

裴培

分析师 SAC 执业编号: S1130517060002
peipei@gjzq.com.cn

姜姝

分析师 SAC 执业编号: S1130517110003
(8621)61038213
jiangshu@gjzq.com.cn

视频龙头即将进入“过亿会员”后时代展望

事件

爱奇艺、腾讯视频等视频行业龙头在 2018 年 Q3 披露订阅会员分别达到 8070 万和 8200 万，分别比 2018 年 Q2 增加 1360 万和 800 万订阅会员。根据订阅会员过去的增长速度，我们预计爱奇艺和腾讯的订阅会员可能在 2019 年 H1 突破 1 亿，进入“过亿会员”后时代。

评论

付费渗透率提升是视频行业 2019 年主要的看点之一：根据我们的测算，爱奇艺及腾讯视频的付费渗透率在 2018 年 Q3 达到 15% 左右，我们认为国内视频行业付费渗透率提升还有很大空间，未来两三年仍处于红利期。核心驱动因素在于：内容的逐步丰富和品质口碑的提升、年轻一代的付费习惯逐渐养成、流量资费不断下降（三大移动网络运营商正在提供各种包月不限流量的优惠产品）。我们预计爱奇艺和腾讯视频可能在 2019 年 H1 的付费渗透率超过 18%，会员可能超过 1 亿，从而进入“过亿会员”后时代。

视频网站自制内容“爆款”频出，自主运营内容能力逐步增强：2018 年爱奇艺自制剧爆款《延禧攻略》成为现象级产品，不但打破了业内多项播放记录，而且在全网产生了持续的话题效应，同时也收获了良好的口碑，并且在几个月后反向输出给国内主流卫视，持续获得版权分销收益。纯网剧与电视台首播的台剧相比，在 2018 年上升趋势显著；此外，纯网综艺在 2018 年单一平台的播放量也超过传统的电视台综艺，爱奇艺出品的《偶像练习生》、《中国新说唱》、《奇葩说》，腾讯出品的《明日之子》、《创造 101》等系列综艺已经形成有影响力的 IP 系列。我们预计 2019 年纯网内容在流量上相对台端内容的优势会愈发显著。

龙头竞争格局持续焦灼：综合指标来看，爱奇艺和腾讯视频不相上下，稳坐头部两把交椅，优酷略逊一筹，但仍保持在第一梯队。2018 年底优酷原总裁杨伟东被调查，总裁更替之后，战略存在变数，不确定性较大。爱奇艺在 2018 年底成功发行可转债 7.5 亿美元，超额认购，融资能力较强，利好其在 2019 年会员发展上做持续的内容投入。行业第四芒果 TV 由于特色综艺定位精准，也获得了快速的发展，在 2018 年 9 月付费会员达到 819 万，可能在 2018 年底 2019 年初获得超过千万会员。

明星片酬的限制以及剧集价格上涨趋势放缓可能使得视频网站的成本可控程度在 2019 年开始出现曙光：目前视频网站的主要成本是内容采购的成本。2018 年下半年开始，“限薪令”的效用逐步发挥，根据我们的草根调研，流量明星的片酬整体出现了不同程度的回调，头部电视剧的涨价程度也开始放缓。我们认为主流视频网站的预算分配逐步从外部采购转向自制内容的结构性调整，会对采购成本带来持续的优化空间，其成本的增速放缓在 2019 年值得重点观察，有可能会使主流视频网站的亏损程度得到缓解。

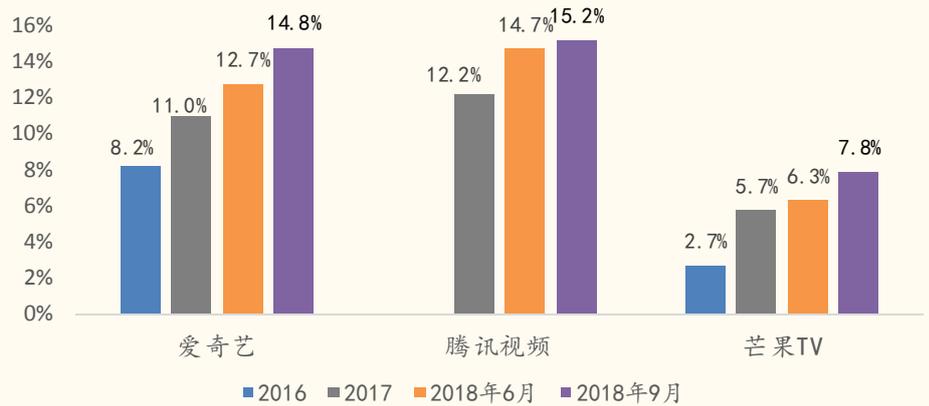
投资建议

我们认为 2019 年视频行业值得重点关注，尤其是在互联网整体亮点平平的情况下成为有极大看点的细分赛道。建议关注视频行业龙头公司爱奇艺、腾讯视频（未单独上市）、芒果超媒。

风险提示

政策监管风险：广电总局对网络内容行业严格监管的趋势很难在短期改变，2018 年 11 月严格控制偶像养成类节目，严格控制影视明星及子女参与的综艺娱乐和真人秀节目，这些节目的监管风险可能会对视频网站的流量造成一定程度的影响。内容爆款具有不确定性，综艺节目的 N 代产品以及剧集的续集播放效果可能低于预期。付费会员的增长速度可能低于预期。

图表 1：主要视频网站付费渗透率



来源：公司公告、Questmobile、国金证券研究所，注：月活数据来自 Questmobile、付费渗透率=期末订阅或付费会员/期末月活。爱奇艺主要披露订阅会员，不定期披露付费会员，一般付费会员/订阅会员的比例超过 98%，腾讯披露订阅会员、芒果 TV 披露付费会员，我们认为口径差异不大，放在一同比。爱奇艺和腾讯视频采用订阅会员计算，芒果 TV 采用付费会员计算。

图表 2：主要视频网站订阅/付费会员（单位：万人）



来源：公司公告、国金证券研究所，注：2016 年腾讯视频未在年报披露付费会员，数据缺失。爱奇艺主要披露订阅会员，不定期披露付费会员，一般付费会员/订阅会员的比例超过 98%，腾讯披露订阅会员、芒果 TV 披露付费会员，我们认为口径差异不大，放在一同比。2018 年 2 月是爱奇艺招股书披露数据，腾讯视频采用 2018 年 3 月数据做近似比较。

风险提示

- 政策监管风险：广电总局对网络内容行业严格监管的趋势很难在短期改变，2018 年 11 月严格控制偶像养成类节目，严格控制影视明星及子女参与的综艺娱乐和真人秀节目，这些节目的监管风险可能会对视频网站的内容流量造成一定的波动影响。内容爆款具有不确定性，综艺节目的 N 代产品以及剧集的续集播放效果可能低于预期。付费会员的增长速度可能低于预期。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应对本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH