新媒股份 VS 芒果超媒

IPTV/OTT 产业链，为何差异巨大？

昨天我们研究了景区演艺产业链，今天，继续顺着传媒行业的逻辑继续扩展。

这条产业链，就是：电视。这条产业链，继有线电视、卫星电视之后，如今的主力模式是——IPTV/OTT。截止 2019 年，IPTV 和 OTT 家庭总用户数分别为 2.94 亿户、2.1 亿户。

在这条产业链里，也诞生了不少龙头标的。其中：龙头 A，从上市以来 24.01 元一度涨至 142.5 元，涨幅高达 493.5%；近期从高位下挫至 86.72 元，跌幅高达 39.14%。

塔坚研究



图：代表 A 股价

来源：wind

再看另一家龙头 B，一路从 16.08 元涨至 81.73 元，涨幅达 408.27%。



图：代表 B 股价

来源：wind

以上两家代表分别为新媒股份 VS 芒果超媒。

看到这里，值得我们思考的问题随之而来：

1）IPTV/OTT 产业链，未来还有增长空间吗？长期的增长驱动力是什么？

2）在这个行业中，什么样的玩家，发展路径更有前景？

（壹）

这篇我们从芒果 VS 新媒做对比，来深入 IPTV/OTT 这条产业链。首先，来看他们两家之间的收入结构：两家的业务结构差异很大。

芒果超媒——主要以互联网视频业务（55.4%）为主。 其中：

互联网视频业务，以芒果 TV 为核心，同时，基于优质内容服务和牌照优势，芒果 TV 与运营商深度合作，开展大屏视听业务（IPTV、OTT），向运营商平台提供综合内容服务和增值应用服务，获取收入分成。

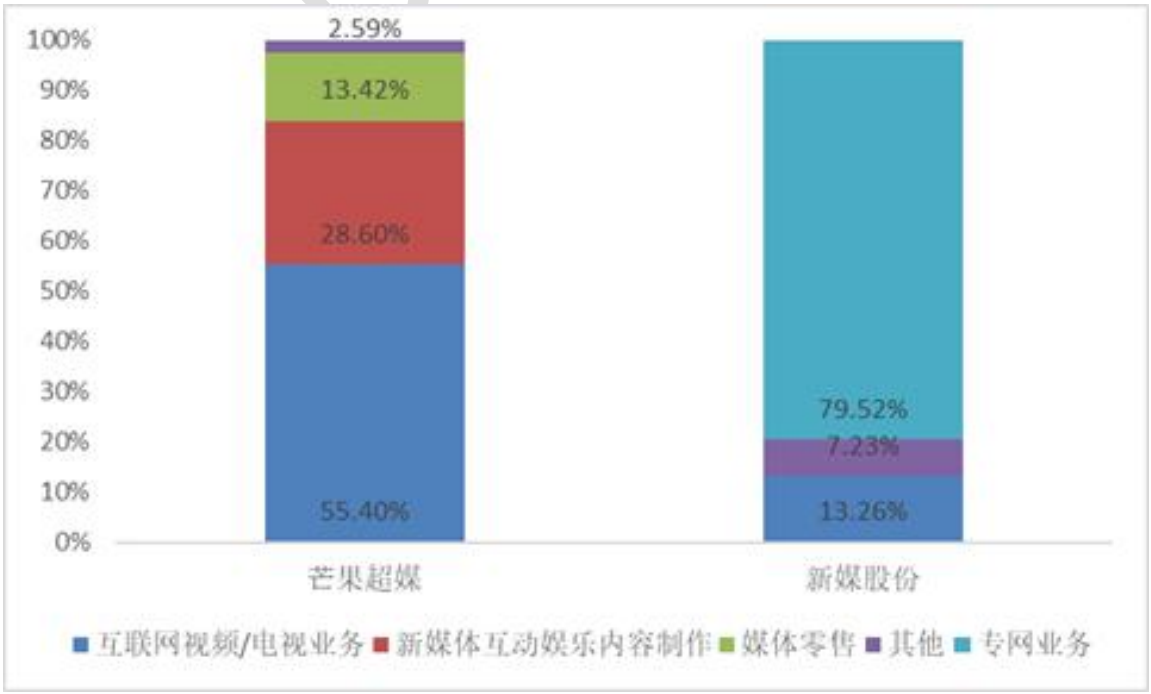
新媒体互动娱乐内容制作，包含内容制作及运营、艺人经纪、音乐版权、游戏及 IP 衍生开发。

塔坚研究

媒体零售，主要是网红 MCN、媒体电商带货销售。

新媒股份——以专网业务（79.52%）为主，包括省内专网（广东 IPTV）及省外专网（与腾讯合作的粤 TV-极光）已在湖南、宁夏、河南等省份上线。

此外，新媒股份的互联网电视业务，重点在云视听系列 APP，包括：云视听极光（腾讯合作）、云视听小电视（哔哩哔哩合作）、云视听虎电竞（虎牙合作）、云视听电视猫（千杉网络合作）、云视听悦厅 TV（飞狐信息、南传飞狐合作）。



图：收入结构对比（单位：%）

来源：塔坚研究

从近期公布的三季报来看，收入体量方面，芒果超媒（94.71 亿元）＞新媒股份（9.08 亿元）；收入增速方面，新媒股份（24.6%）＞芒果超媒（15.05%）；毛利率方面，新媒股份（56.98%）＞芒果超媒（38.01%）。

2020Q3	营业收入	收入增速	净利润	净利润增速	毛利率	净利率
芒果超媒	94.71	15.05	16.10	65.00	38.01	17.00
新媒股份	9.08	24.54	4.55	64.39	56.98	50.13

图：三季度业绩增长情况

来源：塔坚研究

新媒股份收入增速偏高，是受业务扩张影响。在专网业务上，省内提升 ARPU，省外继续扩大用户范围；在互联网电视业务上，不断提升用户规模。截至 20 年 6 月，专网有效用户超过 1850 万户，互联网电视云视听系列 APP 有效用户超过 1.7 亿户，有限电视增值服务有效用户超过 70 万户。

而芒果超媒收入增长，主要系《以家人之名》、《乘风破浪的姐姐》、《密室大逃脱 2》等热门剧集综艺，推动会员及广告收入增长所致。

注意，毛利率、净利率方面，新媒股份远高于芒果超媒，原因在于业务结构不同。芒果超媒自制优质内容，不与其他互联网视频企业

合作，导致其成本、销售费用率比新媒（新媒管理费用率近年来下降很快，几乎与芒果持平）要高出许多。



图：销售费用率对比

来源：塔坚研究

塔坚研究



图：管理费用率对比

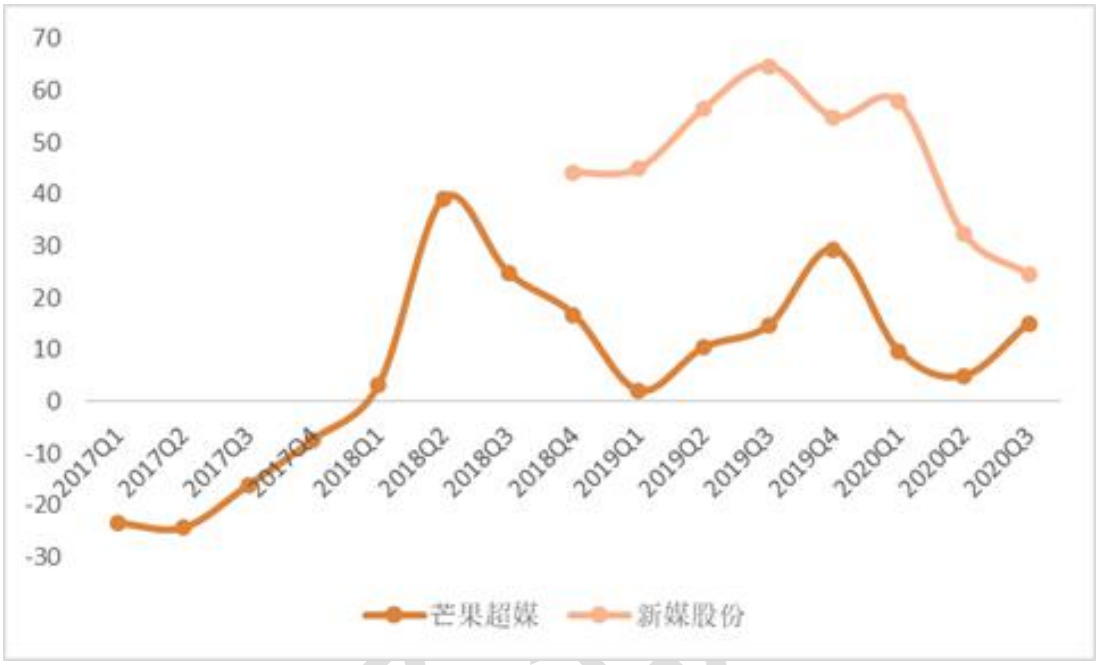
来源：塔坚研究

新媒股份的管理费用高，是因为 2016-2020 年有中长期激励计划，如若激励计划实施完毕，净利率大概在 40%左右。

不过，芒果超媒相较自身而言，三季度毛利率同比提升 9.08 百分点，净利率同比提升 7.4 百分点，反映出它对内容成本的控制有所改善。

(贰)

对比完三季度数据，我们复盘一下，近几个季度，两家企业的增长情况：



图：季度增速对比

来源：塔坚研究

注意，芒果超媒自 2018 年一季度，增速由负转正。其中，2018Q2 高峰增长是当年完成收购 5 家公司，主营业务从媒体零售拓展至新媒体平台运营、新媒体互动娱乐内容制作的全产业链，全面加强内容产品和资源整合。

第二个高峰增长为 2019Q4，由互联网视频业务（优质内容）+智慧大屏（新业务）两项驱动，推动互联网视频业务向家庭多场景内容延展。互联网电视业务覆盖广东、福建、浙江等 31 个省级行政区域。

新媒股份自 2019 年上市以来，专网业务不断深入（省内深耕，省外扩张），推动业绩增长。同时，互联网电视业务领域拓展更多合作伙伴（腾讯、虎牙、哔哩哔哩等），与合作方共同经营，该业务也增速很快。

不过注意，近两个季度的增速有所下滑，主要是受卫生事件影响，省内专网用户增长较慢，并且，变现模式还在探索中。

很明显，两者增长路径不一样：

芒果超媒：前期发展互联网视频平台，借助**自制优质内容**，打造芒果 TV 平台，逐渐将内容+广告等产业链发展成熟，借由自身优势及成熟的产业链，再来发展 IPTV。核心业务均为自有内容。

新媒股份：一开始就是 IPTV，只是通过深耕省内再向省外辐射扩张；其互联网电视业务则是**与各大互联网视频平台合作拓展**。其自身不具备丰富的内容自主研发能力，属于渠道方，内容需要依托外部媒介合作。

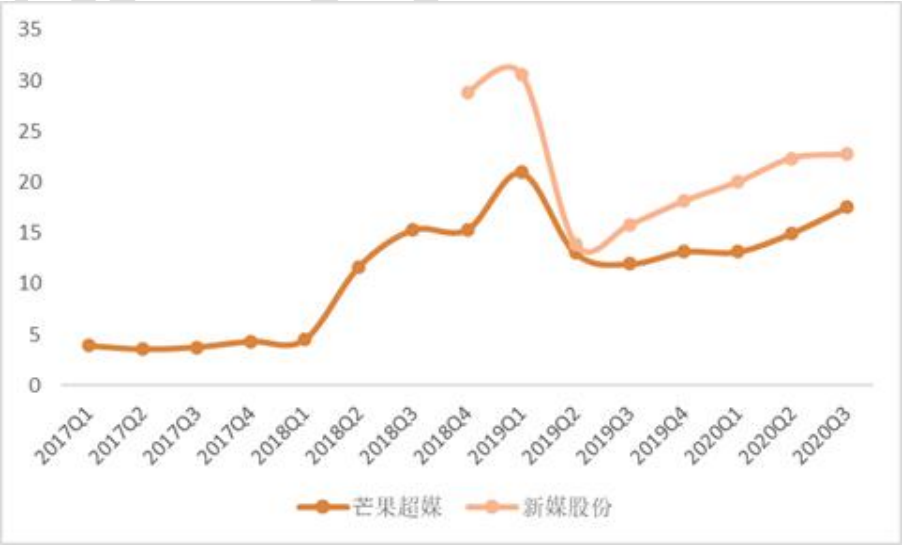
（叁）

看完以上各家的收入结构和增长情况之后，我们来对比一下回报水平：

		2017年	2018年	2019年
ROE	芒果超媒	4.40	23.65	16.03
	新媒股份	21.86	32.35	27.33
ROA	芒果超媒	1.51	12.77	7.73
	新媒股份	15.16	21.20	20.11
ROIC	芒果超媒	1.95	23.60	14.73
	新媒股份	20.39	30.67	25.83

图：回报情况

来源：塔坚研究



图：ROE-TTM

来源：塔坚研究

		2017年	2018年	2019年
总资产周转率	芒果超媒	1.29	1.34	0.86
	新媒股份	0.64	0.69	0.53
权益乘数	芒果超媒	1.32	2.13	1.94
	新媒股份	1.43	1.47	1.24
净利率	芒果超媒	2.14	9.60	9.26
	新媒股份	24.72	31.83	39.70

图：杜邦因子拆分

来源：塔坚研究

通过以上回报对比，可以发现：

1）新媒股份的回报高于芒果超媒，主要是其净利率较高，其管理费用不断下降，销售费用也保持较低水平，业务宣传较少。而芒果超媒由于自制内容节目的宣传、广告等，导致销售费用一直处于相对较高水平，拖累净利率。

2）芒果超媒的总资产周转率高于新媒股份，主要是它的固定资产周转率、应收账款周转率高。由于芒果超媒旗下涉及内容制作、媒体零售，相关设备（机器、电子设备等）较多，其自制内容丰富，涵

盖影视、综艺等，设备利用率较高；应收账款周转率较高是因为视频平台自主运营，直接对接 C 端用户，回款较好；但由于近年发展 IPTV，对运营商、电视台的话语权较弱，导致应收账款周转率有所下滑。

这里粗略对比下来，很难说谁的逻辑更好，那么，我们先从长期视角来看一下：IPTV/OTT 这条产业链，增长前景到底怎么样?

（肆）

我国大屏生态由有线电视、IPTV、OTT 三者共同构成。随着 5G 商用、超高清视频快速发展，IPTV/OTT 的模式丰富了电视大屏的内容和服务。

IPTV（Internet Protocol Television）：即交互式网络电视，是指以电视机为显示终端，zhongyang **和省两级 IPTV 集成播控平台，**引入内容并集成播控后，规范对接到电信运营商，利用互联网架设**专网**的定向传输通道，向公众提供广播电视节目等服务。（即：内容→集成播控平台（牌照商）→专网→消费者）

OTT（Over The Top Television）：即互联网电视，是指以电视机为显示终端，以**公共互联网为传输介质**，通过经广电行政部门批准

的**集成服务平台**，向绑定特定编号的电视一体机或机顶盒，提供经互联网电视内容服务平台审核后的内容服务。（即：内容→集成服务平台（牌照商）→互联网→机顶盒→消费者）

业务	IPTV	OTT
传输网络	IPTV专网	公共互联网
接收终端	TV+机顶盒	TV+机顶盒/TV+一体机
内容提供	IPTV集成播放平台内容	互联网电视内容服务平台内容
主要业务形态	电视台直播、回看、视频点播及增值服务等	视频点播、增值服务和应用商城服务等
流畅清晰度	无滞后、清晰度高	主要取决于网络带宽
业务开展范围	省级播控分平台仅限于本省区域内，全国内容服务牌照可向全国范围内的省级播控分平台提供内容	全国
业务平台	集成播控总分平台和全国内容服务平台	集成服务平台和内容服务平台
牌照情况	全国IPTV集成播放服务总平台1个，31个省级播控分平台。目前，已有4家广电机构获得IPTV分平台业务许可	集成服务牌照7个，内容服务牌照16个
经营资质	信息网络传播视听节目许可证（IPTV全国内容服务牌照和集成播控牌照）	信息网络传播视听节目许可证（互联网电视集成服务牌照和内容牌照）

图：IPTV/OTT 区别

来源：华西证券

不论是 IPTV 还是 OTT，均需要牌照。国内上市公司中仅两家同时拥有 IPTV 和 OTT 双牌照，即：芒果超媒、新媒股份。

其中，唯一的一级 IPTV 牌照由 CNTV（央视）掌管，上海百视通则是 CNTV 备份播控平台。二级 IPTV 牌照资格为 31 张（各省电视台各 1 张，不含港澳台），需通过广电总局验收方能核发牌照，目前，已获得牌照的地方广电有：广东广播电视台（新媒股份）、湖南广播电视台（芒果超媒）、重庆网络广播电视台、辽宁广播电视台。

图表9： IPTV 服务许可持证机构及 IPTV 集成播控平台授权运营情况

序号	牌照	持证机构	集成播控平台授权运营情况
1	全国 IPTV 集成播控服务	中央电视台	中央电视台授权爱上传媒运营中央 IPTV 集成播控总平台
2	全国 IPTV 内容服务	中央电视台	未取得是否授权及授权情况的公开信息
3	全国 IPTV 内容服务	上海广播电视台	未取得是否授权及授权情况的公开信息
4	省级 IPTV 集成播控服务	广东广播电视台	广东广播电视台授权南方新媒体运营广东 IPTV 集成播控分平台
5	省级 IPTV 集成播控服务	湖南广播电视台	湖南广播电视台授权快乐阳光运营湖南 IPTV 集成播控分平台
6	省级 IPTV 集成播控服务	重庆网络广播电视台	重庆网络广播电视台授权重数传媒运营重庆 IPTV 集成播控分平台
7	省级 IPTV 集成播控服务	辽宁广播电视台	未取得是否授权及授权情况的公开信息

牌照类型	序号	公司	牌照性质
IPTV	1	百视通	全国性牌照
	2	央视国际	全国性牌照
	3	南方传媒	全国性牌照
	4	国广东方	全国性牌照
	5	华数	地方性牌照
	6	江苏电视台	地方性牌照
	7	辽宁广播电视台	省级播控平台牌照
	8	广东广播电视台	省级播控平台牌照
	9	湖南广播电视台	省级播控平台牌照
	10	中国电信	IPTV 传输牌照
	11	中国联通	IPTV 传输牌照
	12	中国移动	IPTV 传输牌照
	13	北京华夏安业科技有限公司	IPTV 行业牌照
OTT	1	百视通	地方牌照运营机构
	2	华数传媒	地方牌照运营机构
	3	芒果 TV	地方牌照运营机构
	4	南方新媒体	地方牌照运营机构
	5	央视国际	中央牌照
	6	国广东方	中央牌照
	7	中央人民广播电台	中央牌照

图：牌照商列表

来源：西南证券

IPTV/OTT 这条产业链，分为：

上游——

内容制作，影视类节目制作商、网络视频公司、其他互联网应用类 CP，代表公司有芒果超媒、爱奇艺、腾讯视频、优酷等；

集成播控，各地电视台及互联网电视牌照商，代表公司有百事通、芒果超媒、新媒股份等；

中游——

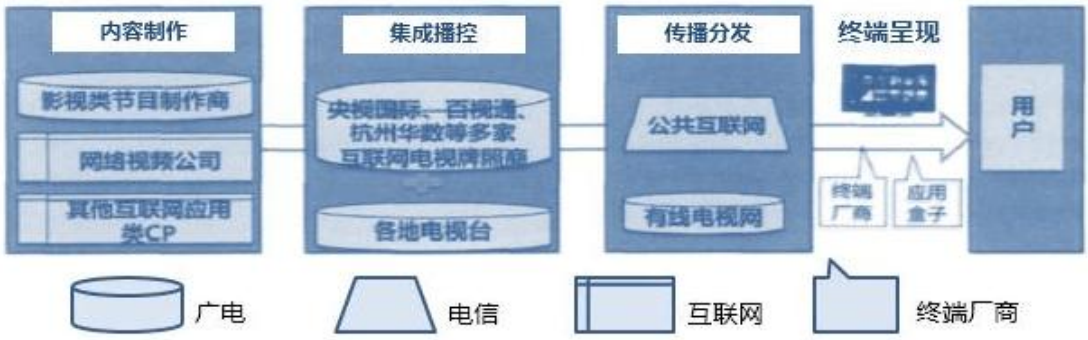
传播分发，包括互联网、有线电视网，代表公司有腾讯视频、爱奇艺、芒果超媒、优酷、江苏有线、广电网络等。

宽带运营商，代表公司有中国联通、中国电信、中国移动等。

下游——

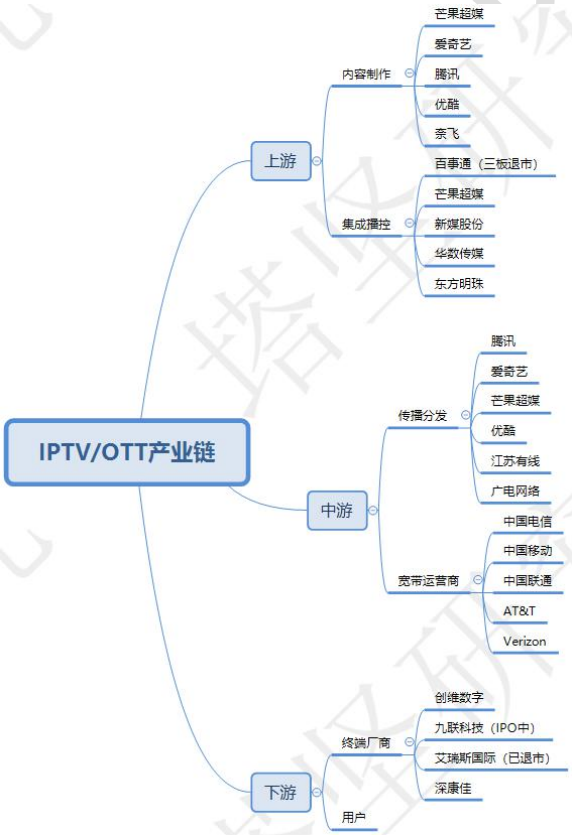
终端厂商，包括 IPTV 机顶盒、OTT 相关产品，代表公司有创维数字、九联科技、深康佳等；

