推荐（维持）

无付费，不快乐——“天然付费”成就中国娱乐新征途

2017 年 06 月 08 日

传媒互联网行业2017年中期策略报告

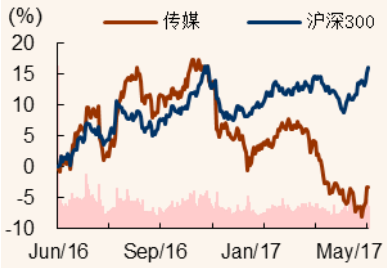
上证指数 **3140**

行业规模

		占比%
股票家数（只）	98	3.0
总市值（亿元）	16218	3.1
流通市值（亿元）	9312	2.3

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	0.3	-14.3	-11.3
相对表现	-4.2	-16.0	-22.6



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《传媒行业 2017 年 1 季报业绩回顾—游戏业绩确定性最强，其他子行业精选龙头》2017-05-04

2、《移动阅读深度报告系列之二—万卷书于指掌间，付费驱动新空间》2017-04-25

3、《绿幕时代开启，CG 特效产业迎来春天—特效行业深度报告》2017-04-10

顾佳
S1090513030002

方光照
S1090515090002

朱珺
S1090516080002

王光兵
S1090516080004

研究助理
林起贤
linqixian@cmschina.com.cn

本报告通过对传媒互联网各细分领域国内外内容消费的对比研究，得出：1）90后天然付费是推动互联网内容消费的重要因素；2）各细分领域都有提升空间，将诞生巨头企业，游戏和影视发展模式最清晰，市场空间最大，看好龙头前景。

- **“天然付费群体”的成长拉动互联网内容消费增长。**本文提出“天然付费群体”概念，90 年代之后出生的群体是互联网的原住民，随着代际迁移，这部分群体未来 20 年能保持每 5 年约 10%~20%增长。互联网早期流量免费阻碍了内容付费在中国的发展，这一群体将成为未来付费重要推动力。
- **他山之石—海外互联网内容付费发展主要因为：良好付费习惯基础+互联网新渠道便捷体验、技术提升+优质内容及衍生。**这些要素经分析贯穿于各细分行业，**1）游戏：**自诞生就具备付费属性，美国手游付费刚兴起，头部游戏吸引大量付费用户，未来 ARPU 值会不断提升。日本手游市场较成熟，付费率高，但整体规模由鲸鱼用户拉动。龙头游戏商暴雪和任天堂均靠爆款驱动用户高付费率和高 ARPU 值，并将相关 IP 进行全产业链开发。**2）影视视频：**美国付费习惯由来已久，互联网浪潮下视频付费部分取代 DVD 租赁市场，同时观看的便捷性和优质内容也推动付费视频业务发展。龙头公司各具特色，Netflix 依靠强大自制内容；Hulu、HBO、Amazon 背靠大型集团（好莱坞电影电视集团/互联网巨头）；YouTube 深绑 UGC。**3）音乐：**上游唱片巨头市占率较高，流媒体付费成主流，新型版权代理商崛起。**4）知识教育：**在线教育公司盈利模式多样，新型 MOOC 教育企业积极探索学位认证新模式。
- **大风起兮—我国互联网内容付费产业正爆发：1）游戏：**价量齐升，撬动手游付费大空间，二线手游龙头将分享游戏付费市场爆发红利，推荐标的：三七互娱、完美世界、游族网络和昆仑万维；**2）影视视频：**我国付费习惯正养成，5 年有望达 700 亿市场空间，渠道和内容制作端龙头显现，付费兴起使双方受益，推荐标的：唐德影视、慈文传媒、华策影视、欢瑞世纪；**3）文学：**网站完成整合，付费阅读获益于正版化高度景气，IP 全版权运营模式渐趋成熟带来较大弹性，长期看好思美传媒、平治信息、中文在线。**4）音乐：**付费处于早期，但粉丝经济下平台变现多元，QQ 音乐全球最先盈利。**5）知识教育：**众多玩家纷纷加入，获得资本青睐，行业创新产品频发。
- **风险提示：**互联网内容付费发展进程低于预期，盈利能力低于预期。

重点公司主要财务指标

	股价	16EPS	17EPS	18EPS	17PE	18PE	PB	评级
三七互娱	25.62	0.51	0.93	1.10	27.5	23.3	11.2	强烈推荐-A
完美世界	35.91	0.84	1.05	1.38	34.2	26.0	7.1	强烈推荐-A
游族网络	31.40	0.68	1.08	1.31	29.1	24.0	9.3	强烈推荐-A
昆仑万维	23.36	0.46	0.92	1.18	25.4	19.8	6.8	强烈推荐-A
唐德影视	25.29	0.45	0.91	1.28	27.8	19.8	9.7	强烈推荐-A
慈文传媒	38.80	0.92	1.34	1.81	28.9	21.4	8.9	强烈推荐-A
思美传媒	26.44	0.45	1.09	1.53	24.3	17.3	3.6	强烈推荐-A

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、概述：互联网内容付费的发展逻辑 10
1.1 互联网内容付费的发展需求-社会学和经济学角度阐释 10
1.2 中国近几年迎来内容付费快速成长期 12
1.3 天然付费群体的代际人口迁移，拉动互联网内容付费未来消费群体基数增长 13
二、他山之石——海外互联网内容付费发展经验 15
2.1 总述海外崛起原因-良好付费习惯+互联网渠道便捷体验、技术提升+优质内容 15
2.2 游戏：美日游戏付费由来已久，移动游戏时代高 ARPU 值驱动高增长 16
2.2.1 美日游戏发展史表明：游戏自诞生就具备付费属性 16
2.2.2 美国移动游戏付费刚刚兴起 18
2.2.3 日本移动游戏付费率高，但整体规模由鲸鱼用户拉动 19
2.2.4 动视暴雪、任天堂成功之路：爆款驱动付费，掌控定价权 20
2.3 影视视频：便捷性渠道及优质内容带动行业增长，龙头公司各具核心竞争力 25
2.3.1 美国付费习惯悠久，互联网浪潮下视频付费部分取代 DVD 租赁 25
2.3.2 龙头割据，不同模式下的代表性公司各具竞争优势 26
2.3.3 Netflix 成长史：强大自制内容+大数据应用+全球化战略构筑核心竞争力 28
2.4 音乐：唱片高度集中，平台估值 100+亿美金但未盈利，新版权代理崛起 31
2.4.1 全球音乐市场：数字音乐带动音乐市场增长，流媒体付费已成主流 31
2.4.2 数字音乐时代，唱片巨头实现整合仍有议价能力，但独立厂牌正在兴起 32
2.4.3 互联网音乐平台尚未能实现盈利但最大的公司估值已达到 130 亿美金 33
2.4.4 互联网音乐版权公司茁壮成长 35
2.5 知识教育付费方面海外的发展借鉴 36
2.5.1 国外知识付费主要依靠广告投放，全球在线教育市场保持高增长 36
2.5.2 2010 年开始互联网企业开始涉足在校教育以及 MOOC 模式的兴起 36
2.5.3 在线教育公司盈利模式多样，新型 MOOC 教育积极探索学位认证新模式 37
三、大风起兮——国内互联网内容付费发展正爆发 39
3.1 总述：国内互联网内容付费发展的特点 39
3.2 游戏：价量齐升，撬动手游付费大空间 39
3.2.1“量”的角度，现象级头部游戏及用户结构变化，带来增量付费群体 39
3.2.2“价”的角度，IP 化、精品化与研运一体，将提升手游用户付费水平 42

3.2.3 手游付费市场空间测算：2021 年或超 2100 亿元 44
3.2.4 二线手游龙头将分享游戏付费市场爆发红利 46
3.3 影视视频：付费习惯积极培养中，市场空间巨大，渠道和内容制作端龙头显现 47
3.3.1 我国视频付费近几年迎来爆发，“内容消费”习惯逐渐培养 47
3.3.2 我国影视视频付费行业市场空间巨大，5 年内规模有望超 700 亿 49
3.3.3 终端付费提升使视频渠道和内容制作方均受益，渠道争相抢占优质内容 52
3.3.4 视频平台代表：爱奇艺、腾讯视频、优酷土豆和乐视视频 57
3.4 音乐：平台已整合，未来看产业链上下游拓展，本土巨头全球率先实现盈利 63
3.4.1 发展历程：我国互联网音乐产业已步入成熟期 63
3.4.2 上游唱片行业集中度低，下游完成初步整合实现三分天下 64
3.4.3 行业中典型公司：腾讯音乐、网易云音乐 72
3.5 文学：沉淀十余年已经成熟，根植本土走向世界 75
3.5.1 网文平台：经十余年沉淀已经成熟，网文平台资产证券化加速 75
3.5.2 上游的文学创作环节，头部网文作家收入高涨 76
3.5.3 中游的网文平台完成行业整合，付费与 IP 全版权运营逐渐成熟 76
3.5.4 下游网文用户 90 后付费意愿较强，我们判断市场空间约 250 亿 79
3.5.5 网络文学出海，或将创造行业的下一个增长点 81
3.6 知识教育：知识教育付费众多玩家纷纷加入，成为付费行业风口上的鹰 82
3.6.1 知识教育领域众多玩家纷纷加入，行业龙头完成高额融资获得资本青睐 82
3.6.2 精品内容缺失、在线支付便利及新生代消费者付费意愿增强造就行业兴起 83
3.6.3 国内知识付费 app 产品形态及传播载体分类 84
3.6.4 行业中典型公司：喜马拉雅 FM、知乎 Live、得到和分答 86
3.6.5 平台自身持续完善、内容产品垂直化及更好的产品定价机制是趋势 87
四、相关推荐标的 89
4.1 游戏：三七互娱、完美世界、游族网络和昆仑万维 89
4.2 影视：唐德影视、慈文传媒、华策影视、欢瑞世纪 89
4.3 文学：思美传媒、平治信息、中文在线 91

图表目录

图 1：我国互联网内容付费发展依赖于背后基础条件的成熟 10
图 2：我国每年人口出生率 14

图 3：我国“天然付费群体”占总人口比例将不断提升 14
图 4：80、90 年代世嘉经典街机游戏《街头霸王》 16
图 5：任天堂 1983 年第一代红白机游戏机 16
图 6：1994 年索尼第一代 PlayStation 游戏主机 17
图 7：2001 年微软第一代 XBOX 游戏主机 17
图 8：美国艺电（EA）经典游戏《极品飞车》画面 17
图 9：暴雪 1998 年推出经典 PC 游戏《星际争霸》 17
图 10：美国智能手机及操作系统普及率（2016 年） 18
图 11：美国游戏用户规模（2016 年） 18
图 12：美国移动游戏用户获取成本和 ARPPU 值 18
图 13：美国游戏及移动游戏市场规模 18
图 14：日本移动游戏市场规模及增速 19
图 15：日本手游用户每周游戏时长分布 20
图 16：日本手游用户每年付费金额分布 20
图 17：动视暴雪重大事件与股价关系图 21
图 18：《魔兽世界》付费用户数变化 21
图 19：动视暴雪业绩跟《魔兽世界》付费用户数存在较大关联 22
图 20：2016 年 7 月之后的《魔兽世界》国服收费方式 22
图 21：2000 年以前任天堂股价与驱动因素 （JPY） 23
图 22：2000 年之后任天堂股价与驱动因素（JPY） 23
图 23：任天堂营业收入与净利润 24
图 24：2005-16 年美国 DVD/VCD 市场与付费数字视频市场规模（百万美元） 25
图 25：2015 年美国付费电视用户续订比例 26
图 26：2011-16 年 Netflix 收入构成 29
图 27：Netflix 全球流媒体会员数 29
图 28：2011-16 年 Netflix 美国本土订阅用户数 29
图 29：Netflix 代表性美剧单集制作成本 30
图 30：2016 年对美国最佳原创内容的评比调研 30
图 31：2011-16 年 Netflix 国际注册用户数 31
图 32：全球音乐产业规模（十亿美元） 32
图 33：2016 年全球音乐各细分市场份额 32

图 34：全球流媒体音乐增速 32
图 35：美国唱片产业的整合历史 33
图 36：海外主流音乐平台付费用户规模（百万） 33
图 37：Spotify vs Apple Music 付费用户变化（百万） 33
图 38：Spotify 收入分成模式 34
图 39：Spotify 的收入及净亏损（欧元） 34
图 40：Spotify 版权、分销及其他支出 34
图 41：版权代理市场的份额（2015Q3） 35
图 42：Kobalt 的收入及净亏损（美元） 35
图 43：全球在线教育市场规模 36
图 44：《王者荣耀》DAU 变化 40
图 45：经典游戏 DAU 峰值（截至 2017 年 2 月） 40
图 46：《阴阳师》上线初期，年轻用户和女性用户占比较高 41
图 47：《阴阳师》女性用户占比远高于行业平均 41
图 48：泛二次元广大用户是游戏潜在用户群体 41
图 49：泛二次元人群具有良好付费习惯 41
图 50：00 后每周花费百元以上占比远高当年 90 后 42
图 51：00 后群体资金状况好于 90 后 42
图 52：2016 年手游中 IP 手游占比 42
图 53：2016 年手游 IP 来源分布 42
图 54：2017 年 Q1 一线游戏厂商上线计划 43
图 55：2017 年 Q1 国内各类型手游 APRU 值 43
图 56：国内游戏行业收入规模 44
图 57：国内移动游戏行业收入规模 44
图 58：国内移动游戏用户规模增长情况 45
图 59：国内移动游戏单用户收入增长情况 45
图 60：国内手游研发商（CP）流水份额（2015 年） 46
图 61：国内手游研发商（CP）流水份额（2016 年） 46
图 62：付费视频用户愿意付费观看的内容种类 48
图 63：不同权益对付费会员用户的吸引程度 48
图 64：我国视频付费用户规模 49

图 65：全球不同国家地区视频付费用户规模（万） 49
图 66：我国网络视频付费市场收入规模 50
图 67：我国在线视频行业收入构成 50
图 68：我国网络视频用户规模 50
图 69：我国网络视频付费用户数与渗透率 51
图 70：美国网络视频付费用户数与渗透率 51
图 71：2013-16 年 Netflix 流媒体视频每付费用户月 ARPU 值（美元） 52
图 72：我国网络视频行业上下游产业链环节 52
图 73：2016 年 11 月手机视频 APP 排名 53
图 74：我国视频网站的产业链定位和布局 53
图 75：2010~16 年视频网站版权购买支出（亿元） 54
图 76：2014-16 年我国网络剧播出数量及增速 55
图 77：2014-16 年我国网络剧播放量及增速 55
图 78：2014-16 年我国网大播出数量及增速 55
图 79：2016 年我国各视频平台网综数量占比 55
图 80：爱奇艺发展历程 58
图 81：2016 年国内外视频网站付费自制剧部数 58
图 82：腾讯视频发展历程 60
图 83：优酷发展历程 61
图 84：乐视发展历程 62
图 85：在线音乐发展历程 63
图 86：数字音乐产业链 64
图 87：我国实体唱片收入规模和数字音乐市场规模对比 64
图 88：唱片公司曲库数量对比 65
图 89：各国版权方在唱片销售中的分成比例 65
图 90：近年来音乐节发展迅速 65
图 91：近三年品牌音乐节热度指数对比 65
图 92：国内主流在线音匀平台版权曲库 66
图 93：2017 年 3 月在线音乐 APP 月活 TOP10（万） 66
图 94：2017 年 3 月在线音乐 APP 月活 TOP10 增长 66
图 95：国内主流在线音乐平台付费模式 67

图 96：专辑/单曲付费的核心逻辑是粉丝经济 68
图 97：QQ 音乐数字专辑收入（亿元） 68
图 98：2016 年华语付费音乐专辑销售情况 68
图 99：2016 年腾讯在线演唱会直播观看人数 TOP5 69
图 100：在线演唱会数量 69
图 101：各大音乐平台通过音乐人扶植项目进军上游内容创造，打造自有 IP 69
图 102：在线音乐平台下游布局及重要变现方式 70
图 103：2016 中国在线音乐用户年龄分布 70
图 104：2016 中国在线音乐用户可接受的月付费价格 70
图 105：不同代际在线音乐付费率 70
图 106：在线音乐用户规模 71
图 107：在线音乐付费市场规模 71
图 108：QQ 音乐发展历程 72
图 109：QQ 音乐 PGC 版权资源 73
图 110：QQ 音乐 UGC 版权资源布局 73
图 111：网易云音乐音乐社交性质 74
图 112：网易云音乐个性化推荐 74
图 113：网易云音乐用户规模的变化 74
图 114：网易云音乐主要运营数据 74
图 115：网易云音乐商业布局 75
图 116：网络文学的发展历程 75
图 117：网络文学产业链 76
图 118：中国网络文学集团主要阵营 77
图 119：2015 年度中国网络文学网站用户覆盖率 77
图 120：2015Q4 中国网络人气小说 TOP50 覆盖率 77
图 121：中国网络文学平台商业模式 77
图 122：网络文学全版权运营模式 78
图 123：网络文学网站的运营数据及 IP 开发动向 78
图 124：不同代际人群数字阅读付费金额 79
图 125：网络文学市场规模 79
图 126：网络文学用户规模及渗透率 79

图 127：中国网络文学市场规模、用户规模及网民渗透率 81
图 128：北美小说翻译网站 Wuxia World 82
图 129：Wuxia World 翻译的中国网文 82
图 130：国内主流知识付费 app 上线时间 82
图 131：消费者获取知识方式 83
图 132：2016 年 Q4 国内第三方移动支付市场 84
图 133：国内消费者付费意愿调查 84
图 134：不同产品形态付费意愿 85
图 135：国内主流知识付费 APP 渗透率 85
图 136：国内主流知识付费 app 不同年龄段的使用率 86
图 137：对于已购付费内容的满意度 88

表 1：美国代表性视频付费企业会员收费体系 27
表 2：美国视频付费企业自制剧代表作 28
表 3：2016 年 12 月四线及以下城市渗透率 TOP100APP 榜单中的游戏 40
表 4：16 年 8 月-17 年 2 月 APP ANNIE 全球手游指数 ios 中国前十榜单的游戏 43
表 5：移动游戏行业规模测算 45
表 6：ios 游戏畅销榜排名前 50 的游戏涉及的 A 股上市公司（2017.2.26） 46
表 7：2014-2016 年大型全网剧网络播放量 47
表 8：2014-2016 年 Top10 纯网剧播放量 47
表 9：2016 年播放量 TOP10 自制剧及平台（亿次） 49
表 10：我国网络视频付费用户数情景分析 51
表 11：网络剧网络版权一览（单位：万元/集） 54
表 12：付费内容制作公司代表作品 56
表 13：各视频网站会员费用体系（IOS 端） 57
表 14：2017 年爱奇艺重点内容一览 59
表 15：2017 年腾讯视频重要内容一览 60
表 16：2017 年优酷视频重点内容一览 62
表 17：在线音乐付费空间测算（亿元） 71
表 18：2016 年网络作家收入前 10 名 76
表 19：网络文学付费空间测算 80

表 20：中国网络文学海外传播情况 81
表 21：国内主流知识付费 app 83
表 22：国内主流知识付费 app 分类 85
表 23：喜马拉雅运营板块 86

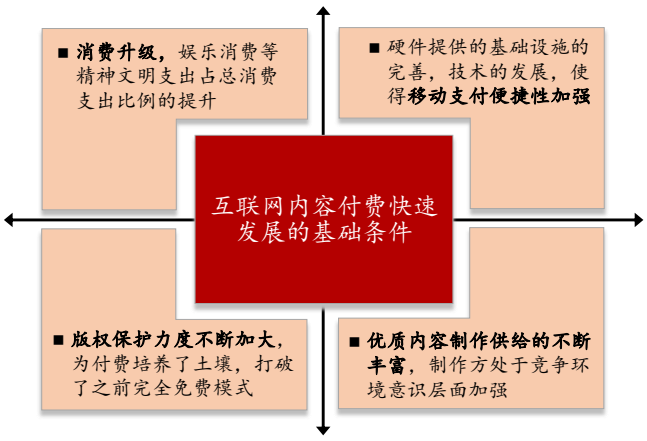
一、概述：互联网内容付费的发展逻辑

1.1 互联网内容付费的发展需求-社会学和经济学角度阐释

- **互联网内容付费兴起的客观发展条件：消费升级、移动支付普及、版权保护增强、优质内容供给增大**

互联网内容付费近年来经历了快速发展，总结起来背后有几个基础条件的成熟：

图 1：我国互联网内容付费发展依赖于背后基础条件的成熟



资料来源：招商证券

1）消费升级，娱乐消费等精神文明支出占总消费支出比例的提升；

我国城镇居民教育文化娱乐消费支出占总消费支出的比例从 2013 年的 10.6%不断提升至 2016 年的 11.2%。“十三五”规划建议明确，到 2020 年，文化产业要成为国民经济支柱性产业。2015 年至 2020 年的 6 年里，按名义 GDP 增长计算，我国文化产业增加值至少应该达到 5 万亿。

2）硬件提供的基础设施的完善，以及技术的发展，使得移动支付便捷性大大加强；

移动支付的迅速发展有效地方便了消费者进行线上支付，同时还连接了线上与线下的消费场景，增添了消费的社交属性。到 2016 年我国第三方移动支付交易规模达 38.5 万亿规模，同比增速超 200%。支付方式的多样化和简易化给内容付费顺利开启付费模式提供了功能上的支持。

3）版权保护的力度不断加大，为付费培养了土壤，打破了之前的完全免费模式；

版权保护进一步严格，包括：影视版权、文学数字出版物、音乐、游戏等，用户版权保护意识增强，盗版内容获取成本增加，为付费创造了良好条件。

2015 年，中国网络版权保护取得重大进展。与网络版权纠纷相关的互联网行业竞争规则在实践和司法审判中日渐明晰。 2015 年 1 月 8 日，国家新闻出版广电总局印发《关于推动网络文学健康发展的指导意见》。 4 月 22 日，国家版权局发布《关于规范网络转载版权秩序的通知》，7 月 8 日发布《关于责令网络音乐服务商停止未经授权传播音乐作品的通知》，10 月 14 日发布《关于规范网盘服务版权秩序的通知》。这些文件的发布对规范重点领域网络版权秩序起了重要作用。2015 年 11 月 1 日实施的《中华人民共

和国刑法修正案（九）》增加对著作权保护的重要条款，明确了网络帮助侵权行为的刑事责任。

百度在反盗版技术开发应用方面进行了不断尝试，开发了相应的反盗版技术，涉及视频、文学、游戏、图片还有直播等内容。在线上版权保护方面，还开发了 DRM 数字全管理技术等。

4）优质内容制作供给的不断丰富，制作方处于竞争环境意识层面加强。

日益丰富和沉浸的内容会提升用户的付费意愿：优质内容往往要求会员独家，会员抢先看等来吸引更多用户付费。且内容制作环节的充分竞争使得好的作品制作成本不断攀升，下游公司为提高盈利性将加大付费力度。

- **我国目前处于工业化高级发展阶段，消费需求从物质型需求向服务型需求转移**

钱纳里（Hollis B. Chenery）1969 年提出了工业化阶段理论，应用人均收入增长与产业结构的关联，将经济发展阶段依据人均收入的变化分为 4 个主要阶段。**截至 2016 年，我国人均 GDP 达约 8800 美金，正处于第三阶段的工业化高级阶段，是包括文化娱乐业的第三产业高速发展的阶段。**依据美国、日本等发达国家的经验，这一阶段的主要特点是居民消费爆发，消费结构升级。国家统计局数据显示，2016 年我国消费对 GDP 增长贡献率为 64.6%，2017 年一季度则达到 77.2%，拉动经济增长 5.3 个百分点，消费大时代来临。**我国目前的人均 GDP 与上世纪 70 年代的美国相当。这一阶段的主要特点是消费需求从物质型需求向服务型需求转移，教育、医疗、娱乐支出的逐年增加。**

关于付费意愿，美国人很早就有付费习惯，源于美国法律规范对相关娱乐付费的付费要求，叠加优质内容供给的大幅增加，内容需求不断提升，这一市场随着收入的增长迅速成长起来。我国在电视业发展之初，一直采取的免费开路传播方式，即使进入星网结合有线电视时代，用户虽然要缴纳一定的费用，但这个费用被认为是有线电视维护费，而非真正意义上的付费内容订阅费。对于大多数中国视频用户来说，为内容付费还未形成习惯，电视节目和网络视频只是不同终端上播放的内容，付费意识正在逐渐培养。

截至 2015 年，美国人均年度娱乐消费为 2,842 美元（我国 2015 年全国居民人均文化娱乐消费支出仅 760 元，其中城镇居民平均 1,216 元，农村居民人均 239 元），其中影视广播支出为 1,084 美元占比 38%，较 1984 年的占比增加了 8 个百分点。

各个国家间的文化差异及消费结构、习惯不同，使得娱乐服务支出占比各不相同，美国目前人均娱乐支出占消费支出比例约 5.2%，英国娱乐支出占比约 13%，日本娱乐支出占比约 10.5%，韩国的娱乐支出占比约 5.9%。我国城镇居民目前娱乐服务支出占比约 5.7%，整个娱乐付费的习惯还在培养之中，随着法律法规和市场环境的形成，内容付费的规模将会越来越大。

- **互联网内容付费的经济学阐释**

从经济学的定义来看，商品是满足人们某种需要的，用来交换的劳动产品。商品具有两大属性，使用价值和价值。使用价值是指商品满足人们某一方面的需求的能力。价值是指商品所凝结的一般的人类劳动。也就是说价值是由劳动所产生，由交换所体现，价格是价值的表现形式。互联网内容，无论是影视、游戏、音乐、网络文学还是知识，它能够满足人们对于精神文化的需求或者受教育的需求，因此具备使用价值。**同时互联网内容是由于人类劳动所产生，企业在生产这些内容的过程中需要花费时间，付出成本。因此，互联网内容也具备价值。**从这个角度看，互联网内容从诞生之初就具备商品的属性，

因此，产生价格顺理成章。

那么过去为什么用户比较难直接对互联网内容付费，我们认为主要原因是互联网内容具备公共物品的属性，即具有非竞争性和非排他性，极容易产生搭便车行为。非竞争性是指某产品被生产出来后，增加一个消费者不会减少任何一个人对该产品的消费数量和质量，其他人消费该产品的额外成本为零，换句话说，增加消费者的边际成本为 0。例如某部电视剧观看的人数无论增加多少，对某一个用户而言，他所观看的内容、获得的体验不会有任何变化。非排他性是指一个人在消费某产品时，无法排除他人也同时消费该产品，而且即使其不愿意消费这一产品，也没有办法排斥他人消费。例如某用户在互联网上观看某部影视剧，无法决定他人是否也看该部影视剧。对于生产者而言，由于新增一个消费者的边际成本为零，其并没有动力要求这个新增的消费者付费。对于已付费消费者而言，由于其无法决定是否有新增消费者消费该产品，新增消费者对自己的消费体验也不会产生影响，因此其没有动力去监测新增消费者是否付费。综合上面的原因，互联网内容在具备公共物品属性的情况下，极容易产生免费搭便车现象，付费行为无法持续。

但是情况正在发生变化。首先，由于互联网内容提供者集中度的提升，其所提供的内容开始差异化、稀缺化，不断打破非排他性的特征。以影视剧为例，由于社交网络的发达，信息传播速度加快，非排他性正在逐步消除。举例来说，某部热门电视剧付费用户在观看之后容易形成话题和讨论圈子，那么由于剧透等种种原因，付费已消费者对未付费未消费者的消费体验会产生影响，导致未消费者为了消除这种体验的劣势，会选择付费。游戏是一个更典型的例子，在道具收费模式下，某一个 RPG 游戏用户付费购买某个道具，获得游戏内能力的提升，对其他未付费用户的体验构成重大影响。由于游戏本身用户之间的竞争性，以及用户自身产生差异化内容的特性，其在互联网环境下逐渐脱离非排他性这一公共物品属性，因此用户付费成为必然趋势。

另外，商品价格究其根本是由其供需关系所决定，**随着互联网内容头部效应的逐步强化，精品内容供不应求的趋势将愈发明显，精品内容的价格将呈现持续上涨趋势。具体而言，其体现在用户付费率和 ARPU 值将不断提升。**

1.2 中国近几年迎来内容付费快速成长期

近年来我国内容付费产业快速崛起，游戏能更好卷入用户情感，沉浸性好，故付费模式更容易建立，也是最重要的用户付费内容类型，用户 ARPU 值也较高。非游戏付费内容同样快速发展，用户消费占比逐年提高。包括视频、文学阅读、音乐等。

游戏：《王者荣耀》作为腾讯推出的一款基于社交平台的 MOBA 即时对战游戏，其上线后 DAU 不断突破天花板。2016 年 12 月，腾讯公布《王者荣耀》DAU 突破 5000 万，2017 年 2 月的春节期间，其 DAU 超过 8000 万，在一众休闲游戏称霸的 DAU 排行上，刷新了《天天酷跑》此前创下的 6000 万的 DAU 纪录。游戏是第一大互联网内容付费，2016 年国内游戏总收入规模达到 1656 亿元，同比增长 18%，其中移动游戏收入规模达到 819 亿元，同比大增 59%，在游戏收入中的占比达到 49.5%。手游行业规模增速尽管 2016 年较 2015 年也有所下降，但仍然维持高速增长态势。从人口结构看，00 后群体规模扩大，带来大量手游潜在付费用户。

影视视频：根据易观咨询的统计，截至 2016 年底我国付费会员的规模约 7500 万人（成为全球第三大付费视频用户市场，第一大为美国 1.3 亿会员用户，排在第二位的是俄罗斯约 8500 万付费用户，第四和第五大市场分别为印度 7000 万付费用户和欧洲 4000

万付费用户），同比增速达 241%，我国的视频付费会员数量正经历快速增长期，增速是美国同期的 9 倍。我们预计 2017 年视频网站付费会员总数将超 1 亿人。2016 年我国网络视频付费市场收入规模约 109 亿元（2015 年仅不到 50 亿元。付费收入占整个视频行业收入的比例截至 2016 年底也估计提升至约 19.3%（目前广告占比仍过半，但 2016 年单人次视频广告价值仅 60 元，明显低于付费价值），重要性进一步显现。2016 年自制网剧市场趋于成熟，全年共上线 349 部网剧，同比下降 7.9%，但总播放量为 892 亿，同比上升 225.5%；2016 年网络大电影市场快速发展，上线网大数量共计 2279 部，同比增长 268%，总播放量高达 216 亿。

音乐：2016 年底，在线音乐用户规模 5.03 亿，渗透率高达 68.8%，在线音乐付费收入为 18.8 亿元，同比增长 79.7%，预计 17 年将达到 29.9 亿。当前付费用户比例较低（QQ 音乐付费率约 4.4%），各大音乐平台的普通档音乐包/会员月度订阅费用仅 8-10 元/月，均有较大的提升空间。一方面，正版化的推进形成了在线音乐付费率提升的一个被动式的驱动，另一方面，从用户来看，付费意愿增强。目前用户可接受的月付费价格集中在 11-20 元之间，略高于目前音乐网站会员费。此外用户年轻化趋势明显，在线音乐用户 36.6%为 85 后，10.4%为 90 后，当前 90 后付费率为 13.2%，高于 80 后和 70 后，90 后是粉丝经济逻辑的核心主体，除了订阅付费，为偶像买单的驱动下，平台还可通过数字专辑、在线演唱会、音乐周边、演出服务等拓展 C 端变现空间。我们估计在线音乐的付费收入为中性估计市场空间在 389.1 亿。

文学：网络文学是互联网内容行业中发展较早的细分领域，行业经历十多年的沉淀，已经孵化出一批 S 级 IP，并教育了一批形成互联网内容消费习惯的用户。随着用户消费习惯的形成以及正版化运动的政策利好，文学网站的付费阅读处于向上通道，2016 年，阅文集团付费净收入实现翻番，此外各平台均围绕文学 IP 进行全版权运营的积极探索，实现用户付费阅读之外的多次变现，将进一步放大内容的商业价值。2015 年中国网络文学市场规模已经达到 70 亿元，同比 2014 年增长 25%，2016 年中国网络文学市场规模将达到 90 亿。阅文集团 15 年营收 90%来自付费阅读，若以此比例推算，网文行业的付费收入规模为 63 亿。2016 年中国网络文学用户会达到 4.5 亿，渗透率达到 64.3%。目前行业龙头阅文付费率约在 10-15%之间，目前按月订阅付费每月花费 5~20 元不等，随着正版化运动的推进，以及用户付费意识的逐渐形成，付费率仍有较高的提升空间。尤其是目前 2016 年付费用户中，90 后用户占比为 43%，平均付费金额为 80 元，其付费规模远高于其他年龄层用户。中性估计网络文学付费收入市场空间在 243.15 亿。（没有考虑文学 IP 运营收入以及广告收入。）

1.3 天然付费群体的代际人口迁移，拉动互联网内容付费未来消费群体基数增长

90 后的群体应该来说是互联网的原住民，由剧星传媒发布的《90 后人群洞察报告》中的调查显示，有 70%的 90 后会选择将业余时间花费在“上网”，中国的互联网发展起步于 1994、1995 年，也即是 90 后开始几乎从出生后就处于完全的互联网环境之中。

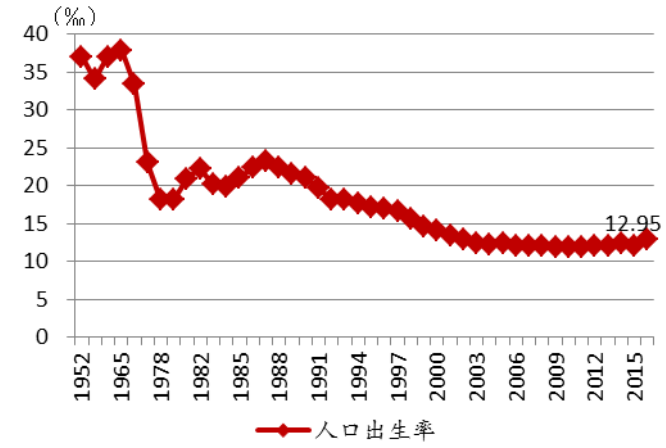
并且 90 后开始，出生就成长在社会物质生活相对优越的环境中（与前几代人的平均生活环境相比），没有经历过社会的动荡和政治的变更，也顺应在经济蓬勃发展的年代。他们许多都是独生子女，追求自我和个性，对于消费的主导动因更多来自于“喜欢”，90 后开始的网生代他们空闲时间较多，愿意和他人分享与交流，追求体验和兴趣的满

足，而对于付费来说对金额的敏感性较低。

正是由于生活方式的发展变化，**90 后、00 后以及更年轻的代际群体对于互联网化的生活方式接受度较高，有着天然的黏性和归属感，对于近 5-10 年发展壮大的互联网内容付费市场有较强的认知度和认可度，我们将这样一个群体定义为“天然付费群体”。**2017 年 90 后普遍已迈入工作逐渐成为社会主力劳动群体，90 年出生的人已经 27 岁（接近 30 岁）；00 后普遍处于校园读书阶段，90 后开始出生的群体无论从消费习惯和消费认知上发生了重大变化，由他们带来的底层用户基数的增加将推动互联网内容付费大发展！

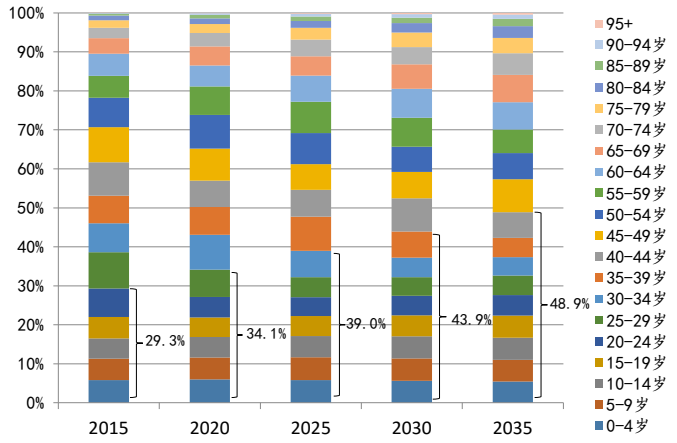
我们测算“天然付费群体”的人群规模未来占总人口的比例变化。2015 年的人口出生率约 12.95‰，我们假设从 2015 年开始，未来每 5 年的平均人口出生率分别递减 0.5 个千分点，假设总人口到 2025 年达约 14.7 亿人。则随着每 5 年的人口自然代际迁移，**2015 年的“天然付费群体”（1990 年及之后出生的人口，对应 2015 年约取 0~24 岁群体）约 4 亿人，占总人口的 29.3%；到 2020 年，“天然付费群体”占总人口的比例约 34.1%，2025-2035 年每隔 5 年的占比分别为 39.0%、43.9%和 48.9%。**从绝对数角度看，从 2015-2035 年每 5 年的“天然付费群体”人口分别为 4 亿、4.88 亿、5.74 亿、6.58 亿和 7.4 亿，**2020-2035 年每 5 年的同比增速分别为 21.3%、17.6%、14.7%和 12.5%。**

图 2：我国每年人口出生率



资料来源：国家统计局、招商证券

图 3：我国“天然付费群体”占总人口比例将不断提升



资料来源：国家统计局、招商证券

二、他山之石——海外互联网内容付费发展经验

2.1 总述海外崛起原因-良好付费习惯+互联网渠道便捷体验、技术提升+优质内容

总结-本章节我们分不同传媒子行业研究了其海外互联网内容付费的兴起、发展和当前的竞争格局，得到了一系列发展经验：

1）海外很多国家都有良好的内容付费习惯，源于他们悠久的传统媒体付费历史。当相似内容以新的渠道和模式出现时，消费者普遍能从原渠道迁移部分过来，带来付费用户基础；

2）互联网渠道的使用强化了碎片化的时间利用，对娱乐内容的需求会被进一步激发，带来增量市场空间。同时线上支付的便捷性促进了互联网内容的付费转化。互联网技术的运用和提升增强了用户的感官感受，提升了消费满意度，为市场扩容打下基石；

3）优质的内容推动整个行业的需求，同时造就了成熟市场的寡头垄断的格局，对于发展中的市场谁拥有优质的内容供给就能抢占市场先机，有望成长为行业龙头。

还有就是对垄断性资源的把控,和持续的创新能力,都是内容付费企业成长的关键因素。

游戏：纵观美国和日本游戏发展史，游戏用户付费模式在一开始就已经形成，游戏市场寡头垄断，无论是世嘉、任天堂，还是索尼、微软，乃至后面的艺电、暴雪，在单一游戏领域都有高市占率，其市场议价能力很强，掌控游戏产品定价权。目前美国的主机和 PC 游戏上付费已较为成熟；移动游戏付费刚刚兴起，头部游戏吸引大量付费用户，未来 ARPU 值会不断提升。日本手游市场较成熟，高付费（大 R）玩家的占比约为 0.36%，但贡献了主要付费市场。从龙头游戏公司的成功之路来看，暴雪和任天堂都是靠爆款驱动付费，精心打磨 IP 和精细化研发，掌控定价权，驱动用户产生高付费率和高 ARPU 值，并将相关 IP 进行全产业链开发，实现游戏 IP 的多维度和长周期变现。

影视视频：美国付费习惯悠久，互联网浪潮下视频付费部分取代 DVD 租赁市场，同时观看的便捷性和优质内容带来增量，推动付费视频业务的发展，这块业务在美国兴起到现在也就 10 年左右时间，现在市场寡头垄断。龙头公司各具核心竞争力，Netflix 依靠强大自制内容建立起最根本的竞争壁垒，代表作品如《纸牌屋》、《女子监狱》等，都是高投入高产出的大作，精品化路线明晰，构建核心内容竞争力，同时应用大数据、进行全球化扩张，不断发展壮大。而其他的巨头如 Hulu、HBO 则是背后电影电视集团的核心内容资源优质，属于传统媒体在新渠道领域的延伸，更多带有先天性的优势属性。或者是 YouTube 那样的 UGC 视频头部平台，深度与创作者合作。无论是哪种模式，我们总结其背后的逻辑都是各种独特性的内容型资源，推动付费用户的增长；同时通过新的更好的技术增强体验，以及差异化的内容范围来深化单位用户付费额度。

音乐：数字音乐带动音乐市场增长，流媒体付费已成主流。数字音乐时代，上游实现整合的唱片巨头仍保持一定的议价能力，行业集中度较高，但独立厂牌正在兴起。互联网渠道的兴起弱化实体营销环节的地位，唱片公司的发行功能被弱化逐渐转为出版方，互联网音乐平台竞争格局尚未稳定，当前流媒体平台需要负担较高的版权支出，盈利能力不佳，为了强化竞争优势需要形成丰富的音乐版权储备，因而已经在上游版权环节具备明显优势地位的唱片巨头仍能保持较高的议价能力。互联网音乐版权公司茁壮成长，版

权代理商的地位更加重要，基于大数据和互联网等强大技术手段对下游音乐使用情况进行更精准的监控需求旺盛。

知识教育付费：国外的知识付费产品（除了在线教育产品外）大多数还是采用广告支持下的免费内容，盈利模式主要依赖广告投放，而在线教育领域是为内容付费最直接的领域（包括 2B 和 2C 的两种模式）。全球在线教育市场保持高增长，企鹅智酷预计 2017 年全球在线教育市场规模达 2555 亿美元，其中移动在线教育增长更为迅猛。全球在线教育发展经历了三阶段：90 年代的教育数字化、2000 年开始传统培训学校转战线上（代表公司韩国的 Megastudy）、2010 年开始互联网企业开始涉足在校教育以及 MOOC 模式的兴起（包括了 Coursera、EDx 等）。在线教育公司盈利模式多样化，新型 MOOC 教育公司积极探索学位认证新模式。

2.2 游戏：美日游戏付费由来已久，移动游戏时代高 ARPU 值驱动高增长

2.2.1 美日游戏发展史表明：游戏自诞生就具备付费属性

电子游戏自 20 世纪 70 年代诞生以来，经历了近 50 年的发展。美国和日本无疑是电子游戏行业的先驱，自 1971 年麻省理工学院学生 Nolan Bushnell 设计了世界上第一款街机游戏《电脑空间》之后，美国和日本游戏行业经历了街机时代、主机时代、掌机时代、PC 单机游戏时代，20 世纪 90 年代末随着互联网的广泛兴起，主机、PC 联网游戏乃至后来的移动游戏迎来大发展。在此期间，美国和日本交替领跑，风起云涌。

虽然电子游戏最早由美国人发明，但日本雅利达公司可谓街机游戏的先驱，在 20 世纪 70 年代末引领市场，但在 80 年代逐渐被世嘉和任天堂打败。尤其是世嘉，统领了几乎整个 80、90 年代的街机市场，对中国 90 年代大量兴起的游戏厅也产生重要影响。1983 年，世嘉和任天堂几乎同时推出第一代主机游戏，游戏进入主机时代，任天堂是 80 年代主机游戏的霸主，直到索尼在 90 年代横空出世，与其分庭抗礼。90 年代世嘉和索尼都推出了相应的掌机，掌机游戏也开始兴起，2004 年被索尼的 PSP 推升至最高潮。在被日本游戏厂商引领街机、主机和掌机游戏市场 20 多年之后，进入 21 世纪之后美国厂商开始发力，2001 年微软推出第一代主机游戏机 XBOX，具有划时代意义，形成 21 世纪与索尼并列的主机游戏双巨头。

图 4：80、90 年代世嘉经典街机游戏《街头霸王》



资料来源：互联网、招商证券

图 5：任天堂 1983 年第一代红白机游戏机



资料来源：互联网、招商证券

图 6：1994 年索尼第一代 PlayStation 游戏主机



资料来源：互联网、招商证券

图 7：2001 年微软第一代 XBOX 游戏主机



资料来源：互联网、招商证券

另一方面，从游戏类型上看，电子游戏从最初街机时代的射击、动作类游戏，逐步发展到主机时代后期的模拟、角色扮演（RPG）甚至策略类（SLG）游戏。20 世纪 90 年代中后期，随着 PC 单机游戏的兴起，休闲模拟及策略对战类游戏开始占据主导，美国游戏厂商这一次把握了机会，艺电（EA）凭借美国四大职业体育联盟的授权，通过 NFL、NBA 等体育模拟竞技游戏，以及《极品飞车》《模拟城市》等动作及模拟经营游戏迅速崛起，而暴雪公司则凭借《星际争霸》《魔兽争霸》等及时策略对战类游戏迎头赶上，在 21 世纪的网络游戏时代，更是凭借有史以来收入最高的网络游戏《魔兽世界》奠定 PC 游戏界霸主地位。

图 8：美国艺电（EA）经典游戏《极品飞车》画面



资料来源：互联网、招商证券

图 9：暴雪 1998 年推出经典 PC 游戏《星际争霸》



资料来源：互联网、招商证券

纵观美国和日本游戏发展史，早期的街机游戏盈利主要依赖用户的单次游戏体验付费，后续的主机和掌机时代，用户购买游戏机及配套的正版游戏成为游戏公司的主要收入来源。而在 PC 单机游戏时代，正版游戏的购买成为用户付费及游戏公司获利的主要方式。**游戏用户付费模式在一开始就已经形成，我们认为，有几点原因：首先，**街机和主机游戏诞生之初便属于稀缺品，甚至可以说是那个时代的奢侈品，硬件和游戏软件的产量有限，在没有互联网，没有广告等其他收入来源的情况下，游戏公司为了支撑游戏研发的高额成本，只能通过出售游戏硬件及软件的方式获利，类似于一般商品购买，美国和日很的用户也具备付费习惯；**其次，**电影、DVD、付费电视节目等其他娱乐内容付费在美国和日本已经司空见惯，游戏只不过是一种类似的娱乐消费，且由于其更强的互动性，其单位时间的定价往往比 DVD 租赁和付费电视节目更高。**第三，**游戏市场竞争并不激

烈，甚至可以说出现寡头垄断格局，无论是世嘉、任天堂，还是索尼、微软，乃至后面的艺电、暴雪，在单一游戏领域都占据了很大的市场份额，其市场议价能力很强，掌控游戏产品定价权。

2.2.2 美国移动游戏付费刚刚兴起

根据美国娱乐软件协会（ESA）的报告，63%的美国家庭至少有一人会定期玩游戏。而根据 Newzoo 和 Superdata 的数据，截止 2016 年末，美国互联网覆盖率达到 88.5%，为全球最高，且多达 20%的美国家庭只使用移动互联网，美国智能手机普及率为 72%，其中安卓手机用户约为苹果手机用户的 2 倍。在美国 3.2 亿人口中，游戏用户约有 1.79 亿，游戏付费用户约 1 亿；其中移动游戏用户约 1.6 亿，移动游戏付费用户约 6900 万。据此推算，美国游戏用户占总人口的比例为 56% ，付费用户占游戏用户比例也为 56%，移动游戏用户占总人口的比例为 50%，付费用户占移动游戏用户的比例为 43%。移动游戏用户中付费用户占比低于游戏行业整体。

图 10：美国智能手机及操作系统普及率（2016 年）



资料来源：Newzoo、Superdata、招商证券

图 11：美国游戏用户规模（2016 年）



资料来源：Newzoo、Superdata、招商证券

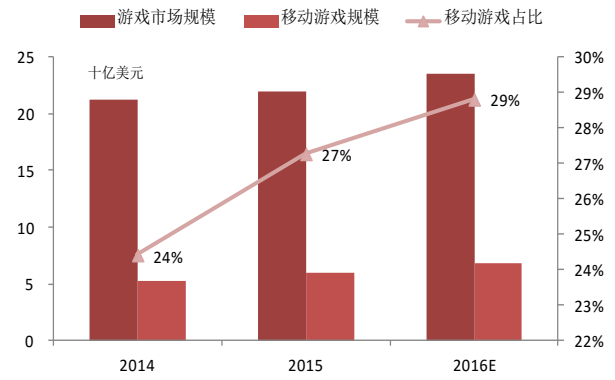
从美国移动游戏市场规模占比，以及付费用户在移动游戏用户中的占比情况看，美国移动游戏付费也才刚刚兴起，当前用户更喜欢在发展更成熟的主机和 PC 游戏上付费。但美国移动游戏付费用户 ARPPU 值仍远高于其用户获取成本，从游戏发行商角度看，加大推广以获取移动游戏付费用户仍有利可图，我们预计美国移动游戏付费用户数及占比仍将不断提升。

图 12：美国移动游戏用户获取成本和 ARPPU 值



资料来源：Newzoo、招商证券

图 13：美国游戏及移动游戏市场规模



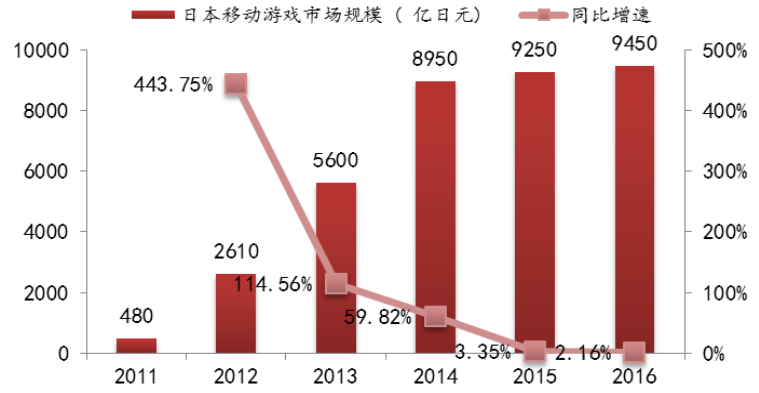
资料来源：Newzoo、招商证券

而根据 NPD 报告数据，2015 年美国移动游戏用户人均为 1.6 款游戏付费，包括内购和完整游戏的购买。这也充分说明在美国移动游戏刚刚兴起之时，就已经体现出头部效应，头部游戏吸引大量付费用户。且未来 ARPU 值的提升，我们预计也将更多有大 R 玩家贡献。

2.2.3 日本移动游戏付费率高，但整体规模由鲸鱼用户拉动

日本是全球移动游戏发展的先驱，在掌机时代，索尼、任天堂和世嘉就已经成为全球巨头，培养了用户通过移动设备玩游戏的习惯。随着 2005 年之后智能手机的爆发，加上 NTT Decomo、软银、KDDI 等几大电信运营商的推动，出现了名为 i-mode 的“网络服务-终端-平台-业务-渠道”的封闭体系，日本手机用户消费开始迅速增长。在 2010 年日本出现了第一代手游，以 mixi、GREE、DeNA 这些社交巨头开始在自己的社交网站上增加游戏功能为标志。当时的手游以故事及目标简单，强调战斗过程的 Hack and slash 类游戏（中文通俗叫法为砍杀游戏）为主，DeNA 的《怪盗 Royal》和 GREE 的《钓鱼明星》都是这一时期的代表性产品，《钓鱼明星》至 2017 年还能在 iOS 日本游戏榜中进入前 10。此后随着卡牌游戏兴起、手游 IP 化加剧，日本手游市场在 2011-2013 年迎来爆发，此后 IP 化和重度化继续，出现了到目前为止全球 APRU 值最高的游戏《智龙迷城》。但从 2015 年开始，日本国内手游市场规模增速明显放慢，甚至接近不增长，遇到明显的天花板。2016 年，日本手游市场规模约 9450 亿日元，约合 573 亿人民币。

图 14：日本移动游戏市场规模及增速

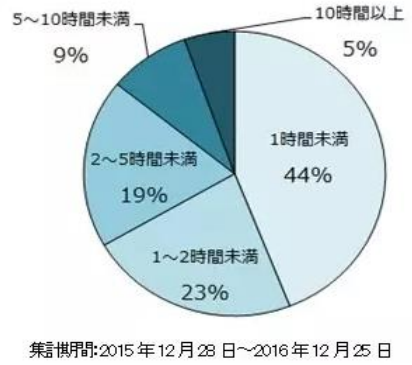


资料来源：日本矢野经济研究所、招商证券

手游用户方面，日本玩家更倾向于碎片化时间进行游戏，手游的碎片化程度较高。有44%的手游玩家每周游戏时间不超过1小时，每周游戏时间1-2小时的玩家占比为23%，而每周游戏时间超过5小时的玩家占比仅为14%。

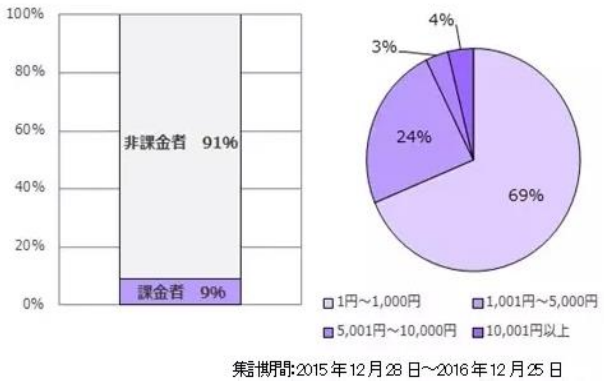
从用户的付费率来看，2016 年只有 9%的日本手游用户付费。而在付费用户中，69%的玩家在一年当中的付费金额不足 1000 日元（约合 60 元人民币）。每年付费金额超过 10000 日元（约合 600 元人民币）的鲸鱼用户占到付费用户总数的 4%。也就是说，在全部手游用户中，高付费（大 R）玩家的占比约为 0.36%，日本的手游市场付费规模主要由他们来支撑。

图 15：日本手游用户每周游戏时长分布



资料来源：角川集团《日本手游玩家分析 2017》、招商证券

图 16：日本手游用户每年付费金额分布



资料来源：角川集团《日本手游玩家分析 2017》、招商证券

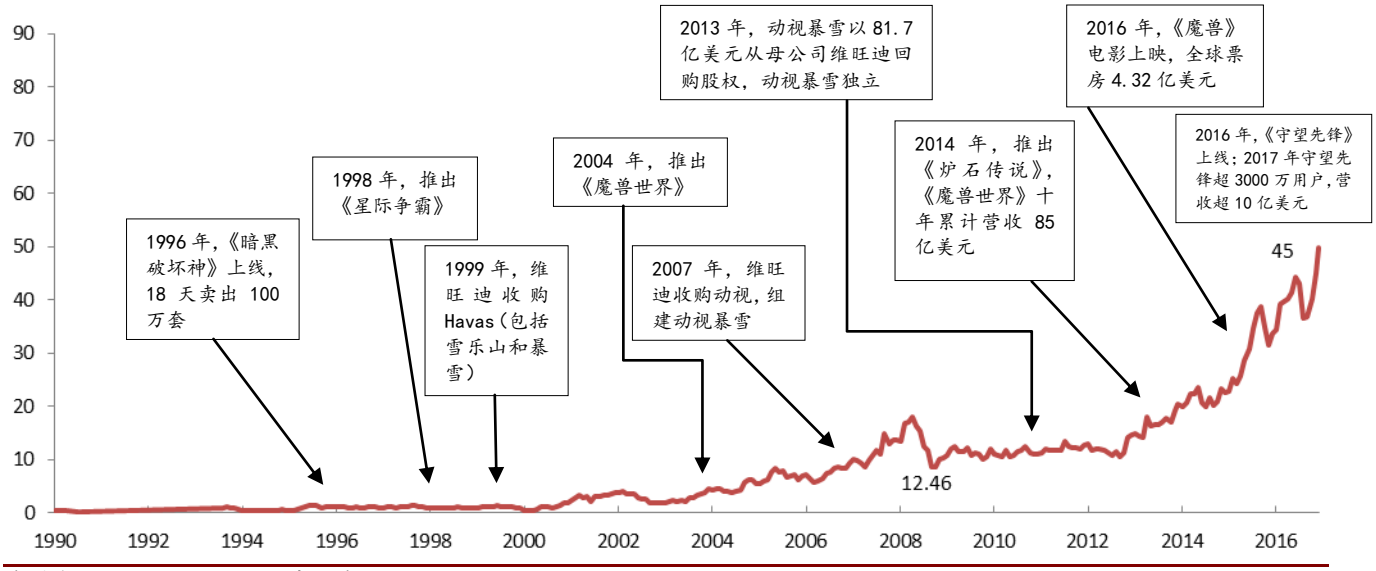
根据移动市场营销自动化公司 Swrve 发布的数据，2016 年 2 月全球手游 IAP 付费转化率为 1.9%，而且 48%的 IAP 收入来自于 0.19%的玩家。对比来看，日本手游市场 9%的付费率远高于全球平均付费率。另外，除了游戏内付费外，日本游戏厂商擅长基于 IP 滚动开发，通过动漫、音乐、线下活动等衍生产品变，打造粉丝经济，延长变现周期。例如《love live》这样的产品，除了游戏之外，还与动画、音乐、线下活动相结合，最终打造成拥有大量粉丝的顶级 IP。

2.2.4 动视暴雪、任天堂成功之路：爆款驱动付费，掌控定价权

动视暴雪：高付费精品成就 PC 端游霸主，端转手及 IP 全产业链开发续辉煌

动视暴雪起步于 20 世纪 90 年代，1998 年推出划时代的 PC 单机游戏《星际争霸》，开启及时策略对战游戏（SLG）的辉煌时代。此后，公司还推出了《魔兽争霸》系列。2004 年，公司推出另一款划时代意义的产品，MMORPG 网络游戏《魔兽世界》，成为迄今全球付费用户规模最大、收入最高的 PC 端网络游戏。《魔兽世界》成就了暴雪，使得暴雪赶上了 PC 端网络游戏高速发展的红利期，市值开始快速提升，也一定程度上促成动视暴雪在 2013 年从维旺迪手中回购股权，重新独立。2014 年，暴雪又推出基于《魔兽世界》IP 改编的手游《炉石传说》，市值进入新的上升通道，截至 2015 年底，《炉石传说》全球注册用户超过 4000 万。2016 年，另一块精品手游《守望先锋》推出，以及基于《魔兽世界》IP 改编的电影《魔兽》在全球上映，将公司股价推向新高。2017 年初《守望先锋》MAU 已经超过 3000 万，单款产品营业收入超过 10 亿美元。**动视暴雪的成功总结下来就是，依托精心打磨的 IP 和精细化的研发，打造精品游戏爆款，驱动用户产生高付费率和高 ARPU 值，并成功实现端游转手游，以及基于《魔兽世界》等 IP 进行全产业链开发，实现游戏 IP 的多维度和长周期变现。**

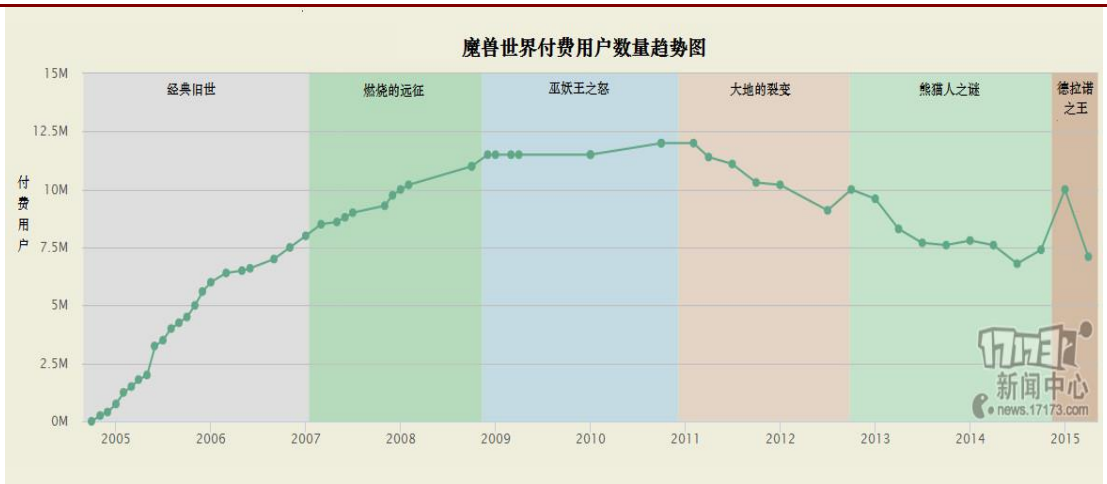
图 17：动视暴雪重大事件与股价关系图



资料来源：Bloomberg、招商证券

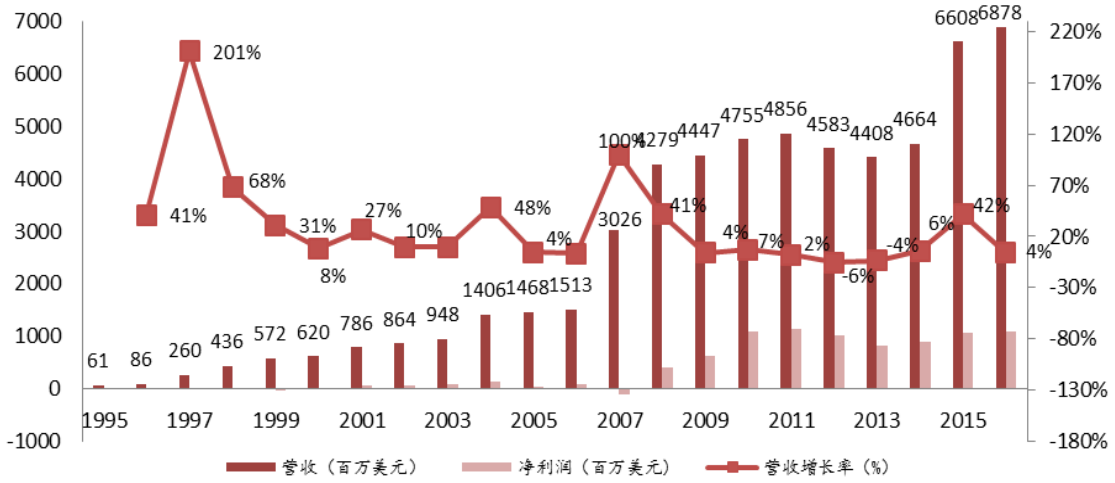
从动视暴雪业绩与《魔兽世界》的付费用户规模对比来看，两者高度相关。《魔兽世界》2004 年上线，2004-2007 年付费用户数保持高速增长态势，2007 年用户增速开始下降，2011 年其全球用户数达到巅峰，超过 1200 万。此后随着游戏市场竞争加剧，同类型游戏开始增多，《魔兽世界》用户数开始减少，截至 2015 年 9 月 30 日，全球付费玩家数量已跌至 550 万。而观察动视暴雪业绩，其营业收入 2005-2007 年也进入一个高速增长期，其中 2007 年营业收入同比大增 100%，创下自 1997 年以来的最高增速，此后公司营收增速开始下降，但净利润在 2008-2010 年进入一个高速增长期，2012 年公司营收首次出现下滑，净利润也相应下滑。2014 年《炉石传说》推出后，公司营收和净利润重新恢复增长。**可以认为，《魔兽世界》作为公司精品打造的游戏爆款，其付费用户增长成为动视暴雪业绩和市值增长的重要驱动因素，公司营业收入与其付费用户规模几乎同步增长，净利润增长滞后约 1 年。**

图 18：《魔兽世界》付费用户数变化



资料来源：17173.com、招商证券

图 19：动视暴雪业绩跟《魔兽世界》付费用户数存在较大关联



资料来源：Bloomberg、招商证券

收费模式上，《魔兽世界》采取点卡收费，即根据玩家游戏时间消耗来收费，而非道具收费模式（现在虚拟商场中开展卖一些宠物等虚拟物品，但不影响游戏平衡性）。2016 年 7 月之前，国服收费约为 15 元对应 1350 分钟游戏时间。2016 年 7 月的 Chinajoy 上，《魔兽世界》官方宣布新的收费方式，即采用月卡模式。国服月卡的售价为 75 元/月，如果购买季卡的话，可享受 8.8 折优惠，也就是 66 元/月，购买半年卡的话，可享受 8 折优惠，也就是 60 元/月。对于重度万家而言，新的月卡模式降低了其游戏花费。**我们假设玩家都购买 60 元/月的半年卡，那国服付费用户一年 ARPU 值也高达 720 元，在采用新收费模式之前用户 ARPU 值预计更高。因此，《魔兽世界》是一款典型的高付费用户、高 ARPU 值的现金牛游戏。**

图 20：2016 年 7 月之后的《魔兽世界》国服收费方式

	充值内容	价格	建议零售价
游戏时间	30天月卡	75战网点数	75元
	90天季卡	198战网点数	198元
	180天半年卡	360战网点数	360元
增值服务	商城宠物	45战网点数	45元
	商城坐骑	120战网点数	120元
	幻化道具头盔	90战网点数	90元
	角色更名	30战网点数	30元
	角色定制	45战网点数	45元
	角色转移	60战网点数	60元
	角色种族变更	90战网点数	90元
	角色阵营转换	120战网点数	120元
	公会更名	120战网点数	120元
	公会转移	150战网点数	150元
	公会阵营转移	180战网点数	180元

资料来源：互联网、招商证券

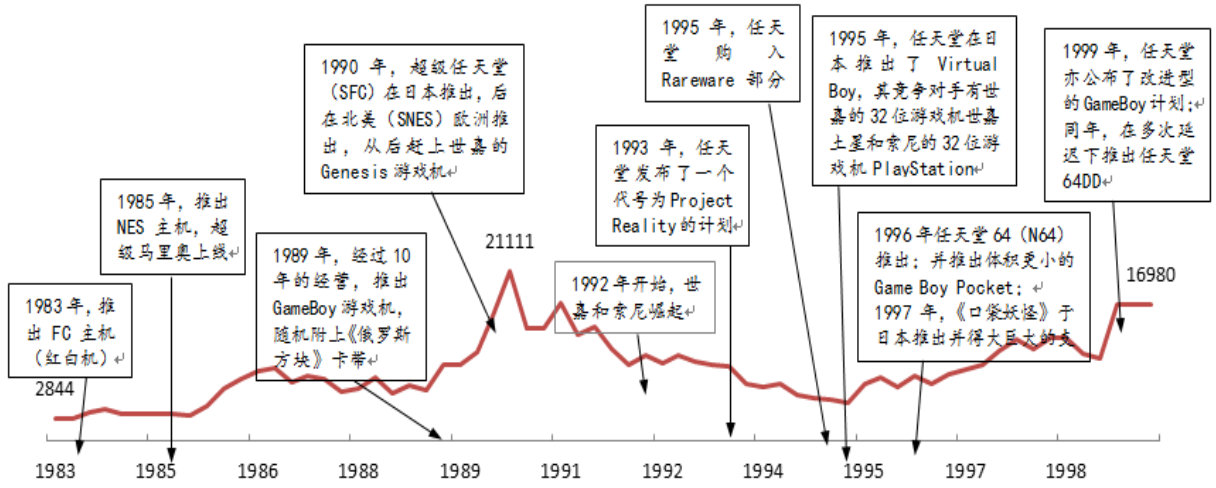
任天堂：主机游戏霸主，基于经典主机游戏 IP 改编手游，打造付费爆款

任天堂无疑是 20 世纪 80 年代主机游戏的霸主，其第一代红白机 80 年代在全球获得超过 6000 万的总销量，1990 年任天堂游戏机在美国总销售超过 2700 万台，一度达到 90%的市场份额。随着世嘉在 1989 年推出针对北美市场的高端家庭游戏机 MD，其开始抢占任天堂在北美的市场份额，1992 年世嘉在北美家用游戏机市场份额达到 55%。

此后，索尼推出采用 CD 光盘存储游戏的主机游戏机 Playstation，由于 CD 光盘存储空间更大、成本更低，因此索尼在游戏主机市场迅速崛起，任天堂份额进一步下降。**直到任天堂 2006 年 11 月推出新一代游戏主机 wii，通过开发低成本、低市场的轻度休闲游戏，实现对索尼 PS3 的弯道超车，也带来了 2006-2008 年任天堂业绩的爆发和股价的大幅上涨。**

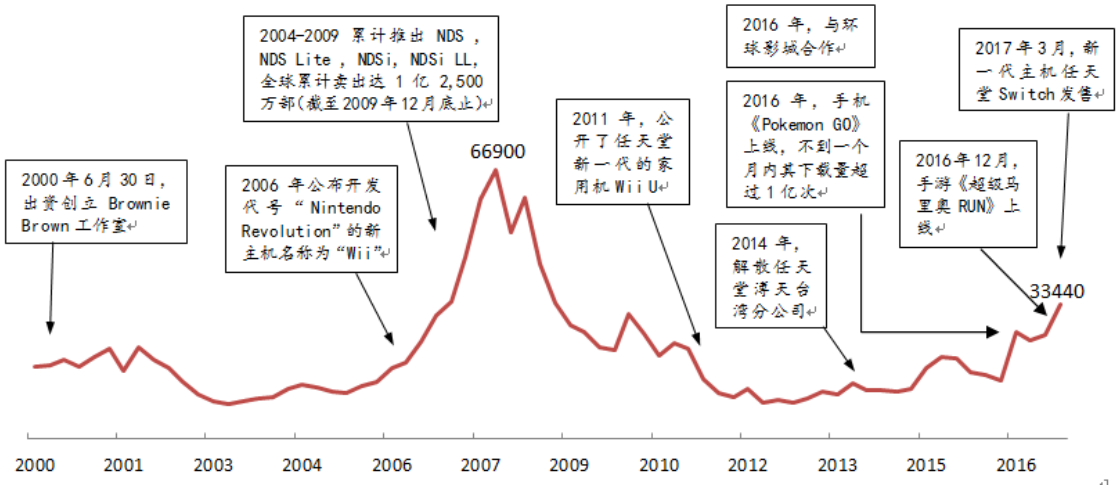
游戏内容方面，1985 年就推出的《超级马里奥》历经超过 30 年，成为经久不衰的 IP，其随着任天堂游戏主机和掌机的不断更新换代，不断推出新版本，并于 2016 年 12 月成功转为手游《超级马里奥 RUN》，在 iOS 上线 4 天下载量就超过 4000 万，成为 App store 历史上前 4 天下载量最高的手游。此外，2016 年 7 月，任天堂联合口袋妖怪公司、谷歌 Niantic Labs 公司推出的基于《口袋妖怪》IP 的 AR 宠物养成对战 RPG 游戏《Pokemon GO》上线后便风靡全球，创造多项记录。**基于经典主机和掌机游戏改编的手游爆发，推动任天堂股价 2016 年大幅上涨，业绩也有望从 2016 年开始反转。**

图 21：2000 年以前任天堂股价与驱动因素 （JPY）



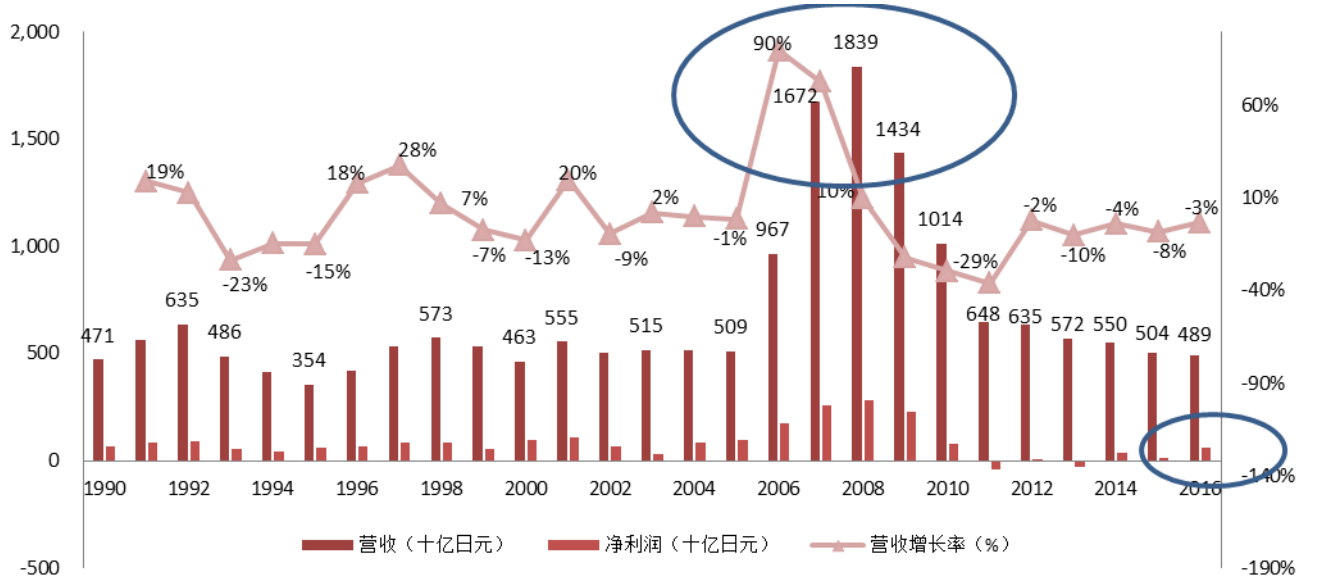
资料来源：Bloomberg、招商证券

图 22：2000 年之后任天堂股价与驱动因素（JPY）



资料来源：Bloomberg、招商证券

图 23：任天堂营业收入与净利润



数据来源：Bloomberg、招商证券

自 2006 年任天堂推出主机 wii 之后，此后又推出 NDS、3DS 等一系列掌机，截至 2014 年 3 月底，任天堂 wii 全球销量超过 9000 万台，成为其历史销量最高的家庭游戏主机。NDS 系列掌机累计销量突破 1.5 亿台。

2016 年，任天堂基于经典主机游戏 IP 改编的手游迎来爆发。先是 2016 年 7 月 7 日《Pokemon Go》登陆 iOS，迅速引爆全球市场，引领 AR 游戏风潮。至 2016 年 8 月 17 日《Pokemon Go》获得五项吉尼斯世界纪录认证，被认定为“上线一个月后收入最多的手游”、“最快取得 1 亿美元收入的手游（耗时 20 天）”、“上线一个月后下载次数最多（约 1.3 亿次）”、“上线一个月后在最多国家下载次数排行第一（70 多个国家）”、“上线一个月后收入在最多国家排行第一（约 55 个国家）”等头衔。**《Pokemon Go》采用免费下载，道具付费模式。**玩家通过充值获得金币，用金币购买精灵蛋、强化器、背包、孵化器等道具，以增加捕获精灵的概率。另外，还衍生出一种新的收费模式，即基于地理位置，跟线下商家合作，将玩家导流至商家，通过玩家在商家的线下消费获得分成。

在 2016 年 12 月，《超级马里奥 RUN》手游上线，上线前几日便迅速打破《Pokemon Go》创造的下载量记录。**《超级马里奥 RUN》采用免费下载，付费闯关模式。**要解锁所有关卡，需要一次性支付 9.99 美元。根据 App Annie 数据，仅上线前三天付费闯关就为任天堂带来了 1400 万美元收入。而根据 TesTee 的数据，截至 2017 年 1 月底，下载量超过 7800 万，用户付费率为 5%，但 10~29 岁的玩家作为最核心的用户，付费率高达 17.4%。在游戏上线 1 个月之后，依旧有 1/4 的玩家每天都会上线，体现了较高的用户粘性。我们认为基于《超级马里奥》风靡全球超过 30 年的强大 IP 号召力，有望不断吸引用户付费。

总结任天堂的成功之路，我们发现，其主机游戏硬件创新和《超级马里奥》等经典游戏 IP 的长周期运营为其核心竞争力，其经典主机游戏 IP 改编的移动游戏正在成为一个又一个的爆款，通过强大 IP 效应和创新玩法吸引大量用户付费，成为公司业绩和市值再次腾飞的重要助推器。

2.3 影视视频：便捷性渠道及优质内容带动行业增长，龙头公司各具核心竞争力

2.3.1 美国付费习惯悠久，互联网浪潮下视频付费部分取代 DVD 租赁

- **美国的付费习惯源于有线电视观看付费，至今已有 50~60 年历史，付费视频市场近 10 多年兴起并趋于成熟**

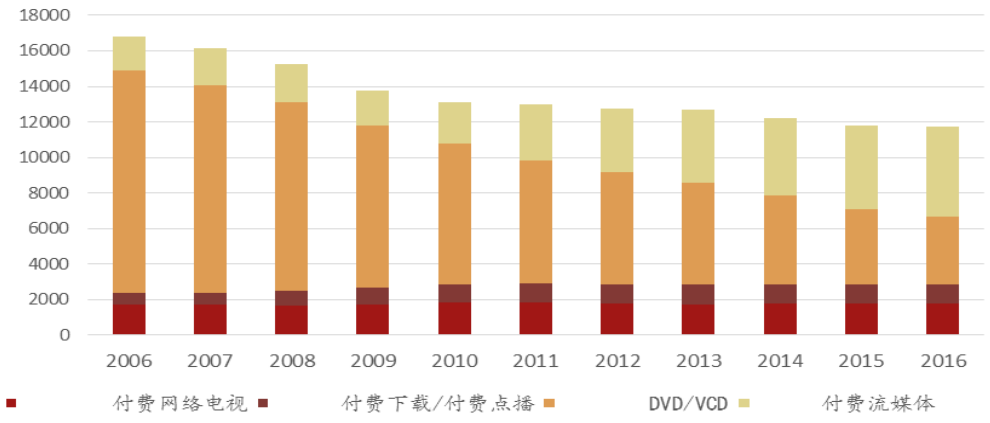
美国受众的付费意识和习惯由来已久，美国付费有线电视从 20 世纪 60、70 年代就已兴起，从付费电视过渡到付费网络电视、付费下载/付费点播、付费流媒体（付费视频），美国人会自然而然地接受。

20 世纪 90 年代中期，美国就开始开发和应用各种在线视频播放技术，但受限于技术环境因素，主要是互联网接入带宽和终端运行速度的限制，商业上的应用发展缓慢。直到 2005 年，随着技术环境因素的改善，网速不断提升、画质效果更高清，在互联网浪潮下，视频网站开始迅速成长，可见美国付费视频的兴起时间并不长，这方面中国和美国的时间差距并不是太大（中国基本 2010 年付费视频开始大发展）。

- **在美国，互联网大发展下流媒体替代部分“线下、有线”模式，移动智能终端的渗透、移动支付的发展，加速了付费流媒体业务发展**

美国的 DVD/VCD 市场的规模 2005 年之后逐年下滑，2005-2016 年年均复合增速-9.3%，跌至 2016 年的 38.1 亿美元规模；付费数字视频市场中付费流媒体（付费视频）业务迎来高速发展，从 2005-2016 年复合年均增速达 8.8%，到 2016 年达 50.7 亿美元，占整体 DVD/VCD 市场与付费数字视频市场的比例也从 46.7%提升至 63.8%。从美国 2016 年的家庭娱乐支出构成来看，付费流媒体、付费点播和付费下载等数字渠道的支出总体同比增长 15.4%，相比之下其他线下的渠道付费支出都同比下滑 10%~20%。

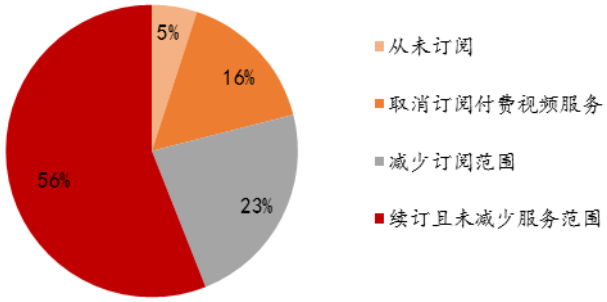
图 24：2005-16 年美国 DVD/VCD 市场与付费数字视频市场规模（百万美元）



资料来源：Bloomberg、招商证券

有线付费电视用户自 2009 年以来一直处于流失状态，据尼尔森数据，至 2014 年已有约 500 万美国家庭已经彻底放弃有线电视或卫视电视服务；2015 年美国付费电视用户续订且未减少服务范围的仅占 56%，直接取消订阅的达 16%。但这些流失的传统电视受众已经或正在成为网络视频服务显在或潜在用户。

图 25：2015 年美国付费电视用户续订比例



资料来源：PwC Consumer Intelligence Series、招商证券

目前，美国的视频网站的用户付费比例达 90%，已在线视频观看的居民比例超 60%，，付费视频人均每月花费达约 9 美元。

此外，美国好莱坞电影放映窗口期的不断缩短也加速了电影资源的观看渠道部分从影院转移到付费视频端。平均窗口期从 2005 年的平均 138 天下降至现在的约 110 天。

我们认为，除了本身渠道变更带来的替代性消费，网络视频观看的便捷性和内容提供商供给的优质视频内容也给付费视频业务本身带来增量付费。未来这些因素将继续助推美国视频付费业务的发展。

➢ **美国付费视频用户特征：年轻化、高收入、高科技化**

从用户特征看，美国付费视频用户与没有订阅付费视频点播服务的家庭相比，**他们更年轻、收入更高、更高科技化。**在付费订户中，65 岁以上者仅一成多（11%），44 岁以下者所占比例将近一半（49%）；付费订户家庭的年收入比那些非付费用户要高出 2 万美元左右；在另一个与收入相关的变量—拥有高科技设施的比例，例如高清显示器、智能电视、台式或笔记本电脑、平板、智能化终端设备等，付费用户中拥有这些设施的比例都要远高于非付费用户乃至一般电视观众。

2.3.2 龙头割据，不同模式下的代表性公司各具竞争优势

➢ **美国的视频网站基于不同的背景属性和内容来源，可以划分为以下四类**

1）纯视频播放渠道公司，例如基于网民用户生产和分享的视频资源（UGC）的代表性网站为 YouTube；

2）背靠集团影视制作巨头的内容生产，进行在线播放的公司，代表性的企业为 HBO、Hulu；

3）依托自制内容、版权购买内容和资本关系的在线播放公司，以 Netflix 为代表；

4）互联网龙头企业下的视频服务业务，代表性的如 Amazon Prime，这类网站拥有巨大的流量导入，往往作为集团层面的非核心业务，如集团其他业务相关联进行打包共享等。

➢ **美国网络视频基本有三种盈利模式**

1）广告主付费模式（以 Hulu 和 YouTube 为代表），即媒体将受众以“收视率”数据的

形式打包卖给广告商并收取广告费，由此获得利润；

2）按次付费（以 Amazon 为代表），用户每点播一次影片都需付费，且点播的影片设置了有效期，超过有效期点播仍需付费；

3）会员制（以 Netflix 为代表），注册成为会员后，按包月或包年的方式付费，在有效月和有效年内点播视频不再收费。美国视频网站的盈利模式各有特点，各有侧重，并不局限于某个单一的方式运行。

表 1：美国代表性视频付费企业会员收费体系

	会员收费体系
Netflix	收费系统分为基础型（月费 7.99 美元）、标准型（月费 9.99 美元）和高级型（月费 11.99 美元）三种，享受无限电影电视节目资源和多终端跨屏体验等服务，且先支付第一个月月费后随时取消，三个价位的区别在于观看的清晰度差异，以及同一账号同时在线的屏幕数不等
Hulu	首月免费，第二个月收费，有两档会员费（依照每月广告播放量的不同收取）：有一定的广告播放为 7.99 美元，可观看近期上线的和电视剧的全季，可随时取消；无广告播放的为每月 11.99 美元，可以享受全部电影和电视剧的全程无广告打扰。
Amazon Prime	年费模式，每年 99 美元，购买即送 Amazon 购物免运费两天即到服务，每月一本免费 Kindle 书，全权限使用 Amazon Music 和 Amazon Prime Instant video；但要观看最新上架电影需要通过付费点播；最近推出 8.99 美元和 10.99 美元两款月套餐，但均捆绑其他 Prime 服务，且年费要比逐月续订便宜 32.88 美元。
HBO Now/HBO Go	收费比其他视频网站高一倍，但与有线、卫星电视服务相似。分 HBO NOW 和 HBO GO 两种模式：二者均可观看 HBO 电视台播放的全部电影、电视剧和体育及综艺等频道、支持跨屏多设备观看、享受电视剧同步上线首映观看权限；HBO NOW 每月 14.99 美元，仅通过流媒体观看；HBO GO 每月支付 75 美元基本费+15 美元频道订阅费可同享付费电视频道观看权限。
YouTube	之前 10 多年一直免费，2015 年开始暂时只在美国上线付费模式，每月收费 9.99 美元，用户可以享受到至少 4 项高级服务：免广告观看在线视频；保存视频至本地，离线观看；在移动设备上观看视频时，用户可以自由切换应用处理其它事务，YouTube 会在后台继续播放视频。用户可以像收听广播剧一样，听完剩余视频内容；联合视频创作者，为付费用户制作原创节目，免费用户无法收看。

资料来源：Tom's guide、各公司官网、招商证券

➢ **典型代表性公司**

● **Netflix：强大自制内容+大数据应用+全球化战略构筑核心竞争力**

Netflix 成立于 1997 年，1999 年开始订阅服务，诞生之初主要提供在线 DVD 租赁服务，成为这一市场最大的玩家。1999 年转为开始提供流媒体付费点播服务，2007 年之后逐渐实现全媒体覆盖，2011 年将流媒体业务单独分拆，2015 年其流媒体业务以 36%的家庭渗透率领跑行业，成为美国最成功的付费视频网站。Netflix 目前表现出的核心竞争力包括：强大的内容自制能力、精品内容路线、大数据下的精准定制营销能力、全球扩张能力等。Netflix 旗下的典型自制剧代表作包括《纸牌屋》、《女子监狱》等。

● **Hulu：背靠好莱坞系电视集团，享有大量影视资源**

Hulu 诞生于 2007 年，是一家拥有海量正版高清影视节目、能提供独家内容的视频网站，**由 FOX 广播公司、迪士尼旗下 ABC 电视集团及 Comcast 旗下 NBC 电视集团三者合资成立，**初期以“正版内容＋广告”的形式经营，之后开始尝试付费订阅模式。公司主要通过授权点播模式向用户提供视频资源，盈利来自广告收入和付费用户订阅，估计 Hulu 的广告与订阅收入约分别占总体的 60%和 40%。

Hulu 的内容来源主要包括：**一是 FOX、ABC、NBC 三大投资方自身所拥有的视频节目，包括新闻、访谈、连续剧、音乐、演唱会、电影等视频节目，这也是公司的主要优势；**二是公司与迪斯尼、索尼、米高梅、华纳兄弟、狮门影业及 NBA 等超过 220 家内容商合

作，且**2015 年时代华纳又入股 Hulu**，公司有能力以低价获得大量版权内容。由于有强大的背景资源支持，能有效控制成本，Hulu 在正式运营两年后即实现盈利。Hulu 一定程度上可以看作是传统媒体面对新媒体挑战的应对下产生的。

- **HBO Now/HBO Go：传统有线电视运营商的流媒体服务，共享资源**

HBO 电视网本身是美国龙头的付费电视台，是时代华纳集团的子公司，自身能制作大量影视剧、综艺等各类节目，内容质量优质。HBO 采取网络端与电视端的联动，凡 HBO 电视台的订阅用户可同时享有一个 HBO GO 账户，在互联网端点播 HBO 电视节目内容，其整体互联网视频的定位是对有线电视业务的补充、替代。

- **YouTube：UGC 模式，集成型平台**

YouTube 是全球最大的视频网站，采用 UGC 内容结构（User - Generated Content，用户自制内容），强调内容的原创和自由分享，以短视频为主，其内容都是来自于用户自主上传，包括个体用户和专业制作团队，同时还有机构在上面开设专门的频道（如电视台，但合作程度相对较低）。YouTube 还为创作者提供分析工具，便于他们了解如何更好地经营自己的频道。YouTube 2005 年成立于美国加州，2006 年被 Google 收购，全球用户超过 10 亿，人们每天在 YouTube 上观看的视频的总时长达数亿小时。Youtube 自身就是内容聚集的平台，它的核心竞争力在于持续不断的优质内容资源，为此平台会通过收入分成的模式绑定内容创作者。

- **Amazon Prime：互联网巨头的视频服务企业，以来集团用户生态，提供增值服务**

亚马逊作为美国著名的电子商务公司，其拥有的付费视频服务（隶属于 Prime 这一电商增值服务）也占据市场的一席之地。2008 年嵌入新推出 Amazon Video On Demand 业务，为用户提供视频点播流媒体服务，之后并入了 Amazon Prime 服务。**2006~2015 年，Amazon 付费视频点播服务追寻市场和用户的需求而不断变化。**Amazon Prime 原是亚马逊公司 2005 年开设的一项免费快递两日达会员服务，以固定年费为在 Amazon 上购物的会员提供无限次免费包裹快递服务。这项业务虽然一直亏损，但对吸引、培养和锁定用户有很大作用。**2014 年亚马逊将会员费提高到每年 99 美元，将流媒体视频点播、流媒体音乐和 Kindle 电子书借阅等服务一起打包提供，使其用户数快速增长，并逐渐开始盈利。**Amazon 的视频业务体量整体与其他几家相比还比较小。

表 2：美国视频付费企业自制剧代表作

	自制代表剧目
Netflix	《纸牌屋》、《铁杉树丛》、《莉莉海默》、《铁杉树丛》、《谋杀》、《女子监狱》、《发展受阻》、《无为大师》、《超感杀》、《无境之兽》、《毒枭》
Hulu	《呆逼还愿人》、《战场》、《洛高情事》、《随性所欲》、《The Awesomes》
Amazon	《阿尔法屋》、《透明人生》、《堡奇人》、《丛林中的莫扎特》
HBO	《权力的游戏》、《西部世界》、《硅谷群瞎转》

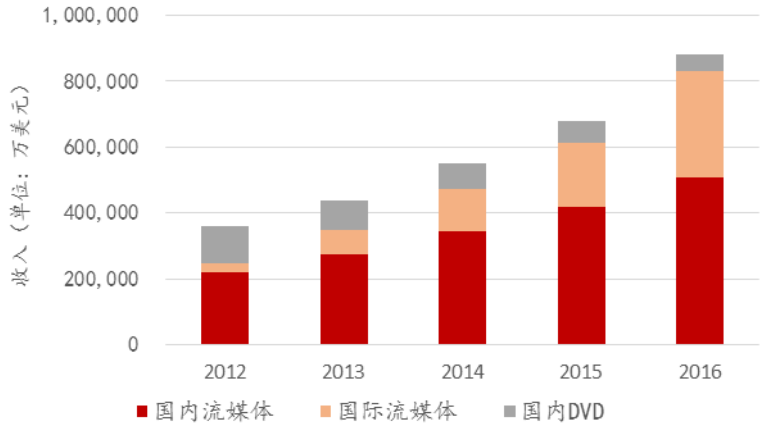
资料来源：Tom's guide、各公司官网、招商证券

2.3.3 Netflix 成长史：强大自制内容+大数据应用+全球化战略构筑核心竞争力

Netflix 是世界领先的互联网订阅服务提供商，2016 年其内容资产同比增长 52.4%至 110 亿美元，其中自制内容同比增长 277.9%至 13.8 亿美元。**Netflix2016 年营收同比增长 30%至 88.3 亿美元，净利润 1.87 亿美金，截至 2016 年底订阅用户已达 4,943 万人，**

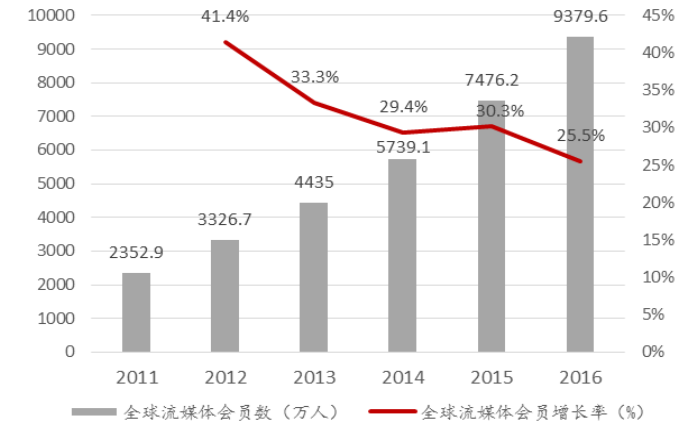
用户付费比例高达 96.9%。Netflix 目前的付费视频订阅用户数、移动终端流量等均排名行业第一，在 2016 年美国视频网站付费播放市场份额为 43%，目前总市值超过 700 亿美元。

图 26：2011-16 年 Netflix 收入构成



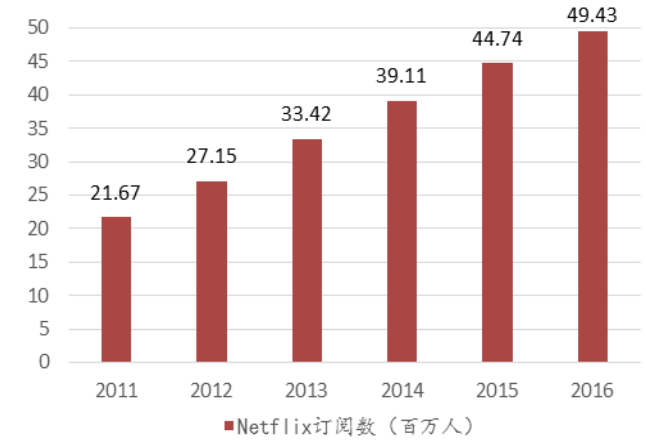
资料来源：Netflix 公司年报、招商证券

图 27：Netflix 全球流媒体会员数



资料来源：Netflix 公司年报、招商证券

图 28：2011-16 年 Netflix 美国本土订阅用户数



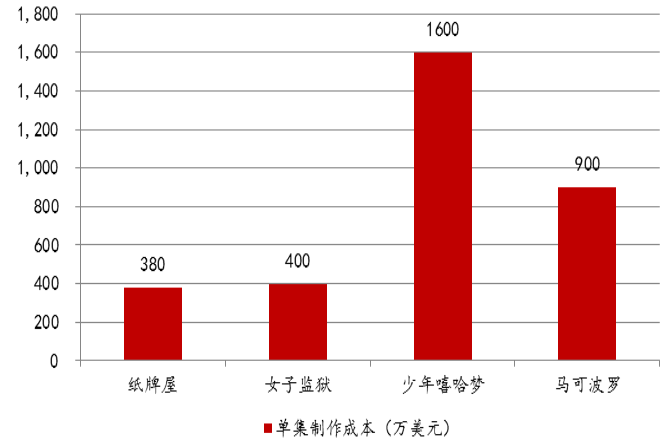
资料来源：国家统计局、招商证券

➢ **“内容为王”战略，走精品化路线，自制剧打造独特优势**

Netflix 最著名的标签就是影视内容，无论是自制原创独家剧目，还是外采的内容质量都处于行业绝对领先水平。不同于其他几家视频企业有的背靠集团内容资源，Netflix 的进攻战略就是依靠优质的自制内容拉动会员数量和付费金额，Netflix 也不播任何广告，靠付费创收，其代表自制剧包括《纸牌屋》、《铁杉树丛》、《女子监狱》、《发展受阻》、《无为大师》、《毒枭》等。其对于内容方面的成本投入也明显高于同行业，特别是在自制剧的投入上近年来不断加大，到 2016 年其内容采购约花费 20 亿美金，而自制方面也投入了 12 亿美金（生产了 31 部原创节目、10 部脱口秀节目、10 部电影、20 部动画片和 10 部纪录片），2017 年公司还将花费 60 亿美元供 1000 小时原创内容，其中自制可能占比约 50%。且从观看方式上，消费者可以在剧整季上映时一次性观看，满足了其追剧的渴求度，能带动一部分用户增量。Netflix 的自制剧环节启用了大量的大数据技术，拥有海量的后台用户数据，能够分析用户的收视习惯和对剧情的偏好。

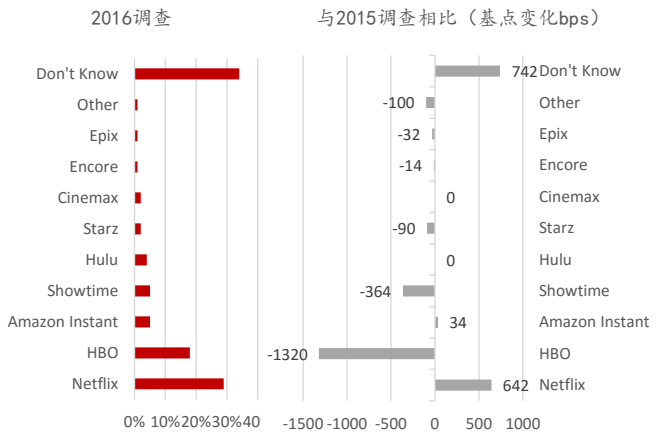
Netflix 从整个视频内容的公司数量上近年来在逐年递减，相比于 2014 年整体内容数量减少了约 32%，内容更趋于精品化，一方面源于外采成本的控制需求，同时能将更多的精力和投入放到独家的自制精品剧上，通过独播来锁定客户。根据 Symphony Advanced Media 的统计，2016 年美国前 10 大受欢迎的自制网剧中 Netflix 占据 9 席，按点击量由高到低依次是《女子监狱》第四季、《怪奇物语》、《欢乐再满屋》、《卢克·凯奇》、《超胆侠》第二季、《纸牌屋》第四季、《我本坚强》第二季、《农场故事》、《阿曼达·诺克斯》。

图 29：Netflix 代表性美剧单集制作成本



资料来源：公开资料、招商证券

图 30：2016 年对美国最佳原创内容的评比调研



资料来源：Morgan Stanley 抽样调查、招商证券

➢ **应用大数据，精准把握客户需求和消费心理**

Netflix 拥有个性化推荐的功能，精准对接消费者需求。截至 2015 年底，Netflix 以其大数据分析著名，全球用户数量现已累计突破 7500 万，日流量的 80%都来自于 Netflix 系统的推荐。

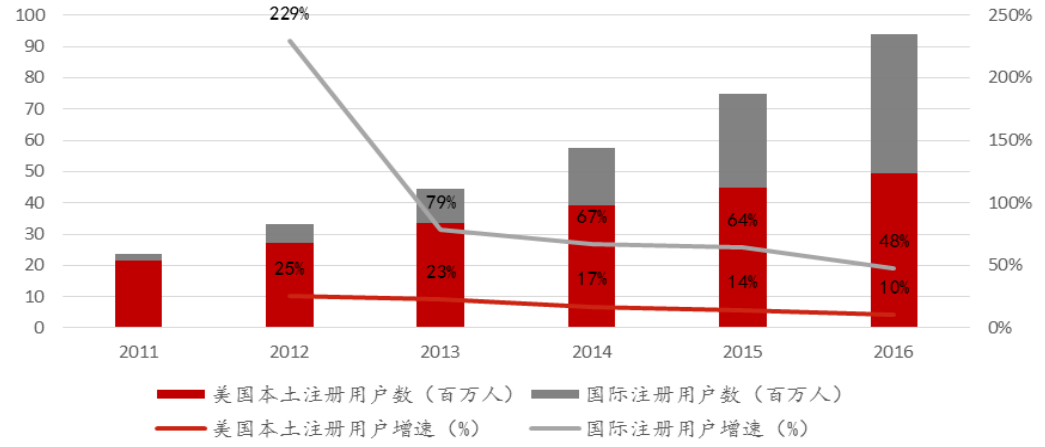
2013 在大数据分析基础上推出的原创剧《纸牌屋》以其精良的制作轰动一时，精准定位受众，使公司当年收获了约 1000 万新增收费用户。该剧将大数据的应用贯穿于剧目的制作和营销宣发，通过观众反馈不断调整剧情发展，最终提升用户满意度，打造爆款剧。

公司拥有海量的后台用户数据，能够分析用户的收视习惯和对剧情的偏好，方式包括通过用户对影片的打分建立内容定位体系，并从内容类型、时长、播放时间偏好等多维度建立包括单个内容的物形象，以及围绕消费者建立单个人的用户画像，进行系统的精准匹配，也一定程度上引导了用户的消费。同时开发出能满足用户尚未明确的新需求的功能，提升了自己在行业中的地位，并能同时取得良好的财务回报。

➢ **全球化战略，走出去打开市场空间**

Netflix 从 2010 年展开国际扩张，始于加拿大，此后包括拉美、亚洲和中东等地区，截至 2016 年底，国际业务收入已经占到总营收的 36.4%。好莱坞深厚的电影制作功底和全球影响力，助力 Netflix 国际扩张。目前公司已经覆盖 155 个国家，2016 年国际注册用户数达 4,437 万人（当年新增 1,435 万人），全球化战略成为公司拉动用户增长和收入规模扩张的重要推动力，从 2011-16 年 Netflix 国际市场的年均复合增速达 125%。

图 31：2011-16 年 Netflix 国际注册用户数



资料来源：Netflix 年报、招商证券

在国际化的进程中，Netflix 和本土公司深度合作，结合地方本土的元素和特色进行内容的开发和推广。当前的国际化业务中暂时还未赚钱，但亏损在不断收窄。一般来说国际业务的定价低于美国本土，其次要考虑开拓市场的费用，以及汇率因素。但随着海外的规模效应体现，预期不久将会实现盈利。

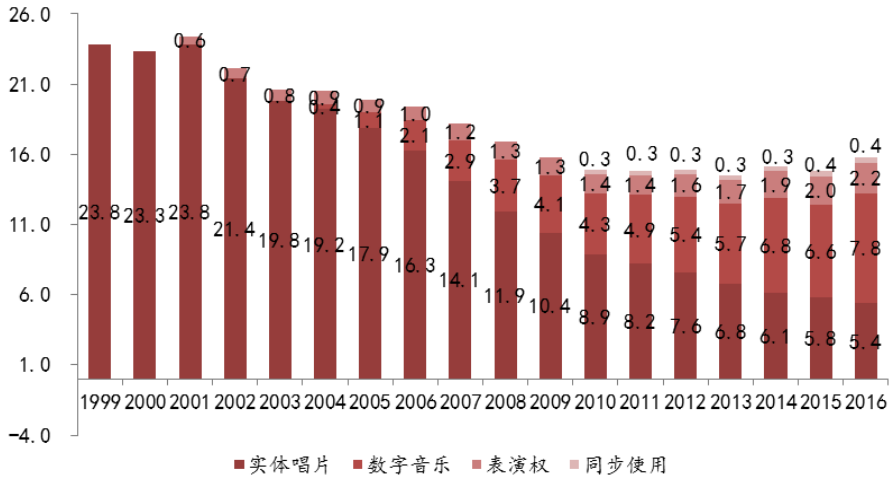
2.4 音乐：唱片高度集中，平台估值 100+亿美金但未盈利，新版权代理崛起

2.4.1 全球音乐市场：数字音乐带动音乐市场增长，流媒体付费已成主流

全球数字音乐市场份额超过一半，数字音乐收入的增长主要由流媒体收入增长带动。2016年全球音乐市场收入增长5.9%，实体唱片收入下降7.6%，仍占音乐收入的34%（日本和德国是实体唱片主要收入来源）。而2016年数字音乐收入达到了78亿美元，同比增长17.7%，这是历史上首次数字音乐占比达到50%。**数字音乐分为下载与流媒体模式。**永久下载相比，流媒体订阅模式下用户可收听更大量的曲目，也便于社交分享。2016年，流媒体收入增长60.4%，流媒体收入占数字音乐59%。根据IFPI估计，付费用户数量预计在1.12亿左右。

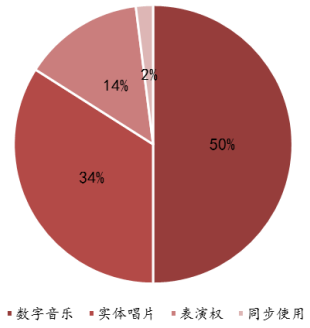
同样的情况在美国也存在。据RIAA统计，2016年美国付费网络音乐的总体销售额增长114%，达到25亿美元。购买网络音乐的用户数达到2260万人。如果算上音乐平台的广告收入市场规模达到39.3亿美元，同比增长68%。

图 32：全球音乐产业规模（十亿美元）



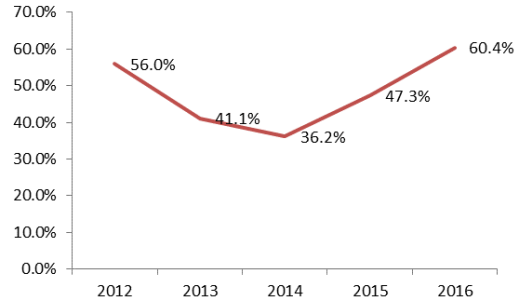
资料来源：IFPI、招商证券

图 33：2016 年全球音乐各细分市场份额



资料来源：IFPI、招商证券

图 34：全球流媒体音乐增速

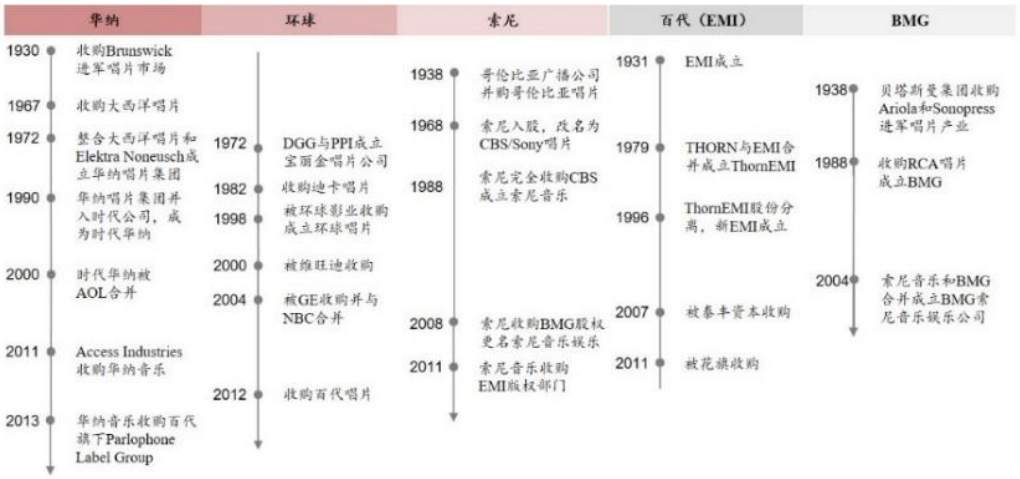


资料来源：IFPI、招商证券

2.4.2 数字音乐时代，唱片巨头实现整合仍有议价能力，但独立厂牌正在兴起

在数字音乐兴起之前，海外唱片市场已经完成横向整合与纵向的延伸，形成三大唱片巨头。（1）横向来看，20世纪，美国五大唱片公司环球、索尼、华纳、百代、贝塔斯曼，通过不断收购独立厂牌，形成了较高的行业集中度。2015年-2016年美国三大唱片公司的市场份额分别为68.4%，68.7%。（2）另一方面，唱片公司还拓展到了出版、发行业务。

图 35：美国唱片产业的整合历史



资料来源：互联网、招商证券

一方面，因为较高的行业集中度，唱片公司没有受到互联网非常明显的冲击。

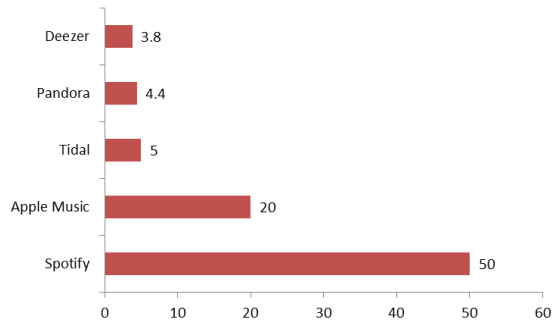
但另一方面，唱片公司其职能及市场份额在数字音乐时代仍发生了一定的变化。

- **唱片公司的发行功能被弱化逐渐转为出版方。**过去唱片巨头通过控制销售和宣传渠道，实现产业垄断，但互联网渠道的兴起弱化实体营销环节的地位，唱片公司的发行功能被弱化。但是数字音乐时代，音乐版权的价值并没有因为渠道的变化而降低，相反，由于互联网音乐平台竞争格局尚未稳定，为了强化竞争优势需要形成丰富的音乐版权储备，因而已经在上游版权环节具备明显优势地位的唱片巨头仍能保持较高的议价能力，其版权职能正被强化。
- **从唱片公司的内部竞争格来看，互联网渠道的兴起，使得音乐上游的创作环节降低对唱片巨头发行功能的依赖，独立的音乐创作人或音乐出版公司获得了更大的生存空间。**2016年独立音乐厂牌在流媒体音乐和下载音乐细分市场的份额小幅提升，在版权市场份额更是超过50%。

2.4.3 互联网音乐平台尚未能实现盈利但最大的公司估值已达到 130 亿美金

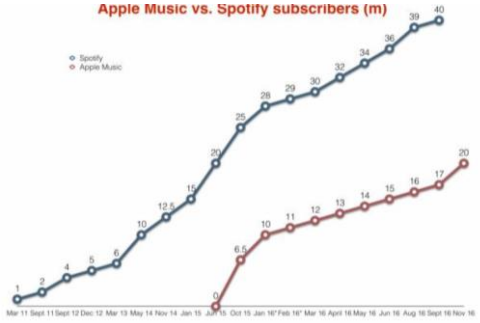
竞争格局来看，Spotify持续领先，Apple Music快速增长。2017年上半年Spotify宣布最新的付费用户规模是5000万，持续领先竞争对手，但是Apple music2016年6月才上线，当前付费用户规模也已经突破2000万。

图 36：海外主流音乐平台付费用户规模（百万）



资料来源：新音乐产业观察、招商证券

图 37：Spotify vs Apple Music 付费用户变化（百万）



资料来源：新音乐产业观察、招商证券

从产业链议价能力来看，当前流媒体平台需要负担较高的版权支出，盈利能力不佳。以Spotify为例，其流媒体付费收入中70%用于支付版权费。通常约 10%支付给音乐作品版权人（同时包括机械复制版权费和表演权版权费）；约60%支付给录音制品版权人（主要为灌录版权费）。录音制品版权人一般为唱片公司或公司联盟，或独立音乐人。在美国，独立音乐人能够获得灌录版权费的绝大部分，若与唱片公司签约，则只能分配10-50%（取决于具体的合约）。目前多数流媒体平台尚未能盈利。

图 38：Spotify 收入分成模式



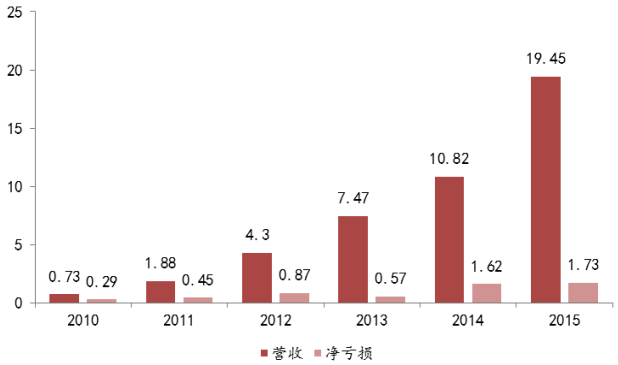
资料来源：Spotify、招商证券

Spotify成立于 2006年4月，2008年9月上线。

功能特色：个性化推荐。Spotify 结合人工和数据算法，不仅可以帮助用户发现适合自己口味的曲目，还能按时间和心情推荐合适的歌单，有两大特色智能歌单。一个是Discover Weekly，收藏这个歌单后用户可以收听到系统智能推荐的大量新作；另一个是Fresh Finds，将KOL口味和个人行为整合到一起，推荐的歌曲质量更高。

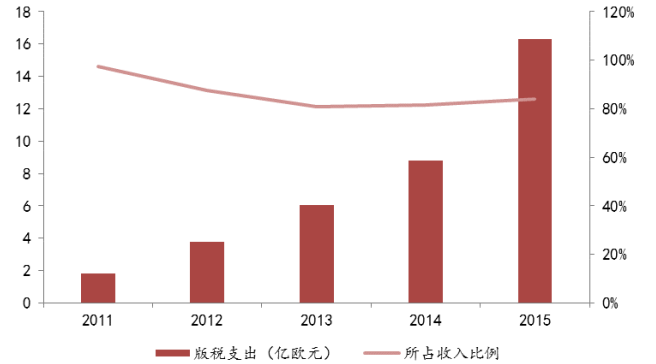
付费用户增长带动收入及估值高速增长，高昂版权成本下亏损较大，但有放缓趋势。2015年底，Spotify 的总活跃用户数达到了 8900 万，其中有2800万是订阅用户。随着用户规模的迅速扩展，2015年营收21.8亿美元，同比增长80%，其中19.5 亿美元来自于订阅服务，占比89.9%，但是公司2015年亏损1.73亿欧元（约合1.94亿美元），主要原因是高昂的版权支出， 15年音乐版权支出18.2亿美元，同比增加85 %。2015年音乐版权支出18.2亿美元，同比增加85 %。虽然依旧无法实现盈利，但亏损的速度已经大幅放缓，14年净亏损增速184%，15年亏损增幅6.8%；考虑到17年Spotify付费用户已经超过5000万，月活用户1亿，付费率已经从30%提升到50%，其盈利能力有望进一步提升。Spotify最新估值高达130亿美元。

图 39：Spotify 的收入及净亏损（欧元）



资料来源：Spotify、招商证券

图 40：Spotify 版权、分销及其他支出



资料来源：Spotify、招商证券

2.4.4 互联网音乐版权公司茁壮成长

数字音乐时代，新型的版权代理公司出现。互联网时代改造数字音乐产业链，版权代理商的地位变得更加重要，因为：一方面随着音乐播放渠道更加分散，对作品版权使用情况监督和控制难度不断加大，基于大数据和互联网等强大技术手段对下游音乐使用情况进行更精准的监控需求旺盛。另一方面，母带所有者过去通常是唱片公司，但随着独立音乐人和个人厂牌的增加，越来越多音乐人开始对母带即录音产品拥有邻接权（“邻接权”保护的是母带（ Master Recording）所有者），如果新出现的版权代理公司能够用相比于传统唱片公司更透明合理、更慷慨的分成模式+更灵活的授权协议回馈音乐人，可以以低价策略迅速抢占市场。

互联网音乐版权公司Kobalt Music为准独角兽

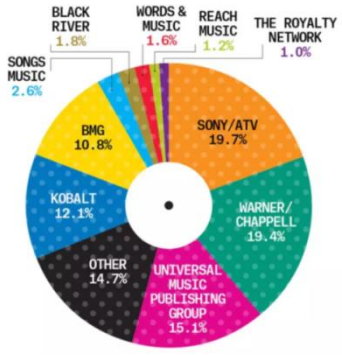
Kobalt Music 成立于2001年，代理词曲创作人音乐作品版权和独立歌手/乐队的录音制品版权、运用技术手段监测音乐播放和使用情况，收取版税、分配版税。

更强的监测技术以及去中介化是对音乐人的吸引力所在。Kobalt的优势表现在：（1）更强的技术监测手段：Kobalt开发了一个叫KORE 的版权监控系统，用以监控各个渠道的版权出口，包括各大流媒体平台、广播电台，甚至还可以追踪到电视电影节目采样、夜店播放，等渠道追踪歌曲的版权使用。（2）更有效率的版税收集过程、更具吸引力的版税分成吸引大量的音乐人。Kobalt的技术系统让其可以跳过版税中介、地方出版商等中间环节直接与被授权方对接，从而使得音乐监测、版税收集、版税分配的效率更高，传统的出版流程一般要2-5年，而Kobalt只需3-4个月完成。通过去中介Kobalt称能让音乐人获得版税收入提高20-30%。此外，Kobalt签约的音乐人还能随时查看版税结算报表、享有对版权的更大自主权等。

实现赶超，成为全球第四大音乐出版商。根据Billboard的数据，2015 年三季度， Kobalt 以 12.1%的市场份额在全球十大出版商中排名第四。2016年公司合作的的版权代理公司已超过600家，有超过2.5万名词曲音乐人客户。

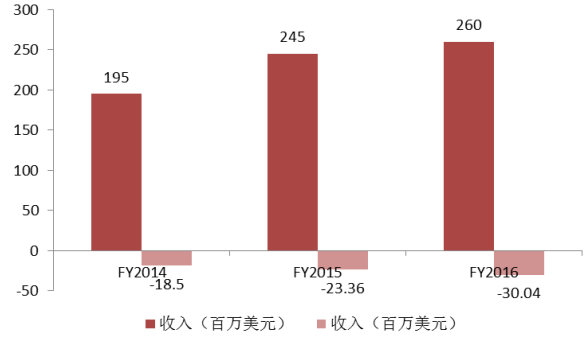
仍有亏损但已成为准独角兽。2016年Kobalt共营收2.6亿美元，与前一年相比上涨了15%。亏损也扩大到3,004万美元。音乐版权代理业务依旧是Kobalt去年最大的收入来源，贡献了2.289亿美元，占营收的88%，邻接权业务营收200万美元，音乐录制业务营收1858万美元，Kobalt旗下的音乐版权管理机构AMRA在2016财年营收2165万美元，税息折旧及摊销前利润（EBITDA）亏损了330万美元。2017年Kobalt估值已达7.75亿美元，被媒体称为“准独角兽”。

图 41：版权代理市场的份额（2015Q3）



资料来源：Billboard、招商证券

图 42：Kobalt 的收入及净亏损（美元）



资料来源：Kobalt、招商证券

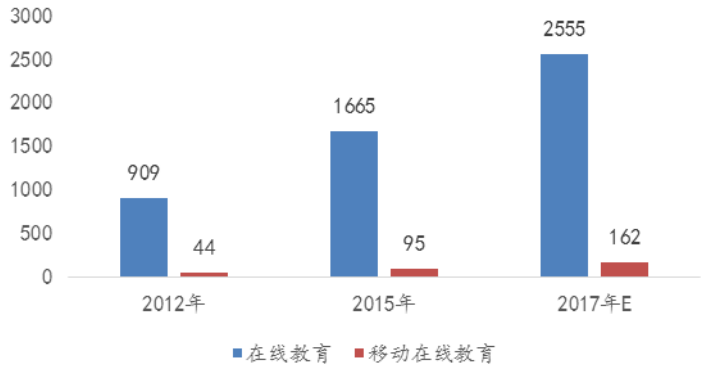
2.5 知识教育付费方面海外的发展借鉴

2.5.1 国外知识付费主要依靠广告投放，全球在线教育市场保持高增长

国外的知识付费产品（除了在线教育产品外）大多数还是采用广告支持下的免费内容，盈利模式主要依赖广告投放，而在线教育领域是为内容付费最直接的领域（包括 2B 和 2C 的两种模式）。在线教育即为通过应用信息科技和互联网技术进行内容传播和快速学习的方法。

根据企鹅智酷的预测数据显示，全球在线教育市场继续保持高增长，预计 2017 年在线教育市场规模达到 2555 亿美元，其中移动在线教育增长更为迅猛，2017 年整体占比预计达到了 6.3%。

图 43：全球在线教育市场规模



资料来源：企鹅智酷、招商证券

2.5.2 2010 年开始互联网企业开始涉足在校教育以及 MOOC 模式的兴起

全球在线教育发展经历了三个发展阶段：90 年代的教育数字化、2000 年开始传统培训学校转战线上（代表公司是韩国的 Megastudy）、2010 年开始互联网企业开始涉足在校教育以及 MOOC 模式的兴起（包括了 Coursera、EDx 等）。

90 时代的教育数字化：美国 90 年代初，随着政府提出教育信息化，以及学生与硬件设备 1:1 的教学，学校网络、电子白板和终端硬件渗透率不断提升；学生信息管理系统、课程管理平台、课程软件等教学软件公司大量涌现。《America's Digital Schools 2008》报告显示，电子白板和在线测评软件这两种数字教学工具在中小学的使用中已经非常主流，渗透率都在 70%以上。数字教育浪潮之下，美国 K12 的教学材料、教学过程和测试考试逐渐无纸化、数字化，并在多年的实践中形成了大数据积累。而基于教学大数据的呈现和分析使得教学走向个性化。

2000 年开始传统培训学校转战线上：2000 年以后，互联网的高速发展推动了在线教育的快速增长，使得原有的传统培训学校开始转向提供线上服务。

2010 年开始互联网企业开始涉足在校教育以及 MOOC 模式的兴起：互联网公司开始涉足在线教育领域，形式和内容上都更加多元化，在线教育呈现出井喷式发展；另一方面 2012 年开始美国顶尖大学陆续开始设立 MOOC，以教育平台化方式在美国爆发。

目前全球在线教育盈利模式对于**不同年龄段采用不同的模式：**

1）基础教育（K12）：学费并非主要收入来源—采用了向学校收费的盈利模式，他们与各个基础教育学校进行合作，为其提供课程、在线平台、软件管理系统和管理全包的一站式全方位运营外包服务，所有的费用都面向学校收取。

2）高等教育：营利性大学规模领先，营利以学分收费为主—营利性大学按照单个学分向学生收费，学生修满一定的学分后就会被授予相应的学位，包括从大学预科直至博士的多个专业学位。学生多数来源于低收入阶层，抱着求职或职位晋升等明确的目的来学习，因而学校提供的课程都是根据对雇主的调查结果来设计的，即便是学术专家也要将学术重点放在企业内的应用上。

3）培训辅导：按课程内容收费占据绝对主导地位—受限于行业特性，培训辅导以提供内容为主，因而收费模式也局限于内容收费。

4）MOOC：积极探索新型盈利模式—MOOC 领域上的课程提供商有非营利性机构，也有以盈利为目的的组织，而且它的盈利模式在整个在线教育体系中别具一格，不仅有常规的广告收入，还包括付费的求职资询、学分甚至学位授予等盈利模式。

2.5.3 在线教育公司盈利模式多样，新型 MOOC 教育积极探索学位认证新模式

韩国的 Megastudy：成立于 2000 年，公司最初从线下开始起步，成名于线上；采用“高清视频＋明星教师”的模式。成功的原因主要有：（1）需求大。据报道，2012 年，韩国在私人教育方面花费 179 亿美元，占总体消费支出的 12%。教育的市场化程度很高，其补习班被《纽约时报》称为“韩国教育体系的支柱”。（2）网络条件发达，从 2000 年开始韩国政府就在网络基础设施建设上投入了大量资金。从高考复读做起，Megastudy 的业务线逐步覆盖中小学、大学以及成人，初中、高中、大学和职业教育（主要是医学和律师考试）领域各有不同的品牌。自 2001 年开始，Megastudy 的业绩一直保持以每年 30%的速度增长，线上线下年度总营收在高峰时期曾经超过 2000 亿韩元（大约 2 亿美金）。

Age of Learning：在线幼儿教育网站—Age of Learning 是一家教育技术及数字化学习公司，最为人所熟知的便是其旗下的教育类 App ABC mouse，专门针对 2-8 岁儿童提供超过 450 门的美语趣味学习课程及 5000 余种学习活动，帮助孩子有效地学习。ABC mouse 还提供了图书、音乐、拼图、美术等形式，让孩子通过多种感官体验实现听、说、读、写的全面提高。此外，ABC mouse 上还有 1000 余份各类科目的练习册可供打印，帮助孩子在课后巩固学习内容。ABCmouse 现有的 7000 多个学习课程囊括了阅读、语言、数学、自然科学、社会学、健康、艺术、音乐等多个学科，而内容的拓展和修订都是由教师、教授以及其他专业人士组成的委员会专门负责。其中，一些课程还曾获得过奖项。目前 ABC mouse 的商业模式为收取订阅费，在美国每月仅需 7.95 美元便可拥有随时参与 7000 多种活动的权限，还能独享 3 份量身定做的儿童资料。截至 2016 年年中，学生已完成了超过 20 亿次的学习活动，拥有超过 100 万个付费订阅家庭，其整体年营收已超过 1 亿美元。

Pluralsight：美国在线职业教育网站—Pluralsight 是一家美国在线职业教育网站，主要提供 IT 在线视频课程。Pluralsight 最初专注在线下开班，直至 2008 年才转向在线教育。在过去的几年里，Pluralsight 通过收购来扩张在线教育业务，目前已经收购 8 家公司，金额超过 2 亿美元。虽然一开始面向的是个人用户，但 Pluralsight 渐渐发展出 To B 市场，目前三分之二的用户来自企业的员工培训业务，它还将市场扩大到校园市场和政府

市场。**收费方面，对于个人$299/人/年，对于企业$499/人/年。目前网站已上线由 1000 多名导师制作的 5000 多堂课程。2016 年收入已达 1.6 亿美元。**

Udacity：高等教育在线学习网站—Udacity 是一个高等教育在线学习网站，2011 年由斯坦福大学计算机科学专业教授 SebastianThrun 创立，他把自己教授的人工智能课向全世界开放，结果大获成功。这促使了他当年从学校辞职，专注于网上大学 Udacity 的创建。Udacity 不同于普通的课程录像分享平台，它不光开发了全套的课程录像，还附带有完整的考试系统、评分系统，学习管理系统，以及内置编程接口、论坛和社交功能，并且推出了“纳米学位“授予能够通过考试的学员。Udacity 的另一特点是与一些科技公司合作设计课程，并获得导师和资金的支持，其中包括了谷歌、微软、Autodesk、Nvidia、Cadence 和 Wolfram Alpha。目前 Udacity 的商业模式为在线学生每月收费 200 美元，其中包含课程、就业指导、简历指导等服务。另外部分纳米学位收费 1200 美元。Udacity 在 2017 年 2 月增加了 21 个新的合作伙伴，涵盖了汽车、国防、科技、硬件和电信等行业内容。现有学生数量超过 75 万，其中超过 2 万名申请并获得了纳米学位。目前还开始与业内其他公司合作帮助这些学生就业。

三、大风起兮——国内互联网内容付费发展正爆发

3.1 总述：国内互联网内容付费发展的特点

首先，纵向来看，回顾中国互联网时代内容付费的成长史，我们发现其成长具有如下特征：

1）正版化是互联网内容付费最重要的外部因素，也是内容付费产业走向健康发展的基础条件。随着知识版权保护政策法规的逐步完善，盗版长期猖獗这个中国文化产业发展过程中的桎梏逐步解除。

2）互联网平台早期的流量免费模式阻碍了为内容付费（即使是线下付费）模式的发展，其迅速传播的特性又一度对盗版问题推波助澜，但是另一方面，平台所具有的内容获取低成本乃至零成本起到了用户内容消费习惯的教育作用，而消费内容习惯的形成是吸引用户付费的第一步。

3）优质文化娱乐内容不断供给，消费升级+粉丝经济为内容付费形成直接驱动力，互联网内容非排他性的加强极大降低用户搭便车可能性，推动付费规模不断提升。早期互联网用户有线上消费内容的习惯，但以 90 后为代表的网生一代随着生活消费水平的极大提高，以及受为偶像买单、为喜欢的一切买单的粉丝文化影响，才促成了线上内容消费行为模式，也是未来内容付费行业空间不断打开的核心动能。

再者，横向来看，不同细分内容付费产业的成熟度不尽相同，当前从付费收益及相关公司规模来看，成熟度从高到低依次为：游戏>影视>文学>音乐>知识。

游戏本身具有较强的娱乐属性，在吸引用户付费上教育成本相对较低；影视方面，中国电视时代以 B 端广告模式以及带宽介入为主，并未形成为内容付费的商业模式，但电影行业 TO C 模式为影视内容消费的习惯奠定了基础，影视也同样是娱乐，属性相强的内容产品；网络文学是中国最有本土特色的内容产品，也是最早实现向海外输出的内容产品之一（部分游戏产品也走向海外），网络文学从网络论坛时代就开始孕育，已经经历了较长时间的沉淀，供给端形成了与出版文学有差异性的题材，如玄幻修仙、盗墓探险等，加上网络文学也与游戏行业有较强的亲缘关系，但是由于文字相比于视频多媒体而言，在吸引用户付费方面吸引力较低，因而当前单用户付费数额较视频网站低；知识一方面是一种无娱乐属性的内容产品，另一方面从购买线下机构服务、购买出版物等传统的方式获取知识产品的模式较为成熟，从线上到线下的消费行为习惯的迁移用户教育成本较高。

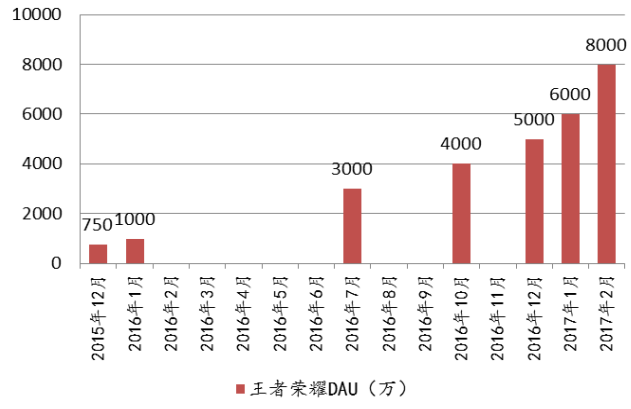
3.2 游戏：价量齐升，撬动手游付费大空间

3.2.1 “量”的角度，现象级头部游戏及用户结构变化，带来增量付费群体

《王者荣耀》作为腾讯推出的一款基于社交平台的 MOBA 即时对战游戏，游戏的角色及大量设定改编自端游《英雄联盟》（LOL），拥有一部分端游粉丝，并考虑了移动互联网特性，加强了社交属性，简化了操作，缩短了市场，基于腾讯强大的平台优势，其上线后 DAU 不断突破天花板。2016 年 12 月，腾讯公布《王者荣耀》DAU 突破 5000 万，2017 年 2 月的春节期间，其 DAU 超过 8000 万，在一众休闲游戏称霸的 DAU 排行上，刷新了《天天酷跑》此前创下的 6000 万的 DAU 纪录。2017 年 4 月，有游戏媒体统计，

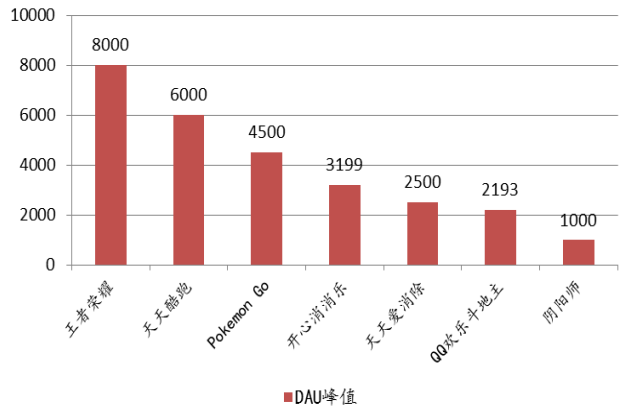
《王者荣耀》DAU 已经突破 1 亿大关。**作为一款现象级手游，《王者荣耀》的火爆也带来了大量游戏增量用户，大量从来没有玩过 PC 端游和页游的用户，成为了手游玩家，甚至付费用户，包括部分女性用户、低龄用户等。**“《王者荣耀》对小学生历史观的影响”成为热门话题，说明《王者荣耀》对于小学生这样的低龄群体渗透率很高。并且《王者荣耀》已经渗透到棋牌休闲游戏占据主导的三四线城市甚至农村市场，这对于偏重度的手游而言是重大突破。

图 44：《王者荣耀》DAU 变化



资料来源：App Annie、招商证券

图 45：经典游戏 DAU 峰值（截至 2017 年 2 月）



资料来源：互联网、招商证券

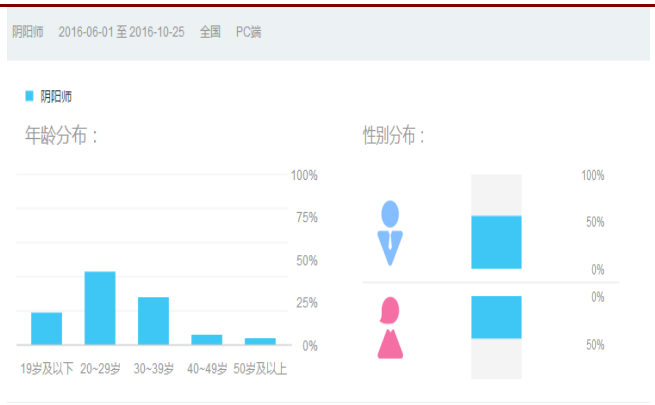
表 3：2016 年 12 月四线及以下城市渗透率 TOP100APP 榜单中的游戏

APP	细分赛道	渗透率	渗透率 TGI
开心消消乐	消除游戏	12.7%	106
王者荣耀	即时战略	8.6%	94
贪吃蛇大作战	益智休闲	8.2%	109
QQ 欢乐斗地主	棋牌游戏	6.8%	90
天天酷跑	赛车酷跑	3.4%	104
宾果消消乐	消除游戏	3.2%	99
球球大作战	益智休闲	3.0%	114
天天爱消除	消除游戏	2.2%	96
欢乐麻将	棋牌游戏	2.1%	92
钢琴块 2	音乐游戏	2.1%	118

资料来源：Questmobile、招商证券

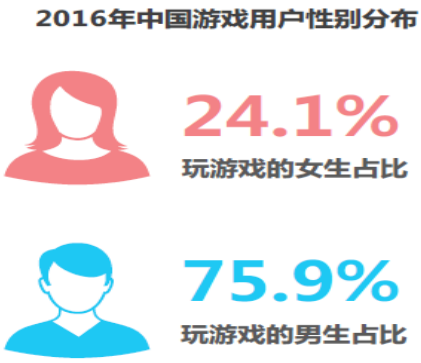
另一代表性头部游戏《阴阳师》成功开辟二次元手游市场，从泛二次元人群中带来大量手游用户，尤其是年轻用户和女性用户。《阴阳师》2016 年 9 月初在国内 iOS 上线，9 月 18 日宣布 DAU 破 200 万，9 月 29 日 DAU 破 400 万，10 月 24 日，DAU 突破 1000 万，上线一个多月 DAU 超过 1,000 万对于这样一款重度 RPG 游戏而言非常罕见。且女性用户的占比达到了 50%，远高于女性用户在手游中的平均占比。《阴阳师》的成功带来国内二次元手游接连出现，基于泛二次元群体的庞大规模和良好的付费习惯，二次元手游有望从泛二次元群体中带来大量游戏付费用户。

图 46：《阴阳师》上线初期，年轻用户和女性用户占比较高



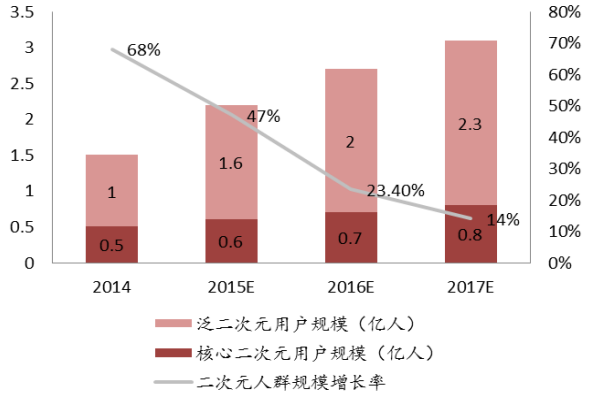
资料来源：百度、招商证券

图 47：《阴阳师》女性用户占比远高于行业平均



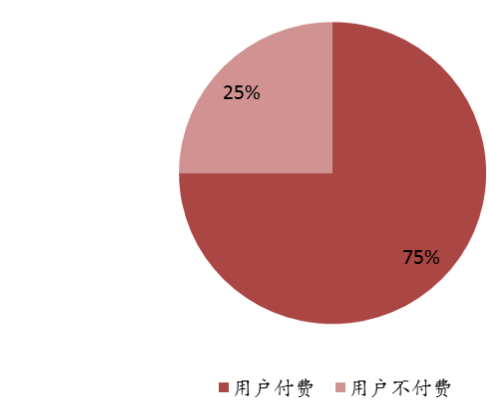
资料来源：百度、招商证券

图 48：泛二次元广大用户是游戏潜在用户群体



资料来源：艾瑞咨询、招商证券

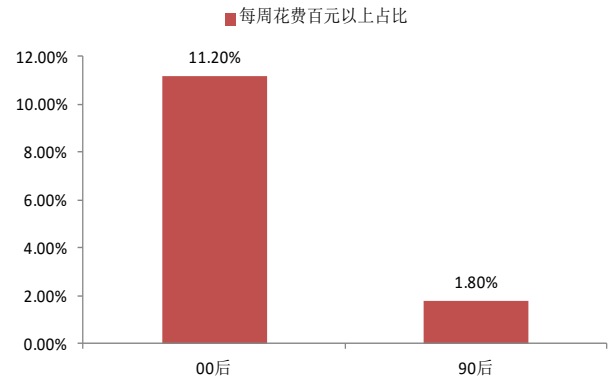
图 49：泛二次元人群具有良好付费习惯



资料来源：艾瑞咨询、招商证券

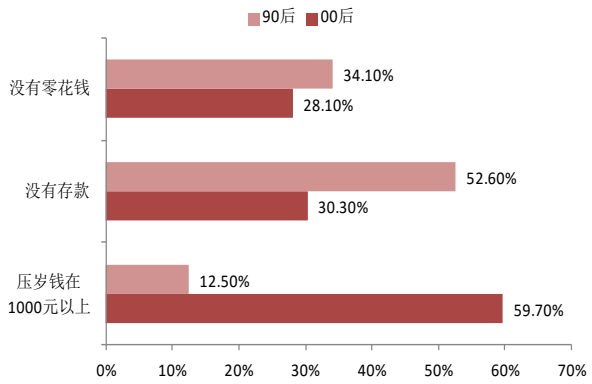
从人口结构看，00 后群体规模扩大，带来大量手游潜在付费用户。截至 2016 年末的 00 后人口总数为 1.47 亿，在移动游戏用户中 00 后用户占比已经接近 10%，正在成长为一个愈发重要的用户群体。00 后群体以下一些特点：首先具备较高的电子设备持有率和较强的付费能力。根据《中国少年儿童发展状况研究报告》，64.6%的 00 后拥有手机、29.1%的 00 后拥有电脑。00 后的可支配资金较当年的 90 后更多，00 后中压岁钱在 1000 元以上的占到近 60%，大幅高于 90 后；23.4%的 00 后存款在 5000 元以上。其次，00 后群体也有相对较强的消费意愿。从统计数据来看，每周消费的各档比例中 00 后均高于当年的 90 后。00 后群体的扩大带来更多的手游新付费用户。

图 50：00 后每周花费百元以上占比远高当年 90 后



资料来源：艾瑞咨询、招商证券

图 51：00 后群体资金状况好于 90 后



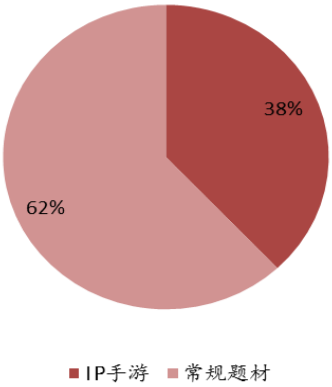
资料来源：艾瑞咨询、招商证券

3.2.2 “价”的角度，IP 化、精品化与研运一体，将提升手游用户付费水平

在移动互联网人口红利逐渐衰竭的背景下，未来手游付费规模增长的驱动力将主要来自“价”的方面，即用户价值。而用户价值又取决于两个因素，一是付费用户 ARPU 值，二是单游戏生命周期。

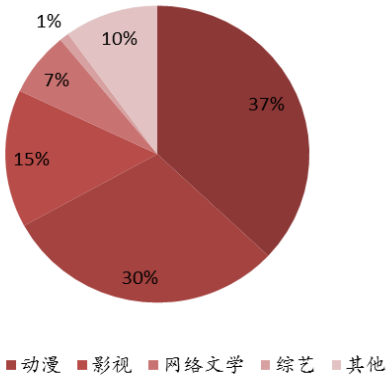
首先，从研发而言，IP+重度化打磨精品是关键。（1）IP 主打情怀牌，吸引玩家。2016 年是 IP 改编游戏的大年，IP 手游占比已经高达 62%。IP 来源趋多元化。经典端游 IP 如网易西游系列、《征途》等占比高达 37%，《圣斗士星矢》、《火影忍者》等动漫 IP 占比 30%、《射雕》等文学 IP 占比 7%，另外影游联动产品（《芈月传》、《青云志》等）也不断涌现。**（2）角色扮演类等相对重度的游戏 ARPU 值较高。**根据 Dataeye 的统计，2016 年角色扮演类游戏继续展现出高 ARPU 值的特征，2016 年质量上乘的头部重度游戏吸引了大量的用户，在 ARPU 值方面领先市场，尤其是下半年市场上的二次元游戏导致大量用户流向少量精品重度角色扮演类游戏。根据各大厂商 2017 年的新产品上线计划，RPG、MMO 类型重度游戏仍是重头戏，这类高 ARPU 值重度游戏用户占比的提升，也将推动付费用户 ARPU 值整体的提升。

图 52：2016 年手游中 IP 手游占比



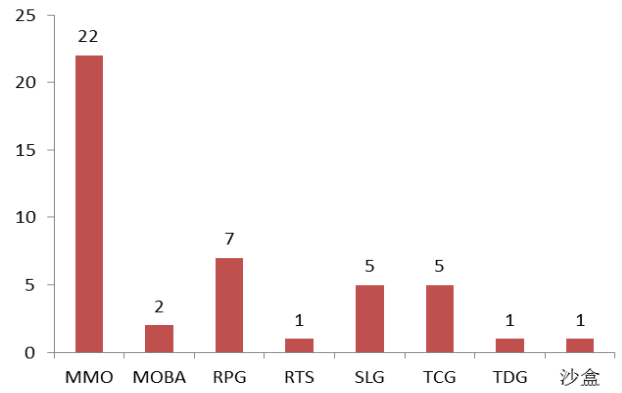
资料来源：DataEyes、招商证券

图 53：2016 年手游 IP 来源分布



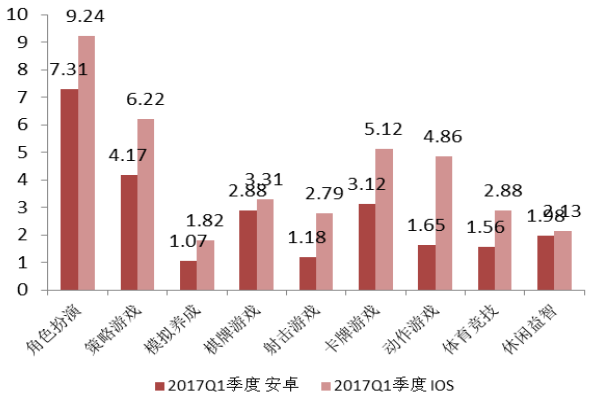
资料来源：DataEyes、招商证券

图 54：2017 年 Q1 一线游戏厂商上线计划



资料来源：DataEye、招商证券

图 55：2017 年 Q1 国内各类型手游 APRU 值



资料来源：DataEye、招商证券

IP 化+精品化的典型代表就是“端改手”“页改手”。端游厂商在研发实力、IP 储备（尤其是现象级端游 IP）和用户黏性上占据优势，在保证产品质量和精细运营的基础上可迅速聚拢用户，从而以较低门槛切入手游市场。App Annie 近 6 个月中国 ios 收入榜前 10 名的游戏当中，端游 IP 改编而来的游戏高达 57.9%，端游手游化的逻辑目前已被验证。而页游改手游，在三七互娱、游族网络等公司推动下，也不断验证成功。

其次，研运一体将提升单游戏生命周期。在移动互联网早期，应用商店、浏览器等多个入口切分了流量，因此渠道自成环节；由于手游行业早期游戏研发门槛较低，研发商大规模涌入，因此衍生出对接两者的发行商环节，由此手游行业形成了研发-发行-渠道的产业链分工。然而随着行业进入存量博弈阶段，延长单游戏生命周期就显得至关重要，而精品研发成为主流的同时也必然要求更精细的运营。目前头部游戏的开发周期通常在 18 个月以上，资金投入量较大，对研发与运营配合度要求较高。目前研运一体已经成为头部游戏的主流，且研运一体游戏往往拥有更长的生命周期。根据 App Annie 统计，2016 年 8 月至 2017 年 2 月的中国 ios 收入榜前 10 名的游戏当中，研运一体的比例已经高达 68.4%。其中，网易《梦幻西游》自 2015 年 3 月登陆 IOS 以来，至今上线超过 2 年仍稳居畅销榜前 5；腾讯《王者荣耀》自 2015 年 12 月上线已接近 18 个月，仍然强势霸榜，体现研运一体的长周期特征。

表 4：16 年 8 月-17 年 2 月 APP ANNIE 全球手游指数 ios 中国前十榜单的游戏

游戏产品	研发	发行	IP
王者荣耀	腾讯	腾讯	无 IP
阴阳师	网易	网易	无 IP
梦幻西游	网易	网易	端游 IP
倩女幽魂	网易	网易	端游 IP
大话西游	网易	网易	端游 IP
火影忍者	腾讯	腾讯	日漫 IP
梦幻诛仙	祖龙娱乐	腾讯	端游 IP
问道	吉比特	雷霆网络（吉比特）	端游 IP
剑侠情缘	金山	腾讯	端游 IP
征途	巨人	腾讯	端游 IP
永恒纪元	极光网络（三七互娱）	三七互娱	无 IP
黎明之光	妙趣网络（天神娱乐）	蓝港互动	端游 IP
天堂 2	蜗牛游戏	蜗牛游戏	端游 IP
诛仙	完美世界	完美世界	端游 IP

仙剑奇侠传	盖娅互娱	盖娅互娱	小说 IP
御剑情缘	祖龙娱乐	紫龙互娱	小说 IP
圣斗士星矢-集结	完美世界	乐逗游戏	日漫 IP
御龙在天	腾讯	腾讯	端游 IP
京门风月	玩友时代	好玩友	小说 IP

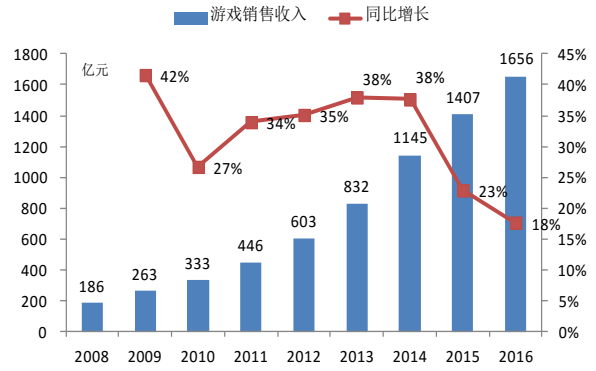
端游 IP 占比：57.9%
研运一体占比：68.4%

资料来源：App Annie、招商证券

3.2.3 手游付费市场空间测算：2021 年或超 2100 亿元

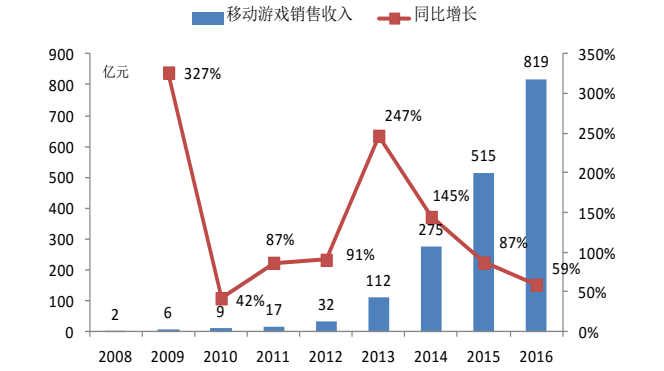
2016 年国内游戏总收入规模达到 1656 亿元，同比增长 18%，其中移动游戏收入规模达到 819 亿元，同比大增 59%，在游戏收入中的占比达到 49.5%。整体上看，游戏行业规模增速在放缓，手游行业规模增速尽管 2016 年较 2015 年也有所下降，但仍然维持高速增长态势。

图 56：国内游戏行业收入规模



资料来源：伽马数据、招商证券

图 57：国内移动游戏行业收入规模

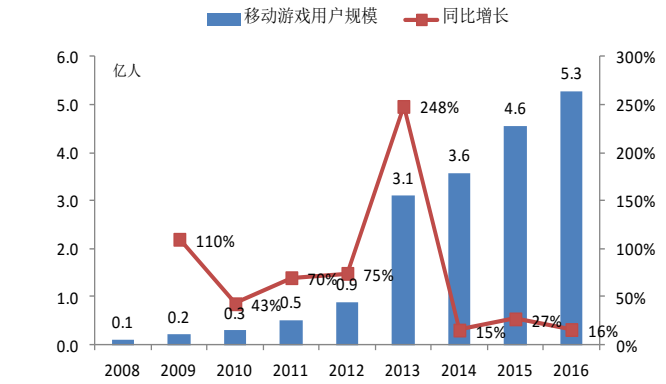


资料来源：伽马数据、招商证券

从移动游戏用户情况来看，2014-16 年同比增速分别为 15%、27%、16%，增速较 2013 年的爆发式增长大幅回落，但仍然实现 15%以上的复合增速。2016 年移动互联网用户中，游戏用户渗透率 53%，较微信（76.8%）、移动视频（71.9%）、移动支付（64.7%）的渗透率还有距离，移动游戏用户渗透率还有提升空间。

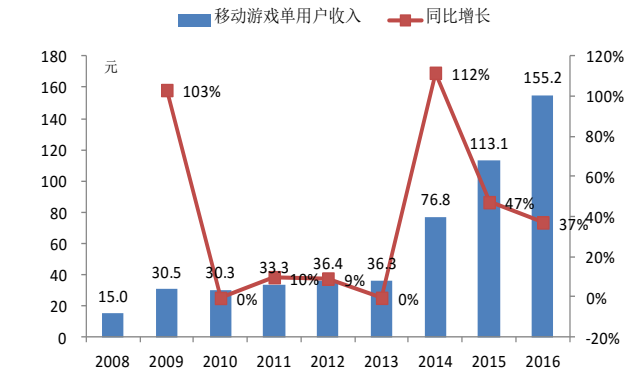
从单用户收入角度看，2014 年出现爆发式增长，2015、2016 年增速有所回落，但仍分别达到 47%和 37%，说明在 2014 年手游开始出现重度化趋势之后，用户的付费率和 ARPU 值有了明显提升。

图 58：国内移动游戏用户规模增长情况



资料来源：伽马数据、招商证券

图 59：国内移动游戏单用户收入增长情况



资料来源：伽马数据、招商证券

移动游戏付费空间测算：

我们以用户数和单用户收入（考虑了非付费用户）作为两个变量来测算移动游戏付费市场空间。

用户数:16 年用户规模为 5.3 亿，假设未来 5 年移动游戏用户复合增速分为 4%、5%、6%、7%、8%五个档次。8%的复合增速对应 2021 年移动游戏用户达到 7.79 亿，对应 2016 年的移动互联网用户（10 亿）渗透率接近 78%（当前微信水平）。

单用户收入：假设未来 5 年移动游戏单用户收入复合增速分为 10%、12%、14%、16%、18%五个档次。18%的复合增速对应 2021 年移动游戏单用户收入为 355 元（腾讯高管在 2017 年 Q1 说明会上表示一季度腾讯 MMO 游戏 ARPU 值在 320-520 元之间，推算下来全年在 1680 元左右，假设 2021 年 MMO 重度游戏用户占游戏用户比例在 50%左右，MMO 游戏用户的付费率达到上限 40%，对应的单游戏用户收入为 336 元）

测算得到移动游戏行业空间为 1612-2765 亿元之间，中性估计为 2119 亿元。

表 5：移动游戏行业规模测算

2021 年相比于当前用户数增速/2021 年相比于当前 ARPU 增速	161%	176%	193%	210%	229%
122%	1611.8	1763.7	1926.9	2102.0	2289.5
128%	1690.7	1850.1	2021.3	2205.0	2401.7
134%	1772.8	1939.9	2119.4	2312.0	2518.3
140%	1858.0	2033.2	2221.3	2423.1	2639.3
147%	1946.5	2130.0	2327.1	212715.4	2765.0

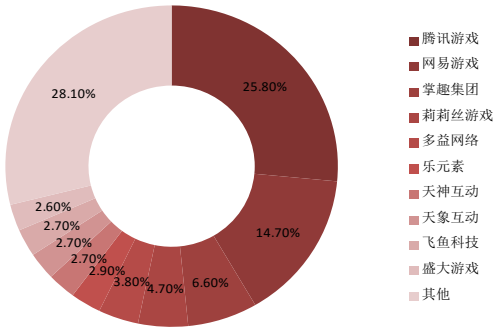
资料来源：招商证券

3.2.4 二线手游龙头将分享游戏付费市场爆发红利

头部效应加剧，2016 年网腾 Big2 占据半壁江山。从手游研发商格局看，2016 年相比 2015 年，头部效应加剧。2016 年两大龙头腾讯和网易研发的游戏占据手游市场过半流水，进一步挤压了其他手游研发商的市场份额，也从过去腾讯一家独大格局，正式形成 Big2 格局。

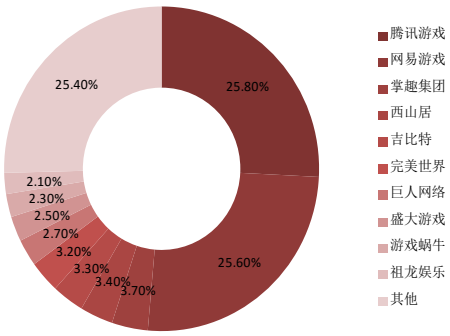
腾讯依托其 DAU 高达 8 亿的微信平台和 DAU 超过 6 亿的 QQ 平台，在手游推广分发及运营方面有着得天独厚的渠道优势。但网易在 2016 年的强势崛起主要依靠其产品工匠精神，即出色的精品游戏研发能力。依靠爆款新品《阴阳师》和经典端游 IP 改编的手游《梦幻西游》，网易在 2016 年的游戏业务利润突破百亿大关，2016 年四季度以来，ios 游戏畅销榜前 5 名中，网易经常能占据 4 席。网易证明，在游戏行业，优秀的研发商依托产品和内容一样可以胜出。

图 60：国内手游研发商（CP）流水份额（2015 年）



资料来源：伽马数据、招商证券

图 61：国内手游研发商（CP）流水份额（2016 年）



资料来源：伽马数据、招商证券

二线龙头崛起，市场份额有巨大提升潜力。二线游戏公司虽然没有腾讯、网易持续推出爆款的优势，但一些公司往往也能依靠精品研发，通过一、两款爆款实现业绩的大幅增长，冲击既有行业格局。例如，吉比特 2016 年凭借自身经典端游 IP《问道》推出《问道》手游，从而跻身手游研发商前 10，并实现 2016 年业绩的大幅增长。从 ios 游戏畅销排行榜即可看出，二线游戏公司推出的游戏也频频出现在前 50、甚至前 20 名。A 股上市公司中，吉比特的《问道》、三七互娱的《永恒纪元》、完美世界的《诛仙》等都曾进入前 10，《永恒纪元》还一度达到第 2 的位置。

表 6：ios 游戏畅销榜排名前 50 的游戏涉及的 A 股上市公司（2017.2.26）

排名	游戏名称	研发商	发行/代理商
15	永恒纪元	三七互娱	三七互娱
16	征途	巨人网络（世纪游轮）	腾讯
18	大富豪 3-开公司	广州要玩(大唐电信子公司)	广州要玩(大唐电信子公司)
39	诛仙	完美世界	完美世界
23	问道	吉比特	雷霆网络（吉比特控股）
25	拳皇 98 终极之战 OL	掌趣科技	掌趣科技
32	神武 2	多益网络（拟上市）	多益网络（拟上市）
38	仙境传说 RO：守护永恒的爱	心动网络（游族网络、三七互娱投资）、上海骏梦	心动网络（游族网络、三七互娱投资）

		（富春通信子公司）	
46	街篮	成都多曼科技	巨人网络（世纪游轮）
50	球球大作战	巨人网络（世纪游轮）	巨人网络（世纪游轮）

资料来源：App Annie、招商证券

A 股游戏公司中，三七互娱、游族网络等页游龙头近年来深入转型手游；完美世界、吉比特等公司端游转手游也卓有成效；另外，昆仑万维基于手游发行端优势，逐步开展研运一体，在移动棋牌游戏这个增长很快的细分领域占据卡位优势。我们认为， 2017 年开始，A 股二线手游龙头受益手游精品化带来的付费空间打开，业绩有望全面爆发。

3.3 影视视频：付费习惯积极培养中，市场空间巨大，渠道和内容制作端龙头显现

3.3.1 我国视频付费近几年迎来爆发，“内容消费”习惯逐渐培养

我国的影视视频付费热潮也是近几年迎来爆发，标志性事件有：2015 年的爆款纯网剧《盗墓笔记》，以 27.9 亿的超高网播量独占 2015 年度网剧之巅，是中国第一部采用会员差异化排播模式的网剧，仅用 22 小时就为爱奇艺带来破亿流量。2015 年 6 月爱奇艺 VIP 会员数为 501.7 万，而随着《盗墓笔记》VIP 会员模式的开启，截至 12 月爱奇艺 VIP 会员数突破 1000 万。之后的《蜀山战纪》展开“先网后台”的播出形式，成为“网台联动”的先行者；2016 年的爆款大剧《青云志》、《锦绣未央》、《欢乐颂》、《微微一笑很倾城》、《老九门》等网络播放量均破百亿，将视频付费又推向新高潮，截至 2016 年底付费会员总数基本达到约 7500 万人（艺恩咨询统计估计）。整个 2016 年付费网络剧数量同比大增 560%至 239 部，网络电影同比增 260%超 2500 部。

表 7：2014-2016 年大型全网剧网络播放量

2013		2014		2015		2016	
电视剧	播放量（亿）	电视剧	播放量（亿）	电视剧	播放量(亿)	电视剧	播放量（亿）
特种兵之火凤凰	32.4	古剑奇谭	59.9	芈月传	148.6	青云志	257.71
咱们结婚吧	28.2	古剑奇谭 湖北卫视	59.8	琅琊榜	103.0	锦绣未央	205.61
小爸爸	24.1	红高粱	35.5	何以笙箫默	82.6	欢乐颂	185.37
璀璨人生	21.4	勇敢的心	26.6	花千骨	79.7	微微一笑很倾城	160.77
甄嬛传	16.3	因为爱情有奇迹	24.0	大秧歌	74.9	幻城	160.73
精忠岳飞	15.4	离婚律师	22.2	克拉恋人	67.4	好先生	142.55
花非花雾非雾	14.8	一仆二主	21.7	虎妈猫爸	61.5	老九门	114.21
龙门镖局	13.9	使徒行者	21.6	千金女贼	46.2	麻雀	106.18
新恋爱时代	13.9	宫锁连城	20.2	特警力量	44.8	亲爱的翻译官	101.39
最美的时光	13.9	产科男医生	20.1	北上广不相信眼泪	42.4	武神赵子龙	86.56
合计	194.3		311.6		751.1		1521.08

资料来源：艺恩咨询、招商证券

表 8：2014-2016 年 Top10 纯网剧播放量

2014		2015		2016	
电视剧	播放量（亿）	电视剧	播放量（亿）	电视剧	播放量（亿）
午门囧事	8.1	盗墓笔记	27.9	太子妃升职记	34.1

万万没想到	6.1	花千骨外传	15.8	最好的我们	27.3
唐朝好男人	3.4	花千骨 2015	15.6	重生之名流巨星	26.3
民调局异闻录	3.3	暗黑者 2	13.3	废柴兄弟 3	22.0
匆匆那年	2.3	他来了请闭眼	11.5	余罪 第 1 季	21.6
极品女士第 1 季	2.0	屌丝男士第 4 季	11.4	余罪 第 2 季	20.7
怪咖啡	1.7	灵魂摆渡 2	10.6	半妖倾城	20.3
异现场调查科	1.4	无心法师	10.4	如果蜗牛有爱情	20.1
谢文东	1.4	校花的贴身高手	10.0	法医秦明	14.7
你好外星人	1.3	名侦探狄仁杰	6.3	白衣校花与大长腿 2	13.6
合计	31.0		132.8		220.7

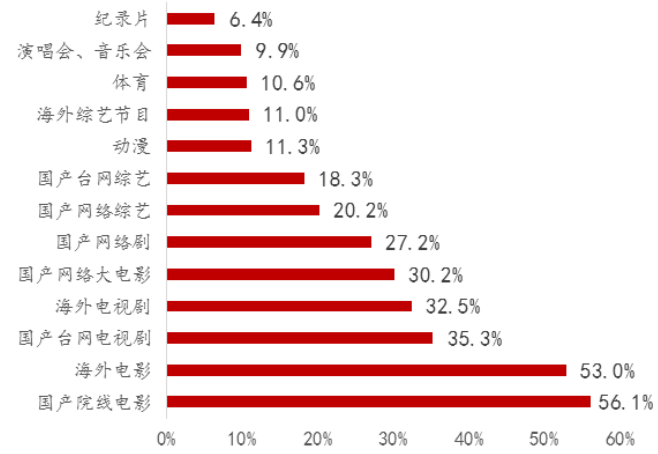
资料来源：艺恩咨询、招商证券

借鉴海外成熟的视频付费市场，影视视频的“内容付费”未来必成为行业趋势。未来付费用户比例将不断提升，付费金额一是延续目前按期付费为主的模式，进一步增加会员费金额；二是提升单片付费的比例和价格。

受益于付费市场兴起，视频增值服务占整体在线视频收入规模比重大幅提升。视频增值服务是视频网站基于用户付费市场的盈利模式。目前在各家视频企业的推动下有了长足增长，付费用户数量大幅增加，2016 年我国在线视频用户的付费市场规模达 109 亿元（估算值），同比高速增长 125%。用户付费收入在原有广告价值链的基础上，通过对用户的深度运营，获得增值收入。从 2010 年视频网站试水用户付费模式至今，会员付费模式不断完善，几年的积累之后近 2-3 年迎来爆发期，为付费会员提供的增值服务也在不断丰富，付费内容也不断向多样化发展，如付费点播电影、会员免费电影、会员提前观看电视剧、付费电视剧等，提供了更多内容选择。预计未来，视频增值服务很有潜力逐渐发展为与广告同等重要的收入来源，甚至超越广告。

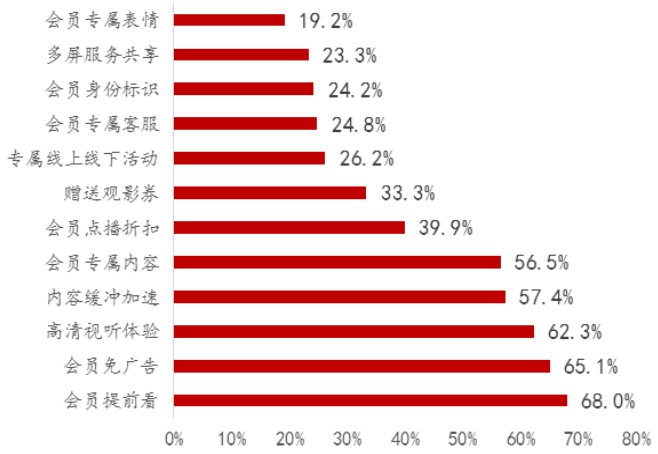
会员专属视频内容为用户主要付费动因之一，精品影视剧为观看首选。和会员提前看、免广告、高清视听体验等需求一样，付费用户也非常关注视频内容的质量以及内容的丰富选择性。根据易观的调研结果显示，相对来说，用户对影视剧（电影、剧集）相比综艺的付费意愿更高，对国外的电影、电视剧比国内的影视剧付费意愿更高。一些视频网站的自制剧数量攀升，精品化趋势明显，由爱奇艺自制的《老九门》2016 年播放量达 114 亿次，在 2016 年的视频网站自制剧中播放量排名第一。

图 62：付费视频用户愿意付费观看的内容种类



资料来源：易观、招商证券

图 63：不同权益对付费会员用户的吸引程度



资料来源：易观、招商证券

表 9：2016 年播放量 TOP10 自制剧及平台（亿次）

排名	自制剧名称	播放平台	播放量（亿次）
1	老九门	爱奇艺	114
2	太子妃升职记	乐视	34
3	最好的我们	爱奇艺	27
4	重生之名流巨星	腾讯视频	26
5	余罪 第一季	爱奇艺	22
6	余罪 第二季	爱奇艺	21
7	半妖倾城	乐视、芒果 TV	20
8	如果蜗牛有爱情	腾讯视频	20
9	九州天空城	腾讯视频	17
10	法医秦明	搜狐视频	14

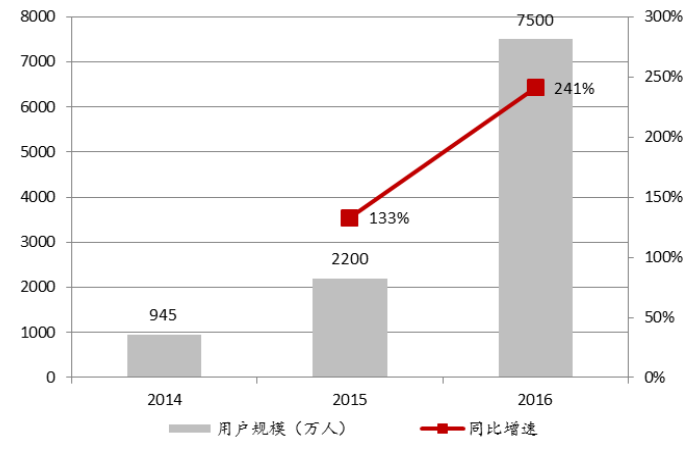
资料来源：公开资料整理、易观智库、招商证券

3.3.2 我国影视视频付费行业市场空间巨大，5 年内规模有望超 700 亿

- **我国视频付费会员数量近 2 年快速增长，已成为全球第三大用户市场，在视频行业中的收入占比不断提升**

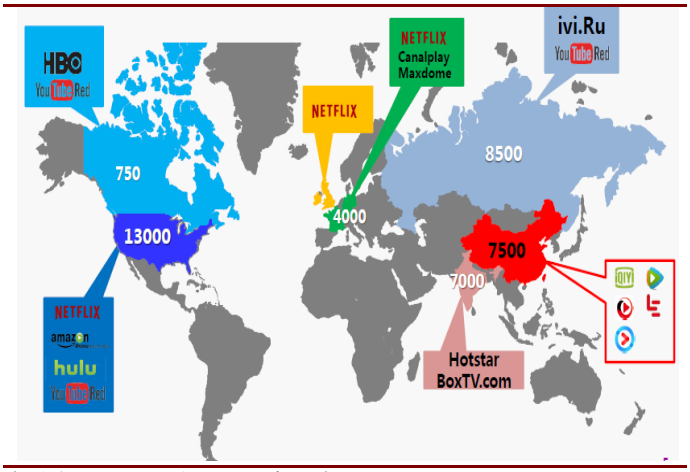
根据艺恩咨询的统计，截至 2016 年底我国付费会员的规模约 7500 万人（成为全球第三大付费视频用户市场，第一大为美国 1.3 亿会员用户，排在第二位的是俄罗斯约 8500 万付费用户，第四和第五大市场分别为印度 7000 万付费用户和欧洲 4000 万付费用户），同比增速达 241%，我国的视频付费会员数量正经历快速增长期，增速是美国同期的 9 倍。我们预计 2017 年视频网站付费会员总数将超 1 亿人。

图 64：我国视频付费用户规模



资料来源：艺恩咨询、招商证券

图 65：全球不同国家地区视频付费用户规模（万）

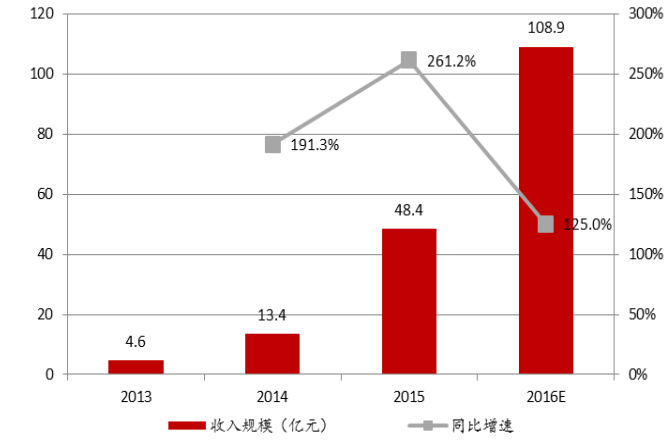


资料来源：艺恩咨询、招商证券

根据易观咨询的统计预测，2016 年我国网络视频付费市场收入规模约 109 亿元（2015 年仅不到 50 亿元。付费收入占整个视频行业收入的比例截至 2016 年底也估计提升至约 19.3%（目前广告占比仍过半，但 2016 年单人次视频广告价值仅 60 元，明显低于

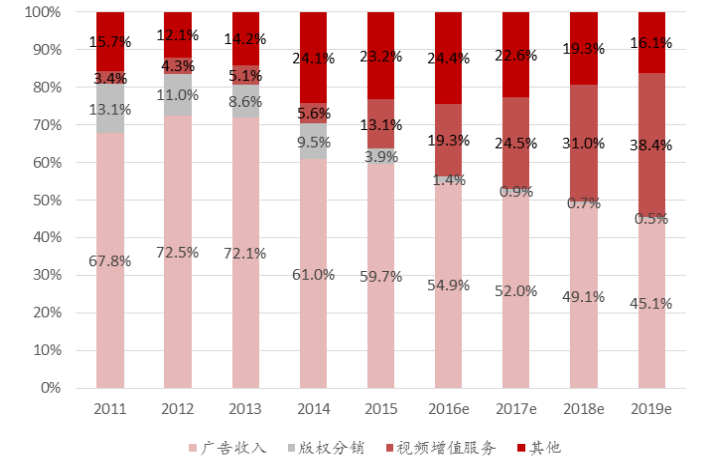
付费价值），重要性进一步显现。

图 66：我国网络视频付费市场收入规模



资料来源：易观、招商证券

图 67：我国在线视频行业收入构成

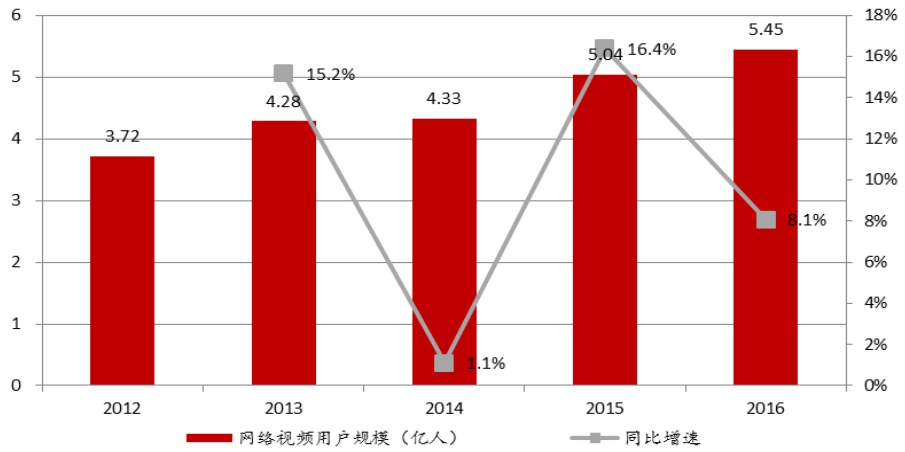


资料来源：艾瑞咨询、招商证券

➢ **影视视频付费行业规模测算：5 年内有望达 700 亿，长期空间达 2500 亿**

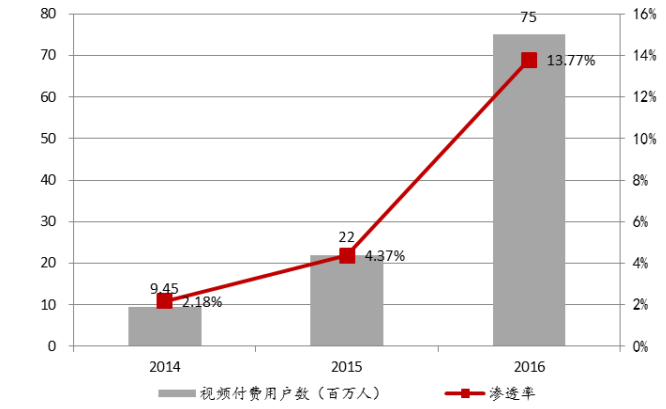
我们将通过付费人口*单人年均付费规模来测算整体影视视频付费行业空间。目前我国前几大视频网站付费用户单月 ARPU 值约 25 元，年度 ARPU 值约 200 元。付费人口通过网络视频用户规模*渗透率来测算，截至 2016 年底我国网络视频用户规模达 5.45 亿人，同比增速 8.1%。我国截至 2016 年底视频付费用户数约 7500 万，渗透率约 13.8%，美国同期的视频付费用户渗透率约 55%。

图 68：我国网络视频用户规模



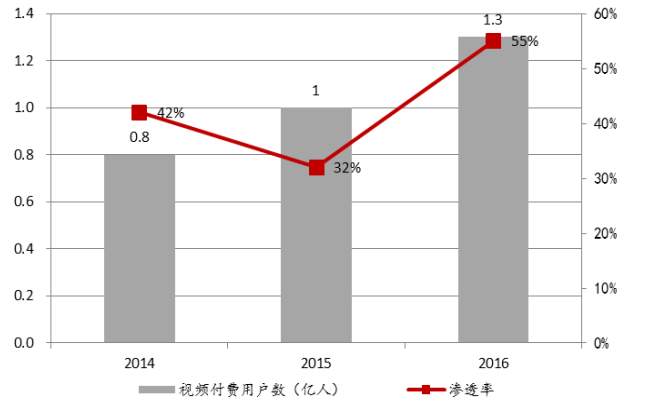
资料来源：《中国互联网络发展状况统计报告》、招商证券

图 69：我国网络视频付费用户数与渗透率



资料来源：艺恩咨询、招商证券

图 70：美国网络视频付费用户数与渗透率



资料来源：艺恩咨询、comScore、招商证券

我们假设视频用户规模未来 5 年的每年平均复合增速分别为 3%、5%、8%和 10%，付费渗透率分别取 20%~55%（其中每 5%为一个情境），则总体测算的付费会员规模为 1.3 亿~4.8 亿。**取 5%的年均复合视频用户增速情况下，渗透率 5 年后达到 50%，则付费视频用户数有望达 3.5 亿人。**

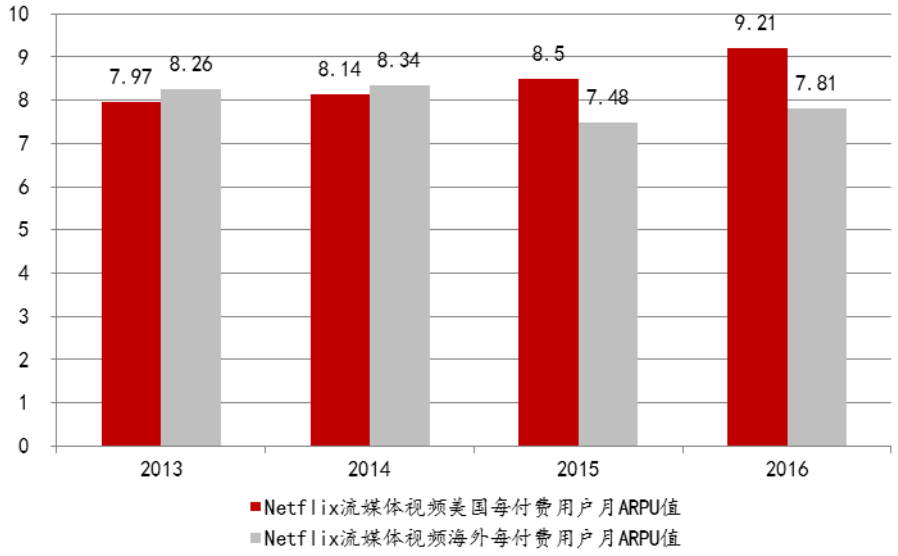
按当前平均每年消费约 200 元估算，整体市场规模 5 年后有望达 3.5*200=700 亿（这还不包括单片付费的因素，仅考虑均按年付费的情况）。对比美国视频龙头 Netflix 的单人付费水平，2016 年 Netflix 流媒体视频在美国/海外的每付费用户月 ARPU 值分别为 9.2 美元/7.8 美元，年化后年度 ARPU 值 110.4 美元（约 730 元人民币）/93.6 美元（618 人民币），**按此估算市场空间达 2500 亿元/2160 亿元。**

表 10：我国网络视频付费用户数情景分析

渗透率 \ 视频用户增速	3%	5%	8%	10%
20%	1.26	1.39	1.60	1.76
25%	1.58	1.74	2.00	2.19
30%	1.90	2.09	2.40	2.63
35%	2.21	2.43	2.80	3.07
40%	2.53	2.78	3.20	3.51
45%	2.84	3.13	3.60	3.95
50%	3.16	3.48	4.00	4.39
55%	3.47	3.83	4.40	4.83

资料来源：招商证券

图 71：2013-16 年 Netflix 流媒体视频每付费用户月 ARPU 值（美元）



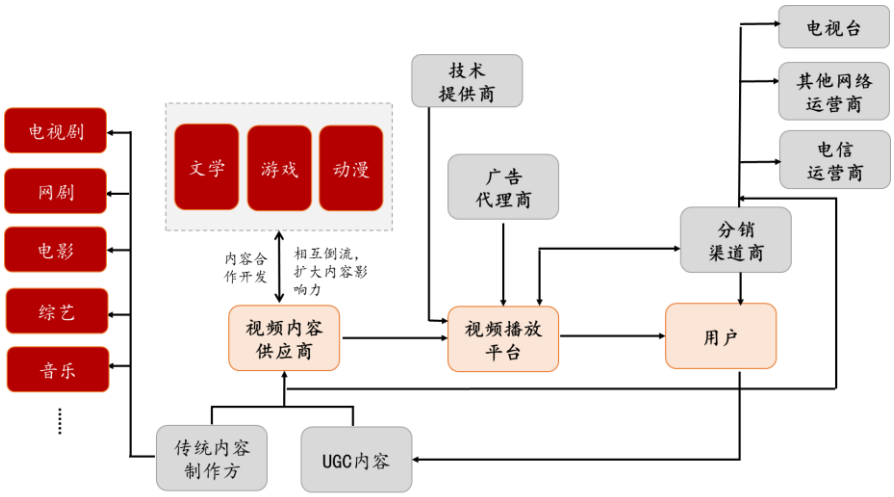
资料来源：万得资讯、招商证券

3.3.3 终端付费提升使视频渠道和内容制作方均受益，渠道争相抢占优质内容

➢ **优质内容供应带动付费需求，版权价格不断抬升，视频网站也开始自制内容**

视频付费行业的飞速发展依靠内容的丰富化、精品化，同时整个会员服务系统的建立不断完善，比如高清化视频感官、精准定位推送、免广告等等，消费者的观影需求不断被满足。视频付费大势所趋，这个视频付费的逻辑不仅带动了各大视频网站，他们纷纷推出 VIP 会员，打造各自的付费生态系统；同时也使得上游内容制作方因此受益，主要从版权方面的提升分享付费市场的爆发。

图 72：我国网络视频行业上下游产业链环节

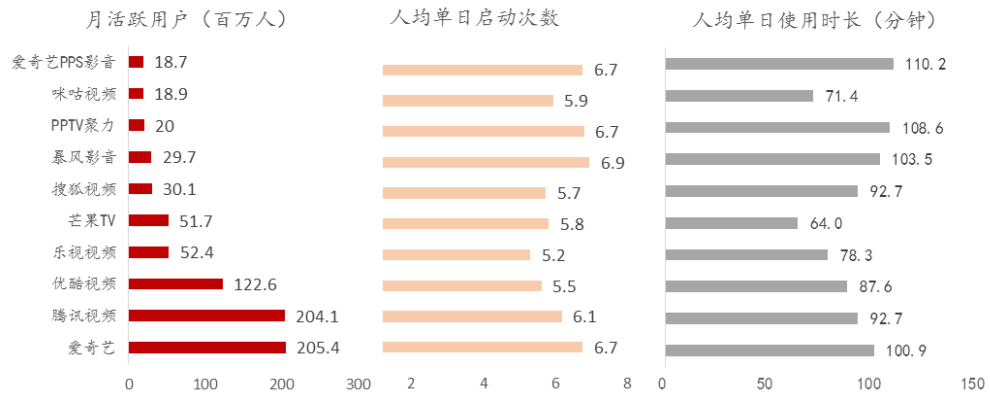


资料来源：招商证券

从产业上下游的溢价能力和关系上看，视频网站格局基本确立，排名前三位的是爱奇艺、

腾讯视频和优酷土豆，其次是乐视视频、搜狐视频、芒果 TV、PPTV 等。统计显示，2016 年 12 月 Top3 视频网站 PC 端月度浏览时长均达到 10 亿小时量级，在网络视频移动端，Top3 视频 APP 月使用时长均达到 30 亿小时量级，马太效应明显！

图 73：2016 年 11 月手机视频 APP 排名



资料来源：易观、招商证券

国内的视频网站公司多力图进行生态圈布局，均进行了产业链上下游的延伸布局，建立各具核心竞争力的付费生态，打造泛娱乐情境，也和周边服务相结合，并进行社交属性的互动，并衍生至文学、游戏、动漫等。**从不同生态布局来看，视频网站可分为：**基于内容制作的公司（拥有基于 IP 生态体系的网剧开发），如爱奇艺；具备社交属性的泛娱乐公司，如腾讯视频；基于终端生态的公司，如乐视视频；背靠电商属性的视频网站，如优酷土豆。中国由于制播分离及优质版权稀缺，各家电视台层面对于新媒体渠道的影响力较弱。

图 74：我国视频网站的产业链定位和布局



资料来源：艺恩咨询、招商证券

从 2016 年我国视频网站不同类型付费剧数量看，网络剧占比 47%，海外剧占比 31%，国产剧占 22%。此外，还有综艺节目、VR 演唱会等特色内容。

目前付费会员仍在快速增长中，为了吸引用户必须要有优质的内容，所以视频网站成本居高不下，主要是内容相关成本（包括采购成本和自制成本）。今年来版权采购价格不断攀升，视频网站的内容版权总采购金额也节节高，2015 年腾讯视频的内容版权采购

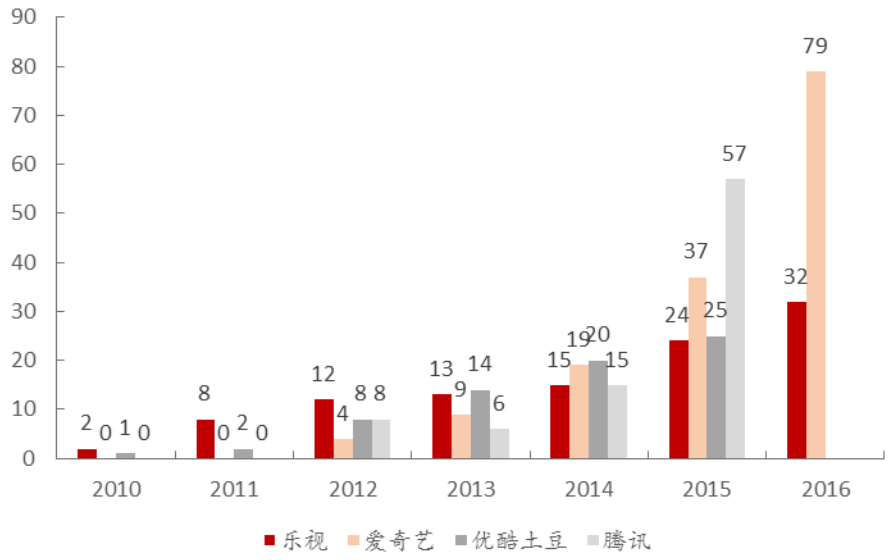
金额约 57 亿，爱奇艺 2016 年为 79 亿元，乐视为 32 亿元。从内容采购占总成本比例来看，以爱奇艺为例，2015 年内容成本占比攀升至 71%。高额的内容采购成本投入也倒逼视频网站开启自制内容之路，延伸到上游产业链环节，一方面为控制成本，另一方面打造差异化的独家内容。比如，乐视网在 2011 年成立乐视影业、爱奇艺 2011 年首推自制综艺、2013 年优酷土豆着重推出三大自制战略（“优酷出品”、“优酷自制综艺”和“土豆映像”）。

表 11：网络剧网络版权一览（单位：万元/集）

时间（年）	电视剧	价格	时间	电视剧	价格
2017	如懿传	1000~1500	2011	宫锁珠帘、宫 2	185
2017	琅琊榜 2	1000~1500	2010	我的青春谁做主	2
2015	武媚娘传奇	200	2010	宫	35
2013	新编辑部的故事	120	2009	美人心计	1
2012	甄嬛传	30	2007	金婚	0.3
2011	步步惊心	70+	2006	武林外传	0.125

资料来源：中商情报网、招商证券

图 75：2010~16 年视频网站版权购买支出（亿元）



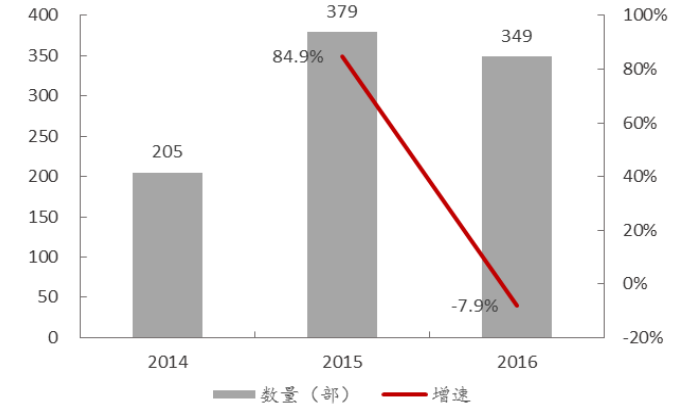
资料来源：公司年报、招商证券　　注：腾讯数据含视频和音乐版权支出，优酷土豆 2015 年为估计值

- **上游内容制作竞争激烈，但头部内容制作领域优质龙头公司稀缺，电影、剧集占比最高**

精品头部剧的制作成本不断攀升，渠道方面视频网站和电视台收视的市场集中度逐渐提高，表现出强者恒强、“二八效应”。高成本的剧集制作使得头部剧拥有进入壁垒，龙头的精品剧制作公司未来持续出品大作的可能性和可持续性增加，形成先发优势。头部 IP 剧的粉丝效应明显，同时在文学、游戏、电影等领域的 IP 延伸互动较为方便，实现同一 IP 的价值最大化。付费用户更喜欢拥有头部精品独家内容的视频播放平台，事实上，**少量的头部内容贡献了较多的视频流量，成为拉动视频付费增长的重要动因。**

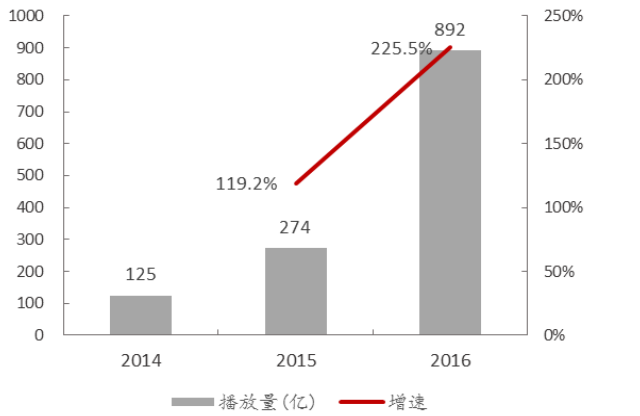
网剧：2016 年自制网剧市场全年共上线 349 部网剧，同比下降 7.9%，但总播放量为 892 亿，同比上升 225.5%，网剧从数量上已开始出现饱和，大部分网络盈利能力较差，网剧市场不断向精品化靠拢。

图 76：2014-16 年我国网络剧播出数量及增速



资料来源：艺恩咨询、招商证券

图 77：2014-16 年我国网络剧播放量及增速

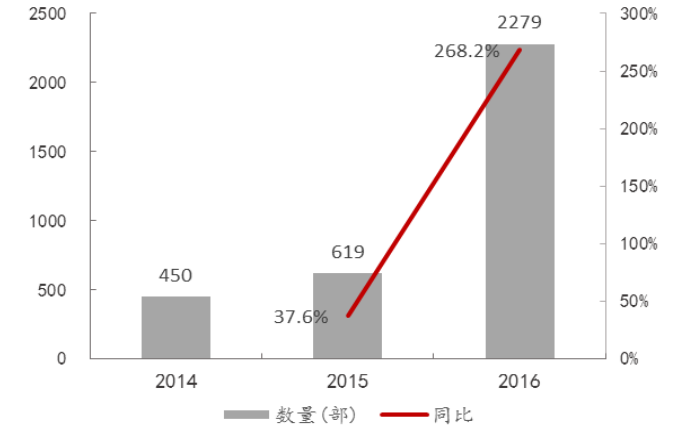


资料来源：艺恩咨询、comScore、招商证券

网大：2016 年的网大数量呈现爆发式增长，上线数量共计 2279 部，同比增长 268%，总播放量高达 216 亿。网络大电影市场规模已达 10 亿。但大部分网大由于制作水平较低、内容不够完善，被迫通过多平台播放的模式增加观看流量，**只有少数龙头精品网大受平台欢迎，往往成为各平台争夺的头部内容，能实现较高的盈利。与此同时，精品网大能进一步拉动视频网站付费用户的数量增长，为平台带来更多流量。**

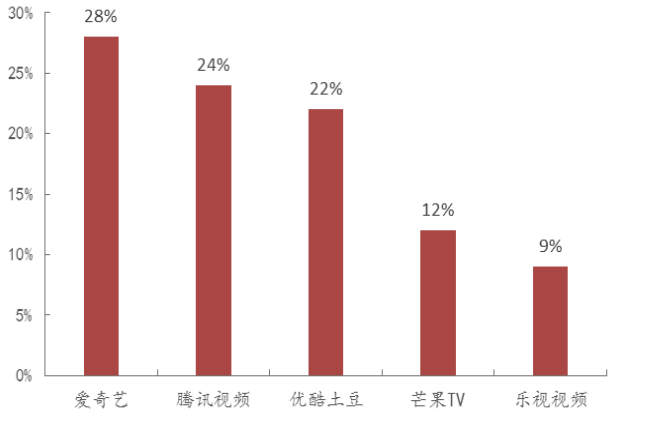
网综：常以新颖的节目形式、话题度成为娱乐时尚的先锋，如爱奇艺自制的《奇葩说》和腾讯视频自制的《吐槽大会》。网综的流量也不断向头部集中，2016 年，节目时长超过 30 分钟网络自制综艺达 83 部，其中爱奇艺、腾讯视频、优酷土豆三巨头合计就占 74%。预计 2017 年网综数量将会继续上涨，将有更多的网综基于细分市场制作特色化的节目内容。

图 78：2014-16 年我国网大播出数量及增速



资料来源：艺恩咨询、招商证券

图 79：2016 年我国各视频平台网综数量占比



资料来源：骨朵、招商证券

在我国，大部分视频内容还是来自外采模式，目前的纯影视内容制作公司在视频网站端的盈利方式多数为版权直接售卖，分账模式尚不普及。但对比美国影视制作公司经验，其从视频网站获取的收入不少采取“版权费保底+拉新分账+观看分账”的综合模式，兼

顾考虑了影视公司的内容制作风险，并有有效激励机制，保证优质龙头的内容制作拥有较高的商业回报。美剧有多个制作方同时参与制作的情况下，根据制作方对该剧在播出平台上“拉新能力”的估计，以折扣的形式收取版权费（一般为制作成本的约0%~100%），视频网站播出时制作方会取得广告+原用户点击率分成（即观看分账），还有就是根据该网剧拉动新的付费用户数量及购买的会员期限取得不同比例的分账（即拉新分账，为该片付费而新增成为会员的，这部分由单部剧带来的会员计入拉新分账模式下的收益。美剧通常施行多季播放（通常 3~10 季），往往首季的版权费最高，越往后的新季观看和拉新分账比率越高。这一模式对于中国的影视内容制作公司有借鉴意义，特别是一些头部的影视剧制作公司，如华策影视、山影、正午阳光、慈文传媒、新丽传媒、唐德影视、欢瑞世纪、华录百纳、完美世界等。

表 12：付费内容制作公司代表作品

	电视剧代表作	综艺代表作品	网剧代表作	网络大电影代表作
唐德影视	《武媚娘传奇》、《赢天下》、《萧红》、《政委》、《天伦》、《拥抱星星的月亮》	《中国好声音》、《下一个男团女团》、《筑梦中国》	《终极教师》、《终极教师第二季》	NA
新丽传媒	《小丈夫》、《女医明妃传》、《虎爸猫妈》、《父母爱情》、《一仆二主》、《北京爱情故事》、《悬崖》	NA	《余罪》、《余罪第二季》、《杜拉拉升职记》、《爱上男主播》	NA
慈文传媒	《谜砂》、《花千骨》、《左轮手枪》、《狭路》、《剧场》、《老马家的幸福往事》、《雪山飞狐》、《神雕侠侣》	NA	《暗黑者》、《暗黑者 2》、《花千骨 2015》、《执念师》、《示铃录》、《老九门》	《老九门之二月花开》、《老九门之虎骨梅花》、《老九门之恒河杀树》、《老
山影	《欢乐颂》、《伪装者》、《琅琊榜》、《父母爱情》、《战长沙》、《北平无战事》	NA	《他来了，请闭眼》	NA
正午阳光	《北平无战事》、《琅琊榜》、《温州两家人》、《伪装者》、《欢乐颂》	NA	《鬼吹灯之精绝古城》、《他来了，请闭眼》	NA
华录百纳	《汉武大帝》、《双面胶》、《王贵与安娜》、《媳妇的美好时代》、《苍穹之昴》、《永不磨灭的番号》、《黎明之前》、《金太狼的幸福生活》、《咱们结婚吧》	《最美和声》、《女神的新衣》、《勇敢的心》、《笑傲江湖》、《中国喜剧星》、《非诚勿扰》、《百变大咖秀》、《天天向上》、《一站到底》、《挑战麦克风》、《舞林大会》、《我们约会吧》、《爸爸去哪儿》、《最强大脑》	NA	NA
欢瑞世纪	《宫锁心玉（宫 1）》、《宫锁珠帘（宫 2）》、《王的女人》、《胜女的代价（1、2）》、《盛夏晚晴天》、《古剑奇谭》、《活色生香》、《青云志》、《麻雀》、《大唐荣耀》	NA	《盗墓笔记》、《微时代》	NA
华策影视	《中国往事》、《天涯明月刀》、《解密》、《微微一笑很倾城》、《何以笙箫默》	《跨界冰雪王之冰上星舞》、《我们十七岁》、《谁是大歌神》、《挑战者联盟》、《一票难求》、《中华好民歌》、《为你而歌》	《我的奇妙男友》、《怒江之战》、《定制幸福》、《极品家丁》、《愿有人陪你颠沛流离》、《我女朋友的男朋友》	NA
完美世界	《射雕英雄传》、《神犬小七》、《老有所依》、《咱们结婚吧》、《思美人》、《勇敢的心》、《小爸爸》、《北京青年》、《陆贞传奇》	《极限挑战》第一季与第二季、《跨界歌王》、《跨界喜剧王》、《向往的生活》、《欢乐中国人》	《灵魂摆渡》、《灵魂摆渡 2》、《小野兽花店》、《灵魂摆渡 3》	NA
唐人电影制作	《轩辕剑之天之痕》、《仙剑奇侠传》、《步步惊心》、《风中奇缘》、《青丘狐传说》、《女医·明妃传》	NA	《无心法师》、《穿越谜团》、《黄金女保镖》	NA

资料来源：公开资料整理、招商证券

➢ **下游视频网站平台渠道预计保持寡头割据竞争格局**

在市场经过发展和整合后，视频行业目前呈现寡头割据局面，前几大视频网站公司已形成规模优势，收入不断增长，随着外采成本的增加，视频龙头构筑起资金进入壁垒，龙头公司有望未来几年内实现盈利。

各视频网站目前主要采取会员按期付费形式，价格体系相近但对会员的吸引点有侧重

我国前几大视频网站目前均主要采取会员按期付费的形式，对会员划分不同等级，从时间长度上按月费、季费、半年费、年费等。根据最新的各视频网站价格数据，目前按月付费单月普通的 VIP 会员费用大部分为 25 元（IOS 端），整体区间 18~25 元；安卓端普通会员大部分约 20 元每月，整体区间 15~20 元；年付费费用大部分约 200 元（IOS 端整体区间 158~248 元，安卓端整体区间 150~198），整体定价体系相似，年费层面爱奇艺、腾讯视频略有溢价。乐视和 PPTV 还针对会员体系分层级地提供超级 VIP 权限，IOS 端单月定价在 50~60 元，年费为 518 元，享受更多特权服务。

表 13：各视频网站会员费用体系（IOS 端）

（单位：元）	乐视		优酷	腾讯	爱奇艺	PPTV		搜狐	芒果 TV
会员类型	乐次元影视会员	超级影视会员	黄金会员	VIP 会员	黄金 VIP	VIP 会员	SVIP 会员	黄金会员	VIP 会员
特点	视频网站用户	电视/盒子用户	视频网站用户	视频网站用户	视频网站用户	视频网站用户	PP 电视、PPBox 等家庭互联网产品端会员专属片库+视频端	免广告+1080P+热播剧抢先看+院线大片+观影券+专享高速通道	去广告+自制剧抢先看+湖南卫视综艺直播+院线大片+观影券
连续包月（自动续费，随时取消）	19	-	15	19	19	-	-	15	15
1 个月	25	50	25	25	25	25	60	25	18
3 个月	60	148	73	68	68	-	-	60	50
6 个月	60（买 3 月送 3 月）	-	148	128	-	118	253	-	-
1 年	198	518	198	228	248	208	518	198	158

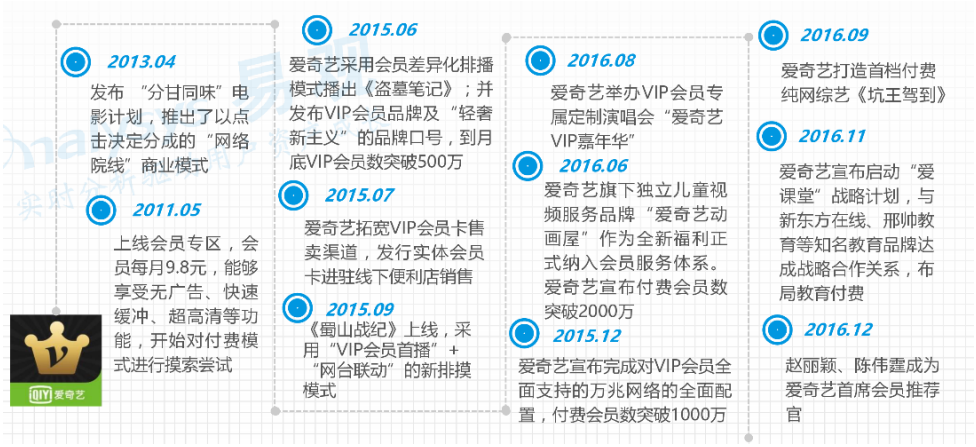
资料来源：公司官网、招商证券

虽然付费会员价格体系基本相近，但各大视频平台在内容和服务上各有特色，各具侧重点。1）爱奇艺定位“轻奢新主义”，在内容运营方面寻求差异化，自制剧和综艺节目实力突出，也成为吸引会员的重要因素；2）腾讯视频内容全覆盖，与海外 HBO、米高梅、派拉蒙等集团签订系列独家合作协议获取优质内容资源，着力于发展直播功能，形成社交生态。3）优酷由于背靠阿里，致力于在用户、数据、服务方面与阿里打通，与淘宝、支付宝等生态用户全面对接，将视频数据与消费数据打通精准获取用户行为能发挥大数据作用最大程度挖掘用户价值，与线下的实体如影院、餐饮等联动服务。4）乐视围绕乐视硬件生态展开会员服务体系，打造多屏联动。

3.3.4 视频平台代表：爱奇艺、腾讯视频、优酷土豆和乐视视频

爱奇艺：内容为王，自制力度逐渐加大，驱动会员增长

图 80：爱奇艺发展历程

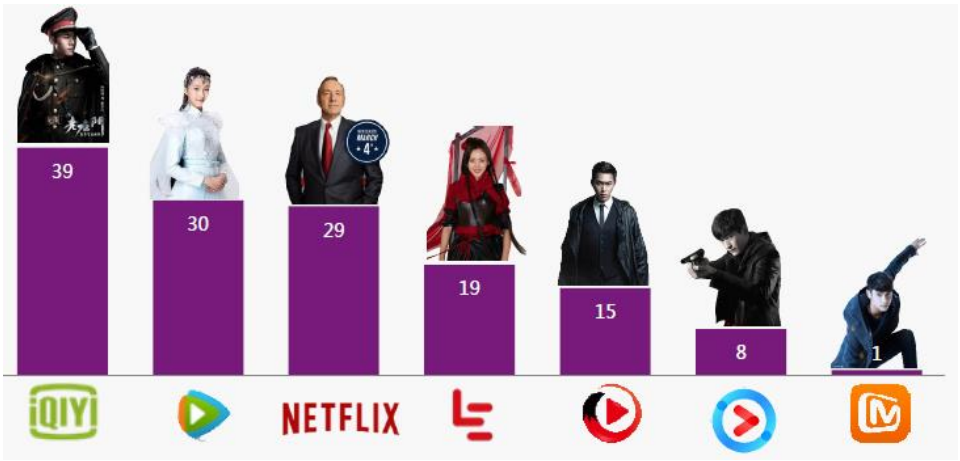


资料来源：易观、招商证券

精品内容的发展策略

爱奇艺付费会员增长主要来自其优质内容的吸引，例如《盗墓笔记》、《花千骨》等热门影视剧。用户付费又反过来为爱奇艺在内容领域的持续投入形成支持，形成正向循环生态。爱奇艺的内容储备丰富，处于行业领先水平，除了《太阳的后裔》、《老九门》、《最好的我们》、《余罪》、《美人为馅》等精品付费影视剧以外，也拥有丰富的纪录片、演唱会付费内容资源，同时积极开拓综艺、动画、教育等内容，能满足不同年龄段和类型偏好的用户需求。公司向上游内容制作渗透较为深入，占公司所有内容的比例较大，且成为拉动公司付费会员增长的重要动力，如爱奇艺的自制剧《盗墓笔记》，开启了行业的网络剧付费先河，采用会员抢先看模式，有效拉动 500 万付费用户。根据艺恩智库截止 2016 年 11 月的统计数据，爱奇艺 2016 年付费自制剧达 39 部，行业排名第一（第二的是腾讯视频 30 部，第三名乐视视频 19 部）。

图 81：2016 年国内外视频网站付费自制剧部数



资料来源：艺恩智库、招商证券　　注：为截至 2016 年 11 月数据

精心打造会员服务体系，树立服务品牌

1）深化会员品牌管理理念：延续爱奇艺主品牌“悦享品质”理念的基础上，推出“轻奢新主义”VIP 会员子品牌，打造爱奇艺追求品质、时尚、青春的品牌调性，强调为 VIP 会员提供高价值、差异化的增值服务。

2）不断创新会员的服务模式：在业内率先对会员提供抢先看和看全集的服务，会员用户就拥有了更好的特权，而非付费会员用户也可在一定的限制时间段之后进行免费观看（但需要同时观看广告），差异化地满足了不同消费群体的需求，带来了总体的视频高流量。

3）加强技术应用，保障基础设施运行：通过反盗刷、防盗链等技术手段的应用保障了付费用户的内容权益，加码 4K、1080P、万兆网络等基础设施资源，专用于付费会员的服务，使得视频观看更加高清和流畅，增强付费观看的观感体验。

表 14：2017 年爱奇艺重点内容一览

类型	题材	名称	亮点
版权剧	青春	夏至未至	郑爽、陈学东主演
	言情	那片星空那片海	冯绍峰、郭碧婷主演，根据桐华同名小说改编
	都市	欢乐颂 2	刘涛、蒋欣等主演，热门剧续集
		莽荒纪	刘恺威、王鸥主演，改编自我吃西红柿同名小说
		择天记	鹿晗古力娜扎主演，改编自猫腻同名小说
	古装	特工皇妃	赵丽颖、林更新主演，改编自《11 处特工皇妃》
		三生三世十里桃花	杨幂赵又廷主演，改编自网络同名小说
	海外	越狱 5	温特沃斯·米勒、多米尼克·帕赛尔主演
网剧	古装	爵迹	根据郭敬明同名长篇小说改编
		仙剑奇侠传 4	根据单机游戏《仙剑奇侠传四》改编
		蜀山战纪 2	吴奇隆、赵丽颖、陈伟霆主演
		琅琊榜 2	刘昊然、黄晓明主演，经典 IP 续集
	悬疑	鬼吹灯之牧野诡事	王大陆、全晨主演，根据天下霸唱同名小说改编
		余罪 3&4	张一山、常戎主演，经典 IP 续集
版权综艺	真人秀	最强大脑 4	蒋昌建主持、江苏卫视播出
		我们相爱吧 3	余文乐、周冬雨等出演，江苏卫视播出
		二十四小时 2	陈坤、韩庚等出演，浙江卫视播出
		嘉玲的家宴	刘嘉玲主持，北京卫视播出
		奔跑吧兄弟 5	邓超、李晨等出演，浙江卫视播出
自制综艺	辩论	奇葩大会	马东、高晓松、蔡康永主持
		奇葩说 4	马晓康、何炅、罗振宇出演
	脱口秀	大学生来了 2	撒贝宁、张大大、王嘉尔主持
		姐姐好饿 2	小 S 主持
	音乐竞技	颤抖吧歌神	谢娜、大张伟主持
	真人秀	十三亿分贝 2	汪涵、大张伟主持
		我去上学啦 3	爱奇艺制作
	表演选秀	家有萌宠	晓映传媒、华谊兄弟制作
		爱上超模 4	悦联动力制作
		爱上超模男模季	悦联动力制作

资料来源：爱奇艺网站、招商证券

腾讯：打造社交系生态圈，内容投入保持一线水平

腾讯视频的内容投入保持在一线水平，在电视剧、体育、电影等方面拥有**特色内容吸引用户，**海外部分包括：包括海量好莱坞版权资源、与 HBO 精品美剧独家合作、部分好莱坞独家影片、部分优质韩剧等；国内部分：不定期超级网剧，版权剧通过“先网后台”方式吸纳会员，影视付费代表作品：《奶酪陷阱》、《十宗罪》、《黑帆》、《天眼》等。**公司的核心优势在于背靠腾讯这一社交平台的流量入口，可以帮助视频网站导流。**通过多传播渠道转化会员。

图 82：腾讯视频发展历程



资料来源：易观、招商证券

公司优势：

1）背靠腾讯系资源：充分发挥腾讯庞大的用户和流量资源优势，借助社交媒介微信、QQ、腾讯新闻、腾讯网、腾讯视频等多渠道平台入口（包括 PC+移动端），展开联动运营，最大程度的扩散付费视频内容信息，定位目标受众，深度挖掘潜在观看用户群。

2）精品内容储备较多，独播模式吸引用户：腾讯视频大量的内容投入迅速实现在电视剧、电影、动漫、纪录片、演唱会等版权和自制内容方面的规模化覆盖，通过内容独播激发用户付费，通过精品化内容提升付费用户对平台的粘性。

3）付费会员体系发展较成熟：腾讯本身拥有成熟的会员体系，在付费用户运营方面有丰富经验，腾讯视频的付费用户可以与其他会员增值业务权益进行联动互推，提升付费视频会员的服务价值。小剧场 O2O 演出开创影视会员服务新形式。

表 15：2017 年腾讯视频重要内容一览

类型	题材	名称	亮点
版权剧	古装	如懿传	周迅、霍建华主演，改编自刘潋紫小说《后宫·如懿传》
		上古情歌	黄晓明、宋茜主演
		择天记	鹿晗古力娜扎主演，改编自猫腻同名小说
		三生三世十里桃花	杨幂、赵又廷主演、改编自网络同名小说
		欢乐颂 2	刘涛、蒋欣等主演，热门剧续集
		外科风云	靳东、白百何主演
网剧	谍战	风声	麦家经典谍战小说改编
		盗墓笔记之云顶天空	秦俊杰主演，延续盗墓笔记 IP
	玄幻	鬼吹灯之黄皮子坟	阮经天、郝好主演，改编自天下霸唱小说《鬼吹灯》系列
			景甜、任嘉伦主演，改编自沧溟水小说《大唐后妃转之珍珠传奇》
	海外	大唐荣耀	彭于晏、倪妮主演
			杨紫主演，改编自书海沧生同名小说
		悟空传	
		十年一品温如言	
版权综艺	真人秀	二十四小时 2	陈坤、韩庚等出演，浙江卫视播出
		王牌对王牌 2	浙江卫视播出
		欢乐喜剧人 3	东方卫视播出
	音乐竞技	奔跑吧兄弟 5	邓超、李晨等出演，浙江卫视播出
		我们相爱吧 3	余文乐、周冬雨等出演，江苏卫视播出
		我们十七岁 2	郭富城、林志颖主演，浙江卫视播出
自制综艺	脱口秀	拜托了冰箱 3	何炅、王嘉尔主持
		饭局的诱惑 2	马东主持
		我爱二次元！	陈赫、汪东城等出演

		约吧大明星 2 放开我北鼻 2 花路土路 《我们的侣行》1&2	阮经天、王嘉尔等出演 易祥千玺、张继科等出演 贾乃亮、李小璐出演 张昕宇、梁红出演
体育	篮球	NBA2015-20 赛季 FIBA2017-25 赛季 英超 2016-17 赛季 欧冠&欧洲超级杯 2015-18 赛季	中国独家新媒体转播商，5 亿美元购买 中国独家数字媒体官方合作伙伴，包括世界杯、洲际杯、奥运落选赛等多项赛事 大陆地区官方转播商 大陆地区转播权

资料来源：腾讯视频网站、招商证券

优酷：背靠阿里，形成“终端+内容+平台”产业闭环

优土上市后，内容投入减缓，行业地位下降，其付费业务发展相对较缓慢，付费会员规模低。私有化并入阿里系之后，内容采购力度加强，采购更多的海外版权优质内容扩充付费内容资源库，会员获取能力增强，**截至 2016 年底其付费会员数突破 3000 万，市场地位明显恢复，现处第一梯队。**2016 年优酷囊括当年的多部热播大剧，其中独播剧《微微一笑很倾城》播放量超 159 亿刷新全网独播剧纪录。《欢乐颂》、《麻雀》等热播大剧播放量均破 20 亿，合制超级网剧《极品家丁》等流量、口碑双丰收。除了四大综艺落户优酷，《火星情报局》、《拜拜啦肉肉》、《偶像就该酱婶儿》等自制综艺也大获成功。

优酷的视频平台与内容和终端形成闭环，阿里云 OS 终端市场份额超过一半，形成了“终端+内容+平台”的影视产业闭环。

图 83：优酷发展历程



资料来源：易观、招商证券

1） 版权+自制内容：长期经营积累的品牌影响力在内容采购中有较大优势，并入阿里系后采购更多海内外优质版权内容，并在影视、综艺、动漫、相声等多类型版权内容方面尝试付费用户转化；公司通过自制合制深入内容产业链上游，聚拢了大量国内优秀内容制作公司和 PGC 内容创作者，在内容营销变现的新收入方式探索上形成有力的资源储备；

2） 背靠阿里生态系：优酷的兴趣数据连接阿里的消费数据，将视频观看的用户行为于商品消费用户行为协同，勾画更清晰的用户画像用于预测消费行为；同时以优酷会员纽带，为视频付费会员提供阿里系商家的线上线下服务，扩大会员权益范围。同时淘宝账

户、支付宝账户积累了庞大网络消费人群，也反过来为优酷会员业务带来重要支撑和潜在用户来源。

表 16：2017 年优酷视频重点内容一览

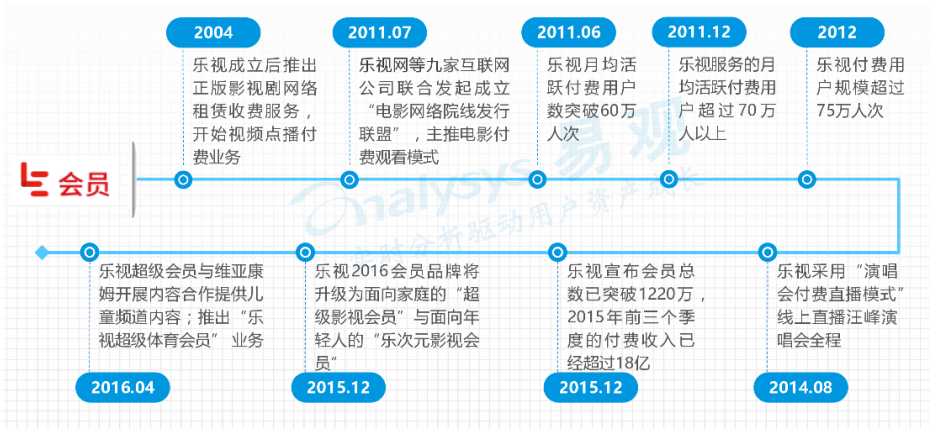
类型	题材	名称	亮点
版权剧	古装	三生三世十里桃花	杨幂、赵又廷主演、改编自网络同名小说
		择天记	鹿晗古力娜扎主演，改编自猫腻同名小说
		醉玲珑	陈伟霆、刘诗诗主演，改编自十四夜同名小说
		如懿传	周迅、霍建华主演，改编自刘潋紫小说《后宫·如懿传》
		赢天下	《武媚娘传奇》原班人马
网剧	悬疑	寒武纪	蔡文静、贺军翔主演
		SCI 谜案集	王美人、高瀚宇主演，改编自耳雅同名小说
	玄幻	热血长安	徐海乔、鞠婧祎主演
		武动乾坤	杨洋、张天爱主演，改编自天蚕土豆同名小说
	海外	神探夏洛克 4	本尼迪克特·康博巴奇、马丁·费瑞曼主演，经典 IP 续集
版权综艺	真人秀	二十四小时 2	陈坤、韩庚等出演，浙江卫视播出
		王牌对王牌 2	浙江卫视播出
		欢乐喜剧人 3	东方卫视播出
	音乐竞技	奔跑吧兄弟 5	邓超、李晨等出演，浙江卫视播出
		中国新歌声 2	汪峰、周杰伦等出演，浙江卫视播出
		金星秀 2017	金星主持，东方卫视播出
自制综艺	真人秀	胜利的游戏	王祖蓝、张绍刚、刘昊然、张继科出演
		空房间	沈梦辰、黄执中主持
		美女与极品 2	素人出演
		火星情报局 3	汪涵主持
	脱口秀	好笑头条君	
		小哥喂喂喂 2	费玉清主持
		人类反省会	宁静主持
	偶像养成	民国美少女	

资料来源：优酷网站、招商证券

乐视：围绕智能终端生态，绑定会员用户

乐视通过职能终端实现用户捆绑，驱动会员数量快速增长。乐视 2015 年会员规模突破 2 千万：2016 年会员付费营收占整体收入 25.5%，达到 56 亿元，超过 39.8 亿元的广告营收。智能电视终端为后续收入创造基础，乐视生态的协同带来体验提升。

图 84：乐视发展历程



资料来源：易观、招商证券

公司优势：

1）生态协同提升体验：基于乐视一云多屏的多终端布局和自身生态带来的生态化反玩法，为乐视会员提供线上线下、生态内容的多重服务体验，从视频会员权益扩大到大生态权益。

2）针对不同用户群体+终端，提供分类服务：乐视面向家庭用户和年轻用户分别推出超级影视会员和乐次元影视会员两大细分品牌，在内容策略、会员体系、终端呈现上针对不同人群提供更加个性化、品质化的场景服务。

3）内容多样性：较早开展付费视频服务，并主导建立网络院线联盟，为用户提供海内外版权剧、自制、动漫等高品质内容。并提出 UP2P 服务模式，进一步通过粉丝共创方式产出符合会员需求的 IP 内容。乐视影视付费代表作品：《太子妃升职记》、《好先生》、《遇见王沥川》、《半妖倾城》、《超少年密码》等。

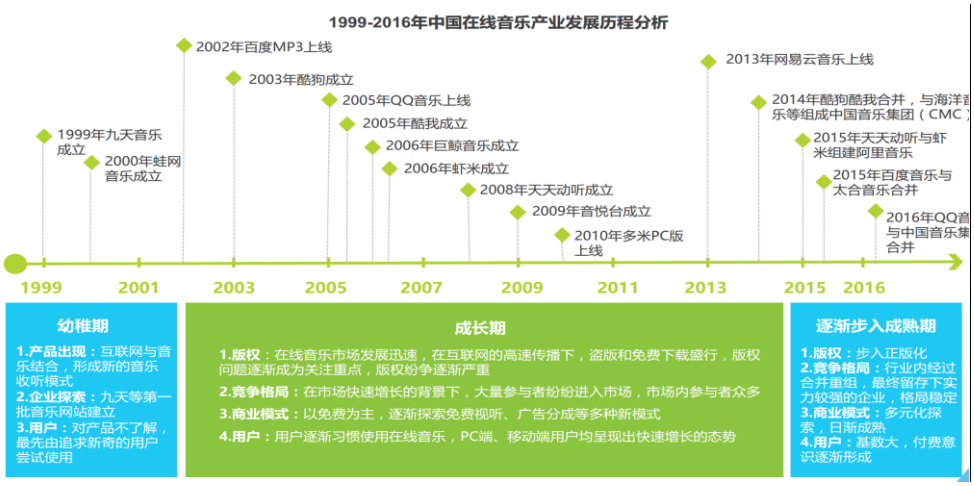
3.4 音乐：平台已整合，未来看产业链上下游拓展，本土巨头全球率先实现盈利

3.4.1 发展历程：我国互联网音乐产业已步入成熟期

中国互联网音乐产业经历了三个发展阶段

- **20 世纪 90 年代，幼稚期：**中国音乐产业仍以实体唱片为主导。1999 年，九天音乐等中国第一批互联网音乐网站出现，但是用户规模较小。
- **2002-2014，高速成长阶段：互联网平台兴起，免费模式为主。**这一阶段最显著的特点是，盗版和免费下载盛行，版权纷争逐渐严重。
- **2015 年后，步入成熟期：这一阶段的显著特点是：行业整合浪潮开启，正版化时代到来，商业模式日渐多样化，用户付费意识逐渐提高。**行业整合，2015 年天天动听与虾米组建阿里音乐，2016 年 QQ 音乐与中国音乐集团合并。正版化，2015 年国家版权局开展的“剑网 2015”专项行动标志着国内音乐版权时代正式来临。商业模式上，平台变现模式多元化，用户付费习惯逐步形成。

图 85：在线音乐发展历程



资料来源：艾瑞、招商证券

3.4.2 上游唱片行业集中度低，下游完成初步整合实现三分天下

数字音乐产业，上游由唱片公司等内容提供商和版权代理公司等版权服务商构成，中游由综合音乐平台、原创音乐平台、音乐直播平台等服务提供商构成，下游则由用户构成。

图 86：数字音乐产业链

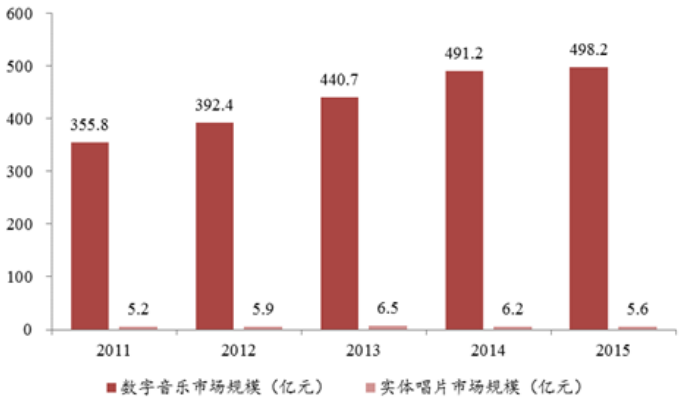


资料来源：艾瑞咨询、招商证券

➢ **上游：唱片市场集中度低，版权储备薄弱，互联网到来时业务重心转向音乐节运营**

我国实体唱片产业受盗版影响基础薄弱。长期存在的盗版问题使国内唱片公司本就规模较小，数字化时代的到来又对传统唱片公司唱片销售业务造成了一定的冲击，2015 年实体唱片市场规模只有 5.59 亿元，同比下降 9.10%，收入规模仅为数字音乐（包含电信音乐增值业务）的 1.12%。

图 87：我国实体唱片收入规模和数字音乐市场规模对比



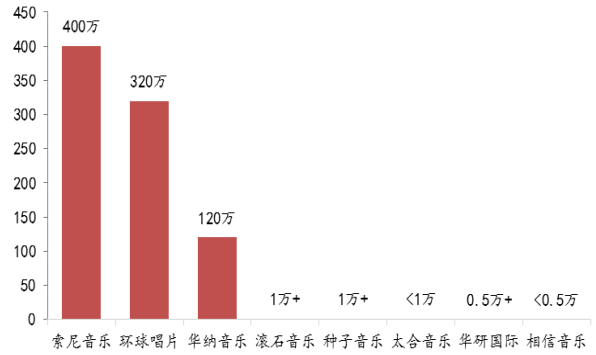
资料来源：音协、招商证券

我国实体唱片行业尚未实现行业整合，版权储备尚未形成规模。内地规模最大的唱片公司太合音乐，其曲库规模不足 1 万，滚石音乐、福茂唱片、种子音乐、华研国际、相信音乐等曲库规模在 1 万左右的唱片公司都源自台湾。参考美国数字音乐的历史，随着互

联网音乐的到来，音乐作品的发行可以绕开唱片公司，独立音乐人与音乐厂牌崛起，上游版权储备将越来越分散。相反音乐平台通过大规模采购已经形成较强的版权储备。

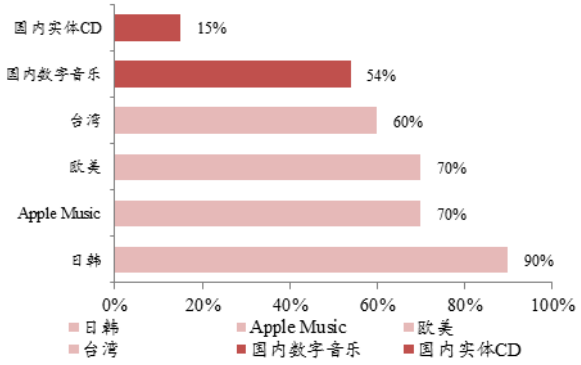
由于版权储备较小，本土唱片公司在音乐平台收入的销售收入分成比例上，低于美国。Apple music, Spotify 与版权方的分成比例为 70%，而国内数字音乐版权方的分成比例为 54%，虽然已经远高于实体 CD 时代的分成比例，但仍低于美国水平。因为美国的唱片公司在版权储备上实力较为雄厚，版权价格较高，也因此导致美国的流媒体平台目前仍未能实现盈利，而国内数字音乐市场上游公司规模较小，议价能力相对较低，所以很可能国内音乐平台因版权支出高企而盈利困难的烧钱阶段会比美国更短。

图 88：唱片公司曲库数量对比



资料来源：互联网、招商证券

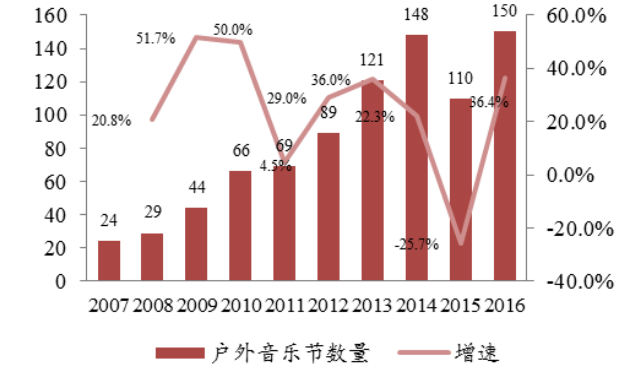
图 89：各国版权方在唱片销售中的分成比例



资料来源：新音乐产业观察、知乎、招商证券

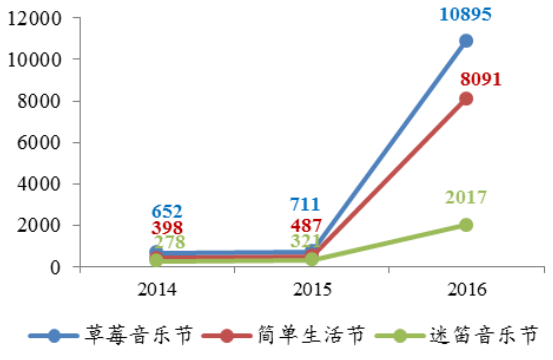
唱片公司转而主攻音乐节。由于长期盗版的存在，国内唱片公司很难通过制作、发行、销售唱片获得稳定的收入，因此不少公司或将早剥离传统的唱片制作发行业务，转而主攻版权代理（如太合麦田），或加大精力举办客单价更高的户外音乐节。近年户外音乐节迅速发展，2016 年增速达 36.4%，达 150 场。最典型的公司是摩登天空。其不仅创造国内最具影响力的音乐节品牌草莓音乐节，还通过投资演出服务 APP“Pogo 看演出”、推出“正在现场”等方式布局演出在线票务、直播平台及音乐演出粉丝社区，打通线上线下。

图 90：近年来音乐节发展迅速



资料来源：道略音乐数据库、招商证券

图 91：近三年品牌音乐节热度指数对比



资料来源：2016 腾讯娱乐白皮书、招商证券

➢ **中游：完成初步整合实现“三分天下”，盈利模式多样化**

竞争格局：初步形成以腾讯音乐、网易云音乐、阿里音乐三分天下格局

从竞争格局来看，中国在线音乐平台初步完成了整合，形成了三分天下的格局。2015年阿里音乐合并虾米音乐和天天动听，2016年7月，腾讯集团和中国音乐集团合开数字音乐业务，合并后，双方旗下QQ音乐、酷狗音乐、酷我音乐等产品和品牌仍保持独立发展；QQ音乐旗下主要产品包括QQ音乐及全民K歌；中国音乐集团旗下拥有酷狗、酷我、海洋、彩虹、源泉等公司，腾讯曲库数量达到行业之最。2015年网易云音乐获得腾讯150万音乐的授权，2017年又与爱贝克思达达成版权合作，曲库数量已经达到1000万以上。

- 从版权资源来看，**腾讯音乐娱乐集团以音乐版权覆盖率90%位居第一，网易云音乐覆盖70%居第二，阿里音乐相对较少，仅覆盖20%。**

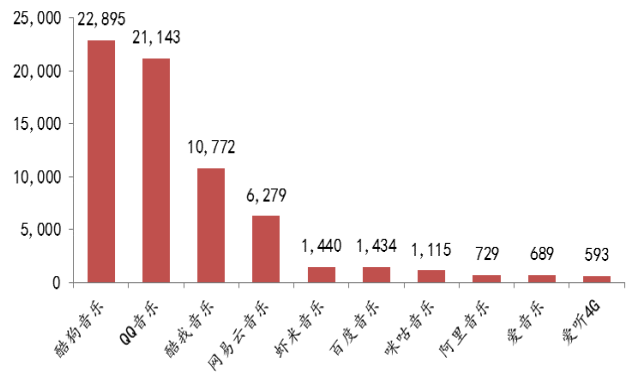
图92：国内主流在线音乐平台版权曲库

音乐平台	唱片公司概况	代表歌手/节目	曲库量级	曲库覆盖率
QQ音乐	环球、华纳、索尼、杰威尔、福茂、英皇、华谊、YG、Cube、Leon、乐华娱乐、梦响当然、少城时代、天娱、飞行者唱片、FNG娱乐、风华秋实、蜂鸟娱乐、李宝春工作室、林暐哲音乐社（苏打绿）、宋声音乐（王力宏）、鹿晗工作室、时代峰峻（Tfboys）、丸奎玛（韩红）等	**华语歌手：**周杰伦、陈奕迅、林俊杰、张学友、汪峰、张靓颖、邓紫棋、华晨宇、虎澄风、萧敬腾、李宇春、李荣浩、蔡依林、容祖儿、王力宏、Tfboys、鹿晗等；**外国歌手：**Michael Jackson、Beyonce、Linkin Park、Adam Lambert、Maroon 5、Madonna BINBANG、IU、IKON等；**音乐综艺：**《我是歌手》前三季，《中国好歌曲》、《中国好声音》等	约1500万	90%
海洋音乐	环球、华纳、索尼、杰威尔、福茂、英皇、华谊、天娱、EMI、海蝶音乐、种子音乐、丰华唱片、天浩盛世、可登音乐、通力唱片、孔雀唱片、太合麦田、EQ唱片、亚神音乐、JYP等	**华语歌手：**周杰伦、陈奕迅、林俊杰、张学友、张惠妹、许嵩、陶喆、沙宝亮、杨宗纬、凤凰传奇、郑智化、那英、小虎队、杨千嬅等；**外国歌手：**Michael Jackson、Beyonce、Linkin Park、Adam Lambert、Maroon 5、Madonna、Wonder Girls、张根硕等；**音乐综艺：**《歌面歌王》等		
网易云音乐	环球、华纳、索尼、杰威尔、福茂、英皇、华谊、YG、Cube、Leon、乐华娱乐、梦响当然、少城时代、海蝶音乐、风华秋实、传世乐坊、瑞鸣唱片、无限星空、亚神音乐、JYP、太合麦田、林暐哲音乐社（苏打绿）、爱贝克斯、天浩盛世、KT、CJE&M、Spinnin Records等	**华语歌手：**周杰伦、陈奕迅、林俊杰、张学友、容祖儿、Twins、汪峰、薛之谦、许嵩、牛奶咖啡、陈绮贞、徐佳莹、蔡健雅、李荣浩、蔡依林、苏打绿、张靓颖等；**外国歌手：**Michael Jackson、Beyonce、Linkin Park、Adam Lambert、Maroon 5、Madonna 、BINBANG、IU、T-ara等；**音乐综艺：**《我是歌手》全四季，韩国原版《我是歌手》全三季，《十三亿分贝》等	约1000万	70%
阿里音乐	环球、华研音乐、滚石唱片、杭信音乐、BMG、SM等	**华语歌手：**陈奕迅、张学友、李宗盛、周华健、陈升、张宇、SHE、林宥嘉、信、五月天、刘若英、陈小春、刘德华等；**外国歌手：**Maroon 5、Madonna、EXO、少女时代、Super Junior、东方神起等；**音乐综艺：**《中国好声音3》	约300万	20%

资料来源：新音乐产业观察、招商证券

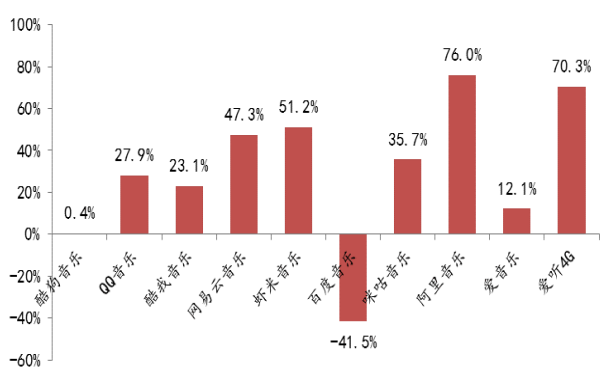
- **从平台运营数据来看，腾讯手握三大老牌音乐平台体现先发优势，网易云音乐则是后起之秀。**腾讯音乐旗下的三大平台月活规模行业领先。从月活用户看，腾讯旗下酷狗、QQ音乐MAU超2亿，酷我音乐MAU超1亿，包揽前三名。网易云音乐，超越了“小众”调性相似的虾米音乐，排名第4位，但仍与第一梯队存在差距。虾米音乐虽然MAU只有1440万，但同比增长51%。在战略上，QQ音乐主打数字专辑和O2O演出，酷狗音乐则以直播为主要服务特色，均有曲库资源丰富，盈利模式多元的特点。网易云音乐则主打个性化推荐和音乐社交，起步较晚但奋力直追。

图93：2017年3月在线音乐 APP月活TOP10（万）



资料来源：Questmobile、招商证券

图94：2017年3月在线音乐 APP月活TOP10增长



资料来源：Questmobile、招商证券

平台盈利能力：会员付费逐渐成熟，数字专辑、在线演唱会创造增量

正版音乐政策引领移动音乐良性发展，付费收听/下载、 数字与辑、 演唱会 O2O 线上直播以及音乐类智能硬件产品等新创新模式出现，展望未来，移动音乐市场贬模将持续获益于正版音乐的内生驱动，赢得较高增长空间。

会员付费：当前音乐平台主流的变现模式

目前主流在线音乐平台以音乐包、VIP 等模式，付费会员价格在 8-22 之间，均价为 12 元。不同的价格区间所享受的音乐特权不同。

图 95：国内主流在线音乐平台付费模式

平台	主要盈利模式	音乐付费方式	分类	费用/月	特权	付费会员数
QQ音乐	会员收入、音乐付费、广告、演出020等	绿钻	绿钻贵族	10	下载、游戏、QQ空间音乐背景，所有音质，豪华版升级加速，本地上传和QQ空间背景音	2016年9月QQ音乐总经理吴伟林称QQ音乐的付费会员数已经超过了1000万，预计2018年将突破2500万。
			绿钻豪华版	15		
		音乐包		8	华纳、索尼托18个公司的作品	
		VIP		10	云歌单无限制，免费看演唱会直播	
酷狗音乐	直播收入、广告、游戏联运收入、音乐收费、衍生商品销售等	音乐包	普通音乐包	8	下载300首/月，所有音质	2016年8月付费用户数突破千万
			豪华音乐包	12	下载500首/月，所有音质	
		VIP+音乐包	VIP+普通音乐包	15	VIP特权+对应的音乐包特权	
			VIP+豪华音乐包	22		
网易云音乐	广告、音乐付费、衍生商品销售等	音乐包	标准包	8	下载300首/月，所有音质	2016年上半年网易云音乐付费会员数比2015年末增长300%
			豪华包	12	下载500首/月，所有音质	
均价				12		

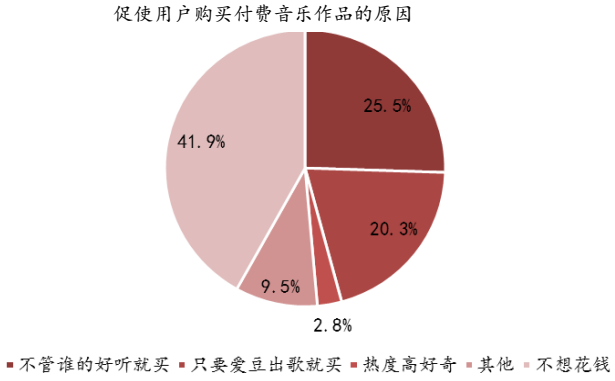
资料来源：艾瑞、新音乐观察、招商证券

数字专辑：粉丝经济下的收入增长

数字专辑成为当前中国数字音乐平台商业模式的“标配”，是现在唱片公司、歌手、独立音乐人等发专辑、推广的首要渠道。数字专辑销量依靠的是某位音乐人的影响力、单个作品的质量，更多的是为爱豆买单的粉丝经济的延伸，这在 95 后当中体现得最为明显，29%的 95 后用户只要爱豆出歌就买付费音乐作品。

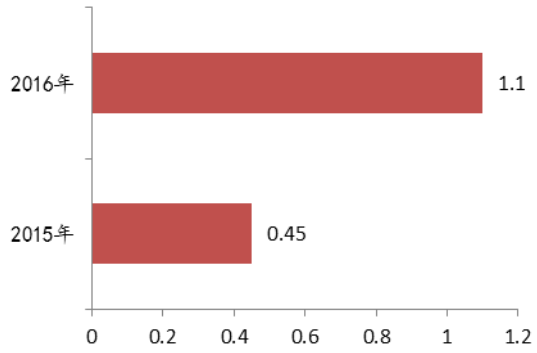
《2016 腾讯娱乐白皮书》数据显示：2016 年，华语数字专辑销售再上新台阶，其中李宇春的个人专辑《野蛮生长》和周杰伦专辑《周杰伦的床边故事》销售额达到千万级别，另有 8 张个人专辑和一张 OST 销售额超百万。以 QQ 音乐为例 ，2015 年数字专辑销售额为 0.45 亿，截止到 2016 年 11 月 30 日 1.1 亿，TME 副总裁吴伟林在 2017 年 3 月提到：截止目前，腾讯音乐目前数字专辑销售总额已超过 2 亿元。

图 96：专辑/单曲付费的核心逻辑是粉丝经济



资料来源：2016 年腾讯娱乐白皮书、招商证券

图 97：QQ 音乐数字专辑收入（亿元）



资料来源：2016 年腾讯娱乐白皮书、招商证券

图 98：2016 年华语付费音乐专辑销售情况



资料来源：2016 年腾讯娱乐白皮书、招商证券

在线演唱会：未来在线演唱会将成为音乐平台重要的变现方式

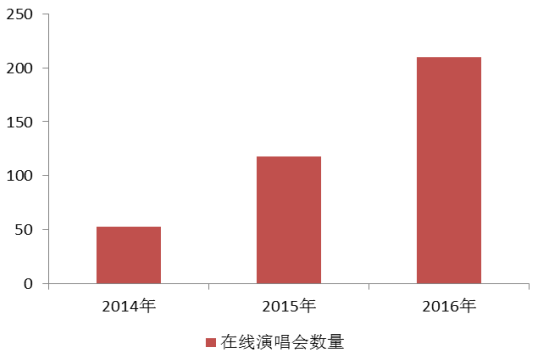
在线演唱会观看规模大、收入体量可观。2014 年 8 月 25 日，QQ 音乐与天娱传媒宣布联手打造火星人演唱会的新玩法——社交化网络直播，五天内在线演唱会预约量已超过 41 万，火爆程度大大超过预期，开始了在线演唱会的先河。在线演唱会是音乐演出 O2O 模式，观众不受时间、地点、场地、数量的限制，因而参与积极性更高，又因其相对于观看现场演出价格较低（20-30 元），在线演唱会观看规模较大。对音乐平台而言，在线演唱会制作成本相对低，线上线下互动的方式更能引流量，收入可观。2016 年在线演唱会数量已经超过 200 场，其中第一名的是《2016 简单生活节》观看人数超过 1000 万。

图 99：2016 年腾讯在线演唱会直播观看人数 TOP5



资料来源：2016 年腾讯娱乐白皮书、招商证券

图 100：在线演唱会数量



资料来源：2016 年腾讯娱乐白皮书、招商证券

音乐平台整合 2.0，打通产业链上下游

数字音乐市场第一阶段的整合，是平台的横向整合，已经完成，而第二阶段的整合正在开启，即纵向延伸，发力打通上下游全产业链，建立集音乐娱乐为一体的大生态圈。

往上游延伸：孵化艺人，创造属于平台的内容源泉。平台出于加强版权资源掌控能力、打造产品独特性以满足用户越来越注重私人化定制内容的需求，纷纷涉足上游的音乐制作与艺人孵化。腾讯音乐娱乐集团在数字专辑、明星 IP 和演出 O2O 等泛娱乐产业创收颇丰，未来将重点打造明星 IP。网易云音乐则大力扶植独立音乐人，支持用户创造自己的电台，打造自有 IP。阿里收购大麦网以打通演出票务线上线下资源，探索新模式。

图 101：各大音乐平台通过音乐人扶植项目进军上游内容创造，打造自有 IP



资料来源：艾瑞、招商证券

往下游延伸，拓宽变现方式

C 端变现上，平台方围绕用户的音乐需求，提供集听、看、唱、玩等音乐需求为一体的多元化产品和服务，除付费会员、广告收入、数字专辑售卖外，还有场景音乐、线下转换、音乐周边、演出服务、在线直播等。**B 端变现上**，未来在线音乐平台数据服务、游戏联运等将是重要变现方式。

QQ 音乐在 2016 年年初发布“听看玩唱”战略，为用户打造听看玩唱买全娱乐场景；酷狗酷我布局直播、K 歌、周边产品、游戏联运等各个板块；网易云音乐专注音乐社区

运营，致力于提升用户体验，同时在周边产品等方面有所布局；阿里音乐与大麦网达成合作，布局票务市场。

图 102：在线音乐平台下游布局及重要变现方式



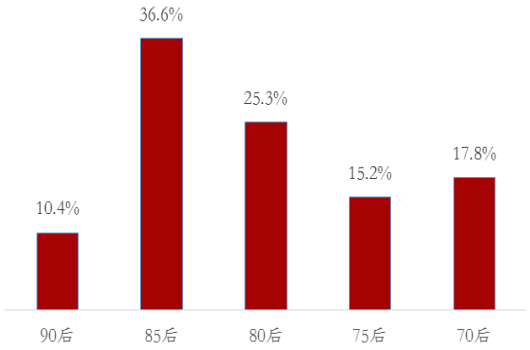
资料来源：互联网，招商证券

➢ **下游用户当前付费比例为 4.4%，预计市场空间在百亿级**

下游年轻化用户付费意识较强，付费率较低存在较大提升空间：用户年轻化，在线音乐用户 36.6%为 85 后，10.4%为 90 后，且付费意愿更强，90 后付费率为 13.2%，高于 80 后和 70 后。目前中国在线音乐可接受的月付费价格集中在 11-20 元之间，略高于目前音乐网站会员费，可见当前用户对在线音乐的较低的价格并未非常敏感。

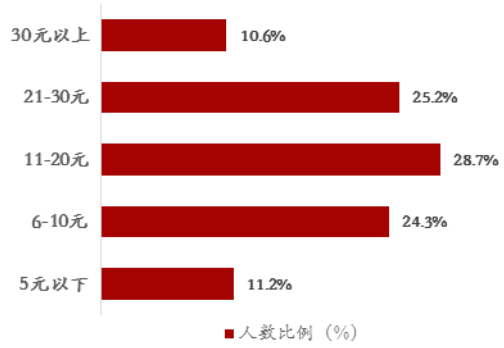
但是另一方面，当前付费率较低。QQ 音乐付费用户已超过 1000 万，但是 QQ 音乐活跃用户为 2.3 亿左右，由此可以估算付费用户比例为 4.4%。随着正版化的推进，付费率有较大的提升空间。

图 103：2016 中国在线音乐用户年龄分布



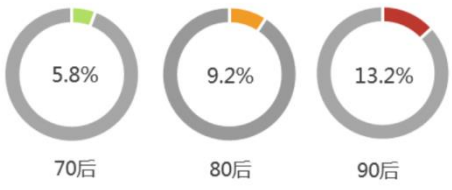
资料来源：艾瑞、招商证券

图 104：2016 中国在线音乐用户可接受的月付费价格



资料来源：艾瑞、招商证券

图 105：不同代际在线音乐付费率



资料来源：企鹅智库、招商证券

市场规模测算：

据艾瑞引用的 CNNIC 的数据，截止到 2016 年底，网络音乐用户规模达到 5.03 亿，渗透率达到 68.8%，在线音乐付费收入（不含电信音乐增值业务）2016 年为 18.8 亿元，同比增长 79.7%，预计 17 年将达到 29.9 亿。若按付费用户比例 4.4%计算（QQ 音乐付费率），则各大音乐平台的普通档音乐包/会员月度订阅费用在 8-10 元/月左右，以中位数测算，则中国当前付费音乐收入约 23 亿，与艾瑞的估计较为一致。

整体付费空间测算：付费市场规模=ARPU*移动阅读用户人数*付费率；

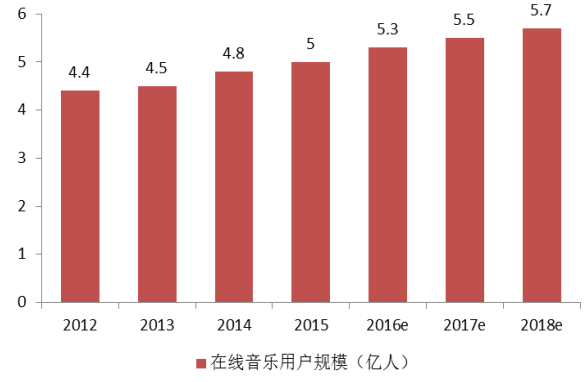
（1）网络文学用户渗透率：2016 年渗透率达到 68.8%，渗透率已经较高，预计未来渗透率提升空间较小。假设情景分为 70%、75%、80%三档。

（2）付费率：目前付费率仅为 4.4%，但是美国 Spotify 订阅比例当前已经达到 50%，随着正版化运动的推进，以及用户付费意识的逐渐形成，中国在线音乐的付费率仍有较高的提升空间。假设付费率最终达到 20%、30%、40%、50%四档。

（3）ARPU 值：目前目前按月订阅付费每月花费 8-10 元，全年 96~120 元，，Spotify 的月度订阅费为 9.99 美元，与当前国内有着汇率的差距。月度订阅费分为 15、20 元、25 元三档，考虑年费 8 折的折扣，全年单用户付费假设为 144、192、240 元三档。

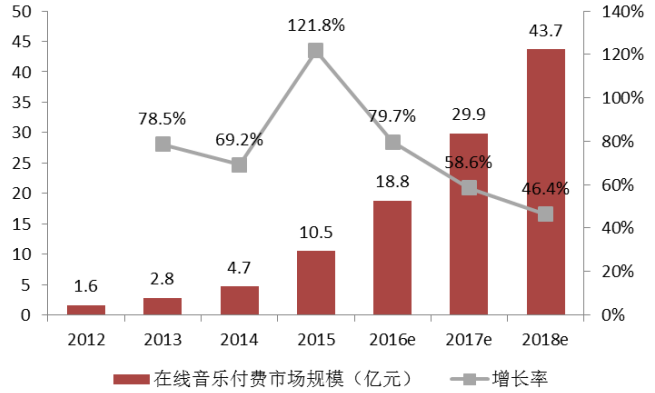
网民规模预计 2017 年为 7.72 亿。测算得到，在线音乐的付费收入市场空间中性估计为 389.1 亿（没有考虑在线演唱会、数字专辑以及广告收入）。

图 106：在线音乐用户规模



资料来源：艾瑞、招商证券

图 107：在线音乐付费市场规模



资料来源：艾瑞、招商证券

表 17：在线音乐付费空间测算（亿元）

ARPU 值=144 元			
在线音乐用户渗透率	70%	75%	80%
付费率			
20%	155.6	166.8	177.9
30%	233.5	250.1	207619.8
40%	311.3	333.5	355.7
50%	389.1	416.9	444.7
ARPU 值=192 元			

在线音乐用户渗透率	70%	75%	80%
付费率			
20%	207.5	222.3	237.2
30%	311.3	333.5	355.7
40%	415.0	444.7	474.3
50%	518.8	555.8	592.9
ARPU 值=240 元			
在线音乐用户渗透率	70%	75%	80%
付费率			
20%	259.4	277.9	277.9
30%	389.1	416.9	416.9
40%	518.8	555.8	555.8
50%	648.5	694.8	694.8

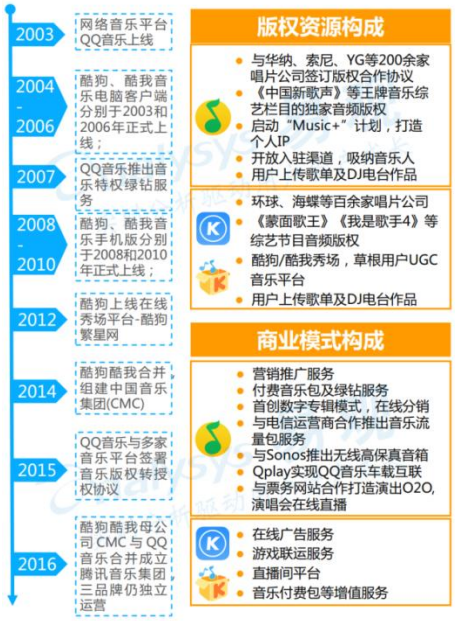
资料来源：招商证券

3.4.3 行业中典型公司：腾讯音乐、网易云音乐

➢ **腾讯音乐（TME）：全球率先实现盈利，估值超百亿美金**

QQ 音乐起步较早，服务体系逐步完善，商业模式成熟。

图 108：QQ 音乐发展历程

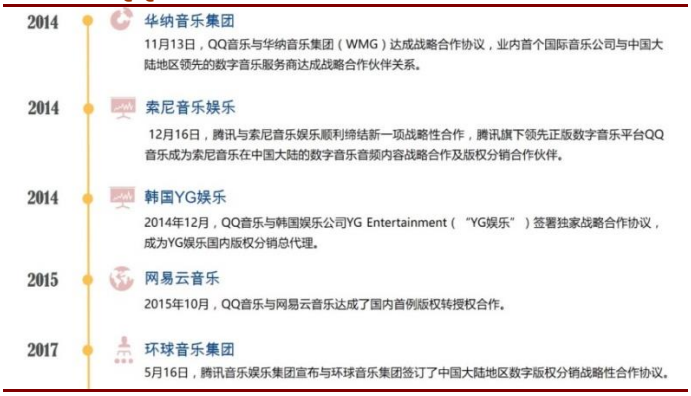


资料来源：易观智库、招商证券

QQ 音乐属于腾讯音乐娱乐集团（TME），TME 曲库资源丰富、市占率高，月活用户数全球第一，付费用户数全球第三。目前 TME (包含 QQ 音乐、酷狗音乐和酷我音乐)拥有 1500 万订阅用户，月活跃用户达到 6 亿。在国际市场上，6 亿的月活跃用户位全球第一。1500 万付费用户也仅次于 Spotify 和 Apple Music，排名全球第三。另外，TME 还是全球第一家宣布盈利的数字音乐平台。2017 年 5 月拿下环球版权后，TME 正式集齐全球三大唱片公司（环球、索尼、华纳）的版权。除了拥有丰富的唱片公司版权资源

外，QQ 音乐还通过引进音乐人，扶植音乐人、用户上传歌单和 DJ 电台等模式丰富 UGC 版权资源。

图 109：QQ 音乐 PGC 版权资源



资料来源：易观智库、网易财经、招商证券

图 110：QQ 音乐 UGC 版权资源布局



资料来源：QQ 音乐官网、招商证券

QQ 音乐当前主要有 B2B 和 B2C 两种商业模式。B2B 主要是广告服务收入、车载音乐收入、与电信运营商的分成。B2C 收入主要来自付费会员、数字专辑、演唱会在线直播。

QQ 音乐成为全球率先实现盈利的音乐平台。中国数字音乐平台比国外平台更早实现盈利，我们认为主要有几个原因：（1）在唱片公司未形成规模的情况下，平台虽然也经历了高价竞争版权的时期，但由于上游唱片公司议价能力较弱，收入分成比例低于海外；（2）平台积极向上游延伸，扶持原创音乐人及作品，在版权资源储备上掌握主动权；（3）平台变现方式更为多元，围绕粉丝经济进行多种商业模式的开发，拓展盈利渠道。

TME 的下一步：正版化，曲库精细化、国际化、证券化。腾讯音乐娱乐集团拿到环球音乐版权后，将继续推动正版化，开展打击盗版的维权行动，同时继续促进转授权合作；加强曲库精细化运营和个性化产品体验，最大化曲库价值；国际化，引进更优秀的国际音乐人和音乐作品，让用户听到更多、更新、更优质的音乐作品。资本化，根据 4 月份的报道，腾讯音乐娱乐集团正打算上市，其估值约为 80 亿至 100 亿美元（约 552.34-690.43 亿人民币）。

- **网易云音乐：基于个性化推荐的音乐社交平台**

发展历程：网易云音乐 2013 年 4 月才上线起步较晚，但奋力直追。

产品特色：（1）网易云音乐推出时间较晚，但以“音乐社交”的差异点切入，快速获得了大批活跃用户。网易云音乐定位于移动音乐社区，加入了大量的社交元素。2017 年 4 月 11 日，网易云音乐用户日均评论 150 万条，评论总数达 4 亿;更有日均 500 万的分享量和 2000 万的点赞量。**（2）个性化推荐。**网易云音乐综合运用个性化推荐的各种算法，基于私人 FM、每日歌曲推荐及云音乐新歌榜推荐歌单，基于语种、风格、场景等多维度划分的歌单，为用户发现音乐、推荐音乐。

图 111：网易云音乐音乐社交性质



资料来源：网易云音乐大数据报告、招商证券

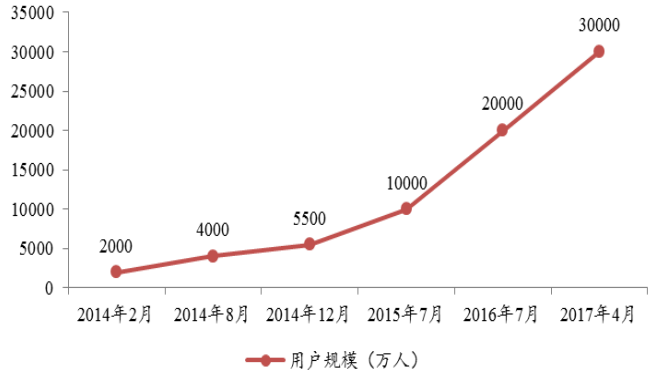
图 112：网易云音乐个性化推荐



资料来源：知乎、招商证券

运营情况：用户破 3 亿，付费会员同比增长 300%以上。2015 年 7 月，网易云音乐用户数超 1 亿；2016 年 7 月，网易云音乐用户数超 2 亿，2017 年 4 月，网易云音乐用户数突破 3 亿。2016 年中，网易宣布其付费会员在不到半年的时间里增长 3 倍。目前网易云音乐变现方式主要包括付费会员、数字音乐专辑、在线演唱会收入、打赏、与广告商广告收入分成，与运营商流量包收入分成等等。根据官网大数据报告，网易云音乐 2016 年上半年付费会员人数对比 2015 年年底付费音乐包订阅人数涨幅超过 300%。**由此可见网易云音乐在用户付费习惯的培养上获得较好的成绩。**

图 113：网易云音乐用户规模的变化



资料来源：网易云音乐大数据报告、招商证券

图 114：网易云音乐主要运营数据



资料来源：网易云音乐大数据报告、招商证券

战略：打通上下游产业链，打造健康版权体系。目前，网易云音乐战略布局主要在社区化运营的在线音乐下载、数字专辑售卖，上游的独立音乐人扶植计划和校园大赛以及下游的演艺直播。

图 115：网易云音乐商业布局



资料来源：易观智库、招商证券

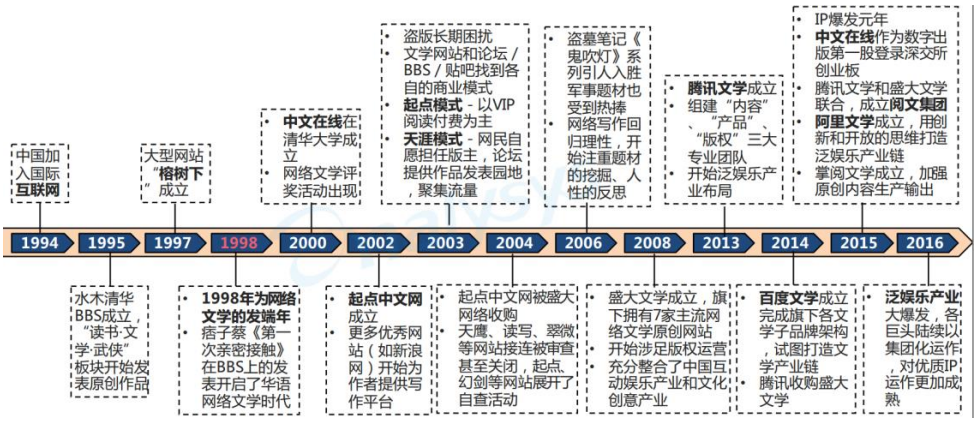
A 轮投后估值达 80 亿。2017 年 4 月公司完成 A 轮 7.5 亿融资，此轮融资后，网易云音乐估值达 80 亿元。此轮融资将主要用于网易云音乐产品体验升级、加大内容投入、健康版权体系打造和音乐上下游解决方案建立等，以给用户提供更优质和丰富的音乐体验。

3.5 文学：沉淀十余年已经成熟，根植本土走向世界

3.5.1 网文平台：经十余年沉淀已经成熟，网文平台资产证券化加速

2004 年之前，网络文学萌芽、发端，出现了榕树下、中文在线、起点中文网等第一批文学网站。**2004 年至 2015 年快速发展期：**（1）网络文学平台的行业整合不断推进，形成腾讯系、阿里系、百度文学、中文在线和掌阅文学等五大阵营、阅文集团一家独大的格局开始建立。（2）文学平台十余年期间孵化沉淀了一批超级 IP。（3）正版化运动不断推进，国家逐步完善版权保护的法律法规。**2015 年至今，行业进入成熟期：**文学 IP 全产业链开发模式逐渐成熟，网络文学平台资产证券化加快（中文在线登陆 A 股、平治信息已经登陆 A 股，掌阅科技谋求 A 股上市，阅文集团筹备港股上市），网络文学率先实现海外输出。

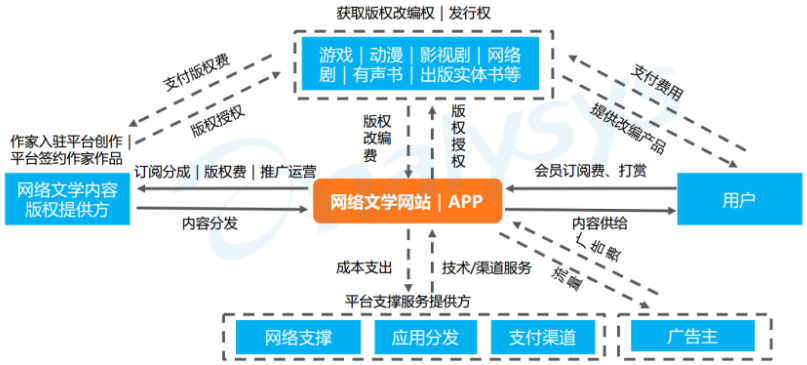
图 116：网络文学的发展历程



资料来源：易观智库、招商证券

3.5.2 上游的文学创作环节，头部网文作家收入高涨

图 117：网络文学产业链



资料来源：易观智库、招商证券

在网络文学萌芽期，平台以免费模式为主，多数作家通过以线上发文提升热度，再通过线下出版书籍而赚取稿费。2003 年，起点中文网创立“ VIP 付费”的阅读模式，提出 2 分/千字的稿费制度，建立网站与作家分成的模式。而近年随着文学 IP 授权改编影视游戏模式逐渐成熟，头部文学 IP 作为稀缺资源，授权费飞涨，明星作家身价大涨。2016 年收入最高的作家唐家三少版税为 1.22 亿，前 10 名作家版税收入均在 2000 万以上。目前作家收入主要来自：（1）一次性支付的版权费用，（2）参与版权开发收益的分成，（3）明星作家资本化，与泛娱乐产业上下游成立合资公司。比如江南成立灵龙文化，获得奥飞娱乐注资；烟雨江南、方想、柳下挥等作家携手凯撒文化成立武汉泛娱。

表 18：2016 年网络作家收入前 10 名

作家	版税	代表作
唐家三少	1.22 亿	《斗罗大陆》
天蚕土豆	6000 万	《舞动乾坤》
我吃西红柿	5000	《星辰变》
月关	4800	《锦衣夜行》
骷髅精灵	4600	《圣堂》
天使奥斯卡	4500	《盛唐风华》
梦入神机	2700	《龙符》
陈东	2600	《完美世界》
柳下挥	2500	《逆麟》
高楼大厦	2100	《绝世天君》

资料来源：互联网、招商证券

3.5.3 中游的网文平台完成行业整合，付费与 IP 全版权运营逐渐成熟

从竞争格局来看，经过整合，目前已经形成五大阵营并存，阅文一家独大的格局。（1）五大阵营包括腾讯系、阿里系、百度系、中文在线、掌阅文学五大阵营。（2）在平台受众规模、内容资源储备来看，阅文集团稳坐行业第一把交椅，旗下的起点中文网遥遥领先。**起点中文网用户量行业领先。**易观数据显示，阅文集团旗下起点中文网以 31.9%的用户覆盖率位居行业第一；17K 小说网和创世中文网用户覆盖率分别为 24.5%和 16.8%，位居行业第二、 三名；晋江文学城用户覆盖率提升至 12.0%；潇湘书院和飞卢小说网用户上升明显，用户覆盖率分别为 10.3%和 10.0%。**网络人气小说 TOP50，起点中文网占据半壁江山。**根据 2015 年第 4 季度中国网络人气小说 TOP50 覆盖率排名情况可知，起点中文网有 26 部作品入围，以 52%的市场份额位居行业第一，17K 小说网本季度上榜作品上升至 7 部，以 14%的市场份额位居行

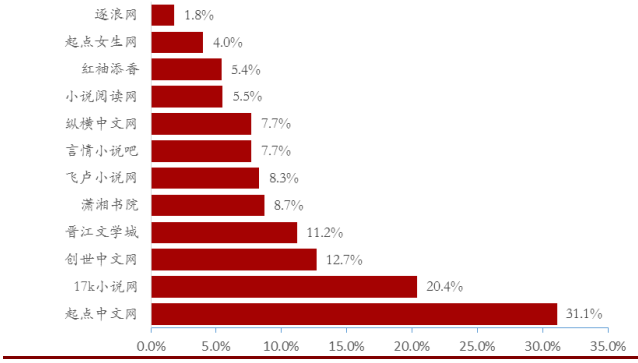
业第二。 纵横中文网占有 14%的市场份额 。阅文 CEO 内部信中透露 2015 年阅文营收近 20 亿元，付费收入为主要营收来源，IP 版权收入占比约 10%，即已经达到付费收入已经达到了 18 亿元。。

图 118：中国网络文学集团主要阵营



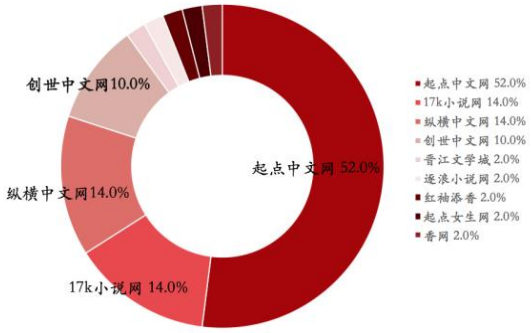
资料来源：易观智库、招商证券

图 119：2015 年度中国网络文学网站用户覆盖率



资料来源：易观智库、招商证券

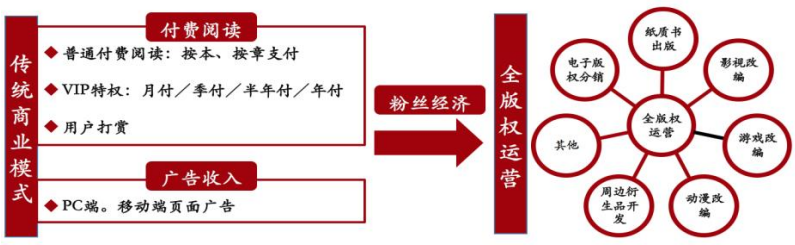
图 120：2015Q4 中国网络人气小说 TOP50 覆盖率



资料来源：易观智库、招商证券

从商业模式来看，付费阅读迅速增长，全版权开发运营带来较大弹性。文学网站的货币化包括 B 端的广告，以及 C 端的付费阅读收入，以及在粉丝经济逻辑下围绕 IP 进行综合开发产生的收益。其中付费阅读与 IP 开发是最重要的收入来源。

图 121：中国网络文学平台商业模式



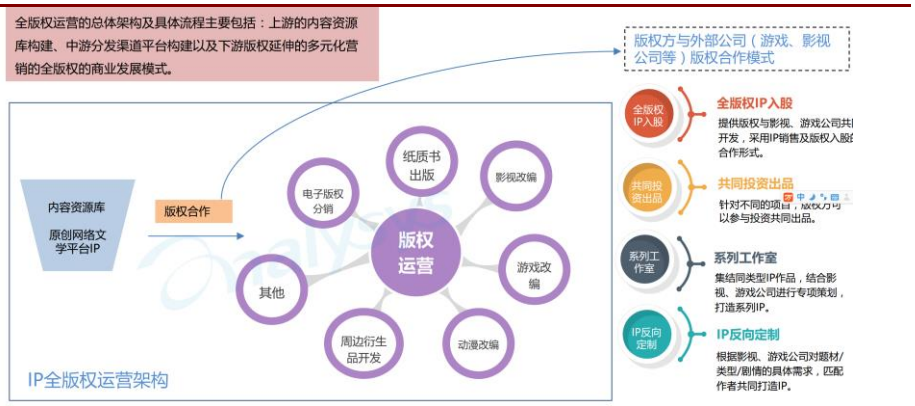
资料来源：易观智库、招商证券

- **正版化与付费习惯逐渐形成下，付费阅读快速发展。**2003 年 10 月，阅文集团 CEO 吴文辉策划了网络文学界第一套有偿阅读系统——VIP 付费制度，该制度一举

让起点中文网成为当时网络文学界的 NO.1，而网络文学的 VIP 付费制度则一直被沿用至今。当然，具体收费模式上已经进化出多种模式，比如按章购买、打赏、全本购买、包月阅读等。随着国内网络文学版权环境的日趋改善，网络文学付费阅读景气度较高。2016 年，阅文集团，旗下相关平台 2016 年通过用户订阅等付费方式获得的净收入较 2015 年增长达一倍。付费方式包含两种，**一是按阅读量计费**。具体按本（1～10 元不等）、按章（0.08～0.12 元/章）支付；**二是按时间计费，**VIP 用户行使权力权利进行月付/季付/半年付/年付，每月一般 5~20 元不等，订阅时长越长，单位边际成本下行。我国目前消费者付费阅读的习惯正在养成初期，付费转化率并不是太高。以阅文为例，其付费用户比例在 10%~15%，应该属于业内较高水平；再以多看阅读为例，其平台用户的付费比例只有 0.5%。

- **网络文学 IP 的商业运作和开发逐步走向成熟，网文 IP 价值被不断挖掘。**一方面，以优质 IP 为核心，进行游戏、动漫、电视剧、电影改编、图书出版、周边衍生品开发等多种变现方式综合运用，尽可能放在 IP 价值，在产业链上下游资源的统筹上模式越来越成熟。另一方面，版权方与外部公司的合作方式上较为多元，包括 IP 入股、共同投资出品、系列公司室、IP 反向定制等，以提升 IP 改编项目的成功率，延续 IP 生命力。

图 122：网络文学全版权运营模式



资料来源：易观智库、招商证券

图 123：网络文学网站的运营数据及 IP 开发动向

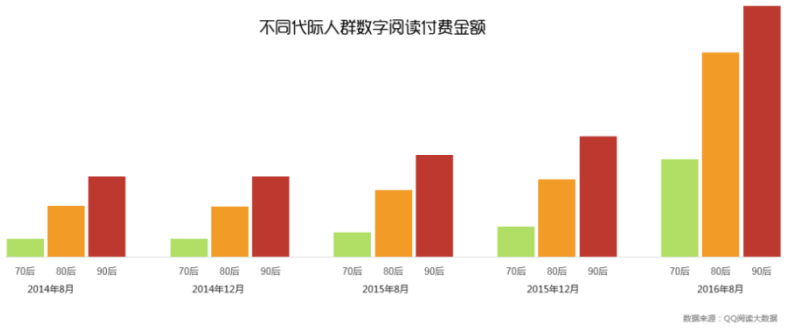
公司	作品数	作者数量	IP 开发计划	改编影视项目	移动平台
阅文集团	400 万	1000 万	IP 共营合伙人制	《择天记》等	QQ 阅读、起点阅读、作家助手
百度文学	/	签约作者超过 1 万人	制片人计划	《我的校花老婆》等	熊猫看书、百度书城
阿里文学	/	/	光合计划、HAO 计划	《西游摇滚记》等	书旗小说
掌阅文学	/	签约专职作家 5000 人	与梦想直播合作打造“直播+大文娱 IP”商业模式	《总裁在上我在下》等	掌阅 iReader、红薯阅读
中文在线	100 万+	200 万+	超级 IP2.0 战略	《橙红年代》等	中文书城、书香云阅、17K 小说
豆瓣阅读	8000+	2 万+	成立豆瓣影业“从故事到电影”计划	《失恋 33 天》等	豆瓣阅读
网易云阅读	46 万册电子书	/	零计划	《巫蛊笔记》等	网易云阅读、Lofter
晋江文学	100 万+	2 万+	/	《南方有乔木》等	晋江小说阅读

资料来源：三文娱、招商证券

3.5.4 下游网文用户 90 后付费意愿较强，我们判断市场空间约 250 亿

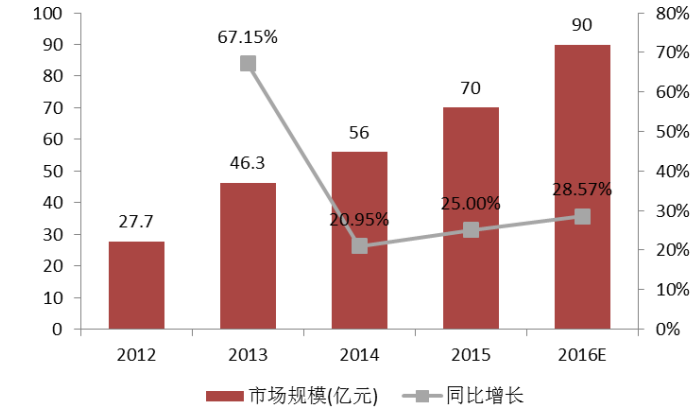
网文行业得 90 后得天下：根据阅文集团数字中心公布的调查数据，超七成移动端数字阅读用户为 26 岁以下的年轻人，其中 90 后用户占比为 42%。2016 年付费用户中，90 后用户占比为 43%，平均付费金额为 80 元，其付费规模远高于其他年龄层用户。

图 124：不同代际人群数字阅读付费金额



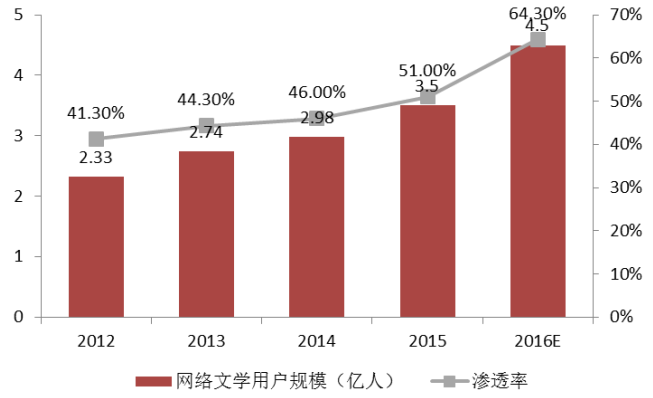
资料来源：QQ 阅读大数据、招商证券

图 125：网络文学市场规模



资料来源：速途研究院、招商证券

图 126：网络文学用户规模及渗透率



资料来源：速途研究院、招商证券

市场规模测算：

据速途研究院显示，2015 年中国网络文学市场规模已经达到 70 亿元，同比 2014 年增长 25%，预计 2016 年中国网络文学市场规模将达到 90 亿。阅文集团 15 年营收 90%来自付费阅读，若以此比例推算，网文行业的付费收入规模为 63 亿；2015 年中国网络文学用户规模达到 3.5 亿，预计 2016 年中国网络文学用户会达到 4.5 亿，这与艾瑞咨询的预测较为一致（其分析 2016 年 PC 端用户规模约 2.17 亿人，移动端用户规模约 2.65 亿人）。

（1）网络文学用户渗透率：2015 年网络文学用户人数占整体网民人数高达 51%，2016 年渗透率达 64.3%，渗透率已经较高，预计未来渗透率提升空间较小。假设情景分为 70%、75%、80%三档。

（2）付费率：目前阅文付费率约在 10-15%之间，随着正版化运动的推进，以及用户付费意识的逐渐形成，付费率仍有较高的提升空间。假设分为 20%、30%、40%、50%之间。

（3）ARPU 值：目前目前按月订阅付费每月花费 5~20 元不等，全年 60~240 元，考虑年费 8 折的折扣，全年付费 48-204 元，中值为 126 元；根据阅读集团的阅读报告，2016 年付费用户中，付费较多的 90 后用户占比为 43%，平均付费金额达 80 元。因此，认为未来行业空间未来平均 ARPU 值至少能达到 80 元的水平。分为 80 元、120 元、180 元三档。

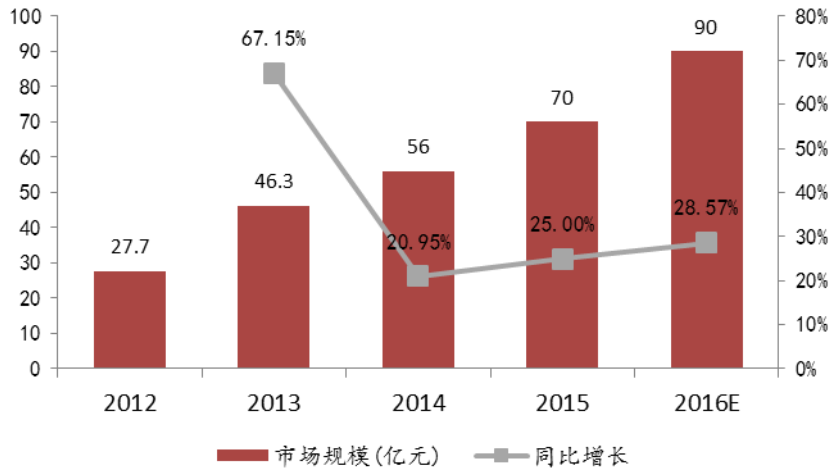
网民规模预计 2017 年为 7.72 亿。测算得到，网络文学的付费收入为 86.5 亿-555.8 亿，中性估计市场空间 243.15 亿（没有考虑文学 IP 运营收入以及广告收入）。

表 19：网络文学付费空间测算

ARPU 值=80 元			
网络文学用户渗透率	70%	75%	80%
付费率			
20%	86.5	92.6	98.8
30%	185.3	139.0	148.2
40%	172.9	185.3	197.6
50%	216.16	231.6	247.04
ARPU 值=120 元			
网络文学用户渗透率	70%	75%	80%
付费率			
20%	129.7	139.0	148.2
30%	194.5	208.4	222.3
40%	259.4	277.9	296.4
50%	324.2	347.4	370.6
ARPU 值=180 元			
网络文学用户渗透率	70%	75%	80%
付费率			
20%	194.5	208.4	222.3
30%	291.8	312.7	1.9
40%	389.1	416.9	444.7
50%	486.4	521.1	555.8

资料来源：招商证券

图 127：中国网络文学市场规模、用户规模及网民渗透率



资料来源：速途研究院《2016 年中国网络文学行业研究报告》、招商证券

3.5.5 网络文学出海，或将创造行业的下一个增长点

中国网文发展时间较早，孵化出的作品其言情、玄幻、历史等富有东方特色的元素深受海外读者喜爱，已经开始向海外输出，走向世界。目前中国网文在海外传统的形式有两种，一种是是传统的出版社渠道和电子出版商渠道出版的海外一本，另外一种是国外网友自发创建的翻译网站。

东南亚地区由于文化上与中国文化亲缘，是最早接受中国网文的海外市场。2011 年签订第一份越南文版权合同以来，晋江已向越南、泰国、新加坡等国家输出了数百部作品的版权。2015 年，根据原著改编的影视剧《花千骨》一经播出，便在整个东南亚掀起了“花千骨热”。目前东南亚网络作品中，中国网文数量占 8 成。除了东南亚，北美地区也有诸多中国网文的读者，2014 年 12 月为翻译中国小说《盘龙》而成立的翻译网站 Wuxiaworld（武侠世界）如今世界网站点击率排行榜上排到了 1536 名，截止 2016 年 12 月底，世界上类似的翻译中国网络小说的个人网站如今已有上百家之多。

表 20：中国网络文学海外传播情况

地区	传播情况
美国	● 2014 年 12 月，Wuxiaworld（武侠世界）成立，武侠世界最初由中文网络小说「Coiling Dragon－盘龙」的爱好者组成，如今聚集着一群对于中文网络小说感兴趣的老外。截至 2016 年 12 月，日均页面访问量达 362 万次，网站的北美读者约占总数的 1/3，网站总点击量超过 5 亿。
美国	● 2016 年 6 月，翻译网站 Gravity Tales 总点击量超过 2.5 亿，中国网络小说占据 Activity 榜单前 15 名，将日韩轻小说远远甩在身后 。
美国	● 提供亚洲翻译连载指南的导航网站 Novel Updates，榜单前列几乎都是中国的网络小说，出自起点中文网的网络小说有 150 部。
越南	● 越南网络小说网站上，前 100 名多为中国网络小说， 网络文学占引进的中文文学作品总量 8 成。
泰国	● 电子小说阅读排行中，很大一部分是网络文学作品。 译者和读者期待实时阅读，关注网络小说的更新进度，热情较高。

资料来源：互联网、招商证券

图 128：北美小说翻译网站 Wuxia World



资料来源：易观智库、招商证券

图 129：Wuxia World 翻译的中国网文

AGAINST THE GODS (逆天邪神)	A WILL ETERNAL (一念永恒)
BATTLE THROUGH THE HEAVENS (斗破苍穹)	DESOLATE ERA (莽荒纪)
EMPEROR'S DOMINATION (帝霸)	GATE OF REVELATION (天启之门)
HEAVENLY JEWEL CHANGE (天珠变)	I SHALL SEAL THE HEAVENS (我欲封天)
LEGEND OF THE DRAGON KING (龙王传说)	MARTIAL GOD ASURA (修罗武神)
PERFECT WORLD (完美世界)	REBIRTH OF THE THIEF
RENEGADE IMMORTAL (仙逆)	SKYFIRE AVENUE (天火大道)
SOVEREIGN OF THE THREE REALMS (三界独尊)	SPIRIT REALM (灵域)
TALES OF DEMONS & GODS (妖神记)	TERROR INFINITY (无限恐怖)
THE GREAT RULER (大主宰)	UPGRADE SPECIALIST IN ANOTHER WORLD
WARLOCK OF THE MAGUS WORLD (巫界术士)	WU DONG QIAN KUN (武动乾坤)

资料来源：Wuxia World、招商证券

3.6 知识教育：知识教育付费众多玩家纷纷加入，成为付费行业风口上的鹰

3.6.1 知识教育领域众多玩家纷纷加入，行业龙头完成高额融资获得资本青睐

2016 年被称为国内知识教育付费元年。知乎、得到、分答、微博、微信、果壳、36 氪、虎嗅、钛媒体、小密圈，纷纷杀入知识付费战场；2015 年开始有主流知识付费类 app 上线，其中 2015 年 3 月果壳出品的“在行”，提供行家的“一对一” 咨询服务；2015 年 12 月罗辑思维出品的“得到”，主要提供知识干货、听书等知识服务。2016 年先后上线了众多知识付费类 app 产品，包括在行内部孵化的付费语音问答产品“分答”，知乎推出的“知乎 Live”以及新浪微博出品的“微博问答”；2017 年 36 氪付费专栏“开氪”，豆瓣旗下的“豆瓣时间”开始上线。

根据 36 氪数据显示，截止到 2017 年 3 月，用户知识付费（不包括在线教育）可估算的总体经济规模为 100 - 150 亿左右。2017 年，随着用户需求提升、市场下沉及产业链拓展，这一数字将有望达到 300 - 500 亿元，知识付费也因此成为了新一个“风口”。

图 130：国内主流知识付费 app 上线时间



资料来源：极光数据、招商证券

随着国内用户版权意识的逐步提升以及新一代年轻消费群体消费意识的改变，国内知识付费领域正在风口上，国内主流的知识付费 app 先后顺利完成高额的融资，其中包括了

2015 年 10 月得到获得中国文化产业基金和启明创投的 13.2 亿元 B 轮融资；2017 年 1 月知乎 Live 完成了 1 亿美元的 D 轮融资（投资方为今日资本、腾讯、搜狗、启明创投等）。

表 21：国内主流知识付费 app

	时间	融资规模	融资轮次	融资主体
得到	2015 年 10 月	13.2 亿元	B 轮	中国文化产业基金、启明创投
小密圈	2015 年 12 月	数千万人民币	A 轮	腾讯
喜马拉雅 FM	2016 年 6 月	6000 万		城市传媒
分答	2016 年 6 月	2500 万美元	A 轮	红杉资本、王思聪、逻辑思维等
知乎 Live	2017 年 1 月	1 亿美元	D 轮	今日资本、腾讯、搜狗、启明创投等

资料来源：公开资料整理、招商证券

知识付费就是把知识变成产品或服务，以实现商业价值；本质上是通过互联网技术付费获取垂直领域的个性化信息、资源和经验等，达到认知提升、情感满足、阶级归属等目的的消费行为。

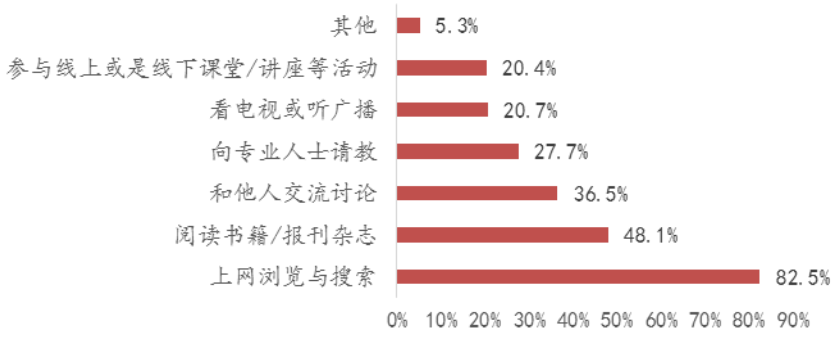
3.6.2 精品内容缺失、在线支付便利及新生代消费者付费意愿增强造就行业兴起

国内知识付费兴起主要得益于：

1）互联网时代免费信息过载，而精品有价值内容稀缺

目前从获取信息方式上来看，上网浏览与搜索已经成为人们获取信息和知识的主导方式，达到了 82.5%；其次是通过书籍和报刊杂志，接近五成。

图 131：消费者获取知识方式



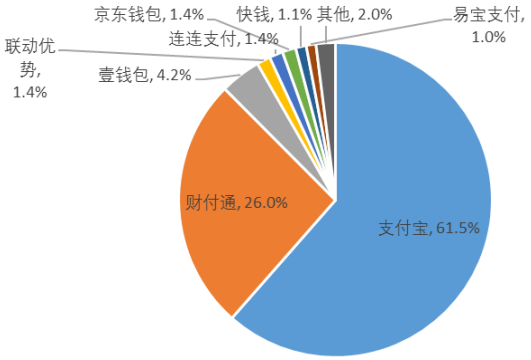
资料来源：企鹅智酷、招商证券

但在互联网发展背景下，各种免费内容爆炸式涌现出来，现在信息量严重过载，于是消费者开始采用付费的方式来获取垂直领域的个性化信息、资源和经验等有价值的信息。

2）国内在线支付市场的快速发展，提供极大的便利

根据艾瑞咨询统计预测，2016 年互联网支付用户规模约为 4.9 亿人，同比增长 16.7%，移动支付用户规模约为 4.4 亿人，同比增长 22.2%，互联网支付交易规模为 41.7 万亿元，同比增长 42.3%，2017 年互联网支付用户将达 5.3 亿人，移动支付用户规模将达 4.9 亿人。第三方移动支付工具支付宝、财付通等在国内最大的市场份额，其中支付宝市场份额达到了 61.5%，财付通也达到了 26%的市场占有率。国内在线支付市场的快速发展使得支付付费 app 提供付费服务具有极大的便利性。

图 132：2016 年 Q4 国内第三方移动支付市场

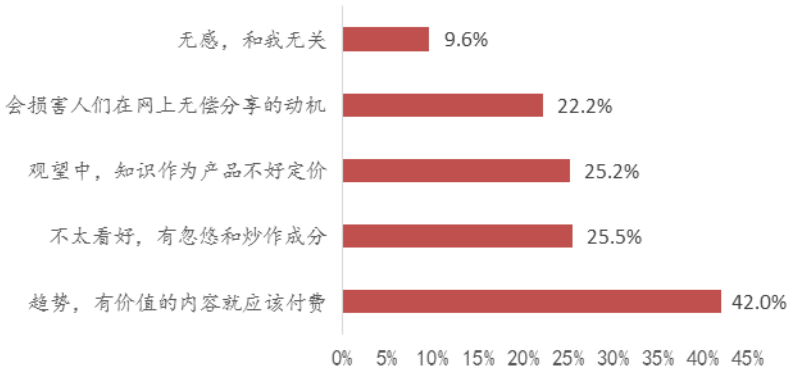


资料来源：艾瑞咨询、招商证券

3）国内新生代消费者的付费意愿逐渐加强

认同知识付费的消费者不在是少数，根据企鹅智酷数据显示，超过四成消费者认为“是趋势，有价值的内容本来就应该付费”，还有 25.2%的消费者表示知识作为产品不好定价，但从趋势上看目前国内新生代消费者的付费意愿逐渐增强，

图 133：国内消费者付费意愿调查



资料来源：企鹅智酷、招商证券

3.6.3 国内知识付费 app 产品形态及传播载体分类

国内知识付费 app 按照传播载体分类主要有：音频点播，典型知识付费 app 有得到和喜马拉雅；在线音频讲座（辅以图文），典型 app 有知乎 Live；语音问答，典型 app 是分答。而产品形态可以分为：以喜马拉雅 FM 为代表的订阅式，其内容多样、实用；以得到 app 为代表的订阅式，主打“终身学习”知识精品；以知乎 Live 为代表的知识分享会，主要以赞助等形式发起；以分答为代表的付费专家解惑咨询。

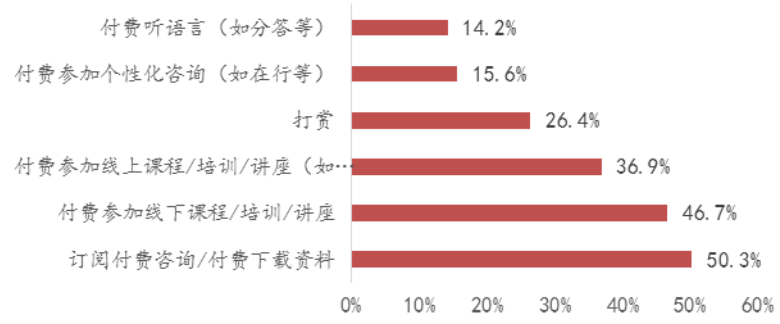
表 22：国内主流知识付费 app 分类

	App	传播载体	产品形态
得到		音频点播	主打“终身学习”知识精品
喜马拉雅 FM		音频点播	内容多样、实用
分答		语音问答	付费专家解惑咨询
知乎 Live		在线音频讲座（辅以图文）	主要以赞助等形式发起

资料来源：招商证券

根据企鹅智酷数据显示，在所有产品形态中，订阅付费资讯/付费下载资料的消费者占比最高，达到了 50.3%；其次是付费参加线下课程/培训/讲座渗透率排在第二位（46.7%），再者占比为 36.9%的为线上课程/培训/讲座付费。而个性化咨询和付费听语音的渗透率最低，分别为 15.6%和 14.2%。

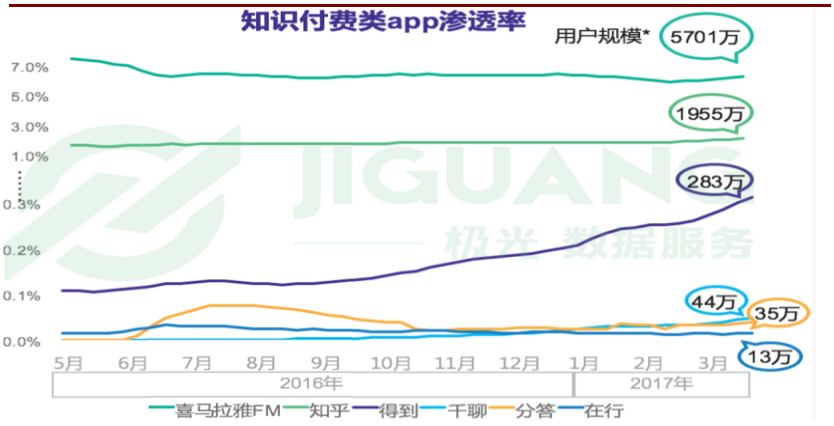
图 134：不同产品形态付费意愿



资料来源：企鹅智酷、招商证券

根据极光大数据 iAPP 监测平台显示（截至到 2017 年 3 月底），国内主流付费 app 渗透率最高的是互联网音频分享平台喜马拉雅 FM，用户规模达到了 5701 万，渗透率为 6.33%；第二名是国内互联网知识共享平台知乎，用户规模为 1955 万，渗透率 2.17%；其次是得到 app，用户数量为 283 万。

图 135：国内主流知识付费 APP 渗透率

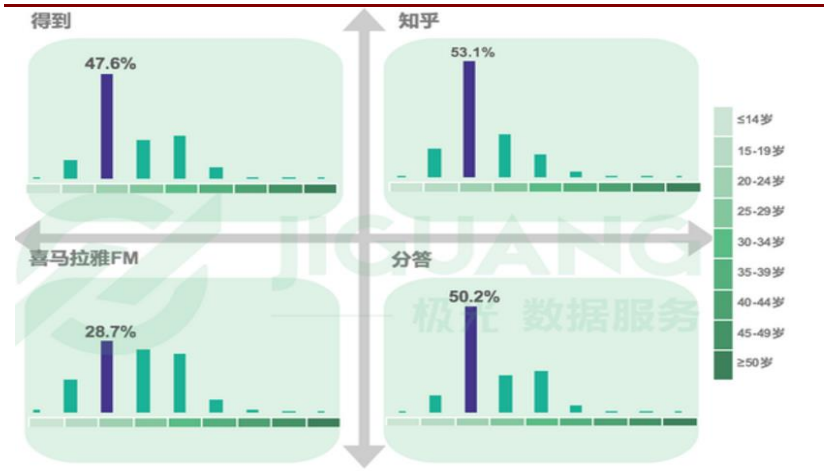


资料来源：极光数据、招商证券

在年龄分布上，20~24 岁用户是知识付费 app 的主流用户群体，其中得到 app 的用户中 20~24 岁占比为 47.6%，知乎为 53.1%，20~24 岁用户占比在分答上则为 50.2%，

喜马拉雅 FM 人群分布较均衡。

图 136：国内主流知识付费 app 不同年龄段的使用率



资料来源：极光数据、招商证券

3.6.4 行业中典型公司：喜马拉雅 FM、知乎 Live、得到和分答

喜马拉雅 FM—互联网音频分享平台

喜马拉雅 FM 于 2013 年 3 月手机客户端上线，成为国内发展最快、规模最大的在线移动音频分享平台。截至 2016 年底，喜马拉雅 FM 平台内有 400 万名主播，10 万位认证主播（马东、吴晓波等），200 多家媒体（新浪、三联、澎湃等），1200 多家品牌（杜蕾斯、欧莱雅等）。还拥有市场上 70%畅销书的有声版权，有 3000 万条声音，覆盖财经、音乐、新闻、商业、小说、汽车等 328 类有声内容。

喜马拉雅运营板块由音频付费和电商板块两部分组成，其中音频付费有必听榜、付费精品、大咖书房、听广播、听“地区”和今日最火等细分模块。

表 23：喜马拉雅运营板块

运营板块	细分模块	内容描述	付费模式
音频付费	必听榜	整合排列最新、最有价值的音频节目	免费+付费
	付费精品	涉及成长、商业、外语等领域的精品	付费
	大咖书房	和大咖一起深度阅读	免费
	听广播	各大广播节目免费听	
	听“地区”	地区用户发布的音频或地方电台	
	今日最火	收听率最高的音频	
电商板块	自有品牌	喜马拉雅 FM 自营的产品，包括随声机等	
	合作品牌	与小米、飞利浦灯合作智能家居品牌	

资料来源：招商证券

知乎 Live—国内互联网知识共享平台

2016 年 5 月，知乎发布知识付费产品《知乎 Live 》，提供实时语音问答互动新体验，

答主可以创建一个 Live，它会出现在关注者的信息流中，用户点击并支付票价（由答主设定）后，就能进入到沟通群内，可通过语音分享专业有趣的信息，通过即时互动提高信息交流效率。截至 2017 年 4 月底，知乎公布了 Live 的最新数字：从 2016 年 5 月 16 日上线至今，知乎 Live 已经举办了 2900 场，平均每位主讲人、每场要讲 65 分钟的语音，平均时薪已经超过了 11000 元。

得到—知识生产者主导型知识分享模式

得到 app 是由罗辑思维团队 2015 年出品的为消费者提供最省时间的高效知识服务 app。板块分为：《罗辑思维》第 5 季、大咖专栏、每天听本书、知识新闻随时听、有料干货。其中，大咖专栏包括罗振宇、李翔、李笑来、薛兆丰等专业人士的语音、文字专栏；有料干货和知识新闻随时听，则将精品图书和每日新闻通过筛选、加工为浓缩的信息干货提供给用户。截止 3 月 5 日，得到用户总人数为 558.4 万人，每天增加 2 万，日活跃用户 45 万，专栏累计销售 144 万（扣除《罗辑思维》为 80 万），专栏平均日打开率占 30%左右。

分答—知识超市型知识付费模式

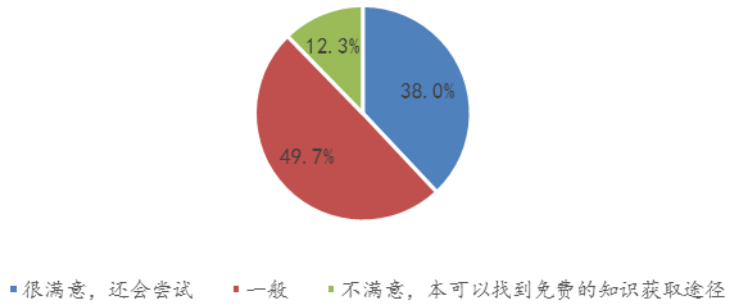
分答和在行是分答公司主要知识产品；其中，“在行”于 2015 年 3 月 13 日率先推出，用户可以约见不同领域的行家，通过线下一对一咨询的方式，获得各领域行家的经验和针对性指点。行家利用闲余时间接单，兼有线下社交元素。2016 年度，在行团队推出“分答”，早期模式为付费语音问答，答主在 1 分钟答疑解惑，未付费用户可以通过支付 1 元偷听回答。该模式利用答主非常碎片的时间来服务小碎需求，较之文字模式，语音作答使供给的压力进一步降低。2017 年初分答推出了定位在轻课的“分答小讲”，20-30 分钟，系统性了解某个场景知识点，多个小讲构成实用性的知识图谱。主讲一次性交付，永久售卖，互动在单独的讨论组“小讲圈”进行，保证了小讲的完整性。“分答”于 2016 年 5 月 15 日上线，自上线后周国平、马东、王思聪、李银河、罗振宇、汪峰，章子怡等众多明星大咖及健康领域、理财领域、职场领域等名人答主在分答付费语音平台回答各类问题。

3.6.5 平台自身持续完善、内容产品垂直化及更好的产品定价机制是趋势

- **国内知识付费目前痛点在于：**

1）提供的服务良莠不齐，学习体验需要提高。知识付费产品仅发展了一年，使用体验仍有许多需要迭代的地方，现在知识付费提供的产品丰富，但提供的可供消费者使用的内容服务良莠不齐，消费者的学习使用体验有待提高。根据企鹅智酷提供的数据显示，在有过知识付费行为的消费者中，有 38%表示体验满意，还会尝试，49.7%表示一般，12.3%表示不满意，对于付费得到的内容自己本可以找到免费的途径来获取。

图 137：对于已购付费内容的满意度



资料来源：企鹅智酷、招商证券

2）长期用户吸引力差，复购率不强。学习始终是比较痛苦的过程，消费者在使用知识付费产品时仍然需要花费很大的精力，并且目前的大多数知识付费产品用户的行为较为单一（阅读或偶尔评论）、互动性差。

3）内容同质化严重。目前知识付费领域已经形成了某些热门的知识领域，例如时间管理类、文书写作类、投资理财类，热门的知识领域较易变现且受欢迎；但是这类知识内容更多是技能性的培训，标准化程度高，因此内容大多雷同。

➢ **未来发展趋势：**

1）知识付费平台自身完善，提高使用者的用户体验。随着知识付费平台内容的增多，如何完善筛选、评价及推荐机制将会成为未来知识付费提高用户体验的基本问题，增强用户之间的互动性。

2）内容产品的垂直化、细分化。垂直化、细分化将是未来知识付费领域的基本趋势，对于若干重要领域，如健康、情感、理财、法律、职场、IT 等来讲，已经出现了大众化平台向专业化细分产品转化的趋势。知识付费的产业链也会逐渐被细分，问答、课程与咨询三大类基本形态将会被细分出更多的产品形式。

3）内容产品的定价机制。知识付费的定价主要包括知识生产者自主定价和平台同生产者共同定价，但是这种定价是否最合理？是否有一定的定价规律和机制可以遵循？对于非标化的价格如何定价是最合适的，是否可以通过买卖双方共同定价，并且具有一定的议价空间，这些问题将会在之后逐渐呈现。

四、相关推荐标的

4.1 游戏：三七互娱、完美世界、游族网络和昆仑万维

➢ **三七互娱（002555）：“产品+买量”使手游再续页游辉煌，迎接 A 股“小网易”**

《永恒纪元》由公司旗下极光网络研发，上线首月流水即过亿，2017 年 1 月流水达到 2.8 亿元，创下新高。2017 年 4 月在 IOS 游戏畅销榜排名最高达到第 2，1 至 4 月国内月流水稳定在 2.5 亿元以上。《永恒纪元》还被发行到港澳台、东南亚、北美等地，被谷歌台湾评为“2016 年度最佳游戏”，登顶台湾 ios 游戏畅销榜。我们预计《永恒纪元》有望成为公司 2017 年打造的爆款。此外，三季度有望推出的《传奇霸业》手游基于经典页游《传奇霸业》IP 改编，由腾讯代理，《传奇霸业》页游是 2015 年开服数第一，至今国内月流水最高的页游，《传奇霸业》手游有望再度验证页转手成功逻辑，打造爆款。

➢ **完美世界（002624）：精品成就娱乐王国，看好公司端转手和影游联动**

完美世界作为端游巨头转型手游有望充分享受手游重度化的行业红利。手游《诛仙》2016 年 8 月份流水接近 4 亿，带动公司在全球 ios 收入厂商中挤入前 10，位列第 8，成为第 3 个进入全球 ios 榜单的中国厂商。2017 年、2018 年预计上线的项目还包括：《遮天 3D》、端改手作品《完美世界》、《武林外传》等，还将有多部影游联动的手游。2017 年公司电竞业务有望迎来高速增长，手握《CS:GO》和《DOTA2》两大电竞 IP，将享受电竞行业爆发红利。

➢ **游族网络（002174）：页游巨轮发力手游，大 IP+全球化开启新航城**

目前上线的核心手游产品包括《少年三国志》、《少年西游记》、《狂暴之翼》以及《刀剑乱舞 online》，其中《少年三国志》自推出以来流水始终保持稳定，目前月流水仍在 1 亿元以上，2016 年下半年推出的 ARPG 游戏《狂暴之翼》全球流水还处于上升期，2017 年 4 月海外流水接近 2000 万美元，在海外市场 ARPG 游戏中收入排行第一，国内流水也在 7000 万元左右。公司 2017 年二、三季度还将接连上线《射雕英雄传》页游、《女神联盟 2》手游、《军师联盟》双端、《神迹大陆》手游等新游戏，2017 年迎来游戏爆发年。

➢ **昆仑万维（300418）：游戏布局迎来业绩释放期，平台战略带动估值提升**

原有业务包括手游+页游+发行，2017 年开始公司强化研运一体，将上线 4-5 款基于 IP 的自研游戏，包括《终结者》、《轩辕剑》、《死神》等。收购的棋牌游戏公司闲徕互娱，目前共计 30 款游戏 APP，其中麻将类 26 款，牌类 4 款，从湖南、四川开始抢占市场，DAU 仍然处于增长期。公司一季报向好，全年业绩爆发值得期待。

4.2 影视：唐德影视、慈文传媒、华策影视、欢瑞世纪

➢ **唐德影视（300426）：影视、综艺齐发力，开启 2017 精彩大年**

电视剧：精品剧务实公司业绩，储备优质 IP 资源。优质电视剧为公司主要收入贡献。2017 年储备的电视剧《赢天下》、《蔓蔓青萝》、《花儿与远方》等值得期待，《东宫》我们也预计有望确认到 2017 年。公司还与中文在线签订战略合作协议，借助其优质 IP 资源，丰富自身 IP 储备。公司与范冰冰这一优质明星深度合作，成立合资公司经营影视剧制作和服务。综艺：战略进入综艺节目，手握中国好声音版权。公司获得的好声音中国地区第 5-8 季的独家开发、制作、宣传和播出权利将逐步兑现。同时，公司投资制作的《筑梦中国》C 计划正准备中，《Dance Dance Dance》也值得期待。电影：中外合拍片业务大有可为。电影方面，承制了《大唐玄奘》、联合执行制片《绝地逃亡》等，均取得较好的票房成绩。储备项目包括《重返巴格达》、《绝地逃亡 2》、《幽灵列车》、《生命之路》等。2016 年 7 月上映的《绝地逃亡》为中外合拍片，不需按照进口片处理，有较高分账比例。公司董事长吴宏亮先生曾在中国电影任职，主要负责中美合拍片业务，业内资源丰富，未来公司中外合拍片业务大有可为。

- **慈文传媒（002343）：优质电视剧制作龙头，储备大量爆款 IP**

夯实影视制作龙头地位，电视剧、网络剧精品不断。2016 年周播大剧《老九门》强势刷新周播剧收视和点击量纪录。《左耳》《梦想年华大三线》《特勤精英》《惊蛰》《特工皇妃》《回到明朝当王爷》6 部电视剧已开机或基本完成拍摄。网络剧方面，《示铃录》、《执念师》等优质作品。往后看，《三体》、《爵迹》、《老九门 2》、《步步生莲》、《脱骨香》等 IP 储备剧将逐渐进入观众视野。我们预期《凉生》这部大 IP 剧，单集网台合计售价突破千万级别，《回到明朝当王爷》同样值得期待，带来 2017 年业绩向上弹性。游戏业务利润贡献巨大，赞成科技等形成泛娱协同效应。赞成科技在移动互联网领域多维度发展，延续以休闲益智类游戏为主的开发策略，推出多款精品休闲游戏和 HTML5 游戏，1 款 AR/VR 精品游戏进入策划阶段，面向中国联通、中国移动和中国电信三大运营商开发了“彩视秀”来电视频。影游联动为主线，围绕 IP 全产业链开发。电影、游戏、艺人经纪和衍生等相关业务领域全力推进整合与协同拓展，提高综合竞争实力和可持续发展能力。通过外部引进和内部培养相结合的方式，在推进原有业务团队转型提升的同时，大力加强视骊影视、蜜淘影业、微颗影业等年轻化业务团队的建设，打造多类型业务团队和适应公司发展战略的梯队人才队伍。

- **华策影视（300133）：“SIP+X”战略打造精品头部剧王者**

华策影视在 SIP 战略下，不断优化内容矩阵，稳定地产出高品质的头部剧，打造爆款标杆产品，形成电视剧平台型龙头制作公司。2016 年的代表剧包括：《锦绣未央》、《微微一笑很倾城》、《亲爱的翻译官》等，2017 年已推出了爆款电视剧《孤芳不自赏》、《三生三世十里桃花》（网络点击量破 400 亿，获得近 5 年全网电视剧单集点击量冠军）。公司着力打造“新媒体矩阵”，涵盖从视频网站、网络直播平台、移动互联网终端到各种专业垂直自媒体的多屏新媒体金字塔。“SIP+X”战略同时延伸产业链价值，逐步加大对超级 IP 全产业链泛娱乐内容的开发，实现内容价值最大化，包括涉足融合到其他行业，如电商、游戏、时尚、金融、教育、旅游等，开创新型消费场景与模式。

- **欢瑞世纪（000892）：拥有海量青春态爆款 IP 储备的精品剧制作龙头**

公司储备了《十年一品温如言》、《诛仙》、《古剑奇谭》、《盗墓笔记》、《昆仑》、《沧海》等热门题材的影视剧版权，且拥有爆款 IP 的开发经验。从 2014 年的《古剑奇谭》，到 2015 年的网络剧《盗墓笔记》，再到 2016 年的《诛仙青云志》、《麻雀》等无一不验证公司的 IP 运营和爆款实力。2017 年由景甜、任嘉伦主演的电视剧《大唐荣耀》到目前

为止腾讯播放量前后近 70 亿次。2017 年在拍的还有《十年一品温如言》(杨紫等主演)、《天下长安》(张涵予、秦俊杰、李雪健、舒畅等主演)、《天乩之白蛇传说》(杨紫、任嘉伦主演)等,《昆仑》进入剧本开发阶段,《盗墓笔记 2》和《诛仙 2》也在计划之中。

4.3 文学:思美传媒、平治信息、中文在线

➢ **思美传媒(002712):完成收购掌维科技,站上移动阅读浪潮之巅**

2017Q1 完成对掌维科技 100%收购,掌维主要从事网络文学的版权运营服务,主营业务包括数字阅读业务和版权衍生业务,所处行业为数字阅读行业,尤其聚焦于移动阅读。掌维科技致力于为用户提供优质、丰富的网络文学内容资源,并基于优质文学内容开展全版权 IP 推广、运营和服务。以“原创书殿”和“言情书殿”两个互联网阅读平台为基础,向作者或版权机构采购相应的数字内容,并支付相应的版权费用,然后通过自有平台,为互联网用户提供阅读服务。截至 2016 年 11 月,公司互联网阅读平台合计注册用户超过 740 万,公司的移动阅读产品包括两个方面:一方面是指掌维科技作为数字内容提供商,与中国移动、中国电信、中国联通等三大电信运营商合作,向其提供适合在手机上阅读的数字内容产品,并以内容分成的形式获得收入;另一方面是指掌维科技作为电信运营商的分销渠道为其提供推广服务。截至 2016 年 11 月,“奇悠阅读 APP”累计下载超过 3600 万,月活跃用户超过 470 万,日活跃用户超过 24 万。

➢ **平治信息(300571):自有移动阅读平台业务突飞猛进**

以移动阅读平台业务为主,业绩保持高速增长。公司以提供有声阅读为主,文字阅读、动漫画、游戏、音乐、教育等其他服务为辅,打造国内领先的移动阅读平台,始终坚持“版权合法+用户培养+内容增值+平台增值”为核心的经营模式,与电信运营商合作紧密,大幅度提高企业增值电信服务产品的市场占有率。自有移动阅读平台业务加速发展,势头强劲,2015 年下半年起先后推出了超阅小说、知阅小说、花生阅读、三更小说、灵书阅读等多个自有阅读平台。通过自有阅读平台打造价值 IP,助力移动阅读平台升级,同时实现版权自生产,打造价值 IP。公司有意进一步扩充有声阅读优质版权资源,持续改进完善移动阅读平台的产品应用功能、逐步实现移动阅读服务的便捷式跨平台接入及多终端覆盖,并整合现有的其他传统增值服务产品。

➢ **中文在线(300364):基于 PC 端优势发力移动阅读,IP 运营展翅腾飞**

旗下拥有 PC 端文学网站 17K 小说网,后续也将往移动端进行拓展;同时,旗下另一个平台——汤圆创作,已成为国内最大的手机移动端读写社区。基于这两大平台,大力掘金移动阅读市场,享受付费市场爆发盛宴,同时基于在手 IP 延伸至下游影视、游戏,拓展 IP 运营变现空间。17K 小说网成立于 2006 年,是中文在线的原创网络平台,中宣部认定的网络文学重点园地。之前有过很多大神级作家,如血红、烟雨江南、云天空等。截至 2016 年末拥有注册用户数约 5000 万,驻站网络作者 70 万,月活跃作者 4 万多人,作者类型 100 多种,点击过亿作品超过 100 部,旗下知名作家包括:酒徒、风青阳、失落叶、纯银耳坠,骁骑校、希言菲语等,代表作品:《指南录》、《家园》(出版名《隋乱》)、《开国功贼》、《盛唐烟云》、《网游之盗版神话》、《网游之纵横天下》、《铁器时代》、《橙红年代》、《错惹霸道首席》、《小魔妃》等。2014 年创立汤圆创作,是目前国内最大的手机移动端读写社区(手机写作 APP),开启文学 3.0 时代。用户以年轻人为主,90%以上是 95 后和 00 后,覆盖全国 3000 多所院校的学生群体。截至 2016 年末汤圆创作驻站作者 190 多万人,月活跃作者约 35 万人,月用户留存率超过 30%。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

顾佳，招商证券研发中心传媒行业高级分析师。传播学硕士，经济学学士，曾在华创证券研究所担任传媒组组长。2015 年新财富第三名、水晶球第三名、金牛奖第三名。2016年新财富第四名，金牛奖第二名。

方光照，招商证券研发中心传媒行业分析师。上海财经大学金融学硕士，2015年加入招商证券，2016年新财富第四名、金牛奖第二名、保险业协会第二名成员，2015年新财富第三名、水晶球第三名、金牛奖第三名成员。

朱珺，招商证券研发中心传媒行业分析师。清华大学会计硕士，2014年加入中金公司担任纺织服装行业分析师，2016年加入招商证券。2016年新财富第四名团队成员，金牛奖第二名团队成员。

王光兵，招商证券研发中心传媒行业分析师。北京大学硕士，2016 年加入招商证券。2016 年新财富第四名、金牛奖第二名、保险业协会第二名成员。

林起贤，招商证券研发中心传媒行业分析师。北京大学硕士，2015 年加入中投证券担任传媒行业分析师，2017年加入招商证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。