

## 行业深度报告：深挖内容付费投资机会（1）

# 视频付费风口已至，网络大电影未来已来

增持（首次）

2017年4月24日

### 投资要点

■ **视频付费和电影供需双向催生网络大电影，17年网大分账规模达30亿。**网络视频付费进入高速发展期，17年预计用户将超过1亿，市场规模约145亿，为网络大电影的发展奠定了基础。同时我国院线电影上映率仅有50%，电视渠道观众流失，在观影需求超过欧美的当下，网大凭借与院线电影完全不同的观影体验、观影场景和电影题材填补空白观影需求。17年网大分账规模预计将同比增长200%，达到30亿，对应票房规模约60-80亿。

■ **政府监管和市场驱动双重催化，专业化、精品化成网大发展主旋律。**蹭IP、擦边球、宣发薄弱等问题伴生网大的爆发，违规作品下架、监管细则出台打响了拨乱反正的第一枪；《山炮进城》等头部作品分账金额超千万，前10部作品市占率超12%，“二八法则”迫使行业快速洗牌；大量网剧制作成本提高到150万以上、千万大作出现，多渠道精准宣发成为标配，2017年势必成为网大精品化的大年。

■ **平台分成目前提供最确定盈利，精品网大有望实现多重变现。**网大最具确定性的变现来源是平台的分成，主要包括点击分成、营销奖励和广告分成，精品独播网大单有效点击分成最高达3元，庞大的会员基础为优质网大提供了良好的收益渠道；目前平台正在逐渐形成多维度评价、多元化分成的网大成熟体系；随着网大的精品化，广告植入和IP多重变现也提供了较强的弹性，目前广告植入比例仅有10%，增长空间仍然巨大，衍生品、影游联动等成熟变现模式有望移植到网大领域，提供持续可扩展的收益。

■ **全产业布局动力强劲，资本进入带动行业洗牌，打造爆款成为决胜关键，首推实力雄厚、资源丰富的行业龙头。**网大产业链呈现两大趋势：1)新片场、淘梦网等网大先行者凭借成功经验布局全产业链，形成一定体量；2)各大视频平台和传统内容制作商布局网大，以投资、合作等方式参与竞争，推动行业进入洗牌期。网大同时呈现内容为王的主旋律，大众题材、优质内容、人气演员、精良制作和专业宣发均成为打造爆款的标配，产业链上拥有优质IP、资金实力、人才团队和宣发能力的公司将成为龙头，在网大洗牌期率先受益。

### 投资建议：

**重点推荐：**1.慈文传媒：内容实力持续验证，网大布局初现成效；  
2.游族网络：强强联手，游戏龙头投资网大龙头。

**建议关注：**欢瑞世纪；中南文化；唐德影视。

■ **市场反响不及预期，行业竞争加剧**

证券分析师 张良卫

执业资格证书号码：S0600516070001

[zhanglw@dwzq.com.cn](mailto:zhanglw@dwzq.com.cn)

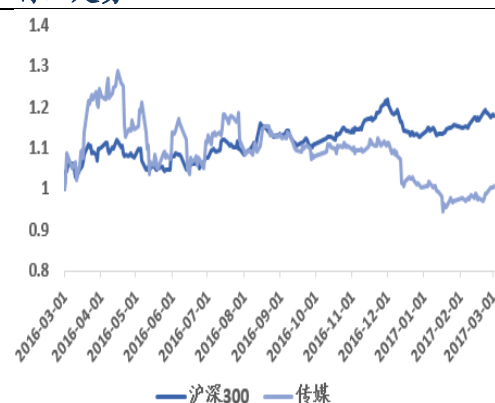
021-60199740

研究助理 周良玖

[zhoulj@dwzq.com.cn](mailto:zhoulj@dwzq.com.cn)

021-60199792

### 行业走势



### 相关研究

东吴证券研究所

## 思路小结

### 为什么当前时点研究网大？

1. 视频付费会员 16 年用户达到了 7500 万，17 年预计将会超过 1 亿，付费习惯逐渐养成，内容付费投资机会关注度逐渐升温，网生内容风口愈吹愈紧。
2. 网络大电影已成一定的体量，16 年整体市场规模达到 10 亿左右，17 年首部影片《斗战神佛》分账票房达到 2000 万，相当于电影票房近 5000 万，对于院线抢档期的小成本电影来说，无疑是另一种发行途径，随着视频付费的增长，头部内容分账票房的增加，越来越多的低成本影片会放弃院线转战网络平台。
3. 17 年以来从王思聪 6000 万投资网大到欢瑞世纪宣布投资 1 亿拍《诛仙》网大和优酷联合阿里文学、阿里影业 10 亿投资网大，网络大电影关注度逐渐提升。

### 解决了什么问题？

1. 网大市场有多大？  
从成本端测算，预计 2017 年分账规模可达 30 亿，对应票房规模可达 60-80 亿，已具备一定体量。
2. 网大是否会挤占院线空间？  
短期来看，对观众来说，两者观影体验、动机都不同，满足的是互补的观影需求；对制片方来说，网大审核流程简单、周期短、成本低、定价低、采用新演员，与院线电影并不是同一量级。长期来看，未来可能会有更多的小制作电影放弃院线转战视频平台。
3. 网大发展趋势如何？目前还存在哪些问题？  
网大目前存在蹭 IP、擦边球、宣发薄弱等问题，在监管向严、成本提高、专业宣发的推动下，网大必然会向精品化发展。
4. 网大如何盈利？是否有持续性和拓展性？  
平台的点击分成是目前最主要、最确定的盈利方式，以 2.5 元/有效点击计算，成本 100 万的网大盈亏平衡有效点击在 40 万水平。  
  
广告植入和包括影游联动、衍生品在内的 IP 多重变现将随着网大精品化的进程成为未来重要的盈利方式。
5. 网大竞争格局如何？  
制片、宣发和放映环节分别呈现出品速度放缓、宣发投入增大、平台公司抢占独播优质内容的趋势。  
  
资本强势进入，行业呈现洗牌格局：强者布局泛娱乐全产业链，协作、联合的迹象显著；重要参与者包括网大产业的实力派、涉水网大的一线影视公司和视频平台。
6. 什么样的网大能成为爆款？  
网大爆款具备题材大众、内容优质、制作优良、宣发专业的特点，并一定程度上引入了具有粉丝基础的演员。
7. 什么样的公司能打造爆款成为龙头？  
深耕优质内容、具备宣发能力、人才团队稳定、资金实力强大的公司具备爆款网大制作能力，有望成为龙头。

## 目录

<b>1. 看空间：视频付费风口已至，17年规模可达30亿8</b>	
1.1. 燎原之势已成，网大市场已成规模 .....	8
1.2. 视频付费打通电影供需，网大必然崛起 .....	9
<b>2. 看趋势：网大与院线互补，告别草莽走向专业 . 15</b>	
2.1. BC两端差异化显著，网大院线不成竞品 .....	15
2.2. 小打小闹，问题颇多，绝无可能止步不前 .....	21
2.3. 严监管、精品化，草莽时代即将终结 .....	25
<b>3. 看变现：平台分成暂为主流，多元变现有望实现 31</b>	
3.1. 平台分帐规则清晰，单有效点击最高达3元 .....	31
3.2. 具备精准投放优势，广告植入获益可期 .....	35
3.3. 影游联动+衍生品，网大实践IP多重变现 .....	35
<b>4. 看格局：产业链进入洗牌期，全产业布局成趋势 37</b>	
4.1. 制片：头部内容优势体现，市场集中度逐步提高 .....	38
4.2. 宣发：体量形成，宣发专业化进程加速 .....	45
4.3. 平台：同质化竞争压力下，从源头抢占独家网大资源 .	50
<b>5. 爆款主导市场，关键资源助力龙头腾飞..... 60</b>	
5.1. 爆款分析：题材、演员、内容、制作、宣发环环发力 .	60
5.2. 资本进入，优质IP、人才团队、资本实力成制胜关键.	63
<b>6. 相关标的 .....</b>	<b>64</b>
6.1. 慈文传媒：内容实力持续验证，网大布局初现成效 ...	64
6.2. 游族网络：强强联手，游戏龙头投资网大龙头 .....	67
6.3. 欢瑞世纪：内容艺人实力双持，强IP进军网大 .....	69
6.4. 中南文化：强实力泛娱乐集团，战略投资卡位网大 ...	70
6.5. 唐德影视：明星股东加成精品制作，切入网大可期 ...	71
<b>7. 风险提示 .....</b>	<b>73</b>

## 图表目录

图表 1: 网络大电影定义.....	8
图表 2: 网络电影发展历程.....	8
图表 3: 上线网大数量.....	9
图表 4: 网大表现破纪录.....	9
图表 5: TOP20 分账金额.....	9
图表 6: 市场规模预测.....	9
图表 7: 版权保护逐步加强.....	10
图表 8: 移动综合视频渗透率.....	10
图表 9: 付费用户多屏行为活跃.....	10
图表 10: 移动综合视频用户年龄分布.....	11
图表 11: 视频付费用户年龄分布.....	11
图表 12: 视频网站支付方式.....	11
图表 13: 互联网支付用户规模.....	11
图表 14: 中国网络视频付费市场 AMC 模型.....	12
图表 15: 中国网络视频付费市场规模.....	12
图表 16: 中国网络视频付费用户规模.....	12
图表 17: 中国在线视频行业收入构成.....	13
图表 18: 近十年国产院线电影上映率.....	13
图表 19: 电视观众平均到达率.....	14
图表 20: 票房及观影人次.....	14
图表 21: 院线电影供需指数.....	14
图表 22: 网络大电影诞生背景.....	15
图表 23: 常用观影平台分布.....	15
图表 24: 网大《鬼话怪谈》观影终端.....	15
图表 25: 用户网络观影的原因.....	16
图表 26: 《美人鱼》创造社交热点话题.....	16
图表 27: 网大播放无时限.....	16
图表 28: 观影动机调查.....	17
图表 29: 网大与院线电影题材.....	17
图表 30: 网大与院线电影互为补充.....	18
图表 31: 院线电影审查流程.....	18
图表 32: 网络大电影备案流程.....	19
图表 33: 院线电影制作周期.....	19
图表 34: 《道士出山》系列上映时间.....	19
图表 35: 网络大电影制作周期(天).....	19
图表 36: 2016 年票房 TOP10 国产电影成本.....	20
图表 37: 2016 上半年网络大电影成本分布.....	20
图表 38: 网络大电影平均制作费用(万).....	20
图表 39: 有历史网大作品的主创比例.....	21
图表 40: 仅导演的经验与网大点击量相关.....	21
图表 41: 电影票价超过 30 元.....	21
图表 42: 网大单片票价 5 元.....	21

图表 43: 网络大电影蹭 IP.....	22
图表 44: 网络大电影打擦边球.....	22
图表 45: 大部分宣发止步于海报.....	22
图表 46: 《午夜讲诡故事》地铁广告.....	22
图表 47: 《山炮进城》与《夏洛特烦恼》热度.....	23
图表 48: 网络大电影区别于 B 级片.....	23
图表 49: 网剧优质化发展道路.....	24
图表 50: 观看网络剧的主要原因.....	24
图表 51: 观众对网络剧的期待.....	24
图表 52: 2015-16 年网剧流量区间分布.....	25
图表 53: 2016 年播放量 TOP15 剧集.....	25
图表 54: 近年网生内容规范.....	26
图表 55: 影片下线通知.....	26
图表 56: 下架电影海报.....	26
图表 57: 网络内容题材限制.....	27
图表 58: 视频网站出台禁令.....	27
图表 59: 网络大电影的三层监管.....	28
图表 60: 不同播放区间的网大数量占比.....	28
图表 61: 网大市场集中度.....	28
图表 62: 网络大电影制作不同成本区间数量分布.....	29
图表 63: 网络大电影宣发渠道.....	29
图表 64: 《绝密恋人》粉丝见面会.....	30
图表 65: 《僵尸英雄之魔王与公主》宣发案例.....	31
图表 66: 网大正处于蜕变期.....	31
图表 67: 爱奇艺网大分账规则.....	32
图表 68: 腾讯视频网大分账规则.....	32
图表 69: 优酷网大分账规则.....	33
图表 70: 乐视网大分账规则.....	33
图表 71: 搜狐视频网大分账规则.....	33
图表 72: 网大盈亏平衡有效点击测算.....	34
图表 73: 2016 年年度票房榜 TOP10 分成收入.....	34
图表 74: 优酷网大新模式.....	35
图表 75: 《以为是老大》某 APP 植入.....	35
图表 76: 《空姐大战猛鬼》某 APP 植入.....	35
图表 77: 《明珠三国 2 之貂禅攻略》及手游.....	36
图表 78: 《僵尸英雄之魔王与公主》及手游.....	36
图表 79: 网生内容用户购买影视衍生品意愿.....	36
图表 80: 网生内容用户衍生品价位接受度.....	36
图表 81: 网大产业链.....	37
图表 82: 我国电影产业链及主要参与者.....	38
图表 83: 网大投资风险较低.....	38
图表 84: 网大主要融资渠道.....	39
图表 85: 网大制片公司数量及增速.....	39
图表 86: 网大出品数量.....	39

图表 87: 2016 年分账 TOP10 网大出品公司.....	40
图表 88: 新片场在阿里泛娱乐布局中的位置.....	40
图表 89: 新片场青年导演扶植计划.....	41
图表 90: 新片场新媒体产业链布局.....	41
图表 91: 新片场发行案例.....	42
图表 92: 新片场众筹.....	42
图表 93: 七娱乐代表作品.....	42
图表 94: 七娱乐旗下艺人.....	42
图表 95: 七娱乐“狼计划”战略发布会.....	43
图表 96: IFG 作品.....	44
图表 97: IFG 旗下艺人.....	44
图表 98: IFG 集团布局.....	44
图表 99: 《青春期》手游.....	44
图表 100: 传统影视公司旗下网生内容子公司.....	45
图表 101: 华谊创星网大作品.....	45
图表 102: 网大宣发环节参与方.....	45
图表 103: 淘梦网宣发优势.....	45
图表 104: 淘梦网宣发作品.....	46
图表 105: 淘梦网宣发流程.....	46
图表 106: 淘梦网提供全产业链服务.....	47
图表 107: 含网络大电影投资项目的 15 家众筹平台.....	47
图表 108: 淘梦网众筹网大成功项目.....	47
图表 109: 淘梦影业网大作品与专业团队.....	48
图表 110: 淘梦打通泛娱乐全产业链.....	48
图表 111: 奇树有鱼宣发作品.....	49
图表 112: 《倩女箫魂》首映会.....	49
图表 113: 网大微信朋友圈广告投放.....	49
图表 114: 国外视频网站格局.....	50
图表 115: 国外视频网站差异化发展.....	50
图表 116: Netflix 自制电影口碑不佳.....	51
图表 117: 2016 年中国网络视频市场实力矩阵.....	51
图表 118: 16 年 12 月移动端设备覆盖.....	52
图表 119: 16 年 12 月 PC 端设备覆盖.....	52
图表 120: 视频网站模式同质.....	52
图表 121: 2016-2017 年 3 月独播&多平台网大新增数量对比.....	53
图表 122: 2016 年热播网大播出平台及出品方.....	53
图表 123: 用户对网生内容的付费意愿.....	53
图表 124: 网络大电影高峰论坛.....	54
图表 125: 爱奇艺与王晶签约.....	55
图表 126: 爱奇艺与慈文推出《老九门番外》.....	55
图表 127: 爱奇艺与北京电影学院战略合作.....	55
图表 128: 爱奇艺独播网大数量领先.....	55
图表 129: 2016 上半年各平台上线网大数量和独播数量占比.....	56
图表 130: 腾讯视频独播网大点击量一度领先.....	56

图表 131: 腾讯视频网大精品化.....	57
图表 132: 企鹅独播影院.....	57
图表 133: 《再见美人鱼》宣发资源.....	57
图表 134: 《传奇霸业》改编网大《传奇酒馆》.....	58
图表 135: “文娱星力量”战略合作发布会.....	58
图表 136: 优酷网络电影开放合作大会.....	59
图表 137: 乐视生态系统.....	59
图表 138: 乐视网络大电影内容经理杨毅峰.....	59
图表 139: 观众网大题材偏好.....	60
图表 140: 网生内容受众性别分布.....	61
图表 141: 《深宫遗梦》观众性别比例.....	61
图表 142: “山炮进城”和“山炮进城+小沈阳”搜索热度.....	61
图表 143: 16年 TOP20 网大系列网大占比.....	62
图表 144: 16年 TOP25 网剧 IP 占比.....	62
图表 145: 网络电影制作的三大要素.....	62
图表 146: 《大内密探王二狗》宣发一览表.....	63
图表 147: 资本布局网大制作.....	63
图表 148: 网大制作企业所需能力.....	63
图表 149: 网络剧代表作.....	64
图表 150: 公司部分 IP 储备.....	64
图表 151: 慈文控股子公司.....	66
图表 152: 赞成科技部分产品.....	66
图表 153: 慈文与爱奇艺战略合作.....	67
图表 154: 《老九门番外之二月花开》.....	67
图表 155: 游族网络八大工作室.....	68
图表 156: 游族网络尚在运营的游戏.....	68
图表 157: 游族网络现有大 IP 产品概况.....	68
图表 158: 欢瑞世纪 IP 储备（部分）.....	69
图表 159: 欢瑞世纪签约艺人.....	70
图表 160: 新华先锋旗下新华阅读.....	71
图表 161: 新华先锋旗下作品.....	71
图表 162: 千易志诚旗下艺人.....	71
图表 163: 唐德影视业务布局.....	72
图表 164: 唐德影视部分作品.....	72
图表 165: 唐德影视明星团队.....	72

## 1. 看空间：视频付费风口已至，17年规模可达30亿

### 1.1. 燎原之势已成，网大市场已成规模

2014年，爱奇艺率先将时常超过60分钟，制作水准精良，具备完整电影的结构与容量，并且符合国家相关政策法规，以互联网为首发平台的电影叫做网络大电影。

图表 1：网络大电影定义



资料来源：爱奇艺，东吴证券研究所

网大诞生之前，中国网络视频制作早已出现恶搞、原创电影、微电影等几波风潮，2006年网络短片《一个馒头引发的血案》开启普通网民创作恶搞、创作视频的时代；2010到2011年微电影《老男孩》和《父亲》在互联网获得热捧；2013年微电影开始向专业化发展，一些中小规模投资的长篇电影开始从互联网渠道寻找出路，网大雏形初现；2014年3月爱奇艺在“网络大电影成就梦想”高峰论坛定义了网大，并推出网络大电影计划，建立了网络大电影的网络播放平台、投融资平台、青年导演成长平台，提出前期付费+后期免费商业模式，为网大的发展奠定了基础；2015年开始网络大电影进入蓬勃发展期，17年《斗战圣佛》分帐票房突破2000万。

图表 2：网络电影发展历程

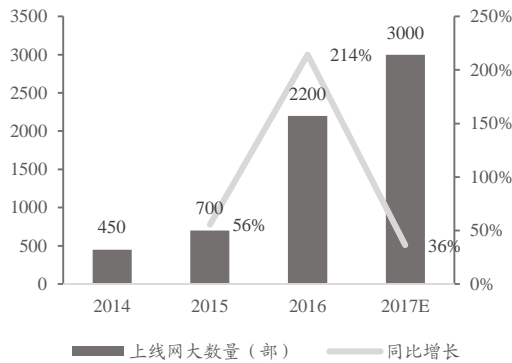


资料来源：城邦传媒，东吴证券研究所

2014至2016年网大经历了爆发式的增长，2014年网络大电影全年产量约450部；2015年网大影响力迅速增长，出现了《山炮进城》、《道士下山》等点击量近亿的系列网大，全网网大数量近700部；2016年网大数量达到2200部，同比增长超两倍，2016年初的《不良女警》创下三

日点击量破千万、分账票房破四百万的新纪录，预计2017年网大数量将达到3000部。

图表 3: 上线网大数量



资料来源: 爱奇艺, 东吴证券研究所

图表 4: 网大表现破纪录



上映时间: 2015年10月27日  
24小时点击量600万, 累计网络票房187万  
上线首周播放量累计2770万, 票房数累计556万元

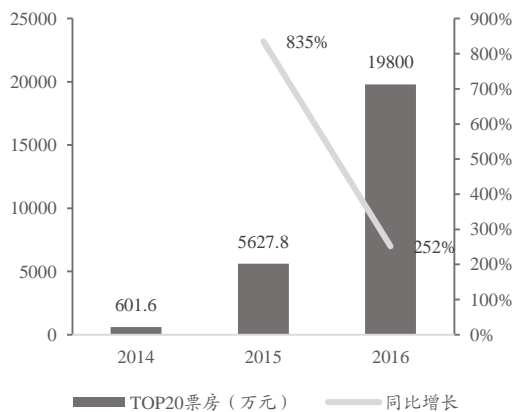


上映时间: 2016年3月2日  
日点击量最高有八百多万  
上线五日点击突破3000万  
电影热搜榜

资料来源: 网易娱乐, 东吴证券研究所

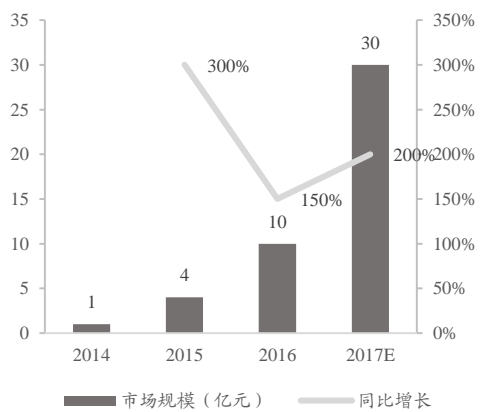
网大发展时间短, 增长迅速, 空间巨大。相对电影产业的发展史, 网大是互联网时代孕育的一株新芽, 正在经历爆发式的发展, 2014年到2016年, 网大全年分账TOP20总分账票房分比为601.6万元、5627.8万元和1.98亿元, 三年复合增速为220%。目前网大市场规模已经从2014年约1亿元增长到2016年的10亿左右, 根据爱奇艺的预测, 2017年网大市场规模将达到30亿, 对应电影产业对上游40%-50%的分成比例, 对应票房即要达到约60-80亿, 已达到一定的体量。

图表 5: TOP20 分账金额



资料来源: 爱奇艺, 东吴证券研究所

图表 6: 市场规模预测



资料来源: 爱奇艺, 东吴证券研究所

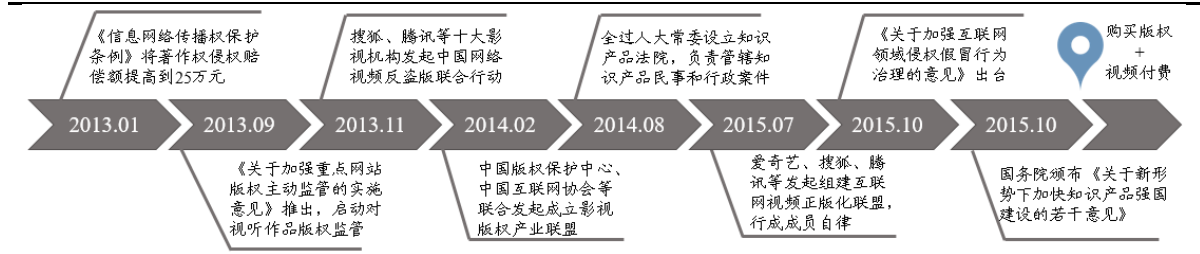
## 1.2. 视频付费打通电影供需, 网大必然崛起

### 1.2.1. 多因素驱动, 视频付费市场进入高速发展期

我们认为在多因素驱动下, 视频付费趋势具有确定性, 网络大电影崛起已具备关键基础。

1) 打击盗版为付费习惯的培养奠定了基础,从2013年起,《信息网络传播权保护条例》等政策陆续颁布,互联网视频正版化联盟成立,众多视频网站上的侵权内容接连下架,我们认为依靠盗版内容吸引流量的草莽时代终结,购买版权已经成为主流。