培训研究



图：产业链

来源：前瞻产业研究院



图：产业链结构

来源：塔坚研究

对于这条产业链的增长，我们用公式表示为：

IPTV/OTT 增速=（1+宽带用户增速）×（1+IPTV 渗透率增速）×（1+OTT 渗透率增速）×（1+IPTV ARPU 增速）×（1+OTT ARPU 增速）-1；

从公式来看，这个行业的本质是"流量变现型"生意，其关键经营数据是：1）用户数；2）渗透率；3）ARPU 值。

接下来，我们挨个来看。

（伍）

量方面，我们看用户数、渗透率。

首先是用户数。

根据工信部发布的《2019 年通信业统计公报》显示，截至 2019 年底，三家基础电信企业的固定互联网宽带接入用户总数达 4.49 亿户，全年净增 4190 万户。其中：

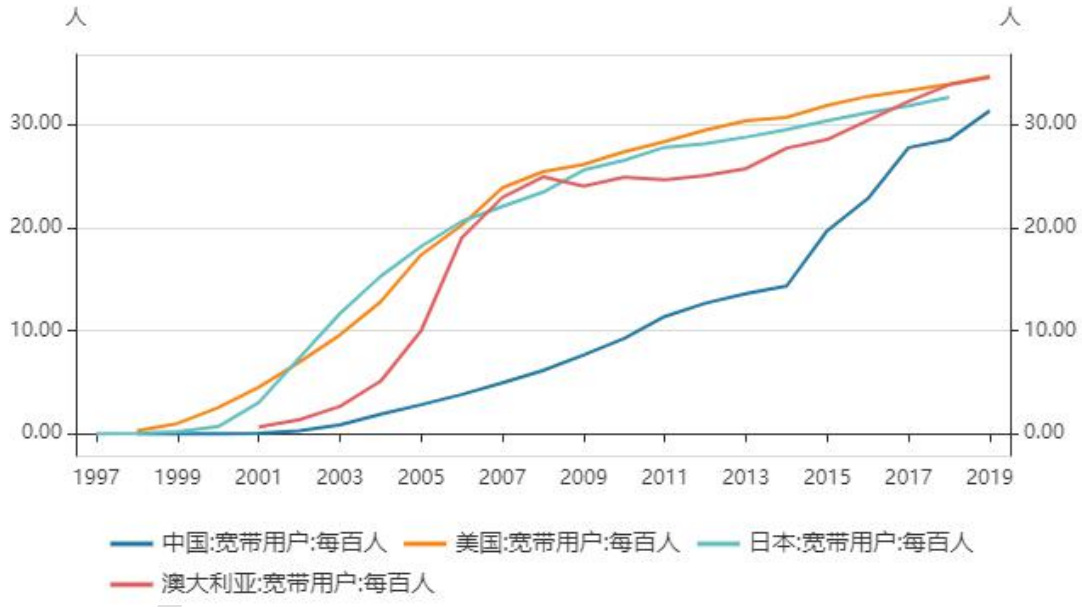
100Mbps 及以上接入速率的固定互联网宽带接入用户总数达 3.84 亿户，占固定宽带用户总数的 85.4%，占比较上年末提高 15.1 个百分点；而 1000Mbps 及以上接入速率的用户数 87 万户。（百兆宽

培生研究

带普及后，提升千兆网络能力，扩大千兆用户规模，是固定宽带业务的下一阶段目标，现在已经有 87 万户）

近三年，固定宽带用户数年复合增速为 15.94%。

对比国外每百人宽带用户情况，以 USA、澳大利亚居首，但中国与之差距已大幅缩小。截至 2019 年，中国为 31.34 人，USA 为 34.67 人，澳大利亚为 34.54 人，已经较为接近，差距不大。



图：各国每百人连入宽带情况

来源：wind

因此，考虑我国与国外差距不大，且近年来增速较快是由于政策及降费所致，我们预计未来十年宽带用户增速与全球宽带用户增速保持一致，为 2.21%，其实并不高。

再看渗透率。

在 5G 商用背景下，超高清和互联网电视需求不断发展，适合的入口就是以大屏为载体的 IPTV、OTT。截止 2019 年底，IPTV 和 OTT 家庭总用户数分别为 2.94 亿户、2.1 亿户，渗透率分别为 65.48%、46.77%，分别增加 1.7%、2.7%。

那么，IPTV、OTT 的渗透率的天花板在哪？

首先，IPTV 作为家庭场景的入口，它的扩张有赖于运营商的投入。

目前，IPTV 多以捆绑销售和对用户的补贴（主要是机顶盒硬件补贴）抢占市场。各运营商情况如下：

中国电信，是三大运营商中发展 IPTV 较早的，用户规模较大。截止 2019 年底，其 IPTV 用户规模达 **1.13 亿**，对固网的渗透率已经达到 73.86%。后续侧重点在于提升用户活跃度和粘性。

塔坚研究

中国移动，较为特殊，15 年在进入固网业务后，由于没有 IPTV 传输牌照，只能通过 OTT 魔百盒业务切入电视大屏。18 年 6 月才有了 IPTV 传输牌照，其魔百盒业务将在 2020 年 6 月全部转成 IPTV 业务。截止 2019 年底，中国移动魔百盒用户数量达 **1.22 亿**，渗透率 70.93%。

中国联通，其视频业务用户达到 4200 万以上，整体规模相对于移动、电信较小，对于固网渗透率约 50%。

综上来看，IPTV 的渗透率已经达到相对较高的水平，后续运营商将主要重视用户增值、粘性提升。因此，我们预计 IPTV 渗透率增速未来十年维持目前增速 1.7%。

不过注意 IPTV 渗透率存在地方差异，比如渗透率较高的省市分别是四川、重庆、江西，而渗透率较低的有吉林、广西、宁夏、广东。广东地区由于前期试点，价格偏高，用户增长缓慢；后期三网融合政策实施，促销降费，IPTV 渗透率增长较快。

增长研究



图：2018 年各省 IPTV 渗透率

来源：华西证券

其次，OTT 渗透率方面：

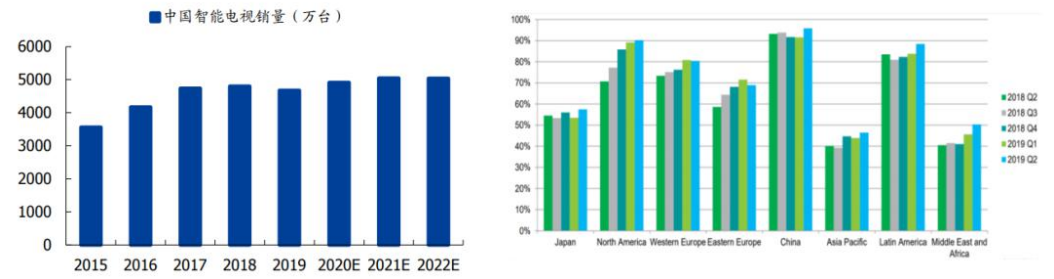
截止 2019 年底，我国 OTT 智能终端激活规模达到 2.6 亿台，实现 21%增长。其中，智能电视激活量 2.16 亿台，增长 22.8%，OTT 盒子达 4384 万台，增长 13.9%。

从开机表现来看，智能电视日活 7885 万台（+24%），开机时长每台 4.5 小时；OTT 盒子日活 1377 万台（-11.7%），开机时长每台 6.54 小时。再从日活情况来看，智能电视的发展趋势比 OTT 盒子更好，有取代 OTT 盒子的态势。

