



Company Report: Youku Tudou (YOKU US)

公司报告: 优酷土豆 (YOKU US)

中文版

Chinese version

Ray Zhao

+86 755 23976755

zhaorui@gtjas.com

25 July 2014

One of the Online Video Leaders with Great Monetization Potential, "BUY"

在线视频龙头之一, 极具货币化潜力, "买入"

- **A leading online video portal in China.** In 5M14, Youku App's monthly total user time spent reached 55.3bn minutes, ranking the 3rd in all Chinese apps, after WeChat and QQ, according to iResearch. We expect the Company's revenue to grow at a 3-Year CAGR of 41.0% in FY14-16. In 1Q14, its mobile video monetization has accelerated, with daily mobile video views of 400mn, up around 300% yoy, contributing 30% of total revenue.
- **Great monetization potential for Youku-Tudou (Youku).** 1) **Online in-video ads compete directly with TV ads.** In 2013, online in-video ad revenue reached only RMB7.8bn while TV ad revenue reached RMB220.7bn. According to our estimates, online video audience group might reach 800mn by around 2020, exceeding that of TV stations. Most brand advertisers might redistribute their ad budgets from TV stations to online video portals. 2) **Alibaba Group Invested in Youku in 2Q14.** We think Alibaba Group could bring more advertiser resources and mobile video search traffic from UCWeb. Moreover, Alibaba Group and Youku could develop the new video ecommerce mode together.
- **Target price set at USD32.00 with investment rating of "BUY".** We expect the Company to turn profit in FY15-16. In fact, its market share might be more important than making profits. Our DCF valuation reaches RMB42.2bn, representing USD32.00/ADR, or 10.1x 2014E PS and 7.2x 2015E PS.
- **优酷土豆是中国在线视频龙头企业之一。**根据艾瑞 5M14 统计, 优酷 App 是用户时长排名第三的中文 App, 达 553 亿分钟, 仅次于微信和 QQ。我们预期公司收入在未来 3 年增长 CAGR 为 41.0%。1Q14, 公司移动视频货币化已经加快, 移动端视频日均浏览量达到 4 亿次, 同比增长约 3 倍, 移动端贡献总收入 30%。
- **优酷土豆具有很好的货币化潜力。**1) **贴片视频广告与电视广告直接竞争。**2013 年贴片视频广告规模仅 RMB78 亿, 而电视广告达到 RMB2,207 亿。根据我们预测, 到 2020 年在线视频受众规模将与中国电视台相当, 达到 8 亿左右, 而品牌广告商可能大量从电视台转向在线视频门户。2) **2Q14 阿里巴巴入股优酷。**我们认为阿里巴巴将在广告主资源和 UCWeb 移动视频搜索流量上给予支持, 并一起开发新的视频网络购物模式。
- **目标价为 32.00 美元, 投资评级为“买入”。**我们认为公司将在 FY15-16 年实现盈利。优酷土豆的视频广告市场份额比货币化更重要。我们的 DCF 估值为 RMB422 亿元, 相当于每 ADR 32.00 美元, 也相当于 10.1 倍的 2014E PS 和 7.2 倍的 2015E PS。

Rating:

Buy

Initial

评级:

买入 (首次研究)

6-18m TP 目标价:

US\$32.00

ADR price ADR 价格:

US\$19.790

Stock performance

股价表现



Change in ADR Price ADR 价变动	1 M 1 个月	3 M 3 个月	1 Y 1 年
Abs. % 绝对变动 %	(10.0)	(18.0)	(3.5)
Rel. % to NASDAQ index 相对纳斯达克变动 %	(11.5)	(24.7)	(21.1)
Avg. ADR price(US\$) 平均 ADR 价 (美元)	21.6	21.2	26.4

Source: Bloomberg, Guotai Junan International

Year End 年结 12/31	Turnover 收入 (RMB m)	Net Profit 股东净利 (RMB m)	Earnings / ADR 每份 ADR 净利 (RMB)	Earnings / ADR 每份 ADR 净利变动 (%)	PER 市盈率 (x)	BV/ADR 每份 ADR 净资产 (RMB)	PBR 市净率 (x)	DP ADR 每份 ADR 股息 (RMB)	Yield 股息率 (%)	ROE 净资产收益率 (%)
2012A	1,796	(424)	(3.200)	106.5	n.a.	70.527	1.740	0.000	0.0	(6.3)
2013A	3,028	(581)	(3.501)	9.4	n.a.	54.147	2.266	0.000	0.0	(6.3)
2014F	4,142	(540)	(2.569)	(26.6)	n.a.	76.944	1.595	0.000	0.0	(4.3)
2015F	5,799	28	0.129	(105.0)	947.9	77.171	1.590	0.000	0.0	0.2
2016F	8,235	786	3.525	2,623.5	34.8	80.780	1.519	0.000	0.0	4.5

ADR in issue (m) 总 ADR 数 (m)

210.2

Major shareholder 大股东

Victor Koo 17.0%

Market cap. (US\$ m) 市值 (US\$ m)

4,159.3

Free float (%) 自由流通比率 (%)

50%

3 month average vol. 3 个月平均成交量 ('000)

3,162.6

FY14 Net gearing (%) FY14 净负债/股东资金 (%)

Net cash

52 Weeks high/low (US\$) 52 周高低

37.740 / 17.770

FY14 Est. NAV (US\$) FY14 每 ADR 估值 (美元)

32.0

Source: the Company, Guotai Junan International.

目录

摘要.....	4
公司简介	5
股东结构	5
里程碑	6
内容.....	7
内容库类型	7
专业内容	9
优酷原创	16
土豆	18
流量.....	20
移动流量转移	20
多样化的流量分布	21
优酷的观众群	24
财务.....	26
收入	26
收入成本	30
经营利润	36
净利润	37
资产负债表	37
季度预测	38
估值	40
财务报表	42
附录 A: 管理团队	45
附录 B: 传媒行业	47
传媒制作	48
美国传媒业一览	48
中国传媒业一览	50
韩剧市场一览	52
媒体分发	53
媒体分发类型	53
竞争	54
互联网电视(OTT)	62
盗版视频市场	64
广告关键业绩指标	65
网络视频观众	67
美国网络视频观众群	67
中国网络视频观众	69
与阿里巴巴集团的协同效应	80
国泰君安国际网络视频问卷调查	85
视频流技术	87

表 1: 缩略表

缩写	全称
ABC	美国广播公司
ADX	广告交易平台
ARPA	每广告主平均收入
CBS	哥伦比亚广播公司
CDN	内容分发网络
CFPA	中国电影著作权协会
CG	计算机图形
CMC	华人文化产业投资基金
CNN	有线电视新闻网
CNNIC	中国互联网络信息中心
CPA	每次行动成本/每次转换成本
CPC	每点击成本
CPM	每千人印象成本
CPL	每页面链接成本
CPS	按销售产品数量成本
CSM Research	央视索福瑞
CTR	点通率
DAU	日活跃用户
DIS	华特迪士尼
DSP	需求方平台
DUV	日独立访客
DVV	日视频浏览量
GPU	图形处理单元
GMV	电商成交总额
HD	高清
HBO	HBO 电视网
KBS	韩国广播公司
KPI	关键绩效指标
MBC	韩国文化广播公司
MGM	米高梅
MPAA	美国电影协会
MUV	月独立访客
NBC	全国广播公司
OTT	互联网电视
PGC	专业生产内容
QVOD	快播播放器
ROI	投资回报率
SARFT	国家新闻出版广电总局
SMG	上海文广新闻传媒集团
SVOD	订阅视频点播
SBS	首尔广播公司
S.H.I.E.L.D	神盾局
SSP	供应方平台
TVB	电视广播有限公司 (511.HK)
UGC	用户生成内容
VAS	增值服务
VOD	视频点播
VV/ VVs	视频浏览量
WB	华纳兄弟电影公司
Youku	优酷土豆

资料来源：公司、国泰君安国际。

摘要

在线视频行业有巨大的货币化潜力。1) 贴片广告与电视广告直接竞争。贴片广告与电视广告都可对建立品牌认知度产生强烈的视觉效应，受到品牌广告主的青睐。根据群邑和艾瑞统计，2013 年贴片广告收入仅为人民币 78 亿元，而 2013 年电视广告收入达到人民币 2,207 亿元。我们认为贴片广告有可能从传统电视台攫取更多视频广告市场份额。2) 来自内容库和视频点播 (VOD) 模式的优势。与中国的电视台相比，中国领先的在线视频门户网站拥有质量更高、更新更快、数量更多的视频内容。在 2014 年，领先的在线视频门户网站可以高清像素和准确字幕同步转播美剧、韩剧和 TVB 剧。根据 CNNIC 数据和我们的问卷调查，视频观众喜欢在线视频网站超过电视的主要原因是视频点播模式，这使得视频观众可在任何时间更自由地观看电视剧以及一次看完整个系列。3) 行业的关键转折点或在 2020 年左右出现。根据我们预测，到 2020 年在线视频受众规模将达到 8 亿左右，超过电视台。大多数品牌广告主可能将他们的广告预算从电视台转向在线视频门户。

在线视频货币化可能加快。1) 移动视频货币化在加快。更多在线视频浏览量正在从电脑端转向移动端。根据我们研究，中国女性网民更有可能使用移动端来观看在线电视剧。目前，优酷的 iPad 贴片广告价格 (人民币 400 元/CPM) 是电脑端 (人民币 64 元/CPM) 的 6 倍。部分研究表明移动端广告较电脑端视频广告有更好的广告完成率、2 倍的点击率 (CTR) 和更高收入的观众群。2) 盗版视频流量可能受到制约。我们认为领先的在线视频门户同步转播新电视剧降低了至盗版视频网站的电视剧视频流量。在移动端，iOS 和安卓商店禁止盗版视频内容 App。

竞争加剧。1) 前几大在线视频集团的竞争加剧。百度 (Baidu US)、搜狐 (Sohu US) 和腾讯 (700 HK) 开始获取更多中国综艺节目的独家在线版权以影响观众的视频观看行为。2) 更多自制内容。前几大在线视频门户都开始播放其高质量的自制迷你电视剧，爱奇艺已经与国内优秀的内容制作人签订了更多合同。

优酷的优势和劣势

优势：

- 1) 品牌认知度高的市场领军者，特别是美剧。到 14 年 6 月，神盾局特工已经在优酷创下 172 百万视频流量，几乎是爱奇艺 (98 百万) 的两倍和搜狐 (62.4 百万) 的 3 倍。
- 2) 与 TVB (511 HK) 的战略关系。优酷在线独家同步转播所有新的 TVB 电视剧。最新的 5 部 TVB 电视剧在 14 年上半年创下了约 20 亿的视频浏览量。
- 3) 与阿里巴巴集团的潜在协同效应。阿里巴巴收购了优酷 16.5% 的股份，优酷已经成为阿里巴巴媒体平台和移动搜索平台的重要组成部分。我们认为阿里巴巴集团将可带来更多广告资源和来自 UCWeb 的移动视频搜索流量。此外，阿里巴巴集团和优酷将可共同开发新的视频电子商务模式。优酷很有可能在 14 年下半年和 15 年从爱奇艺-PPS 手中重新夺回龙头地位。

劣势：

- 1) 百度有可能降低至优酷的关键词搜索流量和视频搜索流量。但此流量扭曲效应将在移动端消退，因为 UCWeb 是移动搜索领域的最重要流量提供者。
- 2) 竞争对手有更多独家在线版权和自制内容。百度的爱奇艺-PPS 和腾讯从湖南卫视获得了更多热门综艺节目的独家在线版权。优酷土豆来自综艺节目的流量在 2014 年有可能大幅下跌，但此情形或在 2014 年后终结，因根据国家新闻出版广电总局在 14 年 2 季度的新规定，星级省级电视台有可能不会再将热门综艺节目的在线版权售予其他视频流门户。

目标价为 32.00 美元，投资评级为“买入”。我们认为公司将在 15-16 财年实现盈利。优酷土豆的视频广告市场份额比货币化更重要。我们的 DCF 估值为人民币 422 亿元，相当于每 ADR 32.00 美元，也相当于 10.1 倍 2014 年市销率、7.2 倍 2015 年市销率和 5.1 倍 2016 年市销率。

公司简介

领先的在线视频门户。优酷土豆股份有限公司（NYSE: YOKU）（“优酷”）是中国在线视频龙头企业之一，在多个终端提供授权专业内容、用户生成内容（UGC）和自制内容。优酷已与全球传媒集团建立了稳固的联系，如 6 大美国传媒集团、3 个韩国电视台（SBS、KBS、MBC）和 TVB，并可同步转播来自美国、韩国电视台、TVB 和中国领先星级电视台的许多新电视剧。根据我们统计，优酷和土豆拥有 8,300 多部电视剧（移动端），其中 41% 是 2009 年至 2013 年购买的新内容。根据艾瑞在 2014 年 1 月的统计，优酷是第二大在线门户，在 13 年 4 季度从电脑端吸引了约 300 百万的月独立访客，从移动端吸引了 300 百万的日视频浏览量。在 12 年 8 月，优酷并购了 Tudou.com，并建立了一个双品牌运营模式。此外，优酷开始与海尔和华数传媒合作，在 14 年 1 季度推出一款新的智能电视产品 Mooka。

优酷和土豆在 12 年 8 月合并。中国两大网络视频公司优酷有限公司和土豆有限公司签订协议合并为一家公司，即优酷土豆股份有限公司。该交易在 12 年 3 季度经双方董事会批准后达成，以 100% 换股的方式合并，交易额约 10 亿美元。合并后，优酷的原始股东持有合并后公司的 71.5% 股份，而土豆的原始股东持有其余的 28.5% 股份。这两家公司在过去几年一直因内容和分销成本而深陷净亏损之中，预计他们一起将占据市场绝大部分份额。以收入计，他们在 2012 年占在线视频广告市场的 35.5%。优酷 CEO 古永锵表示，优酷和土豆将会有不同的品牌定位。优酷将更多地关注针对主流在线视频观众群体的主流专业授权内容，而土豆将更注重用户生成内容，针对年轻的观众群体。我们认为成本协同效应已经显现，因优酷已在 13 财年降低了其一般及管理费用，该费用在 13 年 1 季度为人民币 83 百万元，占总收入的 16.2%，在 13 年 4 季度进一步降至人民币 40 百万元，仅占总收入的 4.5%。

与阿里巴巴集团（BABA US）的协同效应有巨大潜力。14 年 4 月，阿里巴巴集团宣布收购优酷 16.5% 股份，其相关的云锋基金将收购 2% 股权，代价为 12.2 亿美元或每 ADS 30.5 美元。自此以后，优酷成为阿里巴巴集团在其传媒平台和移动搜索平台的重要组成部分。阿里巴巴集团还以 62 亿港元收购了阿里巴巴影业（1060.HK）60% 股份，马云和史玉柱控制的云溪基金以人民币 65 亿元的代价收购了华数传媒（000156.CH）20% 股份，该公司有独特的 OTT 牌照（互联网电视牌照）。因此，阿里巴巴集团和马云获得了电影和电视剧制作牌照、OTT 牌照和在线视频点播平台。阿里巴巴已经收购了 UCWeb，一个主要的移动流量中心，有成为未来移动搜索中心的潜力。UCWeb 成立了神马搜索引擎。Taobao.com 实际上是中国最大的商品搜索引擎，优酷也有大量在线视频资源。高德提供地图搜索。这三部分是其移动搜索计划的基石。但是，我们认为阿里巴巴集团可能至少需要 5 到 10 年的时间方可改变在线视频点播流和移动搜索的版图。此外，电影和电视剧制作的竞争加剧，阿里巴巴影业（1060.HK）可能需要 3 到 5 年的时间来建立其品牌和产生稳定的收入。短期内，阿里巴巴集团和云峰基金已向优酷提供 12.2 亿美元以加强其内容库。

股东结构

阿里巴巴集团和云峰基金在 14 年 4 月收购了优酷 18.5% 股份。优酷和阿里巴巴及云峰资本的合资公司签订最终协议，透过该合资公司，将投入总计约 12.2 亿美元从公司购买一定数量的 A 级普通股，我们估算将是 707,250,870 股新股和 13,869,990 股现有 A 级普通股，购买价格为每股 1.6944 美元，相当于公司的每 ADS 30.50 美元，每 ADS 相当于 18 股 A 级普通股。交易完成后，阿里巴巴 CEO 陆兆禧将加入优酷土豆的董事会。

古永锵在阿里巴巴集团和云峰基金的新股配售之后持有优酷 17.0% 股份。古永锵拥有 645 百万股优酷股份，相当于 2012 年底总股份的 21.7%，将相当于配售后总股份的 17.0%。所有董事和执行官一起在 2012 年底持有优酷 27.4% 股份，配售后相当于总股份的 21.6%。我们认为古永锵和他的管理层仍对优酷有控制权，因他们拥有约 21.6% 的股份，多于阿里巴巴集团和云峰基金。

优酷在 10 年 12 月宣布纽交所首次公开发行定价。优酷宣布首次公开发行 15,847,700 份美国存托股份（ADS），每份相当于 18 股公司 A 级普通股，定价为每 ADS 12.80 美元。该批 ADS 于 2010 年 12 月 8 日在纽交所开始交易，代码“YOKU”。

里程碑

表 2： 优酷的里程碑

优酷的里程碑	
2006-12-1	优酷在 2006 年 12 月推出。
2010-12-8	优酷在 10 年 12 月宣布纽交所首次公开发行定价。
2011-1-4	优酷在 11 年 6 月与好莱坞就优质内容展开合作。
2011-2-24	优酷在 08 年 7 月从广电总局获得两个在线视频牌照以进行网络音频/视频节目传输和制作，使公司可从事专业内容播放、在线视频分享和原创内容制作。
2011-3-7	优酷加入 Broad Coalition 以支持 UGC 计划。
2011-3-7	优酷为更严格的版权保护措施而升级指纹识别系统。
2011-3-31	优酷推出中国最具雄心的网剧泡芙小姐。
2011-5-17	搜库视频搜索展示优酷的“一切与视频有关”的策略。
2011-6-17	优酷探讨原创内容策略和即将推出的产品。
2011-6-28	优酷付费频道与华纳兄弟正式达成合作。
2011-8-4	优酷和合作伙伴在赞助原创内容上获得成功。
2011-8-25	优酷将网络视频拓展到网络以外的新桌面客户端和智能远程。
2011-8-29	优酷和梦工厂动画签订“功夫熊猫”在中国的首次网络发行协议。
2011-10-11	优酷推出修改后的 iPhone 客户端。
2011-11-10	优酷扶植新一代电影导演。
2012-2-22	优酷与 CCTV-6 电影网建立付费内容合作伙伴关系。
2012-8-19	优酷土豆股份有限公司和土豆股份有限公司在 12 年 3 季度宣布并购完成。
2012-12-13	广告主转向优酷土豆双平台解决方案。
2013-3-20	优酷与 TVB (511.HK) 签订独家两年合同。
2013-3-28	优酷在一年内新增了 33 部美剧和综艺节目。
2013-7-30	优酷在移动端视频流量的领先差距扩大。
2013-9-25	土豆现在是韩国综艺节目的首选目的地。
2014-4-28	阿里巴巴集团宣布将收购优酷总股份的 16.5%，云峰基金将收购 2%，总代价为 12.2 亿美元和每股 ADS 30.5 美元。

资料来源：公司、国泰君安国际。

11 年 2 月的广电总局新牌照使优酷可丰富服务种类。优酷从中国广电总局获得几个新牌照，使优酷可在直播、视频搜索以及原创内容的制作和传播方面扩大视频服务。优酷在 08 年 7 月从广电总局获得两个在线视频牌照以进行网络音频/视频节目传输和制作，使公司可从事专业内容播放、在线视频分享和原创内容制作。原创内容制作和传播的新牌照使优酷可制作自己的内容并将该内容传播至其他媒体或合作伙伴。

优酷在 11 年 6 月与好莱坞就付费内容展开合作。11 年 6 月，优酷付费频道正式与华纳兄弟达成交易。在与华纳兄弟娱乐集团中国合资公司中录华纳家庭娱乐有限公司签订数字传播协议后，优酷正式推出其优酷优质服务付费内容平台。根据该三年期协议的条款，优酷将共增加 400 至 450 部华纳兄弟电影至其优酷付费频道内容库。

搜库视频搜索展示优酷的“一切与视频有关”的策略。经过将近一年的开发和测试后，优酷正式推出搜库(<http://soku.youku.com>)，一个迎合中国在线视频观看者实际需求的搜索工具。作为优酷“一切与视频有关”策略的一部分，新的搜库可使观看者以更快和更简便的方式找到吸引人的视频内容。根据这种策略，优酷专注于观众视频观看体验的各个方面，从制作和收集高质量内容到帮助用户找到和观看他们认为有趣的内容。优酷将其服务的基石描述为“观看、搜索、播放、分享和创作”。

优酷土豆股份有限公司和土豆股份有限公司在 12 年 3 季度宣布完成合并。优酷和土豆在 2012 年 3 月 11 日宣布，根据优酷、土豆和 Merger Sub 之间的协议和合并计划，土豆和优酷全资子公司 Two Merger Sub 完成合并。根据优酷、土豆和优酷全资子公司 Two Merger Sub 在 2012 年 3 月 11 日达成的合并协议和计划，以及土豆和 Two Merger Sub 在 2012 年 8 月 23 日达成的合并计划，优酷和土豆之间的合并交易已经完成。根据合并协议的条款，在合并计划生效日以前发行和已流通的土豆每股 A 类普通股和 B 类普通股（不包括土豆美国存托凭证所代表的土豆 B 类普通股）已被取消，可换取 7.177 股的优酷 A 类普通股；在合并计划生效日以前发行和已流通的土豆每股美国存托凭证（代表 4 股土豆 B 类普通股）已被取消，可换取 1.595 股的优酷美国存托凭证，每股优酷美国存托凭证代表 18 股优酷 A 类普通股。

广告主转向优酷土豆双平台解决方案。近 1,200 家广告合作伙伴和相关代表出席了 2012 年 11 月 28 日在北京和 2012 年 12 月 5 日在上海举行的 2013 年优酷土豆资源推介会。优酷和土豆举行的这两场资源推介会为潜在广告合作伙伴提供机会更好地了解优酷土豆的双平台战略，其迅速成为广告主 2013 年广告预算分配的最受欢迎选项。上海和北京的优酷土豆资源推介会结果好于预期，体现了广告主对公司双平台广告解决方案的浓厚兴趣。为此，百胜国际餐饮集团(Yum Foods)、通用磨坊(General Mills)、上海通用别克和天猫(TMall)等 20 多家大型广告主已经调整了其 2012 年广告预算，以充分利用该服务的优势。

优酷土豆成为中国主要的美剧视频流平台。优酷土豆最近宣布在 2013 年增加 33 部流行美剧和综艺节目至其国际视频库。这些节目来自 ABC(美国广播公司)、CBS(哥伦比亚广播公司)、Fox(福克斯)、NBC(美国全国广播公司)、CW 和 WB(华纳兄弟)，包括吸血鬼日记、美少女的谎言、复仇、福尔摩斯与华生/基本演绎法和摩登家庭，以及新锐题材破产姐妹、鬼楼契约和熟女镇等受中国观众欢迎的多样化内容。根据 Hollywood Reporter，这些新节目和排名第二及第三的美国偶像及丑闻一起位居黄金时段电视节目榜首。2010 年以来，优酷土豆已引进了 20 多部美国流行电视剧和综艺节目，如绝望主妇、欢乐合唱团、幸存者、美国达人、X 音素等。作为增长最快的内容类别，美剧在中国的观看量呈爆发式增长，在 2011 年至 2012 年约增长 400%。目前优酷和土豆的内容库中分别有 102 部和 108 部高质量美剧。优酷在 2013 年同步转播 53 部新美剧，其中行尸走肉第 4 季在 13 年 3 季度首次播出，至 14 年 4 月录得最高的 180 百万观看量。美剧现已成为其流量的核心驱动力之一。

在 13 年 3 月与 TVB (511.HK) 建立独家战略关系。优酷在 13 年 3 月与 TVB (511.HK) 签订了一份为期两年的战略性合同。根据该合同，中国在线视频观众获准在优酷和土豆平台观看全部 TVB 旧剧和经典剧。此外，优酷和土豆将在中国独家同步转播约 2,000 小时的 TVB 新剧。除开电视剧，优酷还可获得 TVB 的娱乐新闻内容和选美大赛内容。由于 TVB 在华南有牢固的观众群，我们认为优酷与 TVB 的战略合作对于推动优酷的未来流量增长至关重要。TVB 电视剧在 2013 年为优酷贡献了约 20 亿视频观看流量，我们预计当更多观众形成在优酷和土豆观看 TVB 电视剧的习惯时，流量将持续增长。

多终端双平台的定价政策。根据优酷统计，移动收入在 14 年 1 月占其收入的 30%，创下新高。优酷在 2013 年转向优酷土豆合并套餐，在 2014 年开始实行多终端的定价策略。从定价的角度看，多终端套餐基本上有一个标准价格。而且如果广告主想要选择一个特定的终端，他们实际上还要支付更多。以平板终端为例，优酷的营销合作伙伴，特别是优势品牌，为此特定的终端支付溢价。电脑如此，手机也是如此。目前，优酷在极力鼓励其合作伙伴上多终端，因为这能让优酷的营销合作伙伴接触到最宽的用户群。但是如果广告主有特定的喜好，那么他们可以那样做不过要为此支付更高的价格。

阿里巴巴集团和云峰基金在 14 年 4 月收购了优酷 18.5% 股份。阿里巴巴集团和云峰基金分别收购了优酷 16.5% 和 2.0% 的股份，总代价 12.2 亿美元。新股总数为 721.1 百万股 A 股，每股 1.694 美元，或 40.6 百万份 ADS，每 ADS 30.5 美元。我们认为优酷从此成为阿里巴巴集团传媒平台和移动搜索计划的重要组成部分。优酷将可得到 12.2 亿美元以加强其内容库。阿里巴巴首席执行官陆兆禧将在交易完成后加入优酷土豆的董事会。

内容

内容库类型

在线视频门户建立内容库以吸引流量。内容库是在线视频流门户最重要的竞争优势。视频分类有几种方法：1) 按长视频和短视频；2) 按专业授权内容和用户生成内容；3) 按地理来源；4) 按节目类型；5) 按直播或视频点播。

长视频和短视频。时长短于 25 分钟的视频通常被定义为短视频。长视频和短视频的主要差异在于观众对贴片广告的接受度。电影、电视剧和综艺节目等专业内容是主要的长视频。也有新闻、体育视频片段、电子竞技游戏视频和电影预告片等专业短视频。UGC 视频通常是短视频。长视频观众可接受 15-60 秒的前置贴片广告，因为他们已经形成了在电视节目中观看 3-5 分钟视频广告的习惯。这两种行为是差不多的。但在观众观看短视频特别是 UGC 视频时，可能不会愿意观看 15 秒以上的贴片广告，而更可能接受横幅广告或文本广告。另一方面，短的自制内容，如电影票房报告、娱乐新闻、模仿迷你剧等对于专业内容而言是一种补充。优酷的长视频和短视频的利益互补。

图 1： 优酷的内容库



资料来源：公司、国泰君安国际。

专业授权内容和用户生成内容。专业内容由电影图片公司、电视网络和独立电影工作室等专业电影工作室制作。专业内容的特色是高质量、高知名度和长视频，如电视剧、电影和综艺节目等。目前，优酷已与 6 大美国传媒集团、3 个韩国电视台和 TVB 建立了长期合作关系，以引进在线播放权。专业短视频主要包括电影或电视剧预告片、体育片段和电子竞技游戏视频。用户生成内容的特色是低质和量大。因此，视频门户需要好的推荐引擎将他们发布给观众。其中有两种形式的内容：自制内容和合作伙伴生成内容（PGC）。优酷在 2013 年的自制内容万万没想到获得 490 百万的视频观看量，大大高于优秀的国产电视剧。视频平台将与 PGC 进行收入分成。优酷的脱口秀晓说，由知名中国音乐人高晓松主持，在 2012 年和 2013 年获得巨大成功。晓说第 1 季创下 8.8 分和 170 百万流量的成绩。晓说第 2 季在 2013 年初开始上演，获得了 9.2 分和 280 百万流量的骄人表现。长期而言，自制内容的增加将可缓解潜在的内容成本上涨，特别是来自中国精品剧的成本上涨。根据我们估计，优酷自制内容有可能在每集 200 百万观看量时达到收支平衡。

地理来源。优酷从中国、韩国、香港和美国购买专业视频。美国传媒业包括 6 大传媒集团和一些独立电视频道，如 Staz。对于中国观众，美国电影和电视剧通常以高质量、高投资和最佳数字电脑绘图技巧而知名，特别是在科幻片、探险片、恐怖片和魔幻片等类型。而水木剧等韩剧则对中国女性观众有深远的影响，特别是在现代时尚剧和爱情剧等类型。2013 年继承者们在优酷创下 10 亿视频观看量的惊人纪录，也许是由于韩国对中国人强大的时尚影响。TVB 电视剧在过去 30 年来也在华南和海外华人中有忠实的观众群，特别是古装剧、警匪剧和医疗剧等类型。中国精品剧在古装剧、谍战片和生活片等类型有竞争优势，因为制作者对于中国历史和复杂的社会生活有更好的理解。此外，视频类型的多样化是一个更重要的因素。中国受过良好教育的年轻男性群体喜欢美国科幻电视剧，而女性群体则更喜欢韩国时尚电视剧；30-40 岁的年龄群有可能喜欢中国生活类电视剧。此外，优酷原创制作流行的迷你剧，有喜剧、模仿和搞笑剧等类别，适合网民群体在零散时间观看，对于主流电视剧是互补。因此，优酷需要建立一个高质量、多样化、更新更快的全球内容库吸引尽可能多的观众。

表 3：来自各个国家和各个来源的流行电视剧类型

电视剧	类型	在优酷的评分	特长	流量（前 3 部平均浏览量）	主要覆盖	形式	投资估计
美国	科幻、探险、魔幻、动作、恐怖	8.5-9.5	高端电脑图形科技	200mn	教育程度高、收入高、22-39 岁	长视频	高（每集 100 万-1000 万美元）
韩国	时装和爱情	8.5-9.5	对亚洲人有强大的时装冲击	500mn	29 岁以下、女性	长视频	中（每集人民币 150 万-300 万元）
中国	历史、魔幻（神话）、生活（婚姻）、战争（谍战）	7.0-8.5	贴近中国人生活和历史	500mn	29 岁以下、男性	长视频	中（每集人民币 150 万-300 万元）
TVB	历史、警匪、生活（华南）、医学	8.0-9.0	对华南中国人有长期影响	300mn	华南、22-39 岁	长视频	中（每集人民币 120 万-200 万元）
优酷原创	滑稽、模仿、搞笑剧	7.0-9.0	脱口秀、真人秀、短视频	100mn	受过教育、22-39 岁	短视频	低（每集人民币 50 万以下）

资料来源：公司、国泰君安国际。

节目类型。主要的视频节目类型包括电影、电视剧和综艺节目，而其他视频类型则包括新闻、体育报道、脱口秀、卡通片、音乐视频、游戏视频等。通常不同的视频节目类型的制作过程也不同。我们认为节目类型的完整性很重要。比如，虽然优酷的前 3 种主要视频节目类型创下最高流量，其他视频类型也很重要，因视频观众可能花费 40% 的时间在电视剧，20% 的时间在电影、10% 的时间在综艺节目，和 10% 的时间在短音乐视频或游戏视频。如果他们不能找到那 20% 的短视频类型，他们有可能会去其他在线视频平台。这也与视频观众的在线时长有关。如果在线视频观众在晚上或周末有 1-2 个小时的闲暇时间，他们可能选择长的电影或电视剧，但是如果他们只有午餐休息或通勤空隙的零散闲暇时间，他们可能选择短的娱乐新闻、体育报道、电影预告片、音乐视频、游戏视频或一些有趣的用户生成内容。因此，我们认为视频节目的多样化对在线视频平台来说是另一个最重要的因素。因此，优酷需要保持其节目类型的完整性，这在 2014 年可能有一定的挑战。

直播或视频点播。传统的电视节目是直播视频，在线视频平台则是视频点播。对于体育赛事，直播视频是最重要的，因体育赛事视频在观众知道比赛结果后就没什么意义了。目前，YY 已经创立了一种越来越流行的新类型，即歌手直播视频秀或直播脱口秀，观众可付钱要求唱一首指定的歌曲，而且在歌手和观众之间还有互动视频沟通。我们认为新近兴起的在线直播歌手现场秀或脱口秀对于低质量的 UGC 视频流平台可能是一个重要的竞争形式。对于音乐 UGC，观众观看歌手的现场秀要远好于其录制的音乐视频。我们认为这种新的“互动 UGC 视频”相对传统 UGC 的确有一定的竞争优势，特别是在短的音乐、脱口秀和游戏 UGC 视频方面。重要的是土豆要意识到来自其竞争对手的新竞争。

专业内容

电视剧

电视剧是优酷内容库的核心。目前，优酷可同步播放来自美国、韩国和 TVB 的高质量电视剧。排名前 20 的电视剧系列在 2013 年获得了 117.5 亿的视频观看量，几乎是排名前 20 的电影的 10 倍。同步播放也降低了盗版视频平台的流量。由于有大量的高质量和快速更新的电视剧内容，优酷正在成长为一家全球电视台。由于电视剧各集之间高度相关，质量高和更新快的电视剧是改变观众电视观看行为的最好内容，以逐渐形成在优酷的视频观看行为。从按流量计算的前 20 部电视剧中，我们发现优酷来自专业内容的流量在 2011 年至 2013 年变得越来越多元化，因来自首尔电视台、TVB、美国和中国的电视剧都在 2013 年贡献了更高占比的高流量，这对于优酷在未来缓解其潜在的内容成本上涨至关重要。

与好莱坞的牢固联系。美剧在优酷的平均得分最高，在 8.5 到 9.5 之间。美剧几乎都是由美国 6 大传媒集团所创作，在我们附录中的传媒业将有介绍。自 2013 年以来，优酷已经开始同步播放美剧。新美剧通常首先在美国电视网播出，然后在 6 小时后的夜晚黄金时间在优酷播出。优酷还需要 6 个小时来添加准确的中英文字幕。优酷土豆是中国在线美剧的第一通道，具有广泛的品牌知名度，但面临着来自搜狐视频的强有力竞争。目前，最受欢迎的美剧是行尸走肉和吸血鬼日记，每一季都有超过 100 百万的视频观看量，吸引了许多中国年轻男性和女性观众。根据我们统计，优酷在 2012 年和 2013 年新增了 22 部和 53 部美剧，而土豆新增了 20 部和 48 部美剧。优酷和土豆的授权美剧总数分别达到 108 部和 102 部。优酷在 14 年 2 月同步播出了 27 部美剧。我们认为优酷的品牌认知度与高质量的电视剧高度相关。

优酷和 TVB 达成紧密的独家合作关系。优酷土豆的内容库在 13 年 1 季度因与 TVB 的独家合作关系而获得大幅提升。该合作使得优酷和土豆网未来两年的 TVB 新剧热剧和历史经典剧目片源年均超过 2000 小时时长。创建于 1967 年的 TVB 制作电视剧超过 30 年，创作了射雕英雄传、上海滩和大时代等知名电视剧，在华南和海外华人群体中产生持续的媒体影响。在 2013 年，神枪狙击、法外风云和 On Call 36 小时分别位居第 9、15 和 20 名，获得 530 百万、350 百万和 260 百万的观看量。在 2012-2013 年，优酷新增了 18 部和 20 部 TVB 系列。港产电视剧总数达到 206 部和 504 部。赌神风云等一些旧剧可能也录得很好的流量，根据观众评论，我们发现许多观众是港产剧明星欧阳震华的粉丝。有些港产电视剧或电影的粉丝可能开始形成观看 TVB 剧集的习惯，特别是在华南。我们认为与 TVB 续签合同是优酷在 2014 年的首要和最重要的事情。在 14 年上半年，TVB 贡献了 4 部高质量的电视剧。截至 14 年 6 月底，食为奴（14 年 2 月）、女人俱乐部（14 年 5 月）、叛逃（14 年 3 月）和点金胜手（14 年 6 月）分别创下 328 百万、263 百万、588 百万和 281 百万的观看量，评分都在 9.0 以上。阿里巴巴集团有可能帮助优酷保持此独家合作关系至 5 年以上。

表 4： 2011、2012 和 2013 年优酷按视频观看量排列的前 20 部电视剧

	2013	浏览量 (百万)		2012	浏览量 (百万)		2011	浏览量 (百万)
1	特种兵之火凤凰	1,230	我家有喜	780	倾世皇妃			780
2	咱们结婚吧	1,190	楚汉传奇	590	新还珠格格			650
3	小爸爸	1,030	爱情公寓 3	450	裸婚时代			580
4	继承者们	960	北京爱情故事	400	回家的诱惑			570
5	终极一班 3	840	北京青年	420	步步惊心			450
6	冲上云霄 2	730	我是特种兵之利刃出鞘	430	夏家三千金			440
7	最美的时光	560	麻辣女兵	280	武则天秘史			430
8	乡村爱情 6	550	轩辕剑 3	260	宫			390
9	神枪狙击	530	活佛济公 3	230	后宫			380
10	烽火佳人	530	行尸走肉 3	220	新水浒传			290
11	万万没想到	490	爱·回家	220	城市猎人			270
12	千金归来	470	箭在弦上	170	潜行狙击			270
13	花非花雾非雾	430	大男当婚	150	我的灿烂人生			230
14	第 22 条婚规	420	山河恋	190	凤凰腾			200
15	法外风云	350	天涯明月刀	180	女娲传说之灵珠			210
16	主君的太阳	320	AA 制生活	180	千山暮雪			180
17	听见你的声音	310	大太监	170	新亮剑			160
18	王的女人	280	薛平贵与王宝钗	180	乡村爱情 5			160
19	精忠岳飞	270	胜女的代价	150	包青天之开封奇案			150
20	On Call 36 小时	260	离婚前规则	140	我可能不会爱你			140
	合计	11,750	合计	5,790	合计			6,930

资料来源： 优酷 14 年 2 月、国泰君安国际。

2013 年韩国时尚电视剧在中国受到热捧。韩国有 3 个主要的传媒集团：KBS（韩国广播公司）、SBS（首尔广播公司）和 MBC（韩国文化广播公司）。韩剧在优酷的评分也较高，在 8.0 到 9.0 之间，仅次于美剧。SBS 的水木剧获得很高的流量。SBS 的时尚类电视剧继承者们在 2013 年获得 10 亿观看量，创下历史新高，略低于咱们结婚吧的 12 亿播放量，但是继承者们的每一集都有 44 百万的播放量，几乎是咱们结婚吧的两倍。我们认为韩剧因其时尚演出服、好剧本和高质量的拍摄技巧而在制作时尚和爱情类电视剧方面有竞争优势。因此，SBS 的热播电视剧在中国女性群体中很受欢迎。目前，优酷开始同步播出 SBS 的水木电视剧。但由于文化差异，韩剧在历史和战争类题材的影响力要小得多。

中国精品剧创下最多流量。在 2013 年，排名前三的电视剧是特种兵之火凤凰（12 亿播放量）、咱们结婚吧（12 亿播放量）和小爸爸（10 亿播放量）。实际上最受男性欢迎的美剧行尸走肉第 3 季和最受女性欢迎的吸血鬼日记第 4 季在 2013 年只有 220 百万和 140 百万的播放量，远低于排名前三的中国电视剧。中国电视剧的制作方十分分散。华策影视（300133.CH）、华录百纳（300291.CH）和光线传媒（300251.CH）是 3 大电视剧出品方。在 2014 年，优酷与黑龙江、吉林和辽宁电视台同步播出乡村爱情故事第 7 季，创下超过 400 百万的播放量。中国每年出品约 500 部连续剧和 17,000 集剧集，其中只有排名前 1-20 的电视剧可称作中国精品剧，因其在中国广泛的观众影响力每一集都录得很高的收入。2013 年的记录由辣妈正传创下，每集将近人民币 500 万元，包括在电视台的首次和二次播放权和在线播放权。一般来说，中国精品剧的评分较高（8.0 以上），并在星级省级电视台和在线视频平台同步播出，理论上影响了超过 12 亿中国人口的观众。中国精品剧被视作为电视台和在线视频平台的收视率或流量驱动力，也是优酷内容成本上涨之所在。然而，我们称之为其它电视剧的其他中国电视剧的供应严重过剩，不太可能会造成成本上涨。

美剧实际上增强了优酷的品牌知名度，中国剧、TVB 剧和韩剧产生最多流量。美剧的声誉最好、质量最高、投资最大。美剧的评分一般在 8.5-9.5 之间，远高于其他国家的电视剧。中国电视剧的评分一般在 7.0-8.5。有传言称美剧每集的投资在 100 万美元至 1,000 万美元之间，新剧纸牌屋的成本接近 2 亿美元，每集 800 万美元左右。中国人免费观看如此昂贵的美剧会觉得很爽。虽然 2013 年播放量最高的美剧是行尸走肉第 4 季，播放量为 220 百万，我们仍认为美剧处战略性重要地位，因其与优酷的品牌认知度相关联。其次，我们认为中国观众仍在与他们生活最接近的电视剧花费最多时间，如中国剧、TVB 剧和韩剧。中国电视剧的评分一般较低，为 7.0-8.5，但是他们确实在优酷产生了很好的流量。另一个原因是部分中国电视剧也在地方电视台播放，对中国观众带来很大影响。

优酷的电视剧观众群很年轻。根据我们对优酷 2013 年排名前 20 电视剧的数据分析，66% 的观众在 29 岁以下，53% 为女性群体。该观众群体受到良好教育、收入高，有 24% 的白领和 31% 的政府公务员。对于终极一班 3（台湾）、万万没想到（优酷）、继承者们（SBS），21 岁以下的观众群分别占总观众群的 51%、42% 和 39%。我们认为我们对优酷年轻观众群的结论对优酷有利，因为其可在观众很年轻的时候就建立品牌认知度。建立观众的视频观看喜好通常需时数年。

表 5： 2013 年排名前 20 电视剧的观众分析

排名	播放设备		性别		年龄				职业				学历				
	电脑端	移动端	女性	男性	21 岁以下	22-29 岁	30-39 岁	40+	学生	白领	兼职	公务员	硕士以上	学士	大专	高中	初中
1	33%	67%	39%	61%	30%	38%	23%	9%	21%	30%	16%	34%	6%	20%	20%	36%	19%
2	31%	69%	52%	48%	24%	38%	23%	16%	19%	31%	19%	31%	6%	20%	21%	34%	19%
3	37%	64%	55%	45%	29%	41%	21%	9%	24%	29%	16%	30%	7%	29%	24%	26%	14%
4	30%	71%	78%	22%	39%	32%	21%	9%	36%	24%	18%	23%	8%	36%	23%	23%	11%
5	52%	48%	43%	58%	51%	29%	12%	8%	37%	22%	11%	30%	8%	15%	15%	38%	25%
6	46%	54%	35%	65%	22%	44%	28%	7%	20%	31%	18%	31%	8%	34%	25%	23%	10%
7	25%	75%	68%	32%	24%	34%	24%	18%	24%	27%	17%	31%	7%	28%	21%	27%	17%
8	80%	20%	39%	61%	16%	37%	35%	13%	12%	34%	18%	36%	7%	20%	21%	32%	20%
9	41%	59%	49%	51%	23%	42%	27%	8%	17%	33%	18%	33%	7%	27%	24%	27%	15%
10	22%	78%	64%	36%	32%	25%	22%	21%	24%	28%	16%	32%	6%	27%	19%	30%	19%
11	56%	44%	38%	63%	42%	39%	13%	6%	41%	26%	14%	19%	9%	37%	19%	23%	12%
12	34%	67%	66%	34%	31%	30%	22%	17%	22%	26%	16%	36%	6%	18%	19%	33%	23%
13	36%	65%	72%	28%	32%	31%	25%	12%	25%	24%	16%	35%	7%	18%	19%	31%	25%
14	69%	32%	42%	58%	21%	38%	29%	12%	15%	32%	17%	36%	6%	21%	22%	32%	20%
15	34%	66%	59%	41%	21%	43%	28%	8%	17%	34%	18%	32%	8%	32%	26%	24%	11%
16	39%	61%	82%	18%	31%	33%	27%	9%	31%	25%	18%	26%	6%	37%	26%	22%	9%
17	38%	62%	80%	20%	35%	30%	25%	10%	36%	22%	17%	25%	7%	36%	23%	24%	10%
18	40%	60%	71%	29%	26%	35%	27%	12%	22%	27%	17%	33%	6%	24%	23%	29%	18%
19	45%	55%	28%	72%	21%	42%	25%	12%	13%	24%	15%	37%	7%	22%	20%	31%	20%
20	50%	50%	33%	68%	32%	47%	15%	5%	34%	24%	15%	28%	6%	31%	25%	26%	13%
加权平均	40%	60%	53%	47%	30%	36%	23%	11%	24%	28%	16%	31%	7%	26%	21%	29%	17%