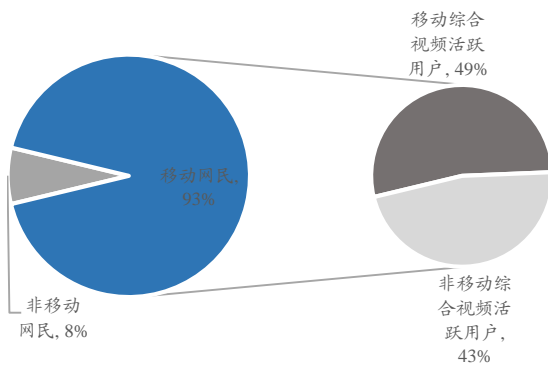
图表 7: 版权保护逐步加强



资料来源: 易观, 东吴证券研究所

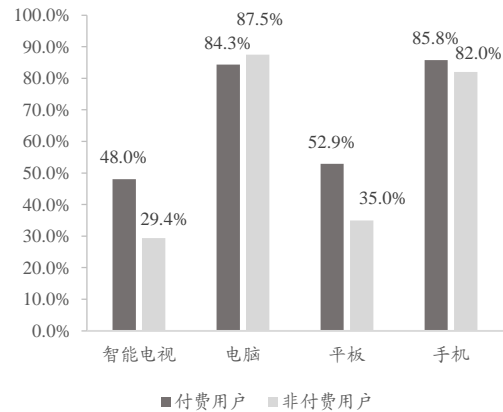
2) 移动互联网促进多屏播放,一方面,2016年6月移动网民达6.56亿,占网民总数的92.5%,其中,移动综合视频活跃用户的渗透率达到了53.1%,移动视频成为重要的移动娱乐方式;另一方面,多屏播放大大增加了视频观看的频次和时长,付费会员能够进行各终端的切换,充分利用会员权益。根据艾瑞咨询的数据,付费用户更倾向于使用多终端观看视频,付费用户使用手机、平板和智能电视观看视频比例均高于非付费用户。

图表 8: 移动综合视频渗透率



资料来源: CNNIC, 易观, 东吴证券研究所

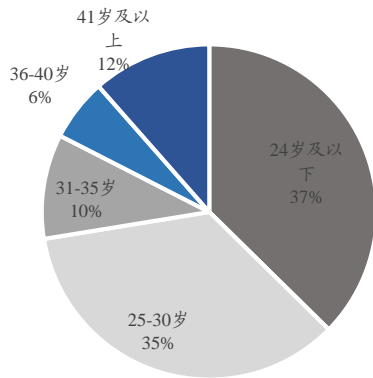
图表 9: 付费用户多屏行为活跃



资料来源: 艾瑞咨询, 东吴证券研究所

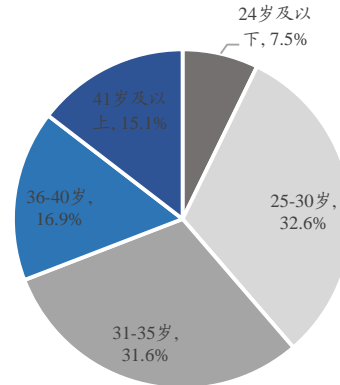
3) 视频付费年轻化显示了视频付费进一步增长的空间,年轻用户娱乐化需求尚未匹配足够的支付能力,64.2%的视频付费用户集中在25-35岁,而超过37%的移动综合视频用户在25岁以下,我们认为随着年轻用户支付能力的提升,付费视频用户仍有增长空间。

图表 10: 移动综合视频用户年龄分布



资料来源: 易观, 东吴证券研究所

图表 11: 视频付费用户年龄分布



资料来源: 艾瑞咨询, 东吴证券研究所

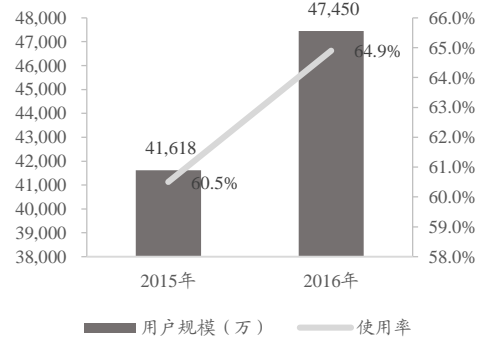
4) 包括网银、第三方支付等在内的支付体系建设完善, 扫码支付等交易体验不断优化, 交易成本低, 视频付费的便捷性得到突出提升, 2016年, 我国互联网支付应用用户达 4.7 亿人, 使用率约 65%, 在线支付习惯已经形成。

图表 12: 视频网站支付方式



资料来源: 爱奇艺等, 东吴证券研究所

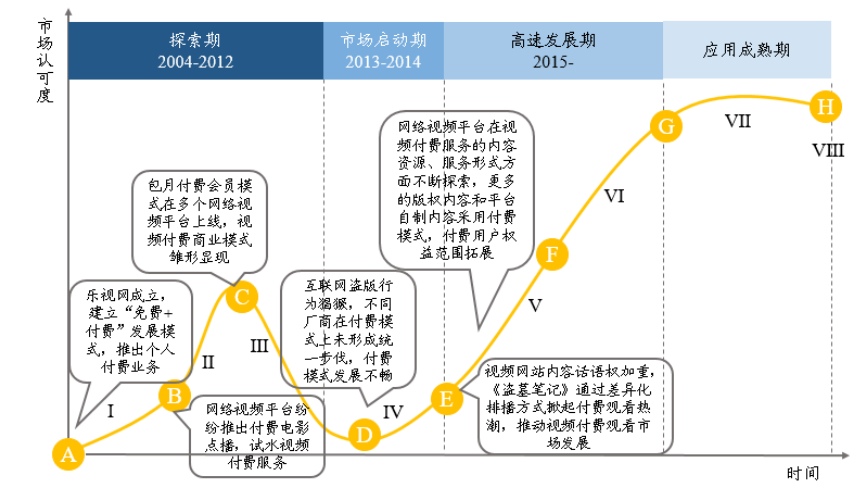
图表 13: 互联网支付用户规模



资料来源: CNNIC, 东吴证券研究所

我国视频付费经历过从点播到包月的模式探索, 面临过盗版猖獗的问题, 在监管力度加强、视频网站话语权加重、内容服务形式多样化的推动下, 进入高速发展期。

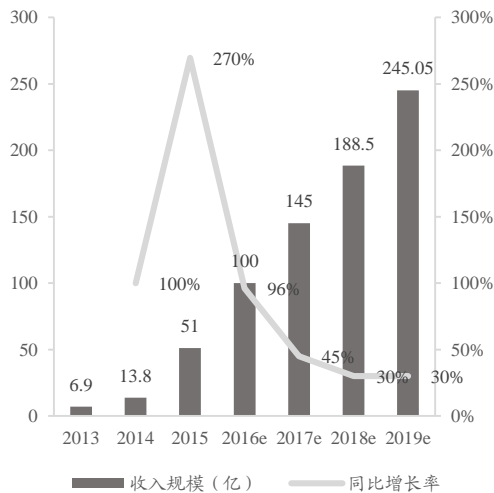
图表 14: 中国网络视频付费市场 AMC 模型



资料来源: 易观, 东吴证券研究所

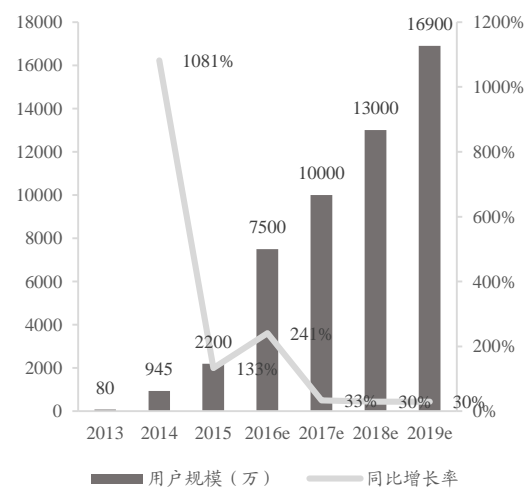
网络视频付费将成为在线视频行业的重要收入来源, 预计到 2018 年将占在线视频收入的 17.1%。根据艾瑞统计, 2016 年底付费用户数约 7500 万人, 则 2016 年视频付费规模达到 96 亿元。我们预计 2017 年, 付费用户超 1 亿, 人均 1.5 个账户, 在 ARPU 小幅增长的情况下, 市场规模约 145 亿, 未来两年预测增速在 30%左右, 19 年付费用户规模达到 1.69 亿, ARPU 不变的假设下对应市场规模达到 245 亿。

图表 15: 中国网络视频付费市场规模



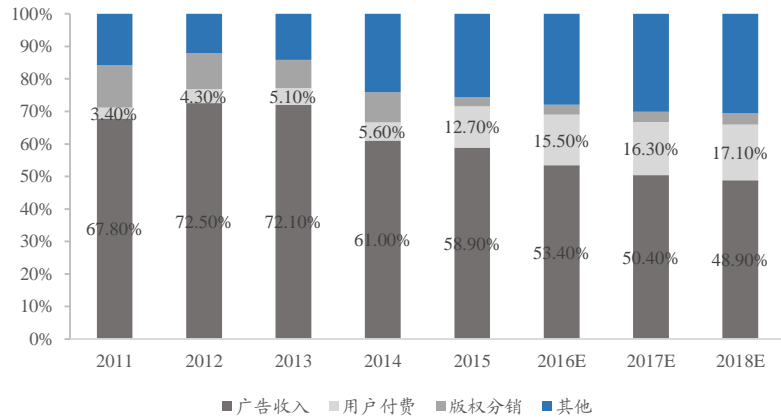
资料来源: 艺恩, 东吴证券研究所

图表 16: 中国网络视频付费用户规模



资料来源: 艺恩, 东吴证券研究所

图表 17: 中国在线视频行业收入构成

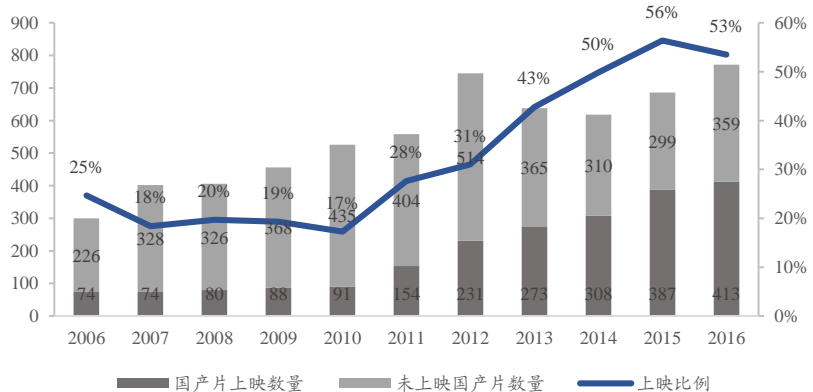


资料来源: 艾瑞咨询, 东吴证券研究所

1.2.2. 放映比例偏低, 电影供需对接缺乏渠道

我国院线电影年产量稳步上升, 上映率仅在 50%左右, 2016 年国产院线电影数量达到了 772 部, 但由于审查、题材限制等原因, 其中 359 部未能上映, 大量无法进入影院的电影需要找到新的放映渠道回收成本。

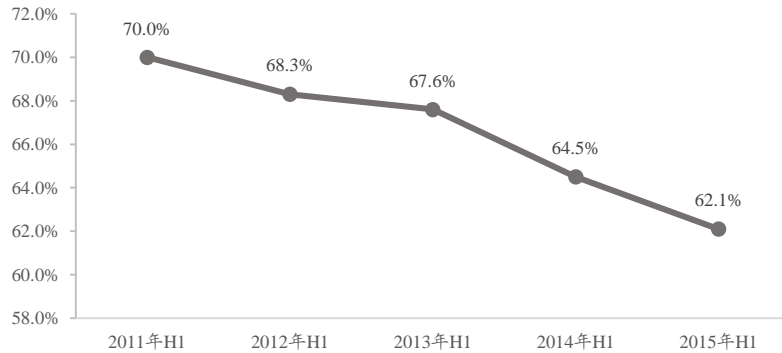
图表 18: 近十年国产院线电影上映率



资料来源: 艺恩, 东吴证券研究所

电视是除院线外的重要发行渠道, 但市场规模小且几乎处于垄断状态, 电影频道除了购买院线电影版权外, 每年还会投资制作近百部低成本电影, 至 2015 年底, 此类电影已有 1700 多部, 电视电影的制片方仅能赚取少量版权费或承制费; 另外, 越来越多的观众开始远离电视, 平均到达率从 2011 年的 70%下降到 2015 年的 62%, 电视渠道发展受阻。

图表 19: 电视观众平均到达率

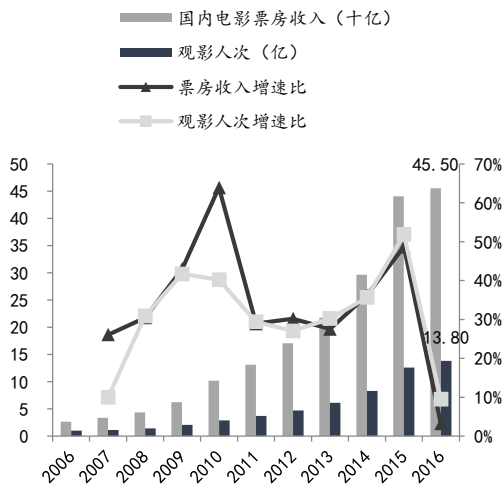


资料来源: 科讯广电网, 东吴证券研究所

我国 B 级片市场和 DVD 等付费电影渠道的空白, 大量电影无法与观众见面, 更无法收回成本, 我们认为正是放映渠道的缺乏影响了制成影片的收益, 压抑了电影内容制作的动力, 使得电影行业活力长期受抑制。

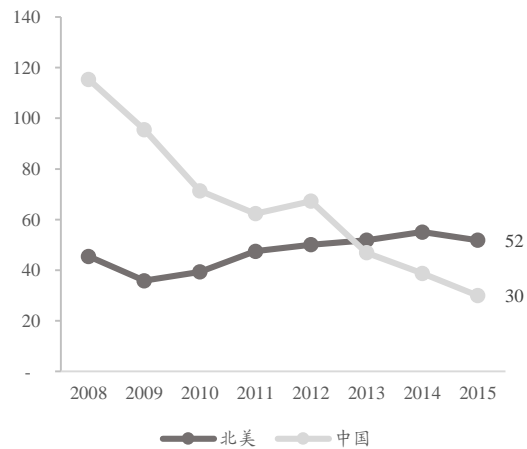
同时我国民众观影需求增长显著, 供需显著不平衡, 2016 年我国观影人次达到 13.8 亿人次, 已超越了北美, 但目前上映的电影远远无法满足日益增长的观影需求, 供需指数在 2013 年后均低于北美。

图表 20: 票房及观影人次



资料来源: 艺恩, 东吴证券研究所

图表 21: 院线电影供需指数

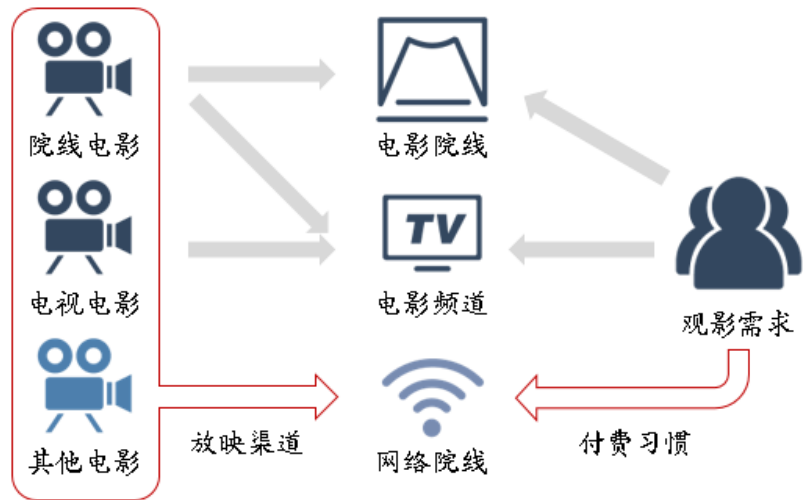


资料来源: 艺恩, 东吴证券研究所

注: 供需指数=供给 (影片数)/需求 (观影人次)\*1 亿

综合供需双方的情况, 我们认为网络大电影的诞生必然性凸显: 网络视频付费的成熟为电影供需的对接提供了新渠道, 电影借此能够在满足各类观影需求的同时获得收益。

图表 22: 网络大电影诞生背景



资料来源: 东吴证券研究所

## 2. 看趋势: 网大与院线互补, 告别草莽走向专业

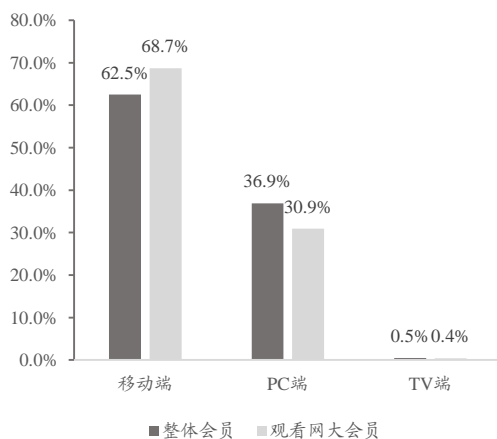
### 2.1. BC 两端差异化显著, 网大院线不成竞品

#### 2.1.1. C 端体验: 网大填补院线空白

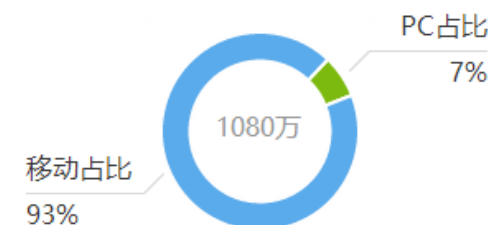
网络大电影与院线电影有着截然不同的模式, 在观影体验、影片题材、消费场景等多方面并不重叠, 对于观影消费者来说, 网大与院线相互补充而非替代。

(1) 观影体验不同, 院线电影提供沉浸式观影体验, 片长通常超过 100 分钟, 让观众在安静、黑暗观影环境中进行专注观影; 而网络大电影时长在 60 分钟左右, 期间可随时暂停, 观影环境主要取决于观众, 超过 50% 的观众选择网络观影主要由于观影时间灵活, 68.7% 的网大观众在移动端观影, 高于整体视频付费会员, 可见大部分观众采取的是伴随式观影。我们认为网络观影在效果上不及院线, 但可灵活利用碎片化时间, 两者无法相互替代。

图表 23: 常用观影平台分布



图表 24: 网大《鬼话怪谈》观影终端

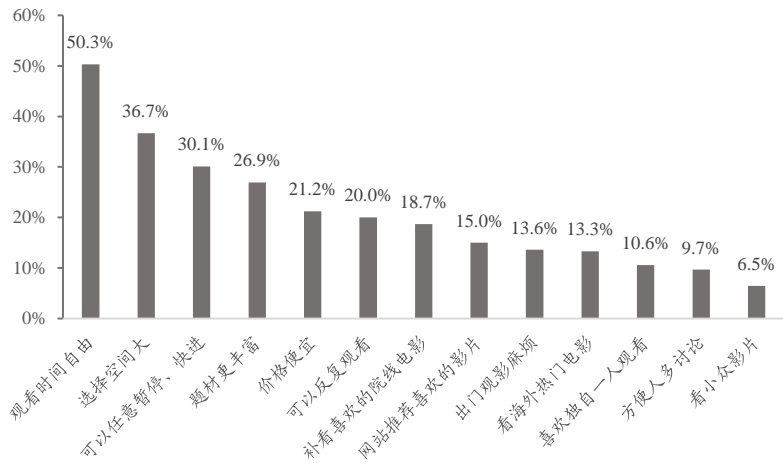


注: 数据来自爱奇艺 (每日凌晨扣除前日非正常流量)

资料来源：虎嗅，东吴证券研究所

资料来源：百度图片，东吴证券研究所

图表 25: 用户网络观影的原因



资料来源：艺恩，东吴证券研究所

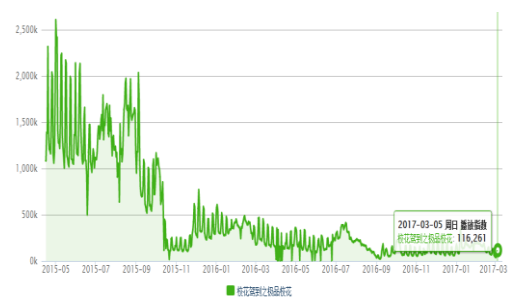
(2) 观影动机差异，观看院线电影的重大动机是社交，34%的观影者是为了陪同家人、朋友、伴侣而观影，并且观影者追求在第一时间观影和评论，而院线电影也会在短时间内下线；但网络大电影上映时间和观影人数均不受限制，但也不体现社交属性，仅为娱乐的一种方式，我们认为两者消费场景截然不同，并不构成替代品或竞争品，而将作为互补品共存。

图表 26: 《美人鱼》创造社交热点话题



资料来源：百度指数，东吴证券研究所

图表 27: 网大播放无时限



资料来源：爱奇艺，东吴证券研究所

注：爱奇艺播放指数根据视频播放量和观看时长总和计算得出

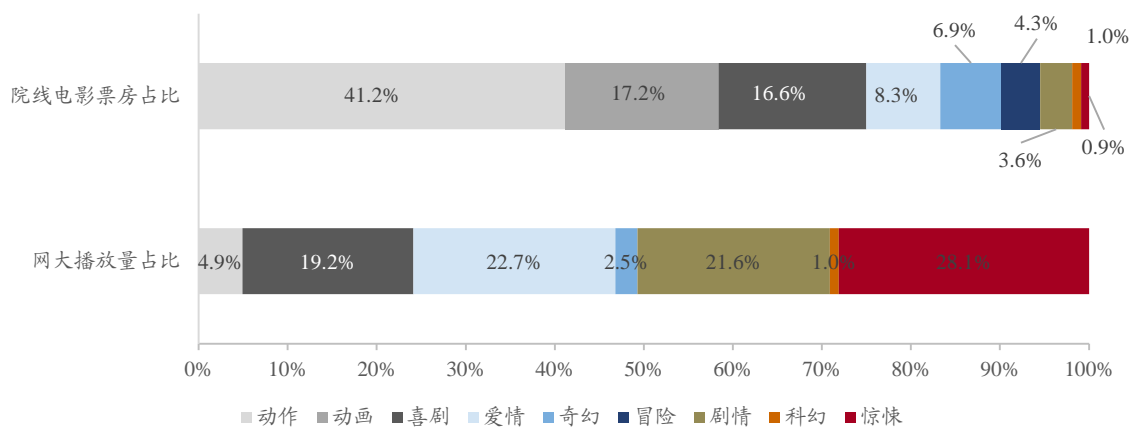
图表 28 观影动机调查



资料来源：艺恩，东吴证券研究所

(3) 影片题材互补，院线电影满足大众观影需求并且有严格的审查流程，题材局限性大，由于通常由家人、情侣或朋友结伴观看，追求大银幕和音效带来的观影体验，动作片成为票房收入最高的题材，动画、喜剧题材次之；但网大更趋向于满足个人观影者的各类需求，题材分布广，填补了观众的观影需求的空白，院线电影很少涉及的惊悚、剧情、爱情题材贡献了网大 72.4%的播放量；另外，2016 年上映的网大达到了 2500 部，具有大量能够满足小众、长尾需求的电影。

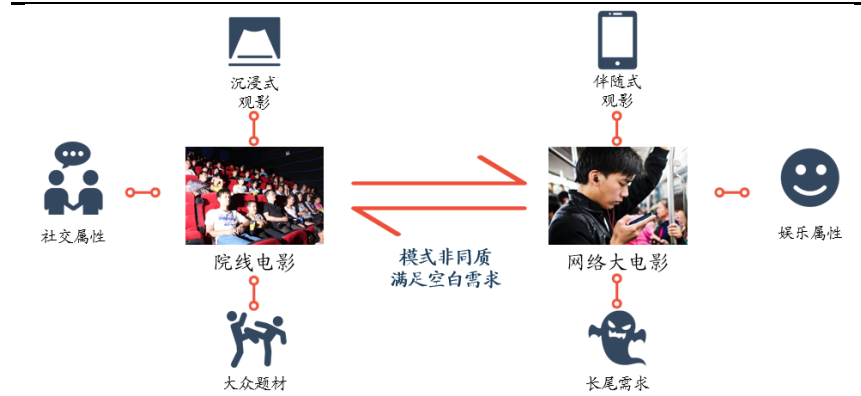
图表 29: 网大与院线电影题材



资料来源：艺恩，东吴证券研究所

我们认为站在观众的角度看，网大在观影体验、消费动机和观影题材等方面均与院线电影具有显著的区别性，非但没有形成竞争关系并且呈现出了明显的互补关系，共同满足了观众各种场景下的观影需求。

