



2018 年 04 月 16 日

增持(维持)

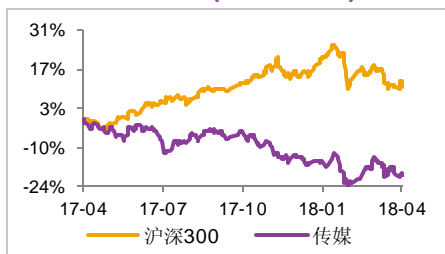
分析师：陈铮娴

执业编号：S0300516090001

电话：+86-021-51782239

邮箱：chenzhengxian@lxsec.com

行业表现对比图(近 12 个月)



资料来源：聚源

相关研究

《【联讯传媒】2018 智慧无人零售行业大会纪要——数字让生活更便》2018-04-02

《【联讯传媒周报】关注护城河深厚，估值具性价比之标的》2018-04-03

《【联讯传媒周报】建议关注视频付费内容产业链内容提供方》2018-04-12

传媒

【联讯传媒】中国视频付费行业正在起飞，平台型头部内容公司为受惠者

投资要点

✧ 中国视频付费行业正在起飞，预估 2020 年市场规模约两千亿，对应年复合增长率 CAGR 为 19%

中国在线视频行业飞速发展，预计市场规模从 2017 年的 952.3 亿元增长至 2020 年的 1916.4 亿，CAGR 将达 19.1%，内容付费占比预计由 2017 年的 24.8% 提升到 2020 年接近 30%；2017 年中国网络视频用户规模达到 5.79 亿，占全体网民的 75%，其中 94.8% 的视频用户主要通过手机观看网络视频，人均每天观看时间超过一小时，占在线娱乐总时长的 80%。

✧ 互联网流量红利时代终结，付费率和 ARPU 值提升为主要驱动力

2017 年中国移动互联网月度活跃设备增长率自 1 月的 17.1% 滑落至 12 月的 6.3% 呈逐月递减的趋势，表明流量红利时代的结束和用户价值收割时代的开启。目前中国视频付费率为 13%，ARPU 值约为 218 元，仍有较大可提升空间。2017 年不到 4% 的 TOP10 头部剧的播放量占总量的 45%，成为拉动用户付费的最主要手段，各大在线视频网站的内容支出增速接近 70%，渠道调研显示，预计 2018 年包括爱奇艺 (IQ.O)、腾讯视频和优酷土豆在内的各视频网站的内容支出预算同比增速将不低于 80%，头部内容的提供方成为直接受益对象。

✧ 视频网站向产业链上游（内容）布局，平台型内容公司为主要受惠者

2017 年中国三大在线视频网站发展情况尚未拉开差距，突出差异化才能在竞争中抢得先机，爱奇艺、腾讯视频和优酷土豆凭借各自优势，逐步向产业链上游布局，与头部内容平台型的企业合作输出独占内容成为目前的最佳选择，以《盗墓笔记》和《老九门》为代表的自制独占内容播放量已超过百亿。2017 年国产单部网络剧平均播放量达到 5.53 亿次，播放量前十的头部网剧平均播放量达到 50 亿次。凭此爱奇艺和腾讯视频付费会员数量分别达到 6010 万和 6259 万，均已超过 Netflix (NFLX.O) 的 5280 万美国本土付费会员数量。以平台为核心，以需求为导向，串联内容、用户与广告的在线视频产业链已基本成型。

✧ 投资建议

我们持续看好储备有大量顶尖 IP 资源，拥有持续产出头部优质内容的平台型公司，如光线传媒 (300251.SZ)、华策影视 (300133.SZ) 和慈文传媒 (002343.SZ)。

✧ 风险提示

付费收入增长仍需接受市场检验，内容成本上升和政策监管风险。



目 录

一、在线视频行业处于市场规模快速上涨周期，到 2020 年将达两千亿	4
（一）中国在线视频行业市场规模已近千亿，广告为主、付费崛起.....	4
（二）网络视频用户数量稳定增长，95%网民选择用手机观看视频	5
（三）视频观看占在线娱乐时长 80%，人均每天观看时间超一小时	6
二、互联网流量红利时代结束，用户价值收割时代已经来临	6
（一）付费用户基数超越北美，付费率和 ARPU 值偏低.....	7
（二）头部内容为提升 ARPU 值的最主要抓手，成为各视频网站争夺的重点.....	7
1、TOP10 大剧贡献 45%的流量，影视剧播放量呈倒金字塔	7
2、用户付费意识提高，更乐意为优质内容买单.....	9
（三）各大平台内容支出仍将高速增长，推动版权价格暴涨	10
1、2017 年视频网站内容支出增速接近 70%并仍将继续增加.....	10
2、头部内容的争夺助推版权价格暴涨.....	11
三、视频网站向产业链上游布局，与头部内容公司合作成最佳赛道.....	11
（一）Netflix 的启示——自制独占的精品内容筑成“护城河”	11
（二）国产自制崛起，头部内容公司成为直接受益者.....	13
（三）国内视频网站各具优势，着力凸显差异化理念.....	14
1、爱奇艺围绕 IP 提出“大苹果树”战略。.....	14
2、腾讯视频依托“社交+”模式打造泛娱乐体系。	15
3、优酷土豆以“视频+电商”联动模式融入阿里大文娱板块。	15
（四）以平台为核心，以需求为导向，串联内容、用户与广告的产业链基本成型。	16
四、投资建议	17
六、风险提示	18



图表目录

图表 1: 预计 2020 年中国在线视频行业市场规模将接近 2000 亿.....	4
图表 2: 2019 年中国在线视频行业内容付费规模将达到 582.2 亿元.....	4
图表 3: 2012-2020 年中国在线视频行业广告收入为主, 付费收入崛起.....	5
图表 4: 2017 年中国网络视频用户规模达 5.79 亿.....	5
图表 5: 2017 年 12 月移动端视频服务的单机单日有效时间高居榜首.....	6
图表 6: 2017 年 1-12 月中国互联网月度活跃设备数逐月递减.....	6
图表 7: 2017 年中国视频付费会员数量超过一亿.....	7
图表 8: 部分头部剧累计播放量统计	8
图表 9: 2017 年大剧网播量近 6000 亿, TOP10 大剧占比总量 45%.....	8
图表 10: 2017 年占影视剧总量 4%的百亿级头部剧播放流量占比 45%.....	9
图表 11: 视频付费用户以 35 岁以下年轻人为主.....	9
图表 12: 63.9%用户能接受每月 20 元以下的内容付费.....	9
图表 13: 爱奇艺 MAUs 与其头部内容的播出联系紧密.....	10
图表 14: 2017 爱奇艺内容成本达 126 亿, 占比 72.6%.....	10
图表 15: 外购版权占据内容成本支出的 80%以上	10
图表 16: 爱奇艺获利能力增强, 亏损率逐年下降.....	11
图表 17: 部分热门影视剧版权采购价格暴涨.....	11
图表 18: Netflix 旗下部分头部剧集.....	12
图表 19: 2017 年 Netflix 国际付费用户数量已超越美国本土	13
图表 20: 2013-2017 年视频网站自制剧数量逐年上涨.....	13
图表 21: 国产自制独占网络剧播放量及其单集成本	14
图表 22: 爱奇艺移动端 MAUs 和 DAUs 分别超过 4 亿台和 1 亿台	15
图表 23: 2017 中国三大在线视频网站自制内容代表作.....	16
图表 24: 在线视频付费产业链.....	16
图表 25: 部分头部内容公司及其付费代表作.....	17

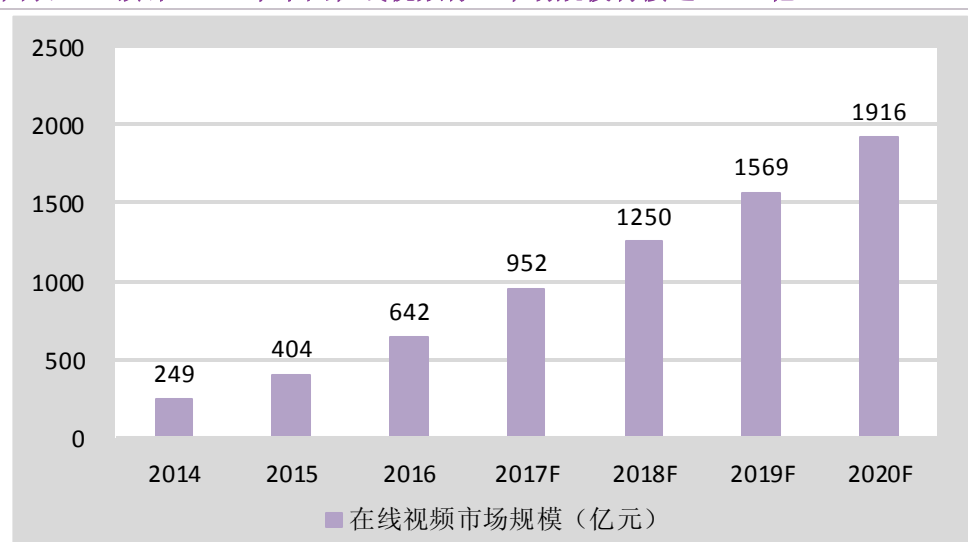


一、在线视频行业处于市场规模快速上涨周期，到 2020 年将达两千亿

（一）中国在线视频行业市场规模已近千亿，广告为主、付费崛起

中国在线视频行业发展迅速，市场规模已从 2014 年的 249 亿元预计增长至 2017 年的 952 亿元，预计在线视频行业的市场规模增长仍将继续，2020 年将达 1916 亿元，2017-2020 年复合增长率为 19.1%。

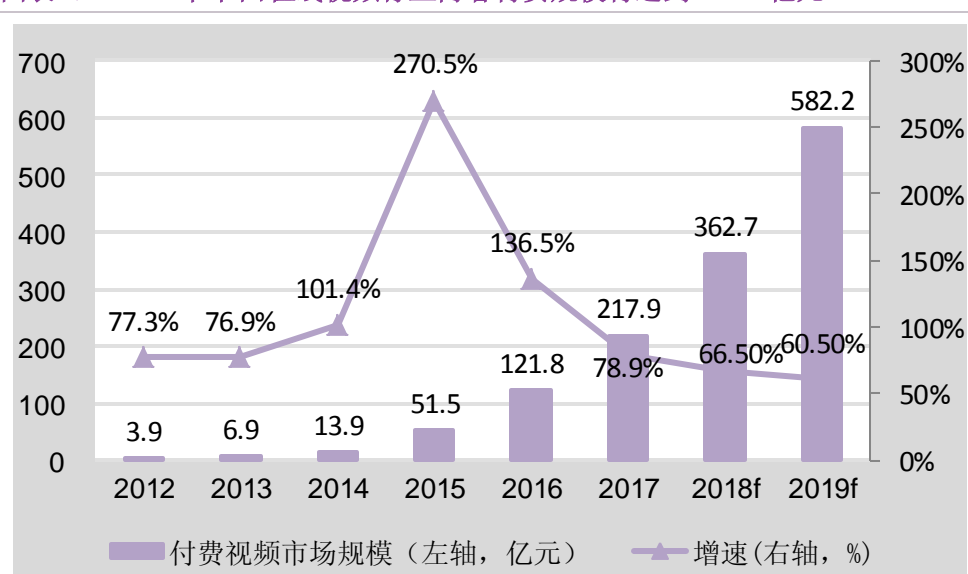
图表1： 预计 2020 年中国在线视频行业市场规模将接近 2000 亿



资料来源：联讯证券，艾瑞咨询

目前中国的在线视频平台收入主要来自内容付费和广告业务。根据艾瑞咨询发布的报告，内容付费市场规模从 2012 年的人民币 3.9 亿元增加至 2017 年的 217.9 亿元人民币，占比由 4.4% 预计提升到 24.8%，2015 年作为中国视频付费爆发的拐点，付费规模突破 50 亿元，同比增长 270.5%。预计到 2019 年，内容付费市场规模将达到 582.2 亿元人民币，占比超过 30%，复合增长率为 38.8%。

图表2： 2019 年中国在线视频行业内容付费规模将达到 582.2 亿元

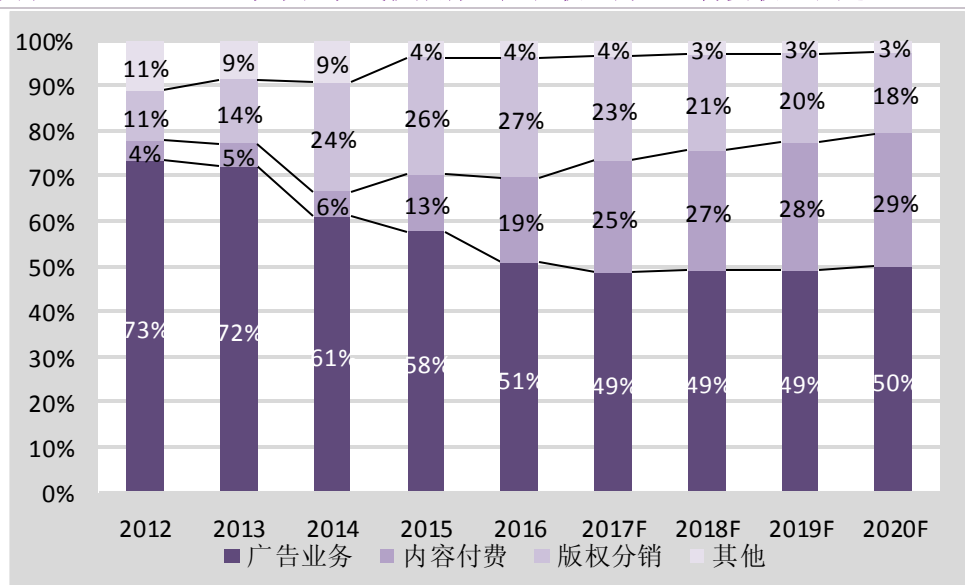


资料来源：艾瑞咨询，联讯证券



在线广告业务规模从 2012 年的人民币 67 亿元增加至 2016 年的人民币 326 亿元，占比从 73.4% 预计下降到 48.6%。用户付费收入正在取代传统在线广告业务成为最主要的增长引擎，在线视频行业将逐步形成更加平衡、更为健康的盈利模式。