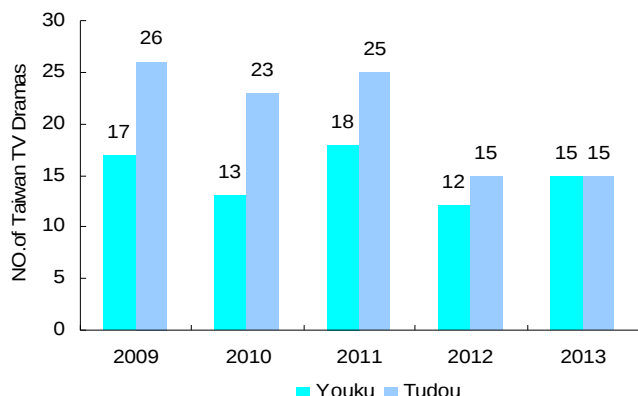
资料来源： 优酷、国泰君安国际。

图 2： 优酷和土豆的电视剧内容库（平板）

电视剧	中国	韩国	美国	香港	台湾	泰国	英国	日本	新加坡	合计
按国家										
优酷	1,406	275	102	206	240	9	45		270	2,341
土豆	2,507	954	108	504	610	194		897	231	6,005
乐视	1,179	143	78	21	99	21	15	3		1,559
爱奇艺	779	128	74	4	54	24	12	6		1,081
搜狐	445	272	151	21	25	8	25	3		950
腾讯	363	112	118		42		113			748

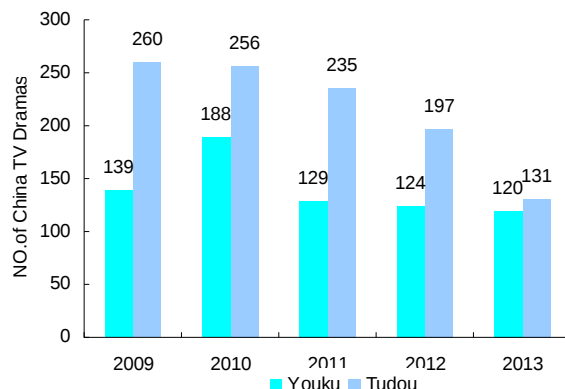
资料来源： 公司、国泰君安国际。

图 9： 2009 至 2013 年新增的台湾电视剧数量



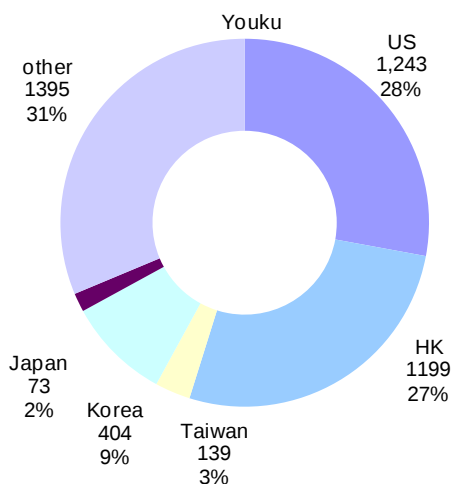
资料来源：公司、国泰君安国际。

图 10： 2009 至 2013 年新增的中国电视剧数量



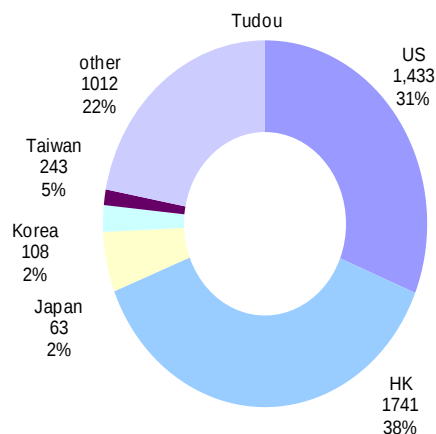
资料来源：公司、国泰君安国际。

图 11： 优酷内容来源的构成



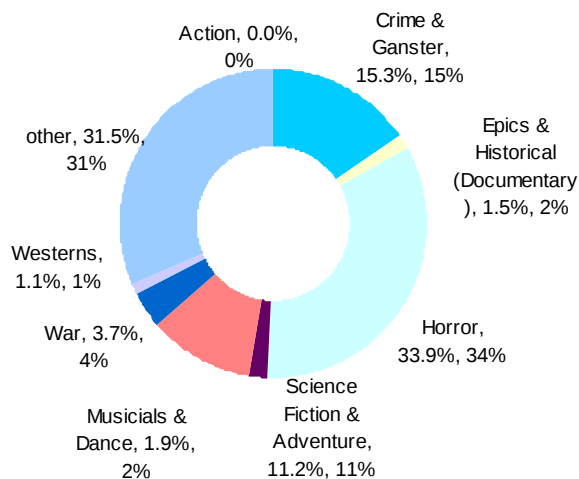
资料来源：公司、国泰君安国际。

图 12： 土豆内容来源的构成



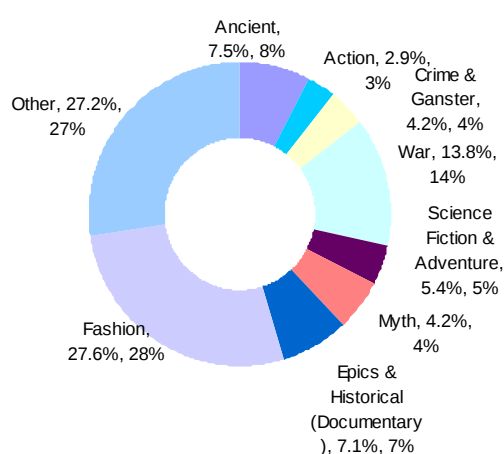
资料来源：公司、国泰君安国际。

图 13： 优酷内容种类的构成



资料来源：公司、国泰君安国际。

图 14： 土豆内容种类的构成



资料来源：公司、国泰君安国际。

电影

优酷与好莱坞建立电影内容库。优酷的视频点播平台优酷付费频道（Youku Premium）提供华纳兄弟、派拉蒙和 20 世纪福克斯等主要制片商和发行机构的高质量授权内容。自一年前推出以来，优酷付费频道在 2012 年已经处理了超过 100 万付费订单，其中包括按次计费 and 预订订单。优酷宣布其已与一家主要的好莱坞电影制片公司达成合作关系，将通过优酷付费频道提供最热门电影之一的点播式流播放服务。除票房高的电影之外，优酷付费频道还与 101 远程教育网、水晶石教育以及其他合作伙伴联合提供超过 10,000 小时的演讲和自学材料。内容尽可能地以高清方式提供。优酷现有 1,243 部美国好莱坞电影，在移动端为同业之首。

优酷付费频道的大型新电影内容库。根据我们统计，优酷内容库中共有 4,600 部电影，土豆内容库中有 14,000 多部电影。但是，我们认为 2008 年前的电影质量不是高清，用户体验比现在的高清电影要差许多。根据我们在移动端统计，从 2009 年至 2013 年，优酷分别购买了 210、253、309、314 和 221 部电影，土豆则购买了 450、413、448、448 和 399 部电影。优酷在 2009 年至 2013 年新增的电影占其全部电影内容库的 28%。对于美国电影，优酷分别新增了 91、95、105、87 和 52 部电影至其电影内容库。看起来优酷在扩张其电影库方面所作的努力较少。我们认为这是合理的，因为对于十分热门的电影，观众已经在电影院看过了。根据我们统计，2013 年优酷排名前 20 的热门电影至创造了 1,140 百万的视频观看量，与咱们结婚吧相当。我们相信优酷在排名前 20 电影的授权成本远高于咱们结婚吧。

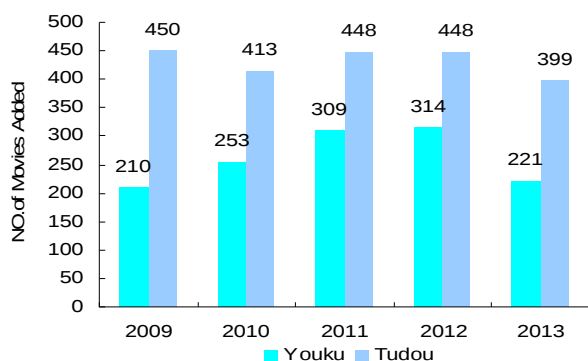
表 6： 2011、2012 和 2013 年优酷按视频观看量排列的前 10 部电影

电影	2013		2012		2011	
	浏览量 (百万)		浏览量 (百万)		浏览量 (百万)	
1 女人公敌	110	擒爱记	99	幸福 59 厘米	72	
2 报告老板	90	逆袭-美好 2012	82	万有引力	66	
3 青春荷尔蒙	81	夺宝联盟	76	父亲	53	
4 我们都是坏女孩	76	十二生肖	67	那些年我们一起追过的女孩	42	
5 嘻哈三部曲	66	勇敢爱-美好 2012	60	变形金刚 3	36	
6 小时代	66	后宫：帝王之妾	55	龙门飞甲	34	
7 半熟少女 梦想预备生	60	床上关系	46	出轨的女人	34	
8 青春如期	58	低俗喜剧	49	功夫熊猫 2	32	
9 爱爱囡事	54	危险关系	45	孤岛惊魂	30	
10 一夜惊喜	53	不可能的可能-美好 2012	39	魁拔	27	
11 北京遇上西雅图	53	金钱的味道	33	新少林寺	25	
12 不二神探	51	寒战	29	东成西就 2011	24	
13 致青春	51	喜羊羊与灰太狼	29	终极斗士 3	20	
14 厨子戏子痞子	51	绝色武器	26	源代码	20	
15 小时代 2	47	功夫小蝇	26	单身男女	20	
16 101 次求婚	43	我老公不靠谱	26	狄仁杰之通天帝国	20	
17 特种部队	38	春暖花开 美好 2012	25	幕光之城 4	19	
18 狄仁杰之神都龙王	33	血滴子	21	鸿门宴	18	
19 非常幸运	31	逆袭	21	狂鲨之灾	14	
20 我想和你好好的	29	饥饿游戏	20	我知女人心	15	
合计	1,140	合计	874	合计	621	

资料来源： 优酷、国泰君安国际。

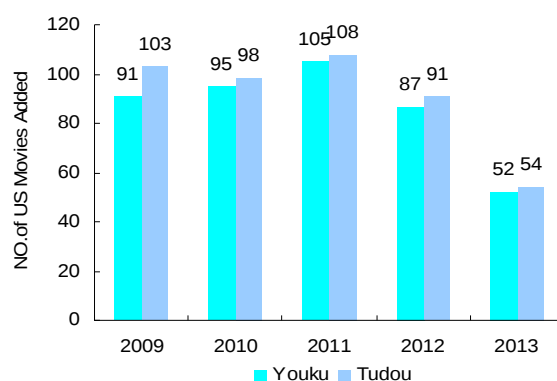
中国电影在 2013 年创下最多流量。在 2013 年，前 20 部热门电影中的 19 部来自中国制片公司，观众群很年轻。以小时代 1 为例，69%的观众群是女性，46.8%的观众群在 21 岁以下，32.1%的观众群在 22 岁到 29 岁之间。以小时代 2 为例，67%的观众群是女性，42.9%的观众群在 21 岁以下，30.9%的观众群在 22 岁到 29 岁之间。因此，我们可观察到优酷和土豆应将更多资源放在建立其中国电影库上，引进更少的热门美国电影。在 2011 年至 2013 年，优酷引进了 129、124 和 120 部中国电影至其电影内容库。另一个原因是 2013 年的美国电影几乎都是 3D 动作片和科幻片类型的电影，观众在电影院可能会有更好的观看体验。观众更愿意在网络视频流平台观看中国电影。我们认为优酷以中国电影为主的策略是合理的。

图 15：2009 至 2013 年新增的电影数量



资料来源：公司、国泰君安国际。

图 16：2009 至 2013 年新增的美国电影数量



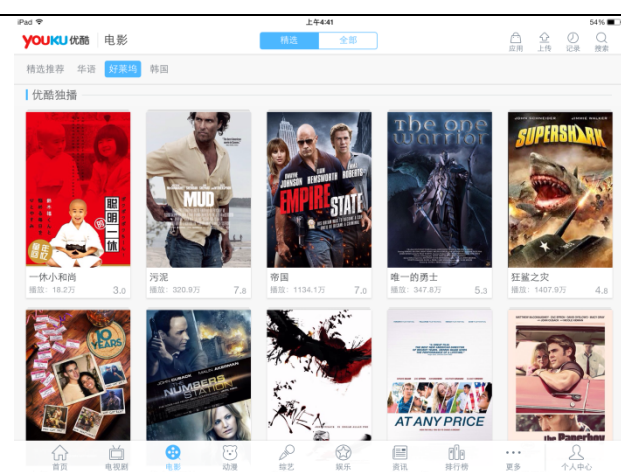
资料来源：公司、国泰君安国际。

图 17：PC 端的优酷付费频道



资料来源：公司、国泰君安国际。

图 18：平板端的优酷付费频道



资料来源：公司、国泰君安国际。

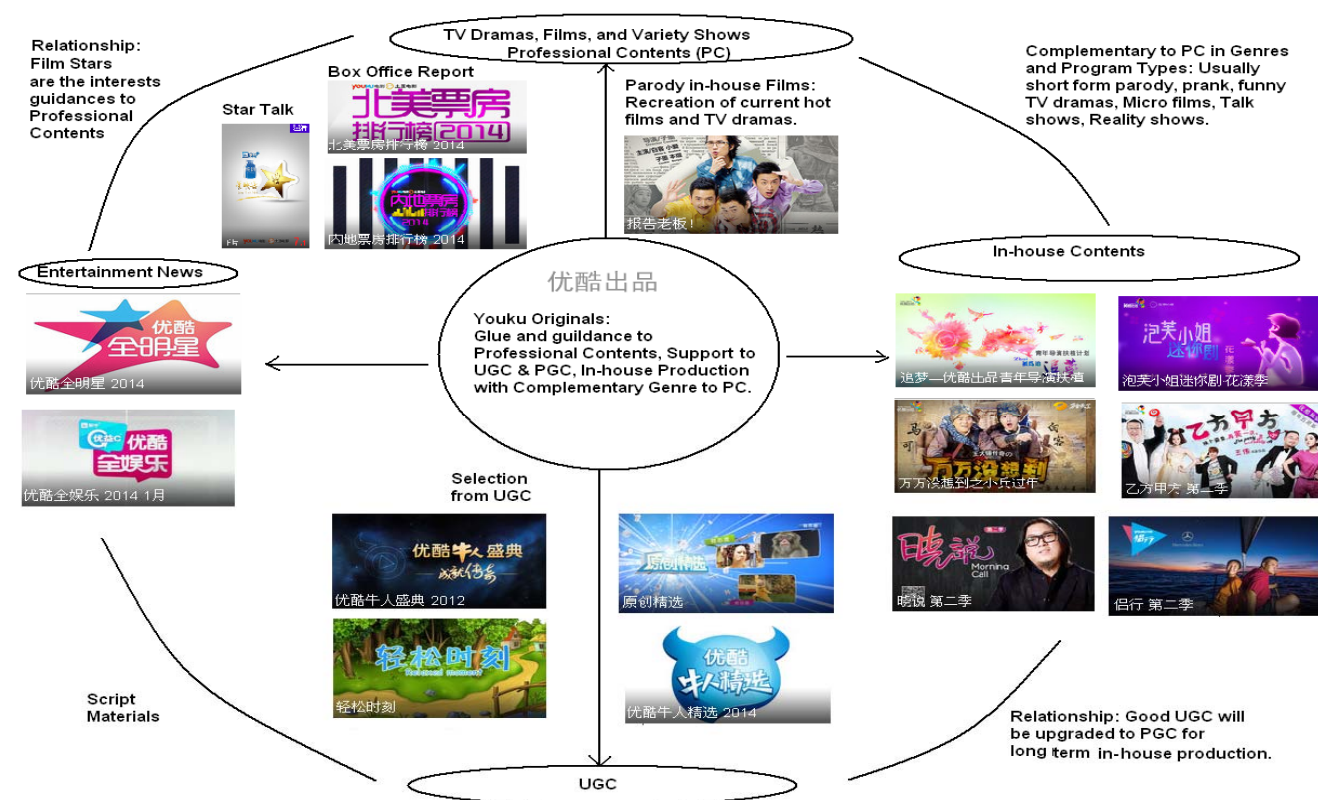
优酷综艺节目

独家在线版权交易在中国开始流行。在 2013，搜狐是以人民币 100 百万元购买中国好声音第 2 季独家在线版权的首个在线视频提供商，其创下了人民币 200 百万元的广告收入和 13 年 8 月 263 百万月独立访客的惊人流量。在 2014 年，爱奇艺-PPS 以人民币 200 百万元购买了湖南卫视 5 个著名综艺节目：爸爸去哪儿、快乐大本营、天天向上、我们约会吧、百变大咖秀的独家在线版权。腾讯则以人民币 250 百万元购买了中国好声音第 3 季的独家在线版权以及中国好声音等其他热门综艺节目的在线版权。

优酷原创

优酷原创有 4 类自制内容以围绕专业内容创造流量。1) 专业内容的指引或再创造: a) 电影票房预告和优酷星映话。中国电影票房预告和北美电影票房预告可视为专业电影内容的指引, 在 2013 年实现 46 百万和 59 百万的视频观看量。优酷星映话邀请中国热门电影或电视剧明星来支持脱口秀。b) 报告老板。这是一个短的迷你电视剧, 由万万没想到的同一团队创作。它属于滑稽模仿类, 其中演员以一种滑稽的方式重新创作部分热门电影场景。2) 娱乐新闻。专业内容和娱乐新闻由电影明星和电视剧明星连接起来。人们喜欢他们的八卦新闻, 而且这种新闻流有时会使观众对他们的电影或电视剧产品产生兴趣。优酷有优酷全娱乐和优酷全明星来创作娱乐新闻。尽管如此, 我们认为优酷应创作更多好莱坞明星的故事, 因优酷购买了如此多的美剧。3) 用户生成内容精选。在中国, 与高质量、免费的专业内容相比, 低质量的用户生成内容产生的流量十分有限。但是, 优酷在优酷精选、轻松时刻和优酷牛人定期进行用户生成内容精选, 选出的用户生成内容有趣且质量高, 在 2013 年产生了可观的流量。此外, 优酷将举行年度优酷牛人盛典, 其中优酷将邀请部分特别的优酷 UGC 创作者至庆典以展示他们的才艺, 每年也可吸引可观的流量。4) 自制迷你电视剧、微电影和脱口秀。根据我们的上述统计, 电影产生的流量小于电视剧。优酷的 11 度微电影项目已经为优酷赢得了巨大的声誉, 但产生的流量有限。但是优酷的迷你电视剧万万没想到、乙方甲方、报告老板和嘻哈四重奏为优酷创造了越来越多的流量。在 2013 年, 这 4 部迷你电视剧以及泡芙小姐创下了 900 百万的惊人流量, 是其综艺节目分部的 1/3 以上。此外, 晓说第 1 季和第 2 季在 2012 年和年初至今分别创下 180 百万和 280 百万的惊人流量。

图 19: 优酷原创



资料来源: 优酷、国泰君安国际。

优酷的自制内容制作取得很大突破。优酷成功创作了自制内容品牌万万没想到。它是一部模仿、搞笑和滑稽的迷你剧, 属于独特的类型-无厘头风格或周星驰风格。在 2013 年, 万万没想到第 1 季创下了 490 百万的视频观看量, 有十分年轻和受过良好教育的观众群。42% 的观众群在 21 岁以下, 39% 的观众群在 22-29 岁之间, 9% 的观众群拥有硕士或以上学历, 37% 的观众群拥有学士学位, 观众受教育程度为优酷前 20 部电视剧中之最高。该类型与主流中国电视剧类型完美互补, 我们认为其已植根于年轻观众群。在 2014 年, 优酷和湖南卫视同步播出 6 集万万没想到小兵过年, 在优酷获得 100 百万的视频观看量。著名的泡芙小姐有 5 季, 至今分别获得 67 百万、38 百万、33 百万、34 百万和 67 百万的视频观看量。优酷成立了几个模仿周星驰风格的迷你剧品牌, 在中国很流行且在同类中没有竞争者。我们认为优酷将可在这些模仿迷你剧品牌创作更多自制内容。

表 7： 优酷原创产品的视频观看量

2013	浏览量 百万	2012	浏览量 百万	2011	浏览量 百万
电视剧					
万万没想到	490	嘻哈四重奏 第四季	61	泡芙小姐 S1	65
嘻哈四重奏 S5	190	泡芙小姐 S3	32	泡芙小姐 S2	36
乙方甲方	76	泡芙小姐 S4	30		
泡芙小姐 S5	67				
报告老板	80				
	903		123		100
电影和电影新闻					
优酷星映话	400	美好 2012-逆袭	82	幸福 59 厘米	72
嘻哈三部曲	66	美好 2012-勇敢爱	60	父亲	53
追梦	68	美好 2012-春暖花开	25	赢家	19
内地票房排行榜 2013	46	美好 2012-不可能的可能	39		
北美票房排行榜 2013	59	美好 2012-大师微电影	18		
美好 2013 大师微电影	15	北美票房排行榜 2012	31		
		内地票房排行榜 2012	4		
小计	654		260		144
综艺节目（真人秀、脱口秀）					
轻松时刻	620	晓说 S1	180	让梦想飞 中国最牛人	42
原创精选	350	我是传奇 S1	67	侦查大明星	12
晓说 S2	280	我是传奇 S2	55	优酷牛人盛典 2011	18
优酷全娱乐 2013	160	让口水飞 2012	36	优酷名人坊	18
优酷指数	140	优酷牛人盛典 2012	27	优酷大剧盛典 2011	17
侣行 S1	92	优酷牛人播报	26		
优酷牛人盛典 2013	33	优酷名人坊	27		
据说 （2012-2013）	20	全民爆料	12		
每周车闻播报 2013	17	牛人故事 2012	13		
综艺 IN 事件 （2012-目前）	15	IU 最酷榜	45		
那些花儿	14	每周车闻播报 2012	10		
全民话题社	9				
优酷试车	9				
让口水飞	3				
小计	2,122	小计	498	小计	107

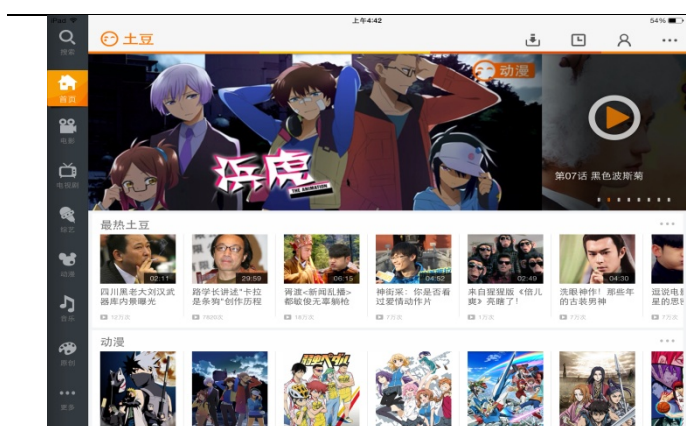
资料来源： 优酷 14 年 3 月、国泰君安国际。

青年导演扶植计划。优酷青年导演扶植计划五年来资助50位导演拍摄18部网剧和近60部微电影，共获得20亿播放量。在2010年的第1季，优酷推出11部微电影项目，截至14年2月共获得155百万的视频观看量。老男孩是其中的代表，获得了超过100百万的视频观看量。在2012年，该项目推出微电影—你好2012，6部微电影创下超过200百万的视频观看量。根据优酷管理层，2014年优酷出品还将在内容、导师、资金、平台等方面升级，将与香港国际电影节、上海国际电影节等各大亚洲顶级电影节达成合作。优酷还在其网站为微电影创作了10放，作为杰出导演的一个窗口。虽然优酷过去数年在扶植青年导演和制作微电影上产生亏损，但我们认为优酷已经为中国年轻的电影或迷你剧制作人建立了一个很好的网络，这对于优酷原创建立更多知名自制电视剧品牌是至关重要的。

土豆

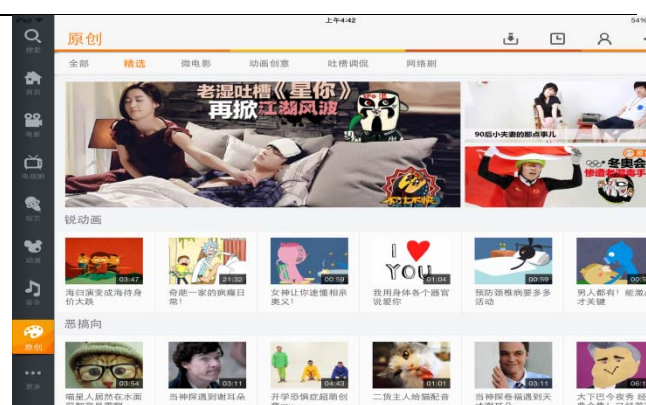
土豆的目标群很年轻。土豆的定位可能有一些问题。首先，优酷已经覆盖了低年龄群体。正如古永锵所说，优酷将针对更成熟的群体，而土豆将针对更年轻的群体，就像美国的福克斯。但问题是优酷的电视剧和电影已经覆盖 21 岁以下的年龄群，如电视剧终极一班 3 和小时代。福克斯是美国最大的有线电视网之一，每年可为美国年轻观众制作高质量的科幻电视剧。我们认为土豆和福克斯之间没有共同点。根据我们的上述分析，50%以上的优酷观众年龄在 29 岁以下。土豆需要推荐卡通动画片来 21 岁以下的吸引观众群，这并不是一个好选择。2) 土豆定位更年轻的用户群。优酷可能想通过推广乡村爱情故事和老兵来吸引更多年龄更长的观众群，但问题是爱奇艺-PPS 在推广爱情公寓和来自星星的你以吸引年轻观众群。优酷目前以自制韩流风和日本动漫资讯等节目来吸引更年轻的用户。

图 20： 土豆视频门户首页



资料来源：公司、国泰君安国际。

图 21： 土豆原创



资料来源：公司、国泰君安国际。

传统日本卡通动画片的两难。1) 2D 卡通动画片市场受到 3D 卡通动画片的侵蚀。现在，迪斯尼和索尼的 3D 动画片完全改变了观众对卡通动画片的看法，对电脑绘图的预期更高，如最近的热门影片冰雪奇缘和索尼著名的 3D 最终幻想系列，3D 卡通动画片比 2D 卡通有更强的视觉冲击力。2) 卡通观众与视频游戏玩家群高度重合。通过操纵卡通人物，视频游戏可提供玩家之间的互动体验，用户体验好过 2D 卡通。现有数千个视频针对中国游戏玩家。此外，YY (YY.US) 已经实现了互动直播游戏视频，游戏专家可教观众如何玩游戏。3) 年轻父母使用的婴幼儿卡通。根据我们统计，在优酷、搜狐和腾讯中播放量最高的卡通是贝瓦儿歌。该群体与优酷主流的 21-39 岁年龄群相重合。

表 8： 视频平台的历史卡通播放量

优酷	百万浏览量	土豆	百万浏览量	爱奇艺	百万浏览量	PPS	百万浏览量
1 贝瓦儿歌	720	火影忍者	3,266	蜡笔小新 S1	5,130	喜羊羊与灰太狼	9,849
2 名探柯南	400	死神	454	神探柯南	3,107	蜡笔小新	5,872
3 猫和老鼠	490	守护甜心	212	哆啦 A 梦	3,527	爱探险的朵拉	4,194
4 倒霉熊 S3	360	银魂	189	迪加奥特曼	823	巴拉拉小魔仙 S1	1,130
5 喜羊羊与灰太狼之开心日记	360	秦时明月之万里长城	199	樱桃小丸子	675	巴拉拉小魔仙 S2	780
6 蜡笔小新	330	喜羊羊与灰太狼之开心日记	110	进击的巨人	395	进击的巨人	604
7 亲宝儿歌	260	虫奉行	37	精灵宝可梦	386	铠甲勇士拿瓦	505
8 倒霉熊 S2	260	犬夜叉	38	聪明的一休	324	名侦探柯南	193
9 十万个冷笑话 S1	240	棋魂	33	蜡笔小新 S2	308	黑子的篮球 II	35
10 秦时明月之万里长城	190	猫和老鼠	30	网球王子	270	约会大作战	77

腾讯	百万浏览量	乐视	百万浏览量	搜狐	百万浏览量
1 贝瓦儿歌	1,265	喜羊羊与灰太狼	372	兔小贝儿歌	711
2 倒霉熊第一季	746	巨神战击队	362	海贼王	280
3 拣狗记	642	刀剑神域	186	倒霉熊 S1-S3	270
4 我的童年	530	宠物小精灵	137	猫和老鼠	170
5 猫和老鼠	434	蜡笔小新	102	蜡笔小新	140
6 哆啦 A 梦	496	猫和老鼠	113	妖精的尾巴	111
7 经典儿歌	169	泰罗奥特曼	100	可可可爱	89
8 大头儿子和小头爸爸	146	倒霉熊第三部	96	大头儿子小头爸爸	76
9 蜡笔小新和美伢	41	铠甲勇士	91	名探柯南	61
10 米老鼠和唐老鸭	65	幻变精灵之蛋糕甜心	90	灌篮高手	46

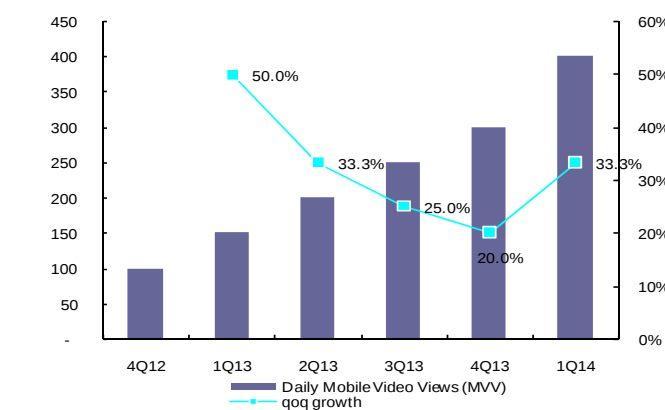
资料来源： 公司、国泰君安国际。

流量

移动流量转移

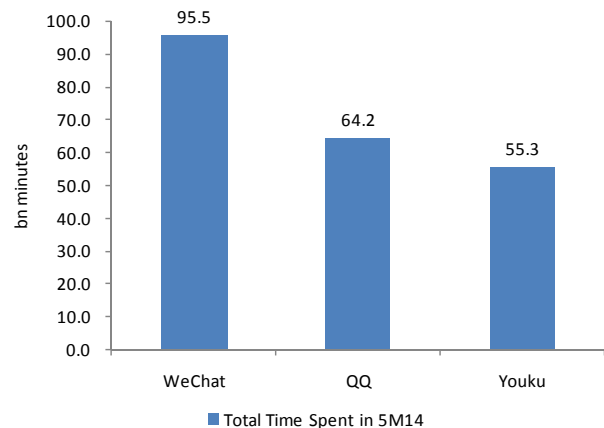
优酷 14 年 1 季度的移动端日播放量超过 400 百万。优酷 2013 年移动流量的日播放量超过 400 百万，同比增长 166%，14 年 4 月移动端的日独立访客超过 30 百万，月独立访客超过 10 百万。根据 CNNIC 的报告，有超过 100 百万的智能手机用户下载了优酷土豆 App。在 13 年 5 月，优酷 App 以约 553 亿小时的月在线时长在中国全部 App 中排名第三，仅次于微信和 QQ。以月独立访客计，优酷 App 排名第 8，有 100 百万月独立访客，仅次于微信、支付宝、UCWeb、淘宝、360 安全和微博。以月独立访客计，在前 10 大 App 中，5 个 App 来自阿里巴巴集团，3 个来自腾讯，两个来自奇虎 360，百度一个都没有。优酷电脑端的在线时长在 14 年 1 季度似乎停滞在约 900 百万小时，但其移动端的总在线时长从 13 年 10 月的 84 百万小时增长 10 倍至 14 年 3 月的 931 百万小时，速度惊人。

图 22：优酷移动端的日播放量



资料来源：公司、国泰君安国际。

图 23：优酷 14 年 5 月的月在线时长



资料来源：公司、国泰君安国际。

表 9：从电脑端转移至移动端的流量

播放时间	节目名称	优酷 浏览量	系列	季	评分	播放设备		性别	
						电脑端	移动端	女性	男性
2011-9-21	复仇 S1	39	22	1	9.0	71%	29%	63%	37%
2012-9-30	复仇 S2	25	22	2	8.9	66%	34%	64%	36%
2013-9-29	复仇 S3	8	13	3	8.9	39%	61%	81%	19%
2012-10-10	绿箭侠 S1	132	22	1	9.0	56%	44%	21%	79%
2013-10-9	绿箭侠 S2	40	10	2	9.3	43%	57%	26%	74%
2011-9-15	吸血鬼日记 S3	66	22	3	9.2	47%	53%	65%	35%
2012-10-11	吸血鬼日记 S4	140	23	4	9.1	50%	50%	63%	37%
2013-10-3	吸血鬼日记 S5	69	10	5	9.2	33%	67%	71%	29%
2013-8-6	万万没想到 S1	432	15	1	9.3	56%	44%	38%	63%
2014-1-4	万万没想到 春节篇	41	4	1	9.0	52%	48%	34%	66%
2014-7-1	万万没想到 S2	30	1	2	9.3	47%	53%	27%	73%
2014-5-5	Doctor 异乡人	296	18	1	9.8	39%	61%	72%	28%
2014-6-2	点金胜手	294	22	1	9.6	31%	69%	58%	42%

资料来源：优酷 14 年 6 月、国泰君安国际。

流量从电脑端向移动端转移，更多是受到女性群体的驱动。根据我们统计，我们观察到流量在 2013 年从电脑端向移动端转移，我们拿出 4 部电视剧来研究该转移。对于美剧复仇第 1 季到第 3 季，移动端流量从 2012 年第 1 季的 29% 到 2012 年第 3 季的 61%。其他的吸血鬼日记电视剧也呈现相同的趋势。但是，对于绿箭侠和万万没想到，转移并不明显。我们发现大多数吸血鬼日记和复仇的观众为女性群体，大多数绿箭侠和万万没想到的观众为男性群体。如果我们来看最近在湖南卫视上映的热剧妻子的秘密，65% 的观众是女性，75% 的观众使用移动端观看视频，惊人的高水平。因此，我们大致得出视频观看习惯的转移主要发生在女性群体的结论。此外，根据我们自己的调查，笔记本和平板电脑是一二线城市观众观看视频时最受欢迎的两种设备，也许是由于他们在更方便和休闲的视频观看地，如床、沙发或星巴克，而不是客厅的大屏幕。此外，我们发现部分餐厅等小企业的拥有者在空闲的时候观看视频，更多通勤者在 1-2 小时的通勤时间准备了电视剧。人们在利用更多零散时间来观看在线视频。我们认为此流量转移趋势将在未来十年继续。

移动流量有更大的货币化潜力。优酷在平板电脑的广告价格达到人民币 400 元/CPM，是电脑端的 6 倍（月人民币 64 元/CPM）。该转移趋势可能增加优酷未来的货币化潜力。在 13 年 4 季度，移动端收入占优酷收入的 10%，相较于 13 年 3 季度的 3%。该数字在 14 年 1 月飙升至 16%。我们认为移动端广告较电脑端视频广告有 3 个优势：1）视频广告完成率高，2）点通率高，3）视频观众群的收入更高。尽管优酷实行了多终端定价政策，部分广告主已经意识到移动端视频流量的价值。此外，Android Play 和 IOS 商店禁止盗版视频的直接显示。而且我们认为中国在长期将会采取更严格的在线版权保护政策。我们认为移动端流量转移大幅增加了移动端流量的货币化潜力，以及在线平台的价值。

多样化的流量分布

优酷的流量十分多元化。我们跟进了优酷在 2013 年至 14 年 1 季度上线的 45 个主要的新节目，包括专业授权内容、优酷原创和用户生成内容。我们发现优酷的内容流量正如管理层所称十分多元化。对于专业内容，主要由 3 个主要板块：电视剧、电影和综艺节目。根据我们对优酷原创的描述，优酷开始创作更多自制内容以产生更多自己制造的流量。优酷已经建立了几个迷你剧、脱口秀和真人秀的流行品牌。根据我们对 46 个节目的流量分析，电视剧、综艺节目和优酷原创分别占总播放量的 70.1%、15.6% 和 10.0%。

专业授权电视剧在 2013 年吸引最多流量。我们跟进了 10 部中国电视剧、10 部美剧、3 部 TVB 剧和 3 部韩剧。所有的 26 部电视剧都是 2013 年或 12 年 4 季度上演的系列剧新一季。这 26 部电视剧在 2013 年产生了约 100 亿播放量。看起来优酷从海外购买的美剧产生了可观的流量，但事实是中国电视剧吸引了最多流量。高质量的 TVB 剧和韩剧也产生了可观的流量。从电视剧评分，我们可发现美剧的质量通常高于其他三个板块，我们认为此板块就像蛋糕上的樱桃。根据我们对前 20 部高流量电视剧的分析，我们发现中国电视剧、TVB 电视剧和韩剧都贡献了相当多的流量。虽然美剧未产生太多流量，它仍是获得最高质量评分的一个板块，与优酷的品牌认知度息息相关，也很重要。

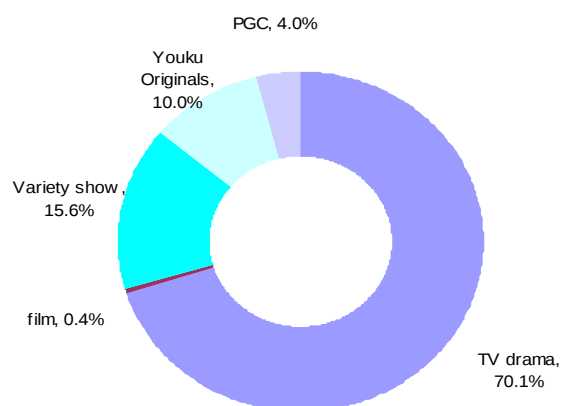
表 10： 优酷 2013 年主要长视频和迷你剧的流量分析

节目名称	浏览量	系列	季	评分	播放设备		性别	
					电脑端	移动端	女性	男性
版权节目	11,999							
综艺节目	2,170							
1 爸爸去哪儿	817	12	2013	9.3	30%	70%	67%	33%
2 快乐男生	158	14	2013	8.4	46%	54%	52%	48%
3 非诚勿扰	187	84	2013	6.1			42%	58%
4 快乐大本营	621	48	2013	7.7	34%	66%	59%	41%
5 天天向上	272	48	2013	8.5	47%	53%	40%	60%
6 中国梦想秀	26	13	2013	8.2	31%	69%	35%	65%
7 百变大咖秀	90	14	2013	8.0	35%	64%	56%	44%
国产电视剧	5,793							
8 咱们结婚吧	1,155	50	1	9.0	31%	69%	52%	48%
9 特种兵之火凤凰	1,169	62	1	8.0	33%	67%	39%	61%
10 王的女人	279	32	1	8.0	40%	60%	71%	29%
11 小爸爸	1,007	33	1	8.4	37%	64%	55%	45%
12 未婚妻	95	20	1	7.5	35%	65%	66%	35%
13 非诚勿扰	249	30	1	6.8	26%	74%	59%	41%
14 千金归来	443	50	1	8.0	35%	67%	66%	34%
15 璀璨人生	495	80	1	7.5	32%	68%	70%	30%
16 最美的时光	556	47	1	8.8	25%	75%	68%	32%
17 天龙八部	345	36	1	7.7	37%	63%	37%	64%
港剧	1,748							
18 冲上云霄 2	717	43	2	8.3	46%	54%	35%	65%
19 神枪狙击	519	25	1	8.3	41%	59%	49%	51%
20 法外风云	344	32	1	8.9	34%	66%	59%	41%
21 My 盛 Lady	168	20	1	9.0	34%	66%	62%	39%
美剧	816							
22 复仇	25	22	2	8.9	66%	34%	64%	36%
23 破产姐妹	91	24	2	9.0	49%	51%	57%	43%
24 吸血鬼日记	140	23	4	9.1	50%	50%	63%	37%
25 摩登家庭	16	24	4	8.5	69%	31%	60%	40%
26 行尸走肉	210	16	3	8.6	63%	37%	26%	74%
27 美女与野兽	28	22	1	9.0	56%	44%	36%	65%
28 绿箭侠	132	22	1	9.0	56%	44%	21%	79%
29 性爱大师	97	12	1	8.1	64%	36%	56%	44%
30 犯罪心理	12	24	8	8.8	60%	40%	69%	31%
31 苍穹之下	65	13	1	9.1	57%	43%	41%	59%
韩剧	1,423							
32 继承者们	852	20	1	9.4	30%	71%	78%	22%
33 听见你的声音	281	18	1	8.8	38%	62%	80%	20%
34 主君的太阳	290	17	1	9.3	39%	61%	82%	18%
电影	49							
35 特种部队 2:全面反击	27		2	8.0	53%	47%	22%	78%
36 背水一战	20		1	8.0	30%	70%	18%	82%
37 风暴 (付费)	2		1	9.1	85%	15%	34%	66%
优酷出品	1,401							
38 资讯-优酷全娱乐	466	205	1	8.2	43%	57%	51%	49%
自制剧								
39 万万没想到	432	15	1	9.3	56%	44%	38%	63%
40 乙方甲方	76	10	1	8.0	56%	44%	29%	71%
41 泡芙小姐	66	28	4	8.5	39%	61%	63%	38%
42 晓说	159	42	2	9.2	17%	83%	18%	82%
43 嘻哈四重奏	187	20	5	8.4	56%	44%	25%	75%
44 优酷牛人盛典	15	1	4	8.2	60%	41%	28%	72%
PGC	556							
45 郭德纲脱口秀	212	60		9.0	71%	29%	17%	83%
46 郑云工作室	344	378		8.9	45%	55%	16%	84%
合计	13,956							
流量加权平均				8.4	38%	61%	52%	48%

资料来源： 优酷 14 年 1 月、国泰君安国际。

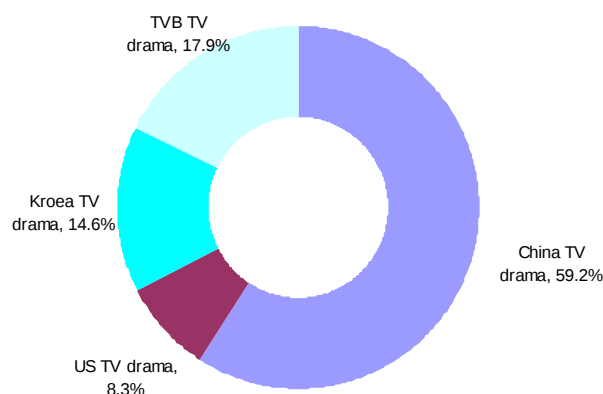
综艺节目流量可能从专业内容转向优酷原创。根据我们的上述统计，优酷土豆可能在 2014 年失去所有的核心综艺节目。优酷 2013 年的主要综艺节目有：爸爸去哪儿（889 百万）、快乐大本营（639 百万）、天天向上（277 百万）、我们约会吧（155 百万）、百变大咖秀（87.6 百万）、非诚勿扰（13.6 百万）、我是歌手（194 百万）、Running Man（韩国）（251 百万）。与 2013 年相比，优酷在 2014 年将在综艺节目失去 25 亿播放量。优酷引进了一些新的综艺节目，如私人定制（2 百万）、非常完美（31 百万）和 Exo's Show time（韩国）（49 百万）。此外，优酷的脱口秀晓说和侣行也实现了很好的流量。晓说第 1 季自 2012 年以来创下 180 百万流量，2013 年首次播出的晓说第 2 季至今创下 280 百万流量。侣行创下超过 200 百万流量。虽然看似不可能填补国内主流综艺节目流量的缺口，但我们期待优酷会制作更多自制内容来吸引更多流量。

图 24：2013 年优酷各节目类型流量



资料来源：公司、国泰君安国际。

图 25：2013 年优酷各国电视剧流量



资料来源：公司、国泰君安国际。

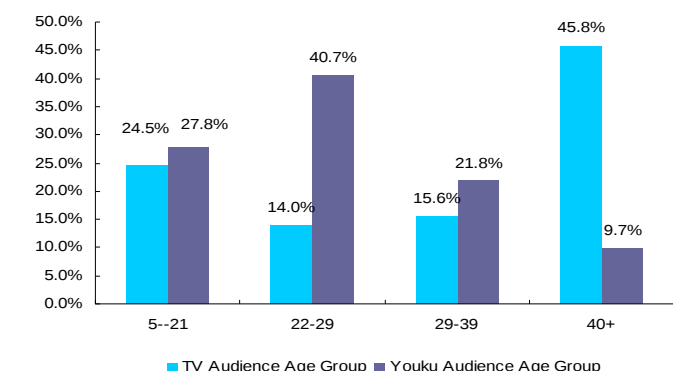
优酷的观众群

女性和男性观众群对电视剧类型有不同的偏好。我们发现女性观众群和男性观众群的偏好十分不同，女性观众群更喜欢韩剧等时尚和爱情以及生活类电视剧，而男性观众群则更喜欢美剧和中国神话剧等科幻、动作、恐怖、神华和警匪类电视剧。此趋势有可能影响其在移动端的观众增长趋势，因女性更常使用移动端观看视频。男性观众群和女性观众群对类型的不同偏好是品牌广告主投放视频广告的强大指标。汽车制造商可在科幻和警匪类电视剧投放更多视频广告，而化妆品和奢侈品卖家可在时尚和爱情类电视剧投放更多视频广告。

观众群比电视观众更年轻。优酷观众群很年轻，在 22~29 岁之间，占其总观众的 40.7%，相较于电视观众群的 13.1%。对于电视观众群，40 岁以上的年龄群占其总观众的 43.1%，老年观众群在电视上花费大量时间。50 岁以上的年龄群在电视上花费 250 分钟的时间，15 岁至 34 岁的年龄群只在电视上花费约 110 分钟的时间。在我们的媒体分析中，我们进一步分析了中国观众在电视上所花费的时间和在网络视频花费的时间。观众选择电视或网络视频门户的原因是他们的视频观看习惯，这意味着 50 岁以上年龄群很难改变他们的视频观看习惯。有理由认为中国年轻的观众群已经形成了在网络视频门户观看视频的习惯，对于优酷的未来观众群增长是一个积极信号。

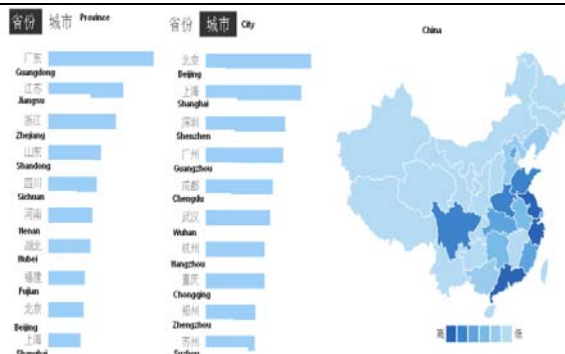
观众群比电视观众受教育程度更高。对于电视观众，根据中国电视观众年鉴，仅 16.1% 拥有高中教育程度，12% 有大学及以上学历。对于优酷观众群，硕士或以上、学士和大学学历观众群分别占其总观众群的 7%、29% 和 22%。经比较，大学及以上学历的观众群占优酷总观众的 59%，而大学及以上学历的观众群占电视总观众的 28%。由于中国教育系统至少将增加 30 百万大学以上学历的学生，我们认为随着平均教育程度的提高更多观众将来到优酷。

图 26：优酷观众年龄群和电视观众年龄群的比较



资料来源：2013 年中国广播电视年鉴、国泰君安国际。

图 27：万万没想到的地域流量



资料来源：公司、国泰君安国际。

城镇化是主要驱动力。在分析万万没想到观众群的地域差异时，我们发现大部分流量来自城镇化率最高的地区：广东（人口 105 百万，城镇化率 68.5%）、浙江（55 百万，64.3%）和江苏（79 百万，63.9%）以及其他沿海地区。四川（80 百万，43.8%）、湖南（66 百万，47.1%）、湖北（58 百万，53.8%）和福建（37 百万，60.1%）的人口规模相当，但是播放量低得多。这很容易理解，因为城镇地区的流量速度远快于农村地区，这对于视频媒体很重要，视频观众也有更好的用户体验。我们预计华中和华西在未来有更快的流量增长。我们在传媒行业分析中进一步分析了城镇化和网络视频行业。

表 11： 2013 年优酷主要长视频和迷你剧的流量分析

节目名称	年龄				职业				学历				
	21 岁以下	22-29	30-39	40+	学生	白领	兼职	公务员	硕士以上	学士	大专	高中	初中
专业授权内容													
中国娱乐节目													
1 爸爸去哪儿	32%	42%	18%	8%	31%	26%	18%	25%	10%	34%	22%	21%	13%
2 快乐男声	29%	46%	19%	7%	28%	30%	16%	27%	9%	34%	23%	24%	11%
3 非诚勿扰	18%	35%	34%	14%	17%	34%	20%	30%	8%	27%	23%	27%	15%
4 快乐大本营	36%	49%	10%	5%	37%	24%	14%	25%	8%	32%	23%	24%	14%
5 天天向上	26%	56%	14%	5%	27%	30%	15%	28%	8%	33%	24%	24%	11%
6 中国梦想秀	24%	41%	23%	13%	17%	34%	16%	33%	6%	21%	21%	32%	19%
7 百变大咖秀	25%	51%	20%	4%	25%	30%	17%	29%	8%	33%	25%	23%	11%
国产电视剧													
8 咱们结婚吧	24%	38%	23%	16%	19%	31%	19%	31%	6%	20%	21%	34%	19%
9 特种兵之火凤凰	30%	38%	23%	9%	21%	30%	16%	34%	6%	20%	20%	36%	19%
10 王的女人	26%	36%	27%	12%	22%	27%	17%	34%	6%	24%	22%	29%	19%
11 小爸爸	29%	41%	21%	9%	24%	29%	16%	30%	7%	29%	24%	26%	14%
12 未婚妻	26%	32%	26%	16%	19%	27%	18%	36%	6%	20%	22%	31%	21%
13 非缘勿扰	19%	40%	30%	12%	15%	32%	17%	36%	5%	23%	24%	31%	17%
14 千金归来	31%	30%	22%	17%	22%	26%	16%	36%	6%	18%	19%	33%	23%
15 璀璨人生	29%	31%	27%	13%	22%	26%	17%	35%	6%	20%	22%	31%	21%
16 最美的时光	22%	36%	25%	17%	24%	28%	18%	31%	7%	28%	21%	27%	16%
17 天龙八部	31%	39%	17%	13%	23%	31%	14%	32%	8%	23%	19%	31%	20%
港剧													
18 冲上云霄 2	22%	44%	28%	7%	20%	31%	18%	31%	8%	34%	25%	23%	10%
19 神枪狙击	23%	42%	27%	8%	17%	33%	18%	33%	7%	27%	24%	27%	15%
20 法外风云	21%	43%	28%	8%	17%	34%	18%	32%	8%	32%	26%	24%	11%
21 My 盛 Lady	28%	44%	19%	10%	24%	31%	15%	31%	7%	32%	26%	24%	11%
美剧													
22 复仇	24%	49%	16%	11%	35%	28%	17%	20%	12%	47%	19%	15%	7%
23 破产姐妹	30%	51%	14%	6%	40%	26%	15%	18%	12%	48%	18%	15%	8%
24 吸血鬼日记	33%	51%	11%	5%	43%	23%	14%	20%	8%	44%	22%	18%	8%
25 摩登家庭	25%	53%	15%	7%	40%	28%	16%	17%	16%	50%	15%	13%	7%
26 行尸走肉	29%	47%	17%	7%	24%	31%	15%	30%	7%	26%	23%	28%	15%
27 美女与野兽	17%	50%	24%	8%	21%	34%	17%	28%	8%	37%	25%	20%	10%
28 绿箭侠	22%	53%	18%	7%	24%	33%	16%	27%	7%	35%	25%	22%	11%
29 性爱大师	24%	36%	26%	14%	24%	29%	20%	27%	10%	36%	21%	21%	11%
30 犯罪心理	15%	52%	25%	6%	28%	30%	20%	22%	16%	50%	19%	10%	5%
31 苍穹之下	21%	44%	28%	7%	23%	36%	18%	23%	11%	43%	22%	18%	7%
韩剧													
32 继承者们	39%	32%	21%	9%	36%	24%	18%	23%	8%	36%	23%	23%	11%
33 听见你的声音	35%	30%	25%	10%	36%	22%	17%	25%	7%	36%	23%	24%	10%
34 主君的太阳	31%	33%	27%	9%	31%	25%	18%	26%	6%	37%	26%	22%	9%
电影													
35 特种部队 2：全面反击	23%	48%	20%	9%	21%	31%	15%	33%	7%	24%	22%	31%	17%
36 背水一战	22%	47%	23%	8%	15%	35%	15%	36%	7%	21%	21%	32%	19%
37 风暴（付费）	26%	35%	26%	14%	20%	33%	15%	32%	8%	24%	21%	31%	17%
优酷出品													
38 资讯-优酷全娱乐自制剧	25%	43%	23%	9%	27%	30%	18%	27%	8%	34%	23%	23%	12%
39 万万没想到	42%	39%	13%	6%	41%	26%	14%	19%	9%	37%	19%	23%	12%
40 乙方甲方	27%	42%	23%	8%	23%	33%	17%	27%	8%	28%	23%	27%	13%
41 泡芙小姐	37%	41%	16%	6%	35%	26%	15%	24%	8%	32%	22%	23%	15%
42 晓说	15%	54%	21%	10%	21%	36%	17%	26%	10%	38%	23%	20%	9%
43 嘻哈四重奏 t	28%	47%	19%	7%	25%	34%	16%	26%	9%	30%	22%	26%	13%
44 优酷牛人盛典	19%	43%	29%	10%	16%	36%	17%	31%	8%	28%	23%	26%	14%
PGC													
45 郭德纲脱口秀	12%	54%	27%	7%	17%	35%	18%	30%	8%	34%	26%	23%	10%
46 郑云工作室	19%	60%	15%	7%	20%	33%	15%	32%	7%	25%	23%	29%	16%
流量加权平均	28%	41%	22%	10%	25%	29%	17%	29%	7%	29%	22%	27%	15%

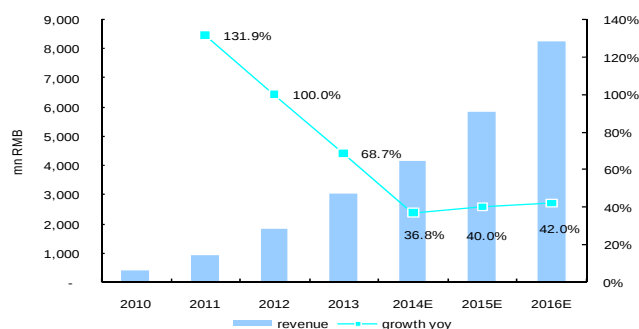
资料来源： 优酷 14 年 1 月、国泰君安国际。

财务

收入

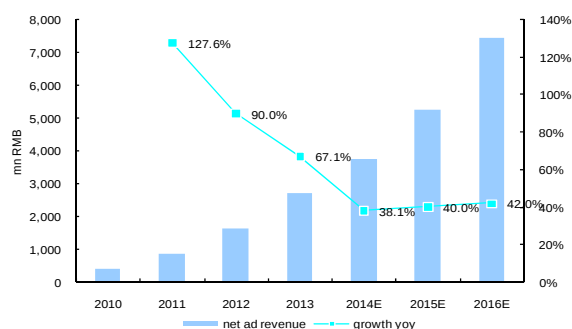
收入增长将受到客户数和每广告主平均收入增加、更有竞争力的广告每千人成本和移动货币化加快的推动。我们认为客户的网络视频在线时长不断增加是优酷收入增长的基石。从11财年至12财年，优酷收入保持高速增长，3年复合增长率为83%。在12年4季度，优酷合并了土豆的收入，并开始整合土豆的销售团队和客户。一般来说，广告净收入占优酷总收入的90%左右。优酷的电脑端广告价格相对电视广告很有竞争力，移动端广告价格因更好的品牌广告效应而较高。由于优酷已经在移动端开始货币化，且其流量正在向移动端快速转移，我们认为其移动货币化将会加速。在14年1季度，移动端的日播放量达到400百万，移动货币化已经贡献了30%左右的收入。移动货币化是优酷收入的主要驱动力。虽然14年1季度的收入增速放缓至35.7%，我们认为在14年4季度的旺季优酷的最大客户阿里巴巴集团可能会在优酷投放更多横幅广告和贴片广告以提升其收入。我们并不认为阿里巴巴会给出很高的每千人成本价格，优酷仍然需要购买更多内容以创造更多流量，特别是在移动端。在14财年至16财年，我们预计其收入将达到人民币41亿元、人民币58亿元和人民币82亿元，同比增长36.8%、40.0%和42.0%，3年复合增长率为41%。

图 28：优酷收入增速



资料来源：公司、国泰君安国际。

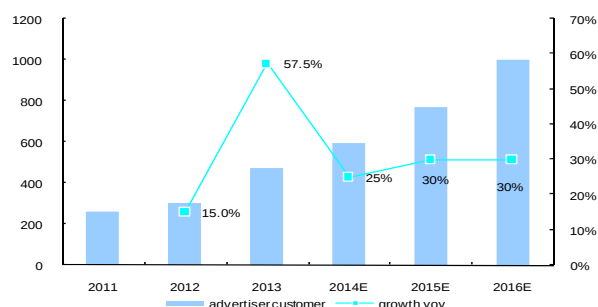
图 29：优酷广告净收入增速



资料来源：公司、国泰君安国际。

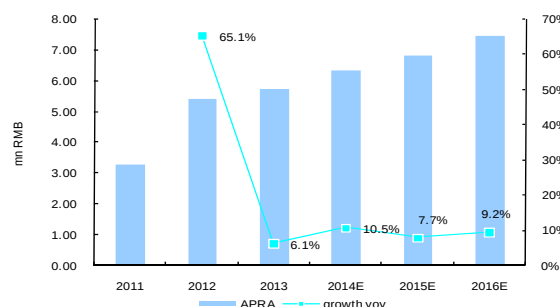
广告客户群和每广告主平均收入（ARPA）持续增加。广告主通过第三方广告代理购买其在线广告服务。他们的收入分成按照合同约定，根据出现在其网站上广告的用户流量和用户点击数计算而各不相同。在13年4季度，优酷增加了109个新广告客户。其广告主的数量从11年1季度的216个显著增长至12年4季度的353个，以及13年4季度的591个，同比增长67.4%。根据我们预测，在14-16财年，其年均广告客户群将增至592、769和1,000，同比增长25%、30%和30%。我们还预期14-16财年的每广告主平均收入将增至人民币6.3百万元、人民币6.8百万元和人民币7.4百万元，同比增长10.5%、7.7%和9.2%。

图 30：优酷的平均广告客户增速



资料来源：公司、国泰君安国际。

图 31：优酷的每广告主收入增速



资料来源：公司、国泰君安国际。

优酷是在线品牌广告的最佳选择之一。优酷主要从品牌广告销售获得收入。优酷在其网站向包括各行业的领先国内外企业在内的一大群品牌广告主提供视频贴片、横幅展示、种子视频、赞助和其他形式的广告解决方案。互联网上实际上有2种主要的广告主。品牌广告主和转换广告主。品牌广告主更关注于对他们的品牌产生印象，特别是在他们的新产品面市的时候，而转换广告主，通常是电子商务的大型广告网络，则需要高流量和转换率，或点通率（CTR）以引导流量至他们的网店。在全部网络广告类型中，视频贴片前置广告是品牌广告主放置视频广告的唯一位置，可与电视视频广告竞争。

视频贴片广告客户是传统的品牌广告主。我们将优酷的客户分成3类：1）汽车。人们的购车行为频率较低但购买金额较大。汽车制造商需要数年来建立品牌认知度。在他们将新车型推向市场时，他们希望新车型信息能够在1-3月内传达给尽可能多的受众，可能通过电视、户外和网络视频。目前，JEEP推出了新车型自由光，LEXUS也推出了CT200h。两者都在优酷购买了大量广告资源。2）化妆品、日化和食品饮料。此类别很特殊，因为他们中的大多数品牌如薇姿、联合利华和德芙巧克力已经在天猫、京东和1号店建立了他们的在线电商门店。一点击他们的视频贴片广告就会直接去到他们的网店。事实上，他们既是品牌广告主也是转换广告主，希望客户形成他们的网购行为习惯。3）医药。此类别是一个反周期行业。他们将视频贴片广告放在大丈夫等有高年龄观众群的电视剧前面。然而，此行业对视频贴片广告的预算很少。因此，我们认为优酷广告客户的花费仍然受中国经济周期的影响。

未来视频贴片广告将可实现品牌兼转换广告。在优酷现有的广告客户中，我们能看到大型化妆品、日化和食品饮料企业已经在天猫、京东或1号店建立了网店。但是，他们仍不得不与同类的其他在线零售商竞争。在参与更多电商广告网络组织的在线广告营销之外，他们还需要加强在互联网和在视频用户的品牌认知度，特别是在新产品上市之时。我们认为快速增长的在线零售商是在线视频平台的在线广告客户的主要驱动力。

横幅广告被大型电商广告网络占领。根据我们统计，在网站购买视频下方横幅广告的主要广告主有淘宝联盟、聚效广告平台和京东推广。另有一个电商广告主Rose-only，是在线品牌rose-only的销售电商平台。电商广告网络广告主是转换广告主，需要很高的页面浏览量。

图 32: JEEP 新产品自由光的广告



资料来源：公司、国泰君安国际。

图 33: LEXUS 新产品 CT200h 的广告



资料来源：公司、国泰君安国际。

图 34: 优酷的主要广告客户

In-video Ad Customer

Auto						
Cosmetics						
Daily Chemicals						
Food & Beverage						
Pharmaceuticals						

Banner Ad Customer

E-commerce & Ad Network					

Front Page Seed Video Ad Customer

Luxury Goods			
Fashion			
Auto			

图 35: 薇姿的网店



资料来源: 公司、国泰君安国际。

图 36: 丰田的网店



资料来源: 公司、国泰君安国际。

图 37：德芙巧克力的网店



资料来源：公司、国泰君安国际。

图 38：联合利华的网店



资料来源：公司、国泰君安国际。

优酷电脑端的广告价格每千人成本相对传统广告更有竞争力。优酷广告服务的定价基于多个因素，包括第三方广告的形式、具体定向要求、购买时间档的期限和将要投放广告的内容的受欢迎度。每位广告主或广告代理所购买总时间档的价格在销售合同中是固定的，一般较其报价有折扣。优酷每年审视和调整其报价。根据优酷的年度广告定价策略，我们能发现优酷在2013年大幅下调广告价格。有几种不同的广告：横幅、种子视频和视频贴片广告。对于首页横幅和首页种子视频，我们观察到他们的广告价格在2008-2013年间稳定上升，主要由于首页的流量更大。但是，基于CPM的视频贴片广告价格只在2008-2011年间上升，在2012-2013年间大幅下降。以视频前30秒贴片广告为例，此广告价格在2011年为人民币400元/CPM，在2013年降至人民币64元/CPM。暂停贴片广告价格也从2012年的人民币180元/CPM降至2013年的人民币27元/CPM。这对优酷是坏消息，因其放慢了货币化步伐，但长期而言其价格相对其他类型媒体变得更有竞争力。根据央视市场研究，北京和上海的广告CPM价格达到人民币112元，几乎是优酷的两倍。

移动端广告价格 CPM 较贵，移动货币化加快。对于 iPad 广告价格，优酷和爱奇艺设定 iPad 的 30 秒广告价格为人民币 400 元/CPM，几乎是电脑端的 6 倍（均价人民币 60 元/CPM）。目前，超过 60% 的新剧流量在移动端。根据管理层，移动收入在 14 年 1 季度占优酷总收入的 16%，高于 13 年 4 季度 6 个百分点。我们认为移动视频广告较电脑端视频广告有 3 个优势：1）高完成率。只有一款软件程序可在当前的平板电脑运行，因此视频观看者不得不观看整个广告视频。在电视或电脑端在线视频平台，可通过临时更换频道来回避视频广告或重新查看门户信息来回避视频贴片广告。在移动视频平台，如果你选择不看贴片广告，你就不能观看视频。2）高点通率。根据两家美国独立顾问公司 IAB 和 Jun Group 对 2013 年初的 10.2 百万移动和在线视频观看量分析，移动视频广告有 5% 的平均点通率，是在线视频广告（2.4%）的两倍。3）中高收入群。拥有平板电脑或智能手机的移动视频观看者被认为是中高收入群体，生活在城镇地区，网速快，特别是在一二线城市。

多终端双平台定价政策和移动流量货币化。优酷在2013年转向优酷土豆合并套餐，在2014年开始实行多终端的定价策略。从定价的角度看，多终端套餐基本上有一个标准价格。而且如果广告主想要选择一个特定的终端，他们实际上还要支付更多。以平板终端为例，优酷的营销合作伙伴，特别是优势品牌，为此特定的终端支付溢价。电脑如此，手机也是如此。目前，优酷在极力鼓励其合作伙伴上多终端，因为这能让优酷的营销合作伙伴接触到最宽的用户群。但是如果广告主有特定的喜好，那么他们可以那样做不过要为此支付更高的价格。在13年4季度，移动端收入占优酷收入的10%，相较于13年3季度的3%。根据公司信息，此数字在14年1月达到16%。在优酷的多终端定价策略之下，我们认为移动流量货币化在加快。

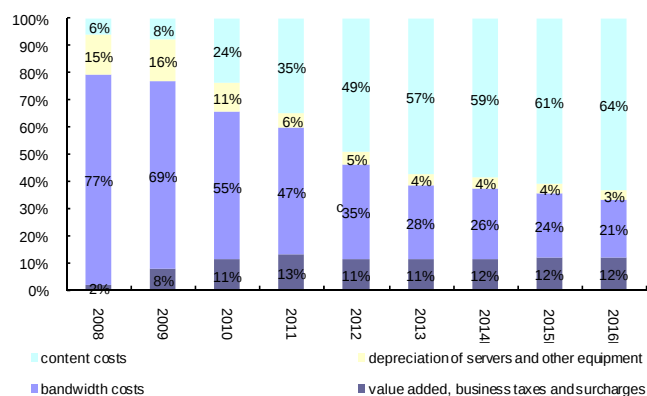
表 12： 优酷的广告价格

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
首页通栏（人民币/天）						
通栏 1	22,000	45,000	100,000	120,000	120,000	150,000
通栏 2	11,000	30,000	50,000	60,000	40,000	50,000
通栏 3	11,000	25,000	30,000	40,000	30,000	40,000
首页种子视频（人民币/天）						
焦点视频		150,000	100,000	200,000	250,000	280,000
最佳原创		100,000	150,000	250,000	250,000	280,000
分类视频		60,000	50,000	150,000	150,000	170,000
贴片广告（人民币/CPM）						
5 秒前置	40	50	50	80		13
15 秒前置	120	120	120	150	30	32
30 秒前置				300	60	64
暂停广告	100	120	120	150	180	27
Key（北京、上海）						
5 秒前置				300		40
15 秒前置				130	80	100
30 秒前置				600	160	200
A（广州、武汉、成都、南京、重庆、天津）						
5 秒前置				240		26
15 秒前置				130	65	65
30 秒前置				480	130	130
B（其它）						
5 秒前置				200		17
15 秒前置				130	40	42
30 秒前置				400	80	84
Ipad 广告价格（人民币/CPM）						
15 秒						200
30 秒						400

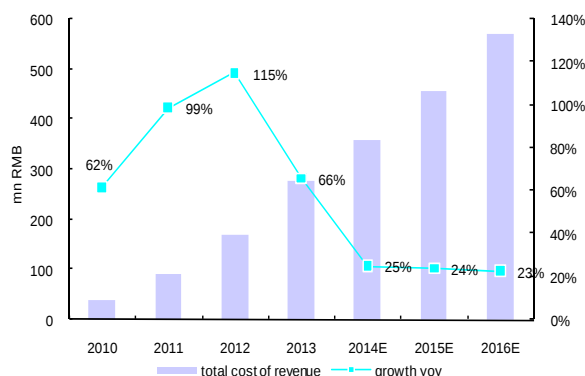
资料来源：公司、国泰君安国际。

收入成本

预计优酷的收入成本有 **23.4% 的 3 年复合增长率**。收入成本结构在 **09-13 财年间大幅变动**。优酷的收入成本主要包括 1) 增值营业税和附加费成本, 2) 带宽成本, 3) 服务器和其他设备的折旧, 4) 内容成本。成本结构在过去几年急剧变动。在 13 财年, 上述的 4 种成本分别占总收入成本的 **11.1%、27.6%、4.1% 和 57.2%**。在 08-10 财年, 带宽成本分别占其总收入的 **77.1%、69.0% 和 54.6%**, 而在 13 财年带宽成本的占比降至只有总收入成本的 **27.6%**, 我们预计将在 14 财年进一步降至 **26.0%**。尽管如此, 其内容成本在 08-10 财年分别占总收入成本的 **6.8%、7.8% 和 23.6%**, 而内容成本在 13 财年占总收入成本的 **57.2%**, 我们预计在 14 财年占其总收入的 **58.6%**, 主要由于竞争加剧。但是, 由于规模效应改善和自制内容增加, 我们认为其收入成本增速将慢于收入增速。我们预计公司 **14-16 财年总收入成本分别为人民币 31 亿元、人民币 39 亿元和人民币 48 亿元**, 同比增长 **25.2%、24.1% 和 22.8%**。

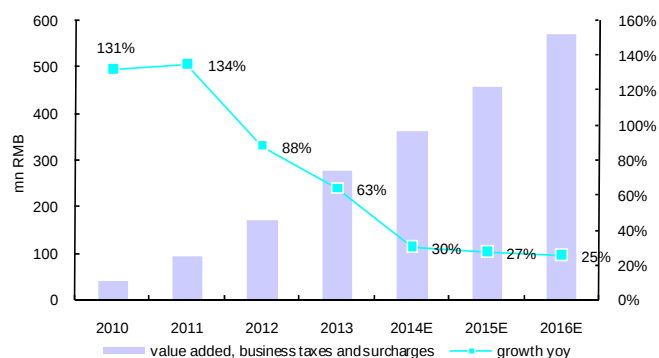
图 39：优酷的收入成本构成


资料来源：公司、国泰君安国际。

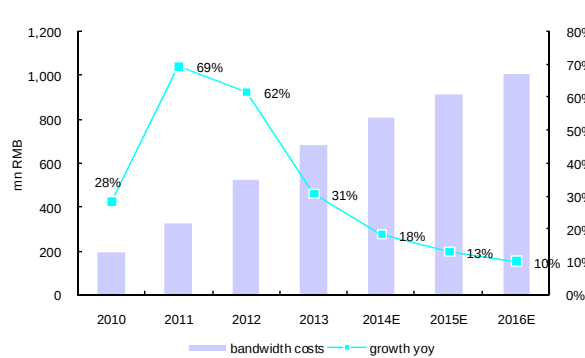
图 40：优酷收入成本增速


资料来源：公司、国泰君安国际。

内容成本是主要的担忧。优酷 13 年 3 季度的内容成本占总收入比例达到 64%，创历史新高。13 年 3 季度的内容成本为人民币 497 百万元，同比增长 173%，占总收入的 64%，创历史新高。另一方面，带宽成本仅占总收入成本的 23.4%，为历史新低。在 2008 年，内容成本和带宽成本分别占 77%和 6%，我们预计 2014 年这两个指标将达到 27%和 58%。我们不认为带宽成本是主要的担忧，因为优酷和整个在线视频行业的技术快速改善。然而，飞涨的内容成本是优酷的主要忧虑，大型在线视频集团的数量不断增加提升了内容成本。管理层解释称 13 年 3 季度的内容成本大涨是因为公司改变了在线视频内容摊销的会计规则。在新的会计准则下，在线视频专业授权内容将从视频播放时的预付款中摊销。因此，在 13 年 3 季度许多美剧系列开始时，优酷的内容成本大涨。我们认为这种成本变化的季节性因素将在未来继续。在 13 年 4 季度和 14 年 1 季度，内容成本占总收入成本比例分别降至 54.7%和 53.0%。长期而言，我们预计国内视频内容价格将继续上涨，在线视频公司不得不制作更多自制内容。在 14 财年至 16 财年，我们预计公司内容成本将分别达到人民币 18 亿元、人民币 24 亿元和人民币 30 亿元，同比增长 28.3%、29.0%和 28.0%，3 年复合增长率为 28.5%。此外，优酷有可能增加其内容成本以购买更多视频内容推动其流量和收入增长，超出我们预期。我们认为这并不是坏消息，因我们认为市场份额比货币化更重要。

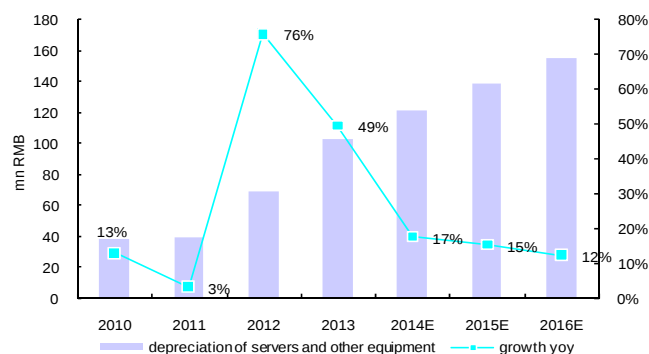
图 41：优酷的增值税、营业税及附加费成本


资料来源：公司、国泰君安国际。

图 42：优酷的带宽成本


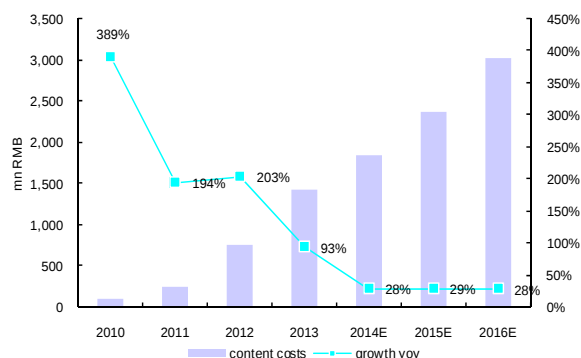
资料来源：公司、国泰君安国际。

图 43: 优酷的服务器和其它设备折旧



资料来源: 公司、国泰君安国际。

图 44: 优酷的内容成本



资料来源: 公司、国泰君安国际。

优酷多样化的成本结构或缓解未来的内容成本上涨压力。根据我们的流量和内容分析，优酷的流量十分分散，因中国精品剧、TVB电视剧、美剧、韩剧和自制迷你剧均贡献了可观的流量。我们假设每集价格每年增长10%-20%，而集数增长10%-15%。因此，我们认为在长期内优酷内容成本的年均增速或在20%~30%左右，支持我们对其内容成本2014-2016年复合增长率为28.5%的假设。此外，优酷声称与国际内容提供商签有长期合同。优酷一般与国际内容供应商签订三到五年合同，这实际上是一个国际惯例。这些合同以合理的价格上涨幅度写明加价公式。因此，我们认为来自国际内容提供商的内容成本可能是适度的。

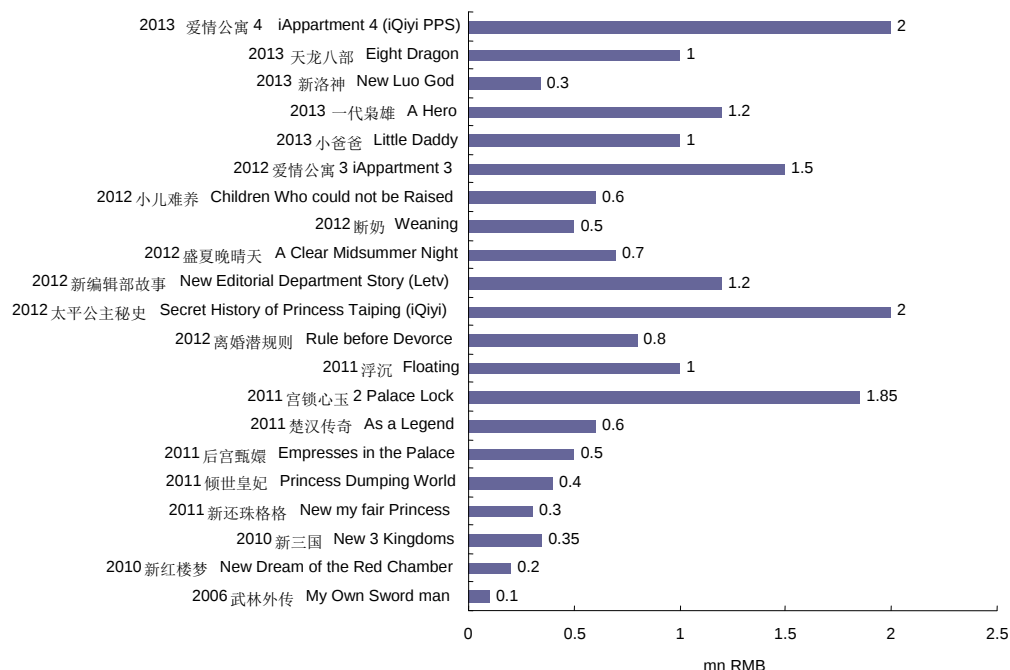
预计优酷的电视剧集价格每年增长 20%。优酷的电视剧流量有 6 个来源：中国精品剧、中国其它剧、韩剧、TVB 剧、美剧和自制迷你剧。**1) 中国精品剧、韩剧和 TVB 剧之间的竞争将会加剧，或限制剧集的价格上涨空间。**根据中国电视剧制作行业的共同观点，排名前 10-15 部电视剧称作中国精品剧，可带来大量收视率和在线视频流量，而其它电视剧则面临激烈的竞争，因中国每年出品 17,000 集电视剧。排名第一的电视剧是咱们结婚吧，在整个互联网可能创下 30 亿视频浏览量。5 大星级省级电视台和领先的在线门户都认为中国精品剧对他们的收视率和流量很重要。然而，我们认为中国精品剧、韩剧和 TVB 剧的观众群高度重合，因韩剧在时尚和爱情类有很强的竞争优势，而 TVB 可制作很好的历史类电视剧。此外，韩剧和 TVB 剧分别在华北和华南拥有稳固的观众群。我们认为韩剧和 TVB 剧都想在中国进一步增加他们的观众群。因此，我们认为韩剧和 TVB 剧将认为他们在中国的渗透率和市场份额比盈利更为重要。**2) 美剧在科幻、恐怖和魔幻类上几乎没有竞争，但其观众也限制在受过良好教育的群体内。**从领先在线视频平台的流量分析来看，我们认为美剧产生的每集流量低于热门的中国精品剧，尽管美剧的评分更高。因此，如果美国传媒集团大幅提高每集的价格，乐视网、PPTV 和其它小型在线视频平台可能会采购更少的美剧。另外，美国传媒巨头的大部分收入主要来自美国有线电视网和全球电影票房。拥有更多中国观众将可改善他们在中国的票房收入。**3) 自制内容货币化加速但收入分成比例可能增加。**我们认为自制内容制作的收支平衡点已经来到。假设每集自制内容成本达到人民币 0.3 百万元，我们认为在视频浏览量达到 2.0 百万时将会收支平衡。然而，我们认为优酷的在线迷你剧在全国的品牌认知度仍十分有限，未来的流量预期仍不稳定。有可能优酷会提高对部分主要演员、导演和主持人的收入分成比例。总体而言，我们为此 6 个类别采用 17% 的平均权重，我们得出每集价格的上涨空间在 11.7% 和 21.7% 之间，中点为 16.7%，略低于我们 20% 的预测值。

表 13: 优酷的内容成本预测

内容成本	市场结构	价格催化剂	价格限制	每集在线播放版权价格范围 (预测)	每年价格上涨预测
前 15 部中国精品剧	拍卖 (各方竞标电视剧首播权、次播权和网络播放权)	1) 对电视台收视率和网络视频门户流量的核心驱动器。2) 5 大星省级电视台之间的首播权拍卖。3) 领先网络视频门户的网络同步播放权拍卖。4) 不断飙升的顶级明星价格	1) 次播权价格可能下跌。5 大和落地卫视以外的省级卫视可能在未来十年面临较慢的收入增速和收入下跌。2) 中国精品剧、韩剧和 TVB 剧之间的竞争可能加剧。	每集人民币 1.0 百万元至人民币 2.0 百万元	30%-40%
中国其它电视剧	批发	1) 人工成本	1) 严重供应过剩。中国每年出品 17,000 集, 只有约 3,000 集可在电视台和网络视频平台播出。	每集人民币 0.1 百万元至人民币 0.5 百万元	0%-10%
韩剧	合作关系 (SBS、KBS、MBC 和领先的网络视频平台有合作关系)	1) 热门韩剧获得 8.5 至 9.5 的高评分, 并可创造与中国精品剧相当的高流量。2) 在时尚和爱情类电视剧有强大的竞争优势。	1) 长期而言, 在中国的渗透率和市场份额比盈利更重要, 因为韩剧在时尚和爱情类电视剧上与中国精品剧竞争。2) 其它电视剧类型, 如警匪、历史和战争因文化差异而流量有限。	每集人民币 0.1 百万元至人民币 0.5 百万元	10%-20%
TVB 剧	合同 (TVB 和优酷一对一合作)	1) TVB 剧有 8.0 至 9.0 的高评分, 并可产生不错的流量, 因其在华南有稳固的观众群。2) 在历史、警匪和法律类型上有良好的竞争优势。3) 历史类电视剧的成本远高于其它类型。	1) 长期而言, 在中国的渗透率和市场份额比盈利更重要, 因 TVB 剧在历史和警匪类上与中国精品剧竞争。来自中国的收入仅占其 2013 年上半年总收入的 7%。2) TVB 很谨慎, 有很好的成本控制, 不同于激进的中国电视剧出品方, 可能看好与优酷的稳固和稳定的关系。	每集人民币 0.1 百万元至人民币 0.3 百万元	10%-20%
美剧	合作关系 (6 大美国传媒集团都与领先的网络视频平台有合作关系)	1) 平均 8.5-9.5 的高评分。2) 在科幻、恐怖和魔幻类上无竞争。在警匪类上有适度竞争。3) 成本上涨。更多著名电影明星回到电视剧行业。	1) 在受良好教育群体中的渗透率有限。因此, 中小型视频平台采购很少版权。价格上涨或降低他们的购买意愿, 进一步限制中国的观众增速。2) 更多中国观众也将受益于 6 大传媒集团在中国的票房收入增速。	每集人民币 0.1 百万元至人民币 1.0 百万元	10%-20%
自制内容	投资及合作关系	1) 高质量模仿迷你剧、娱乐新闻、脱口秀、真人秀对于主流电视剧和综艺节目是最好的补充, 产生了惊人的流量。2) 货币化加速。假设每集成本人民币 0.3 百万元, 电脑端/移动端流量为 50%/50%, 15 秒前置贴片广告, 2 百万视频浏览量就可打平。3) 更高的流量可能会提高对主演、导演和主持人的收入分成比例。	1) 不稳定和有限的自制内容品牌认知度。网络自制内容制作在最近 1-2 才兴起, 收视率有限, 流量也不稳定。2) 自制内容在质量上主流电视剧不可同日而语。3) 短视频每集的货币化潜力比长视频每集小。	每集人民币 0.1 百万元至人民币 0.3 百万元	10%-20%
中国综艺节目	拍卖 (湖南卫视、浙江卫视和江苏卫视垄断着最好的综艺节目市场)	1) 寡头垄断市场。约 90% 的综艺节目网络视频浏览量来自湖南卫视、浙江卫视和江苏卫视的节目。2) 主要综艺节目的独家网络版权是影响观众网络行为的武器。	1) 长期内独家网络版权可能收窄综艺节目的播放范围。优酷和搜狐可能会减少他们对此类节目的采购。	最好的综艺节目在人民币 100 百万元至人民币 200 百万元	

资料来源: 国泰君安国际。

图 45: 部分中国电视剧的每集价格

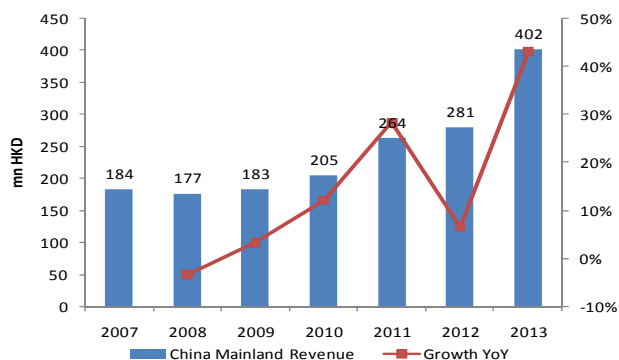


资料来源: 互联网、国泰君安国际。

TVB 是优酷长期稳固的合作伙伴。2012 年 8 月 8 日, TVB、中国文化产业基金 (CMC) 和上海文广集团 (SMG) 和合资公司上海翡翠东方传播有限公司 (TVBC) 于上海成立, 标志着 TVB 在内地的业务向前迈进了一大步。TVBC 的持股结构为 TVB 持股 55% 及 CMC 和 SMG 共同持有其余的 45% 股份。TVBC 的业务范围包括向内地电视台和互联网门户进行 TVB 节目的授权。TVBC 于 2013 年 4 月与优酷的集团公司签订了新的供应协议, 获得海量 TVB 节目在中国内地为期两年的网络版权。TVB 一度对中国内地观众产生过巨大影响, 创作了著名的大时代和射雕英雄传。目前, 我们认为中国电视剧制作人已经赶上并可创作大型精品剧, 特别在高成本历史题材上。我们认为这种一对一合作可能是在中国观众中重建 TVB 品牌的好机会。根据我们估计, TVB 电视剧已经为优酷土豆贡献了至少 10 亿视频浏览量。由于流量好以及优酷可能进口更多 TVB 系列和剧集, 我们认为 TVB 电视剧的每集价格有可能温和增长。由于来自中国内地的收入仅占其总收入的 7%, 我们认为 TVB 可能会乐于接受 40% 的收入增量, 其中 20%~30% 来自剧集数量和 15%~20% 来自剧集价格。我们的结论也与其 2013 年中国内地收入增速一致。

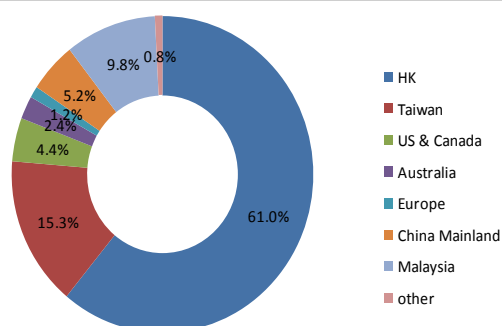
TVB 和韩国电视台在中国电视剧市场占有很小的市场份额。根据 Engroup 数据, 2013 年中国电视剧交易额可能达到人民币 108 亿元的新高, 同比增长 44.8%。由于 TVB 在广东有电视台业务, 我们预计其 TVB 电视剧网络版权将仅为人民币 200 百万元至人民币 300 百万元。对于 SBS, 其中国业务在 2013 年只贡献了约人民币 50 百万元, 同比基本持平。虽然继承者们和来自星星的你于 2013 年在中国获得巨大成功, 但 80% 的韩剧在网络视频门户的流量较小且不能在电视台观看。我们估计韩剧在中国的总销售可能在人民币 200 百万元左右。虽然 TVB 和 SBS 每年能制作高品质的电视剧, 对于 TVB 和 SBS 来说要在中国增加观众群仍有很长的一段路要走。因此, 我们认为 TVB 和 SBS 将对提高剧集销售价格持谨慎态度, 持续稳定的收入增长策略可能会对他们更有利。

图 46: TVB 的中国内地收入增速



资料来源: TVB(511.HK)、国泰君安国际。

图 47: 按区域划分的 TVB 收入构成



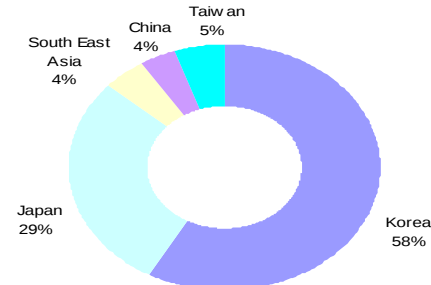
资料来源: TVB(511.HK)、国泰君安国际。

图 48: SBS 的中国内地收入



资料来源: SBS Content Hub (046140 KS)、国泰君安国际。

图 49: 按区域划分的 SBS 收入构成

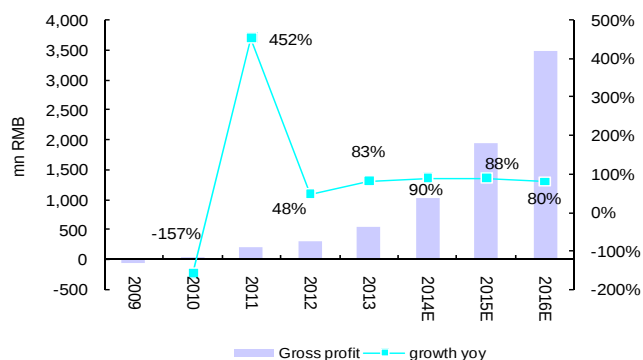


资料来源: SBS Content Hub (046140 KS)、国泰君安国际。

毛利润

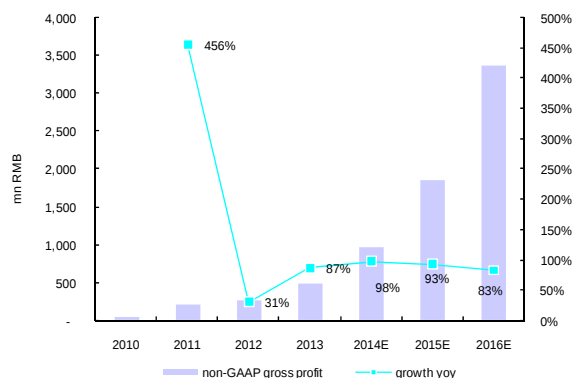
毛利润在 14-16 财年的 3 年复合增长率预计达到 84%。优酷自 2012 年录得正面的毛利润，根据我们对收入和收入成本的假设，我们认为优酷的毛利润可能保持高速增长。我们预计公司 14-16 财年的毛利润将分别达到人民币 10 亿元、人民币 19 亿元和人民币 35 亿元，同比增长 90.0%、88.3%和 80.3%，相当于 84%的 3 年复合增长率。我们预计公司 14-16 财年的非 GAAP 毛利润将分别达到人民币 9.5 亿元、人民币 18 亿元和人民币 34 亿元，相当于 88%的 3 年复合增长率。我们认为毛利润增速主要由我们对收入和收入成本增速的预期所决定。

图 50: 优酷毛利润预测



资料来源: 公司、国泰君安国际。

图 51: 优酷非 GAAP 毛利润预测



资料来源: 公司、国泰君安国际。

经营利润

经营利润和非 GAAP 经营利润预计在 15 财年达到收支平衡。优酷的经营利润扭亏对其估值很重要，正面的经营利润意味着货币化加速。我们预计公司 14-16 财年经营利润将增加至人民币-629 百万元、人民币-124 百万元和人民币 706 百万元，14-16 财年非 GAAP 经营利润将达到人民币-323 百万元、人民币 258 百万元和人民币 1,214 百万元。我们预计公司 14-16 财年经营利润率分别为-15.2%、-2.1%和 8.6%，14-16 财年非 GAAP 经营利润率分别为-7.8%、4.4%和 14.8%。我们预计公司 14-16 财年的费用占收入比（销售费用、管理费用和制作费用占收入比）分别为 40.0%、34.5%和 33.8%，将因规模效应而得到改善。公司 14-16 财年的基于股份补偿费预计将达到人民币 240 百万元、人民币 297 百万元和人民币 398 百万元，同比增长 27%、24%和 34%，占其总经营费用的 12%左右。

图 52：优酷经营利润

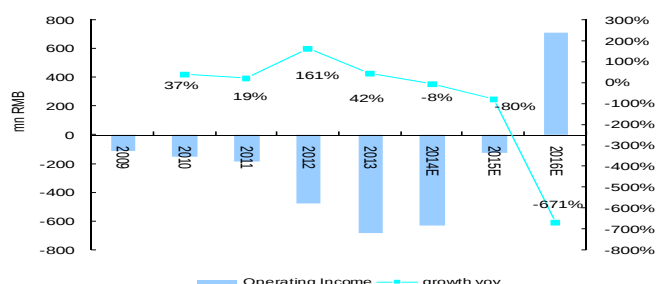
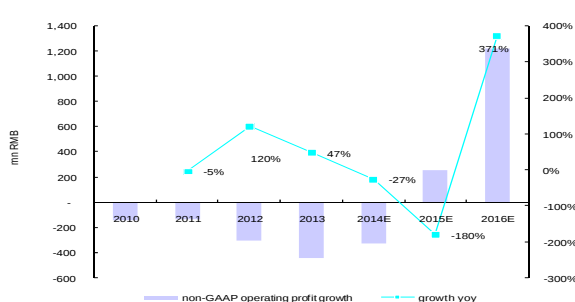


图 53：优酷的非 GAAP 经营利润预测



资料来源：公司、国泰君安国际。

资料来源：公司、国泰君安国际。

图 54：优酷的基于股票补偿

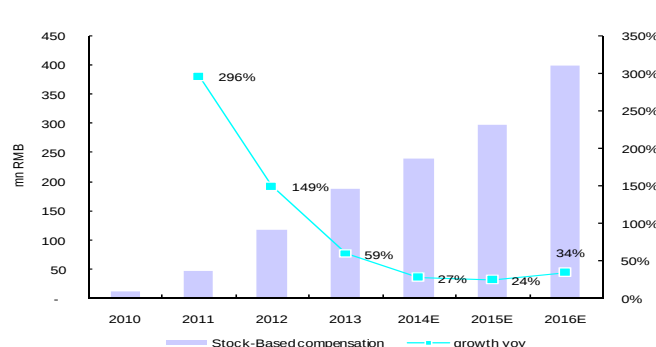
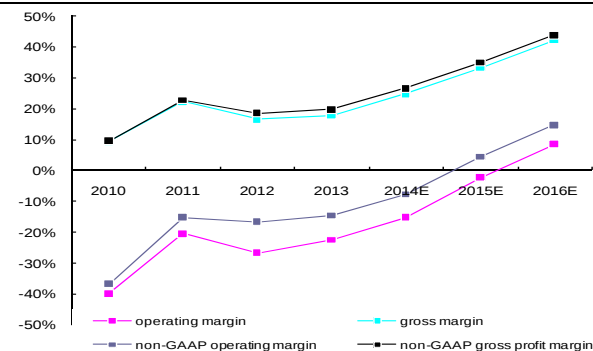


图 55：优酷经营利润率和毛利率



资料来源：公司、国泰君安国际。

资料来源：公司、国泰君安国际。

图 56：总经营费用占比

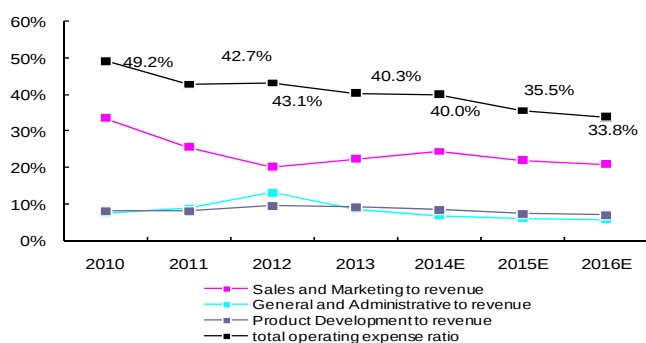
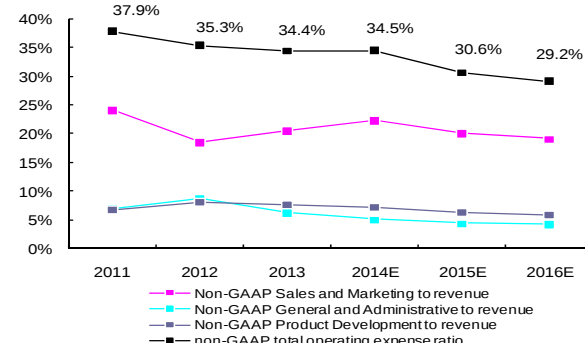


图 57：非 GAAP 经营费用占比



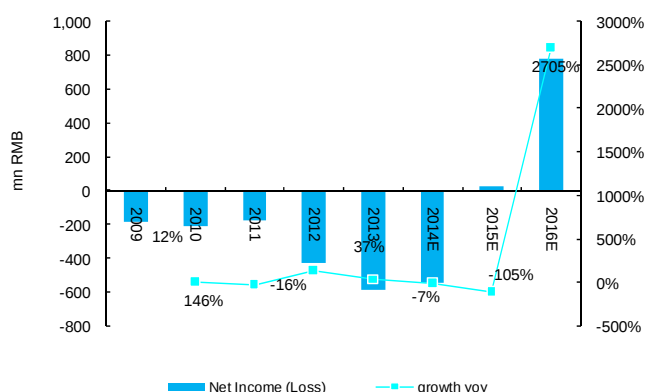
资料来源：公司、国泰君安国际。

资料来源：公司、国泰君安国际。

净利润

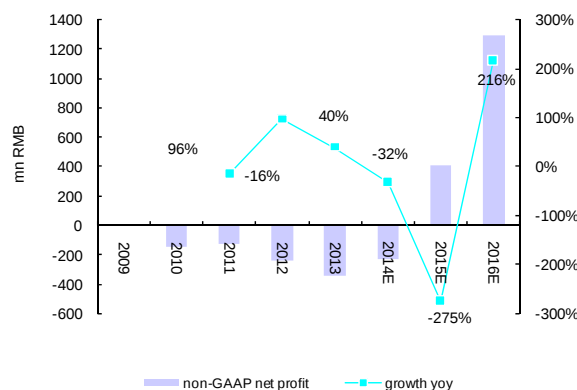
净利润和非 GAAP 净利润预计在 15 财年达到收支平衡。优酷经营利润的扭亏也意味着净利润的扭亏。由于优酷从阿里巴巴处获得约人民币 75 亿元资金，我们认为利息收入将可稍微提升其净利润。我们认为快速增长的移动端流量以及移动端流量的货币化加快将是推动优酷达到收支平衡的主要因素。我们预计公司 14-16 财年净利润将增至人民币-540 百万元、人民币-28 百万元和人民币 786 百万元，14-16 财年非 GAAP 净利润将达到人民币-234 百万元、人民币 409 百万元和人民币 1,295 百万元。我们预计公司 14-16 财年净利率分别为-13.0%、0.5%和 9.5%，14-16 财年非 GAAP 净利率分别为-5.7%、7.1%和 15.7%。我们预计公司 14-16 财年摊薄后每股 ADS 分别为人民币-2.57 元、人民币 0.13 元和人民币 3.53 元。

图 58：优酷净利润



资料来源：公司、国泰君安国际。

图 59：优酷非 GAAP 净利润预测

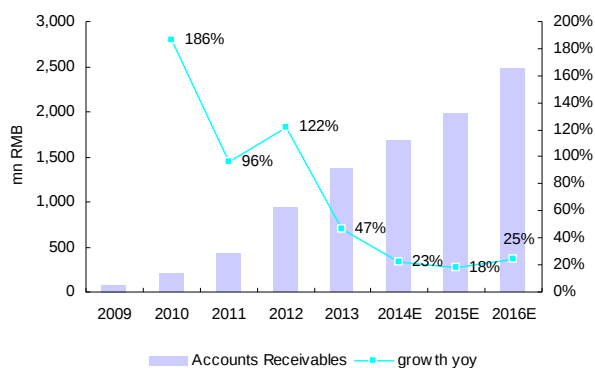


资料来源：公司、国泰君安国际。

资产负债表

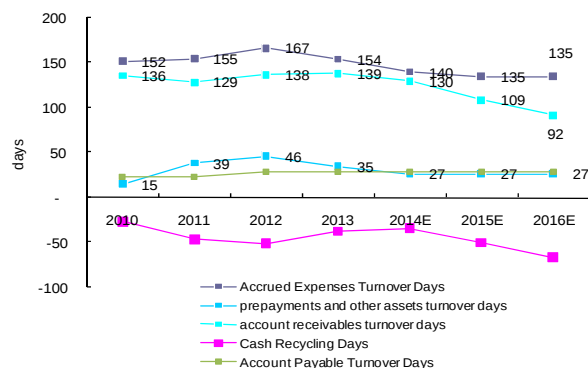
现金周转天数为负。虽然优酷 2013 年的应收账款天数为 139 天，其应计费用周转天数为 154 天。随着公司业务规模的扩张，我们认为优酷对上游电信公司、传媒集团或部分代理以及下游广告主和广告代理的议价能力将会越来越强，现金周转天数持续为负意味着优酷可从营运资金产生现金。因此，我们预计公司 14-16 财年的现金周转天数为 -34、-50 和 -67 天。

图 60：优酷应收账款



资料来源：公司、国泰君安国际。

图 61：优酷的应收账款、预付款及其它资产、应计费用和其它负债周转天数和现金周转天数



资料来源：公司、国泰君安国际。

季度预测

季节性效应可能增大。由于美国新电视剧一般在1季度和3季度开始首播，我们预计优酷的内容成本或在1季度和3季度因其新的摊销法而飙涨。由于内容成本高，优酷很有可能在14年1季度和14年3季度仍然录得亏损。我们预计优酷可能在14年2季度达到收支平衡并在14年4季度轻微盈利。由于其高收入主要由移动端流量货币化和分散内容成本策略所推动，我们认为优酷将可开始按季逐渐盈利。我们认为管理费用可能增加，因该指标于13年4季度回落至一个不正常的低水平，仅人民币21百万元或其总收入的4.5%，尽管管理层一直声称优酷和土豆之间有成本协同效应。我们预计公司14年2季度收入将达到人民币10亿元，同比增长37%，非GAAP净利润将达到-105百万元，同比增长67%。

表 14: 优酷历史业绩

人民币百万元	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13
净收入	128	198	262	309	270	387	502	636	516	753	858	901
收入成本	(114)	(145)	(195)	(244)	(293)	(310)	(377)	(520)	(502)	(563)	(775)	(647)
毛利润	14	53	68	66	(23)	77	125	116	14	190	82	254
销售及推广	(37)	(53)	(74)	(67)	(66)	(80)	(109)	(108)	(128)	(165)	(172)	(216)
一般及管理费用	(13)	(14)	(22)	(32)	(49)	(43)	(73)	(73)	(83)	(76)	(62)	(40)
产品开发	(11)	(14)	(24)	(24)	(29)	(35)	(45)	(64)	(57)	(66)	(79)	(77)
经营利润	(46)	(28)	(52)	(57)	(166)	(81)	(102)	(129)	(254)	(117)	(231)	(79)
净融资成本	(1)	1	7	9	10	11	10	9	7	7	7	8
其他收入（亏损）净额	0	(2)	(2)	(2)	3	5	1	1	14	5	5	47
税前盈利	(47)	(28)	(47)	(50)	(153)	(65)	(91)	(118)	(232)	(105)	(219)	(24)
所得税拨备	0	0	0	0	(4)	2	(0)	5	0	(0)	(0)	(1)
净利润（亏损）	(47)	(28)	(47)	(50)	(156)	(63)	(91)	(114)	(232)	(105)	(219)	(25)
基本和摊薄后每股 ADS 净亏损（人民币）	(0.450)	(0.26)	(0.42)	(0.43)	(1.36)	(0.54)	(0.67)	(0.69)	(1.420)	(0.630)	(1.310)	(0.150)
非 GAAP 每股 ADS 盈利/（净亏损）（人民币）								(0.381)	(1.110)	(0.270)	(0.959)	0.264
用于计算的 ADS（百万股）	105	109	114	114	115	116	136	164	164	166	166	167
收入成本构成												
增值税、营业税及附加费	12	20	25	32	28	42	40	59	49	74	75	78
带宽成本	56	66	92	110	113	112	137	163	161	164	182	179
服务器和其它设备折旧	9	9	10	11	12	13	18	26	22	21	22	37
内容成本	36	50	67	91	140	144	182	271	269	303	496	354
非 GAAP 业绩												
非 GAAP 毛利润								129	28	204	100	268
非 GAAP 经营利润								(77)	(203)	(56)	(171)	(10)
非 GAAP 净利润								(62)	(182)	(45)	(160)	44
基于股票补偿								39	38	49	49	53
主要同比增速%												
净收入				103%	111%	96%	91%	106%	91%	94%	71%	41.7%
收入成本				139%	157%	114%	94%	113%	71%	81%	106%	24.5%
增值税、营业税及附加费				111%	125%	107%	58%	84%	76%	78%	87%	31.0%
带宽成本				112%	101%	69%	48%	49%	42%	47%	33%	9.7%
服务器和其它设备折旧				25%	28%	43%	81%	136%	92%	68%	22%	39.5%
内容成本				246%	287%	191%	172%	199%	92%	111%	173%	30.5%
销售及推广	29%	27%	28%	22%	25%	21%	22%	17%	25%	22%	20%	24.0%
一般及管理费用	10%	7%	8%	10%	18%	11%	15%	11%	16%	10%	7%	4.5%
产品开发	8%	7%	9%	8%	11%	9%	9%	10%	11%	9%	9%	8.5%
利润率%												
毛利率	11.0%	26.7%	25.8%	21.2%	-8.4%	19.9%	25.0%	18.3%	2.8%	25.2%	9.6%	28.2%
经营利润率	-35.8%	-14.0%	-19.9%	-18.6%	-61.6%	-21.0%	-20.3%	-20.2%	-49.1%	-15.5%	-26.9%	-8.8%
净利率	-36.7%	-14.2%	-18.1%	-16.0%	-57.8%	-16.2%	-18.2%	-17.9%	-45.1%	-13.9%	-25.5%	-2.7%

资料来源：公司、国泰君安国际。

表-3: 季度预测

人民币百万元	1Q14A	2Q14E	3Q14E	4Q14E	1Q15E	2Q15E	3Q15E	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E
收入												
净收入	700	1,032	1,175	1,235	981	1,445	1,645	1,729	1,392	2,052	2,336	2,455
收入成本	(615)	(707)	(980)	(812)	(756)	(876)	(1,225)	(1,007)	(920)	(1,074)	(1,517)	(1,234)
毛利润	86	325	195	422	224	569	420	722	472	978	819	1,221
销售及推广	(187)	(248)	(282)	(296)	(216)	(318)	(362)	(380)	(292)	(431)	(491)	(515)
一般及管理费用	(47)	(72)	(82)	(86)	(59)	(87)	(99)	(104)	(81)	(119)	(135)	(142)
产品开发	(81)	(83)	(94)	(99)	(74)	(108)	(123)	(130)	(97)	(144)	(164)	(172)
经营利润	(228)	(77)	(264)	(59)	(124)	56	(164)	108	2	284	29	391
净融资成本	6	12	24	49	31	36	41	47	33	38	44	51
其他收入(亏损)净额	(2)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
税前盈利	(225)	(65)	(239)	(10)	(93)	91	(123)	156	35	323	74	442
所得税拨备	0	0	0	0	0	0	0	(3)	(4)	(32)	(7)	(44)
净利润(亏损)	(225)	(65)	(239)	(10)	(93)	91	(123)	153	32	290	66	398
每股 ADS 净亏损(利润)(人民币)	(1.338)	(0.317)	(1.158)	(0.050)	(0.536)	0.431	(0.579)	0.715	0.178	1.327	0.302	1.808
非 GAAP 每股 ADS 净亏损(利润)(人民币)	(0.883)	0.043	(0.709)	0.378	(0.158)	0.863	(0.039)	1.225	0.668	1.888	1.001	2.471
用于计算的 ADS (百万股)	168	206	207	207	173	212	213	214	178	219	219	220
收入成本构成												
增值税、营业税及附加费	63	97	98	101	80	123	125	128	100	153	156	160
带宽成本	202	190	211	207	228	215	238	234	251	237	262	258
服务器和其它设备折旧	24	26	26	44	28	30	30	51	31	33	34	57
内容成本	326	394	645	460	420	509	833	593	538	651	1,066	759
非 GAAP 业绩												
非 GAAP 毛利润	68	309	169	404	242	590	455	747	495	1,005	864	1,253
非 GAAP 经营利润	(152)	(3)	(171)	30	(58)	148	(49)	218	89	407	183	537
非 GAAP 净利润	(148)	9	(147)	78	(27)	183	(8)	262	119	413	220	544
基于股票补偿	70	60	73	71	51	72	88	86	68	97	118	116
主要同比增速%												
净收入	36%	37%	37%	37%	40%	40%	40%	40%	42%	42%	42%	42%
收入成本	23%	26%	26%	26%	23%	24%	25%	24%	22%	23%	24%	23%
增值税、营业税及附加费	29%	30%	30%	30%	27%	27%	27%	27%	25%	25%	25%	25%
带宽成本	25%	16%	16%	16%	13%	13%	13%	13%	10%	10%	10%	10%
服务器和其它设备折旧	8%	20%	20%	20%	15%	15%	15%	15%	12%	12%	12%	12%
内容成本	21%	30%	30%	30%	29%	29%	29%	29%	28%	28%	28%	28%
销售及推广	27%	24%	24%	24%	22%	22%	22%	22%	21%	21%	21%	21%
一般及管理费用	7%	7%	7%	7%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
产品开发	12%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	7%	7%	7%	7%
利润率 (%)												
毛利率	12%	31%	17%	34%	23%	39%	26%	42%	34%	48%	35%	50%
经营利润率	-33%	-8%	-22%	-5%	-13%	4%	-10%	6%	0%	14%	1%	16%
净利率	-32%	-6%	-20%	-1%	-9%	6%	-7%	9%	2%	14%	3%	16%
非 GAAP 毛利率	10%	30%	14%	33%	21%	38%	23%	40%	32%	46%	33%	48%
非 GAAP 经营利润率	-22%	0%	-15%	2%	-6%	10%	-3%	13%	6%	20%	8%	22%
非 GAAP 净利率	-21%	1%	-12%	6%	-3%	13%	0%	15%	9%	20%	9%	22%

资料来源: 公司、国泰君安国际。

估值

市值估值达人民币 422 亿元，相当于 10.1 倍 14 财年预期市销率、7.2 倍 15 财年预期市销率和 5.1 倍 16 财年预期市销率。我们的投资评级为“买入”。在同业比较中，我们认为同业的收入结构实际上大为不同，对于优酷并没有完全可比的同业。由于网络视频行业是一个货币化缓慢但有巨大货币化潜力的互联网行业，我们认为市销率（股价/销售额）或是一个测量公司估值的好指标，而不是传统的市盈率和市净率指标。由于网络视频竞争很激烈，早期货币化也可能意味着公司尚未竭尽全力来提升收入增长及占据尽可能多的市场份额。因此，我们认为市销率或是评估优酷的好指标。

同业比较

中国网络视频点播流门户网站快速货币化。我们认为优酷是未来最大的网络电视台之一，拥有高质量、快速更新和巨大的内容库。在我们的传媒行业分析中，我们认为主流网络视频门户将从传统电视台特别是质量差和内容过时的地面电视台攫取更多广告收入。主流网络视频门户的货币化前景十分光明。乐视网（300104.CH）拥有第 6 大的网络视频门户 letv.com，在电脑端和移动端平台都有快速的流量增长，与优酷的业务最为接近。然而，乐视网 2013 年收入的 35% 左右来自网络版权分发，网络广告收入仅占其总收入的 35%。13 财年乐视网来自乐视电视台的收入大幅增长。其它 2 个同业，凤凰新媒体（FENG.US）和 YY（YY.US）是都是各自细分市场的领军者。凤凰新媒体是最大的网络视频新闻提供商，YY 则是最大的直播 UGC 内容提供商。凤凰新媒体有很广泛的观众群，但短视频新闻内容的货币化潜力有限，因不可能在短新闻视频前放置 15 秒以上的广告。YY 已经创立了一个新的直播 UGC 市场，主要聚焦于音乐和游戏直播视频，几乎挤压了中国的原创 UGC 市场。然而，与主流网络门户相比 YY 的观众群很小，尽管 YY 已经发现了一个快速将其业务货币化的方法。Netflix（NFLX.US）的大部分收入来自订阅费，更为稳定和可见，而且它是美国最大的网络视频点播门户，拥有 50% 以上的市场份额。我们认为整个网络视频组的估值可能会受到 Netflix 的影响。

表 15: 同业比较

公司名称	股票代码	币种	收市价	市值		调整后市盈率					GAAP 市盈率				
				百万人民币	12A	13A	14F	15F	16F	12A	13A	14F	15F	16F	
Netflix Inc	NFLX US	USD	425.38	198,106.9	319.3	173.8	93.5	58.5	38.7	16,360.8	233.2	108.5	65.4	41.4	
乐视网-A 股	300104 CH	CNY	36.79	38,731.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	105.4	71.7	47.4	32.1	
优酷土豆	Yoku US	USD	19.79	25,900.3	n.a.	n.a.	n.a.	46.1	22.5	n.a.	n.a.	n.a.	76.8	29.8	
YY	YY US	USD	74.15	32,016.8	50.5	37.6	31.6	22.3	15.4	151.3	65.5	35.8	24.6	16.9	
凤凰新媒体	FENG US	USD	10.14	6,053.8	17.1	16.2	14.5	11.6	8.8	53.0	19.3	16.0	11.9	n.a.	
简单平均					129.0	75.9	46.5	34.6	21.4	5,521.7	105.8	58.0	45.2	30.1	
加权平均					216.0	118.8	65.2	45.1	29.2	10,792.0	174.5	84.8	58.7	35.7	

公司名称	收入（百万人民币）				市净率				市销率（股价/销售额）					
	13A	14F	15F	16F	12A	13A	14F	15F	16F	12A	13A	14F	15F	16F
Netflix Inc	3,609	4,375	5,510	6,852	6.9	16.5	27.2	33.8	44.6	1.4	4.9	4.6	3.7	3.1
乐视网-A 股	n.a.	2,165	5,240	7,661	n.a.	2.2	2.9	3.6	4.3	n.a.	14.3	5.9	4.0	3.2
优酷土豆	1,796	3,028	4,132	5,674	2.0	3.4	6.2	4.4	3.1	8.4	10.0	5.0	3.6	2.7
YY	806	1,839	3,141	4,523	3.7	8.9	7.8	11.3	16.5	3.3	9.4	8.2	5.7	4.0
凤凰新媒体	1,111	1,424	1,722	2,124	3.6	2.9	2.4	2.0	1.8	1.6	3.1	2.8	2.3	1.8
简单平均					4.0	6.8	9.3	11.0	14.0	3.7	8.3	5.3	3.9	3.0
加权平均					5.2	12.4	19.7	24.3	32.0	2.0	7.0	5.2	3.9	3.1

资料来源: Bloomberg、国泰君安国际、2014 年 6 月 24 日。

DCF 估值

我们的 DCF 模型假设如下：

- 参照 10 年期港交所基金票据，我们将无风险利率定在 2.11%。
- 我们假设市场风险溢价为 10.87% 并采用 0.83 的贝塔。因此，公司的权益成本为 11.11%。税后债务成本预计为 4.63%。
- 假设公司的债务/企业价值为 0%，加权平均资本成本为 11.11%。
- 长期自由现金流增速假设为 4.0%。

我们的敏感性分析显示优酷的估值范围应在人民币 422 亿元左右，对应 10.1 倍 2014 年预期市销率、7.2 倍 2015 年预期市销率和 5.1 倍 2016 年预期市销率。（加权平均资本成本：9.1%-13.1%；自由现金流增速：3.0%-5.0%）。根据我们的 DCF 模型，我们认为估值中点应为合理估值。

表 16: 优酷 DCF 分析

加权平均资本成本计算		DCF 计算（人民币百万元）					g=3%
		折现现金流现值（14-30 财年）					16,478
		最终价值现值					16,936
无风险利率	2.11%	净负债					(8,782)
市场风险溢价	10.87%	少数股东权益（人民币百万元）					0
贝塔	0.83	股东价值（人民币百万元）					42,195
权益成本	11.11%						
债务成本	6.17%						
有效税率(长期)	25.00%	敏感性分析					
税后债务成本	4.63%	NAV（人民币百万元）		长期增速			
		42,195	3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
		9.1%	55,652	58,161	61,161	64,812	69,351
E/(E+D) (long-term)	100.00%	10.1%	46,610	48,191	50,032	52,200	54,793
加权平均资本成本	11.35%	加权平均资本成本 11.1%	39,964	41,006	42,195	43,564	45,156
永久增长率		12.1%	34,912	35,622	36,420	37,323	38,353
	4.0%	13.1%	30,968	31,466	32,018	32,634	33,327

资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

2014 年至 2025 年的市场份额假设在 21%-29% 之间。基于艾瑞咨询 2014 年至 2017 年的预测，我们预测了中国 2014-2025 年的贴片广告和网络视频市场。由于网络视频门户的内容组合比电视台强大、网络视频渗透率不断提高、移动视频广告价格高、以及中国网络版权保护加强使盗版网络视频市场的流量减少，我们认为中国的网络视频门户将从地面电视台获得更多广告主的广告支出。我们认为未来 20 年网络视频广告市场将走上快速增长通道。我们的假设是基于按收入计算的优酷收入市场份额，其在 21% 至 29% 之间。如果网络广告市场加速或如果优酷提高其市场份额，我们可能会上调 DCF 估值。我们假设公司 14-16 财年按收入计算的市场份额分别为 21%、22% 和 25%。

目标价为每股 ADR 32.0 美元，投资评级为“买入”。我们的市值估值为人民币 422 亿元，相对我们的 DCF 估值范围无折让，对应 10.1 倍 2014 年预期市销率、7.2 倍 2015 年预期市销率和 5.1 倍 2016 年预期市销率，相当于每股 ADR 32.00 美元。我们的估值高于国际同业 5.2/3.9/3.1 倍的 2014/2015/2016 年市销率。我们认为国际同业的收入结构不同，而且中国的主流视频门户有更大的货币化潜力。

表 17: 优酷在中国视频广告市场的市场份额

	贴片广告 人民币十亿元	同比 增速 %	网络视频广告 人民币十亿元	同比 增速 %	贴片广告占总 网络视频广告 的比例 %	优酷收入 人民币十亿元	优酷净 广告收入 人民币十亿元	同比 增速 %	优酷广告收入 市场份额 %	优酷自由现金 流 人民币十亿元	同比 增速 %
2010	1.0		3.1		33%						
2011	2.4	131%	6.3	100%	38%	0.9	0.9		14%	(0.5)	
2012	4.8	100%	9.0	44%	53%	1.8	1.6	90.0%	18%	(0.5)	4%
2013	7.8	62%	12.8	42%	61%	3.0	2.7	67.1%	21%	(0.9)	91%
2014E	11.7	50%	17.8	39%	66%	4.1	3.7	38.0%	21%	(0.8)	-19%
2015E	16.1	38%	23.5	32%	69%	5.8	5.2	40.0%	22%	(0.3)	-58%
2016E	20.8	29%	29.8	27%	70%	8.2	7.4	42.0%	25%	0.5	-258%
2017E	26.0	25%	36.6	23%	71%	10.7	9.6	30.0%	26%	1.2	132%
2018E	32.4	25%	44.5	22%	73%	13.9	12.5	30.0%	28%	1.5	26%
2019E	40.6	25%	54.1	22%	75%	17.5	15.7	25.6%	29%	1.8	26%
2020E	50.7	25%	65.9	22%	77%	20.7	18.6	18.4%	28%	2.3	24%
2021E	62.3	23%	79.0	20%	79%	24.1	21.7	16.7%	27%	2.8	22%
2022E	76.7	23%	94.8	20%	81%	27.8	25.0	15.0%	26%	3.3	20%
2023E	92.0	20%	111.0	17%	83%	31.4	28.3	13.3%	25%	3.9	18%
2024E	108.6	18%	127.9	15%	85%	35.1	31.6	11.5%	25%	4.6	16%
2025E	128.1	18%	147.4	15%	87%	38.5	34.7	9.8%	24%	5.2	14%

资料来源: iResearch 12M13、公司、国泰君安国际。

财务报表

损益表	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Year end Dec. (RMB million)							
Net Revenues	387	898	1,796	3,028	4,142	5,799	8,235
Cost of Revenues	(351)	(697)	(1,500)	(2,487)	(3,115)	(3,864)	(4,746)
Gross profit	36	200	296	541	1,028	1,935	3,490
Sales and Marketing	(130)	(230)	(364)	(681)	(1,013)	(1,276)	(1,729)
General and Administrative	(29)	(81)	(238)	(262)	(288)	(348)	(478)
Product Development	(31)	(73)	(173)	(278)	(356)	(435)	(576)
Operating income	(154)	(183)	(479)	(680)	(629)	(124)	706
net finance cost	(6)	17	41	29	91	155	167
Other Income (Loss), Net	0	(6)	10	71	(2)	0	0
Change in Fair Value of Derivative Financial	(44)	0	0	0	0	0	0
Earnings before Taxes	(205)	(172)	(427)	(580)	(540)	31	873
Provision for Income Tax	0	0	3	(1)	0	(3)	(87)
Net Income (Loss)	(205)	(172)	(424)	(581)	(540)	28	786
Net loss per ADS, basic and diluted							
	(7.900)	(1.550)	(3.200)	(3.501)	(2.569)	0.129	3.525
Non-GAAP net loss (Profit) per ADS							
	(5.729)	(1.125)	(1.844)	(2.062)	(1.114)	1.891	5.807
ADS used in computation, basic and diluted mn shares							
	26	111	133	166	210	216	223
EBITDA	(67)	29	19	320	79	619	1,485

资产负债表	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Year end Dec. (RMB million)							
Current Assets							
Cash and Cash Equivalents	1,811	2,293	1,656	1,764	8,782	9,131	10,235
Short-term Investments	0	1,401	2,110	1,409	1,409	1,409	1,409
Accounts Receivables	214	421	933	1,370	1,581	1,883	2,268
Amounts Due from Related Party	2	1	0	0	0	0	0
Deferred Tax Assets	0	0	10	8	7	6	6
Prepayments and Other Assets	25	17	65	82	98	154	204
Restricted Cash	0	0	9	3	3	3	3
Intangible Assets, Net	10	16	20	52	55	57	60

Total Current Assets	2,063	4,148	4,803	4,688	11,934	12,644	14,186
Non Current Assets							
Property and Equipment, net	64	97	201	222	232	242	253
Long-term Investment in Related Party	0	2	0	0	0	0	0
Amounts Due from Related Party	2	65	0	0	0	0	0
Goodwill	0	0	4,256	4,263	4,263	4,263	4,263
Intangible Assets, Net	58	212	1,305	1,198	1,312	1,378	1,447
Capitalized Content Production Costs	0	8	0	1	0	0	0
Prepayments and Other Assets	4	144	229	198	235	371	489
Total Non- Current Assets	127	528	5,990	5,882	6,042	6,254	6,452
Total Assets	2,190	4,676	10,793	10,570	17,976	18,898	20,637
Current Liabilities							
Accounts Payable	33	57	182	214	282	333	422
Accrued Expenses and Other Liabilities	201	391	981	1,124	1,265	1,594	1,917
Advances from Customers	22	9	7	0	0	0	0
Amounts Due to Related Party	1	3	22	25	39	51	76
others	3	3	0	0	0	0	0
Total Current Liabilities	260	463	1,192	1,363	1,585	1,977	2,415
Non Current Liabilities							
Long-term Debt	18	7	0	0	0	0	0
Deferred tax liability	0	0	224	220	215	211	207
Other Liabilities	0	0	20	4	4	4	4
Total Non-current Liabilities	18	7	244	224	219	215	211
	0	0	0	0	0	0	0
Total Shareholders Equity	1,911	4,205	9,357	8,983	16,171	16,706	18,011
Total Liabilities & Shareholders Equity	2,190	4,676	10,793	10,570	17,976	18,898	20,637
BVP ADS	73.8	38.0	70.5	54.1	76.9	77.2	80.8

现金流量表	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Operating Activities							
Net Income	(205)	(172)	(424)	(581)	(540)	28	786
Depreciation	43	46	82	132	146	152	159
Amortization of Intangible Assets and Self Produced Content	45	167	416	868	562	590	620
Share Based Compensation	12	47	118	188	240	297	399
Bad Debt Expenses	1	2	10	63	72	86	104
other	47	9	(11)	(33)	0	0	0
working capital change							
Accounts Receivable	(140)	(208)	(224)	(500)	(211)	(302)	(385)
Accounts Payable	(0)	(0)	(39)	(14)	68	51	89
Restricted Cash	0	0	(9)	6	(0)	(0)	(0)
Accrued Expense and Other Liabilities	98	198	215	142	141	328	324
Advances from Customers	(2)	2	(7)	3	14	12	26
Amounts Due from Related Party	(2)	1	0	0	0	0	0
Prepayments and Other Assets	(1)	(16)	20	1	(53)	(193)	(168)
Capitalized Content Production Costs	(0)	(11)	(10)	(7)	(9)	(11)	(14)
Cash Flow from Operating Activities	(106)	64	137	269	430	1,040	1,938
Investing Activities							
Acquisition of Property and Equipment	(46)	(85)	(90)	(144)	(156)	(162)	(170)
Proceeds from Disposal of Property and Equipment	0	0	0	0	0	0	0
Cash Paid for Acquired Subsidiaries, Net of Cash Received	0	0	379	(7)	0	0	0
Acquisition of Intangible Assets	(72)	(376)	(362)	(741)	(625)	(656)	(689)
others	(19)	(1,512)	(711)	636	(191)	(33)	(190)
Cash Flow from Investing Activities	(137)	(1,973)	(784)	(255)	(972)	(851)	(1,048)
Financing Activities							
Principal Repayment on Long-term Debt	(27)	(27)	(11)	(8)	0	0	0
Drawdown of Long-term Debt	34	0	0	0	0	0	0
Principal Repayments on Short-term Loan	0	0	(32)	0	0	0	0

Proceeds from IPO and Secondary Offering, net of issuance costs	1,435	2,513	0	0	7,430	0	0
Exercise of Employee Stock Option	0	5	22	101	129	160	215
others	322	0	38	(0)	0	0	0
Cash Flow from Financing Activities	1,764	2,491	18	94	7,559	160	215
Other Adjustments							
Foreign Exchange Rate Effect on Cash	(11)	(100)	(8)	0	0	0	0
Cash Flow Net Changes in Cash	1,510	481	(637)	108	7,018	349	1,105
BB		1,811	2,293	1,656	1,764	8,782	9,131
EB	1,811	2,293	1,656	1,764	8,782	9,131	10,235

关键比率	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
GAAP							
Growth YoY							
Revenue	152%	132%	100%	69%	37%	40%	42%
Gross Profit	-157%	452%	48%	83%	90%	88%	80%
Operating profit	37%	19%	161%	42%	-8%	n.a	-671%
EBITDA	-40%	-143%	-33%	1554%	-75%	n.a	140%
Net profit	12%	-16%	146%	37%	-7%	n.a	2705%
Margins							
Gross margin	9%	22%	16%	18%	25%	33%	42%
Operating margin	-40%	-20%	-27%	-22%	-15%	-2%	9%
EBITDA margin	-17%	3%	1%	11%	2%	11%	18%
Net margin	-53%	-19%	-24%	-19%	-13%	0%	10%
Non-GAAP							
non-GAAP gross profit	35	196	257	481	950	1,835	3,362
non-GAAP operating profit	(142)	(136)	(299)	(441)	(323)	258	1,215
Non-GAAP EBITDA (Loss) Profit	(205)	(172)	(424)	(581)	(540)	28	786
non-GAAP net profit	(148)	(125)	(245)	(342)	(234)	409	1,295
Stock-Based compensation	12	47	118	188	240	297	399
Growth YoY							
non-GAAP gross profit		456%	31%	87%	98%	93%	83%
non-GAAP operating profit		-5%	120%	47%	-27%	n.a.	371%
Non-GAAP EBITDA (Loss) Profit		-16%	146%	37%	-7%	n.a.	2705%
non-GAAP net profit		-16%	96%	40%	-32%	n.a.	216%
Margins							
non-GAAP Gross margin		23%	19%	20%	27%	35%	44%
non-GAAP Operating margin		-15%	-17%	-15%	-8%	4%	15%
non-GAAP EBITDA margin		9%	11%	18%	9%	17%	24%
non-GAAP Net margin		-14%	-14%	-11%	-6%	7%	16%
ROE	-11%	-6%	-6%	-6%	-4%	0%	5%
average net margin (operating leverage)	-53%	-19%	-24%	-19%	-13%	0%	10%
asset turnover (operating leverage)	20%	29%	26%	33%	33%	35%	47%
Asset/equity (financial leverage)	115%	112%	114%	116%	47%	37%	37%
ROA	-9%	-5%	-5%	-5%	-9%	0%	12%
IC	1,952	4,222	9,364	8,983	16,171	16,706	18,011
ROIC	-10%	-6%	-6%	-6%	-4%	0%	5%
FCF	(224)	(397)	64	(622)	(350)	221	1,079
net det	(1,771)	(2,276)	(1,648)	(1,764)	(8,782)	(9,131)	(10,235)
net gearing ratio excl. minority	-81%	-66%	-21%	-17%	-62%	-50%	-52%

资料来源：公司、国泰君安国际。

附录 A：管理团队

古永锵是优酷土豆的主席和 CEO。古永锵是优酷的创始人，并自优酷于 2005 年 9 月成立起就担任优酷董事会主席兼 CEO。他在中国的互联网和媒体相关行业上有十多年经验。古先生于 1999 年至 2005 年在中国领先的互联网门户搜狐工作，使该网站从一个初创公司成长为一个纳斯达克上市的互联网媒体资产。加入搜狐之前，古先生在风险投资公司富国集团担任副总裁，从事媒体，娱乐及工业方面的创投项目。古先生于 1989 年至 1992 年在旧金山的贝恩公司任职。古先生获斯坦福大学 MBA 学位并从美国加州大学伯克利(Berkeley)分校本科毕业。

刘德乐是优酷土豆的总裁。刘德乐于 2006 年加入优酷担任优酷 CFO 兼高级副总裁。刘先生于 2012 年晋升为优酷土豆总裁。凭借在中国私募行业十多年的经验，刘先生自 2010 年同时担任优酷的董事。加入公司之前，刘德乐于 1996 年至 2005 年在加拿大鲍尔公司子公司鲍尔太平有限公司担任副总裁，期间他同时兼任数个私企的董事。刘先生于 1995 年至 1996 年在风险投资公司富国集团担任投资经理。刘先生于 2001 年在哈佛商学院进修，并获上海海事大学经济学学士学位。

图 62: 优酷主席和 CEO 古永锵

图 63: 总裁刘德乐



资料来源：公司。



资料来源：公司。

姚键是优酷土豆 CTO。姚键于 2006 年加入优酷，在产品的设计、WEB 开发、广告系统、无线业务、运营维护等各个方面带领优酷技术团队发力。加入优酷前，姚先生先后在多家公司担任技术管理职位，包括我爱卡、新东方在线、ChinaRen.com 和搜狐，负责全天候运营维护。姚先生获西南交通大学计算机科学与工程系学士学位。

徐舸是优酷土豆 CFO。徐先生于 2011 年加入优酷，担任高级财务副总裁，并于 2012 年晋升为 CFO。徐舸在财务管理、企业并购和内控方面拥有丰富的从业经验，曾先后任职于普华永道、思科、联想集团、阿里巴巴、分众传媒等国内外知名企业较早前，徐先生在美国思科任职并在北京普华永道担任审计员。徐先生获北京国际关系学院经济学学士学位，并拥有美国德克萨斯大学奥斯汀分校 MBA 及专业会计硕士学位。

图 64: 优酷 CTO 姚健



资料来源: 公司。

图 65: 优酷 CFO 徐舸



资料来源: 公司。

董亚伟是优酷土豆首席营销官。董先生于 2006 年加入优酷, 历任业务开发总监、华东总经理和销售副总裁。他于 2011 年晋升为销售高级副总裁, 看管全国的直销和代理销售团队和销售相关计划以及运营支持。加入优酷前, 他曾于搜狐任职四年。他不但有 10 多年的互联网行业经验和互联网视频推广的专业经验, 还拥有浙江大学 MBA 学位。

朱向阳是优酷土豆的首席内容官。朱向阳自 2006 年起担任优酷总编辑, 并于 2013 年晋升为首席内容官。朱先生以其在内容、运营、版权管理和互联网企业方面的经验建立和带领优酷的内容团队。加入优酷前, 他于 2004 年至 2005 年在北京飞行网音乐软件开发有限公司担任内容总监。他于 2001 年至 2004 年担任中广网 (CATV.NET) 内容运营总监, 负责互联网视频内容的组织, 版权合作和运营。他于 1999 年至 2001 年在搜狐任职, 创建搜狐音乐、娱乐频道。朱先生毕业于南京政治学院经济管理专业。

图 66: 首席营销官董亚伟



资料来源: 公司。

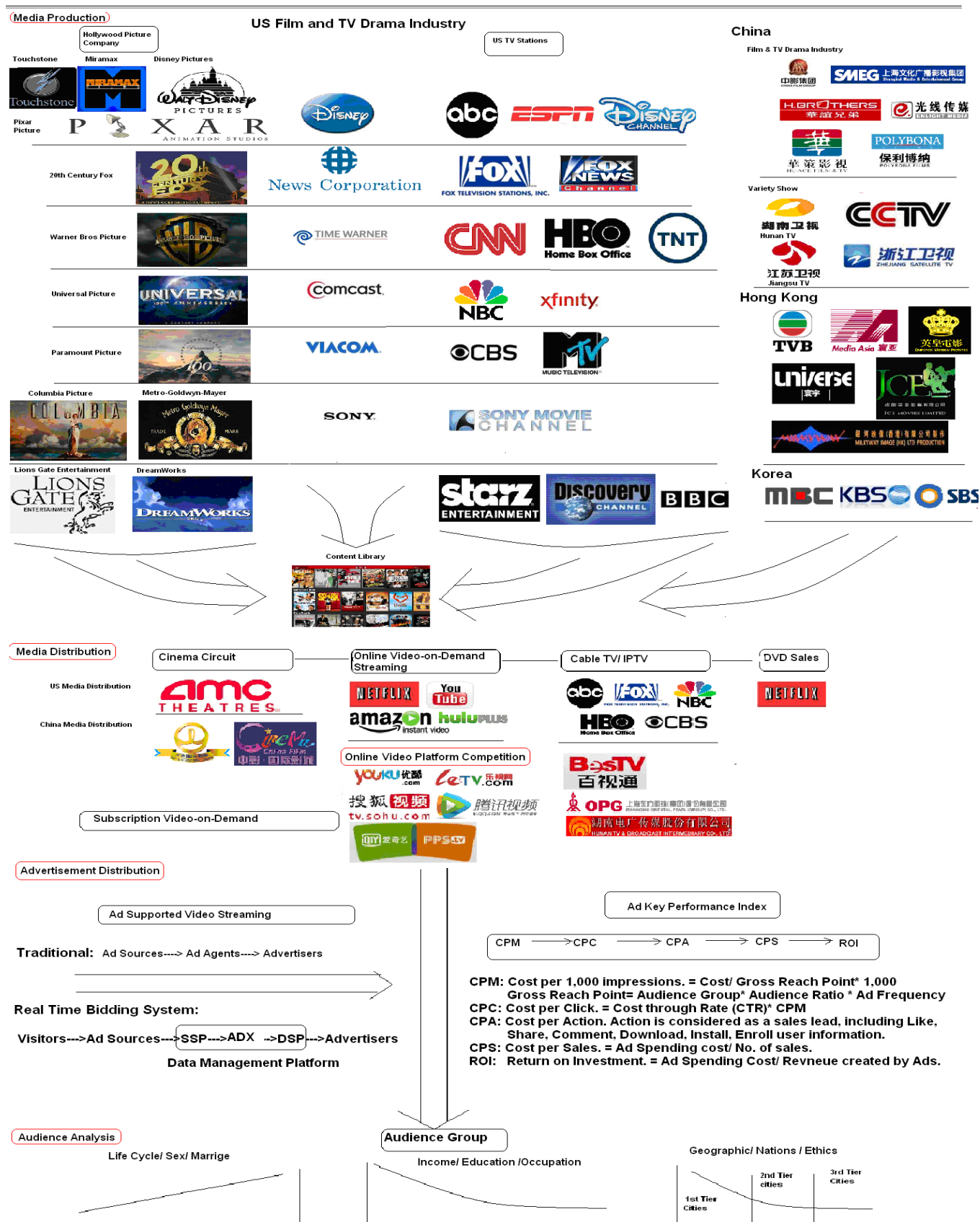
图 67: 首席内容官朱向阳



资料来源: 公司。

附录 B: 传媒行业

图 68: 传媒行业



资料来源: 国泰君安国际。

传媒制作

美国传媒业一览

6大传媒集团在美国传媒制作市场占据主导地位。主要有两点：**第一，美国电影业主导了全球票房。**2013年全球票房达254亿美元，美国票房则达106亿美元，占全球票房的41.7%。另外，全球前40部电影均为美国影业公司制作。**第二，美国电影和电视剧行业高度集中。**迪斯尼集团、新闻集团、时代华纳、康卡斯特、维亚康姆和索尼这六大传媒集团在好莱坞拥有著名的影业公司和全国主要的有线电视网。迪斯尼集团拥有达奇史东制片公司、米拉麦克斯影业公司、迪斯尼影片公司、皮克斯制片公司（部分）并拥有ABC（美国广播公司）和ESPN电视网。新闻集团拥有二十世纪福克斯和福克斯电视网。时代华纳拥有华纳兄弟电影公司和CNN（美国有线电视新闻网）、HBO电视网、TNT（特纳电视网）。康卡斯特于2013年收购了NBC环球集团，其中包括著名的环球影片公司和NBC（全国广播公司）电视网。维亚康姆拥有著名的派拉蒙影业公司和CBS（哥伦比亚广播公司）。索尼的哥伦比亚电影公司和MGM（米高梅电影公司）是好莱坞两个最大的电影内容库所有人。然而，索尼在美国只拥有索尼电影频道一个小型有限电视网。还有几个独立电影制作公司，如狮门影业娱乐公司、梦工厂和著名的有线电视频道，如BBC、探索频道和Staz。Staz是HBO（最大的电影和电视剧频道）的主要竞争对手，它制作了著名的电视剧斯巴达克斯。基本上，六大传媒集团的影片公司拥有80%以上的好莱坞电影内容库，他们的有线电视网覆盖了80%以上的美国家庭，同时制作了绝大部分的美剧。

表 18: 2013 年全球票房

排名	名称	工作室	全球	美国国内		海外
			百万美元	百万美元	%	百万美元 %
1	Iron Man 3	BV	1,215	409	34%	806 66%
2	Despicable Me 2	Uni.	970	368	38%	602 62%
3	Frozen	BV	914	369	40%	545 60%
4	The Hunger Games: Catching Fire	LGF	861	422	49%	439 51%
5	The Hobbit: The Desolation of Smaug	WB	858	255	30%	603 70%
6	Fast & Furious 6	Uni.	789	239	30%	550 70%
7	Monsters University	BV	744	269	36%	475 64%
8	Gravity	WB	698	267	38%	432 62%
9	Man of Steel	WB	668	291	44%	377 56%
10	Thor: The Dark World	BV	639	205	32%	434 68%
11	The Croods	Fox	587	187	32%	400 68%
12	World War Z	Par.	540	202	38%	338 63%
13	Oz The Great and Powerful	BV	493	235	48%	258 52%
14	Star Trek Into Darkness	Par.	467	229	49%	239 51%
15	The Wolverine	Fox	415	133	32%	282 68%
16	Pacific Rim	WB	411	102	25%	309 75%
17	G.I. Joe: Retaliation	Par.	376	123	33%	253 67%
18	The Hangover Part III	WB	362	112	31%	250 69%
19	Now You See Me	LG/S	352	118	34%	234 67%
20	The Great Gatsby (2013)	WB	351	145	41%	206 59%
	其它		12,695	5,790	46%	6,901 54%
	合计		25,404	10,468	41%	14,933 59%

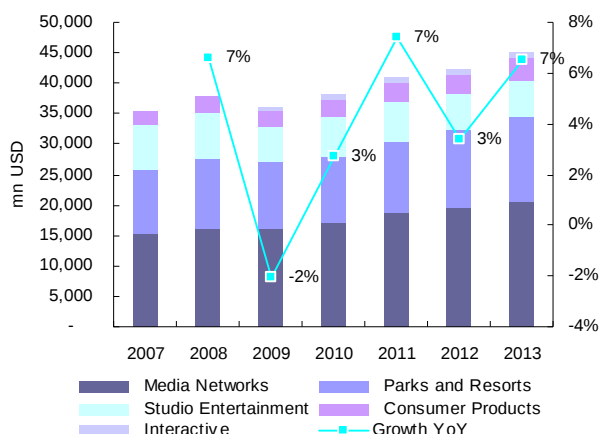
资料来源: boxofficemojo.com、国泰君安国际。

图 69: 美国最佳影片的全球票房

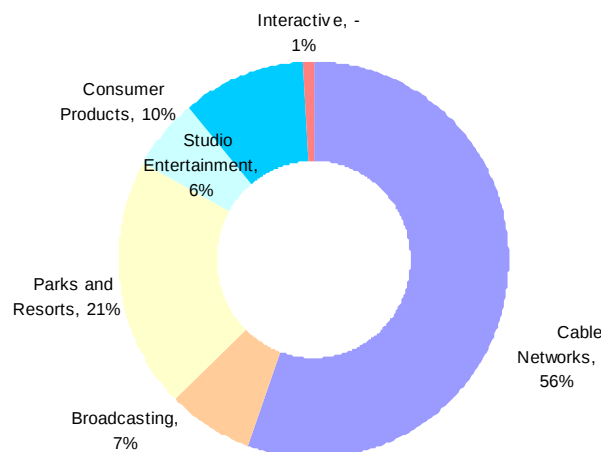
排名	名称	工作室	全球	国内 / %		海外 / %		年度
			百万美元	百万美元	%	百万美元	%	
1	Avatar	Fox	2,782	761	27.3%	2,022	72.7%	2009
2	Titanic	Par.	2,187	659	30.1%	1,528	69.9%	1997
3	Marvel's The Avengers	BV	1,519	623	41.0%	895	59.0%	2012
4	Harry Potter and the Deathly Hallows Part 2	WB	1,342	381	28.4%	961	71.6%	2011
5	Iron Man 3	BV	1,215	409	33.7%	806	66.3%	2013
6	Transformers: Dark of the Moon	P/DW	1,124	352	31.4%	771	68.6%	2011
7	The Lord of the Rings: The Return of the King	NL	1,120	378	33.7%	742	66.3%	2003
8	Skyfall	Sony	1,109	304	27.5%	804	72.5%	2012
9	The Dark Knight Rises	WB	1,084	448	41.3%	636	58.7%	2012
10	Pirates of the Caribbean: Dead Man's Chest	BV	1,066	423	39.7%	643	60.3%	2006
11	Toy Story 3	BV	1,063	415	39.0%	648	61.0%	2010
12	Pirates of the Caribbean: On Stranger Tides	BV	1,046	241	23.1%	805	76.9%	2011
13	Jurassic Park	Uni.	1,029	403	39.1%	627	60.9%	1993
14	Star Wars: Episode I - The Phantom Menace	Fox	1,027	475	46.2%	553	53.8%	1999
15	Alice in Wonderland (2010)	BV	1,026	334	32.6%	691	67.4%	2010
16	The Hobbit: An Unexpected Journey	WB	1,017	303	29.8%	714	70.2%	2012
17	The Dark Knight	WB	1,005	535	53.2%	470	46.8%	2008
18	The Lion King	BV	988	423	42.8%	565	57.2%	1994
19	Harry Potter and the Sorcerer's Stone	WB	975	318	32.6%	657	67.4%	2001
20	Despicable Me 2	Uni.	970	368	37.9%	602	62.1%	2013
Total			24,692	8,552	34.6%	16,140	65.4%	

资料来源: boxofficemojo.com、国泰君安国际。

迪斯尼 (DIS) 是全球传媒行业的一个标杆。迪斯尼于 1923 年创立, 一直是美国电影和动漫行业的领军者。迪斯尼拥有获得多次奥斯卡奖提名 (59) 和奥斯卡奖项 (22) 的记录。迪斯尼是一家综合性和多元化的传媒集团, 提供各种媒体产品和服务, 从电影和电视剧到特许消费品到主题公园和视频移动游戏。它有 5 个主要的业务分部: 电影工作室、电视网、主题公园、特许消费品和互动游戏。它主要的电影制作室迪斯尼工作室是好莱坞最知名的工作室之一。它还运营 ABC 电视网和有线电视网如迪斯尼频道、ESPN、A+E 网络和 ABC 家庭频道。热门美剧迷失和神盾局为 ABC 电视网制作。迪斯尼在全球运营 14 个主题公园, 如迪斯尼乐园、东京迪斯尼乐园、巴黎迪斯尼乐园、香港迪斯尼乐园和即将在上海开放的新迪斯尼乐园。迪斯尼互动集团制作网络游戏和移动游戏, 并于 2014 年 1 季度开始盈利 55 百万美元及录得 409 百万美元的高收入, 终结了近十年的亏损期。13 财年工作室娱乐公司、主题公园和电视网占公司总收入的 13%、45% 和 31%, 增长稳定。

图 70: 迪斯尼 (DIS US) 收入


资料来源: Walt Disney、国泰君安国际。

图 71: 13 财年迪斯尼 (DIS US) 分部业绩构成


资料来源: Walt Disney、国泰君安国际。

中国传媒业一览

中国人均票房为美国的 **1/12**。2013 年中国票房达到人民币 220 亿元的历史新高，同比增长 29%，电影院人流量超过 600 百万人次，同比增长 28%。中国人均票房达人民币 17 元，仅为美国的 **1/12**，显示出很大的上升潜力。2013 年中国人均电影院人流量仅为 0.5 人次，而美国的数据为 13.6 人次。快速增加的电影院和荧幕也带动了票房的飙升。根据我们的测算，2013 年年底中国的电影院和荧幕总数或达到 4,200 和 17,600，同比增长 34.2%和 34.2%。中国电影在中国创造了人民币 121 亿元票房，为历史高位，同比增长 46%。然而，如果中国提高美国进口电影配额，中国电影票房的增长步伐就可能会放慢。

图 72：中国票房增长

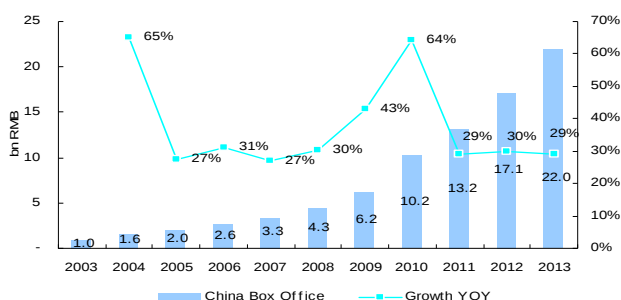
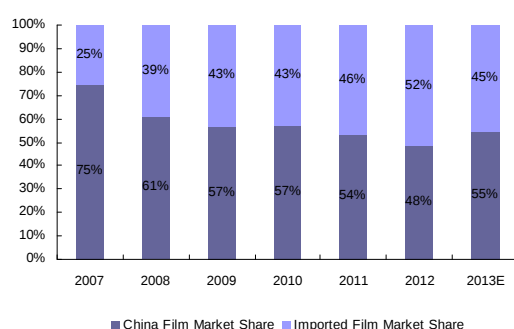


图 73：中国票房构成



资料来源：中国媒体发展报告、国泰君安国际。

资料来源：中国媒体发展报告、国泰君安国际。

图 74：中国电影票房增速

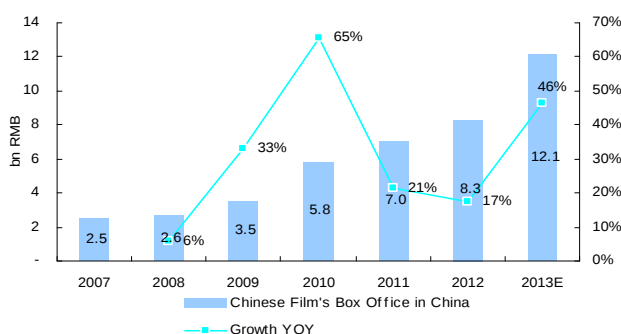
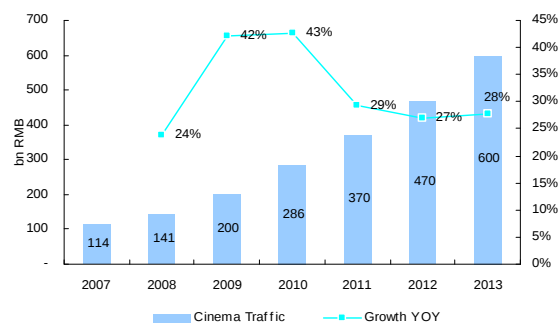


图 75：中国电影院人流量增速



资料来源：中国媒体发展报告、国泰君安国际。

资料来源：中国媒体发展报告、国泰君安国际。

图 76：中国电影院数量增速

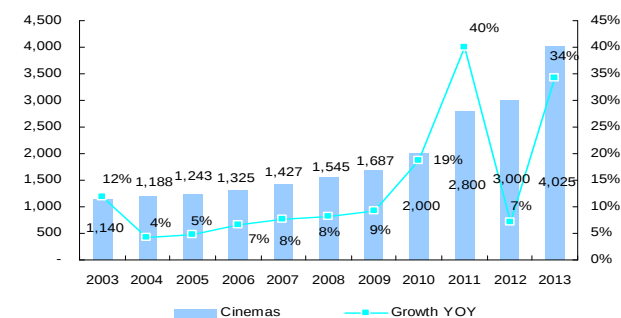
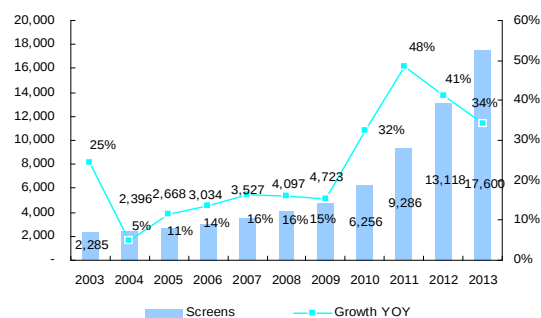


图 77：中国荧幕数量增速



资料来源：中国媒体发展报告、国泰君安国际。

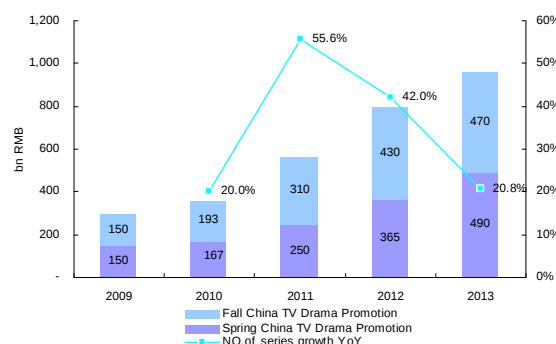
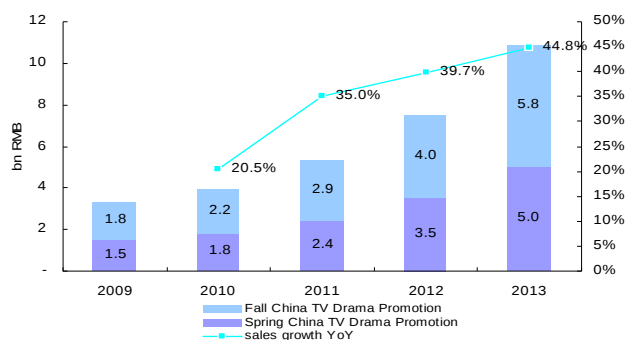
资料来源：中国媒体发展报告、国泰君安国际。

2013 年美国电影创造了中国票房的 42%。中国是美国传媒业的主要市场之一。2012 年 1 月中国将美国 3D 和 IMAX 电影进口额度从每年 14 部提高到 30 部，美国电影制片商在中国票房的收入占比将从 13% 增至 25%。根据国家新闻出版广电总局，2013 年前三季度中国总票房为人民币 164 亿元，同比增长 34.4%，进口电影票房则为人民币 69 亿元，占中国总票房的 42%。对于美剧市场，中国的网络视频公司优酷、爱奇艺、搜狐和腾讯自 2013 年将每年进口至少 50 部美剧。

中国的电视剧市场十分火热。在中国，电视剧制作商和电视剧买家在中国电视剧推介会每年会面两次。从 2007 年至 2012 年，北京电视剧推荐会在中国最大的电影制作基地之一怀柔举行。2013 年下半年中国电视剧推介会改道杭州。2013 年春季和秋季推介会的销售达到人民币 50 亿元和人民币 58 亿元的新高，是 2009 年的 3 倍多。这两届推介会的总部数和总集数均达到 980 和 35,500 的新高，同比增长 20.8% 和 32.3%。2013 年下半年 200 家电影和电视剧制片公司参加了杭州秋季中国电视剧推介会，包括中影集团、华策影视、华谊兄弟、光线传媒、海润影视、浙江影视集团和其它海外制片公司，如香港 TVB、now TV、韩国 SBS，携 470 部电视剧和 17,000 剧集，其中 65% 处筹备阶段。爱情公寓 4 在此推介会亮相，其在 2014 年 1 月创下了惊人的电视和在线视频浏览量。

图 78：中国电视剧推介会

图 79：电视剧部数

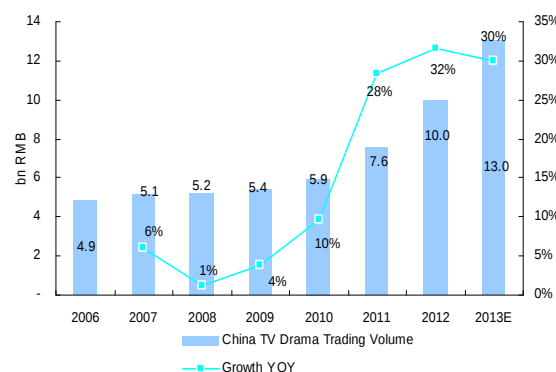
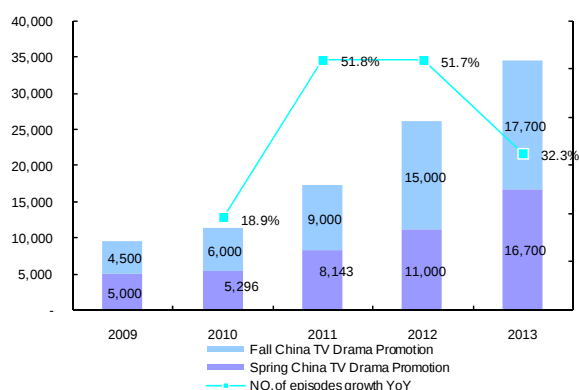


资料来源：艺恩网、国泰君安国际。

资料来源：艺恩网、国泰君安国际。

图 80：中国电视剧集数

图 81：中国电视剧在中国的成交额



资料来源：艺恩网、国泰君安国际。

资料来源：艺恩网、国泰君安国际。

韩剧市场一览

中国在线视频平台将进口更多收视率冠军的韩剧。韩国和中国有来自古代中国的同种文化根源，韩剧也以高质量闻名。1) 韩剧有 3 个主要的大公司：SBS（首尔广播公司）、CBS（韩国广播公司）和 MBC（韩国文化广播公司）。几乎所有的韩剧都由这三家公司制作或投资。2) 竞争激烈。一般情况下，媒体在每部电视剧的新剧集上演的一周后公布收视率。如果收视率不佳，电视剧就会被砍掉。2013 年 SBS 最热门的 3 部韩剧主君的太阳、继承者们和来自星星的你在韩国是收视率超过 15% 的收视率冠军电视剧。3) 高质量韩剧在中国有很高的视频浏览量。继承者们在中国在线视频平台创下了惊人的视频流量记录。在优酷，该电视剧创下 100 亿视频浏览量，略低于中国冠军电视剧我们结婚吧。新剧来自星星的你在韩国上映后即于中国在线视频平台爱奇艺和乐视网播出。到 2014 年 2 月底，该剧在韩国创下 25% 的收视率，并在爱奇艺创下近 600 百万的视频浏览量。我们预计该数字到年底将增至至少 120 亿视频浏览量。我们相信中国在线视频平台将会从韩国进口更多收视率冠军电视剧。

图 82: SBS 热门电视剧在韩国的收视率

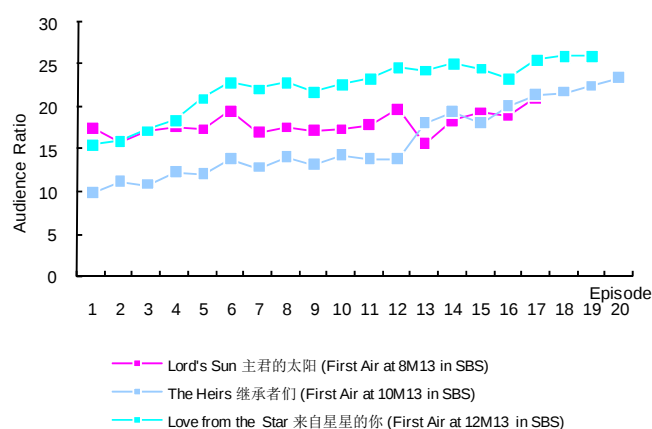
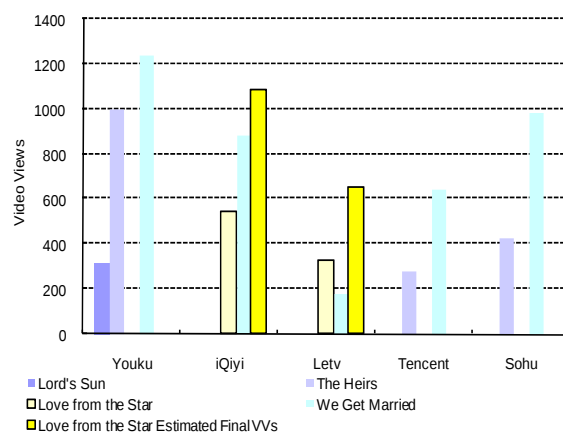


图 83: 热门韩剧在中国的视频浏览量与咱们结婚吧比较



资料来源: hjzlg.com、TNS、国泰君安国际。

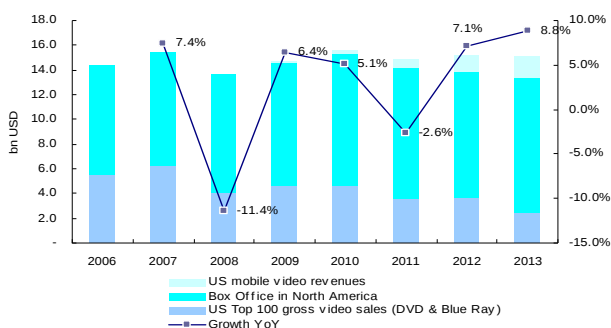
资料来源: 公司、国泰君安国际。

媒体分发

媒体分发类型

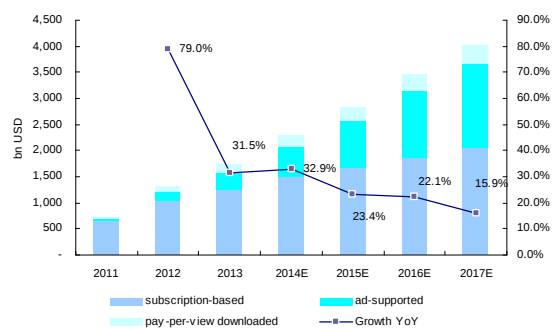
通过视频点播流的媒体产品分发给在快速增长。根据第三方 IT 咨询公司 Sandvine 的数据，在 2013 年下半年的美国高峰流量时间，Youtube 和 Netflix 占美国固定网络流量的 45% 和移动网络流量的 20%。根据第三方 IT 服务公司 NPD 的数据，2013 年 1 季度 Netflix 的在线视频点播占美国整个市场的 61%。在 Netflix 的年报中，其 2013 年 4 季度在美国和国际市场的在线视频点播流订阅收入分别为 740 百万美元和 221 百万美元，同比增长 26% 和 118%，其 DVD/蓝光光碟的销售同比下跌 16% 至 213 百万美元。根据我们统计，美国票房达 108 亿美元，同比持平，而 2013 年前 100 部美国 DVD/蓝光光碟的销售仅为 25 亿美元，同比下跌 31.3%，不到其 2007 年峰值的 50%。如果我们假设 2013 年 Netflix 有 60% 的在线视频点播流订阅市场，美国的视频点播流订阅整体市场为 45 亿美元左右，占美国票房的 41.6%。然而，Netflix 的订阅视频点播只包括美剧分发和老电影内容库分发。

图 84: 美国电影和电视剧分发



资料来源: eMarketer 4M13、国泰君安国际。

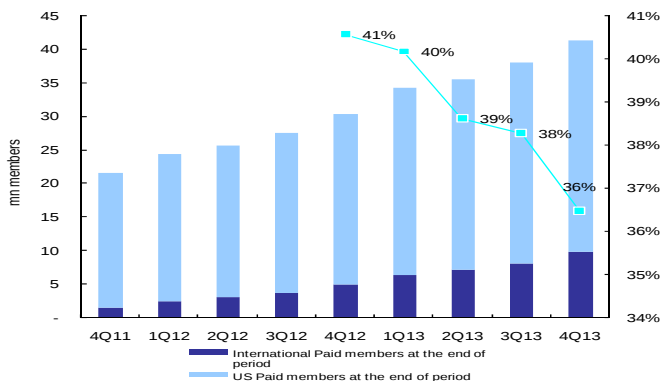
图 85: 美国移动视频收入



资料来源: eMarketer 4M13、国泰君安国际。

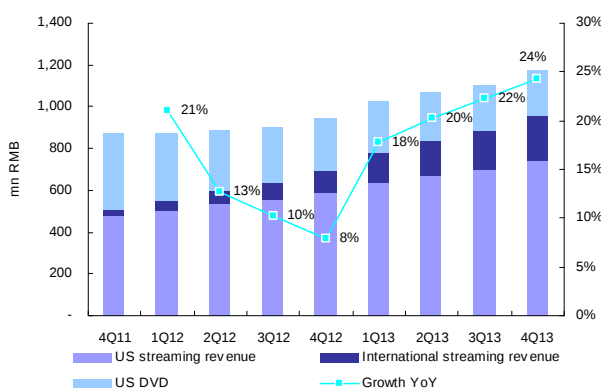
美国的订阅视频点播欣欣向荣。2013 年 4 季度最大的订阅视频点播流公司 Netflix (NFLX) 拥有超过 31.7 百万付费订阅用户，同比增长 25%，几乎覆盖 25%-30% 的美国家庭，而国际流用户达 9.7 百万，同比增长 99%。一个账户可在 2 个或 4 个不同的设备上使用，根据不同的订阅价格。Netflix 声称拥有 100,000 个在线电影内容库并有大量电视剧。13 财年总收入达 44 亿美元，同比增长 21%，其中美国流收入 28 亿美元，同比增长 26%，国际流收入 712 百万美元，同比增长 148%。美国和国际市场快速增长的收入推升了其估值。Netflix (NFLX) 市值为人民币 1,500 亿元左右，是在线视频流行业的全球领军者。

图 86: Netflix 的付费用户增长



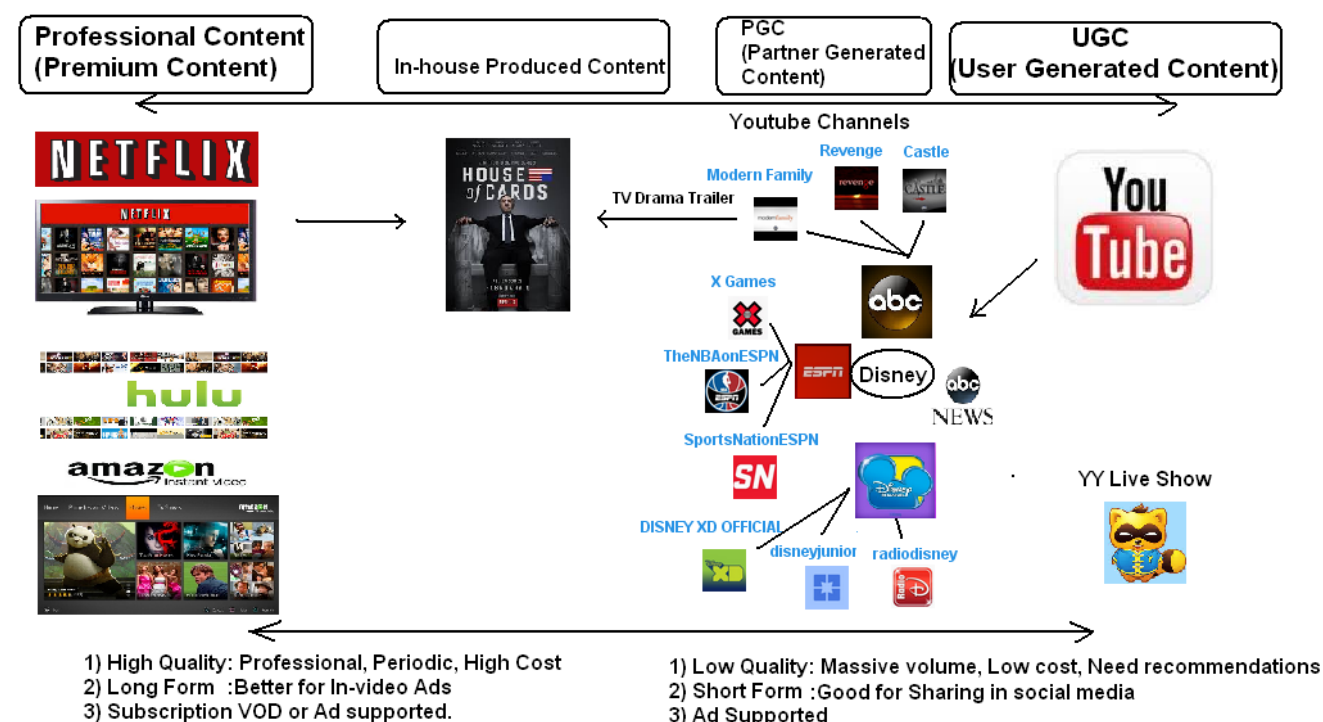
资料来源: eMarketer 4M13、国泰君安国际。

图 87: Netflix 的收入增长



资料来源: eMarketer 4M13、国泰君安国际。

图 88: 专业授权内容和用户生成内容



资料来源: 国泰君安国际。

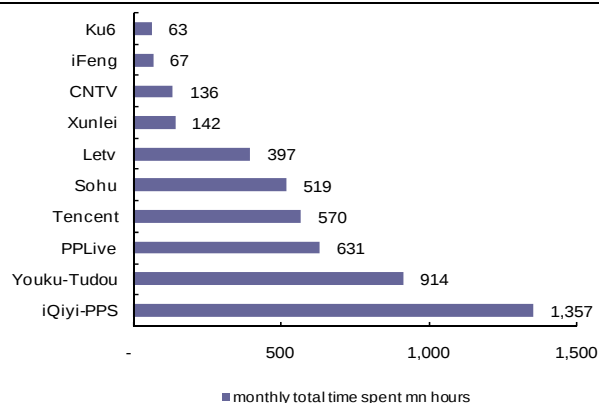
竞争

流量排名

优酷土豆一起在 2014 年 3 月电脑端的在线视频流市场排名第二。根据艾瑞咨询 2014 年 3 月的报告, 优酷土豆在电脑端排名第二, 仅次于爱奇艺-PPS。关键指标包括: 月在线时长 (百万小时)、日独立访客 (百万人次) 和月在线时长市场份额。在 2014 年 3 月, 我们可看到 1) 爱奇艺-PPS 的日独立访客达 48 百万, 在网络视频门户中排名第一, 比优酷土豆的日独立访客高 20%, 2) 爱奇艺-PPS 的总在线时长达 1,211 百万小时, 比优酷土豆的高 24.8%。3) 爱奇艺-PPS 在视频行业总在线时长的市场份额达 22.4%, 比优酷土豆高 4 个百分点。我们认为爱奇艺-PPS 有来自整个百度集团的流量和资源支持, 在综艺节目独家在线播放权的投资也更多。

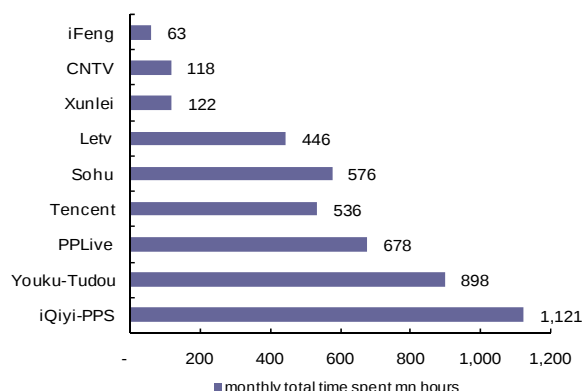
2014 年 1 季度电脑端的视频流有 3 个新趋势。比较 2014 年 1 月和 2014 年 3 月的 3 项指标后, 我们发现了 3 个趋势: 1) 电脑端用户的视频在线时长略有萎缩。从 2014 年 1 月至 2014 年 3 月, 爱奇艺的总在线时长下跌 17.4%, 而优酷土豆的总在线时长下跌 1.8%。整个网络视频业在电脑端的在线时长从 2014 年 1 月的 53 亿小时下跌 6.0% 至 50 亿小时。2) 日活跃用户也在萎缩。从 2014 年 1 月至 2014 年 3 月, 爱奇艺的日活跃用户下跌 7.8%, 优酷土豆的日活跃用户下跌 2.7%。3) 市场集中度改善。从 2014 年 1 月至 2014 年 3 月, 爱奇艺 PPS 和优酷土豆的市场份额达 29.1%, 此数字提升 10.3 个百分点至 40.4%。我们的结论如下: 由于移动端视频流量在快速增长, 以高 6 倍的贴片广告价格, 未来 3-5 年电脑端的在线视频流市场将会越来越没有意义。由于百度是电脑端但不是移动端的最大流量中心, 我们认为被百度扭曲的搜索流量在未来 3-5 年内对优酷土豆平台的影响将会越来越小。

图 89: 2014 年 1 月 PC 端每用户每月在线时长 (百万小时)



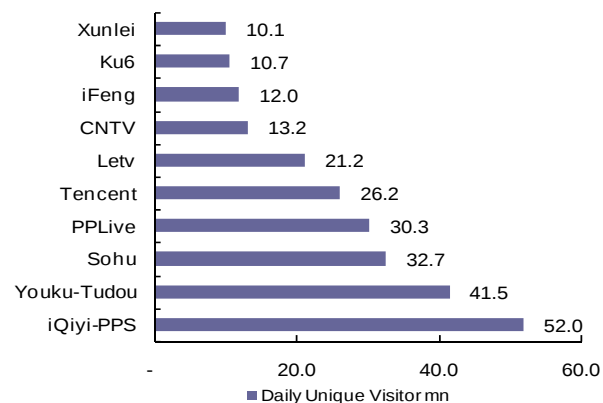
资料来源: iResearch 1M14、国泰君安国际。

图 90: 2014 年 3 月 PC 端每用户每月在线时长 (百万小时)



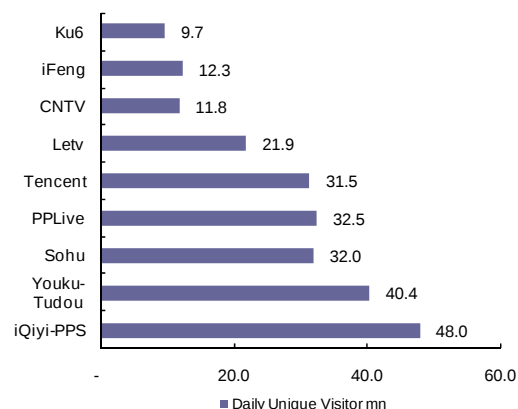
资料来源: iResearch 3M14、国泰君安国际。

图 91: 2014 年 1 月 PC 端的日独立访客 (百万)



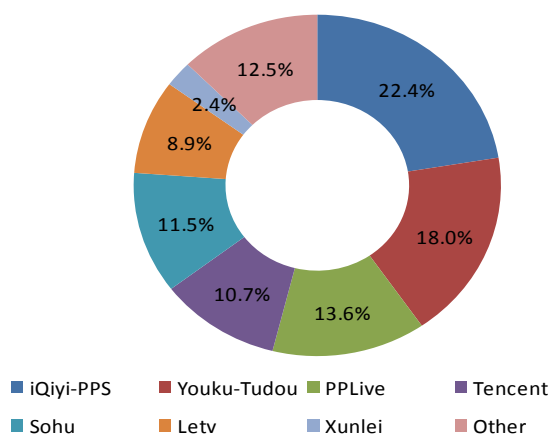
资料来源: iResearch 1M14、国泰君安国际。

图 92: 2014 年 3 月 PC 端的日独立访客 (百万)



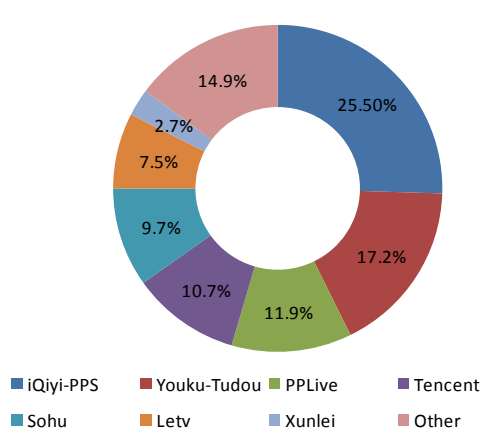
资料来源: iResearch 3M14、国泰君安国际。

图 93: 2014 年 1 月 PC 端总在线时长的市场份额



资料来源: iResearch 1M14、国泰君安国际。

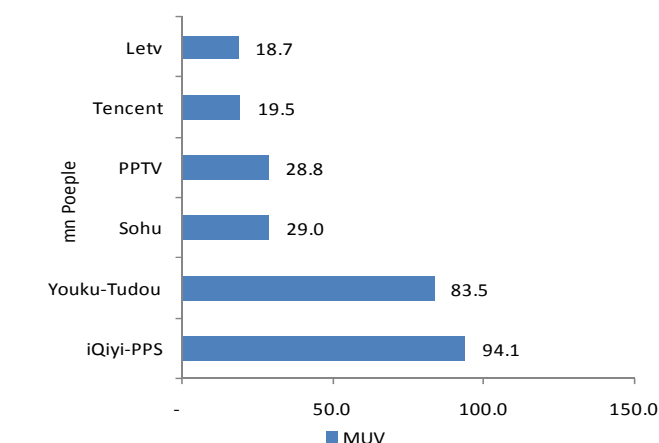
图 94: 2014 年 3 月 PC 端总在线时长的市场份额



资料来源: iResearch 3M14、国泰君安国际。

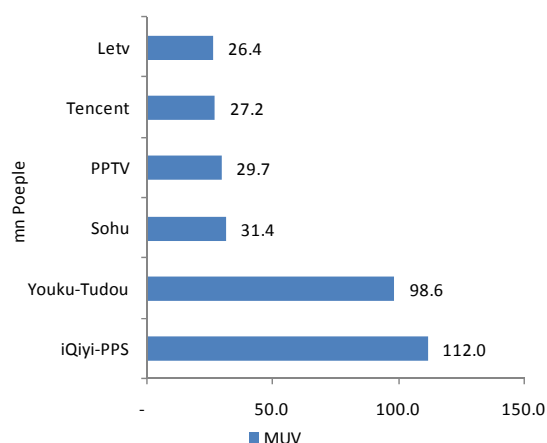
移动端流量增长强劲。根据优酷管理层表示，日视频浏览量飙升至 400 百万，季环比增长 33%。**1) 在线视频月独立访客稳步增长。**根据艾瑞 2014 年 1 月和 2014 年 3 月数据，爱奇艺-PPS 的月独立访客从 2014 年 1 月的 94.1 百万增至 2014 年 3 月的 112.0 百万，增长 19.0%，而优酷土豆的月独立访客从 2014 年 1 月的 83.5 百万增至 2014 年 3 月的 112.0 百万，增长 18.0%。在线视频流的月独立访客总数从 2014 年 1 月的 169 百万增至 2014 年 3 月的 205 百万，增长 21.5%。**2) 总在线时长激增。**2013 年 10 月在线视频业总在线时长仅为 279 百万小时，2014 年 3 月增长近 10 倍至 2,630 百万小时。**3) 市场高度集中。**从总在线时长来看，2013 年 10 月爱奇艺 PPS 和优酷土豆占 64.4%，2014 年 3 月该数字升至 74%。**4) 优酷 App 有最高的周在线时长指标。**如果我们来看视频 App 而不是视频平台，优酷 App 是行业内的主导视频 App，月独立访客为 30 百万，比爱奇艺高 50% 左右，周在线时长为 128 亿分钟，比爱奇艺高 78%。

图 95: 2014 年 1 月移动端月独立访客 (百万)



资料来源: iResearch MUT 1M14、国泰君安国际。

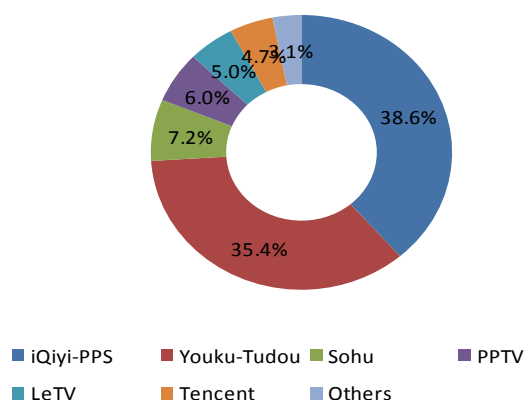
图 96: 2014 年 3 月移动端月独立访客 (百万)



资料来源: iResearch MUT 4M14、国泰君安国际。

图 97: 2013 年 10 月移动端总在线时长市场份额 (279 百万小时)

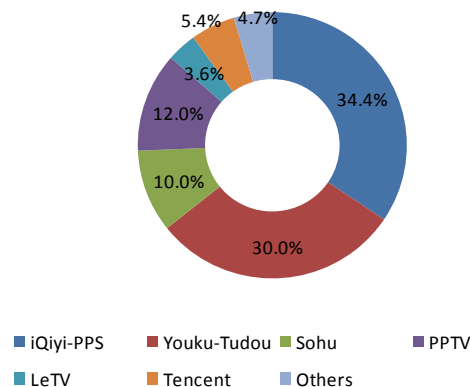
Time Spent Market Share in 4M14



资料来源: iResearch MUT 1M14、国泰君安国际。

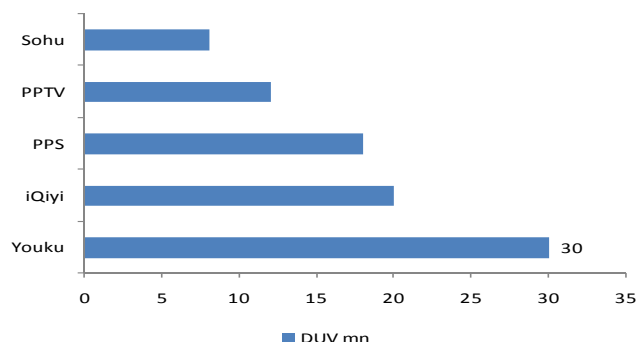
图 98: 2014 年 3 月移动端总在线时长市场份额 (2,630 百万小时)

Time Spent Market Share in 1M14



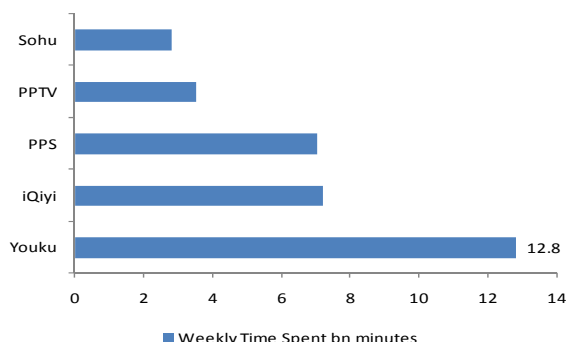
资料来源: iResearch MUT 4M14、国泰君安国际。

图 99: 2013 年 4 月移动端视频 App 的日独立访客



资料来源: iResearch MUT 4M14、国泰君安国际。

图 100: 2013 年 4 月移动端视频 App 的周在线时长



资料来源: iResearch MUT 4M14、国泰君安国际。

优酷在美剧和 TVB 剧的流量生成上仍有竞争优势。我们收集了 2014 年 3 月中国 7 大视频平台 45 部新剧（2013 年-2014 年 3 月）的流量统计。我们发现爱奇艺 PPS 和优酷土豆的差距主要是由优酷的糟糕表现所造成的。在主流电视剧上，优酷远远落后于前 5 大平台。但相比爱奇艺、搜狐、PPS、乐视网和腾讯，优酷仍然很强，特别是在美剧和 TVB 剧方面，优酷在 45 部新剧的流量统计上与 PPS 并列第一。由于优酷是首个将专业授权内容进口到中国的视频平台，观众已将美剧品牌与优酷品牌联想起来。很明显优酷在同一部美剧的流量要高得多，但此差距不会永远保持。优酷几乎拥有 TVB 剧的所有流量。由于优酷与 TVB 签订了独家网络版权，我们认为 TVB 将是优酷流量的主要推动器。

主流视频平台已经在进行差异化。我们认为独家广播权和自制内容在强化观众在网络流视频平台作出一个选择上有相同的功能。长期而言，独家广播权和自制内容可能会改变观众行为。根据我们对爱奇艺、腾讯、优酷和搜狐视频平台的研究，我们发现在 2014 年：**1) 爱奇艺购入了大量独家综艺节目。**爱奇艺购入了大量湖南卫视的独家网络广播权和几个 SBS 的流行综艺节目，爱奇艺获得了促使中国人进入爱奇艺 PPS 网络视频平台的能力。**2) 腾讯提供很好的体育视频。**腾讯可提供足球和 NBA 赛事直播视频和赛事报道，流量比电视剧或综艺节目更稳定。另外，腾讯还在 2014 年购入几个知名综艺节目的独家版权。变形计是湖南卫视最大的真人秀节目，到目前为止产生了很好的流量。**3) 搜狐有最好的娱乐新闻节目。**搜狐娱乐播报是一个每日播报、及时和有趣的娱乐视频新闻流，每天可产生 5 百万至 10 百万的视频浏览量。搜狐有来自其门户网站的强大协同效应和支持。这是搜狐将流量带至其专业内容和自制内容的最佳武器。**4) 优酷已经建立了几个迷你剧品牌和 UGC 精品品牌。**优酷的万万没想到、报告老板、嘻哈四重奏、乙方甲方和 PGC 晓说已经为中国观众所知晓。另外，优娱乐、轻松时刻和 UGC 精选在 2013 年创造了很好的流量。然而，优酷所有的自制内容都是短视频新闻或模仿内容，质量不稳定，不能跟湖南卫视的知名综艺节目长视频相比。如果优酷不能通过专业内容将流量带到其视频平台，自制内容流量可能会下降。但在长期内，如果优酷能加强其自制内容品牌，它就可将自制内容销售给其它视频平台或电视台而盈利。不过，优酷首先应使其专业内容流量保持稳定。2014 年爱奇艺和腾讯都加大了对自制内容制作特别是迷你剧的投资。百度的灵魂摆渡是打狗棍原班底制作的恐怖迷你剧。其流量现已超过 100 百万，共 20 集。腾讯也制作了探灵档案，邀请当红明星陈冠希为主演。其单集流量在最初的几周就超过了 10 百万。我们认为领先的在线视频平台可能需要数年来建立他们自己的迷你剧品牌，这将会增加领先的在线视频平台对视频内容提供商特别是中国精品剧出品人的议价能力。

表 19: 各视频平台的视频浏览量 (2013 年和 2014 年 3 月期间的 46 部高流量新剧)

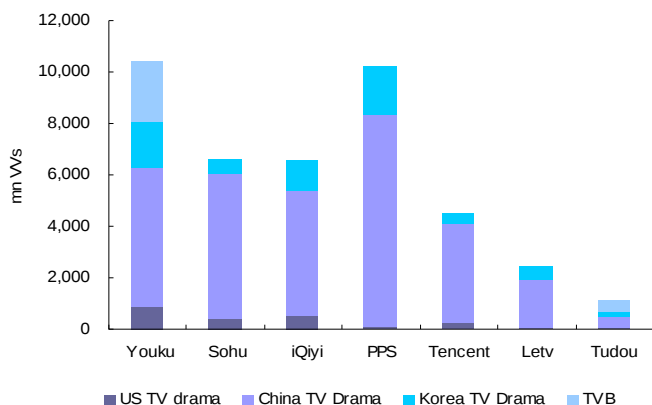
电视剧 (百万浏览量)	优酷	搜狐	爱奇艺	PPS	腾讯	乐视网	土豆
美剧							
1 复仇 S3	9	4	8	3	2	1	1
2 复仇 S2	26	2	27		4	4	13
4 绿箭侠 S2	56	20	24		14		
5 绿箭侠 S1	137	60	135		42		
6 破产姐妹 S3	88	48	40		15	11	
7 破产姐妹 S2	97	62			20	8	
9 神盾局特工	109	26	38	42	18	11	1
10 性爱大师	113	81	54	49	52	20	3
11 吸血鬼日记 S5	88	37	41		26	8	
12 吸血鬼日记 S4	114	74	158		41	2	
小计	837	412	524	94	233	65	17
国产电视剧							
1 咱们结婚吧	1,244	995	652	2,145	647	179	8
2 特种兵之火凤凰	1,239	1,129	552	14	666		8
3 烽火佳人	542	358	294	916	287	71	0
4 小爸爸	1,027	734				421	9
5 打狗棍			70	1,770			
6 一代枭雄	468	423	296	1,181	283	132	3
7 天龙八部	101	347			341	76	3
8 大丈夫	199	152	154	374	141	67	0
9 爱情公寓 4			1529				
10 乡村爱情 7	503	367			302	289	3
11 与狼共舞 2	100	118	73		91	184	
12 老兵	23	28				21	0
13 封神英雄榜		462	377	1,196	368	182	
14 隋唐英雄 3		192	169	501	232	62	
15 新闺蜜时代		233			252	174	
16 父母爱情		91	80	135	282	39	
小计	5,446	5,629	4,175	8,232	3,892	1,897	35
韩剧							
1 听见你的声音	312						10
2 百年遗产	1	85	273	822			
3 主君的太阳	324						5
4 继承者们	1,014	442			284		9
5 来自星星的你			755	814		488	
6 黄金彩虹	10	19	43	97			
7 漂亮男人			102	117			
8 韩国小姐	7	19	27	40			
9 奇皇后	1				95		
10 需要浪漫 3	58						0
11 急诊男女	61						
小计	1,788	565	1,200	1,890	379	488	
TVB							
1 冲上云霄 II	732						9
2 神枪狙击	538						19
3 情逆三世缘	281			25			
4 My 盛 Lady	187						3
5 食为奴	132						1
6 守业者	28						0
7 单恋双城	73						1
小计	1,971	0	0	25	0	0	33
46 合计	10,392	6,606	6,599	10,240	4,504	2,450	86

资料来源: 公司 2M14、国泰君安国际。

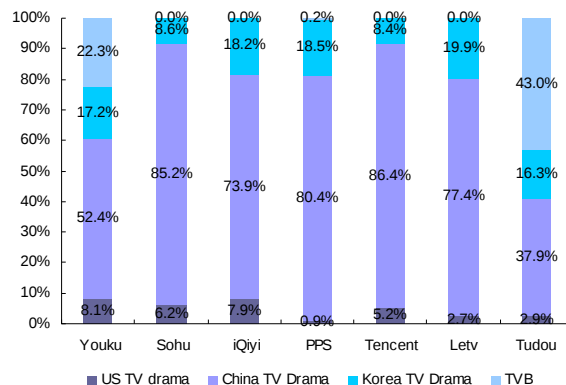
表 20: 主流视频平台独家内容和自制内容流量预测比较

2013	爱奇艺	百万浏览量	腾讯	百万浏览量	优酷	百万浏览量	搜狐	百万浏览量
独家								
1	天天向上	780	变形计 S2	640				
2	百变大咖秀	676	中国好声音 S3	500				
3	爸爸去哪儿	600	中国好歌曲	400				
4	Running Man (SBS)	364	中国达人秀 S5	390				
5	快乐大本营	312						
6	康熙来了	104						
7	我们结婚了	104						
8	我们结婚吧	94						
9	无限挑战	52						
10	人气歌谣 (SBS)	36						
独家小计		3,122		1,930				
自制								
新闻和脱口秀								
1	娱乐猛回头	548	NBA 每日集锦	400	优酷全娱乐	1,000	搜狐娱乐播报	2,920
2	爱奇艺早班机	280	NBA 播客	260	星映话	400	大鹏嘚吧嘚	250
3	时尚爆米花	78	NBA 经典回顾	40	轻松时刻	350	说出你的故事-陈鲁豫	100
4	音乐不要停	26	NBA 比赛回放	30	晓说	400	艾伦秀	10
5	圈里圈外	62	英超集锦	150	原创精选	156	鹏飞说三国	5
6	环球影讯	29	西甲意甲集锦	105	北美票房排行榜	70		
7	街拍瞬间	78	豪门战报	130	中国票房排行榜	50		
8	电视剧有戏	73	大牌驾到	150				
9	综艺大嘴巴	88	剧透	100				
10	我爱大牌	50	天天看	60				
11	帕帕帮	36	夜夜谈	52				
小计		1,349		1,477		2,426		3,285
迷你剧								
1	灵魂摆渡	250	探灵档案	300	万万没想到	400	屌丝男士 S3	400
2	废柴兄弟	200			嘻哈四重奏	200	极品女士	100
3					报告老板	200	三国热	60
4					乙方甲方	100		
5					泡芙小姐	60		
小计		450				960		560
真人秀								
			无人之境	120	侣行	200		
纪录片								
					优酷记录	200		
自制小计		1,689		1,897		3,836		3,845
Total		4,811		3,827		3,836		3,845

资料来源: 公司 2M14、国泰君安国际。

图 101: 主要网络视频门户的流量增速


资料来源: 公司、国泰君安国际。

图 102: 主要网络视频门户的流量构成


资料来源: 公司、国泰君安国际。

百度视频集团有 3 个很强的竞争优势：与视频搜索引擎的协同效应、更多免费广告资源针对爱奇艺 PPS 下载，百度集团的大量电视剧广告资源。其它竞争优势包括：大量湖南卫视和 SBS 综艺节目的独家版权、与百度文库和百度翻译的教育视频协同效应前景向好、爱奇艺和 PPS 的品牌差异化前景向好。

图 103: 爱奇艺的独家网络版权



资料来源：爱奇艺、国泰君安国际。

图 104: 百度 iPad 浏览器搜索



资料来源：爱奇艺、国泰君安国际。

百度有来自电脑端和移动端视频搜索引擎的协同效应。1) 与视频搜索引擎的强大协同效应。百度有 4 个视频平台：iQiyi.com、PPS、v.baidu.com（视频搜索引擎）、百度播放器软件。百度有 3 个高流量 Apps：爱奇艺、PPS 和百度视频。百度还在百度首页、百度浏览器和百度搜索 App 提供视频服务。百度首页和百度搜索 App 在中国的日流量最高，很有影响力。百度可将 1) 电视剧和电影名称关键词搜索流量，2) 男主角、女主角和导演的名字搜索流量，3) 娱乐新闻关键词搜索和来自百度文库、百度贴吧、百度新闻的其它流量转化到爱奇艺 PPS 平台。2) 在搜索引擎中封锁至优酷的流量。我们认为百度尝试在电视剧关键词搜索关闭至优酷的流量。我们以两部热门电视剧破产姐妹和神盾局特工为例。搜索结果显示百度在所有的结果中将爱奇艺作为第一选择。特别是在破产姐妹 2 的关键词搜索中，百度隐藏了到其它平台的选项。但是奇虎 360 搜索引擎显示的结果将优酷来源作为第一选择。对于百度视频搜索 App 和百度移动浏览器搜索中的移动端搜索，百度未显示乡村爱情故事 7 的任何结果，这是一部在优酷土豆平台热播的电视剧。很明显百度在将搜索流量扭曲至爱奇艺 PPS 视频平台。我们认为百度的行为或许不公平，但我们认为此策略在长期提升爱奇艺的视频浏览量上有效果。我们认为该情形可能在奇虎 360 获得更多搜索市场份额后改变。

图 105: 破产姐妹 2 的百度搜索结果



资料来源：百度、国泰君安国际。

图 106: 神盾局特工的百度搜索结果



资料来源：百度、国泰君安国际。

图 107: 破产姐妹 2 的 360 搜索结果



资料来源: 奇虎 360、国泰君安国际。

图 108: 神盾局特工的 360 搜索结果



资料来源: 奇虎 360、国泰君安国际。

百度集团更多广告资源为电视剧。近 70% 的流量由电视剧在视频平台首播时创造，也许是 1-2 个月的时间。因此，如果这是一部热门高质的电视剧，视频平台就应将热门电视剧放置在首页以吸引尽可能多的流量。然而，对于百度这样一个大集团来说，百度将来自星星的你放在其高流量的搜索首页，将该电视剧相关新闻放在百度新闻的头条，并将来自星星的你的任何相关搜索结果放在第一条。对于百度，这可能相当于在这部电视剧上投入了 1 个月的小通栏广告或转换搜索流量，但这足以将该电视剧的流量提高 30% 或 40%。再者，更多男主演和女主演的关键词搜索也将转换到视频平台。因此，爱奇艺 PPS 的最佳类型电视剧是时尚爱情偶像剧，其中男主演和女主演带来最多的观众流量。但对于警匪类或动作类美剧或电影，字幕在创造流量时比男主演或女主演要重要得多。

PPS 的 UGC 策略

PPS 的观众群比爱奇艺的年龄更长，受教育程度也更低。PPS 的高流量电视剧也显示出同样的结论：打狗棍、一代枭雄和封神英雄榜在 2013 年创造了近 40 亿视频浏览量，占我们统计的 45 部新剧 100 亿流量的 40%。很明显神话剧、历史剧和战争剧类型在 PPS 最受欢迎，与其它视频平台很不同。由于专业内容在中国到处都免费，很难让观众在低质量视频上花费时间，色情视频除外。对于 PPS 教育分部，我们发现大量性教育视频在第一选择中。我们认为 PPS 的差异化 UGC 策略有效，可吸引更多年龄更长和受教育程度低的观众群，保护爱奇艺品牌作为一个主流及对儿童和成人都健康的媒体品牌。PPS 还有快速更新的游戏频道。PPS 的游戏频道有大量游戏视频，包括现在最热门的 PC 端游戏，如英雄联盟、刀塔 2 和 WOW。

图 109: PPS 的教育视频搜索



图 110: PPS 的游戏视频



资料来源: PPS、国泰君安国际。

资料来源: PPS、国泰君安国际。

互联网电视(OTT)

OTT 是在线视频流媒体的新趋势之一。OTT 是多屏幕策略的另一个名称，网络视频公司可在包括电视、智能手机、平板电脑和电脑在内的多屏幕上提供合法授权内容。2013 年对于移动视频时重要的一年，因为优酷超过 60% 的视频浏览量都来自移动端，日视频浏览量达到 300 万的新高。电视市场也变成另一个战场。行业的里程碑是谷歌在 2013 年 6 月开始销售 Chromecast，该设备可将平板电脑或智能手机上播放的 Youtube 和 Netflix(3 百万免费用户)直接推送到电视上。该产品立即一售而空。然而，根据中国广电总局最近的要求，网络视频公司需要跟 OTT 牌照提供商合作在电视上播放网络内容。不过，我们不认为谷歌的方式是最后的解决方案，因在电视上放大后视频质量可能会下降。长期来说，需要来自软件、硬件和高质量电视内容的智能电视一体化解决方案。2013 年在中国，乐视网在半年的时间内售出了 30 万部智能电视，价格比市场低 20%-30%，获得了超过人民币 10 亿元收入。虽然它在电视销售上几乎没有利润，但它对每个用户每年收取人民币 500-1,000 元费用，以提供大量电视、电影和电视剧内容。优酷也与海尔电视和数传传媒(拥有 OTT 牌照)合作推出 Mooka 电视，新产品在 2013 年 2 月开始销售。

图 111: 海尔优酷 Mooka 电视



资料来源: 公司、国泰君安国际。

广告主可能在 OTT 开始后抛弃地方电视台。1) 网络视频平台有很大的内容库。我们认为广告主将抛弃地方电视台，他们将被拥有特别大和高质量内容库的网络视频流平台所代替。以优酷为例，它有 8,553 部电视剧和 4,453 部电影，向中国互联网用户播放最新的高质量中国电视剧、港剧和美剧。地方电视台暂时的竞争优势是他们的地方电视新闻，这在未来一段时间内可能被地方社交媒体所替代。有可能网络视频流平台能够识别观众的 IP 并推荐更多相关的和地方的综艺节目、电视剧和电影。我们认为领先的星级电视台将可存活下来，因他们可制作高质量的综艺节目。2) 广告类型完全可替代。只有网络视频流公司可放置与电视台相同的视频贴片广告。视频类广告很特别，因他们比文本和图片广告有更强的视觉冲击，品牌广告主需要视频类广告来加强他们的品牌认知度，如汽车生产商（大众）、食品生产商（KFC）和奢侈品生产商（香奈儿）。我们认为品牌广告主将开始从地方电视台向网络视频平台转移。3) OTT 趋势意味着电视台的观众群在萎缩。OTT 意味着网络视频流平台在从传统电视台观众群获得更多用户。虽然部分调查显示年轻中国人很少看电视，有人认为人们可能会在成家后花更多时间在观看电视上。OTT 实际上意味着电视台观众群在萎缩，收视率指标的影响力比以前要小。主要的逻辑是在观众群萎缩和收视率变得不太重要后广告主将消减对地方电视台的支持。当广告主将预算给到网络视频流平台，视频平台将带来更多来自中国、香港、韩国和美国以及全球的高质量电视剧、综艺节目和电影，但地方电视台只有有限的资金去制作高质量节目。竞争优势在扩大。目前，广电总局发布了 OTT 牌照以保护传统媒体行业的利益，但我们认为该趋势才刚刚开始并且不能被逆转。

盗版视频市场

百度对部分盗版视频网站的支持被禁止。2013 年 11 月 13 日，优酷土豆、搜狐视频、腾讯、乐视网、中国电影著作权协会、美国电影协会（MPAA）、日本内容产品流通海外促进机构（CODA）、万达影业、光线传媒、乐视影业联合发布“中国网络视频反盗版联合行动宣言”，联合对抗百度严重的网络视频盗版和盗链行为。联合行动发起方同时宣布，已向法院起诉百度、快播的盗版侵权案件共立案百余起，涉及百度盗链、盗播移动视频版权的影视作品逾万部，向百度索赔由此带来的损失 3 亿元。百度公司未经搜狐、优酷的许可，擅自通过百度视频、百度影音等软件，以定向链接、点对点传输、浏览器内嵌播放插件并主动推介等方式向公众提供大量影视节目的播放甚至下载。百度对视频网站的侵权行为全面涵盖了 PC 网页、PC 客户端、移动客户端和 TV 盒子四大领域，主要通过百度视频搜索、百度影音、百度视频 APP 和百度影棒这四个产品来完成，侵权的形式主要是盗链和为盗版视频网站提供技术、流量、收入等全方面支持。在 2014 年 2 月，百度取消了其在百度视频软件和百度视频 App 的链接，但仍通过百度联盟的搜索和收入为盗版视频网站带来流量。另外，最近快播的电信运营牌照被取消，并被处以人民币 2.60 亿元罚金。快播可能从此破产。

同步转播降低了盗版视频市场的电视剧流量。目前，领先的中国网络视频门户已经跟韩国和美国传媒集团建立了强大的对接，以准确的中文字幕同步转播高质量电视剧。在 2014 年 2 月，在优酷、爱奇艺和搜狐的同步转播美剧数量分别为 27、34 和 29 部。通常来说，中国网络视频门户会在美国有线电视网首播后六小时在中国首播无字幕的美剧，字幕将在 6 小时后添加。在 2013-2014 年，进口电视剧几乎覆盖了所有的热门美剧。2014 年 1 季度，爱奇艺与韩国的 SBS 电视台同步转播了来自星星的你，吸引了可观的视频浏览量。盗版视频市场只能从电影市场获利，因为通常不可能在中国同步转播高票房电影。通常热门新电影在美国上映至少 1-2 个月后才能在中国上映，这时盗版 DVD 将会出现在盗版网络视频网站上。因此，在优酷，有些热门电影创下的流量远低于热门电视剧系列的单集流量。

移动 App 商店压制盗版视频市场。由于苹果和谷歌与 6 大美国传媒集团有很强的对接，视频 App 禁止直接下载或播放网络盗版视频。虽然人们可以使用快播 App 从网站搜索盗版电影，但过程很麻烦，流量速度也慢于 App 的直接播放。由于更多视频流媒体流量在从电脑端转向移动端，我们相信最大的几个视频网络平台将获得比电脑端市场更多的市场份额。移动货币市场的货币化加快将使网络平台扩大和完成他们的内容库，建立比盗版视频市场更大的竞争优势。

广告关键业绩指标

广告关键业绩指标 (KPI)。我们建立了一套广告 KPI 来测量广告效果：CPM、CPC、CPA、CPS 和 ROI。我们可比较不同类型的广告效果，主要包括电视广告、纸质广告、广播广告、户外（非数字、数字）广告、互联网电脑端广告（通栏、富媒体、视频）和移动端广告（新闻推送、视频、电子券）。通常来说，视频广告有最深的印象，因观众在看和听一个生动的故事，比图片广告、文本广告和广播广告更深刻。电视广告、户外数字广告和网络视频广告的效果相当，因他们都是视频类，理论上比其他类广告更高的 CPM。户外广告和广播广告对其它类型的广告是互补的，因观众群大致都在室内接收其它类型的广告，除了移动端广告可在室内外接收。

表 21: 广告效果

广告比较	印象	观众	年龄群	曝光时间	制作成本
电视	强	大	全部	短	高
纸质	中	中	30-60+	中	低
广播	弱	中	20-50	短	低
户外					
非数字	弱	小/区域	全部	长	低
数字	强	小/区域	全部	长	高
互联网					
通栏	中	大	15-50	中	低
视频	强	大	15-50	短	高

资料来源：国泰君安国际。

CPM (千人成本、每千人印象成本)。CPM 是广告主得到所展示广告 1,000 人印象的广告支出。该指标是可用于传统广告类型和互联网广告类型 KPI 的一个关键指标。在传统广告类型中， $CPM = \text{广告支出} / \text{收视点} \times 1,000$ 。收视点 = 观众群 * 收视率 * 广告频率。对于全国性电视台，如央视、湖南卫视、浙江卫视，收视率是测量和比较他们电视节目影响的最重要指标。如果我们比较不同类型的媒体，我们会发现电视台的 CPM 在中国是最高的。根据央视调查，2010 年分众传媒的户外 CPM 和区域电视台的黄金时段广告 CPM 分别为人民币 43 元/CPM 和人民币 138 元/CPM，分别同比下跌 30.6% 和同比上升 4.3%。网络点播流媒体龙头优酷将贴片 CPM 价格从人民币 300 元降至人民币 60 元，大约是区域性电视台一半的水平。由于优酷的贴片广告和电视台广告都是视频类型，网络点播贴片广告在长期内有可能因更有竞争力的定价政策而从省级电视台攫取更多市场份额。但在短期内，网络点播流媒体和电视台的观众群可能有差异，中国的年轻人喜欢网络点播流媒体，而中年人和老年人更喜欢电视节目。

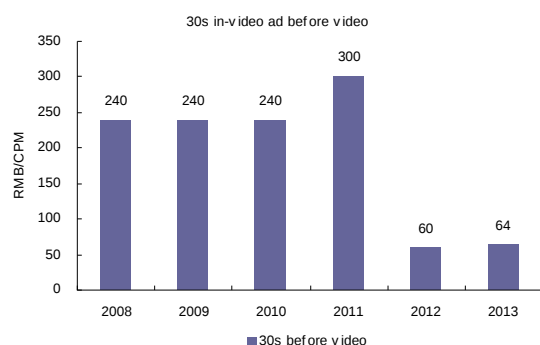
表 22: 央视市场研究所做的分众传媒 CPM 与电视台 CPM 的比较

CTR 2010 人民币/CPM	分众传媒 单个广告 CPM	区域性电视 台广告 CPM	分众传媒中高 收入群单个广 告 CPM	区域性电视台中 高收入群单个广 告 CPM	CTR 2008 人民币/CPM	分众传媒 单个广告 CPM	区域性电视 台广告 CPM	分众传媒中高 收入群单个广 告 CPM	区域性电视台中 高收入群单个广 告 CPM
上海	44	192	58	1,167	上海	54	149	72	918
北京	51	143	68	728	北京	69	126	93	756
广州	44	104	63	449	广州	62	153	87	1,119
深圳	46	113	54	233	深圳	77	110	90	589
沈阳	36	160	38	892	沈阳	48	183	63	1,101
大连	30	130	35	641	大连	53	94	78	771
天津	35	104	42	409	天津	52	114	63	839
济南	30	116	30	552	济南	45	107	55	847
青岛	59	150	72	370	青岛	65	153	81	857
南京	64	76	69	193	南京	115	214	137	1,346
西安	39	256	47	891	西安	39	195	47	1,064
成都	33	109	38	388	成都	61	134	74	880
平均	43	138	51	576	平均	62	144	78	924

资料来源：分众传媒、央视市场研究、国泰君安国际。

*电视台 17:00-24:00 时段的 30 秒电视广告。高收入群体：月收入 1 线城市在人民币 3,000 元以上，其它城市在人民币 2,000 元以上。

图 112: 优酷的视频前置 30 秒贴片广告



资料来源: 优酷、国泰君安国际。

每点击成本 (CPC)。 CPC 是一种互联网广告模式, 用于将流量导入网站, 广告主在广告被点击时向发行商 (一般是网站所有者) 支付。有了搜索引擎, 广告主一般对跟他们目标市场相关的关键词短语进行竞标。内容站点通常是按每个点击收取固定的费用, 而不是使用竞标系统。CPC “展示” 广告, 又称 “通栏” 广告, 是将同意展示的广告显示在网站或搜索引擎结果中。点通率 (CTR) = CPM / CPC * 1'000。点通率是捕捉客户对互联网广告首次反应的指标。大多数商业网站都旨在引导访问者在广告展示产品中看更多内容或将访问者流量直接转换到他们的电商网站。然而, 有可能访问者未点击网络广告但获得足够的印象或提示而在线下店铺购买广告主的产品。根据 Spruce Media 一家与 Facebook 紧密合作的第三方咨询公司的数据, 在 Facebook 的 2013 年第 2 季度业绩中, Facebook 在美国和加拿大的 CPM 和 CPC 远高于澳大利亚、墨西哥和南非。其次, Facebook 移动新闻推送的点通率远高于电脑新闻推送, 几乎是 3 倍, 显示移动端的广告效果更好。再者, 对于有品牌策略的广告主, 如 KFC, 他们可能更喜欢通过获得更多印象来建立潜在客户的认知度, 因此 CPM 是更合适的指标。对于网络业务广告主, 如电商或网络游戏制作者, 转换更重要, 因他们的业务模式建立在网站流量上。

表 23: Facebook 的 CPM、CPC 和 CTR。

Fackbook 2Q13	印象	点击	CPM	CPC	CTR
国家	百万次	百万次	美元	美元	
美国	29,087	34.54	0.59	0.50	0.118%
加拿大	4,757	2.87	0.42	0.67	0.063%
澳大利亚	346	0.45	0.52	0.41	0.127%
墨西哥	1,163	1.80	0.15	0.10	0.150%
南非	141	0.15	0.31	0.29	0.107%

资料来源: Facebook 2Q13、Spruce Media、国泰君安国际。

每行动成本 (CPA)。 每行动成本或 CPA (有时也称每行动付费或 PPA; 亦称每转换成本) 是一种网络广告定价模式, 即广告主为每个特定的行动付费, 如页面链接、分享、评论、下载、安装或注册用户信息。访客在流量网络广告后的行动可能被视为访客对广告主的产品有额外兴趣, 并可被视为销售线索。另一个模式对于销售线索更准确: 每引导成本或 CPL 是一种网络广告定价模式, 即广告主就一个对广告主产品感兴趣的消费者的成功注册付费。它也称作网络引导生成。

每销售成本 (CPS)。 在互联网广告语言中, CPS 或每销售成本是一种网络广告定价模式, 即广告主就一笔成功的交易 (可以是销售产品或提供服务) 付费。该指标对于电商公司衡量广告投放的效果可能更有效。然而, 在电商中它通常还有收入分成计划的另一层含义。电商网站采用收入分成向关联企业就关联企业通过各种广告模式推荐的客户所产生的销售收入 (一般不含税费、运费和客户支付的其它第三方成本) 支付一定比例的费用。

投资回报 (ROI)。 ROI 对于广告主基本上是最重要的指标, 因为它显示广告对你业务产生的真实收入。对于电商而言, 有可能从购物网站转换来的流量可比门户网站流量创造更多的每单收入, 因为基于相同的 CPS 指标购物网站的访客可能有更强的购物动机。该指标被广告主用于所有类型的媒体中来衡量广告有效性, 是一个非常直接的指标。从 CPM、CPC、CPA (CPL)、CPS 到 ROI, 对于互联网广告这是一个十分完整和严谨的广告业绩衡量规则。

网络视频观众

美国网络视频观众群

美国互联网用户的媒体在线时长在转移。1) 移动媒体在线时长在快速增长。根据 eMarketer 数据, 在 2013 年 7 月, 总媒体在线时长仅略增至 725 分钟, 同比增长 2.8%, 而数字媒体在线时长同比增长 15.8%。在数字媒体在线时长中, 移动媒体在线时长将增至 141 分钟, 同比增长 48%, 几乎是 2011 年的 3 倍, 占总媒体在线时长的 19.4%, 但电脑端的媒体在线时长在 2013 年下降 5.2% 至 139 分钟。2) 社交媒体和视频流媒体成为移动端媒体消费中最受欢迎的类型。在 2013 年, 社交媒体和视频流媒体的总在线时长达到 40 分钟和 25 分钟, 同比分别增长 3.5% 和 4.5%, 占电脑端网络媒体总在线时长的 28.8% 和 8.0%。而在智能手机端, 社交媒体和视频流媒体的总在线时长达到 19 分钟和 8 分钟, 同比分别增长 91.6% 和 103.2%, 占智能手机媒体总在线时长的 28.4% 和 12.0%。

表 24: 2010-2013 年美国成人在主要媒体的每日在线时长占比

分钟和占总数的%	2010	2011	2012	2013
数字	191	229	273	316
移动	23	48	95	141
在线	142	153	147	139
其它	25	28	31	36
电视	264	274	278	271
广播	96	94	92	86
印刷	50	44	38	33
其它	45	37	29	20
合计	646	678	709	725
占总数的%				
数字	29.6%	33.8%	38.5%	43.6%
移动	3.6%	7.1%	13.4%	19.4%
在线	22.0%	22.6%	20.7%	19.2%
其它	3.9%	4.1%	4.4%	5.0%
电视	40.9%	40.4%	39.2%	37.4%
广播	14.9%	13.9%	13.0%	11.9%
印刷	7.7%	6.5%	5.4%	4.5%
其它	7.0%	5.5%	4.1%	2.8%
增长%				
数字		19.8%	19.1%	15.8%
移动		107.0%	97.4%	48.0%
在线		7.8%	-4.2%	-5.2%
其它		10.3%	12.2%	16.2%
电视		3.7%	1.5%	-2.4%
广播		-2.1%	-2.2%	-6.4%
印刷		-11.4%	-13.1%	-14.8%
其它		-17.5%	-22.0%	-30.2%
合计		5.0%	4.6%	2.3%

资料来源: eMarketer, 7M13。18 岁以上; 每种媒体的在线时长包括该媒体的所有在线时长, 不管是不是多任务。例如, 1 小时电视和 1 小时网络, 包括桌面和笔记本电脑的所有互联网活动。

表 25: 2010-2013 年美国成人每日在部分数字活动上的平均在线时长占比

分钟和占总数的%	2010	2011	2012	2013
在线	142	153	147	139
同比增速		7.7%	-3.9%	-5.4%
社交网络	25	35	39	40
同比增速		41.0%	10.3%	3.5%
占在线的%	17.5%	22.9%	26.3%	28.8%
视频	6	13	24	25
同比增速		118.1%	84.2%	4.4%
占在线的%	4.2%	8.5%	16.3%	18.0%
智能手机	10	22	43	67
同比增速		120.0%	95.5%	55.8%
社交网络	1	4	10	19
同比增速		286.6%	149.4%	91.6%
占智能手机的%	10.30%	18.10%	23.10%	28.40%
视频		2	4	8
同比增速			99.8%	103.2%
占智能手机的%		9.00%	9.20%	12.00%
平板电脑	1	12	40	63
同比增速		1100.0%	233.3%	57.5%
社交网络		1	5	12
同比增速			441.7%	130.2%
占平板电脑的%		8.0%	13.0%	19.0%
视频		0.1	0.5	2.3
同比增速			553%	337%
占平板电脑的%		8.3%	10.0%	19.0%

资料来源: eMarketer, 7M13。18 岁以上; 每种媒体的在线时长包括该媒体的所有在线时长, 不管是不是多任务。例如, 1 小时电视和 1 小时网络, 包括桌面和笔记本电脑的所有互联网活动。

50 岁以下的受教育程度高和高收入群体倾向于观看或下载网络视频。观看或下载视频的在线成人占比在过去 4 年继续增长, 从 2009 年 69% 的成人互联网用户到今天的 78%。1) 50 岁以下的网络成人引领着在优酷或 Vimeo 等视频分享网站观看视频及在线观看视频的方式, 包括在社交网络站点或使用移动 App。2) 上过大学的网络成人观看或下载网络视频的可能性比没上大学的更大。3) 高收入家庭的网络成人比中低收入家庭的更有可能观看或下载网络视频。

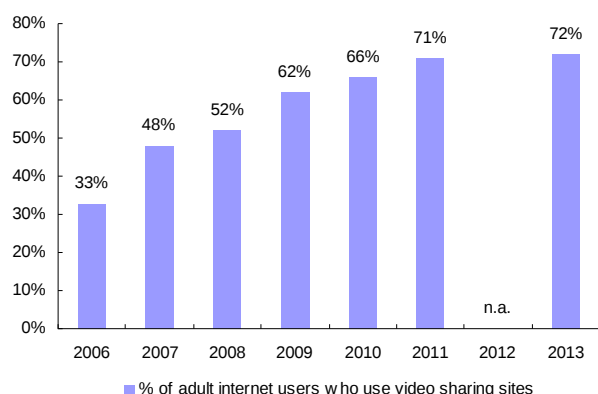
表 26: 2013 年 8 月美国网络视频用户行为调查

所有	成人互联网用户在每组的占比	18-29	30-49	50+
72%	在 YouTube 或 Vimeo 等视频分享站点观看视频	92%	81%	50%
56%	在线观看视频, 包括社交网络站点或使用移动 App	76%	64%	34%
36%	下载视频文档到电脑或手机以随时播放	44%	45%	22%
78%	观看或下载网络视频的总人数	95%	87%	58%
所有	成人互联网用户在每组的占比	College grad	Some college	No college
72%	在 YouTube 或 Vimeo 等视频分享站点观看视频	75%	75%	67%
56%	在线观看视频, 包括社交网络站点或使用移动 App	61%	62%	44%
36%	下载视频文档到电脑或手机以随时播放	42%	40%	25%
78%	观看或下载网络视频的总人数	83%	80%	71%
所有	成人互联网用户在每组的占比	\$75,000 or more	\$30,000-\$74,999	Under \$30,000
72%	在线观看视频, 包括社交网络站点或使用移动 App	66%	52%	54%
56%	在 YouTube 或 Vimeo 等视频分享站点观看视频	82%	66%	72%
36%	下载视频文档到电脑或手机以随时播放	41%	33%	39%
78%	观看或下载网络视频的总人数	87%	74%	76%

资料来源: 2013 年 7 月 25 日-7 月 28 日皮尤研究中心的互联网和美国生活项目综合调查。N= 781 个 18 岁和以上的互联网用户。访谈以英语在固话和手机上进行。基于所有互联网用户的结果错误率为 +/- 4.1%。

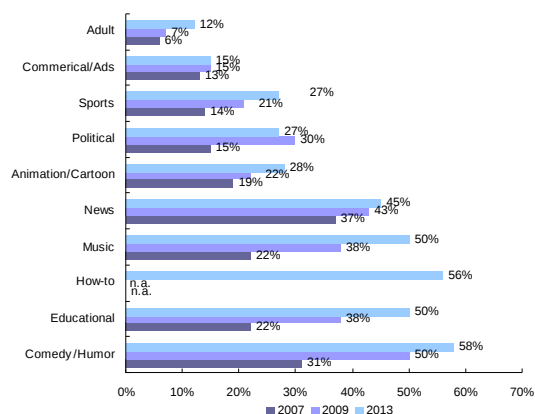
美国成人互联网用户最喜欢喜剧/幽默视频。2005 年视频分享站点 YouTube 的出现以及之后其它视频分享站点如 Vimeo 已经成为张贴、观看和下载视频的网络成人用户占比不断增长的驱动力。皮尤研究中心于 2006 年最先开始测量这些站点的使用，使用视频分享站点的网络成人用户占比已经从 33% 增至现在的 72%。正如皮尤研究中心于 2009 年所发现的，喜剧和教育类视频时最为广泛观看的视频类型，全部网络成人用户中的 58% 表示他们观看喜剧/幽默类视频，50% 表示他们观看教育类视频。这两种类型已被 how-to videos 列为最受欢迎视频。现在的调查是皮尤研究中心首次测量此类型，发现 56% 的网络成人用户在观看 how-to videos。音乐视频在全部网络成人用户中的浏览量增幅最大，在 2009 年到 2013 年期间从 32% 增至 50%，使其成为所调查类型中最受欢迎的类型。

图 113: 2006–2013 年视频分享站点使用率



资料来源: iResearch 8M13、国泰君安国际。

图 114: 成人互联网用户的网络视频类型喜好



资料来源: iResearch 8M13、国泰君安国际。

中国网络视频观众

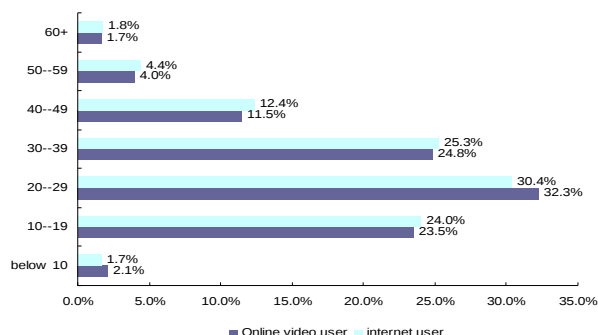
中国网络视频业受到快速增长的网络视频观众群、网络视频观众日在线时长和网络广告收入所推动。我们认为这 3 个因素每者之间高度相关，在这 3 个因素之间可能有一个正面反馈圈：更多网络视频观众群增加更多网络视频日在线时长；更多网络视频日在线时长创造更多贴片广告资源并使品牌广告主可在网络视频平台投入更多预算；因更多收入来自品牌广告主，网络平台可购买更多高质量专业内容以吸引视频观众、强化对传统电视台的竞争优势。