图表 30: 网大与院线电影互为补充



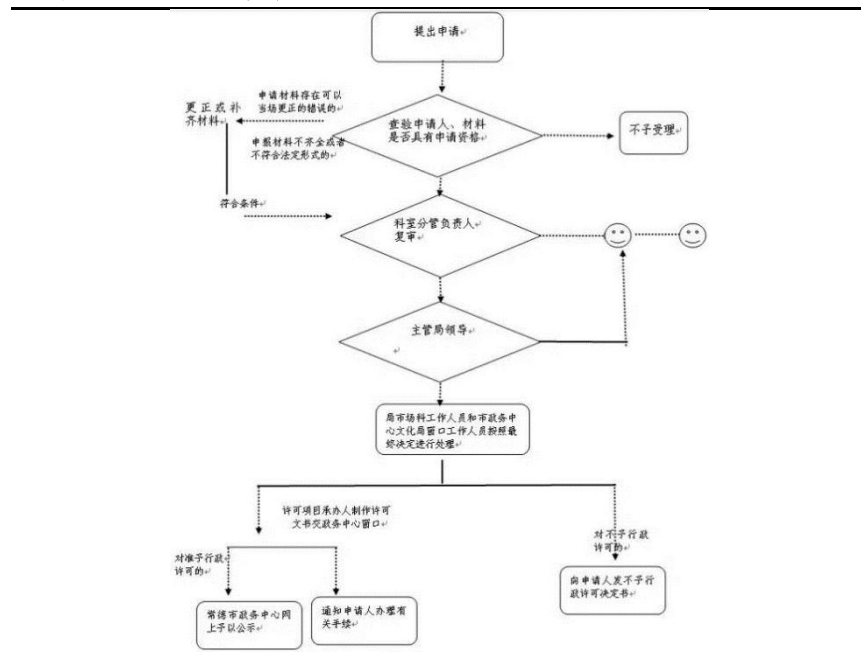
资料来源: 东吴证券研究所

2.1.2. B 端: 与院线电影具有不同的赛道

网大在制作发行端与院线电影具有截然不同的模式, 监管宽松、成本低、周期短、定价低等特点显示了网大与院线电影在重量级上的区别, 我们认为两者并不在同一赛道上。

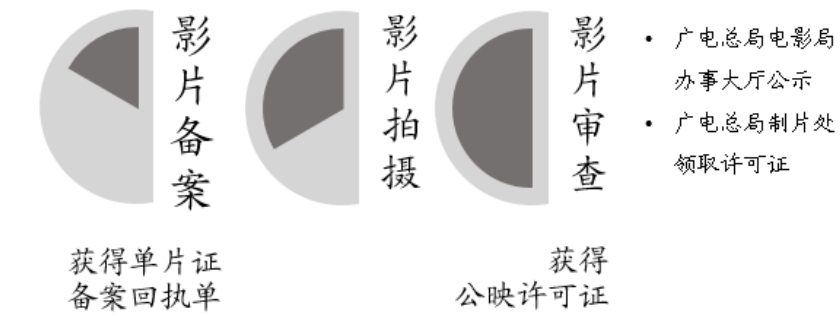
(1) 网大审查流程简单, 院线电影需要经过申请和层层审批, 期间需要更正或补充材料, 中途流产无法上映的可能性也非常高; 而网络大电影不需要经过与院线电影一样复杂的审查程序, 2016 年 12 月之前仅需向投放网站报备, 相关规定出台后也仅需要实行备案登记制, 流程复杂度和风险远低于院线电影。

图表 31: 院线电影审查流程



资料来源: 网络大电影, 东吴证券研究所

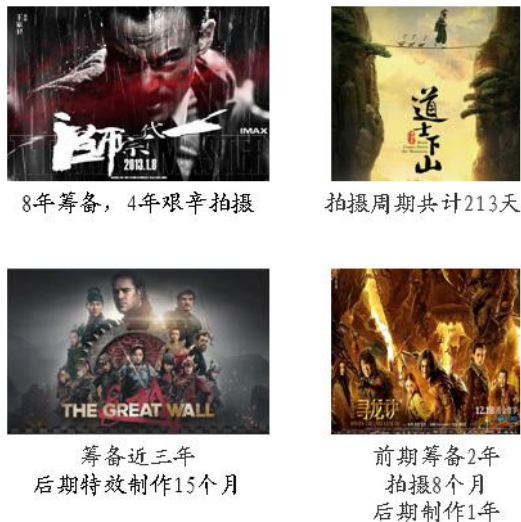
图表 32: 网络大电影备案流程



资料来源: 网络大电影, 东吴证券研究所

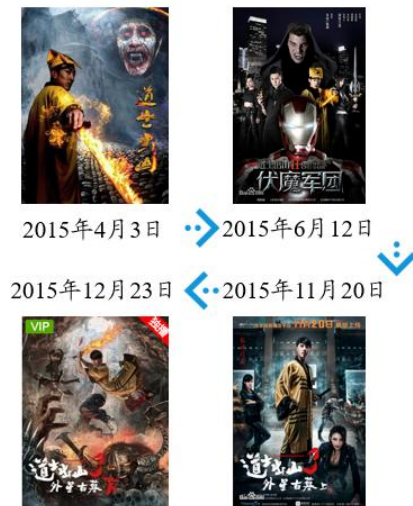
(2) 网大制作周期短, 院线电影从资金投入、开机到上映最少经历1-2年, 《一代宗师》历经八年筹备、四年拍摄, 《道士下山》仅仅拍摄时间也将近1年; 而早期的网络大电影制作周期平均在一个月甚至更短, 《道士下山》第一部仅拍摄了8天, 其后8个月内该系列播出了三部续集。

图表 33: 院线电影制作周期



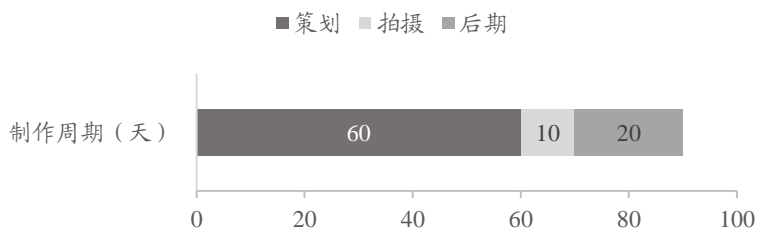
资料来源: 中国新闻网, 东吴证券研究所

图表 34: 《道士下山》系列上映时间



资料来源: 爱奇艺, 东吴证券研究所

图表 35: 网络大电影制作周期(天)



资料来源: 网络大电影, 东吴证券研究所

(3) 制作成本低, 院线电影制作成本通常很高, 前后投资常常上亿,

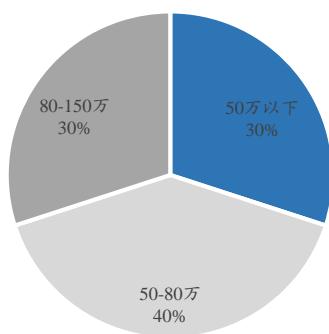
演员薪酬、道具、后期等各方面耗资巨大,《美人鱼》制作和宣发成本共计约4亿,《捉妖记》前后投入约3.5亿,《长城》耗资10亿,小成本院线电影投资也在千万级规模,《驴得水》成本2500万,《百鸟朝凤》成本1500万;网络大电影成本较低,主要是由于:1)启动新艺人,薪酬不高;2)自制剧本,无需高价购买IP,2016年上半年,30%的网大成本低于50万,大部分网大成本在50到80万之间,平均制作成本60万,宣发成本5万,远低于院线电影成本。

图表 36: 2016 年票房 TOP10 国产电影成本

票房排名	片名	票房 (亿)	上映时间	成本 (亿)
1	美人鱼	33.9	2月8日	3
2	西游记之孙悟空三打白骨精	12	2月8日	4.5
3	湄公河行动	11.83	9月30日	2
4	长城	11.73	12月16日	10
5	澳门风云3	11.18	2月8日	2.5
6	盗墓笔记	10.04	8月5日	1.7
7	绝地逃亡	8.89	7月21日	2
8	从你的全世界路过	8.14	9月29日	0.7
9	北京遇上西雅图	7.87	4月29日	0.6
10	叶问3	7.7	3月4日	2

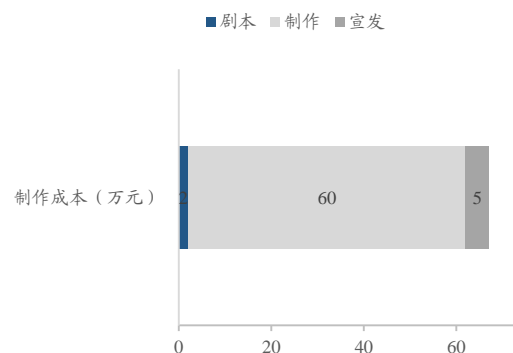
资料来源: 娱乐资本论, 东吴证券研究所

图表 37: 2016 上半年网络大电影成本分布



资料来源: 艺恩, 东吴证券研究所

图表 38: 网络大电影平均制作费用 (万)

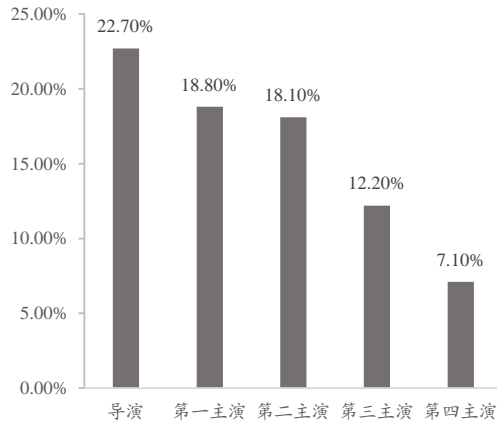


资料来源: 搜狐, 东吴证券研究所

(4) 弱化演员和导演的重要性, 院线电影门槛高, 对于导演以及演员的名气也有较高的要求, 致使院线电影被高人气的导演和演员垄断, 而票房也显著受到人员配置的影响; 与院线电影大腕云集不同, 网络大电影启动的演员大多是小牌演员和导演, 启用有历史经验的导演的比例

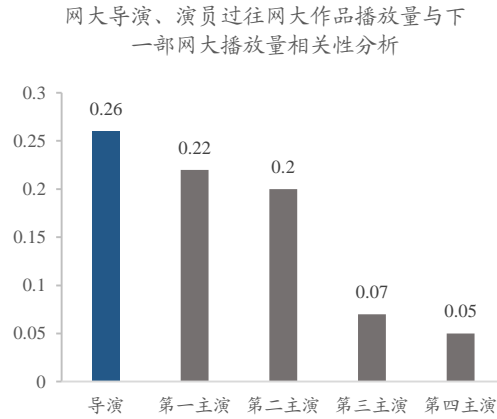
仅在 23%左右，有经验主演的比例低于 18%。根据艺恩的测算，仅导演的历史业绩与网大点击量具有显著的正相关关系，且系数仅为 0.26，网大弱化了主创人员的影响，具有较低的门槛。

图表 39: 有历史网大作品的主创比例



资料来源: 艺恩, 东吴证券研究所

图表 40: 仅导演的经验与网大点击量相关



资料来源: 艺恩, 东吴证券研究所

注: 仅有导演的相关性显著 (p=3.66E-12)

(5) 定价策略具有区分度, 院线电影票价通常在 30 元以上, 2014 年平均票价约为 35.7, 2015 年约为 34.8 元, 2016 年平均票价下降到约为 33.1 元; 但网络大电影单片票价仅为 5 元, 并且对 15 元每月会员免费, 不同的定价方式决定了两者并不处于竞争的对立面。

图表 41: 电影票价超过 30 元

艾米1895电影街(静安店)

今天 (03.14周二) 明天 (03.15周三) 后天 (03.16周四)

放映时间	语言版本	放映厅	猫眼选座售价	在线选座
18:15 - 20:18	英语2D	3号厅	38元 门店价 ¥99元	选座购票
21:15 - 23:18	英语2D	2号厅	38元 门店价 ¥99元	选座购票

资料来源: 猫眼电影, 东吴证券研究所

图表 42: 网大单片票价 5 元



资料来源: 爱奇艺, 东吴证券研究所

## 2.2. 小打小闹, 问题颇多, 绝无可能止步不前

### 2.2.1. 蹭 IP、擦边球、弱宣发, 网大尚需改善

网络大电影也存在着蹭 IP、软情色、暴力、低俗等各种问题, 宣发环节也十分薄弱。

(1) 蹭 IP 问题伴随着网大的整个发展道路, 根深蒂固。最早《道

士出山》在陈凯歌《道士下山》上映前播出以便蹭其热度；冯小刚新作《我不是潘金莲》还未上映，就出现了《我是潘金莲》、《我不叫潘金莲》、《她才是潘金莲》、《潘金莲就是我》、《我不做潘金莲》等网大；《捉妖记》对《捉妖济》；《港囧》对无数部《X囧》。

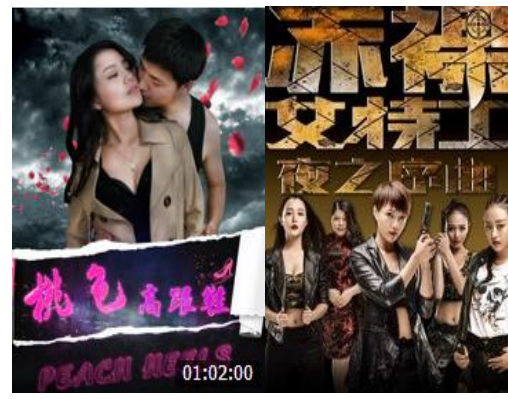
(2) 擦边球问题在网大中也层出不穷，由于以往监管的缺失，网大题材陷入恶性循环，越低俗的题材看似越容易吸引受众，于是《催乳大师》、《夜袭寡妇村》、《赤裸女特工》等影片通过满足猎奇的片名和挑逗性的海报赚尽观众眼球。

图表 43: 网络大电影蹭 IP



资料来源：百度图片，东吴证券研究所

图表 44: 网络大电影打擦边球



资料来源：搜狐，东吴证券研究所

(3) 宣发薄弱，现阶段网大宣发几乎停留在“片名+海报+前6分钟”的阶段，由制片公司自行完成，以骗得有效点击为目的，网大的宣传平台常常局限于视频网站导流，少数网大早期尝试地铁广告造势，但未形成影响，从效果上看，即使是豪华款网大《山炮进城》所造成的影响也远不及小成本电影《夏洛特烦恼》，网大宣发亟待提升。

图表 45: 大部分宣发止步于海报



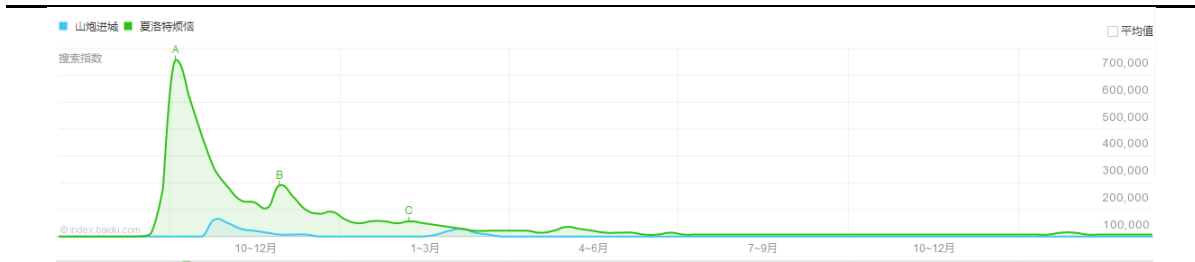
资料来源：百度图片，东吴证券研究所

图表 46: 《午夜讲诡故事》地铁广告



资料来源：网络大电影，东吴证券研究所

图表 47: 《山炮进城》与《夏洛特烦恼》热度



资料来源: 百度指数, 东吴证券研究所

网大带种种问题“野蛮增长”，太多的人抱着投机的想法涉足网大，一味利用观众的新奇感博取眼球，却没有用足够分量的内容和精品化的制作来支撑观众们看下去的欲望，只求骗取观众的有效点击量来获利，但我们认为一旦网大在观众心中固化为“三俗”、“文化垃圾”，那么优秀的IP、导演和演员都将远离这一行业，继而观众也将散去，对于网大无异于杀鸡取卵。

2.2.2. 区别于B级片，网大将走网剧之路

实际上网大背靠着庞大的视频付费市场，断然不会成为中国的“B级片”，美国“B级片”因为预算低、制作粗糙，无法进入A级院线而得名，它放弃院线电影的“头部市场”，专攻长尾市场，凭光碟、电视付费频道等发行渠道笼络受众；网大虽然同样放弃院线市场，但中国具有庞大的网络视频市场的沃土，庞大的观众体量使得这一渠道同样能够产生另一个“头部市场”，网大在争夺市场的同时将走上精品化的道路。

图表 48: 网络大电影区别于B级片

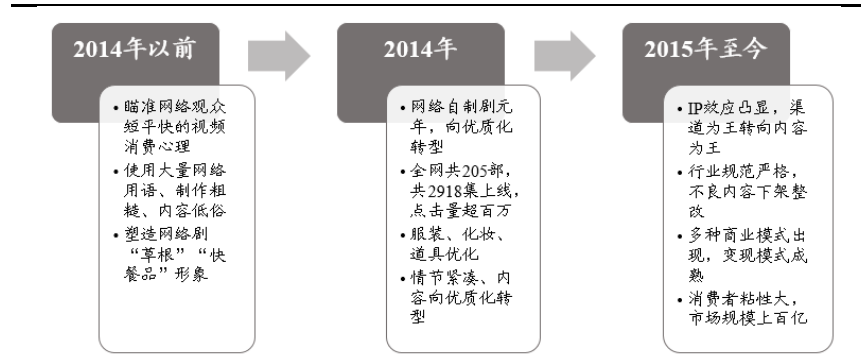


资料来源: 东吴证券研究所

网大更可能追随网剧的发展路径，呈现精品化趋势，2014年以前的网剧大多是《泡芙小姐》等粗制滥造的“段子剧”瞄准的是网络观众“短平快”的视频消费心理，大量采用网络用语、风格低俗，为网络剧打下了“草根”“快餐品”的烙印；2014年开始，网剧在品质上彻底翻盘，在政府监管严格、传统影视制作人和大量资本涌入、网剧制作成本提高的推动下，网剧遍地开花，现象级作品接连诞生，出现网台联播、先网后

台等多种形式。

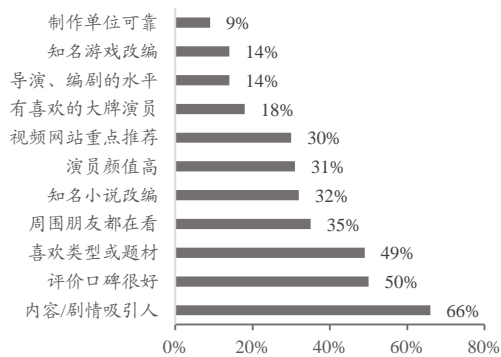
图表 49: 网剧优质化发展道路



资料来源：搜狐，东吴证券研究所

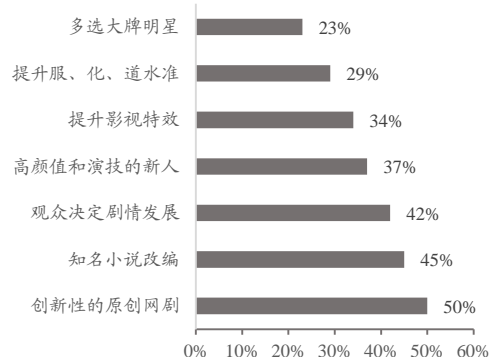
目前网剧精品化格局已经形成，网大遵循网剧之路也将出现现象级的头部作品，2016年原创性高质量的内容成为超过50%的观众选择网剧首要因素，促使网剧市场呈现精品更精的趋势，头部网剧播放量门槛提高到2亿，5%的网剧流量超过了20亿；现象级剧集呈现出惊人的流量吸引能力，2016年共2部作品播放量超过200亿，10部超过100亿。

图表 50: 观看网络剧的主要原因



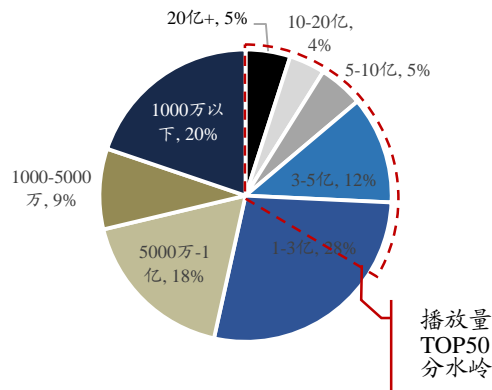
资料来源：艺恩，东吴证券研究所

图表 51: 观众对网络剧的期待



资料来源：艺恩，东吴证券研究所

图表 52: 2015-16 年网剧流量区间分布



资料来源: 艺恩, 东吴证券研究所

图表 53: 2016 年播放量 TOP15 剧集

名次	剧名	播放量 (亿)	出品公司
1	青云志	259.06	欢瑞世纪
2	锦绣未央	226.88	华策影视
3	欢乐颂	184.74	山东影视
4	幻城	165.07	耀客文化传媒
5	微微一笑很倾城	163.15	华策影视
6	好先生	141.53	乐视视频
7	麻雀	117.17	欢瑞世纪
8	老九门	114.98	慈文传媒
9	神武赵子龙	108.56	永乐影视
10	芈月传	101.46	花儿影视等
11	翻译官	98.73	华策影视
12	麻辣变形计	83.91	完美世界
13	天天有喜 2	76.13	拉风传媒
14	小别离	74.03	柠萌影业
15	女医明妃传	73.75	新丽传媒

资料来源: Vlinkage, 东吴证券研究所

注: 2016 年 1 月 1 日-2016 年 12 月 31 日

### 2.3. 严监管、精品化, 草莽时代即将终结

#### 2.3.1. 违规作品接连下架, 行业规范促进健康发展

国家对网络视听产业和网生内容的规范从未间断, 2012 年开始广电总局就规定网络视听节目需要由播出机构“自审自播”, 并报当地省广电局备案; 2014 年广电总局发文要求强化网剧审查规范, 线上线下要统一标准; 2016 年广电总局进一步加强了对网生内容的审查要求, 并分别在 2016 年 1 月和 10 月分别对热播网剧进行了下架审查, 其中包括《太子妃升职记》、《心理罪》、《盗墓笔记》等六部大热网剧。

图表 54: 近年网生内容规范

时间	监管单位	概要
2012年7月	国家新闻出版广电总局	规定网络视听节目由播出机构“自审自播”，并报当地省广电局备案
2014年1月	国家新闻出版广电总局	规定“网络剧、微电影等网络视听节目播出后，群众举报或新闻出版广电行政部门发现节目内容不符合国家有关规定的，要立即下线”
2014年3月	国家新闻出版广电总局	强化网剧审查规范，违规者五年不得从业
2014年12月	广电总局局长	“线上线下要统一标准”
2016年2月	国家新闻出版广电总局	重申网络剧的审查要求，加强对优秀网络剧的引导
2016年2月	国家新闻出版广电总局	从事网络出版服务，必须取得《网络出版服务许可证》，同时对网络出版服务单位实行年度核验制度
2016年3月	国家新闻出版广电总局	加强管理网剧和网络自制节目
2016年8月	国家互联网信息办公室	发布信息应当导向正确、事实准确、来源规范、合法合规；提升信息内容安全技术保障能力，建设新闻发稿审核系统，加强对网络直播、弹幕等新产品、新应用、新功能上线的安全评估
2016年10月	国家新闻出版广电总局	引导和鼓励优秀网络视听节目制作播出，提升网络视听节目内容品质，推动传统媒体与新兴媒体融合发展

资料来源：中国网络视听节目服务协会，东吴证券研究所

广电总局于2016年11月对网络大电影进行了整治，超过60部网络大电影惨遭下架，包括《大风水师》、《消灭大学生》、《催乳大师》、《超能太监之黄金右手》、《绝色之战》等热门影片，涉及平台包括爱奇艺、乐视、腾讯、优酷、搜狐等大部分平台。根据影片下线通知显示，监管部门严格抵制低俗、暴力、色情等内容，意在规范行业。

图表 55: 影片下线通知



资料来源：艺恩，东吴证券研究所

图表 56: 下架电影海报



资料来源：百度图片，东吴证券研究所

随后的12月广电总局就发放了备案的硬性规定，要求所有视频网站的网络电影、网剧、网综等网生内容都需填写重点网络原创节目信息登记表，进行节目内容备案登记，并由视频网站统一盖章报送省局备案。且备案登记的网大和网剧，要填写不少于1500字的内容简介，统一提交附件，需要撰写不少于300字的思想内涵，且备案名称必须与上线播出名称保持一致，不得擅自拍摄重大和特殊题材。

图表 57: 网络内容题材限制

题材			
伦理	家庭	情感	爱情
少儿	青春	战争	军旅
罪案	武侠	灾难	恐怖
科幻	神话	魔幻	悬疑
传记	历史	反恐	动作
传奇	喜剧	悲剧	
重大及特殊题材 (需由行业主管部门协同审核)			
政治	军事	外交	国家安全
统战	民族	司法	公安
医疗卫生			

资料来源: 网络大电影, 东吴证券研究所

监管条例出台的同时, 视频平台也对上映内容提出了新的规范, 明确规定了禁止上映的网生内容, 例如爱奇艺出台的“九条底线”和搜狐视频提出的“七条禁令”都明确禁止了违背社会伦理、低级趣味、色情暴力等内容的上线。

图表 58: 视频网站出台禁令

爱奇艺	禁止上线	搜狐视频	严格把控
<ul style="list-style-type: none"> <li>① 违背社会伦理准则, 不良婚恋观, 审美导向以及价值观有偏差, 毁三观作品;</li> <li>② 具体展现血腥暴力情节, 传播社会负能量;</li> <li>③ 恶搞名著, 宣扬封建迷信;</li> <li>④ 涉及青少年校园伦理的, 坚决杜绝未成年涉性内容;</li> <li>⑤ 诋毁公安、军人、护士、医生、老师形象的;</li> <li>⑥ 恶搞民族宗教, 亵渎宗教信仰;</li> <li>⑦ 触碰宣扬法律禁止的内容;</li> <li>⑧ 详细直接展现恐怖惊悚内容;</li> <li>⑨ 片名低俗化, 蹭IP, 宣发内容低俗无底线</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>① 为了蹭热点、蹭IP的“粗制滥造”作品</li> <li>② 内容恶俗低趣味, 毫无看点作品</li> <li>③ 传播淫秽色情、血腥暴力导向剧情作品</li> <li>④ 贬损、恶搞重要历史人物及其形象作品</li> <li>⑤ 过多鬼神情节, 内容离奇无意义作品</li> <li>⑥ 宣扬错误的婚恋观作品</li> <li>⑦ 违反我国法律禁止内容作品</li> </ul>	

资料来源: 网络大电影, 东吴证券研究所

事前备案制度、违规产品下架制度以及平台方的严格把控使得网络大电影产业向着规范、健康的方向发展成为必然, 我们认为通过出格内

容博取眼球影响行业整体发展的行为即将终结，头部内容优势正在凸显，精品制作公司脱颖而出。

图表 59: 网络大电影的三层监管



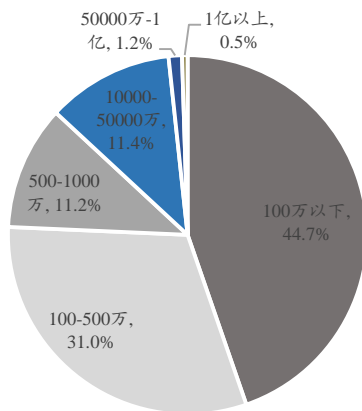
资料来源: 网络大电影, 东吴证券研究所

### 2.3.2. 头部优势明显, 网大成本逐步提高

网络大电影行业目前呈现洗牌迹象, 越来越遵循“28法则”, 良币对劣币的驱逐效应显著。

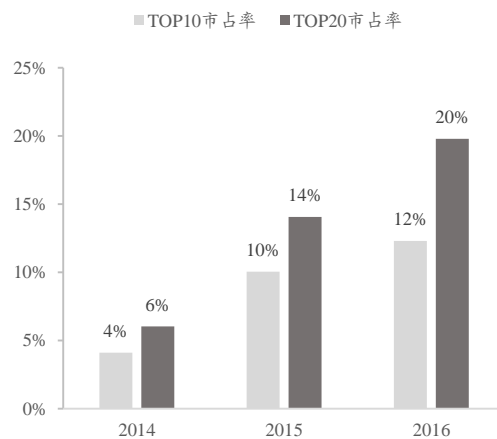
从票房分账看, 2014年分账榜前三名差距不大, 榜首《成人记2》与第20名的《聂小倩之尘缘未了》票房差仅为47.6万, 2015年两者差距变成了849万, 2016年分账榜首的《山炮进城2》与第20名的《鬼拳》票房差已经达到1182万; 从点击量分布看, 点击100万以下的网大占比约为45%, 而一亿以上的仅占0.5%; 从集中度看, TOP20网大的市占率从2014年的6%增长到了2016年的20%, TOP10市占率从2014年的4%增长到2016年的12%, 可见网大市场的分化越来越明显, 少数头部大作吸引了大部分点击, 获得了大量收益, 而绝大部分影片则处于门庭冷落的状态。

图表 60: 不同播放区间的网大数量占比



资料来源: 艺恩, 东吴证券研究所

图表 61: 网大市场集中度

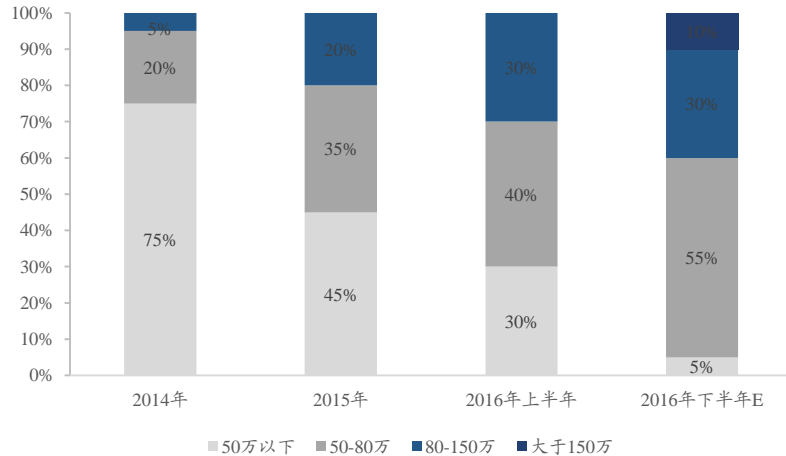


资料来源: 爱奇艺, 东吴证券研究所

在市场分化明显的同时, 网大进入了优胜劣汰、头部生存的时代, 制作成本逐年升高, 制作成本50万以下的网大被市场淘汰, 占比迅速下降, 根据艺恩的估算, 2016年下半年50万以下数量占比仅为5%, 50-80

万之间的网络大电影占比升至 55%，150 万以上制作成本网大比约为 10%，目前筹备中的网大成本飙升，《电竞高校 2》成本在 400 万左右，《猎灵师》则达到 600 万，《机甲神七》的制作成本甚至突破了千万，我们认为 2017 年必定会是网大精品化的转型年。

图表 62：网络大电影制作不同成本区间数量分布



资料来源：艺恩，东吴证券研究所

### 2.3.3. 多渠道、准投放，宣发专业化转型

随着网大走上精品化道路，以打造优质内容产生爆款为目标的网大产业已不再满足于非专业的宣发，包括渠道引流、精准营销、宣传策划在内的宣发升级已经启动。

网大可采用包括百度、微博、微信公众号等大受众渠道引流；同时根据影片主题和潜在受众画像寻找细分垂直渠道，例如网络小说、游戏和相关贴吧等；配合以接地气、触及粉丝的线下宣传，例如发布会、粉丝见面会等；宣发公司在发行网络大电影上的投入也越来越高，奇树有鱼宣发成本 100 多万的网大《末代天师》时投入了 200 多万。

图表 63：网络大电影宣发渠道

渠道类型	渠道	营销形式
传统媒体（线下）	电视、广播、报纸、杂志	
户外媒体（线下）	电梯、灯箱、户外大屏、地铁	
社交平台（站外）	微信	话题互动、柳频传播、大 V 内容生产
	论坛	公众号大 V 投放软广、视频网站的公众号宣传、制作 H5、微信群线上预热介绍会
	贴吧	话题讨论
APP（站外）	新闻类、影音类、工具类、游戏类等 app	文章投放、开屏广告、传播图（广告位填充）
播放平台（站内）	爱奇艺，腾讯，优酷，乐视、搜狐等	首页、子频道焦点图、App 开屏广告、填充柳坝

门户网站（站外）	新浪、腾讯、网易等	新闻稿投放
搜索引擎（站外）	百度指数、360指数等	用作信息备书，方便搜索查询
线下活动（站外）	线下发布会或活动沙龙	

资料来源：艺恩，东吴证券研究所

图表 64: 《绝密恋人》粉丝见面会



资料来源：腾讯网，东吴证券研究所

新片场宣发网大《僵尸英雄之魔王与公主》便是宣发专业化的典例。

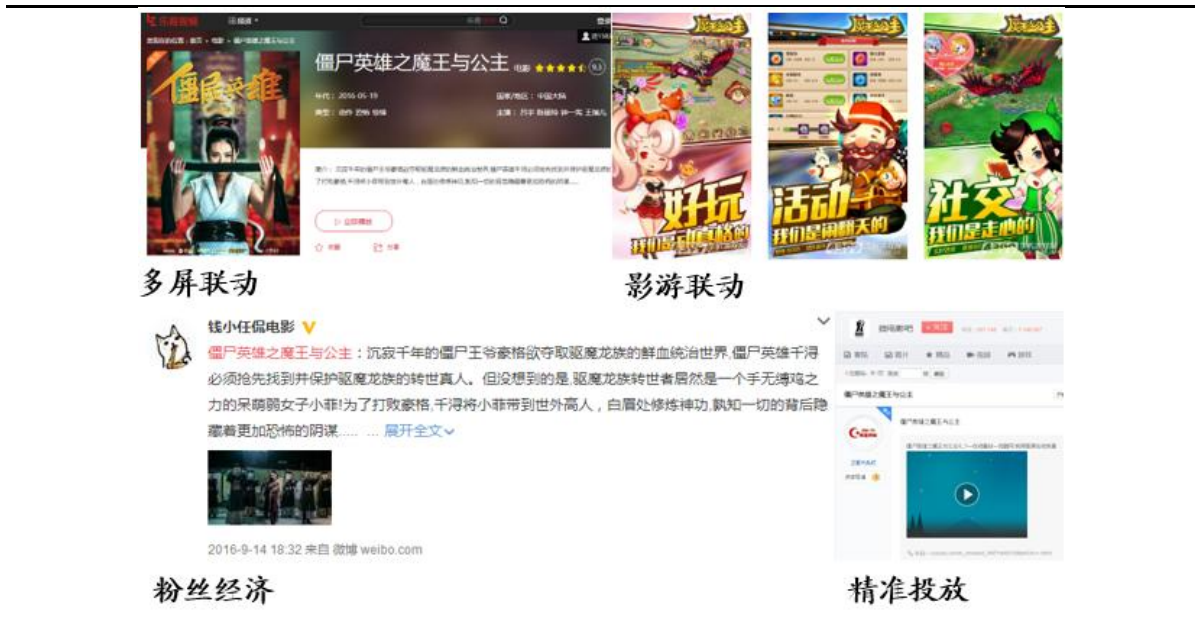
(1) 多屏联动，在乐视 PC、乐视 APP、乐视电视多屏同步上线推荐，抢占乐视平台各大强势资源位，为影片持续曝光，带来广泛关注。

(2) 影游联动，开发影片改编手游“魔王与公主”，影视手游联动宣传，垂直游戏论坛有针对性推广。

(3) 粉丝经济，演员微博配合宣传互动，频繁推荐影片，带来粉丝关注，扩大影响范围；斗鱼人气主播进行直播活动推荐观影，网页互动不断，最高同时在线人数突破 20 万。

(4) 精准投放，僵尸吧、惊悚吧、猎奇吧、魔幻吧、直男吧、游戏吧、电影吧等垂直受众社交论坛发布影片主图海报或视频附带影片播放链接，以一带多，吸引相应类型化爱好者观看。

图表 65: 《僵尸英雄之魔王与公主》宣发案例

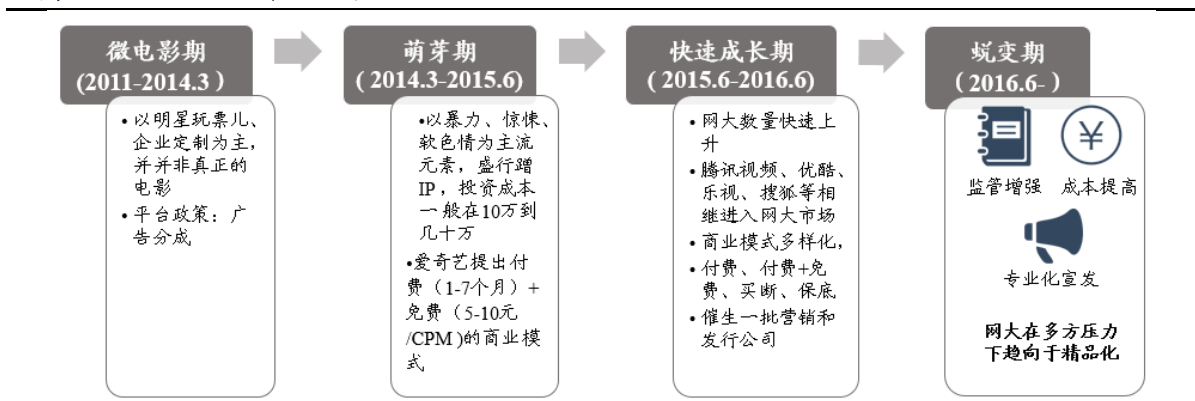


资料来源: 艺恩, 东吴证券研究所

宣发的专业化同时带来了可观的回报率, 大有影业 2016 年发行了 144 部网络电影, 爆款《恶魔校花》等优秀作品, 平均回报率达到了 50%。

我们认为 2017 年网大进入蜕变期, 凭借监管的严格、成本的增加、以及宣发的专业化, 在不影响院线电影票房的情况下开辟出一个新的上百亿市场, 形成院线之外的电影头部市场。

图表 66: 网大正处于蜕变期



资料来源: 艺恩, 东吴证券研究所

### 3. 看变现: 平台分成暂为主流, 多元变现有望实现

网络大电影具有清晰确定的变现途径, 平台方通过会员费、广告费获得收益, 制片方的收入则主要包括 (1) 片中的广告植入; (2) 在网络平台付费点播的分账; (3) 付费期过后的贴片广告分账。我们认为变现途径的确定性为网大产业链商业化运作奠定了最重要的基础。

#### 3.1. 平台分帐规则清晰, 单有效点击最高达 3 元

网大现有的变现途径主要来自于平台，各主要平台均公布了各自对影片的分账规则，条款清晰，透明度高。对于优质影片，分成模式虽然回款期较长，但收益远高于买断。

有效点击分成主要包括分成和保底两种模式，平台对独播影片提供更优的条件，例如爱奇艺对独播影片的分账在 2-2.5 元/有效付费点播，分账期在 6-12 个月；而全网影片仅能获得 0.5-1.5 元/有效付费点播的分成，付费期最短只有 3 个月。主要视频网站也倾向于对影片进行分级，提供不同的分账金额，腾讯视频还成立了“百部计划”筛选 100 部扶持影片，提供保底分成。

图表 67: 爱奇艺网大分账规则

项目类型	分级	每次有效点击分账 (元)	付费期	营销奖励
独播合作	A	2.5 元/有效付费点播	6-12 月 (版权独占期: 两个月)	0.5-1 元/有效付费点播, 分成有效期为影片上线首月; (A 级和 B 级网络电影制片方如果自己进行营销将会得到爱奇艺的营销补贴。)
	B	2 元/有效付费点播		
全网	C	1.5 元/有效付费点播	3-12 月 (授权期: 2 年)	无
	D	0.5 元/有效付费点播		

资料来源: 艺恩, 东吴证券研究所

注: 付费用户播放单一付费影片超过 6 分钟的一次或以上的观影行为, 计为 1 次有效付费点播, 下同。

图表 68: 腾讯视频网大分账规则

项目类型	项目介绍	基本要求	分成模式	
百部计划	入选作品进入“企鹅独播影院” 获得腾讯视频优质资源支持 每周二、五各上线一部	通过筛选 提供相应的推荐物料	一次性买断播出权	有效点击收入按照 5 元/次计
独播合作	面向未入选“百部计划”, 但同时合作方愿意授权腾讯平台进行独家播出的网络电影项目 影片数量不限 具体影片上线日期可以由合作方主导	通过腾讯视频网络电影项目小组审核 提供相应的推荐物料	合作方分成比例为 60%	
全网	面向全网发行的网络电影项目 影片上线日期由片方统一协调确定		合作方分成比例为 50%	

资料来源: 艺恩, 东吴证券研究所

图表 69: 优酷网大分账规则

项目类型	点击分成		营销补贴		CPM 广告分成		保底分成	买断
	影片评级	点击分成(元/次有效点击)	营销补贴评级	点击分成(元/次有效点击)	分成说明	CPM 单价	分成说明	
独播	S	2.5	P	1	点播分成或保底分成模式的影片分成期限结束后,影片将自动转入 CPM 广告收益分成系统	2-10 元	与合作伙伴商议保底价格,确保片方保底收益的同时,点击分成收入超出保底收益的不分,以实际超出有效点击的分成金额结算。	将影片的信息网络放映权等一次性买断
	A	2	N	0.5				
	B	1.5						
收益时限	上线之日起算 1-6 个月		上线之日起 30 天		转免后 3-18 个月			
非独播	A	1	无		无		无	
	B	0.5						

资料来源: 艺恩, 东吴证券研究所

图表 70: 乐视网大分账规则

评级	档位	时长(分钟)	全球同步院线(龙标)	LeTV(元)	PC/APP(元)	营销资源	营销补贴	付费期
独播	S	90	4元起	3	2.5	项目评级资源包	0.5-1	评级决定
	S	60	无	2.5	2.5	项目评级资源包		评级决定
	A	90	3.5元起	3	2.5	项目评级资源包		评级决定
	A	60	无	2.5		焦点图、进入专题、站外引流		评级决定
全网	A	60	无	无	1元	站内优质位置及站外引流	无	6个月
	B	60				无		6个月
	C	60				无		3个月

资料来源: 艺恩, 东吴证券研究所

图表 71: 搜狐视频网大分账规则

项目类型	模式	点击分账(元)	付费期	数量规划	补贴
独家合作	保底+分成	2元/有效点击	最长6个月,授权期2年	一年100部	1.全案宣传营销: 0.5-1元/有效点击 2.广告支持: 提供硬广位、视频贴片等广告支持,具体情况要根据具体影片来谈 3.会员分成: 在因本片而带来的会员消费中,可获得一定的分成,额度根据具体项目确定
全网	分成	1元/有效点击 0.5元/有	与全网统一	无	无

		效点击			
--	--	-----	--	--	--

资料来源：艺恩，东吴证券研究所

注：付费用户播放单一付费影片超过8分钟的一次或以上的观影行为，计为1次有效付费点播。

依靠清晰的分帐规则和较低的成本，网大收回成本获得收益较院线电影有更高的确定性，一部成本在100万水平的网络大电影，仅需要40万有效点击即可达到盈亏平衡，考虑到仅爱奇艺就有超过2000万的付费会员和将近3亿的月活用户，达到这一点击量并不困难。

2015年，约30%的网大可以仅通过放映收回成本，高于院线电影，成本28万的《道士出山1》上线两天点击分成超过成本，版权方收入超过600万。虽然网大市场竞争正在变得更为激烈，但头部作品回报率仍然毋庸置疑，2016年8部网大分成收入超过1000万，《山炮进城2》分成收入达到了1829万，对于低成本制作的电影来说，回报率颇高。

图表 72: 网大盈亏平衡有效点击测算

成本(万元)	点击分账(元/有效点击)	盈亏平衡点击量(万)
50	2	25
100	2.5	40
150	2.5	60

资料来源：东吴证券研究所

图表 73: 2016 年年度票房榜 TOP10 分成收入

片名	上线时间	年度在线天数	独家	分成金额(元)
山炮进城 2	2016/03/02	305	是	18,293,967.50
老九门番外之二月花开	2016/10/20	73	是	16,014,999.00
四平青年之浩哥大战古惑仔	2016/11/7	55	是	13,211,833.00
超能太监 2 黄金右手	2016/05/06	182	是	12,985,379.50
我的极品女神	2016/07/07	178	是	12,677,943.00
仙班校园	2016/02/06	330	是	11,501,487.00
盲少爷的小女仆	2016/08/03	151	是	9,817,827.00
血战铜锣湾 2	2016/10/22	71	是	9,602,512.50
二龙湖浩哥之狂暴之路	2015/08/20	366	是	9,523,311.00
不良女警	2016/01/31	336	是	9,298,448.50

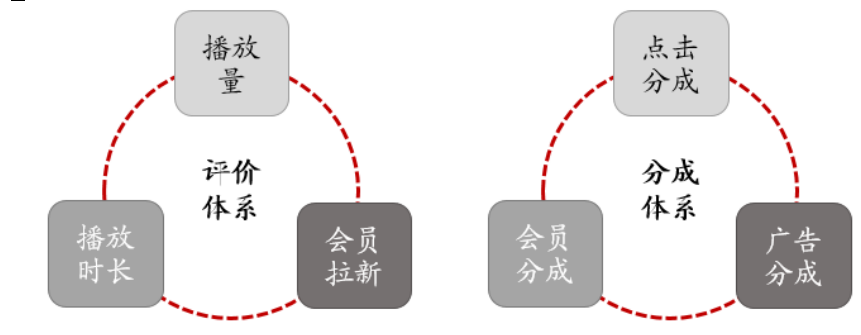
资料来源：爱奇艺，东吴证券研究所

部分视频网站在点击分成的基础上还提供营销奖励和 CPM 广告分成，爱奇艺、优酷、乐视、搜狐均对独播影片提供 0.5-1 元/有效付费点播的营销补贴；优酷在分成期限结束后，将影片自动转入 CPM 广告收益分成系统，在其后的 3-18 个月内提供 2-10 元/个的分成。

随着网大产业的优质化转型，视频平台对于网大的评价和分成模式得到了进一步的完善，优酷近期提出了包括“播放量”“播放时长”和“会员拉新”三个维度的评价体系，并在点击分成的基础上新增了会员

分成和广告分成，多元的分成方式进一步完善了网大的变现模式，促进网大的优质化发展。

图表 74: 优酷网大新模式



资料来源：优酷，东吴证券研究所

### 3.2. 具备精准投放优势，广告植入获益可期

目前接近 90% 的网络大电影是没有广告植入的，网大有流量却没广告，主要是因为一方面网大产业还不成熟，总体投入小，制作周期短，缺乏专业招商人才；另一方面网大的影响力尚小，精品力度不够，广告主不愿自降身份，目前的植入广告中以手游、网游、交友、招聘求职等各类 APP 居多。

我们认为网大广告植入具有周期更短、精准定位的优势，随着网大的发展，该变现渠道的重要性将随即凸显。

图表 75: 《以为是老大》某 APP 植入



资料来源：网络电影观察，东吴证券研究所

图表 76: 《空姐大战猛鬼》某 APP 植入



资料来源：网络电影观察，东吴证券研究所

### 3.3. 影游联动+衍生品，网大实践 IP 多重变现

IP 的多重变现是影视内容变现的新途径，也是日益重要的途径，2015 年《花千骨》改编手游月流水突破 2 亿，网大同样能够利用优质的 IP 进行多重变现，主要包括影游联动、衍生品开发等方式，例如《僵尸英雄之魔王与公主》则基于手游《魔王与公主》改变，双线打造 IP，同时发

布，互相提升营销效果，《明珠三国 2 之貂禅攻略》便是由热门游戏《明珠三国》改编，基于游戏背景进行的二次创作使得网大借助游戏 IP 号召力增加点击量，同时网大的成功可以反向为游戏增加玩家。

图表 77:《明珠三国 2 之貂禅攻略》及手游



资料来源：艺恩，东吴证券研究所

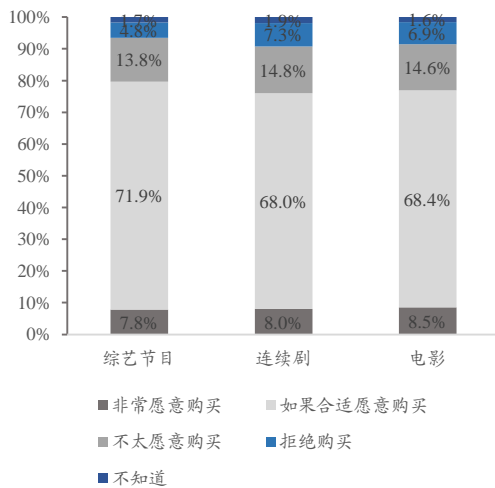
图表 78:《僵尸英雄之魔王与公主》及手游



资料来源：艺恩，东吴证券研究所

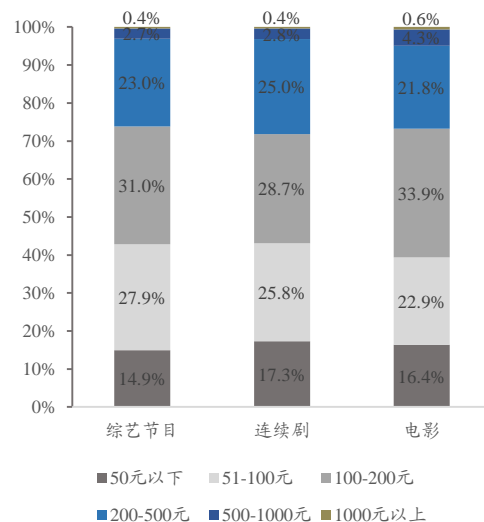
影视核心 IP 具有开发衍生品的能力，但目前市场上的网大 IP 并不具有清晰宏大的世界观和承载用户情感的核心形象，衍生品开发能力不及院线电影和二次元番剧，但电影较其他形式的内容具有更强的衍生品开发基础，观众对电影衍生品的购买意愿较强，且对高价值衍生品的接受度也较高，随着网大精品化，开始采用强 IP、形成粉丝经济，衍生品开发将成为另一大变现途径。