未来 OTT 主要看智能电视的情况。我国智能电视市场发展迅猛，2012 年至 2017 年销量由 1610 万台增长至 4327 万台，CAGR24.09%。目前，我国智能电视渗透率超 90%，全球领先。整体来看，智能电视的渗透率已经接近天花板，未来增长将会放缓。

投资研究

综上考虑，我们假设未来十年 OTT 的渗透率增速维持当前 2.7%的增速。



图：智能电视销量及各国渗透率

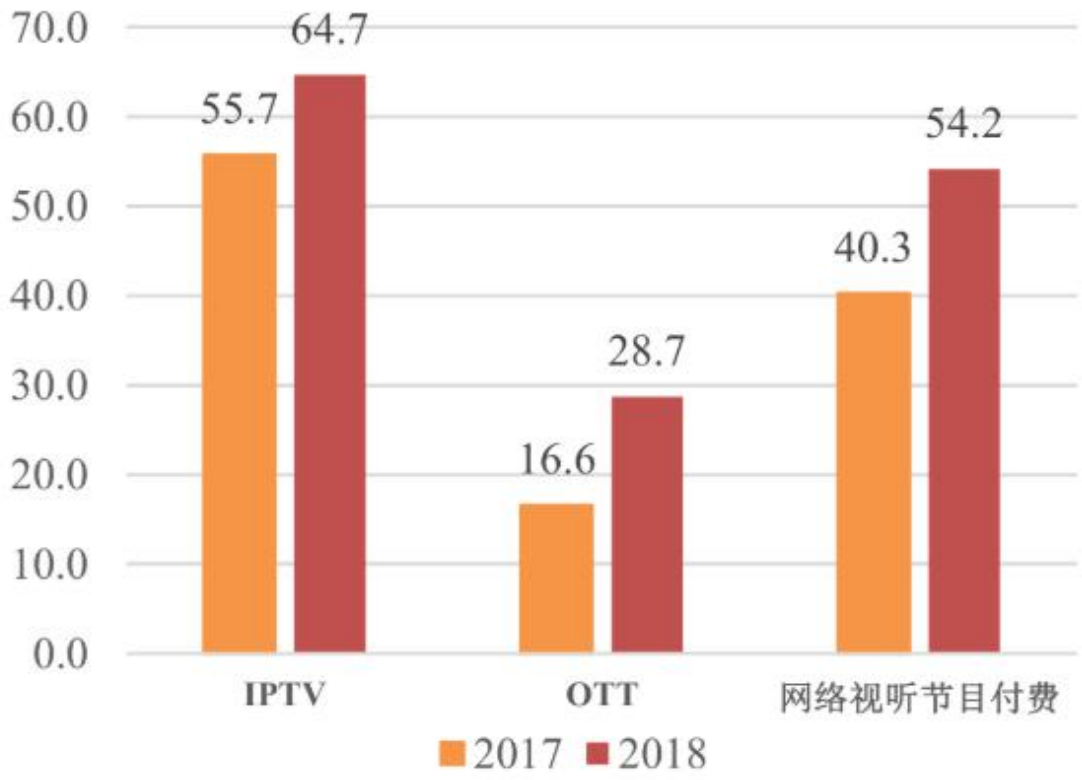
来源：国盛证券

（陆）

再看单用户价值方面。下图 ARPU 值分别是：IPTV ARPU=全国广播电视新媒体 IPTV 业务收入/IPTV 用户；OTT ARPU=全国广播电视新媒体 OTT 业务收入/OTT 用户。

从付费 ARPU 绝对值看， IPTV 高于 OTT。

再从二者的 ARPU 提升增速看，IPTV 单用户价值增长 16%，OTT 单用户价值增长 73.1%。其中，OTT 因为依靠丰富内容，且在各大互联网内容平台对用户付费习惯培养的基础上，ARPU 的增幅较大。



图：IPTV/OTT ARPU 值（单位：元/年）

来源：广证恒生

但对比海外，美国用户月 OTT 收视费用大概在 10 美元左右（67.08 元），IPTV 的价格则在 50 美元至 100 美元左右（335 元至 670 元左右）。国内与国外的差异仍较大。

因此，在消费升级下，未来随着内容进一步丰富以及付费习惯的持续养成，ARPU 值有望进一步增长。

考虑到当前我国人均可支配收入近似于美国七八十年代，我们假设：

乐观情况下，未来十年里，IPTV ARPU 达到美国三分之一水平 112 元（美国 IPTV 起步很早，故取三分之一），年复合增速为 6.29%；OTT ARPU 达到美国水平 67.08 元（美国 OTT 相对价格便宜），年复合增速为 9.8%。

保守情况下，未来十年，IPTV ARPU、OTT ARPU 按通胀水平 3%增长。

综上，按公式测算下来，IPTV/OTT 行业增速中枢为：未来十年（2020 年至 20209 年）平均增速在 13.26%至 22.82%之间。

（柒）

注意，在 IPTV/OTT 产业链中，参照美国来看，美国 IPTV 业务由于 OTT 业务的迅速崛起而受到冲击，增速放缓下滑。

美国之所以这样，主要是 OTT 的优势比 IPTV 大，除了技术进步（美国 IPTV 发展较早，04 年就开始介入市场），还包括：

1）无产业链环节的政策限制，美国 IPTV 运营商主动转向 OTT。比如 AT&T，随着 IPTV 增速的放缓，以 AT&T 为代表的电信运营商均开始涉足 OTT 业务，IPTV+OTT 并向发力，通过收购扩大视频业

务规模，建立内容制作、分发及产品服务的全产业链模式。**（无牌照限制）**

2）OTT 大厂的推广，如奈飞、亚马逊、迪士尼等视频大厂对于 OTT 业务的大力推广，也较大地推动了 OTT 在视频市场上份额的争取；**（内容方驱动）**

3）OTT 服务价格更低，仅 10 美元左右；而 IPTV 需要 50-100 美元左右。

反观国内，由于相关条件均欠缺，没有足够的动力推 OTT。比如：

1）牌照壁垒——国内 IPTV 运营商无法转 OTT。国外市场环境开放，而我国 IPTV/OTT 产业链需要取得服务牌照，数量有限。牌照资质构建了高壁垒，所以运营商无法直接进入 OTT 大屏渠道。

2）内容方推广 OTT 动力不足——虽然内容为王，但由于牌照壁垒，内容方也无法自己搭建 OTT 运营平台，只有和广电系合作并与其分成，因此动力不如国外的内容方。

3）IPTV 增值服务资费与 OTT 差别不大。三大运营商在推广 IPTV 业务时，经常搭载流量、宽带捆绑销售、补贴等手段。以上海电信

为例，办理 30M 以上宽带业务即赠 4K IPTV，并可兑换制定 4K 影剧院季度包，若单安装 IPTV，则需基础月费 10 元/月。因此，对消费者来说，宽带加装基本不需要对基础服务包付费，增值业务也就 20 元-30 元左右。

	项目	资费（元）
功能服务费（一次性收取）	一线标清	330
	一线高清	450
	一线无线（暂不提供）	600
月基本费	标清(月)（含 82 路标清直播频道、60 分钟时移、10000 小时标清点播）	50
	高清（月）（在标清基本内容上叠加，含 11 路高清直播频道、3000 小时高清点播）	100
增值业务（按合作方提供的增值服务内容定价）	聚场频道（月）（包括超级体育、港剧风云、娱乐精选、人物纪实、天下财经等轮播频道）	10
	回看功能（月）	10
	点播功能	电视剧：0.3-1.0 元/集，电影：2-10 元/部，专题节目：0.5-5 元/集