中国的网络视频观众增长

中国的网络视频观众群规模对品牌广告主很重要。由于品牌广告主想要把新产品信息传递给尽可能多的受众，网络观众群规模将直接决定品牌广告主可能在网络广告上投放的比例。然而，网络视频用户群来自互联网用户群，这可能受到城镇化的制约。根据 CNNIC 数据，2013 年中国的网络视频用户群已达到 428 百万，同比增长 15.2%，占总互联网用户的 69.3%。我们对城镇人口、互联网用户群和网络视频用户群做了预测，我们发现每个群的增长都有几个障碍。

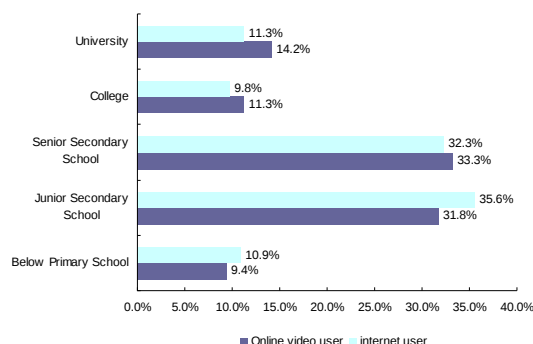
网络视频观众群增长可能受到 3 个关键因素的影响：城镇化放慢、中国农村地区互联网渗透率的瓶颈、老年人群体(50 岁以上)。根据联合国人口司和中国政府数据，2020 年的城镇化率预计将达到 60%，这意味着从 2016 年到 2020 年每年只有 13 百万的农村人口来到城镇地区，比 2011 年到 2015 年少 16.2 百万。根据我们的测算，城镇化率主要受农村地区高达 41.2% 的抚养比率拖累而放缓，2011 年城镇地区的抚养比率仅为 28.6%，农村地区的抚养比率在 2020 年可能飙升至 60% 以上。高抚养比率对于互联网渗透率也是一个障碍，因 65 岁以上和 14 岁以下的年龄群不常使用互联网，在城镇和农村地区分别占总人口的 22% 和 29% 左右。对于中国农村地区，十分分散的居民对于互联网渗透率是另一个障碍。此外，美国和日本的互联网渗透率在 2012 年分别只增长了 81% 和 79%。我们认为农村地区糟糕的网速将极大影响网络视频用户体验。我们认为 50 岁以上的年龄群很难改变他们的视频观看习惯，2015 年 50 岁到 65 岁的年龄群可能达到 170 百万，占 15 岁到 64 岁年龄群的 12%。在我们的观众电视时长分析中，历史数据显示 45 岁到 54 岁的观众群保持稳定的电视时长但 55 岁以上的年龄群花在电视上的时间则稳步增加。因此，我们预计互联网渗透率有可能在城镇地区达到 80% 和农村地区达到 50% 后放缓。对于网络视频用户群，我们预计互联网用户的视频渗透率可能也将在达到 80% 后放缓，主要是由于农村地区糟糕的网速和 50 岁以上的年龄群保持他们的电视观看习惯。

图 115: 网络视频用户和互联网用户年龄群比较



资料来源: CNNIC、国泰君安国际。

图 116: 网络视频用户和互联网用户受教育群比较



资料来源: CNNIC、国泰君安国际。

表 27: 城镇化率、互联网渗透率和网络视频渗透率 (人口百万)

	总人口	城镇人口	同比增速	网民	同比增速	城镇网民	城镇网民/总人口	农村网民	农村网民/总人口	网络视频用户	同比增速	网民的视频渗透率
2005	1,308	562										
2006	1,314	583										
2007	1,321	606		210						162		76.9%
2008	1,328	624	2.9%	298	41.9%	224	35.9%	74	10.5%	202	25.1%	67.8%
2009	1,335	645	3.4%	384	28.9%	295	45.7%	89	12.9%	240	19.0%	62.6%
2010	1,341	660	2.4%	457	19.1%	353	53.5%	104	15.3%	284	18.1%	62.1%
2011	1,348	681	3.1%	513	12.2%	386	56.7%	127	19.1%	325	14.6%	63.4%
2012	1,355	701	3.0%	564	9.9%	414	59.1%	150	22.9%	372	14.3%	65.9%
2013	1,361	721	2.9%	618	9.5%	447	62.0%	171	26.6%	428	15.2%	69.3%
2014E	1,368	741	2.8%	676	9.5%	483	65.1%	193	30.9%	488	14.0%	72.2%
2015E	1,374	762	2.7%	737	9.0%	521	68.5%	216	35.2%	547	12.0%	74.2%
2016E	1,380	779	2.2%	795	7.9%	558	71.7%	237	39.5%	601	10.0%	75.6%
2017E	1,385	795	2.2%	853	7.3%	597	75.0%	256	43.5%	662	10.0%	77.5%
2018E	1,390	812	2.1%	908	6.4%	639	78.6%	269	46.6%	714	8.0%	78.7%
2019E	1,394	829	2.1%	957	5.4%	677	81.6%	280	49.5%	764	7.0%	79.9%
2020E	1,398	846	2.0%	1006	5.1%	718	84.8%	288	52.2%	810	6.0%	80.6%
2021E	1,401	859	1.5%	1026	2.0%	732	85.2%	294	54.2%	835	3.0%	81.3%
2022E	1,404	873	1.5%	1047	2.0%	747	85.6%	300	56.4%	860	3.0%	82.1%
2023E	1,406	886	1.5%	1067	2.0%	762	86.0%	306	58.7%	885	3.0%	82.9%
2024E	1,408	899	1.5%	1089	2.0%	777	86.4%	312	61.2%	912	3.0%	83.8%
2025E	1,409	912	1.5%	1111	2.0%	792	86.9%	318	64.0%	939	3.0%	84.6%

资料来源: 联合国、NBSC、CNNIC、国泰君安国际 3M14。

互联网用户群体的网络视频观众更年轻，受教育程度更高。网络视频用户主要集中在 10 岁至 39 岁的年龄段，占总网络视频群体的 80.6%，比互联网用户群高 0.9 个百分点。20 岁至 29 岁的网络视频年龄群占总网络视频用户群的 32.3%，比互联网用户群高 1.9 个百分点。受大学和大专教育的网络视频用户群占总网络视频用户群的 25.3%，比互联网用户群高 4.4 个百分点。从年龄和教育结构来看，我们可以得出结论，互联网用户群的网络视频渗透率将稳定增长，因更年轻的群体可能会在一生中保持他们的网络视频观看习惯，而且受教育程度高的人们将会选择网络视频，而不是电视台。

网络视频观众群或在 2021 年超过电视观众。根据广电总局的新研究报告中国视听新媒体发展报告 2013，电视媒体接触率已经从 3 年前的 70% 跌至 2012 年的 30%，传统电视观众群也在老龄化。接触率指实际观众群与拥有电视的家庭之比。根据央视索福瑞研究，2009 年至 2012 年的平均接触率从 74.5% 持续下跌至 68.4%，这意味着实际电视观众群在萎缩。假设网络视频观众的接触率为 95%，可比的网络视频观众在 2021 年将超过电视台。网络视频平台将比电视台接触到更多的人这个结论很关键，直接迫使品牌广告主将大部分广告预算投入到网络视频平台，而不是电视台。

表 28: 电视台用户和网络视频用户

	网络视频用户	网络视频用户的移动视频渗透率	同比增速	移动视频/网络视频	电视观众	平均收视率	按接触率调整后的电视观众	同比增速
2009	240				1,255	74.5%	935	
2010	284				1,261	72.0%	908	-2.9%
2011	325	50		15.4%	1,267	69.5%	881	-3.0%
2012	372	100	100.0%	26.9%	1,274	68.4%	871	-1.1%
2013	428	170	70.0%	39.7%	1,280	67.4%	863	-1.0%
2014E	488	250	47.1%	51.2%	1,286	66.4%	854	-1.0%
2015E	547	350	40.0%	64.0%	1,293	65.4%	846	-1.0%
2016E	601	450	28.6%	74.8%	1,299	64.4%	837	-1.0%
2017E	662	550	22.2%	83.1%	1,306	63.4%	828	-1.1%
2018E	714	600	9.1%	84.0%	1,312	62.4%	819	-1.1%
2019E	764	650	8.3%	85.0%	1,319	61.4%	810	-1.1%
2020E	810	700	7.7%	86.4%	1,325	60.4%	801	-1.1%
2021E	835	728	4.0%	87.2%	1,332	59.4%	791	-1.2%
2022E	860	757	4.0%	88.1%	1,339	58.4%	782	-1.2%
2023E	885	787	4.0%	88.9%	1,345	57.4%	772	-1.2%
2024E	912	819	4.0%	89.8%	1,352	56.4%	763	-1.3%
2025E	939	852	4.0%	90.7%	1,359	55.4%	753	-1.3%

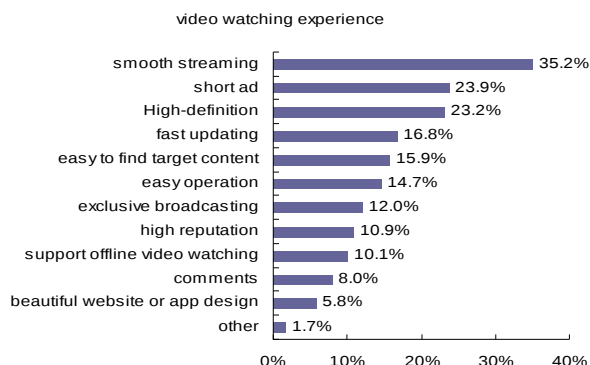
资料来源: iResearch、CNNIC、国泰君安国际 3M14。

网络视频在线时长

网络视频门户有很强的内容组合竞争优势。我们认为视频观众群将选择网络视频门户而不是传统电视台的核心理由是网络视频门户的巨大和快速增长的内容组合。**1) 同步转播来自中国、TVB、韩国电视台和美国有线电视的电视剧。**与 2012 年相比,领先的网络视频门户已经与全球媒体集团建立了紧密关系,并可同步转播来自湖南卫视、TVB、SBS 和美国有线电视网的最新高清电视剧。新电视剧带字幕播放,远快于国内盗版视频内容网站和国内电视台。网络视频的全球高质量视频组合已经建立了比传统电视台特别是省级地面电视台的更强的竞争优势。**2) 丰富的 UGC 内容。**互联网上有丰富的短视频 UGC 内容,包括音乐视频、游戏和模仿视频,电视上则没有。**3) 点播和直播。**大多数网络视频门户提供点播,观众可观看全部的长视频,而不是电视台的一半综艺节目或电视剧。YY 也提供音乐和游戏视频,主持人可与观众在实时视频流媒体上沟通。**4) 目前电视台在农村地区也有竞争优势。**互联网用户群和网络视频用户群很难在农村地区有快速增长。省级电视台可只提供地方新闻和地方电视剧来吸引观众。

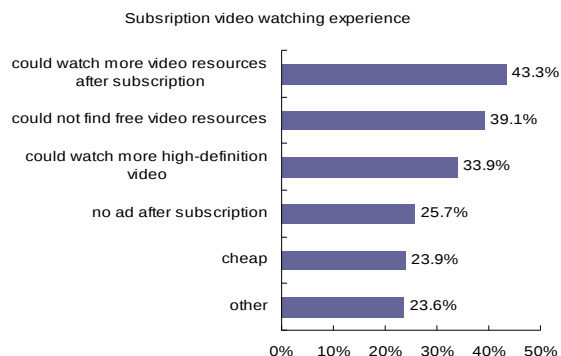
网络视频用户关心的因素。前 5 大网络视频用户关心的因素是:流畅的流媒体、短广告、高清、快速更新和方便寻找目标内容。35.2%的网络视频用户选择流畅的流媒体作为他们对视频用户关心因素的首选,这是由地方电信基础设施所决定的,在农村地区无法实现。不可能缩短广告,因为广告是网络视频门户的主要收入。然而,网络视频门户可通过提供更多高清视频或同步转播更多来自 TVB、SBS 和美国传媒集团的新电视剧来实现差异化。网络视频门户可提供不同清晰度的视频,视频用户可根据他们的网速在高清、标清或强清中进行选择。然而,目前来说,只有 8.1%的网络视频用户是订阅视频用户。影响他们视频订阅行为的前 3 个原因是 1) 订阅视频用户可观看更多视频资源, 2) 订阅视频用户不能找到免费的视频资源, 3) 订阅视频用户可观看更多高清视频。

图 117: 2013 年网络视频观看体验



资料来源: CNNIC、国泰君安国际。

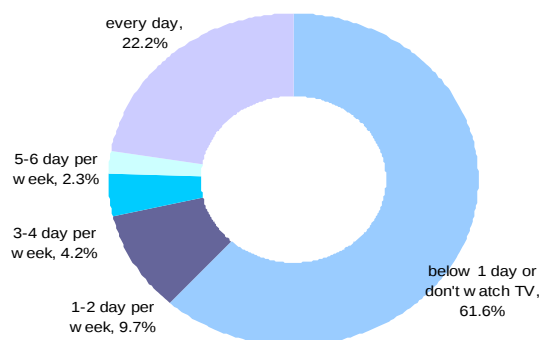
图 118: 2013 年网络订阅视频用户对订阅的体验



资料来源: CNNIC、国泰君安国际。

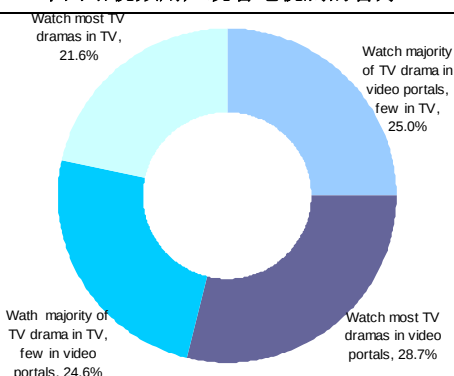
网络视频在接入网络视频门户和电视的家庭中已经代替了电视媒体。根据 CNNIC 的视频用户行为调查,我们发现 61.6%的视频观众不看电视或每周看一天电视,70%以上的视频观众每周看电视不超过 2 天。该结果证明网络视频门户相对传统电视台的竞争优势。对于电视剧,53.7%的视频观众选择在网络视频门户观看大部分电视剧。从视频观众喜欢网络视频门户的理由来看,我们发现点播模式是主要的原因。对于视频门户,将他们的贴片前置广告时长控制在 60 秒内也很重要,电视的电视剧或综艺节目的视频广告则为 3-5 分钟。从视频观众喜欢电视的理由来看,我们发现电视观看习惯排名第三,不能轻易改变特别是老年人群体。根据我们的估计,第一个和第三个理由可能来自电视的大屏幕,尽管电视视频内容的清晰度通常低于网络视频门户的高清内容。然而,可播放互联网视频内容的智能电视将可解决这些问题。

图 119: 2013 年网络视频用户电视观看频率



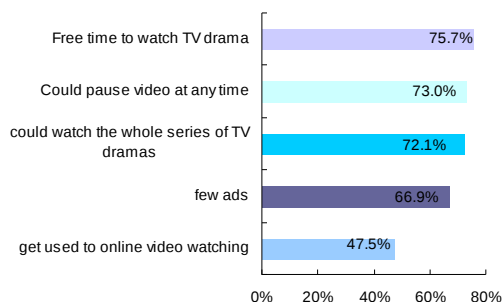
资料来源: CNNIC、国泰君安国际。

图 120: 2013 年网络视频用户观看电视剧的喜好



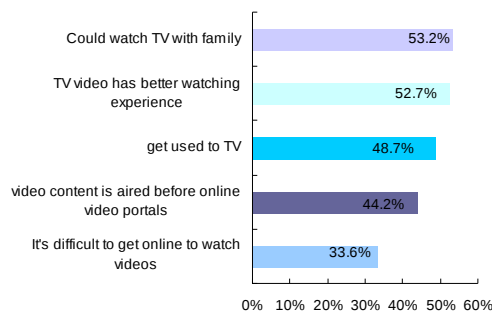
资料来源: CNNIC、国泰君安国际。

图 121: 2013 年网络视频用户对网络视频平台的喜好



资料来源: CNNIC、国泰君安国际。

图 122: 2013 年网络视频用户对电视台的喜好



资料来源: CNNIC、国泰君安国际。

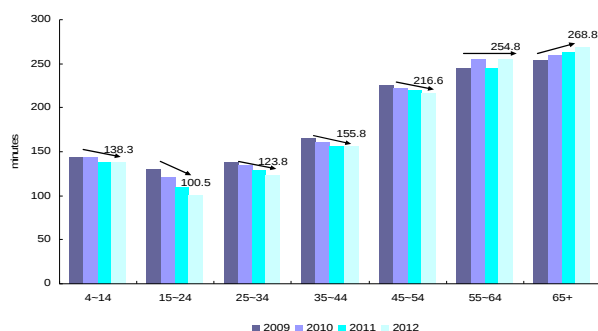
未来十年 15 岁至 54 岁的核心年龄群可能会在电视上花更少的时间。根据央视索福瑞在 2013 年中国媒体年鉴中的最新数据，虽然所有年龄群的平均花费时间自 2005 年持续下跌，从 2005 年的 172.2 分钟跌至 2012 年的 168.6 分钟，特别是 15 岁至 54 岁的年龄群，他们的每日电视时长在 2005 年达到 164 分钟，但在 2012 年将至 148 分钟。而 45 岁至 54 岁年龄群的电视时长在 2009 年至 2012 年保持稳定，也许是因为旧有的电视观看行为或家庭电视观看需求。有可能年轻人在拥有家庭后会改变他们的视频观看行为，想跟他们的孩子一起看视频。我们的结论是 15 岁至 54 岁年龄群的电视时长可能会在未来十年持续下跌。然而，55 岁以上的年龄群可能仍会增加他们的电视时长，主要由于相对固定的习惯。对于品牌广告主，我们认为 15 岁至 54 岁年龄群应是他们的目标消费群，该群体的电视时长可能会影响他们的广告预算开支。

表 29: 按年龄群划分的每日电视时长

	4-14	15-24	25-34	35-44	45-54	55-64	65+	Avg.	15-54	同比增速	15-54 岁人口	55+ 人口
2005	141	141	150	166	208	236	242	172.2	164			
2006	144	142	148	168	210	237	241	173.8	164	0.5%	823	209
2007	142	132	140	163	209	237	237	169.6	158	-3.7%	826	217
2008	141	128	140	166	216	241	246	172.2	160	0.9%	829	226
2009	143	122	136	162	217	247	253	172.1	156	-2.0%	832	236
2010	143	111	133	158	216	250	257	170.3	152	-3.1%	835	246
2011	140	102	125	152	212	247	259	166.1	146	-4.1%	834	253
2012	130	100	124	156	217	255	269	168.6	148	1.5%	835	261
2013	126	94	120	154	216	256	271	167.3	145	-1.8%	836	268
2014E	122	88	117	152	214	258	273	166.2	143	-1.7%	838	276
2015E	118	82	113	150	213	259	275	165.2	140	-1.6%	841	285
2016E	114	77	110	148	212	260	276	164.5	138	-1.6%	837	293
2017E	111	72	106	146	211	261	278	163.8	136	-1.5%	834	302
2018E	107	67	103	145	210	262	280	163.3	134	-1.5%	830	311
2019E	104	63	100	143	208	263	282	163.0	132	-1.4%	827	321
2020E	101	59	97	141	207	264	284	162.9	130	-1.3%	824	331
2021E	98	55	94	139	206	264	286	162.6	128	-1.9%	815	343
2022E	95	52	91	138	205	264	288	162.5	126	-1.8%	805	356
2023E	92	48	88	136	204	264	290	163.2	123	-1.8%	796	369
2024E	89	45	86	134	202	264	290	162.2	121	-1.7%	788	383
2025E	86	42	83	132	201	264	290	162.1	119	-1.7%	780	397

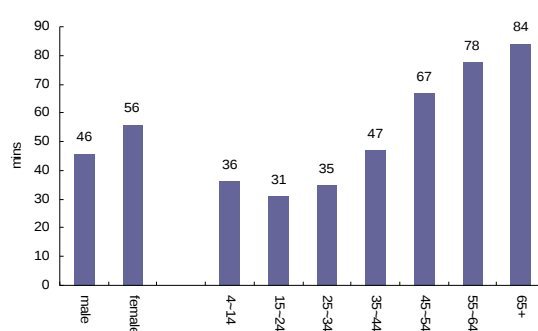
资料来源：联合国（2013 年至 2025 年的年龄群人口预测）、央视索福瑞的中国媒体年鉴（2008-2012 年各年龄群的每日电视时长）、国泰君安国际于 2014 年 3 月作出的 2013-2025 年各年龄群的每日电视时长预测。

图 123: 中国电视台的观众时长



资料来源：中国媒体发展报告、国泰君安国际。

图 124: 中国电视台电视剧的观众时长



资料来源：2013 年中国媒体发展报告。

受教育程度高的群体可能在电视观看上花费更少的时间。根据央视索福瑞在 2013 年中国媒体年鉴中的数据，大学以上教育程度的观众在电视上花费很少的时间。2005 年他们的每日电视时长为 159 分钟，2020 年降至 138 分钟。高中教育程度的群体的电视时长也在减少，从 2005 年的 176 分钟降至 2012 年的 169 分钟。其它受教育群体的每日电视时长保持相对稳定。但重点是随着时间的推移，中国平均受教育水平在增加，高中教育程度加上大学以上教育群体人口的增长更快，而其它 3 类受教育程度低群体可能逐渐下降。高中教育和大学以上教育程度的群体人口只为 307 百万，占中国总人口的 25%。根据中国教育部数据，2012 年有 17 百万初中生，15 百万高中生，80 百万大专和大学毕业生，这意味着高中或以上教育程度的人口将增加 30 百万至 40 百万。我们认为我们对高中以上教育程度每年 30 百万的人口增速是合理的。很有可能高中的新毕业生是互联网用户，因为大多数高中生有电脑。而且很有可能互联网用户习惯在网络视频门户上看电视。我们对初中以上教育程度人口群和他们的电视时长的预测显示该群体的平均时长有可能在未来持续下降。

表 30: 按教育程度划分的电视时长（分钟）

按教育程度划分的电视时长	文盲	小学	初中	高中	大专或以上	平均	高中+大专及以上	同比增长	高中+大专及以上人口（百万）	高中+大专及以上人口增速
2005	154	172	185	176	159	175	171			
2006	154	175	187	178	158	177	172	0.5%	221	1.0%
2007	151	172	184	173	152	174	166	-3.2%	223	1.0%
2008	153	171	187	179	155	176	171	2.9%	226	1.6%
2009	160	177	189	179	149	179	169	-1.3%	230	1.7%
2010	158	178	186	172	141	176	161	-4.8%	250	8.6%
2011	154	175	181	167	136	171	155	-3.6%	272	8.9%
2012	159	178	184	169	138	173	155	0.4%	307	12.6%
2013	159	178	182	166	135	171	151	-2.8%	340	10.8%
2014E	158	179	181	163	131	168	147	-2.6%	372	9.5%
2015E	158	179	179	160	128	165	143	-2.6%	404	8.5%
2016E	158	179	178	157	125	163	140	-2.4%	430	6.5%
2017E	157	180	176	154	121	160	137	-2.3%	456	5.9%
2018E	157	180	174	151	118	157	134	-2.3%	480	5.4%
2019E	157	180	173	148	115	155	131	-2.2%	504	5.0%
2020E	156	181	171	145	112	152	128	-2.2%	528	4.7%
2021E	156	181	170	142	110	149	125	-2.0%	546	3.4%
2022E	156	181	168	140	107	147	123	-2.0%	564	3.3%
2023E	155	182	167	137	104	144	120	-2.0%	582	3.2%
2024E	155	182	165	134	102	142	118	-2.0%	600	3.1%
2025E	155	182	164	132	99	139	116	-1.9%	618	3.0%

资料来源：2011 年中国人口统计、央视索福瑞发布的中国媒体年鉴（2005-2012 年教育群体的每日电视时长）、国泰君安国际（2013-2025 年教育群体的每日电视时长预测）3M14。

网络视频在线时长或有较大上升空间。我们认为电视观看行为和网络视频观看行为时可互相替代的，因很少有观众会同时在 2 个屏幕观看视频。这也意味着一旦观众增加在网络视频门户的时长，他们也同时减少电视时长。目前，根据艾瑞对每个网络视频门户的总月度在线时长的统计，我们估计总网络视频观众的平均网络视频在线时长在 2012 年底仅为 14 分钟，2013 年底为 22 分钟。我们未包含网络视频用户在盗版视频网站的在线时长，因为这几乎不可能统计。我们采用相同的方法来推断移动视频 App 的每日移动视频在线时长。我们的结果是 2012 年和 2013 年底的移动用户评价在线时长分别为 0.9 和 2.9 分钟。我们估计电视时长可能在 2016 年后开始轻微下跌，从 2016 年至 2020 年每年下跌 1%，因为我们认为年轻年龄段和受教育程度高的群体已经形成了他们的网络视频观看行为。

表 31: 电视和网络视频在线时长（每天媒体消费时间，分钟）

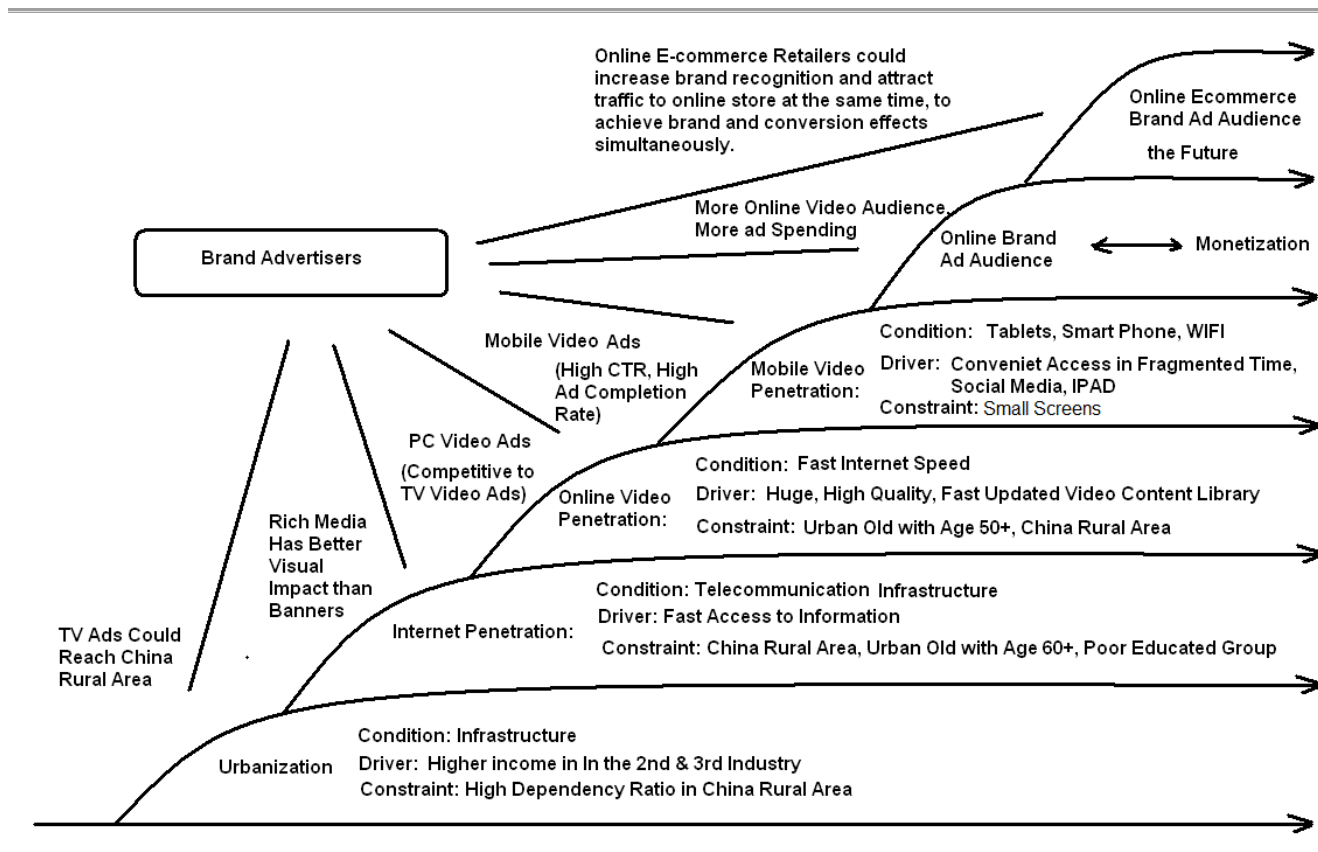
媒体时长	互联网时长	同比增长	网络视频时长	同比增长	移动视频时长	同比增长	电视时长	同比增长	网络视频+电视时长	同比增长
2005	136									
2006	145	6.3%								
2007	139	-4.1%								
2008	142	2.5%								
2009	160	12.7%					236		236	
2010	157	-2.1%					238	0.8%	238	0.8%
2011	160	2.2%					239	0.4%	239	0.4%
2012	176	9.6%	14		1		247	3.3%	261	9.2%
2013	214	22.0%	22	57.1%	3	219.2%	248	0.5%	270	3.5%
2014E	240	12.0%	32	45.5%	6	101.4%	249	0.5%	281	4.2%
2015E	264	10.0%	42	31.3%	10	67.7%	251	0.5%	293	4.0%
2016E	285	8.0%	52	23.8%	15	50.7%	248	-1.0%	300	2.6%
2017E	302	6.0%	62	19.2%	20	40.5%	246	-1.0%	308	2.5%
2018E	320	6.0%	72	16.1%	27	33.7%	243	-1.0%	315	2.5%
2019E	340	6.0%	82	13.9%	35	28.9%	241	-1.0%	323	2.4%
2020E	360	6.0%	92	12.2%	44	25.2%	238	-1.0%	330	2.4%
2021E	371	3.0%	102	10.9%	54	22.4%	234	-2.0%	336	1.6%
2022E	382	3.0%	112	9.8%	65	20.2%	229	-2.0%	341	1.6%
2023E	393	3.0%	122	8.9%	77	18.3%	224	-2.0%	346	1.6%
2024E	405	3.0%	132	8.2%	90	16.8%	220	-2.0%	352	1.6%
2025E	417	3.0%	142	7.6%	104	15.5%	216	-2.0%	358	1.6%

资料来源：央视索福瑞发布的中国媒体年鉴、国泰君安国际3M14。

品牌视频广告支出

品牌广告主可能逐渐喜欢网络贴片广告多于电视广告。首先，品牌广告主需要视频广告来将品牌故事输入到观众的品牌认知度或新产品中。互联网用户愿意花时间看完视频广告的唯一一个地方就是网络视频门户。网络门户的富媒体很相似，但短视频广告不能与网络贴片广告相比。我们认为整个观众群愿意在长视频前观看 **15-60 秒** 贴片广告，因为他们不得不在观看电视的时候看更多广告。因此，我们认为电视视频广告和网络贴片广告可以替代的，因为他们对观众提供差不多的视觉冲击，这意味着品牌广告主可能消减在电视台的预算占比而增加在网络视频门户的预算占比。我们认为该占比由电视台和网络视频门户现在的观众群所决定，因为品牌广告主需要将他们的品牌或新产品在短期内传达给尽可能多的目标观众。另一方面，电视台仍有他们的优势，因他们可到达整个农村地区，网络视频门户则只能到达该地区的 **10%-20%**，据我们预测。然而，根据我们的电视和网络视频观众预测，我们认为网络视频观众有可能在 **2021 年** 超过电视台，这意味着品牌广告主可能会将更大部分的预算投入到网络视频门户，而不是电视台。

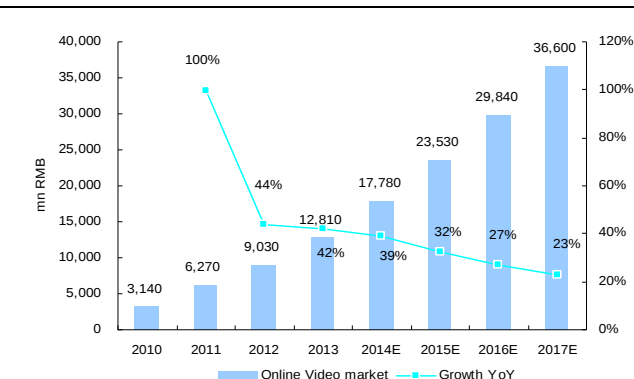
表 32: 品牌广告主和媒体观众的关系



资料来源: 国泰君安国际。

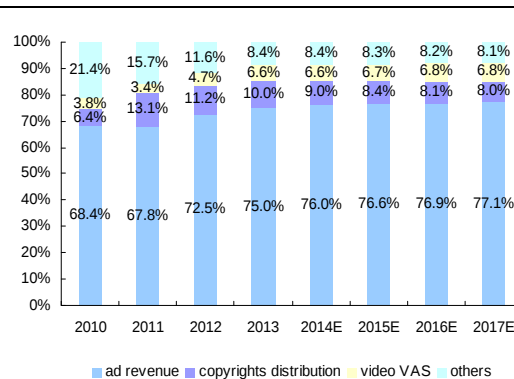
贴片广告将有巨大的增长潜力。有几个关键概念: 网络视频市场、网络视频市场收入、贴片广告收入。1) 根据艾瑞咨询, 网络视频市场有望从 2013 年增长至 2017 年的三倍。网络视频市场即网络视频门户的总收入, 主要包括广告收入、版权发行、视频增值服务和其它。网络视频门户的大部分收入来自广告收入但也有例外: 乐视网 (300104.CH) 和 YY (YY.US)。2012 年乐视网的网络版权发行收入达到人民币 555 百万元, 占其总收入的 47.5%, 而 YY 的大多数音乐收入来自视频增值服务, 如虚拟道具。然而, 我们认为主流视频门户受到广告收入快速增长的推动。根据艾瑞咨询, 广告收入可能占整个网络视频市场的 77.1%, 只比 2013 年高 5 个百分点。2) 贴片广告收入将从 2013 年增至 2017 年的三倍。网络视频市场的广告收入有几种类型: 贴片广告、通栏和赞助。后两者广告类型不是视频类广告。但赞助可能包括部分节目的冠名权, 和内容结合在一起。放置在视频前的视频类广告即贴片广告是网络视频市场的主要驱动力, 可与电视视频广告直接竞争, 在 2017 年或达到人民币 260 亿元, 是 2013 年的三倍多, 可能占视频门户总广告收入的 92%。

图 125: 网络视频市场增速

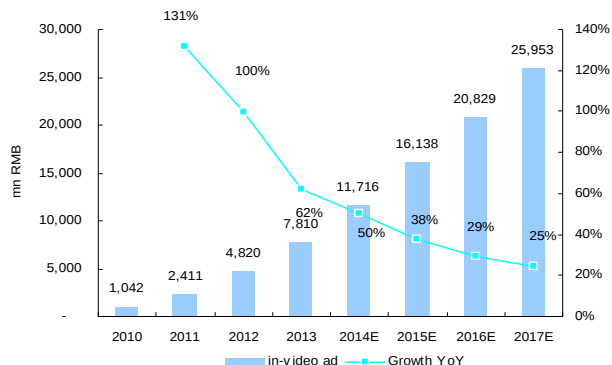


资料来源: iResearch 1M14、国泰君安国际。

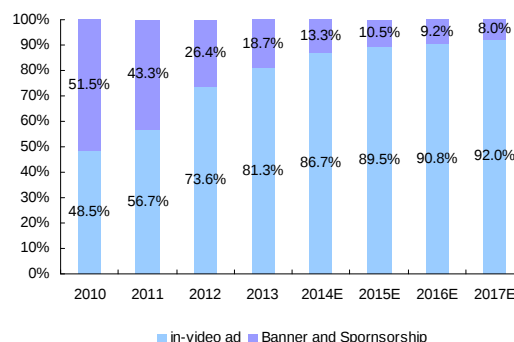
图 126: 按收入类型划分的网络视频市场构成



资料来源: iResearch 1M14、国泰君安国际。

图 127: 网络贴片广告增长预测


资料来源: iResearch 1M14、国泰君安国际。

图 128: 按广告类型划分的网络视频市场广告收入构成


资料来源: iResearch 1M14、国泰君安国际。

未来十年视频广告的蛋糕可能被重新瓜分。我们将电视广告收入和贴片广告收入放在一起，我们认为整个蛋糕将随着中国消费的增长而变大。但整个视频广告蛋糕可能被重新瓜分。**1) 央视和前3大省级星级电视台是中国主要的视频内容制作商。**央视和前3大省级星级电视台的广告收入可能保持高增长。央视是最大的体育内容制作商，在奥运会年和世界杯年很有影响力。而3大电视台，湖南卫视、浙江卫视和江苏卫视制作了几乎全部的前10个高流量综艺节目。综艺节目的赞助者有可能愿意将更多广告预算投入到购买知名综艺节目的冠名权上，因为他们的广告可在该综艺节目在网上播放时被观众观看。前10个高流量综艺节目是可影响观众网络视频观看行为的入门节目，我们认为网络视频门户可能会愿意支付更多来获得每年的1-3个关键节目。**2) 未来十年其它省级电视台和地面电视台的广告收入可能会持续下降。**根据央视索福瑞和群邑中国的历史数据，该群组有最大的视频广告蛋糕，2012年为人民币1,770亿元左右。我们认为未来十年除3大以外的大型省级电视台可能会保持温和增长，如深圳电视台、上海电视台或北京电视台，但地面电视台可能面临收入下跌，主要由于低质量内容、收视率下降和电视观众群萎缩。根据央视索福瑞数据，省级地面电视频道、城市频道和其它频道的平均收视率持续下跌，2012年为40%，比2009年跌4个百分点。**3) 未来十年网络视频门户有大机会。**目前，我们认为广告收入增长的大障碍是网络视频门户较窄的观众群。2013年网络视频观众仅为428百万，不到电视观众的1/2。因此，大型食品饮料生产商如伊利牛奶仍将大部分广告预算投到湖南卫视的综艺节目上，理论上该节目可接触整个12亿中国人口。然而，汽车生产商和奢侈品生产商可能率先改变他们的品牌预算，因他们瞄准高收入观众群。综合而言，我们认为整个视频广告视频将重新划分，2013年或是这个大趋势的开始。

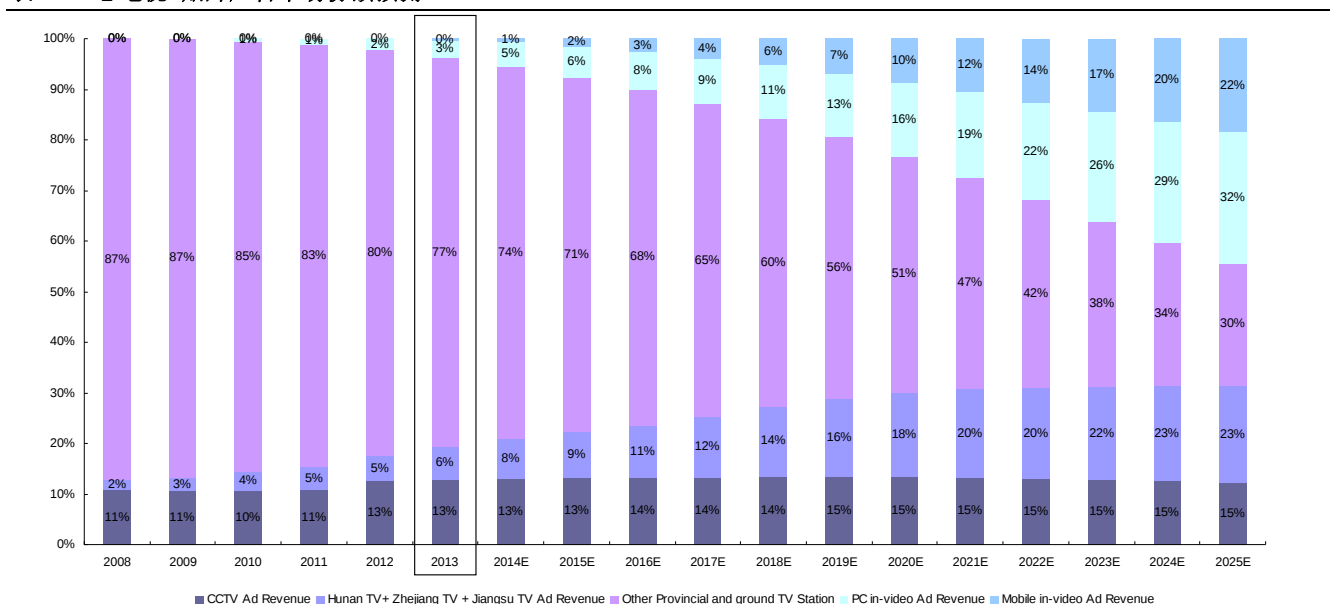
表 33: 电视和网络贴片广告长期预测（十亿人民币）

	电视广告收入	同比增长	央视广告收入	同比增长	湖南卫视+浙江卫视+江苏卫视	同比增长	其它省级和地面电视台	同比增长	贴片广告	同比增长	移动贴片广告收入	同比增长	电视+视频广告	同比增长
2005	87													
2006	110	26%	9											
2007	128	16%	11											
2008	150	18%	16	46%	3		131						150	18%
2009	165	10%	17	8%	4	42%	144	9.4%					165	10%
2010	178	8%	19	8%	7	56%	153	6.2%	1				179	8%
2011	197	11%	22	15%	9	31%	167	9.2%	2	131.5%			200	11%
2012	209	6.2%	27	25%	11	17%	172	3.3%	5	99.9%			214	7%
2013	221	5.4%	29	9%	15	41%	177	2.6%	8	62.0%	1		229	7%
2014E	233	5.5%	32	10%	19	28%	182	2.8%	12	50.0%	2	125%	245	7%
2015E	243	4.5%	35	8%	24	25%	185	1.7%	16	37.7%	4	130%	259	6%
2016E	252	3.5%	37	6%	29	23%	186	0.5%	21	29.1%	7	81%	273	5%
2017E	257	2.0%	39	6%	35	20%	183	-1.6%	26	24.6%	12	60%	283	4%
2018E	259	1.0%	42	6%	42	20%	176	-3.7%	32	25.0%	16	39%	292	3%
2019E	262	1.0%	44	6%	50	18%	168	-4.3%	41	25.0%	22	38%	303	4%
2020E	265	1.0%	47	6%	57	15%	161	-4.5%	51	25.0%	30	36%	315	4%
2021E	266	0.5%	49	5%	64	12%	153	-4.9%	62	23.0%	39	27%	328	4%
2022E	267	0.5%	51	5%	71	10%	145	-4.9%	77	23.0%	49	27%	344	5%
2023E	269	0.5%	54	5%	78	10%	137	-5.7%	92	20.0%	61	24%	361	5%
2024E	270	0.5%	57	5%	85	10%	128	-6.7%	109	18.0%	74	22%	379	5%
2025E	271	0.5%	60	5%	94	10%	118	-7.8%	128	18.0%	90	21%	400	6%

资料来源: 央视索福瑞发布的中国媒体年鉴、群邑中国（2005-2013年电视广告收入）、艾瑞（2010-2017年贴片广告收入）、国泰君安国际。

电视台需要重新定位成内容创作者。目前，前 10 个高流量综艺节目都来自湖南卫视、浙江卫视和江苏卫视：快乐大本营、天天向上、我是歌手、变形记、百变大咖秀、爸爸去哪儿、非诚勿扰、最强大脑、中国好声音、中国梦想秀。前 6 个来自湖南卫视。来自其它电视台的热门综艺节目很少：中国达人秀和舞林争霸来自东方卫视，中国好歌曲来自央视 3，年代秀来自深圳卫视。我们认为有 2 个趋势：1) 市场很集中。我们认为这是由于规模效应，因大型综艺节目的制作成本在上升，小型省级星级电视台无法负担不断上涨的制作成本。湖南卫视综艺节目的网络版权快速增长：2013 年湖南卫视将快乐大本营、天天向上、百变大咖秀、爸爸去哪儿的网络版权以人民币 200 百万元售予爱奇艺-PPS，将我是歌手以人民币 100 百万元售予乐视网。我们认为综艺节目仅排名第三，在电视剧和电影的后面，观众很有可能只看最好的综艺节目。因此，湖南卫视综艺节目在网上贡献了最多流量。央视在新闻上仍有很大竞争力，特别是体育新闻，在奥运会年或世界杯年获得高流量。央视和地方电视台都以很低的价格将新闻视频售予网络视频门户。综合而言，我们认为央视、湖南卫视、浙江卫视和江苏卫视由于在综艺节目、新闻、体育内容上的优势仍可保持高增长，主要受广告收入和网络版权销售的推动。