图表3： 2012-2020 年中国在线视频行业广告收入为主，付费收入崛起

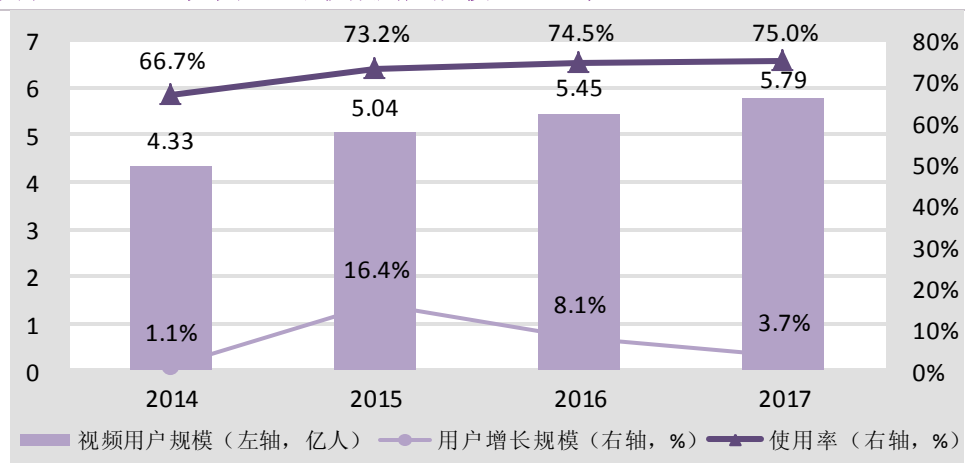


资料来源：艾瑞咨询，联讯证券

（二）网络视频用户数量稳定增长，95%网民选择用手机观看视频

根据 CNNIC 调查数据显示，2017 年中国网络视频用户规模达到 5.79 亿，同比增长 6.3%，占全体网民的 75%；手机网络视频用户规模达到 5.49 亿，同比增长 9.7%，占全体手机网民的 72.9%。从在线视频用户终端设备的使用情况来看，视频观看向移动端集中的趋势更加明显——94.8% 的视频用户会使用手机收看网络视频节目。三大在线视频播放平台的流量统计也验证了这一点，截止 2018 年 2 月，爱奇艺、腾讯视频、优酷 PC Web 端月度覆盖用户数分别达到 2.48 亿、2.38 亿和 2.49 亿，环比增幅分别为 -2.7%、-1.5% 和 -7.3%；而在移动端，爱奇艺、腾讯视频、优酷土豆 MAUs 分别为 6.19 亿、5.89 亿和 4.40 亿，环比增长分别为 0.5%、0.6% 和 8.4%。

图表4： 2017 年中国网络视频用户规模达 5.79 亿



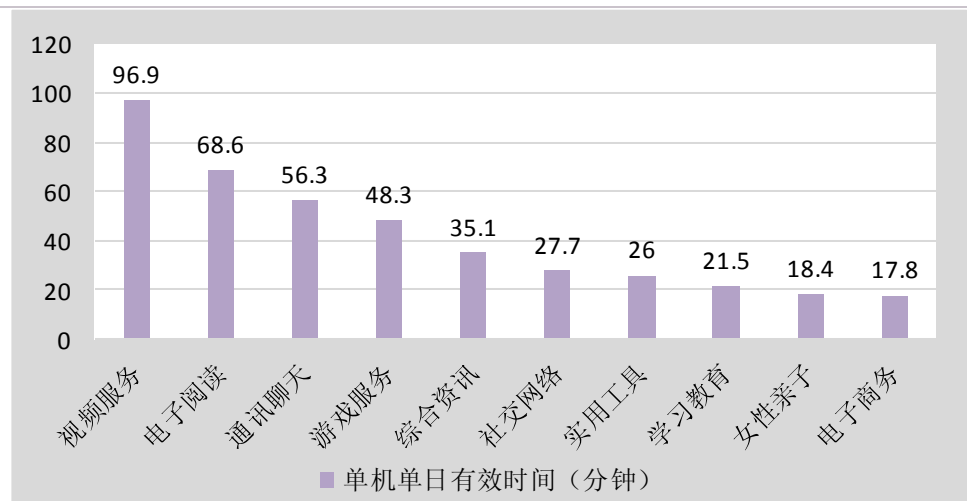
资料来源：联讯证券，CNNIC



（三）视频观看占在线娱乐时长 80%，人均每天观看时间超一小时

作为中国最领先的在线娱乐形式，2016 年用户花费在在线娱乐上的时间中，超过 80% 用于互联网视频。根据艾瑞咨询提供的报告，2017 年 12 月视频服务单机单日有效时间为 96.9 分钟，是第二名电子阅读有效时间 68.6 分钟的 1.4 倍。同 2017 年 1 月相比，视频服务单机单日有效时间从 85.2 分钟，上升到 96.9 分钟，涨幅达 13.7%，同期整体互联网服务单机单日有效时间的涨幅仅为 9.3%。与同类互联网在线娱乐服务相比，用户更倾向于在视频服务上花费更多的时间。

图表5： 2017 年 12 月移动端视频服务的单机单日有效时间高居榜首

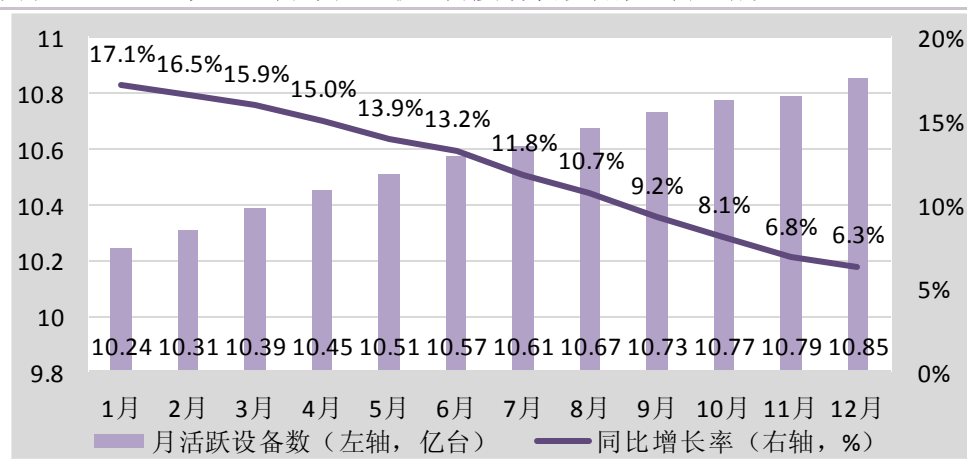


资料来源：艾瑞咨询，联讯证券

二、互联网流量红利时代结束，用户价值收割时代已经来临

2017 年中国移动互联网月度活跃设备总数稳定在 10 亿以上，从 2017 年 1 月的 10.24 亿到 12 月的 10.85 亿，增长非常缓慢，而增长率却从 17.1% 滑落至 6.3% 呈逐月递减的趋势。同样，我们还观察到中国人均单日使用移动互联网的时长从 2016 年的 228.1 分钟增长到 2017 年的 236.8 分钟，仅增长了 8.7 分钟，中国网民对互联网的使用程度已接近顶峰。表明互联网流量红利已经结束，行业关注重点逐步从增加用户和流量，转为对存量用户、存量流量的运营。