图：上海电信 IPTV 收费标准

来源：安信证券

而 OTT 业务价格，以腾讯为例，月费一般也在 30 元左右，促销时则在 10 元-15 元左右。



图：腾讯 OTT 月费

来源：腾讯视频

	国内	海外
内容提供商	必须与互联网电视牌照方进行合作；内容审核上加强管理	需满足内容中立（netneutrality）原则
内容服务牌照方	取得"以电视机为接收终端的视听节目集成运营服务"的《信息网络传播视听节目许可证》	
集成服务牌照方	不能用 OTT 平台变相开办 IPTV 业务	遵循反垄断法 前提 下可向上下游扩展
网络运营商	各地运营商组织的互联网电视招标项目，牌照方一律不得参加	遵循反垄断法 前提 下可向上下游扩展
终端设备供应商	有线运营商发布的 OTT 机顶盒等终端，应安装 TVOS 软件，不得安装除 TVOS 以外的其他操作系统	遵循反垄断法 前提 下可向上游扩展

图：中美 OTT 产业链政策对比

来源：中国产业信息网

	国内	海外
内容提供方	取得广电总局颁发的《信息网络传播视听节目许可证》后方可对接并开展业务	无特别牌照要求
内容集成播控平台	实行中央+省级两级播控，中央设立 IPTV 集成播控总平台，由中央电视台负责（唯一中央牌照）；各省设立 IPTV 集成播控分平台，由省级电视台负责（目前有四张省级牌照）	不得自行截断内容提供方的信号（must-carryrule）
通讯运营商	需要持有 IPTV 传输牌照	无特别牌照要求
设备供应商	无特别要求	需遵循科技中立（technologyneutrality）
系统解决方案提供商	无特别要求	无特殊要求
终端设备供应商	无特别要求	需遵循科技中立（neutralitytechnology）

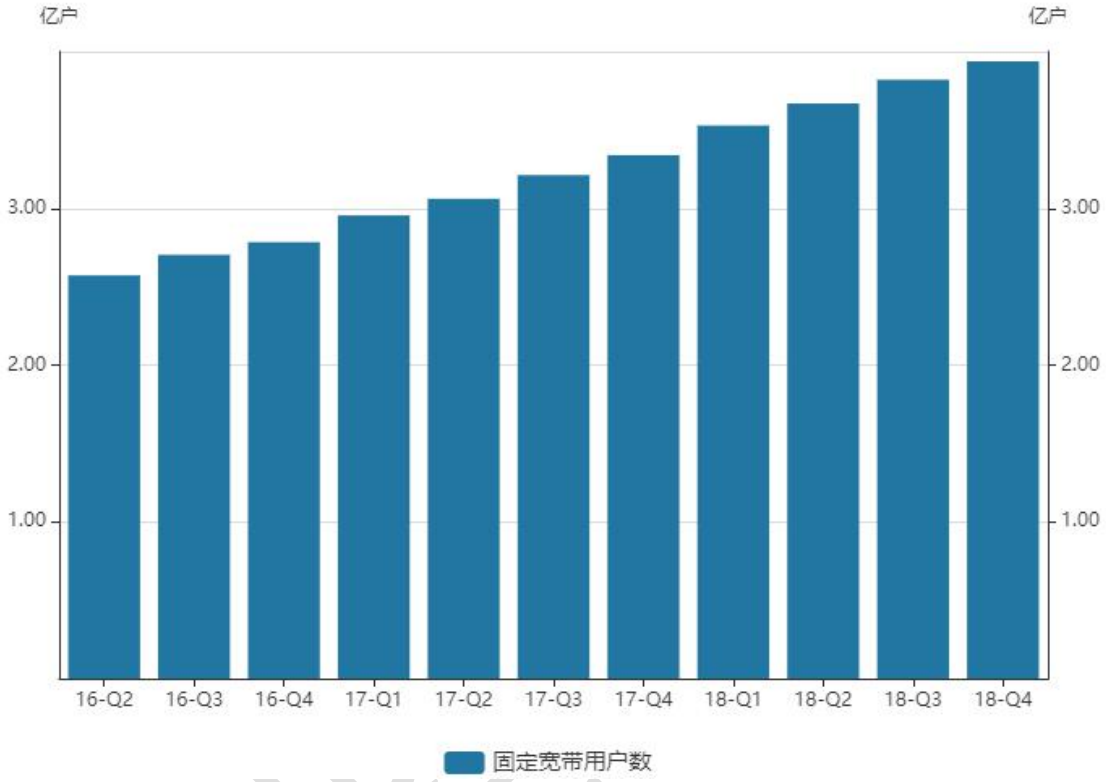
图：海内外 IPTV 产业链政策对比

来源：中国产业信息网

（捌）

分析完以上逻辑，我们由大及小，来看目前行业景气的高频数据，结合数据大致判断目前市场的局面如何：

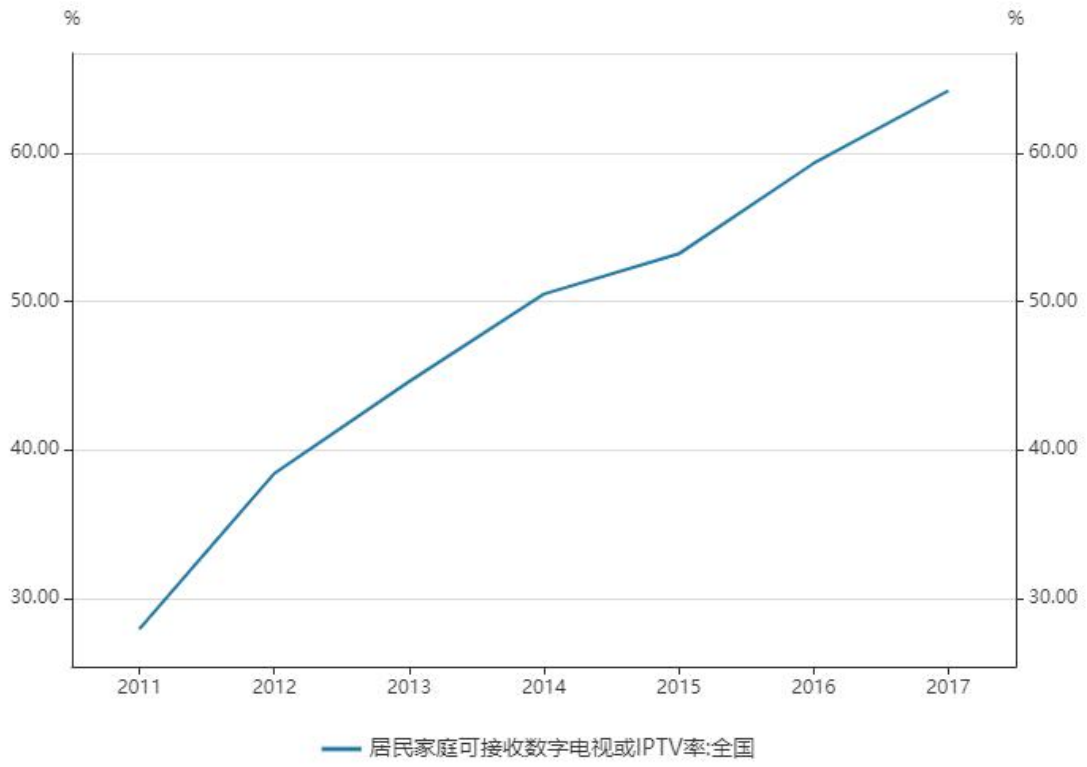
1）宽带用户数——反映整个可以向 IPTV/OTT 转移的潜在用户数，总盘子有多大、有多少。



图：宽带用户数

来源：wind

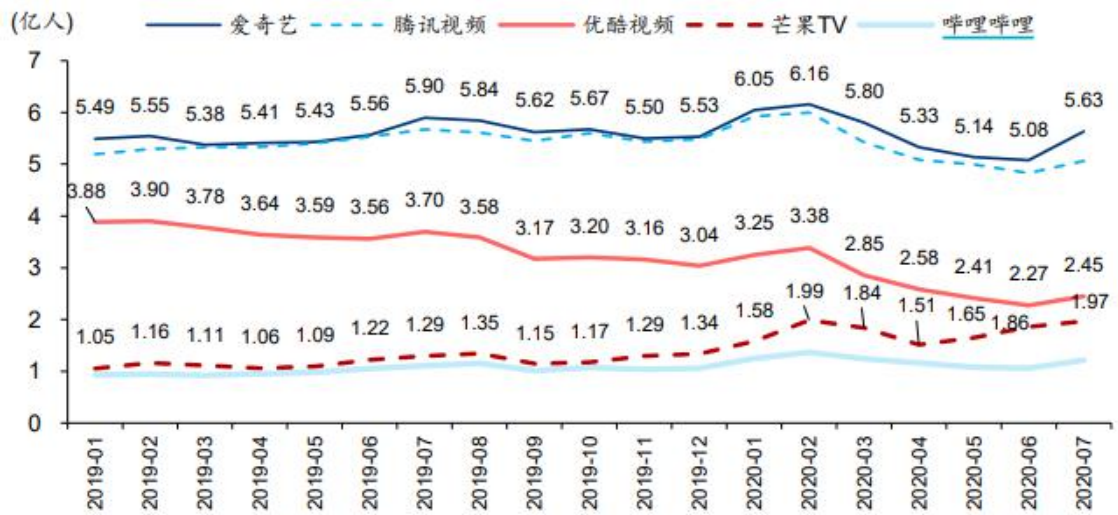
2) IPTV 率——即 IPTV 的渗透率情况，反映当前多少宽带用户实际接触 IPTV 的情况。



图：IPTV 率

来源：wind

3) 内容平台月活用户数——反映内容平台用户流量波动对于牌照商未来收入情况的景气程度。月活高，才有更多用户成为会员或潜在付费，继而影响收入提成。



图：2019 年 1 月至 2020 年 7 月主要视频平台月活用户

来源：华泰证券

(玖)

接着，我们来对比两家龙头的关键经营数据：

1）OTT 有效覆盖装机量

据勾正数据统计，2019 年上半年，芒果 TV 借助内容优势，实现家庭智慧大屏的覆盖达到 0.6 亿台，**APP 的下载覆盖占比达 85%**。新媒则是以云视听极光为核心产品，覆盖 1.15 亿台，APP 下载覆盖占比为 31%。



图：超高清家庭智慧大屏覆盖情况（OTT）

来源：国海证券

2）月活跃用户数

从月活规模来看，新媒的月活用户数更胜一筹，其中核心产品之一——云视听极光，月活规模排名首位（8258 万户），芒果超媒的月活用户数排名第四（3499 万户），用户数处于第二梯队。

这背后的差异，主要在于绑定的内容方差异，腾讯视频的用户量及月活数，明显高于芒果 TV。

排名	产品	集成平台+内容平台	月活跃规模（万户）
1	云视听极光	新媒股份+腾讯视频	8258
2	银河奇异果	GITV+爱奇艺	7055
3	CIBN 酷喵电视	CIBN+优酷	6690
4	芒果 TV	芒果超媒+芒果 TV	3499
5	云视听小电视	新媒股份+哔哩哔哩	1916
6	云视听 MoreTV	新媒股份+千杉网络	717
7	CIBN 聚体育	CIBN+PPTV	649
8	CIBN 聚精彩	CIBN+PPTV	404
9	CIBN 微视听	CIBN+PPTV+腾讯视频	313

2020 年 7 月互联网电视月活跃用户数

来源：国元证券

3）付费用户数

由于两家均未披露 IPTV 和 OTT 的付费用户情况，我们仅能从互联网内容平台的付费用户情况，去侧面佐证各自情况。

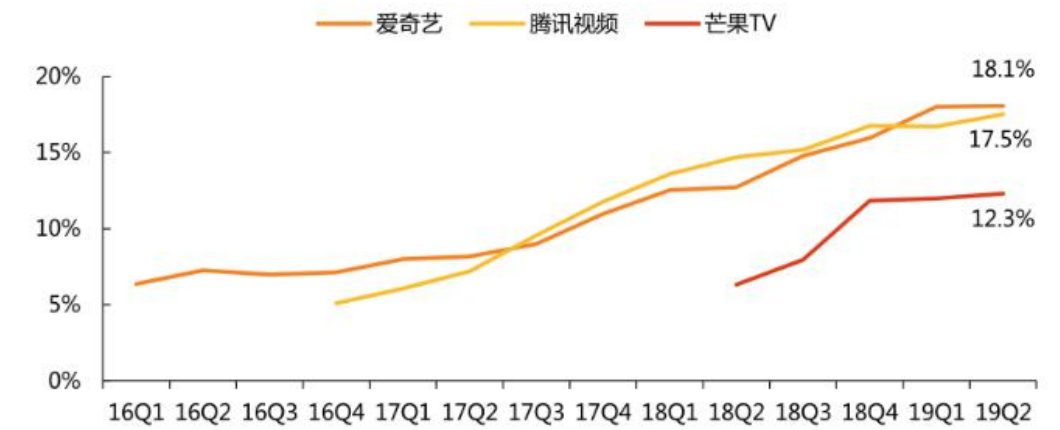
由于爱奇艺、腾讯的用户规模较大，因此他们的付费用户数也远高于芒果。但从付费率来看，芒果与他们之间的差距在缩小，付费提升空间更大。

塔坚研究



图：平台付费用户数

来源：华泰证券



图：付费率

来源：天风证券

4）ARPU 值

根据 2019 年两家的用户数及营业收入情况，可推算其单用户价值 ARPU，新媒股份仅 7.11 元，芒果超媒为 114.69 元。很明显，芒

果超媒的单用户价值更高。同时反映出，对于新媒以合作构建 IPTV/OTT 方式下，由于大部分收入靠渠道分成，导致单用户价值较低。

5）分成比例

由于新媒与内容平台方采取分成的方式**（与腾讯分成是收入 7.5%，分成比例较低）**，而芒果是自有，因此在付费收入层面上，芒果的优势较大（无需与其他人分成，话语权、定价权较强）