图表 79: 网生内容用户购买影视衍生品意愿



资料来源：艺恩，东吴证券研究所

图表 80: 网生内容用户衍生品价位接受度

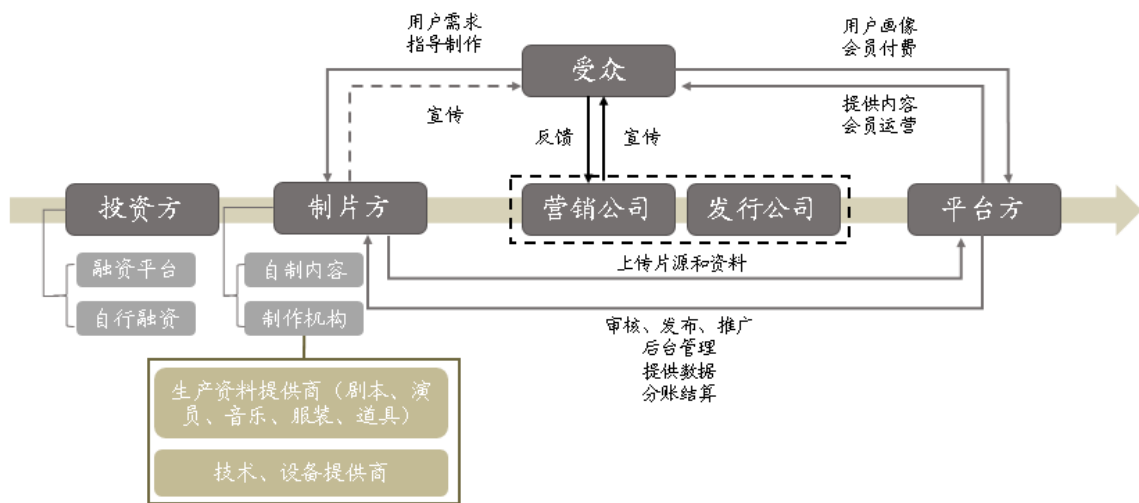


资料来源：艺恩，东吴证券研究所

#### 4. 看格局：产业链进入洗牌期，全产业链布局成趋势

网大已形成完整的产业链，涉及从投资方、制片方、宣传方、发行方到平台方的多个环节，由投资方通过融资或自投的方式对项目进行投资；由制片方联合编剧、演员、音乐、服装、道具等各方进行制片；由营销公司和发行公司进行宣发工作，并收集反馈；平台方直接面向受众，通过会员和点击付费的方式进行变现的同时得到用户画像，反映受众需求。由于网大项目规模较小，一般会省取宣发公司环节，由制片方直接进行宣传 and 发行。

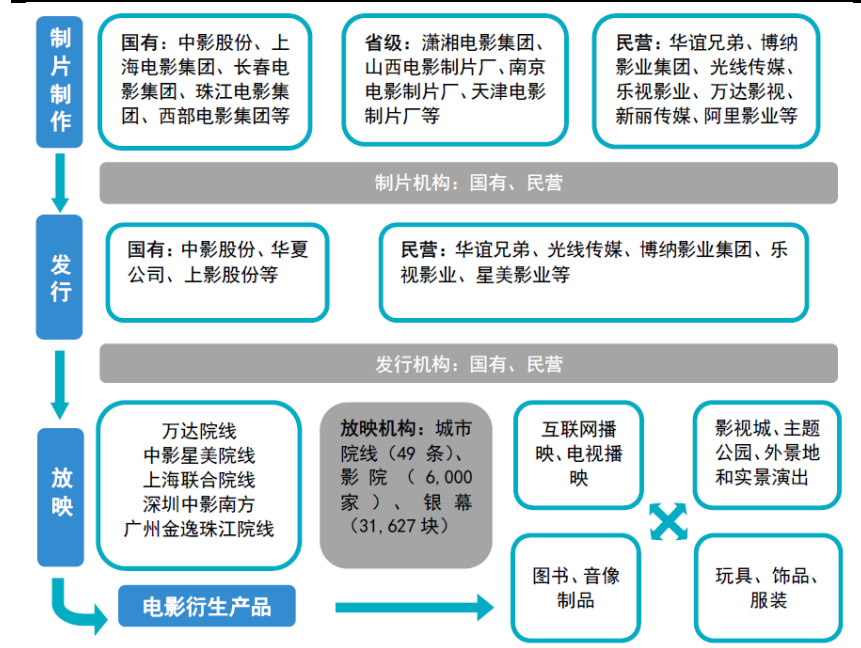
图表 81：网大产业链



资料来源：艺恩，东吴证券研究所

就产业链看，网大的产业链与传统电影产业的差别并不大，仅仅是放映渠道从院线转向视频平台，变现渠道从售票转为会员加单次付费，我们认为在视频付费成熟的背景下，网大产业链可以借鉴院线电影的经验，其可行性已经在过去被反复验证过。

图表 82: 我国电影产业链及主要参与者



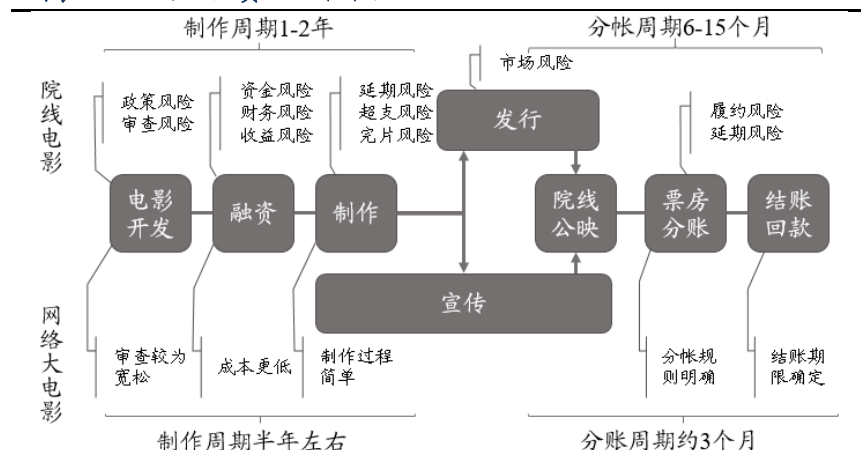
资料来源: 中国电影招股说明书, 东吴证券研究所

#### 4.1. 制片: 头部内容优势体现, 市场集中度逐步提高

由于网络大电影成本低, 周期短, 投资风险远小于院线电影, 网大投融资活跃, 为制片市场的活跃奠定了基础。院线电影成本动辄千万, 从立项制作到上映分成回款期一般超过两年, 期间很可能经历政策、资金、预算、市场等多种风险, 并且可能面临无法上映的困境, 投资方必须有足够的抗风险能力; 而网大凭借清晰的分账、较低的成本和较短的周期显著降低了变现的风险和投资的门槛, 使得更多的投资方活跃在市场上。

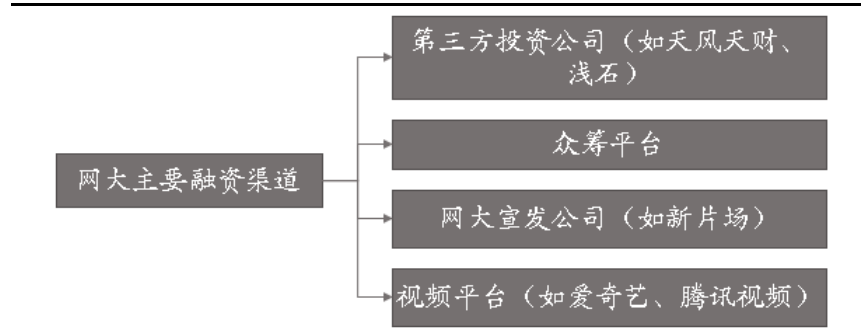
除制片方自行出资外, 主要的融资途径有: 1) 第三方投资公司, 如天风天财、浅石等; 2) 众筹平台, 如淘梦网、电影宝等; 3) 产业链下游的视频平台, 如爱奇艺、腾讯视频等; 4) 宣发公司, 如新片场。

图表 83: 网大投资风险较低



资料来源: 艺恩, 东吴证券研究所

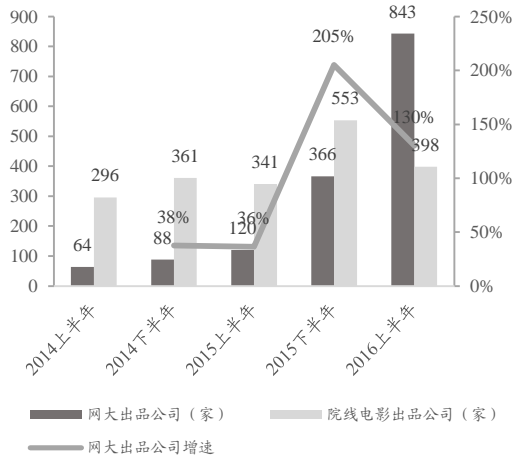
图表 84: 网大主要融资渠道



资料来源: 艺恩, 东吴证券研究所

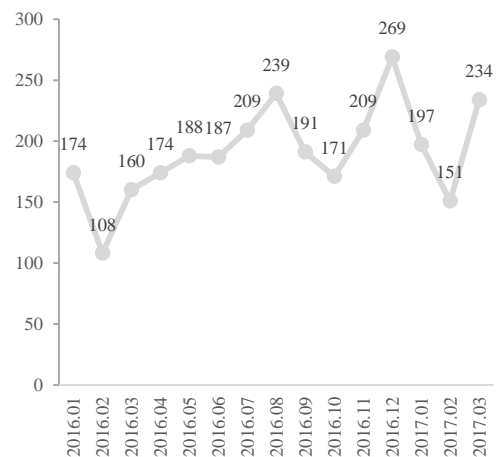
受益于投资的活跃和网大市场的火爆, 网大制片市场经历了爆发式的增长, 即将进入洗牌阶段, 集中度预期将显著提高, 2016 年上半年网大出品公司数量环比增长 130.3%, 达 843 家, 是院线电影出品公司的 2.1 倍, 但其中大部分公司规模小、专业化程度不高, 具有“玩票性质”或投机动机, 作品质量差、获益能力堪忧, 将逐渐在市场竞争中遭淘汰。2017 年网大出品已经开始减速, 1 月出品网大数量较上年 12 月减少 72 部, 环比下降 27%, 2 月网大数量继续下降, 仅有 151 部, 3 月网大数量恢复了正向增长, 我们认为网大出品速度的变化印证了精品化洗牌继而获得更好的发展的逻辑。

图表 85: 网大制片公司数量及增速



资料来源: 艺恩, 东吴证券研究所

图表 86: 网大出品数量



资料来源: 骨朵传媒, 东吴证券研究所

网大制片行业呈现出联合出品的大趋势, 主要参与方有专业网生内容制作公司, 如互联网电影集团 (IFG)、七娱乐、新片场、淘梦网等; 传统影视制作公司切入网络大电影, 如华谊兄弟、慈文传媒、中南文化等; 平台联合内容生产公司, 如爱奇艺等, 上述公司基本包揽了 2016 年分帐票房前 10 名, 制片行业集中度的提高已经较为明显。

图表 87: 2016 年分账 TOP10 网大出品公司

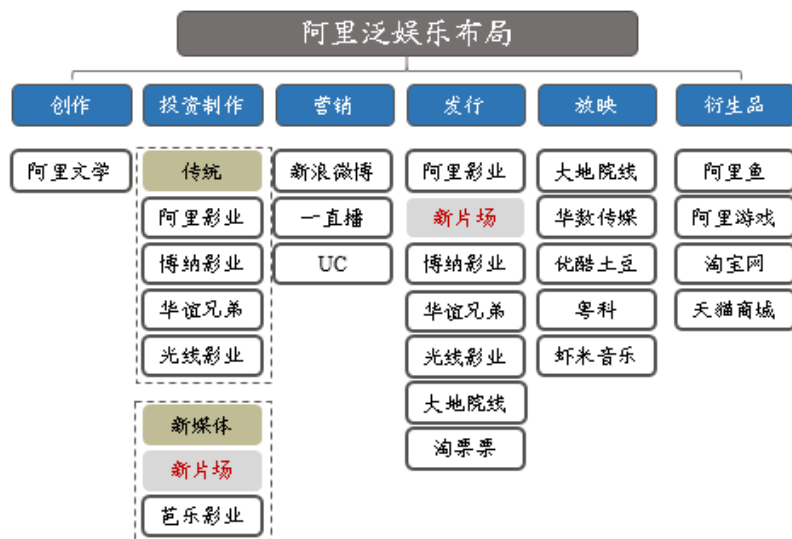
片名	出品公司
山炮进城 2	七娱乐影业集团、本山传媒、华谊兄弟
老九门番外之二月花开	爱奇艺、上海视骊（慈文子公司）与南派泛娱
四平青年之浩哥大战古惑仔	新片场、四平青年传媒、派格影业、哈尼比传媒
超能太监 2 黄金右手	七娱乐影业集团、华谊兄弟影业、一响天开文化联合
我的极品女神	爱奇艺影业、星王朝有限公司
仙班校园	爱奇艺、上海隆越影视有限公司
盲少爷的小女仆	蓝蓝蓝蓝影视传媒（天津）有限公司
血战铜锣湾 2	淘梦影业、舞帝传媒、思美传媒、精鹰传媒、美亚淘梦
二龙湖浩哥之狂暴之路	爱奇艺、淘梦影业
不良女警	互联网电影集团（IFG）、MSI 映美传媒、吉诺影视、撲度娱乐、龙胤盛世影业

资料来源：爱奇艺，东吴证券研究所

### 新片场

新片场成立于 2012 年，依托于短片分享平台“V 电影”发展而来，逐步成为国内领先的新媒体影视出品发行平台，先后获得九合创投、阿里巴巴集团、红杉资本、中瑞资本、天星资本等机构投资，累计融资金额上亿元，在阿里泛娱乐布局中发挥着新媒体投资制作和发行的作用，于 2015 年作为新媒体影视领域首家平台型公司登陆新三板，成为国内新媒体影视第一股。

图表 88: 新片场在阿里泛娱乐布局中的位置

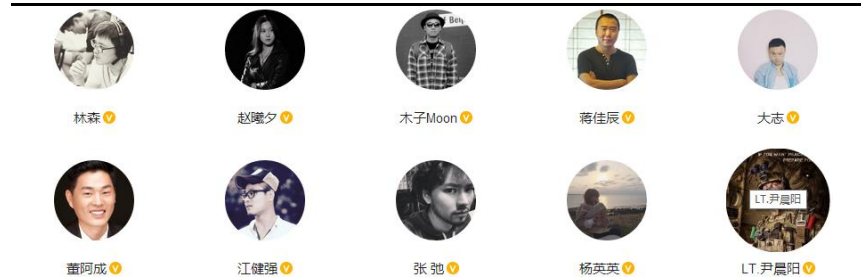


资料来源：艺恩，东吴证券研究所

新片场依托新片场和 V 电影两大视频分享网站挖掘优秀人才，旗下签约和合作了众多红人，设立“新片场青年导演扶植计划”扶植优秀创

作人，目前新片场开展“NEW50 制片人工作室计划”，为工作室提供资金、招商、发行、品宣等全方位的扶持，加速优秀作品的产出，新片场出品发行作品数量超过 117 部，全网视频播放量超过 15 亿，其中包括《四平青年之浩哥大战古惑仔》、《痞子兵王之特种使命》、《男狐聊斋》等优质作品。

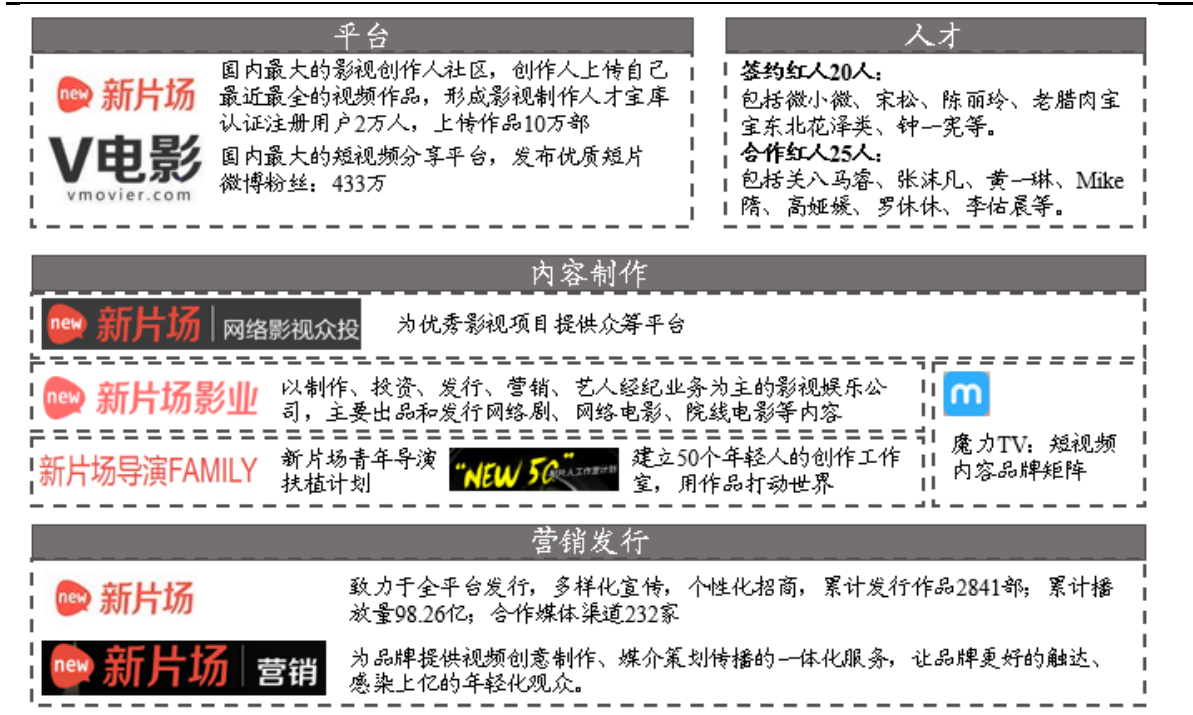
图表 89: 新片场青年导演扶植计划



资料来源: 新片场, 东吴证券研究所

新片场布局新媒体全产业链，上游涉及到网络影视作品自投和众筹，成功为《痞子兵王》等网大提供资金；下游涉及作品宣发，致力于全平台发行、多样化宣传、个性化招商，累计发行作品 2841 部，累计播放量 98.26 亿，合作媒体渠道 232 家；另外基于新片场社区专业的创作能力，公司为品牌方提供创意策划、视频定制、短视频内容合作、传播发行等一系列视频服务，至今已与超过 100 个品牌合作了超过 200 个作品。

图表 90: 新片场新媒体产业链布局



资料来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图表 91: 新片场发行案例



资料来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图表 92: 新片场众筹



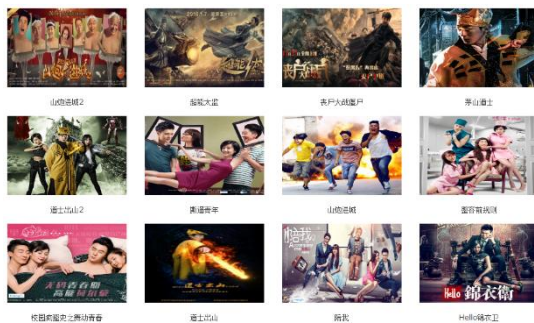
资料来源: 公司官网, 东吴证券研究所

### 七娱乐

七娱乐成立于2014年5月, 公司以短频快、高质量的理念、以平均一个月3部电影作品的速度, 一年半时间出品30部网络大电影, 打破互联网影视公司产量新记录, 被称为互联网“电影工厂”, 公司出品制作的《山炮进城》、《茅山道士》、《道士出山》系列、《校园疯骚史·舞动青春》、《海天盛宴·韦口》、《什么叫做爱》系列、《暖男电话》、《断片儿之妇仇者联盟》系列、《包笑公堂》、《墙上的女人》、《Hello 锦衣卫》、《恋曲·无爱不欢》、《整容前规则》等电影点击率超过30亿。

公司拥有策划团队、制作团队、导演团队、物料团队和宣发团队, 旗下有彭禺厶、朱佳希等初具人气的网大艺人, 其中彭禺厶对标林正英, 获得金骨朵网络影视颁奖盛典网络大电影最佳男主角。

图表 93: 七娱乐代表作品



资料来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图表 94: 七娱乐旗下艺人



彭禺厶 代表作: 《道士出山》《超能太监》《茅山道士》  
朱佳希 代表作: 《后备空姐》《道士出山》《僵尸归来》

资料来源: 公司官网, 东吴证券研究所

七娱乐与传统电影制作公司以及视频平台均有着良好的合作关系, 拥有鸿星尔克、娱乐工场、七匹狼、特步、一响天开文化的投资。2015年公司成为华谊兄弟和本山传媒指定的互联网影视内容唯一合作伙伴,

并且获得华谊兄弟的投资，拥有本山传媒“赵家班”全明星的《山炮进城》系列至今仍保持着网大分帐记录。2016年6月七娱乐召开“狼计划”战略发布会，华谊兄弟集团总裁王中磊，娱乐工场创始人、一响天开文化董事长张巍，七匹狼男装董事长周少雄，两岸青年基金会总经理王斌以及宁财神、唐家三少、赵英俊、彭宇、田源等业内知名人士悉数到场助阵。

图表 95: 七娱乐“狼计划”战略发布会



资料来源：腾讯新闻，东吴证券研究所

### 互联网电影集团（IFG）

IFG 前身是成立于 2009 年的光影华视，是中国早期的互联网内容制作公司，公司成功拍摄的《青春期》三部曲、《上位》、《女人公敌》等 5 部电影网络总点击量超过 36 亿人次；2013 年 12 月成立互联网电影集团（IFG），实现品牌升级；2014 年公司出品励志喜剧电影《后备空姐》，爆笑古装网剧《包笑公堂》，全民聚焦合体剧《来自星星的继承者们》，校园青春励志电影《校花驾到之极品校花》等网络大电影，不断引领互联网影视内容创新，促进题材多元化发展；此后，IFG 深耕互联网影视创作、发行、盈利模式，出品《校花驾到 2 蜜桃时代》、《不良女警》、《猎灵师》等作品，实现网络大电影量产化，同时率先计划精选 20—30 个优质 IP，通过量产化系列化精品化进行网生 IP 孵化，实现网络电影向院线升级，公司 2016 年上半年出品作品 6 部，2017 年计划出品《青春失乐园 2》《不良女警 234》《欲宠娇妃 2》《猎灵师之神巫之脸》《见鬼的法医》《太极宗师杨露蝉》《套路之王 2》《诸神下凡 4》等多部网络大电影。

公司创始人管晓杰是导演出身，具有超强的造星模式，成功打造百变男神文卓、90 后新四小花旦邹杨、宅男女神赵奕欢、神枪女神刘宇珽等中国互联网人气娱乐明星。

图表 96: IFG 作品



资料来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图表 97: IFG 旗下艺人



**文卓**  
代表作: 《地质师》《欢乐复活节》《一个绝望的人》《爱情公寓3》等



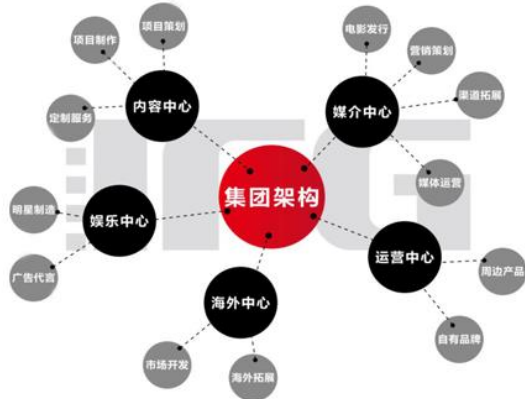
**杨俊婷**  
代表作: 《魅影重重》《异能者之撒旦之眼》《华丽的外出》等

资料来源: 公司官网, 东吴证券研究所

公司广泛布局产业链, 旗下有影视内容公司光影华视、星图影业、天天有戏、巴蜀影业; 营销发行公司星图传媒; 影视投资公司 IFG 基金、时代传承; 电影动漫周边开发公司九道一动漫、顽皮猴子; 艺人经纪公司华视天池; 影视教育公司 IFG 明星学院、弘尚品美妆在线教育; VR 游戏开发公司互联星梦; 苏州、宁波、厦门、成都四地的互联网影视产业基地。

