

□ 阿里战略入股，共建新零售时代生活圈营销新方式

- ✓ 2018年7月18日公告阿里150亿元入股分众传媒，双方于7月27日公告签署未来3年不超过50亿元业务合作框架，将就广告系统服务合作、人脸识别技术合作、OTT智能电视广告等方面展开合作。我们认为长期来看，阿里的入股和合作协议将奠定分众在生活圈媒体的竞争优势，双方有望在各个业务层面形成有效协同，分众将手握竞争格局中的绝对优势权。

◆ 广告系统服务方面：

- ✓ 此前双方均提到将共建在线广告投放系统以及全域营销系统，这是利用双方线上线下积累的流量和数据优势，提升广告的投放价值；此前线下展示广告往往被诟病数据手段难以衡量到达率和ROI，而双方的广告系统或将逐渐解决这一问题。

◆ 人脸识别技术合作：

- ✓ 分众拥有的31.3万台电梯媒体覆盖了超过全国93个城市和地区，未来按照公司的目标有望覆盖“5亿中产”，庞大的线下消费行为数据如果能够利用起来，我们预计未来有望建立真正线上线下相结合的个性化广告系统，线下流量价值的利用有望最大化。

◆ OTT智能电视广告业务：

- ✓ 根据勾正数据，17年底全国OTT设备的保有量就高达2亿台，2017年广告收入同比增加130%至于23亿元，其预测未来2020年将达到150亿元的规模。而其中内容层的广告比例将逐渐增多，而阿里、分众共同进军OTT市场一方面将释放自己的广告销售能力，另外一方面也将真正实现跨屏，打通移动端、PC端、OTT端、线下屏幕等全域流量的流转和利用。

4.2 分众传媒：具有垄断性和稀缺性的媒体平台型公司

分众传媒主要业绩拆分情况（亿元）

- ✓ 随着OTT终端内容层广告比例逐渐增多，而阿里、分众共同进军OTT市场一方面将释放自己的广告销售能力，另外一方面也将真正实现跨屏，打通移动端、PC端、OTT端、线下屏幕等全域流量的流转和利用。
- ✓ 分众其他主要看点：从广告主角度，持续受益伴随消费升级趋势，以白酒等为代表的消费品公司近几年业绩优异，有望加大未来的广告投放预算。从广告媒介竞争角度，互联网流量成本上升后，分众媒体的相对性价比有所提升。从成长逻辑而言，分众正逐渐加大三四线城市布局力度，广告主下沉，低线城市有望成为公司新增长点。
- 投资建议：我们预计2018-2019年归母净利分别达到67.28亿元、78.21亿元，当前价格对应PE为19.8X、17.0X，维持买入评级。

风险提示：新进入OTT广告领域的风险，竞争对手带来租金成本上涨的风险，公司广告点位下沉过快的风险

项目	2016A	2017A	2018E	2019E
楼宇媒体收入	78.5	90.5	118.7	113.8
yoy	13.0%	15.3%	26.5%	19.8%
毛利率	74.5%	77.8%	76.8%	76.0%
楼宇视频	40.9	46.4	67.6	86.1
yoy	10.1%	13.7%	30.9%	27.4%
楼宇框架	37.6	44.0	51.1	56.2
yoy	16.3%	17.1%	21.2%	9.9%
影院媒体收入	20.4	24.5	27.6	31.9
yoy	51.1%	20.0%	18.4%	15.6%
毛利率	60.6%	60.0%	57.0%	57.0%
其他媒体收入	3.2	3.9	3.7	4.6
yoy	-2.1%	20.0%	25.0%	25.0%
毛利率	34.2%	48.0%	45.0%	45.0%
收入合计	102.1	118.9	150.1	178.9
yoy	18.4%	16.4%	24.9%	19.2%
毛利率	70.4%	73.2%	72.4%	71.8%
毛利润	71.9	87.0	108.6	128.4
yoy	18.2%	20.9%	24.3%	18.3%
净利润	44.5	55.5	67.28	78.21
yoy	31.3%	24.6%	12.0%	16.2%

4.3 蓝色光标：技术赋能的国内数字营销领军企业

- ✓ 蓝色光标是国内数字营销市场的领导者，在移动广告、OTT（智能电视开机广告）领域位列第一。公司的互联网营销业务主要聚焦于移动互联广告，拥有多盟、亿动、蓝翰互动等互联网营销传播品牌
- ✓ 目前公司在国内智能电视开机广告业务投放量中占据市场第一，是国内最大的OTT广告代理公司。在智能电视广告领域，蓝色光标拥有强大的资源整合优势、专业的策略能力以及真实的数据流量，整合了众多国内主流的硬件厂商的智能电视广告资源，并成为夏普在智能电视广告业务的独家代理。
- ✓ 随着终端数量的快速增长和视频内容、应用的全面覆盖，OTT终端正成为家庭娱乐经济的主要入口，公司凭借技术对营销业务的赋能及在OTT领域的先发优势，将继续迎接智能电视发展带来新机遇。

表：2018年1-9月业绩指引

	2018年1-9月（预计）	2017年1-9月	增减变动
累计净利润（亿元）	4.2-4.8	2.79	50.52%-72.02%
基本每股收益（元/股）	0.19-0.22	0.13	45.99%-66.84%

- 投资建议：我们认为集团转型数据科技公司成效已显，未来集团将坚定走从公关到全面营销服务；从传统服务到数字营销；从中国到全球的转变之路，推进实现营销行业内“创意+数据+产品+资源+服务”的深度融合。根据业绩指引，2018年全年公司预计实现净利润6.0亿元，当前股价对应PE为19x。我们预计2018-2020年归母净利润分别达到6.0亿元、7.6亿元、9.4亿元，当前价格对应PE为18.6X、14.7X、11.9X，维持买入评级。

风险提示：OTT广告订单被分流的风险，广告业务毛利率继续下滑的风险，并购子公司商誉减值的风险

风险提示：

政策监管环境收紧，新进入者加剧行业竞争。

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。
- 杨艾莉：资深分析师，中国人民大学传播学硕士，2017 年 4 月加入广发证券，曾供职于中银国际证券、新浪、百度公司。
- 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：分析师，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。
- 谢淑颖：联系人，上海财经大学金融硕士，厦门大学电子工程学学士，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。

谨慎增持： 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。

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。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。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，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股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或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。

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，并不代表广发证券或其附属机构的立场。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，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。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。



识别风险，发现价值

Identify Risks, Discover Value

Thanks!