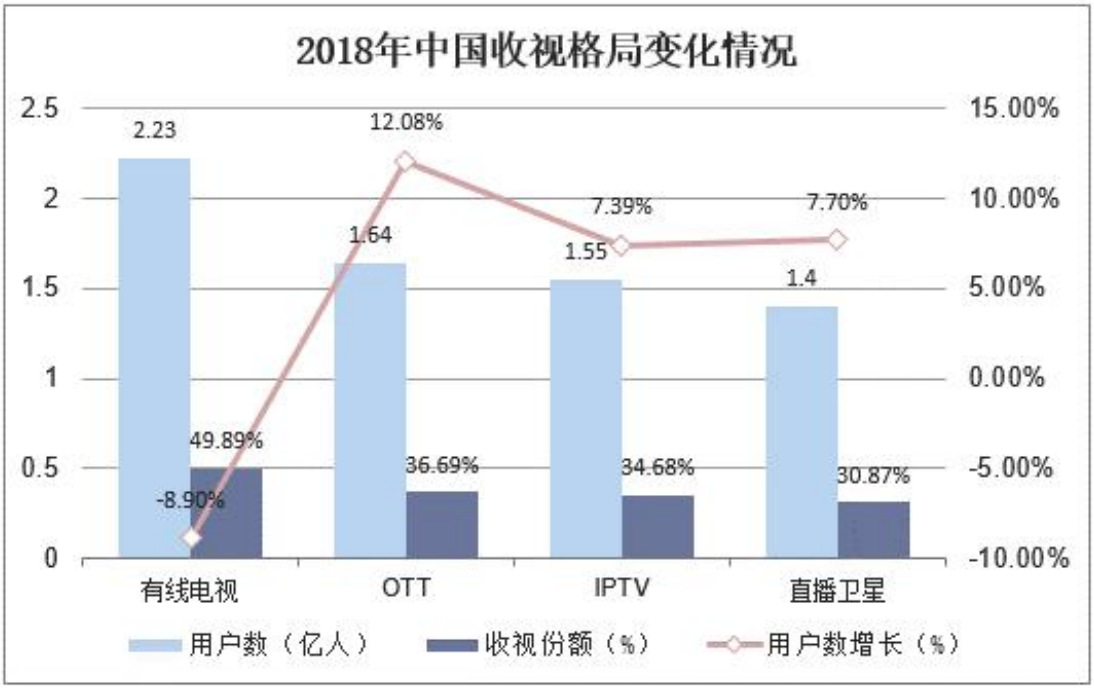
牌照方	产品	牌照方分成情况
未来电视	云视听New TV	收入15%
银河电视	银河奇异果	电信专网收入
国广东方	酷喵	5.00%
东方明珠	百视通	不适用
芒果超媒	芒果TV	不适用
华数传媒	优酷盒子	不适用
新媒股份	云视听极光	7.50%

图：OTT 牌照商合作与分成情况

来源：华西证券

（拾）

接着，从竞争格局方面，还需要分析：从整体收视格局情况来看，有线电视收视份额下降，未来增长逻辑基本可忽略；OTT、IPTV 以及直播卫星的收拾份额呈现增长，其中 OTT 增长较为明显。



图：2018 年中国收视格局

来源：华经情报网

而 IPTV/OTT 这条产业链上的竞争格局，主要看牌照商和平台内容方。

牌照竞争格局——

全国 IPTV 集成播放服务总平台 1 个，31 个省级播控分平台。目前，已有 4 家广电机构获得 IPTV 分平台业务许可；OTT 集成服务牌照 7 个，内容服务牌照 16 个。

而芒果超媒、新媒股份同时拥有 IPTV、OTT 两张牌照，乍一看，竞争差异不大。但仔细对比发现，双方除省内势力之外，均在省外有扩张覆盖，只是效果迥然不同。新媒股份的省外拓张逊色于芒果超媒。

这点，从各自的省内外收入结构可以明显看出。芒果超媒省外收入占比达 65.16%，而新媒股份则仅 12.4%。

以这个角度来看，虽然两者均是省级 IPTV 集成播控牌照商，但芒果覆盖全国业务优势远超于新媒。这说明，新媒的牌照还是着重于广东省内的优势，而芒果则已经具备了全国性优势。

然后，再从内容竞争格局看——

芒果拥有内容制作的能力，而新媒则相对缺乏，但其合作的内容平台方较多。具体来看细分内容差异：

塔坚研究

电视剧方面，芒果 TV 版权电视剧购买较少，且购买剧集基本匹配其平台用户定位**（都市、青春、女性等）**；BAT 体系平台对于版权电视剧的竞争大同小异。

自制剧方面，芒果 TV 专注**青春校园、都市爱情剧**；BAT 系自制题材涉猎较广，比较深耕现实题材剧集。

综艺方面，版权综艺中，优酷采购激进，三大卫视的新综艺几乎全买了，侧面反映优酷在综艺上的落后，需要靠大量版权采购弥补。相比之下，爱奇艺和腾讯视频则侧重于购买优质热门综艺。

芒果 TV 在版权综艺有着天然优势，背靠湖南卫视，享受丰富的综艺资源，同时对于符合用户群体定位的综艺节目也会考虑购买，如**浙江卫视的青春环游记（标签：青春）**。（因此，芒果 TV 的综艺节目招商能力很强，单个资质综艺品牌赞助商平均数量约为 3.4 个，高于爱奇艺、腾讯、优酷，位居龙头）

随着大家对于版权的投入逐渐趋于理性（因为版权内容吸引用户是短暂的效应，节目播完，可能会流失），未来更重视自制。从题材来看，在深耕音乐、舞蹈、创作类以外，内容平台均加大了对慢综艺和观察类综艺的投入。其中，芒果 TV 的综艺自制能力，较其他平台领先。

可以看到，芒果的用户定位较为细分、精准，虽然用户规模虽然不及爱奇艺、腾讯，但是用户的粘性更强，这点其实和哔哩哔哩的二次元用户定位有点类似。



图：日活用户规模

来源：前瞻产业研究院



图：用户日均使用时长

来源：前瞻产业研究院

总结一下，借助牌照优势下，芒果超媒的全国布局优于新媒股份（芒果省外收入占比远超新媒）。并且，内容上长期盈利能力也更加确定，其自制综艺的优势、定位精准等特点，使得其成本也较低。

总的来说，IPTV/OTT 这门生意，短期有牌照、渠道逻辑，但长期来看仍然是得内容者得天下。

（拾壹）

好，行业增长驱动看完后，我们再继续深入，梳理一下这条产业链图谱。整体来看，不论是投入资本回报率还是新季度收入增速，均是上游企业更有优势。其中，上游的腾讯、哔哩哔哩、芒果超媒、新媒股份的收入增速均较好：

。。。。。。。。。。。。。。。。。

以上，为本报告部分内容。近期我们新开辟了基金笔记、宏观笔记、产业链梳理笔记三个研究系列。如需获取全部行业笔记、基金笔记、宏观笔记、建模笔记，请扫描下方二维码订阅产业链报告库。一分耕耘一分收获，只有厚积薄发的硬核分析，才能在关键时刻洞见未来。



扫码阅读优塾产业链报告

如需了解更多，请添加工作人员微信：bgys2020

【版权与免责声明】1）版权声明：版权所有，违者必究，未经许可不得以任何形式翻版、拷贝、复制、传播。2）尊重原创声明：如报告内容有引用但未标注来源，请随时联系我们，我们会删除、更正相关内容。3）内容声明：我们只负责财务分析、产业研究，内容不支持任何形式决策依据，也不支撑任何形式投资建议。本文是基于公众公司属性，根据其法定义务内向公众公开披露的财报、审计、公告等信息整理，不为未来变化做背书，未来发生任何变化均与本文无关。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性。所有内容仅服务于行业研究、学术讨论需求，如为股市相关人士，请务必取消对本号的关注。4）阅读权限声明：我们仅在公众平台仅呈现部分报告内容，标题内容格式均自主决定，如有异议，请取消对本号的关注。5）主题声明：鉴于工作量巨大，仅覆盖部分重点行业及案例，不保证您需要的行业都能覆盖，也不接受私人咨询和问答，请谅解。6）平台声明：所有内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台内容负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。