公司较早布局游戏产业, 与无线精品网游运营商艾格拉斯开发《青春期》和《包笑公堂》两款网大同名手游, 2016 年公司进一步深入网生小说源头展开多重合作, 全版权采购 IP 小说《猎灵师》, 进行网络大电影+院线电影+VR 游戏多线开发。

图表 98: IFG 集团布局



资料来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图表 99: 《青春期》手游

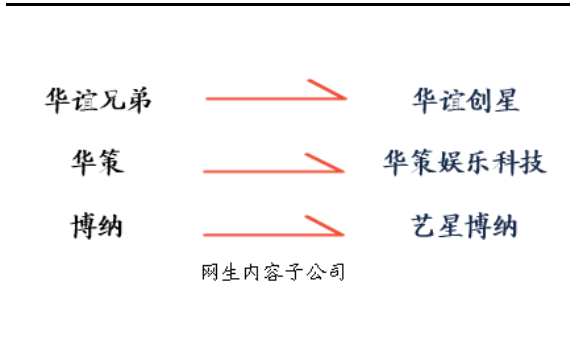


资料来源: 公司官网, 东吴证券研究所

另外, 传统影视公司设立网生内容子公司, 直接进入网生内容的制造。以华谊兄弟旗下华谊创星为例, 其主控项目就包括《捕快血之刃》、《激斗魂之篮球》等, 参投项目包括《校花驾到 2: 蜜桃时代》、《鬼瞳神探》、《痞子兵王之使命召唤》等。

同时，平台方也积极布局网大制作，爱奇艺等视频平台在网大的布局从过去似单纯的播出并分账逐步介入上游。

图表 100: 传统影视公司旗下网生内容子公司



资料来源: 艺恩, 东吴证券研究所

图表 101: 华谊创星网大作品

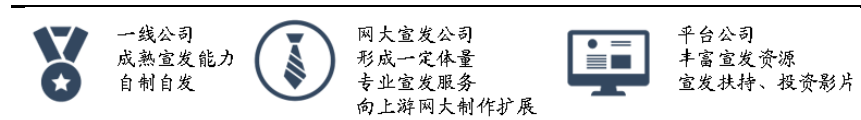


资料来源: 艺恩, 东吴证券研究所

#### 4.2. 宣发: 体量形成, 宣发专业化进程加速

随着网大精品化发展, 宣发重要性提升, 宣发专业化趋势已经显现, 参与方主要有: (1) 一线制作公司通常采用自主宣发, 将其长期的电影宣发经验和能力运用在网大宣发上; (2) 专注于网大宣发环节的公司已形成一定体量, 为没有专业的自主宣发能力的制作商提供专业化、定制化的服务; (3) 平台方利用自身资源为扶持或投资的项目进行宣发。

图表 102: 网大宣发环节参与方



资料来源: 东吴证券研究所

网大宣发公司宣发实力不断提升, 其中实力雄厚的发行公司包括淘梦网和奇树有鱼, 成熟的网大宣发公司正在向上游产业进行了延伸和布局, 直接投资初创项目、签约优秀人才, 达成了提前把控质量、抢占优质内容的目的。

#### 淘梦网

淘梦网是具有四年宣发经验的老牌网大发行公司, 最早通过《道士出山》的发行在网大宣发领域获得一席之地, 在 2014 年 2 月至 2015 年 11 月间获得了娱乐工场、游族网络、众麟资本、厚德前海基金的投资, 形成一定体量, 2016 上半年发行网大 59 部, 全年预计发行网大数量在 80 部左右, 至今共发行影片 2800 部, 累计产出票房达 5.3 亿。

图表 103: 淘梦网宣发优势

四年专业宣发经验 网络影视剧发行权超过2518部 服务团队1812个	多元渠道收益更多 视频平台、电视台、网络运营商 国内外影媒	创收平台行业领先 提供互联网影视作品产销一条龙 服务	在线查询方便快捷 一键登录，随时随地查询	资金结算公开透明 提供付费结算收据，公正公开

资料来源：淘梦网创收平台，东吴证券研究所

图表 104: 淘梦网宣发作品

大明锦衣卫 2.7千万 全网点击	二龙湖浩哥系列 4亿 3690万 全网点击	血战铜锣湾2 3.1千万 1637万 全网点击	道士下山系列 5亿 4886万 全网点击	大赌豪 1.3千万 118万 全网点击

资料来源：淘梦网创收平台，东吴证券研究所

图表 105: 淘梦网宣发流程

项目接收	项目评审	合作洽谈
平台对接	物料对接	合同签订
项目策划	项目推广	收益结算

资料来源：淘梦网创收平台，东吴证券研究所

淘梦网在网大的布局绝不止是宣发，淘梦平台除宣发外同时进行项目的开发和投资，并为网大项目提供筹资平台，为网大项目提供覆盖全产业链的一条龙服务。

淘梦平台确保公司能够直接切入筹资环节，接触更多项目，投资或跟踪优质资源，在众多网大众筹平台中，淘梦平台凭借公司自身在网大领域经验和品牌获得大量优质人才和项目，众筹成功率相对其较高，而投资回报则通常通过票房分成的方式体现，例如网大《网红学院之天书来袭》目标筹资金额 10 万，个人 5000 元/份起投，企业带资源 10000 元/份起投，不带资源 20000 元/份起投，上映后个人每份投资获得票房分成的 0.2%，企业则获得 1%-1.5%/份。

图表 106: 淘梦网提供全产业链服务



资料来源: 淘梦网, 东吴证券研究所

图表 107: 含网络大电影投资项目的 15 家众筹平台

平台	类型	投资项目
众筹网	综合型	微电影、院线电影、网络大电影
胖毛在线	垂直型	院线电影、网络大电影
合伙中国	综合型	微电影、网络大电影
观众筹	垂直型	微电影、院线电影、网络大电影、网剧
聚米众筹	垂直型	院线电影、网络大电影、网剧、台播电视剧
<b>淘梦网</b>	<b>垂直型</b>	<b>微电影、网络大电影、院线电影、网络剧</b>
平安众+	综合型	院线电影、网络大电影
优酷众筹	垂直型	院线电影、网络大电影
昆筹	垂直型	网络大电影
蛋芽网	垂直型	网络大电影、台播电视剧
电影宝	垂直型	网络大电影
影大人	综合型	网络大电影
聚合众筹	综合型	网络大电影
恒星计划	垂直型	网络大电影

资料来源: 爱奇艺, 东吴证券研究所

图表 108: 淘梦网众筹网大成功项目

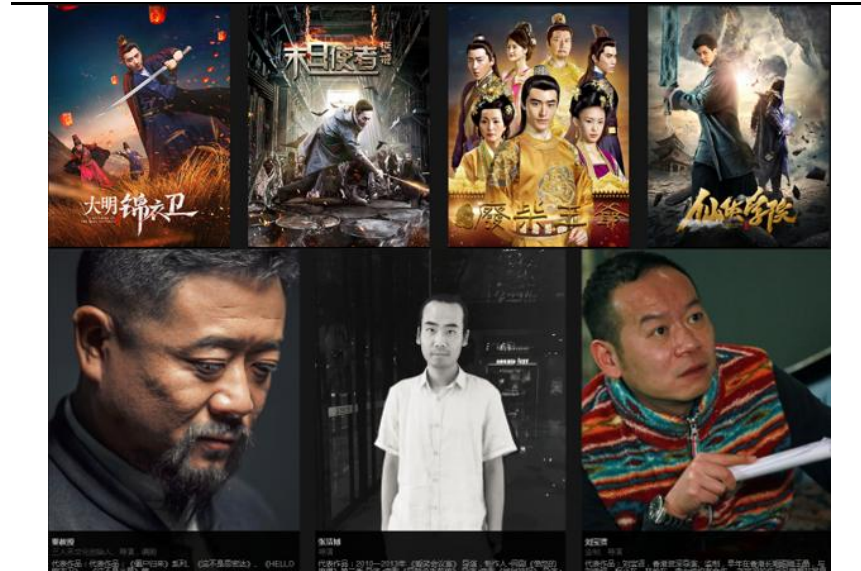


资料来源: 淘梦网, 东吴证券研究所

淘梦网旗下淘梦影业致力于网络大电影的制作, 拥有专业影视制作团队, 国际化制作营销理念, 为影片内容策划全程护航, 公司与 60 多名知名导演以及大批监制、TVB 演员成功合作, 为打造顶级的网络剧和网络

大电影奠定基础，至今已成功出品了包括《大明锦衣卫》、《深海 x 异种》、《血战铜锣湾》系列、《仙侠学院》、《机甲核心》、《末日使者》系列、《机甲战神》、《她她她》、《大明赌神》、《废柴王爷》、《我的外星女友》、《半条命系列》、《伏魔战士》、《超能食神》、《粉红军团》等在内的几十部网络大电影。

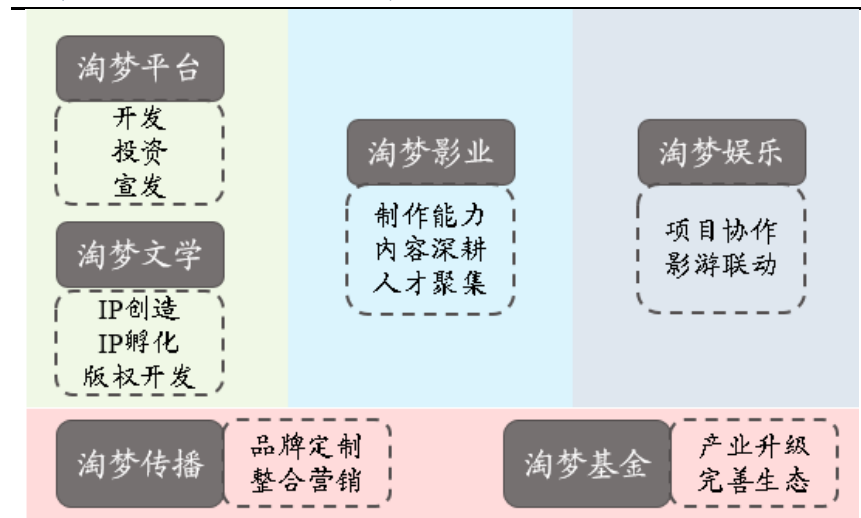
图表 109: 淘梦影业网大作品与专业团队



资料来源：淘梦影业，东吴证券研究所

受益于网大爆发，2016年淘梦净利润达到2000万元，出品、投资、承制影片106部影片，2017年淘梦华丽转型，成立“淘梦控股公司”，旗下包括淘梦网络、淘梦影业、淘梦华元、美亚淘梦、淘梦文学、淘梦娱乐、淘梦传播、铠甲娱乐等多家子公司，从网剧、PGC短视频领域拓宽网生内容，并且将触角延伸到上游网文、漫画IP，以及下游IP游戏开发等领域，打通泛娱乐全产业链。

图表 110: 淘梦打通泛娱乐全产业链

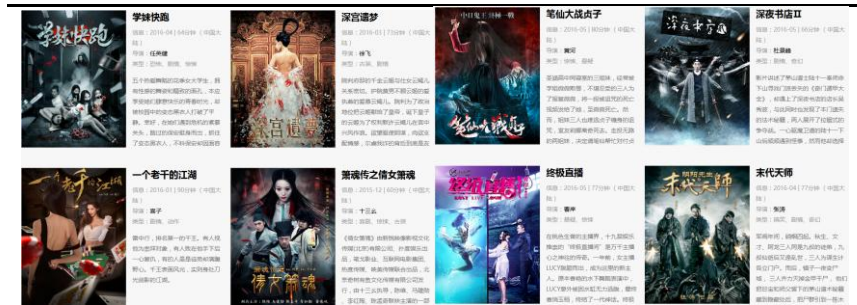


资料来源：36Kr，艺恩，东吴证券研究所

### 奇树有鱼

奇树有鱼是作为网大垂直宣发公司进入网大行业，以“网络大电影必须有发有宣”为理念，不断刷新网络大电影营销模式，改变了“精品先行，营销未动”的现状，推动行业的健康发展。公司宣发了《倩女箫魂》、《深宫遗梦》、《学妹快跑》、《阴阳先生之末代天师》等现象级作品，凭借大投入宣发对产业的带动，公司一跃进入网大宣发的第一梯队，成为行业新标杆。

图表 111: 奇树有鱼宣发作品



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

公司投入大量资金进行线上线下全方位营销，搭建网络大电影宣发领域的最强矩阵。例如 2015 年 12 月公司在优酷平台宣发《倩女箫魂》，除了传统的线上传播、户外广告投放、线下首映礼等，公司还制作了精美 H5 互动游戏，上演万人吹箫的景象，营销效果极佳；宣发《阴阳先生之末代天师》时，公司进行了多角度的话题营销、各类户外广告的投放、病毒视频和 H5 营销扩散、人气火爆的直播秀场传播、IMAX 厅首映礼的举办，及各类周边衍生，并且连续两轮大手笔投放朋友圈广告，实现了网络电影领域的第一次微信朋友圈的广告投放，被业内视为网络大电影营销模式巨变前的冲锋号。

图表 112: 《倩女箫魂》首映会



资料来源：网易娱乐，东吴证券研究所

图表 113: 网大微信朋友圈广告投放



资料来源：网易娱乐，东吴证券研究所

奇树有鱼获得中南红文化集团和嘉信伍号的 3500 万战略投资，布局从宣发环节拓展到全产业链，业务涉及前期策划筹备、投资制作、宣传发行的整个链条。入围戛纳短片角单元的口碑之作《何处去》就是由奇树有鱼出品并发行。

### 4.3. 平台：同质化竞争压力下，从源头抢占独家网大资源

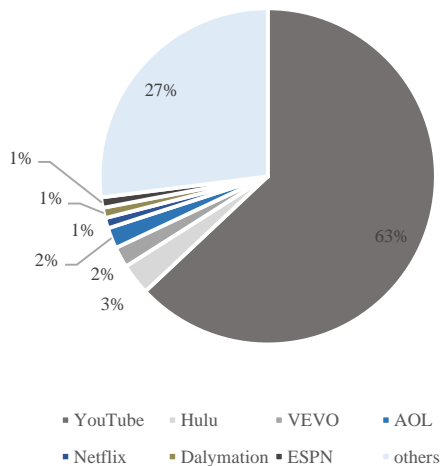
#### 4.3.1. 他山之石：国外视频网站差异化发展，自制电影发展不佳

国外视频网站呈现一超多强的竞争格局，YouTube 占据了约 63%的份额，Hulu、VEVO、AOL、Netflix 等视频网站分别占据 1-2%的市场份额。各方采用差异化战略，侧重不同的内容、吸引不同的受众，其中 YouTube、Hulu 和 Netflix 较为典型。

(1) 定位、内容提供不同，YouTube 定位为开放性视频分享网站，坚持用户上传；Hulu 致力于提供专业化制作、独家视频内容，除了 FOX 和 NBC 等专业视频制作商提供的内容外，还从事自制剧的投资和生产；Netflix 则定位为在线视频租赁网站，通过提前测算判断是否购买片源或投资自制剧。

(2) 经营模式侧重不同，YouTube 主要变现渠道为广告，将广告收入与视频制作者五五分成，同时也提供了付费频道等辅助变现渠道；Hulu 则采用付费+免费的模式，免费模式下的广告收入和会员服务的每月 7.99 美元的会员费是 Hulu 的主要收入来源；Netflix 则从始至终坚持会员费模式，观众形成了良好的视频付费习惯。

图表 114: 国外视频网站格局



资料来源：尼尔森，东吴证券研究所

图表 115: 国外视频网站差异化发展

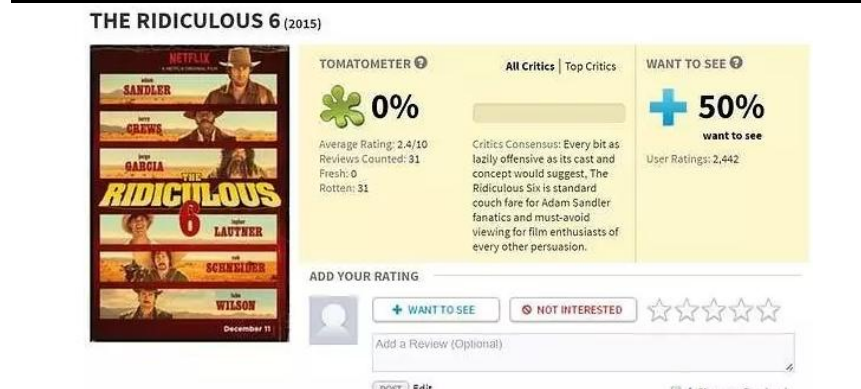


资料来源：东吴证券研究所

在视频网站自制内容方面，国外平台 Netflix 最为活跃但并非十分成功，Netflix 自 2013 年开始发布自制剧《纸牌屋》开始，在自制内容方面持续加大投入，推出了《卧虎藏龙 2》、《无境之兽》等电影，但由于要求平台和院线同步上映，受到了院线的抵制；另外 Netflix 还签约了

知名演员亚当·桑德勒，承诺每部影片投资 4000 万到 8000 万美元，后者至少能获得 2000 万美元片酬，但首部作品《搞笑六人组》在 Metacritic 上的评分仅为 18 分，在烂番茄影评网上的新鲜度为 0，我们认为平台自制电影需要有更清晰的定位和更优质的内容，而非贪图院线渠道、盲目追求大牌演员。

图表 116: Netflix 自制电影口碑不佳

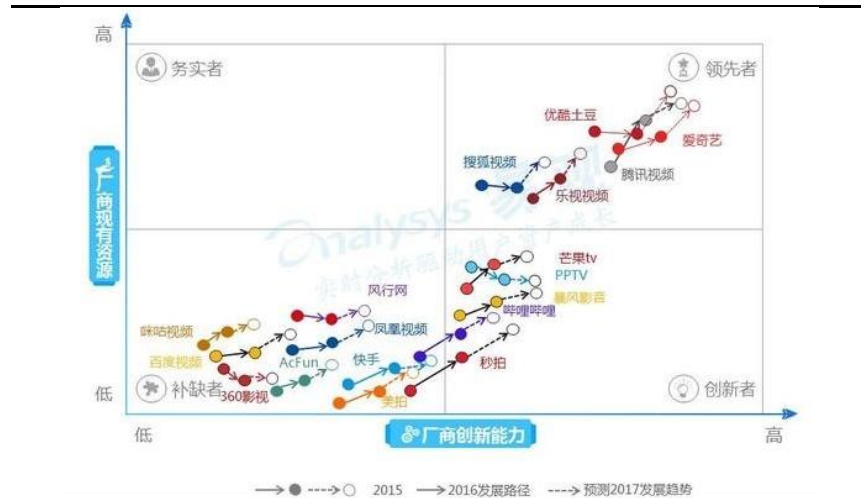


资料来源：烂番茄影评网，东吴证券研究所

4.3.2. 各大视频网站布局网大产业链，以自制内容取得差异化竞争力

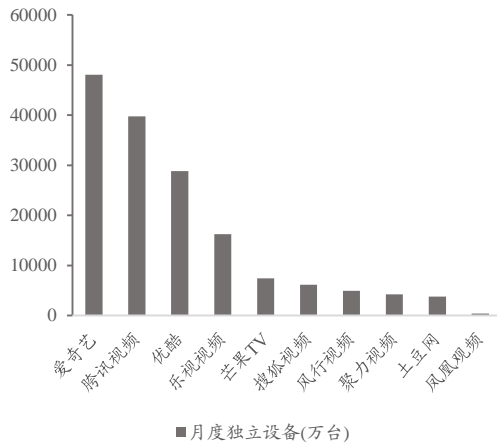
我国视频网站数量多但分层明显，搜狐、乐视、优酷、腾讯和爱奇艺具有强大的资源实力 and 创新能力，是我国视频网站的领头者，其中爱奇艺、优酷和腾讯更是形成了超一线梯队；芒果 TV、PPTV、暴风影音和哔哩哔哩则具有资源的劣势，但凭借不断创新吸引观众；剩余大部分视频网站在资源匮乏和创新不足双重劣势下发展受阻。从覆盖设备数看，爱奇艺在移动端表现最佳，腾讯视频和优酷次之，三大视频平台在 PC 端具有基本类似的表现，与其他平台拉开了显著距离。

图表 117: 2016 年中国网络视频市场实力矩阵



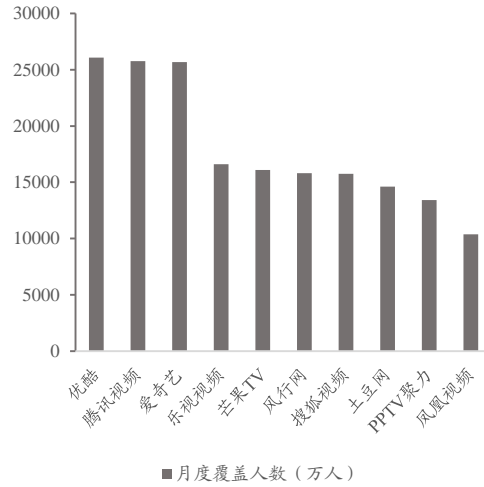
资料来源：易观，东吴证券研究所

图表 118: 16 年 12 月 移动端设备覆盖



资料来源: 尼尔森, 东吴证券研究所

图表 119: 16 年 12 月 PC 端设备覆盖



资料来源: 东吴证券研究所

我们认为国内视频平台同质性较强, 以第一梯队为例, 从视频内容来看, 三者均采用 YouTube 和 Hulu 并存的模式, 既收集用户上传视频, 又自行采购或自制内容, 视频涉及电视剧、电影、综艺、资讯等各大类型, 目前各平台均以优质的自制内容为战略重点; 从经营模式看, 三大视频网站又都通过广告+会员费+版权分销的形式进行流量变现, 会员费越来越成为视频网站的又一大收入来源。

图表 120: 视频网站模式同质

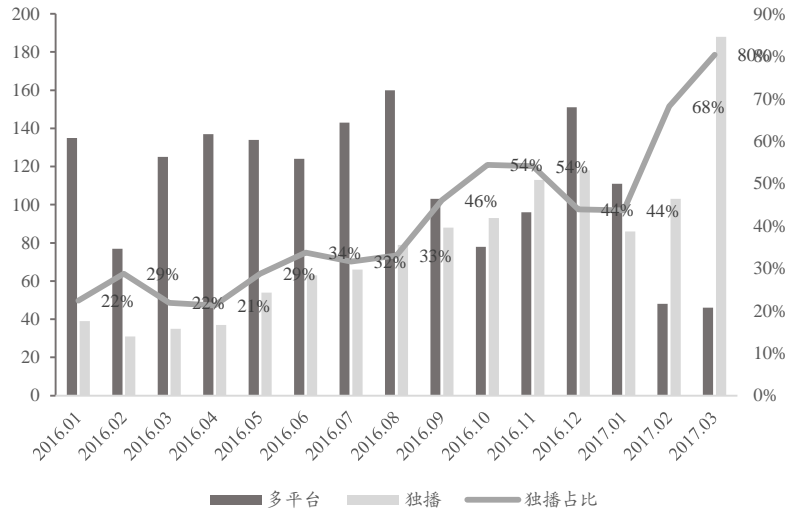


资料来源: 东吴证券研究所

在同质化的背景下, 我们认为独播优质内容成为视频平台差异化发展、吸引流量、形成竞争优势的关键, 新增网大中独播网大占比从 2016 年初的约 20% 增长到 2017 年 2 月的 68% 和 3 月的 80%, 优质内容更是偏向于单平台独播, 2016 年骨朵网大热榜中所有网大均为单平台独播。

得益于多年来院线电影对观影付费习惯的培育, 观众对网络电影的付费意愿高于其他网生内容, 网大成为视频平台的必争之地。

图表 121: 2016-2017年3月独播&多平台网大新增数量对比



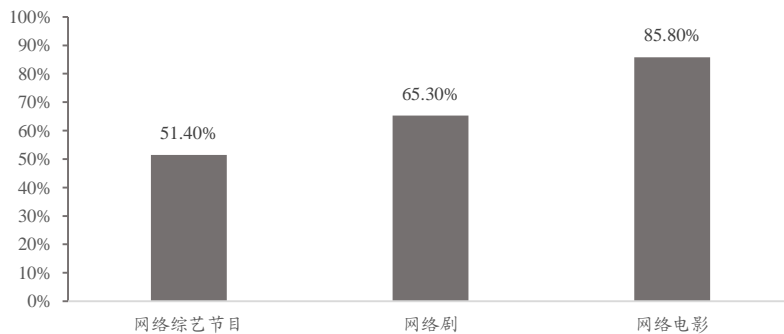
资料来源: 骨朵, 东吴证券研究所

图表 122: 2016年热播网大播出平台及出品方

排名	剧名	平台	出品方	指数
1	老九门番外之二月花开	爱奇艺	爱奇艺等	8.27
2	山炮进城2	爱奇艺	七娱乐等	8.25
3	四平青年之浩哥大战古惑仔	爱奇艺	新片场等	8.21
4	再见美人鱼	腾讯视频	腾讯视频等	8.18
5	超能太监2黄金右手	爱奇艺	七娱乐等	8.15
6	深宫遗梦	腾讯视频	迪哩巴拉娱乐工作室	8.11
7	我的极品女神	爱奇艺	爱奇艺等	8.09
8	男狐聊斋	腾讯视频	新片场等	8.02
9	我来也	优酷土豆	万合天宜	7.89
10	猎灵师之镇魂石	乐视视频	互联网电影集团等	7.78

资料来源: 骨朵传媒, 东吴证券研究所  
 指数: 根据网大播放量、影响力和口碑评定

图表 123: 用户对网生内容的付费意愿



资料来源: 艺恩, 东吴证券研究所

我国视频平台在内容自制方面的动作远超过国外，自制剧、自制综艺热度惊人，甚至已经超过传统制造商，在网大方面的布局也已经全面启动。

(1) 爱奇艺：率先发现并抓住网大市场，直接切入网大上游，独播网大数量遥遥领先。

2014年爱奇艺率先提出网大这一概念，并启动“网络大电影”计划，提出了付费+免费的盈利模式并明确点击分成的分成方式，开启了网络大电影的爆发；自此爱奇艺不仅扮演了网络大电影放映平台的角色，更成为了网络大电影规则的制定者，2016年爱奇艺调整分账规则，将最低档次调整为D类，对应0.5元/有效点击，促进网络大电影向优质化、精品化发展；爱奇艺在网络大电影领域的地位受到业内的认可，2016年中国网络大电影行业权威峰会“爱奇艺世界大会-网络大电影高峰论坛”嘉宾阵容庞大，中国电影导演协会秘书长刘仪伟、中国文化产业投资基金董事张驰，CCTV-6电影频道主任唐科、香港电影导演、演员林子聪，影评人周黎明、七娱乐影业创始人张斯斯等电影行业知名人士均参会，影响巨大。

图表 124: 网络大电影高峰论坛



资料来源：东吴证券研究所

爱奇艺对网络大电影的策略有所转变，从为制作方提供播出渠道，并进行分账转为向上游接入，直接参与网络大电影的出品和制作：1) 联合传统影视大佬，直接参与网络大电影的出品和制作，2015年3月，爱奇艺与王晶签下了6部网络大电影的计划，每部投资都将超千万元，并启用郑伊健、林子聪、周秀娜等明星演员，2016年1月26日双方合作的首部网大《我的极品女神》发布并于3月上线；2) 平台方与传统影视公司建立了密切的合作，例如爱奇艺与慈文传媒联手出品慈文网络剧《老九门》的番外网大。2016年爱奇艺联合出品了四部进入前十的网大；3) 平台方联合电影学院，从学院入手挖掘和培养电影人才，例如与北京电影学院形成战略合作。

爱奇艺将继续加大在内容制作方面的投资，2017年将投入100亿，推出包括版权、自制、垂直等多领域的192个头部内容，其中网大已经被提升到了战略高度。

图表 125: 爱奇艺与王晶签约



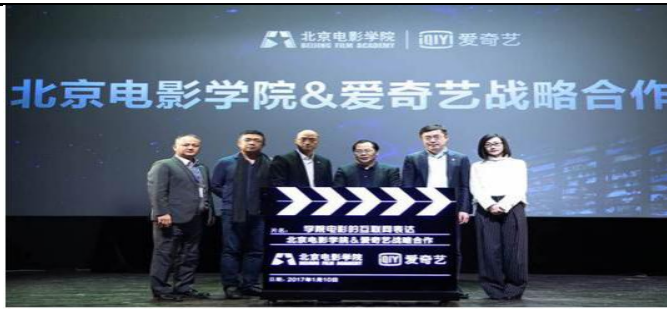
资料来源: 腾讯科技, 东吴证券研究所

图表 126: 爱奇艺与慈文推出《老九门番外》



资料来源: 百度图片, 东吴证券研究所

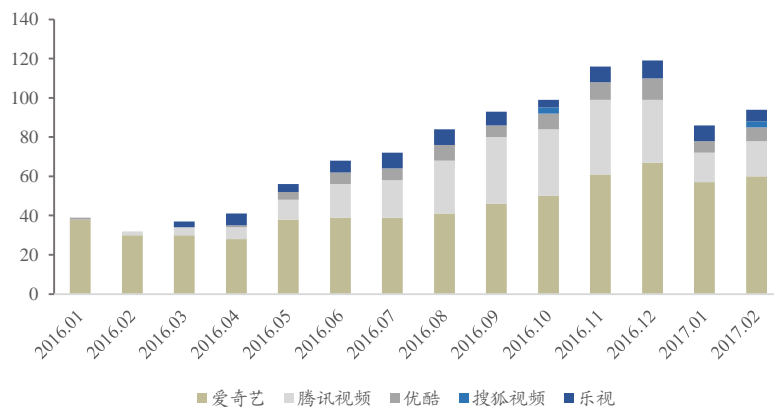
图表 127: 爱奇艺与北京电影学院战略合作



资料来源: 东吴证券研究所

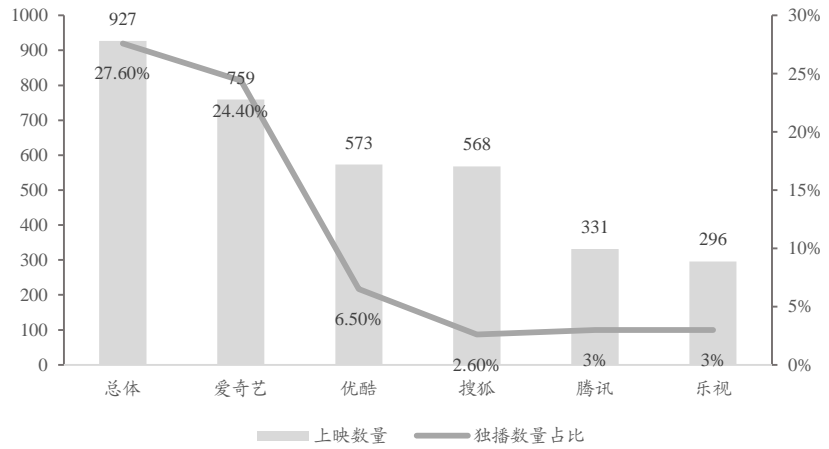
爱奇艺率先强调网大独播, 通过优质内容独家把控吸引流量、进行变现, 爱奇艺独播网大数量一直保持在各大视频网站之首, 2016年上半年各大视频网站独播网大寥寥无几, 爱奇艺已有每月约30部, 2016年上半年爱奇艺上线网剧最多, 且独播网大比例达到了24.4%, 在各平台中表现突出, 网大热榜中5部为爱奇艺独播, 2部为爱奇艺联合出品并独播, 爱奇艺在网大内容的制作和独播上已占得一定的先机。

图表 128: 爱奇艺独播网大数量领先



资料来源: 骨朵传媒, 东吴证券研究所

图表 129: 2016 上半年各平台上线网大数量和独播数量占比

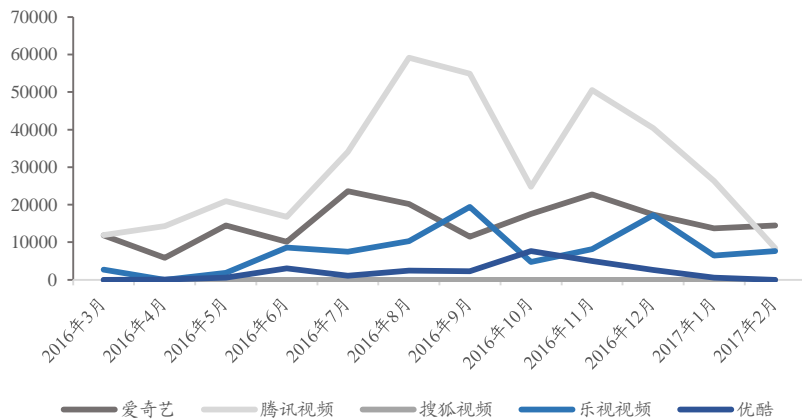


资料来源: 艺恩, 东吴证券研究所

(2) 腾讯视频: 弯道超车, 打造品牌吸引优质内容, 利用生态圈效应和用户资源。

腾讯在网络大电影的发力晚于爱奇艺, 但一路高歌猛进, 2015 年 9 月腾讯视频成立企鹅影业, 在网络剧、电影投资、艺人经纪三大核心业务上发力, 2016 年腾讯正式布局网络大电影, 虽然腾讯视频独播网大数量尚未达到爱奇艺的水平, 但就播放量看腾讯视频在网大的成绩一度超过了率先进入市场的爱奇艺。

图表 130: 腾讯视频独播网大点击量一度领先



资料来源: 骨朵传媒, 东吴证券研究所

腾讯视频的精品化战略与爱奇艺略有不同, 主要通过精品网大影院品牌的建立吸引优质内容。2016 年初, 腾讯视频通过上映五日就获得了近 7 千万的点击量, 网站评分高达 8.6 分的《再见美人鱼》迅速打开网大市场, 并于 4 月份集结高精尖团队倾力打造品质级“企鹅独播影院”, 每周二、五各上线一部重点独家网络大电影项目。通过优质作品打造平

台品牌形象，又通过精品平台形象吸引优质作品登陆成为腾讯视频在网大的一大战略。腾讯的精品化战略要求其对内容的把控十分严格，题材过于宏大和打擦边球、内容较为低级的网大都被排除在外。

图表 131: 腾讯视频网大精品化



腾讯视频首部网络大电影  
 点击量: 1.6亿  
 评分: 8.6分  
 弹幕: 75.6万



宫斗网络大电影  
 点击量: 2.1亿  
 评分: 6.5分  
 弹幕: 94.5万

资料来源: 腾讯视频, 东吴证券研究所

图表 132: 企鹅独播影院



资料来源: 腾讯视频, 东吴证券研究所

配合精品独播影院优质内容的是腾讯强大的用户资源和营销渠道，进入企鹅独播影院的网大，能够获得充分的资源曝光，有运营团队作为外脑全力支持，专门开设运营群，并配备三位专项负责人分别对接内部资源、市场运作、内容营销等工作。腾讯视频创新采用“双平台运营推广+网络营销”模式，全方位整合资源，全程护航优质影片：1) 从项目上线前期开始，提供腾讯视频 APP 的开机闪屏画面、广告前贴片等推广资源；2) 利用腾讯娱乐、腾讯新闻、腾讯网进行话题预热，极大地提高了影片的新闻曝光度；3) 启用网络营销，将网络大电影纳入微信和手 Q 的腾讯新闻插件；4) 联合片方对影片进行话题营销，在 SNS 自媒体端口对用户进行全面触达。

图表 133: 《再见美人鱼》宣发资源



腾讯视频内部的电影频道、付费频道、v+的资源联合运营  
 腾讯视频APP客户端的闪屏广告



SNS渠道多层次的话题营销



微信里的新闻插件、以及在每周日的影视插件、周末影院



腾讯网、腾讯新闻客户端、娱乐频道的相关资源进行推广

资料来源: 腾讯视频, 东吴证券研究所

(3) 优酷: 塑造 IP 实力强大, 阿里影业接过网大大旗。  
 优酷在网络大电影方面的发展主要着力于 IP 的培植和利用, 依靠旗

下电影公司合一影业进行网络大电影的投资和制作，专注独家头部，主打精品。合一影业 2015 年就发布了“UP2015”的电影计划，网罗多个不同领域的知名 IP，通过线上线下多屏互动，打造电影梦想的第一孵化平台，首批 6 个项目包括《咱们结婚吧》、《万万没想到》等。2015 年底，优酷与 37 游戏联合将网络游戏《传奇霸业》改编为网大《传奇酒馆》。另外，2017 年 3 月优酷与上海戏剧学院设立“互联网+高校”人才互通培养计划，布局产业链上游，设立专项奖学金鼓励校园原创 IP 和人才。

2016 年 7 月开始，优酷加强网站战略，全站的政策上也倾斜网络电影的生态发展，S 类的独家影片会有首页 8+1，双平台开机图、钉钉开机图、crazy 广告、市场贴片硬广资源加上频道宣传位的合力配合，独家精品内容是优酷整体布局的重点。

图表 134:《传奇霸业》改编网大《传奇酒馆》



资料来源：优酷，东吴证券研究所

图表 135:“文娱星力量”战略合作发布会



资料来源：知识产权网，东吴证券研究所

网大已经成为阿里集团在文娱领域的重要布局，2016 年 7 月，优酷土豆旗下的合一影业团队整合加入阿里影业，阿里影业联合优酷、阿里文学、阿里游戏协同开发网络大电影，阿里影业拥有这几个业务板块版权内容的优先合作权，优酷土豆则获得优先的独家发行权和投资权，同时优酷平台的网络大电影也增加了天猫魔盒 OTT 点播分成，盈利模式更丰富。

17 年 4 月优酷举办网络电影开放合作大会，联合阿里文学和阿里影业投入 10 亿资源启动“HAO 计划”，为网络电影内容生产者提供包含开放的平台、开放的 IP、开放的资源在内的一站式服务；以电商思维开发网大，评价体系包括“播放量”、“播放时长”、“会员拉新”三个维度，在点击分成的基础上增加了会员分成和广告分成，形成了多维度评价、多元化分成的新模式。

图表 136: 优酷网络电影开放合作大会



资料来源: 优酷, 东吴证券研究所

(4) 乐视: 多终端联动, 网大纳入乐视生态圈。

乐视的商业模式是打造基于视频产业、内容产业和智能终端的“平台+内容+终端+应用”完整生态系统, 基于生态系统的独立性, 优质内容的引流作用较其他平台更为重要。生态圈的核心入口是智能终端, 主要包括 PC 端、移动端、智能电视和未来的超级汽车, 乐视内容分为版权内容和开放内容, 其中版权内容包括花儿影视、乐视影业、乐视自制内容和乐视版权库中的所有内容, 是内容平台的重中之重, 开放内容则包括乐视战略合作伙伴所接入的内容等。

乐视已将网大作为内容生态的重要组成部分, 其优势在于乐视电视端会员数远高于 PC 和移动端, 会从 S 级网大中选出精品申请龙标, 通过乐视电视全球发行; 同时乐视根据不同终端的点击对网大发放分成, 乐视 TV 每次有效点击分成可以高达 3 元, PC 和 APP 端最高仅 2.5 元, 可见其对网大拉动大屏智能终端报以重望。

乐视在网大领域采取精品战略, 网络大电影内容经理杨毅峰在 2017 年 3 月 4 日的网大行业系列论坛“爱在网大的岁月”上明确了乐视平台对网大优质内容的要求。目前乐视虽然并没有发力网大自制, 但在自制剧和院线电影投资制作方面具有丰富的经验, 联合出品了《甄嬛传》、《小时代》、《长城》等作品, 可见其强大的制作能力。

图表 137: 乐视生态系统



资料来源: 和讯, 东吴证券研究所

图表 138: 乐视网络大电影内容经理杨毅峰



资料来源: 知识产权网, 东吴证券研究所

(5) 搜狐视频：转型自制内容，网大领域尚未发力

搜狐视频向来以购剧的口味精准著称，曾经以多个美剧版权吸引了一大批高质量的用户，但版权价格的上涨、限外令的施行以及自制内容的火爆都促使搜狐视频转向自制内容，目前搜狐视频在网剧领域已有《屌丝男士》、《无心法师》、《他来了，请闭眼》、《法医秦明》等现象级作品并有意将这些 IP 转化为大电影，但搜狐在网大领域暂无明显布局，独播网大和点击量均寥寥无几。

## 5. 爆款主导市场，关键资源助力龙头腾飞

### 5.1. 爆款分析：题材、演员、内容、制作、宣发环环发力

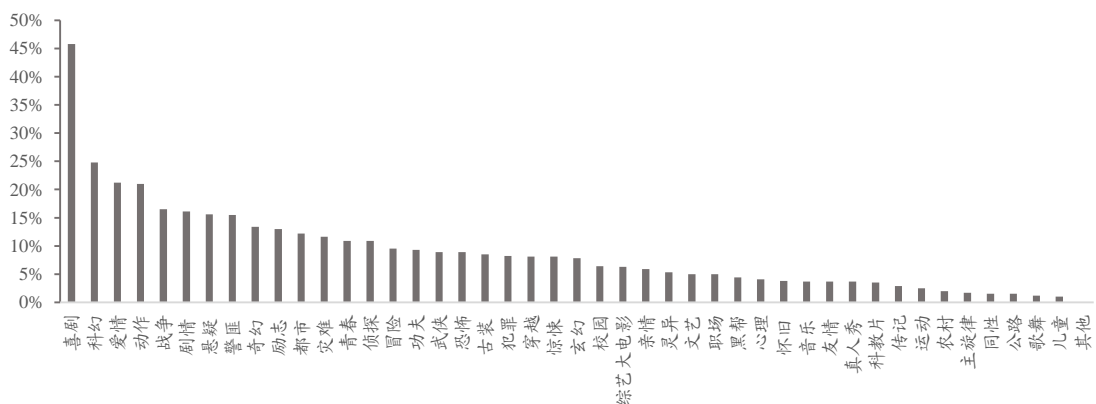
网大追随其他网生内容市场的发展，爆款成就龙头，经过分析我们认为大众欢迎的题材、卡司加盟、优质内容（IP）、优良制作和专业宣发是爆款必不可少的因素。

(1) 大众题材，以《山炮进城》系列为例，该片脱离了网络电影一贯的惊悚、剧情等小众题材，选择了符合大众偏好的喜剧题材，以观众熟悉的农村喜剧切入，扩大了潜在观影群体规模，奠定了打造爆款的基础。根据艺恩的调查，将近 50% 的观众期待喜剧题材的网络电影，科幻、爱情、动作、战争次之，未来上述热门题材类别很可能成为网大爆款的沃土。

同时网大受众中女性比例显著偏低，网综网剧的女性受众比例在 53% 左右，而网络大电影受众群女性用户仅占 47.7%，可见目前没有足够多、足够好的网大服务女性用户，女性受众是网大的蓝海市场，而点击量 1.6 亿的爆款《深宫遗梦》利用宫斗题材抓住了这一市场，女性观众比例达到了 50.8%。

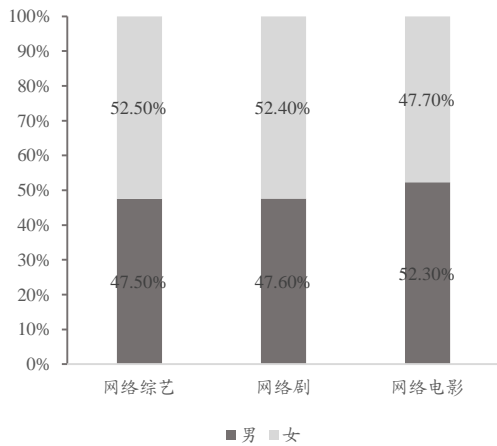
我们认为网大题材从小众走向大众，挖掘更广大的潜在受众是打造爆款的第一步。

图表 139: 观众网大题材偏好



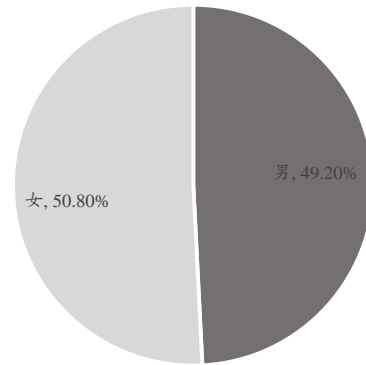
资料来源：艺恩，东吴证券研究所

图表 140: 网生内容受众性别分布



资料来源: 艺恩, 东吴证券研究所

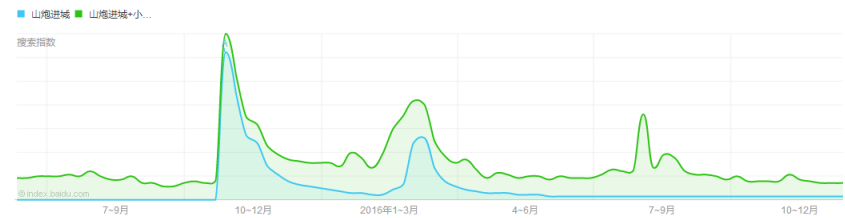
图表 141: 《深宫遗梦》观众性别比例



资料来源: 艺恩, 东吴证券研究所

(2) 优质演员,《山炮进城2》《老九门》等爆款网大一改网大惯用不知名演员的习惯,启用了小沈阳、张艺兴等知名演员,利用粉丝效应积攒了大量人气,引起了诸多热门话题,在走向爆款的道路上前进了一大步。“山炮进城+小沈阳”的搜索指数甚至高于“山炮进城”,并且小沈阳参加弹幕互动宣传电影,可见大卡司对影片人气的带动。

图表 142: “山炮进城”和“山炮进城+小沈阳”搜索热度

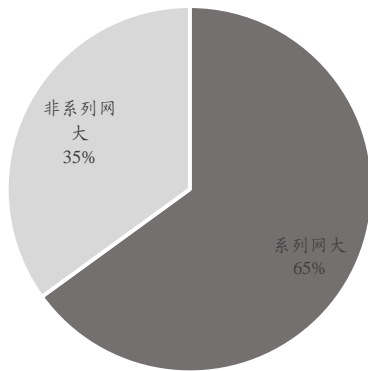


资料来源: 百度指数, 东吴证券研究所

(3) 优质 IP 引入、孵化,网大拍摄周期短、投资成本较低的特性使得网大可以更灵活的根据观众反馈进行取舍,决定下一部作品的投资和制作,系列网大能够以合适的频率定位于院线大作和网剧之间,目前《山炮进城》等表现优秀的网大均以系列的形式频繁上映,维持和拉升人气和热度,打造自身 IP,2016 年分账 TOP20 的网大中有 13 部为系列网大。

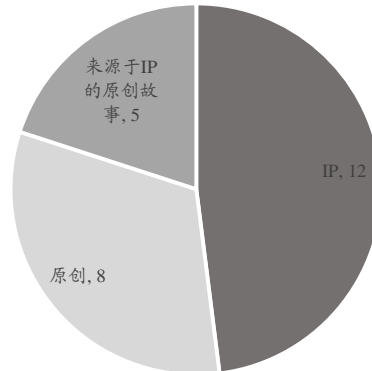
网大爆款绝非止步于蹭 IP 或创造系列小 IP,与网剧类似,强 IP 的引入已经成为趋势,《老九门番外之二月花开》延续 IP 大剧热度,收获超过 8000 万点击量;欢瑞世纪有意将诛仙 IP 打造成网络大电影。目前强 IP 网大尚未出现,未来网大的爆款必先出自强 IP 的孵化。

图表 143: 16 年 TOP20 网大系列网大占比



资料来源: 爱奇艺, 东吴证券研究所

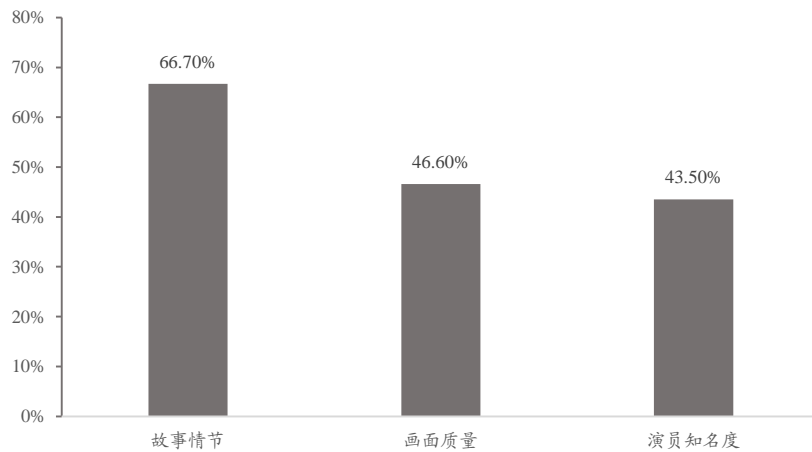
图表 144: 16 年 TOP25 网剧 IP 占比



资料来源: 艺恩, 东吴证券研究所

(4) 优良制作, 过于粗制滥造的小成本网大已经无法成为头部作品, 《山炮进城》在道、化、服等方面可以达到至少及格的水平, 随着网大向精品化发展, 精细的良心制作将成为头部作品的基本门槛, 46.6%的网大受众对于网大画面质量具有较高要求, 比例高于对演员知名度的要求, 仅次于故事情节。