表 34: 总电视+贴片广告市场份额预测



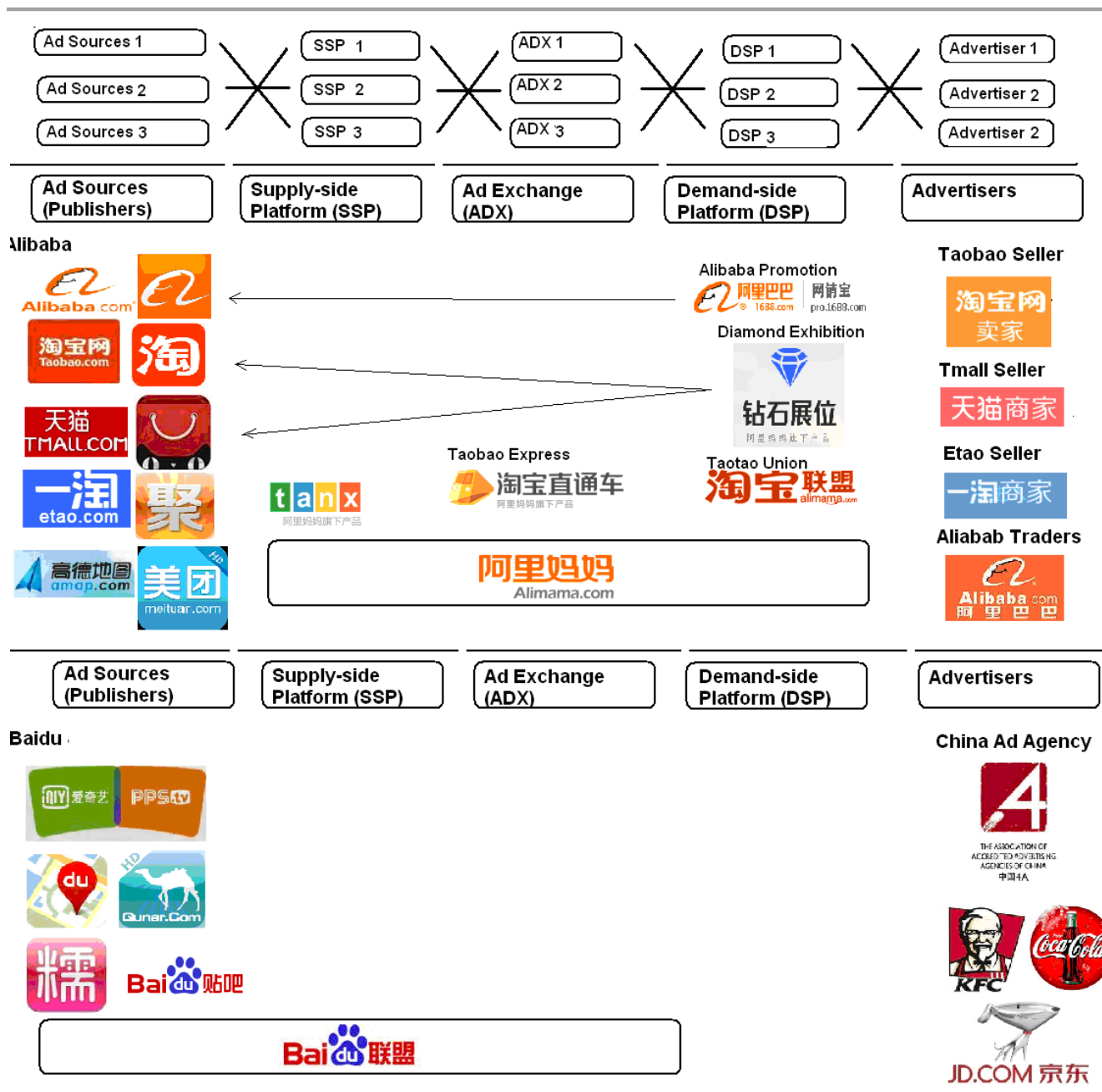
资料来源：央视索福瑞发布的中国媒体年鉴（2006-2012 年）、国泰君安国际（2013-2025 年）2014 年 3 月。

贴片广告可实现品牌和转换效果，而电视视频广告不能。有线上店铺和线下店铺的传统零售商同时做品牌和转换广告。我们对优酷进行了广告主分析，我们发现主要的化妆品、食品饮料、日用品甚至汽车卖家都建立了网上电视渠道。如果点击网络视频广告就可直接进入他们的网店。这是电视广告不能做到的，但贴片广告能做到：将流量转换到电商。我们相信大型消费品在建立网店后需要在互联网用户中强化他们的品牌。或者他们会将电视广告支出和转换广告支出合并以在视频门户投放更多贴片广告，如果网络视频门户有较大观众群。

传统转换广告主可能也想加入品牌广告市场。转换广告主通常包含 5 个部分。1) 广告资源,如门户网站.2) 供应方平台(SSP)。SSP 面向所有类型的广告主，包括所有的广告交换 (ADX)、需求供应平台 (DSP) 和线上网店。SSP 的主要功能是在网上租用尽可能多的广告资源，通常是横幅。3) 广告交换 (ADX)。它是一个连接所有发布广告资源的 SSP 和发布广告需求的 DSP 的实时广告竞价交换平台。4) 需求供应平台 (DSP)。DSP 是与零散广告主或网店做生意的网络广告代理，如淘宝客。DSP 的主要功能是以最低的价格 (CPM) 将商品广告信息传递给所有广告资源，可能包括传统的户外和电视广告。DSP 通常有数据管理平台 (DMP)，其中包括客户数据。如果广告资源中的网站访客的 IP 或 Cookie ID 数据匹配 DSP 数据中的客户数据库，DSP 将因可能会有更高的点通率而为广告资源放更高的竞价。5) 网络广告主。电商需要流量来转换成交易。**此转换广告系统的缺陷：**
1) 汽车、房子和奢侈品等高价值产品的采购率低。转换广告对该种产品的影响较小。虽然部分汽车生产商已经在天猫开了网店，他们仍需要在客户做出采购选择前保持品牌广告开支和在客户头脑中建立品牌印象。
2) 半化学品生产商如化妆品和婴儿奶粉产品的网上旗舰店。对于已有很高 CPS 的知名可信品牌来说，产品信任度可能比价格和流量更重要。虽然部分经销商已经建立了网上销售渠道，买家仍很有可能直接选择该品牌的网上旗舰店。重点是他们仍需要在客户心中保持他们可信任的品牌形象。
3) 知名的传统零售商有线上和线下两个渠道。他们可能增加品牌广告支出来将买家的线下购买行为改为线上购买行为。其次，由于他们已经实现了一定的规模效应，他们可能投资更多在品牌广告上以与小型网上零售商有差异化。
4) 电商门户间的竞争。我们认为电商门户需要增加品牌支持，特别是在节假日推广上。由于电商规模快速增大，支出也应增加。我们认为电商可能是未

来十年网络贴片广告的主要驱动力。

表 35: 中国广告网络-转换广告主



资料来源：国泰君安国际。

与阿里巴巴集团的协同效应。

在视频观众正从电脑端转向移动端之时，优酷面临来自爱奇艺-PPS 的激烈竞争。我们认为有 3 个原因：1) 优酷没有足够的流量和广告资源来提高优酷和土豆 App 的下载量。在观众开始从电脑端转向移动端之时，大集团如百度确实在其搜索引擎、91 助手和百度应用商店投入了大量广告资源来推广爱奇艺和 PPS 的下载。优酷需要着重提高优酷 App 的下载量。2) 优酷没有足够的资金来建成其内容库。由于优酷没有成功货币化，优酷在购买昂贵内容上不得不谨慎。爱奇艺和 PPS 都购买了大量综艺节目的独家网络播放权，以促使观众使用他们的 App。此外，爱奇艺于 2014 年第 2 季度以较高价格签下高晓松。3) 土豆定位于低年龄群和 UGC 市场。我们认为传统的 UGC 市场受到专业内容和 YY 的直播 UGC 所挤压。

我们认为优酷是淘宝女性用品销售的最重要一环。我们认为女性在对服饰，配饰，食品，化妆品等商品选择的时候，价格是第二因素。第一因素是潮流，包括颜色、款式和搭配。而时尚往往只能持续 1 一个季度或半年。我们认为时尚的流动，在移动互联网时代，是通过流行照片和视频，在社交圈和移动媒体，快速流动形成的。而明星在传递最新的潮流信息和影响普通人上是最重要的载体。我们认为时尚在互联网的流动主要来自 4 个方面：1) 潮流设计的品牌。主流媒体门户和视频门户的时尚频道会传递最新的时装秀图片和视频信息。快时尚品牌、轻时尚品牌和奢侈品牌设计师每年创造新的潮流。时装周上的服装图片和视频会很快的通过媒体和社交网络扩散开来，影响人们对潮流的看法。2) 自媒体街拍。微博自媒体加快了全球时尚流动。草根时尚达人把创造性的服饰搭配的灵感传递给中国人，是网上购买服装的重要一环。微博能够快速将欧美和日韩的流行搭配图片和视频传递给每个人。3) 垂直化购物社区。移动浏览器 UCWeb 将是大量垂直购物社区的移动入口之一。垂直购物社区，例如蘑菇街和美丽说，通过展示精心挑选的流行时尚达人的图片，来展示服饰和搭配，从而进行导购。淘宝也在开发自己的时尚导购网站，爱淘宝和 U 站。同时，垂直购物社区还能够加强时尚达人与消费者的互动，增加用户粘性。但是目前这些垂直购物社区的电商供应链管理和品牌管理做的比淘宝还是有很大的差距。而且目前垂直导购社区的壁垒并不高，竞争也很激烈。因此，UCWeb 将是大量垂直购物社区的移动入口之一。4) 电影明星。视频流媒体平台是传播影视剧的最重要平台。主流媒体产品电影电视剧能够对观众产生深远的影响，而明星能够持续创造影响力。微博的明星与粉丝的关系是传递流行最好的桥梁之一。而淘宝目前也在开发新的广告产品，能够使观众在观影完流行电影电视剧后，直接对其中的产品进行网购。

图 129: 以图片和视频为途径的中国时尚流



资料来源：公司、国泰君安国际。

优酷与淘宝正在尝试视频购物。我们认为淘宝目前正在尝试将优酷的大流量，以更有效的方式导入到淘宝，并尝试将少量女性服装展示用短视频来展示。首先，淘宝尝试提供电影中出现过的商品导购。年初来自星星的你的女主角全智贤的服装和配饰产品，在淘宝网上就非常畅销。我们认为此举能够提高展示广告的转化率，特别结合韩剧，可能会有很好的效果。同时，我们相信食品和电子用品也会是很好的切入点。其它的合作，还包括看完电影预告片后直接进入淘宝电影票的购买。更重要的是，我们认为优酷和淘宝入股的微博之间也会有很好的对接，微博名人或影星可以对应在优酷上开视频播客，宣传自己的影视剧，而也能反过来增加微博名人和粉丝的视频沟通，或者未来直接发展名人直播，增加明星与粉丝的互动。

图 130: 优酷视频购物广告频道



资料来源：公司、国泰君安国际。

图 131: 淘宝视频购物频道

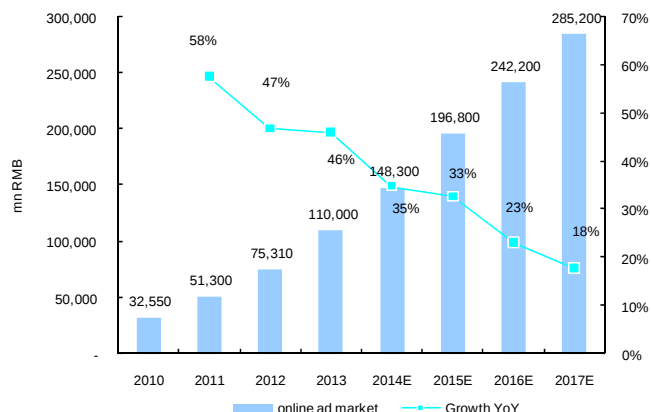


资料来源：公司、国泰君安国际。

我们认为阿里巴巴集团不仅提供资金支持来强化优酷和土豆的内容库，在未来还可能通过 UCWeb 和神马搜索来提高优酷流量。此外，优酷和土豆可能成为制作阿里巴巴集团、阿里巴巴影业（1060.HK）和广州恒大足球队的网络视频媒体内容的独家平台。我们认为优酷将不仅是天猫卖家的品牌广告开支入口，还将身处阿里巴巴集团的移动搜索战略和媒体战略的中心位置。有了阿里巴巴集团的帮助，优酷可能回归其领导地位。同时，优酷应考虑将其用户账号和淘宝绑定，然后再建立其自有的观众社区，或收购一个电影社区。

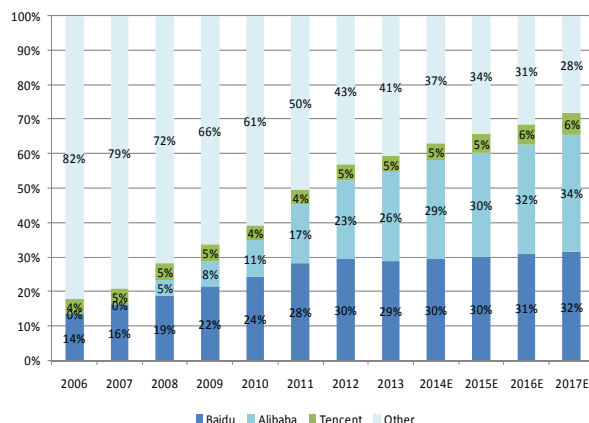
未来 3 年百度和阿里巴巴的网络广告资源竞争可能加剧。根据艾瑞统计，2013 年中国的互联网广告市场达人民币 1,100 亿元，同比增长 46.1%。百度和阿里巴巴的广告收入为人民币 318 亿元和人民币 284 亿元，分别占整个市场的 28.9%和 25.9%，加起来占 54.7%。同时，我们预计百度、阿里巴巴、腾讯可能在 2017 年占据 72%的市场。由于腾讯更依赖于社交网络广告，百度和阿里巴巴的竞争可能加剧。目前，百度聚焦于关键词搜索、百度联盟和网络视频门户爱奇艺和 PPS。阿里巴巴的广告资源主要来自其互联网广告资源淘宝/天猫和广告交易平台淘宝联盟和阿里妈妈。**1) 横幅和富媒体广告市场竞争。**阿里妈妈及淘宝联盟和百度联盟是最大的网络横幅和富媒体广告展示提供者。然而，横幅、富媒体和其它网络广告类型只占总市场的 37.5%，到 2017 年可能降到 30.5%，主要由于快速增长的垂直化搜索和贴片广告以及流量从电脑端转向移动端。同时，部分门户网站开始将他们的横幅广告资源转到他们的网络页游或音乐中心（ifeng.com、163.com）。阿里巴巴的首要任务是保持其广告资源增速与网络电商交易总额同步。**2) 贴片广告市场竞争。**天猫平台将优先权给予不仅需要流量广告也需要品牌广告来建立品牌认知度的品牌消费品销售和品牌卖家。网络视频门户是提供视频广告实现品牌广告效应的唯一平台。如果网络视频广告市场由百度的爱奇艺-PPS 和腾讯视频完全垄断，对于天猫网络卖家将是个大威胁或灾难。因此阿里巴巴必须保证在网络视频市场保持一定的市场份额。投资优酷是一个必要的战略性举动，但优酷可能需要 2-3 年时间才能从百度手中抢回头把交椅。**3) 移动搜索市场竞争。**最近被阿里巴巴收购的 UCWeb 平台宣布进军移动搜索市场，并称将建立一个不同的移动搜索引擎，更注重 App 搜索、消费和娱乐搜索以及更精确的搜索。在 1-3 年内，阿里巴巴和百度可能开始他们在关键词搜索和垂直化搜索上的竞争。

图 132: 中国广告市场



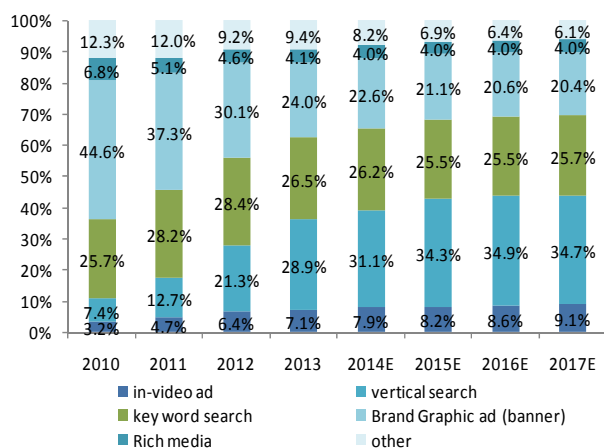
资料来源: 艾瑞 2014、国泰君安国际。

图 133: 国内网络广告市场份额



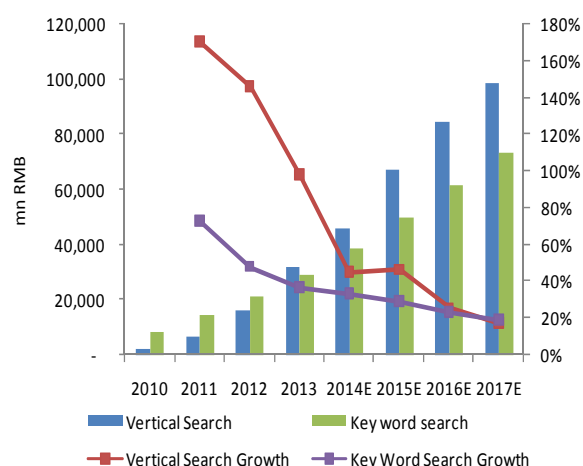
资料来源: 艾瑞 2014、国泰君安国际。

图 134: 网络广告市场构成



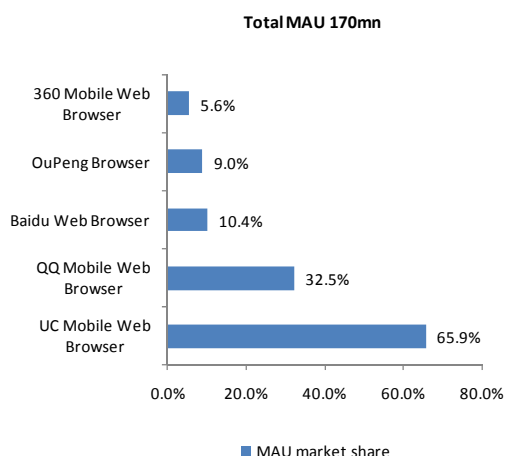
资料来源: 艾瑞 2014、国泰君安国际。

图 135: 垂直化搜索和关键词搜索



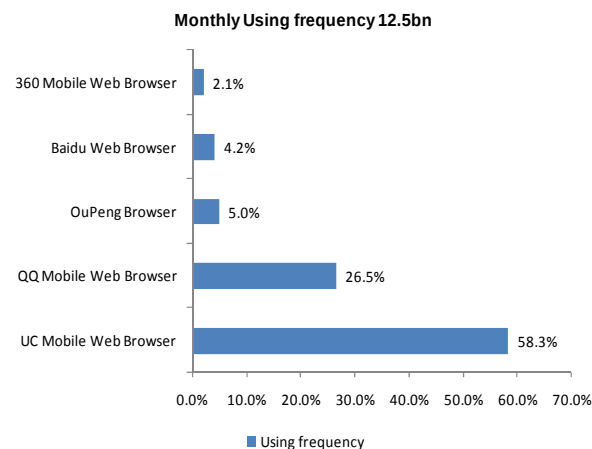
资料来源: 艾瑞 2014、国泰君安国际。

图 136: 2013 年中国移动浏览器月活跃用户



资料来源: 艾瑞 2014、国泰君安国际。

图 137: 2013 年中国移动浏览器使用频率



资料来源: 艾瑞 2014、国泰君安国际。

UC 移动搜索有成为一个新移动入口的潜力。根据艾瑞数据，UC 移动浏览器在 2013 年占约 62% 的市场份额。UCWeb 已经成为移动互联网最重要的流量入口之一，有超过 400 百万活跃用户，其中 100 百万以上为海外用户。UCWeb 的 CEO 俞永福表示，UCWeb 开发移动搜索引擎已经 4 年，神马移动搜索主要有三个功能：应用程序搜索、消费及娱乐搜索和更精确的结果。原有 UC Web 搜索流量可逐渐转到神马搜索。1) 应用程序搜索和下载。用户在移动端搜索关键词将会出现前 1-3 个相关 App，可以一键下载。如果用户使用百度，则需要首先下载百度应用商店 App。应用程序搜索功能与三个 App 商店直接相关：UC App 商店、PP 助手和豌豆荚。2) 消费和娱乐搜索。阿里巴巴有最大的商品库和商品搜索引擎，以及最大的团购聚划算和 O2O 服务高德地图以及美团。用户搜索消费和娱乐关键词时，用户不仅可获得网店 App 下载、导购网站信息、精确的天猫和购物网站的商品信息，还可以获得天猫的最近销售情况和卖家信用。目前，神马搜索也连接到起点中文网内部搜索引擎，用户可一键阅读热门电子销售搜索结果。视频搜索是移动搜索的关键部分，用户还可一键观看网络视频。未来阿里巴巴将可转换更多移动流量到优酷。3) 更精确的搜索结果。由于手机屏幕小，搜索结果的首页只有 3-5 条。因此，移动搜索结果应更精确和方便，也许没有广告，更注重应用程序搜索，以及使用更垂直化的搜索结果。在部分关键词上，垂直化网站可比百度提供更好的搜索结果，主要由于他们独特的数据库和可立即实现网络业务。阿里巴巴是最大的社区和 O2O 服务数据库，是 UC 跟百度相比之下最大的优势。目前神马搜索有近 100 百万活跃移动用户。

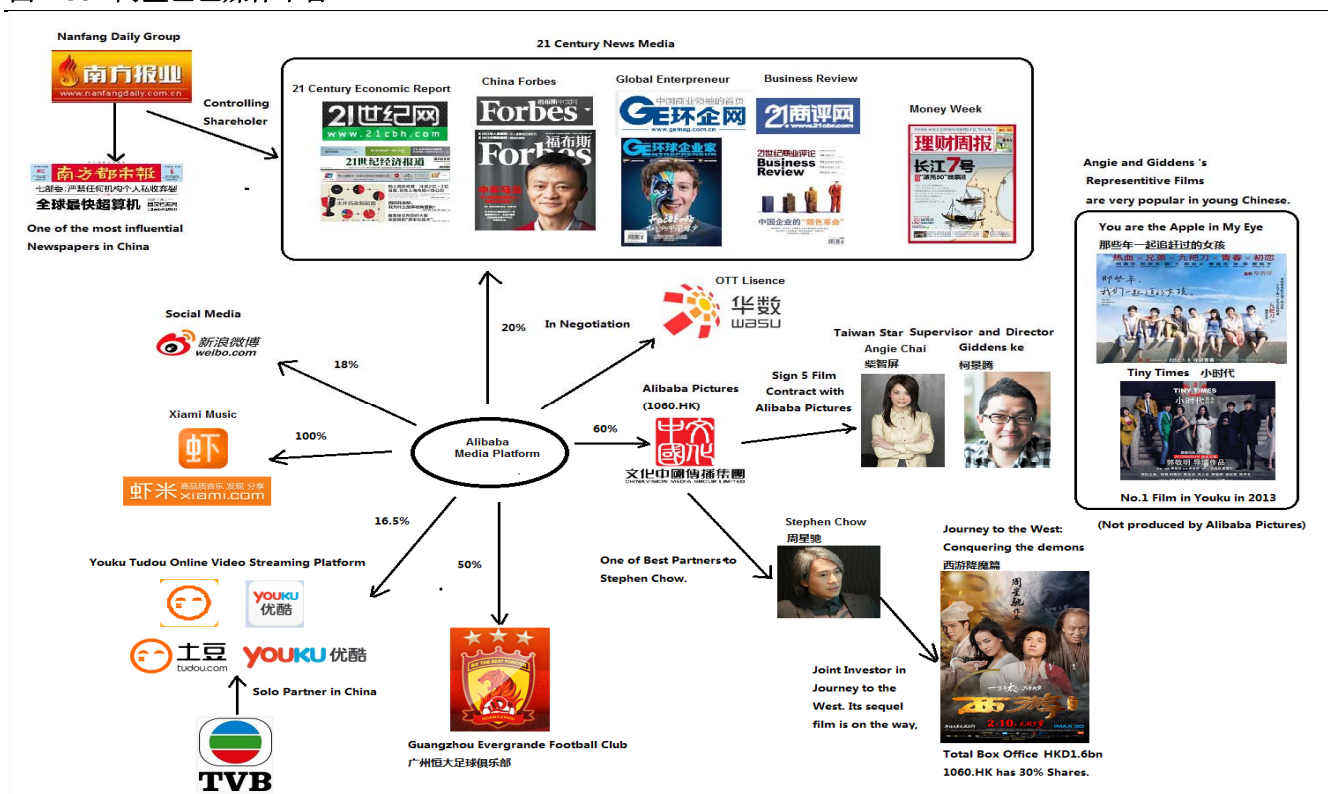
表 36: 神马搜索



资料来源：国泰君安国际。

阿里巴巴拟投资于高质量媒体内容，提高在新闻头条的曝光度。互联网门户主要提供横幅广告，随着增速的放慢和竞争加剧，它可能成为阿里巴巴快速增长的电商业务的潜在阻碍。然而，从广告原则来看，阿里巴巴、淘宝、天猫品牌名称的头条新闻曝光对于增强潜在消费者在头脑中对“网购”和“淘宝/天猫”之间的概念或意识连接有大致相同的效果，甚至传播的范围更广，包括电脑端和移动端。**1) 广州恒大足球俱乐部。**阿里巴巴投入了人民币 12 亿元来购买广州恒大足球俱乐部 50% 股权，并同时获得联合冠名权。广州恒大足球俱乐部在新闻门户网站体育频道有最高的曝光度，每周都出现在体育头条。**2013 年恒大足球俱乐部在亚洲冠军联赛的第 1 回合比赛吸引了 62.3 百万观众，并在决赛成功吸引了 12 亿观众，创下历史新高，仅次于 2008 年奥运会，高于 2014 年世界杯开幕赛（50 百万）。2014 年恒大足球队胸前广告以人民币 110 百万元一年的价格售出，是稀缺的广告资源。而且阿里巴巴投资人民币 140 百万元用于央视 2014 年世界杯射手榜的冠名权，为时仅 3 个星期。由于阿里巴巴每年花费数十亿广告开支，此种外部联合冠名权投资很值得。****2) 阿里巴巴影业（1060.HK）。**我们相信阿里巴巴影业（1060.HK）将可改善阿里巴巴集团在娱乐新闻频道的曝光度，而盈利则是第二考虑。中国电影和电视剧市场的竞争很大，因人工成本高，很难实现持续的利润。阿里巴巴影业签下了最佳台湾监制柴智屏和导演柯景腾，他们联合执掌了小时代，是中国年轻人最受欢迎的电影系列片之一。阿里巴巴影业还是中国顶级电影明星之一周星驰的主要合作伙伴之一，联合投资了西游记：西游降魔篇，票房达 16 亿港元。阿里巴巴影业正在筹备该影片的续集。**3) 网络视频平台优酷和社交网络微博。**由于电影和电视剧在首次播出时可获得大部分利润，优酷和微博可帮助阿里巴巴的新电影和电视剧在首播前预热。优酷可制作与阿里巴巴影业电影和电视剧相关的视频内容（关于该电影的明星、导演和独家报道），在其平台推广该视频，微博则可在社交网络散发该新闻和优酷的视频。首播后，优酷可以更合理的价格购买阿里巴巴电影的网络播放权以及其付费频道的独家网络播放权。优酷和微博还可在赛前帮助预热广州恒大足球俱乐部亚冠新闻。在未来媒体产品和其线上网络可创造许多种协同效应。

图 138: 阿里巴巴媒体平台

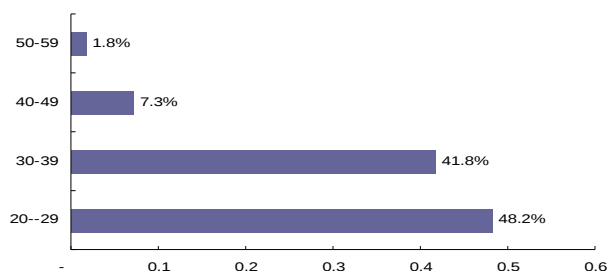


资料来源：国泰君安国际。

国泰君安国际网络视频问卷调查

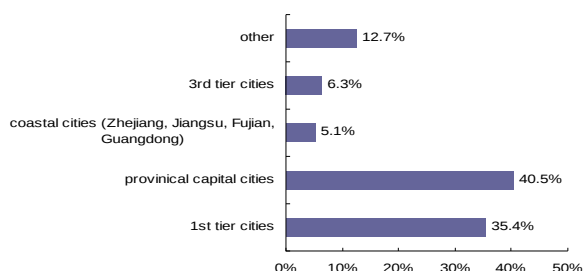
我们在 2014 年 3 月就一个小群体的网络视频和电视观看行为进行了一个问卷调查。我们有 110 位受访者，主要在 1-2 线城市（75.9%），年龄在 20 岁到 39 岁（90%），收入较高。53%的受访者为女性，47%为男性。只有 5.5%的受访者为学生，75.4%为白领职员或金领经理人。我们认为我们的调查显示了几个结果：1）该群体的网络视频时长是他们电视时长的两倍；2）电视剧是他们喜欢的视频节目类型；3）笔记本是他们最喜欢的视频观看设备，平板电脑排名第二。

图 139：受访者年龄



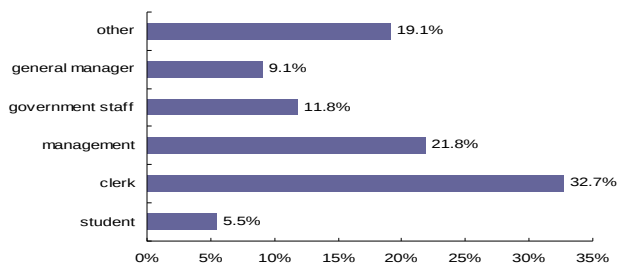
资料来源：国泰君安国际。

图 140：受访者居住城市



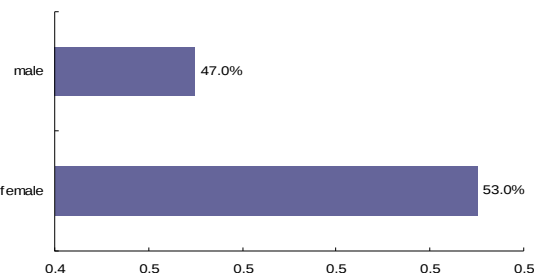
资料来源：国泰君安国际。

图 141：受访者职业



资料来源：国泰君安国际。

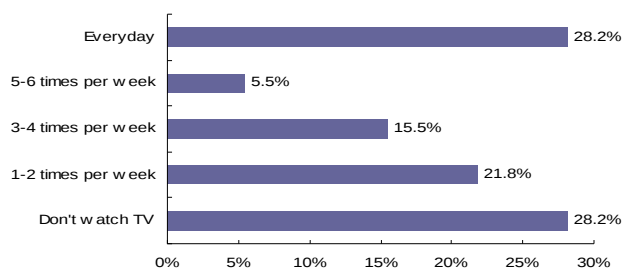
图 142：受访者性别



资料来源：国泰君安国际。

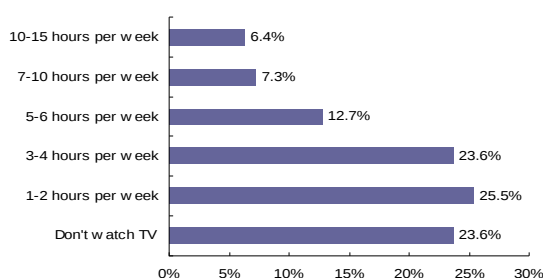
该群组的网络视频时长是电视时长的两倍以上。我们测算了他们的电视和网络电视使用频率和时长的加权平均。结论是 1）观众群每周开电视 3.1 次，每周平均时长 3.3 小时，或每次 1.1 小时。2）观众群每周使用网络视频门户 4.9 次，每周平均时长 7.0 小时，或每次 1.4 小时。该观众群的网络视频时长是他们电视时长的两倍以上。该结论确认了我们对媒体时长在 1-2 线城市向更年轻、教育程度高和高收入群转移的推断，意味着目前网络贴片广告对他们的影响比电视广告更大。我们认为此趋势将在未来十年持续。

图 143：每周电视使用频率

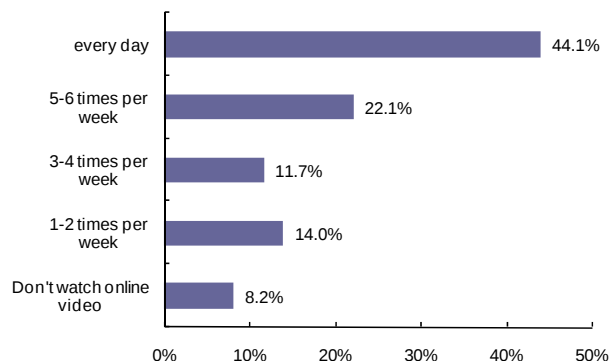


资料来源：国泰君安国际。

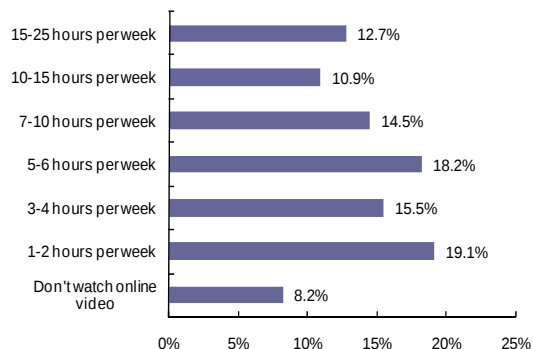
图 144：每周电视时长



资料来源：国泰君安国际。

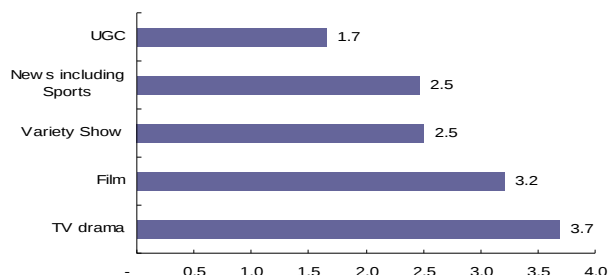
图 145: 每周网络视频使用频率


资料来源: 国泰君安国际。

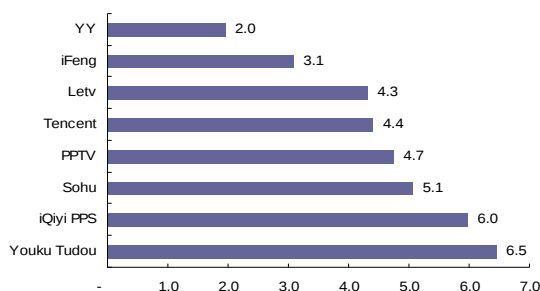
图 146: 每周网络视频在线时长


资料来源: 国泰君安国际。

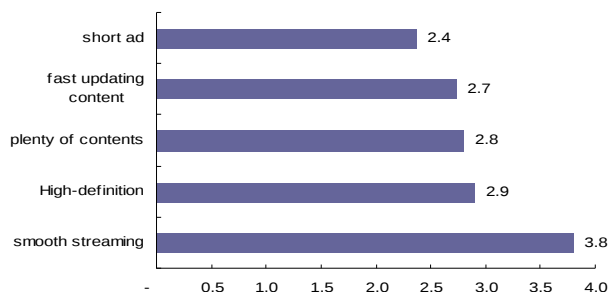
观众群最喜欢电视剧和笔记本。我们设计了排名问题作为首个选项, 如果有 5 个选项将得到 5 分的最高分。电视剧获得 3.7 分的最高分, 远高于综艺节目和新闻。令人意外的结果是 UGC 的分数最低, 远低于新闻。该结果可能印证了我们对 UGC 内容在线时长可能被诸多高质量免费专业内容所挤压的担忧。最受欢迎的网络视频门户是优酷土豆和爱奇艺-PPS。除爱奇艺-PPS 外, 排名结果大致与他们目前的视频流量排名一致。笔记本和平板电脑位列第 1 和第 2 受欢迎的视频观看设备。这 2 个设备的共同点是移动和便携, 意味着网络视频观众可能在床上或沙发上享受观看视频, 而不是在电脑或智能电视的大屏幕。

图 147: 喜欢内容类型排名


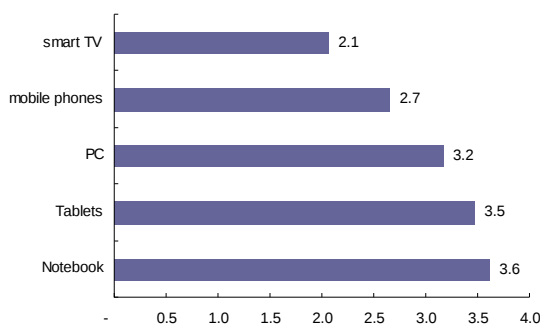
资料来源: 国泰君安国际。

图 148: 喜欢网络视频门户排名


资料来源: 国泰君安国际。

图 149: 网络视频用户体验因素排名


资料来源: 国泰君安国际。

图 150: 网络视频播放设备排名


资料来源: 国泰君安国际。

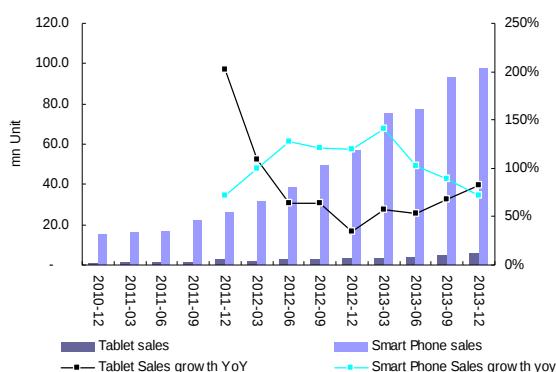
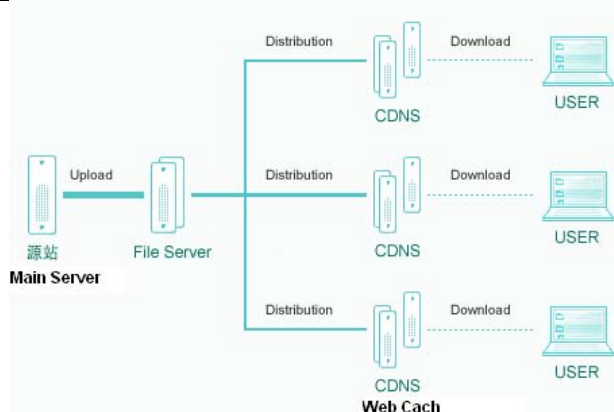
视频流技术

技术在长期内是网络视频流量的强大驱动力。根据 CNNIC 数据和我们的调查, 通畅的视频流失网络视频观看体验的第一个要素。除城市网速较快之外, 我们认为其它 3 个技术要素, 包括内容分发网络 (CDN)、更高效的视频数据处理技术和不断增加的移动设备销售, 同时推动网络视频门户的流量。

内容分发网络 (CDN)。 CDN 在分发网络视频内容上的效率远高于传统客户服务器结构。优酷有行业领先的专属 CDN 技术和后台编码技术, 确保优酷的客户获得最好的性能, 无论他们是上传视频到优酷服务器还是下载视频到电脑、手机或移动互联设备上观看。新 CDN 技术在视频内容流上比旧服务器端技术有更高的效率。内容分发网络是一个经策略性部署的整体系统, 包括分布式存储、负载均衡、网络请求的重定向和内容管理。主要的原理是: **1) 视频内容存储在网页缓存中。** CDN 在互联网用户附近创建大量网页缓存。网页缓存将流行内容存储在对所要求内容有最大需求的服务器上, 然后将内容分发到附近的用户, 不走服务器。这些分享的网络应用降低带宽要求, 降低服务器负荷, 以及改善存储在缓存中的内容的客户回应时间。**2) 服务器负载均衡技术是管理网页缓存的流量负荷的网页开关或内容开关。**例如, 一个视频内容可能由 10 个不同的网页缓存分发, 以相同的流量负荷。该技术提高了网络的总承载能力, 并通过重新分配失败的网页服务器的负荷而提供更高的可信度。**3) 重新请求路由引导客户请求到最能服务请求的内容资源。**这可能包含引导客户请求至客户最近的服务节点, 或承载能力最高的节点。

图 151: 内容分发网络

图 152: 中国平板电脑和智能手机销售



资料来源: 国泰君安国际。

资料来源: Wind 资讯、国泰君安国际。

视频数据处理技术。 视频数据处理技术包括视频数据编码、压缩和解码技术, 降低数据流量以实现对观众来说相同的视频效果。优酷不断完善其数据压缩技术, 其带宽成本占收入比例不断下降。下一代视频编码和解码技术-VP9 由谷歌开发, 致力于创建更科学的视频编码技术, 可比目前的 H265 技术节约 50% 以上的数据传输流量。然而, 该新技术需要更多硬件生产商的支持。

移动设备销售增加。 目前, 平板电脑的强劲视频流表现是因为 iPad 系列尤其注重高效图形处理单元, 其比普通笔记本创造了更好的视频观看体验。虽然智能手机在视频观看时不是观众的第一选择, 但智能手机的确增加了用户在零散时间如上下班时间和午餐时间的网络视频在线时长。

个股评级标准

参考基准: 纳斯达克综合指数

评级区间: 6至18个月

评 级	相对表现
买 入	超过 15% 或公司、行业基本面良好
收 集	5% 至 15% 或公司、行业基本面良好
中 性	-5% 至 5% 或公司、行业基本面中性
减 持	-15% 至 -5% 或公司、行业基本面不理想
卖 出	小于-15% 或公司、行业基本面不理想

行业评级标准

参考基准: 纳斯达克综合指数

评级区间: 6至18个月

评 级	相对表现
跑赢大市	超过 5% 或行业基本面良好
中 性	-5% 至 5% 或行业基本面中性
跑输大市	小于-5% 或行业基本面不理想

利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 除山东晨鸣纸业集团股份有限公司-H股(01812)、中国全通(控股)有限公司(00633)及中国优通控股有限公司(06168)外, 国泰君安或其集团公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值1%或以上的财务权益。
- (4) 国泰君安或其集团公司在现在或过去12个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。

免责声明

本研究报告内容既不代表国泰君安证券(香港)有限公司 (“国泰君安”)的推荐意见也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易之要约。国泰君安或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务(例如:配售代理、牵头经辨人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票)。

国泰君安的销售员, 交易员和其它专业人员可能会向国泰君安的客户提供与本研究部中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。国泰君安集团的资产管理部和投资业务部可能会做出与本报告的推荐或表达的意见不一致的投资决策。

报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安并不对该等数据的准确性和完整性作出任何承诺。报告中可能存在的一些基于对未来政治和经济的某些主观假定和判断而做出预见性陈述, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资证券及投资产品之目的, 及当中的风险。在决定投资前, 如有需要, 投资者务必向其各自专业人士咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对或意图向任何属于任何管辖范围的市民或居民或身处于任何管辖范围的人士或实体发布或供其使用, 而此等发布, 公布, 可供使用情况或使用会违反适用的法律或规例, 或会令国泰君安或其集团公司在此等管辖范围内受制于任何注册或领牌规定。

© 2014 国泰君安证券(香港)有限公司 版权所有, 不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话 (852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793

网址: www.gtja.com.hk