图表6： 2017 年 1-12 月中国互联网月度活跃设备数逐月递减



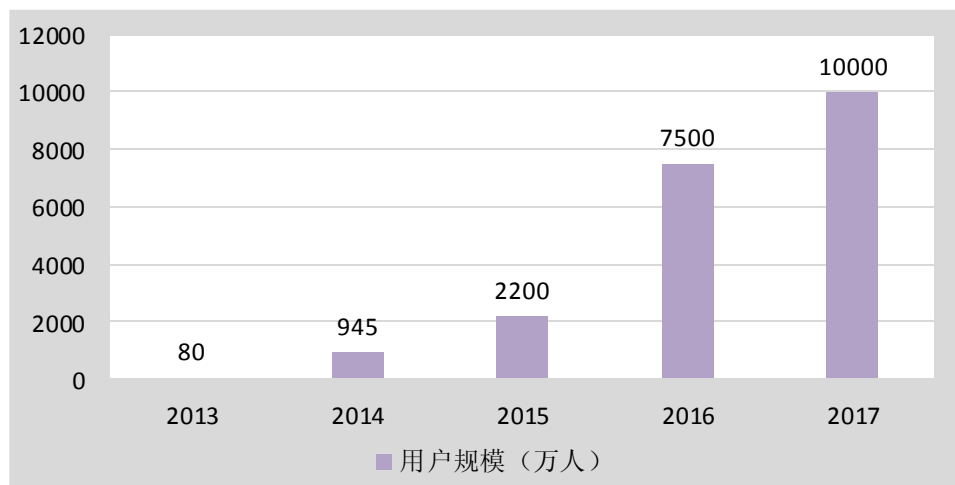
资料来源：QuestMobile，联讯证券



（一）付费用户基数超越北美，付费率和 ARPU 值偏低

根据艺恩对于付费会员数量的估计，中国视频付费用户规模经历了井喷式的增长从 2013 年的 80 万到 2017 年的突破一亿，年复合增长率达 119.5%。而爱奇艺和腾讯视频在 2 月宣布各自付费会员数量分别达到 6010 万和 6259 万，均已超过 Netflix 在 4Q17 财报中公布的 5280 万美国本土付费会员数量。

图表7： 2017 年中国视频付费会员数量超过一亿



资料来源：艺恩网，联讯证券

参考 CNNIC 的数据，2017 年中国的视频网站用户（PC 端+移动端）约为 5.79 亿，由此计算，中国视频网站用户的付费率约为 17.3%。2016 年美国主要付费视频平台用户数量约为 1.3 亿，付费率超过 90%，是中国的 5 倍多。

从 ARPU 值角度来看，2017 年中国视频付费市场规模达到 217.9 亿，按 1 亿个付费用户计算，中国 ARPU 值约为 218 元，对比美国 Netflix 约为 100 美元的 ARPU 值，中国 ARPU 值大约仅为美国的三分之一。

我们认为中国在线视频行业的付费率和 ARPU 值尚存较大增长空间。

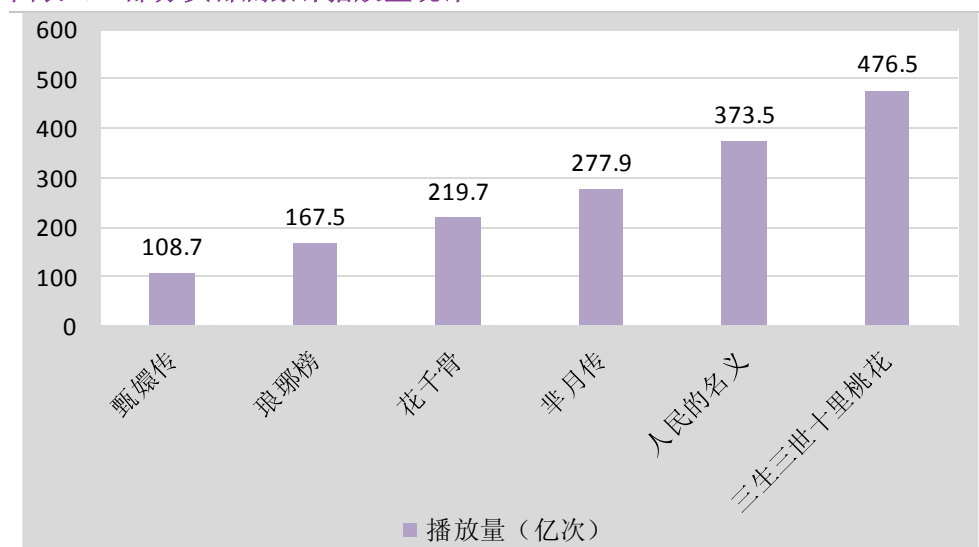
（二）头部内容为提升 ARPU 值的最主要抓手，成为各视频网站争夺的重点

1、TOP10 大剧贡献 45% 的流量，影视剧播放量呈倒金字塔

自 2015 年起，能够同时俘获多屏（电视荧屏、电影银幕、电脑屏、移动屏等）观众注意力的头部内容越来越多的获得了视频媒体与传统媒体的青睐和争夺。版权剧在台网两端联动播放，使得用户日均视频点击量不断增加。



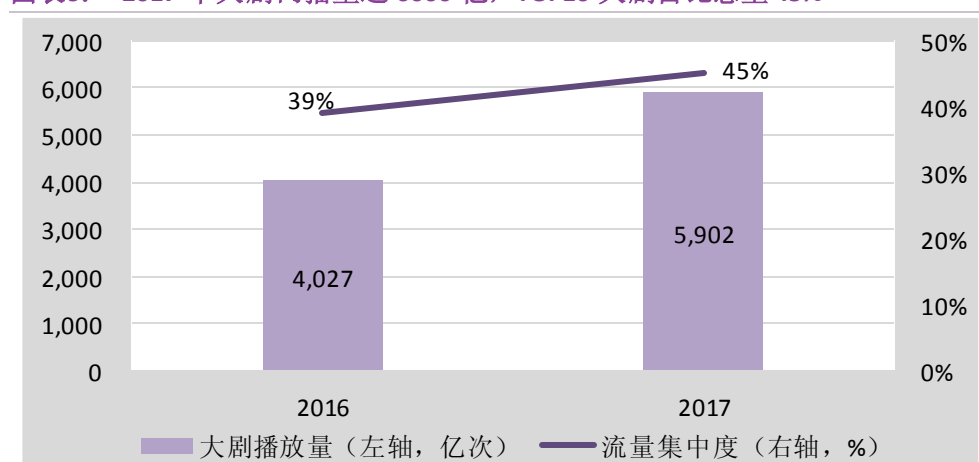
图表8： 部分头部剧累计播放量统计



资料来源：艺恩网，联讯证券

2017 年电视剧网络播放量累计近 6000 亿，增长率达 47%。且头部剧播放量增长迅猛，从 2012 年的《甄嬛传》108.7 亿次，到 2015 年的《芈月传》277.9 亿次，到 2017 年的《人民的名义》373.5 亿和《三生三世十里桃花》的 476.5 亿次，2017 年 TOP10 大剧播放量占总量的 45%。

图表9： 2017 年大剧网播量近 6000 亿，TOP10 大剧占比总量 45%

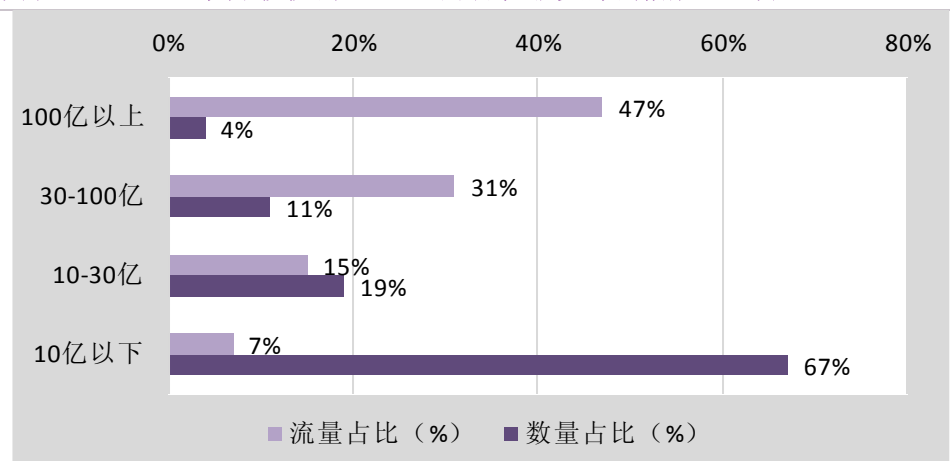


资料来源：艺恩网，联讯证券

根据艺恩网的统计，2017 年网络播放量超过 100 亿次的头部剧达到 12 部，仅占全年电视剧播出量的 4%，却贡献了高达 47% 市场流量，播放量超过 30 亿次的腰部剧 28 部，占全年电视剧播出量的 11%，抢走了 31% 的市场流量，83% 的长尾部剧只获得了 22% 的市场空间。另外有 42 部版权综艺节目网络播放量超过 5 亿次；网络播放量过亿次的院线电影（包括国产院线片和进口院线片）达 102 部。



图表10: 2017年占影视剧总量4%的百亿级头部剧播放流量占比45%



资料来源: 艺恩网, 联讯证券

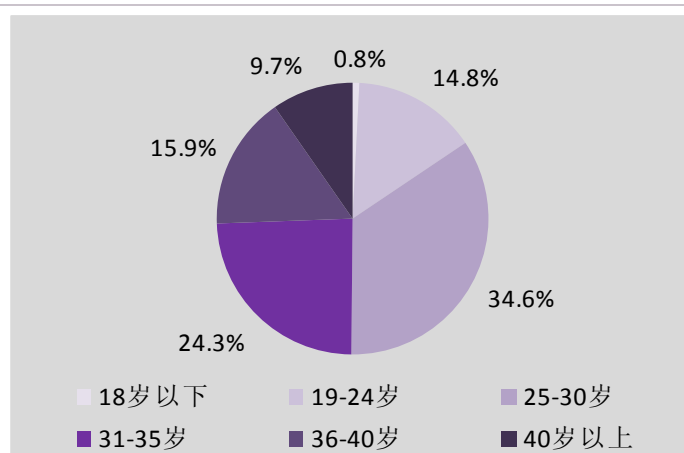
2、用户付费意识提高, 更乐意为优质内容买单

目前国内视频付费率的提升得益于互联网知识产权保护的加强, 年轻网民付费意识的提高和移动支付体系的日益完善, 但能让用户为自己感兴趣的内容买单的关键原因还是足够优质内容。