图表 145: 网络电影制作的三大要素



资料来源: 艺恩, 东吴证券研究所

(5) 专业宣发, 优秀宣传配以独播视频平台分配的宣传资源, 通常可以使优秀网大在上映之前完成造势, 上映初期获取大量点击, 《山炮进城2》上映8小时票房突破162万。

目前网大宣发已经走向正规化, 以《大内密探王二狗》为例, 物料包括预告片、正片片段、主创采访、MV、新闻稿、海报等, 渠道包括视频平台、公众号、地铁广告等, 未来网大爆款的打造必将配以高水平的精准宣发。

图表 146: 《大内密探王二狗》宣发一览表

物料	五款预告片, 其中四款播放过百万
	三款正片片段
	七款主创采访
	一支原创主题曲 MV, 播放量 170 万
	一款配合愚人节正片
	9 篇新闻稿件
	19 款海报
渠道	腾讯电影、腾讯视频、腾讯新闻、微信
	业内外微信公众号, 阅读量 10 万+
	《网剧风向标》、《盘点那些惊为天人的翻拍剧》、《麦兜找穿帮》、《天津妞: 反派! 你这磨人的小妖精》、《火锅英雄有辣么好看么》等优质自制节目
	地铁广告屏幕推广
	主创人员及演员在花椒、映客、唱吧等多直播平台进行直播

资料来源: 网络大电影, 东吴证券研究所

### 5.2. 资本进入, 优质 IP、人才团队、资本实力成制胜关键

目前网大市场虽然在数量上有了爆发, 但传统电影制作公司尚未大举进入, 头部作品缺乏, 院线下线后在网上播出的院线电影数量不足, 自制网大爆款寥寥无几, 市场尚未出现龙头。

近期资本实力强的公司凭借自身资源和强整合能力纷纷涉足网大, 通过直接成立子公司和战略投资现有网生内容制作公司布局网大产业, 例如王思聪旗下的普思资本以约 4026 万元认购新三板新媒体影视公司星座魔山 113.8 万股, 该公司出品并发行过网大《阴阳先生》。

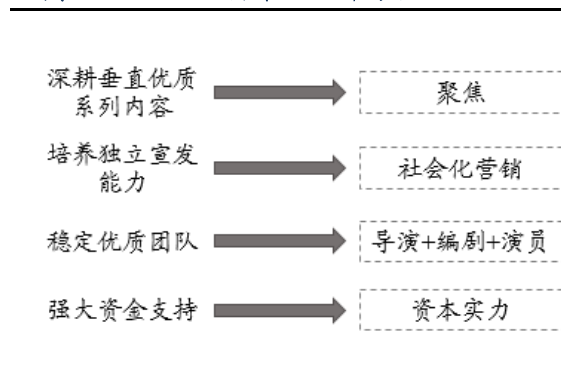
随着资本进入, 行业进入洗牌阶段, 爆款网大将如雨后春笋般频现, 手握 IP 资源、深耕优质内容, 具有成熟宣发经验、稳定人才和强大资金支持内容制作公司具备制作爆款的能力, 将在激烈竞争中成为行业龙头。

图表 147: 资本布局网大制作



资料来源: 东吴证券研究所

图表 148: 网大制作企业所需能力



资料来源: 爱奇艺, 东吴证券研究所

## 6. 相关标的

### 6.1. 慈文传媒：内容实力持续验证，网大布局初现成效

慈文传媒是老牌影视品牌，成立于1999年，曾出品《西游记》出品了《西游记》、《神雕侠侣》、《射雕英雄传》、《七剑下天山》、《小鱼儿与花无缺》、《花千骨》、《刀客家族的女人》等众多优秀影视作品。

2014年公司抓住网生内容风口，设立单独的团队专门经营网络剧业务，业绩颇丰。其中《暗黑者》《执念师》等网络剧，在腾讯、PPTV、爱奇艺等主流平台播出后，获得了“网络粉丝”的广泛认可。2015年公司加码网台联动，出品的3部网络剧均荣登“2015年度十大网络剧”榜单，《花千骨》在湖南卫视独播和爱奇艺网络独播，收视率超过2%，年度点击量超过200亿创造了“花千骨”现象。

图表 149：网络剧代表作



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

公司具有强大的内容实力、顶级的人才团队和泛娱乐产业全面布局，具有成为网大龙头的实力。

(1) 在内容端公司拥有“IP+原创”双轮驱动，变现源头充沛：公司前瞻性的购买了大量质量精良、且具备广泛的读者基础的网络小说改编权等素材，目前在册IP60余个。同时，公司通过原创、合作或收购方式进一步扩大IP储备，使得储备库的资源更加丰富多彩，满足不同用户的差异化需求和互联网渠道的传播特性，为公司整体泛娱乐生态系统注入“强心剂”。

图表 150：公司部分 IP 储备

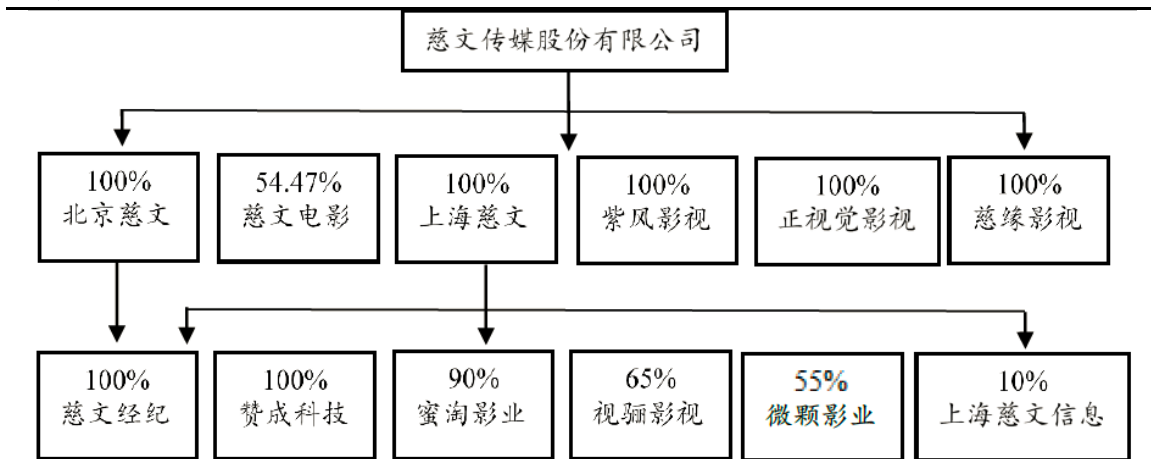
小说名称	作者	备注
《花千骨》	果果	网络票选最具知名度和影响力的仙侠言情小说第一名，点击破亿，畅销百万册。已由霍建华、赵丽颖联袂主演，湖南卫视播出。
《爵迹》	郭敬明	著名畅销作家郭敬明继《幻城》之后最受欢迎和关注度最高的玄幻小说，畅销300万册。

《裹读》	烟雨江南	网络十年最具知名度和影响力玄幻十佳小说，起点中文网玄幻类最受欢迎和最受读者喜爱第一名，畅销百万。
《罗布泊之咒》	周德东	著名作家周德东悬疑代表作，读者人气最高。
《死亡通知单》	周浩晖	网络知名悬疑小说，著名悬疑作家周浩晖代表作，畅销30万册。已改编网络剧《暗黑者》，网络点击近五亿，位居腾讯网络剧榜首，成为2014现象级网络神剧。
《左耳》	饶雪漫	著名青春作家饶雪漫代表作，畅销百万册，影响86-90后一代人的青春。同名电影由苏有朋执导，欧豪、杨洋主演，定档2015年。
《凉生，我们可不可以不忧伤》	乐小米	知名青春言情作家乐小米代表作，连载八年，成为青春言情现象级作品，五部完结作品畅销300万册，数次登上微博热搜榜，《凉生》粉丝百万级别。
《华音流韶》	步非烟	步非烟用十余年心血打造的大陆新武侠经典。
《寻找爱情的邹小姐》	匪我思存	《寻找爱情的邹小姐》是华语最受欢迎言情作家匪我思存出道十年最新力作，上市即登上各大畅销榜，十场巡回签售见证强大的市场影响力和超高人气。
《怨气撞铃》	尾鱼	人气网络作家尾鱼的现代惊悚悬疑类的言情小说作品。
《老九门》	南派三叔	南派三叔被称为中国最会讲故事的小说家，激荡想象力剧情的推崇者，著有《盗墓笔记》系列、《大漠苍狼》、《怒江之战》等。
《回到明朝当王爷》	月关	小说发表之后受到读者热捧，成为“穿越历史小说”类型的代表作，2007年荣登起点年度月票榜榜首，在2009年“网络文学十年盘点”中被评为“十大人气作品”。

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

(2)在人才储备上，现公司形成了以马中骏先生为核心，魏丽丽(北京慈文)、原向阳(紫风影视)、白一聪(上海视骊)、柳苗(上海蜜淘)、韩颢(微颢)等共同发展的多个团队。其中视骊、蜜淘、微颢都是年轻团队，团队风格明显。其中蜜淘影业是一支由柳苗女士参股并担任总经理的年轻团队，拥有大IP，在影视业务布局上侧重于女性题材；微颢影业，则由韩颢女士参股并担任总经理，目前已经签约姚晓峰等导演，该团队更互联网化、电影化，大量资源精力投入到网络大电影上。

图表 151: 慈文控股子公司



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

(3) 在产业布局上, 公司加码影游联动和 VR, 大力布局泛娱乐全产业链。公司 2015 年以 11 亿元收购国内移动休闲游戏的研发和推广的运营商赞成科技, 具备实现影游联动的技术储备; 赞成科技拥有 1 款 AR/VR 精品游戏, VR 技术可尝试性的运用于网大领域。

图表 152: 赞成科技部分产品



资料来源: 公司官网, 东吴证券研究所

慈文传媒作为投入资源最多的网大龙头公司, 基于先发优势, 有望成为网络大电影行业标杆。(1) 慈文传媒本部、视骊、微颢均开展网大业务, 分别侧重于外部合作 (NOW TV)、顶级 IP 联动、原创内容三个维度; (2) 公司与爱奇艺、腾讯、搜狐、优酷土豆、百视通、乐视网等建立了基于网络大电影等多方面的合作, 其中爱奇艺作为战略合作对象, 与公司签订了每年十部网络大电影的合作计划; (3) 公司深度布局网络大电影并有意投入大量资源, 董事长马中骏表示, 大电影的最低投入是 100 万元, 如果低于这个标准就会失去水准; (4) 公司拟将 VR 运用于网络大电影, 由专业团队制作 VR 的网络大电影, 建立 VR 的赢利模式。

图表 153: 慈文与爱奇艺战略合作



资料来源: 电影界, 东吴证券研究所

慈文具有网剧与网大联动的优势, 以此为切入点的网大业务已初见成效, 并预计可以在未来提供具有想象空间的业绩弹性。2016 年公司子公司视骊与爱奇艺联合出品的《老九门番外》三部均进入 2016 年 TOP20 分账大电影榜单, 其中张艺兴主演的《二月花开》以 160 万分账位居第二。

图表 154: 《老九门番外之二月花开》

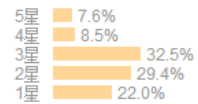
### 老九门番外之二月花开 (2016)



导演: 林楠  
 编剧: 南派三叔 / 张鸢盎  
 主演: 张艺兴  
 类型: 悬疑 / 奇幻  
 制片国家/地区: 中国大陆  
 语言: 汉语普通话  
 上映日期: 2016-10-20(中国大陆)  
 片长: 93分钟  
 又名: 老九门番外之二月红

豆瓣评分

5.0 4161人评价



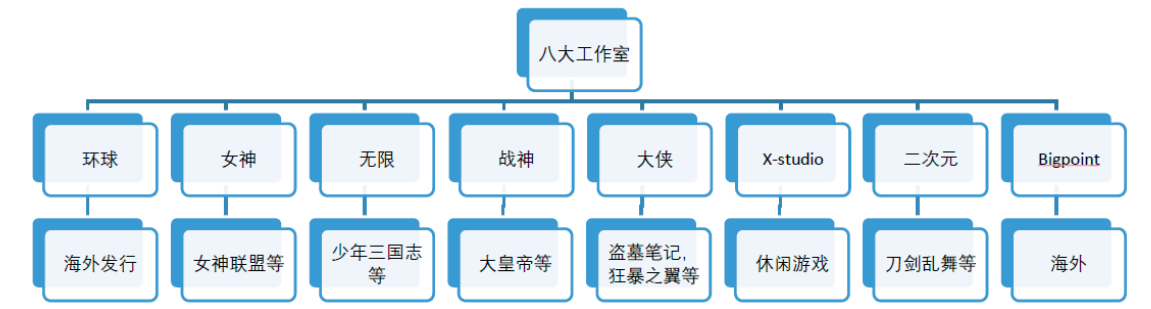
资料来源: 豆瓣, 东吴证券研究所

## 6.2. 游族网络: 强强联手, 游戏龙头投资网大龙头

游族网络成立于 2009 年, 主营游戏的研发与发行, 是中国领先的轻娱乐供应商, 公司围绕“全球轻娱乐供应商”的定位, 实行“全球发行、大 IP、影游联动”三大战略, 实现业绩的持续增长。

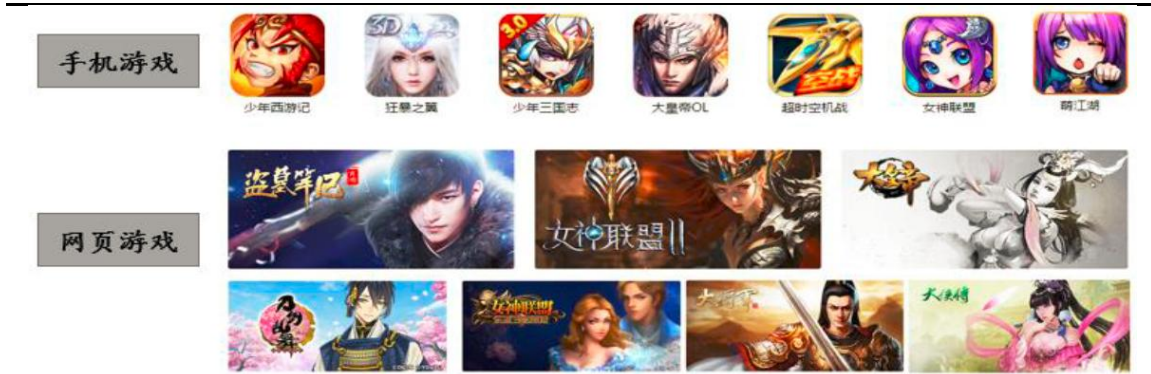
游族网络作为游戏产业二线龙头, 目前形成了环球、女神、无限等八大国内外工作室, 开发游戏类型涵盖页游与手游, 题材丰富, 业务立体; 公司有三大游戏平台, 包括自运营的游族平台、联运为主的 9787 平台以及海外市场为主的 GTArcade 平台。

图表 155: 游族网络八大工作室



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 156: 游族网络尚在运营的游戏



资料来源: 公司官网, 东吴证券研究所

公司采用大 IP 战略, 以 IP 为核心, “IP 分享” 的理念聚合行业资源, “IP 工程化” 理念管理粉丝, 打造系列电影、游戏、动漫、小说、商业地产等大文化产品体系。2014 年公司成立游族影业, 一方面获得《三体》、《盗墓笔记》等超级 IP 的授权, 进行游戏电影项目的开发, 另一方面对于自主开发的游戏《女神联盟》电影项目进行自造 IP, 双线并进探索影游联动新模式。

图表 157: 游族网络现有大 IP 产品概况

IP 名称	IP 属性	IP 控制程度	IP 开发情况
三体	获得“雨果”奖, 中国长篇科幻小说神作	获得游戏、影视剧改编权	三体电影实体部分已经杀青; 三体 VR 游戏与唯晶科技合作开发
盗墓笔记	南派三叔代表作	获得网页游戏改编权	网页游戏已上线, 10 月流水破亿
刀剑乱舞	日本当红二次元游戏	获得国内游戏运营权	同名动画正在播出, ufotable 公司制作
女神联盟	在欧美等海外地区反响热烈	公司自主研发游戏	电影于 2016 年开机
一千灵异夜	中国最畅销的悬疑小说家蔡骏的小说	获得影视开发权	IP 项目已正式启动, 开启中国罪案连续电影先河

资料来源: 东吴证券研究所

网大作为网生内容未来的发力点，公司将网大纳入影游联动战略，2015 年 8 月，公司为网大全产业公司淘梦网提供 A 轮投资，经过 2000 万增资后占有淘梦网 18.18% 股份，2015 年淘梦网已贡献 5.87 万元盈利，在网大产业具有了先入优势。淘梦网计划将国漫 IP《墓王之王·麒麟决》制成网大并授权给游族进行游戏研发，影游联动初具格局。

### 6.3. 欢瑞世纪：内容艺人实力双持，强 IP 进军网大

欢瑞世纪主营业务有影视剧的制作发行、艺人经纪、游戏及影视周边衍生业务，具备较强的影视剧投资、制作、发行能力，擅长优质 IP 的开发、运作以及艺人的培养。

公司已出品《宫锁心玉》、《宫锁珠帘》、《胜女的代价（1、2）》、《古剑奇谭》、《活色生香》、《盗墓笔记》、《麻雀》、《青云志》等热播影视剧，且拥有《盗墓笔记》、《楼兰》、《十年一品温如言》、《昆仑》、《天乩》、《天下长安》等 20 余项 IP 版权储备。

图表 158：欢瑞世纪 IP 储备（部分）

版权名称	版权类型	使用权利
《大唐后妃传：珍珠传奇》	小说	电视剧改编权，衍生游戏改编权
《诛仙》	小说	电影、电视剧改编权、摄制权
《楼兰》	小说	电影、电视剧及游戏改编版权、摄制权
《谍上谍》	小说	电影、电视剧改编权、摄制权
《十年一品温如言》	网络小说	电影、电视剧改编权、网络剧摄制权等
《投名状》	电视剧的故事原创版权	电视剧版权
《失恋阵线联盟》	小说	电影、电视专有改编权、摄制权
《豪门游戏 2：邪少的贴心冷秘》	网络小说	电影、电视改编权、摄制权
《盗情》	文学作品	电影、电视剧改编权及摄制权
《画壁》	电影	电视剧改编、摄制权
《天子传说之左手印》	剧本	电影摄制权
《当糟糠遇见黑色会》	小说	电影及相关影音图像类型剧本改编权、摄制权
《西风凋碧树》	小说	电影、电视剧改编权、衍生产品开发权、摄制权
《吉祥纹莲花楼》	小说	电视剧改编权、摄制权
《昆仑》、《沧海》	小说	影视剧改编权、摄制权及游戏改编权
《蚀心者》	小说	影视剧改编权、摄制权及衍生品开发权
《盗墓笔记》1-9 册	小说	电视剧改编权、摄制权及游戏改编权
《跨过千年来爱你》	小说	电视剧改编权、摄制权
《琉璃美人煞》	小说	电视剧、电影、网络剧等的改编权、摄制权等及游戏改编权
《古剑奇谭：琴心剑魄》	小说	电影改编权、摄制权及衍生品（游戏类产品及衍生品开发权除外）的开发授权

《画地为牢》	小说	电视剧改编权、摄制权及对该作品衍生品开发权
《血色将至》	电视剧剧本	全部著作权
《长恨宫》	小说	影视剧改编权、摄制权及游戏改编权等

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

公司有强大的造星能力，具有洞察观众、挖掘艺人潜力捧红新人和整合业界资源的能力，公司与业内知名制作团队、工作室形成深度合作关系，旗下签约李易峰、杨紫、任嘉伦等知名艺人。

图表 159：欢瑞世纪签约艺人



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

公司具有电影行业经验并有意进军网大领域。欢瑞世纪参与投资了多部知名电影作品，如《小时代 1、2》、《画皮 2》、《怦然星动》等，电影作品市场反响热烈，2017 年 3 月，欢瑞世纪宣布与七娱乐、华谊兄弟联合出品《诛仙》系列网络大电影，总投资一个亿，预计于 2017 年 5 月底开机，虽然诛仙改编网大的版权暂时发生了争议，但可见欢瑞世纪在此领域的发力。

#### 6.4. 中南文化：强实力泛娱乐集团，战略投资卡位网大

中南文化前身为中南重工，2014 年启动向文化传媒板块的转型，通过收购大唐辉煌、千易志诚等优质影视文化公司和值尚互动、极光网络等游戏公司打造综合型泛娱乐集团。

公司收购新华先锋，具有可持续的 IP 优势。公司 2016 年 6 月以 4.5 亿元收购新华先锋，从源头上获取了丰富的 IP 储备、提高了持续孵化 IP 的能力，为泛娱乐布局奠定基础。新华先锋是同时具备互联网出版（新华阅读网）、实体图书出版和影视改编全产业链一体化的现代新型媒体互联网公司，旗下拥有超过 10 个单项价值过亿的 IP 以及王蒙、严歌苓、梁晓声、天下霸唱、刘猛、纪连海、许开祯等大批著名作家，并拥有新生代作家成长的平台。

图表 160: 新华先锋旗下新华阅读



资料来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图表 161: 新华先锋旗下作品



资料来源: 京东, 东吴证券研究所

公司以优秀艺人为核心竞争力, 拥有艺人经纪公司千易志诚并深度布局艺术教育, 为泛娱乐布局输送优质人才。千易志诚具备优质艺人资源, 与众多明星、工作室、导演具有良好的长期合作关系, 旗下拥有刘烨、李小冉等一线明星。另外公司设立全资子公司中南教育投资有限公司并与南京艺术学院合作办学, 在艺人培训方面的超前布局为集团长期发展奠定基础。

图表 162: 千易志诚旗下艺人



资料来源: 公司官网, 东吴证券研究所

2016年8月公司与奇树有鱼在京举行战略合作发布会, 双方本着只做头部、只做精品的原则发布了21部超级片单和7部顶级片单, 其中包括改编自郭国松笔下的同名非虚构长篇小说的神级网大《太平洋大劫杀》, 该片计划由著名导演高群书亲自执导; 10月公司向奇树有鱼投资1050万元, 通过战略投资率先卡位网大的布局更加明确。

### 6.5. 唐德影视: 明星股东加成精品制作, 切入网大可期

唐德影视起家于传统电视台年代剧和红色剧, 董事长曾任北京电影

制片厂制片经理，业内经验丰富。公司具有优质电视剧制作能力，先后拍摄了《裸婚之后》、《武媚娘传奇》等精品大剧，16年开机电视剧8部；公司广泛布局电影、院线、综艺经纪业务，投资了票房8.89亿的《绝地逃亡》并获得了《中国好声音》5-8季版权。

图表 163: 唐德影视业务布局



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 164: 唐德影视部分作品



资料来源: 公司官网, 东吴证券研究所

公司与明星具有长期稳定的合作关系，并且拥有范冰冰、赵薇、张丰毅、霍建起等明星股东，其中范冰冰作为第十大股东拥有 1.61%的股权，与大牌明星的深度绑定使得公司影视剧头部内容制作上不落人后，2015年范冰冰主演电视剧《武媚娘传奇》以 3.06 的收视率夺得当年收视率之冠；2017年范冰冰主演 IP 大剧《赢天下》未播已火，网络播出权卖出了 4.8 亿元，单集要价 800 万元左右。

图表 165: 唐德影视明星团队



资料来源: 公司官网, 东吴证券研究所

唐德具有突出的精品内容制作能力，一旦发力网大，将成为网大市场的一支重要力量，2016年8月公司与中文在线确立了影视项目战略合作关系，合作开发包括电影、电视剧、网络剧、网络电影、电视栏目等形式的影视作品，可见唐德具有布局网络大电影的可能性。

## 7. 风险提示

网络大电影行业主要风险在于：（1）市场反响不及预期，网络大电影对观众的吸引力降低，观众流失、点击量下降、关注度和分成不足以支撑产业持续优质化转型，发展动力不足。（2）行业竞争加剧，院线电影进入互联网渠道，传统电影制作商和视频平台的大手笔投资，多方加剧产业竞争，影响产业内公司盈利。

## 免责声明

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：

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

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。

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>