打击盗版为付费习惯的培养奠定了基础。从2013年起,《信息网络传播权保护条例》、《关于进一步加强网络视听节目创作通知》等政策陆续颁布, 互联网视频正版化联盟成立, 众多视频网站上的侵权内容接连下架, 我们认为依靠盗版内容吸引流量的草莽时代终结, 购买版权已经成为主流。

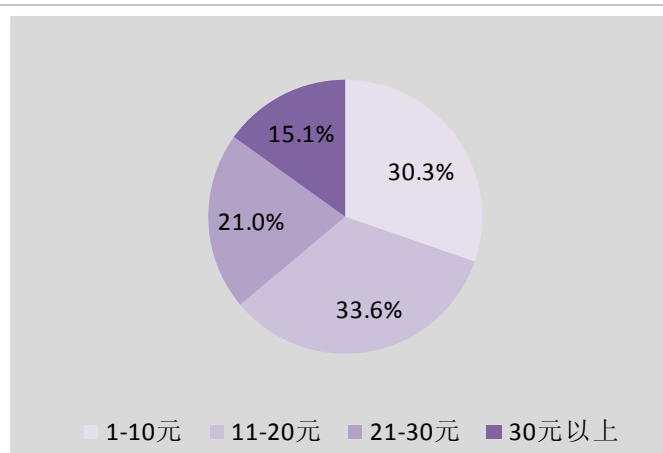
视频付费用户年轻化预示了新一代网民付费意识的加强。根据艾瑞咨询发布的数据显示, 35岁以下的年轻用户占据了全部付费用户的71.7%。在付费意愿方面, 63.9%的用户称可以接受每个月20元以下的消费。我们认为随着年轻用户的版权意识和支付能力的提高, 用户付费市场仍有成长空间。

图表11: 视频付费用户以35岁以下年轻人为主



资料来源: 艾瑞咨询, 联讯证券

图表12: 63.9%用户能接受每月20元以下的的内容付费



资料来源: 企鹅智酷, 联讯证券

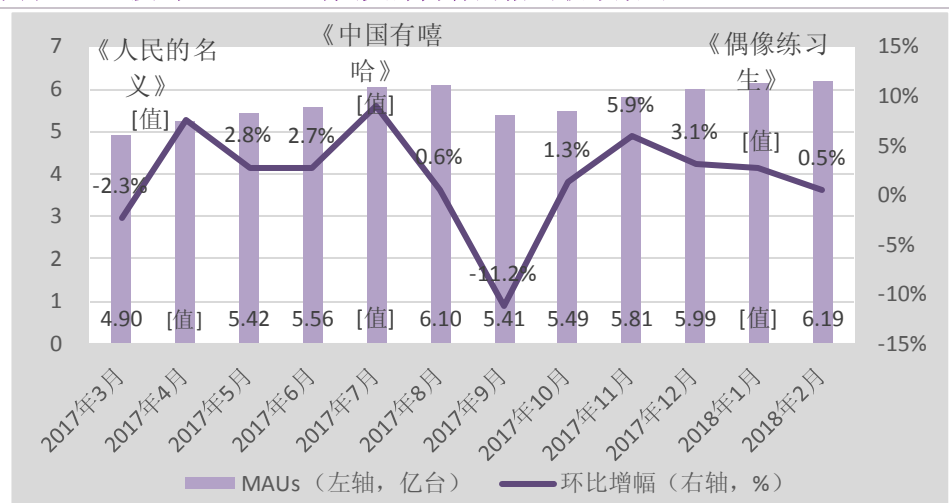
移动支付体系建设不断完善。截至2017年12月,我国使用网上支付的用户规模达到5.31亿,较2016年底增加5661万人,年增长率为11.9%,使用率达68.8%。包括扫码支付、



免密支付在内的支付方式优化,用户为视频付费的便利性得到增强,支付意愿大大提升。

根据艾瑞咨询的数据统计,爱奇艺近一年以来 MAUs 较高的 2017 年 4 月、2017 年 7 月和 2018 年 1 月分别对应的是《人民的名义》、《中国有嘻哈》和《偶像练习生》等爆款电视剧与网络综艺播出的时间。反映了用户更愿意为优质的内容付费与头部内容对于用户拉新和用户留存的重要驱动力。

图表13: 爱奇艺 MAUs 与其头部内容的播出联系紧密



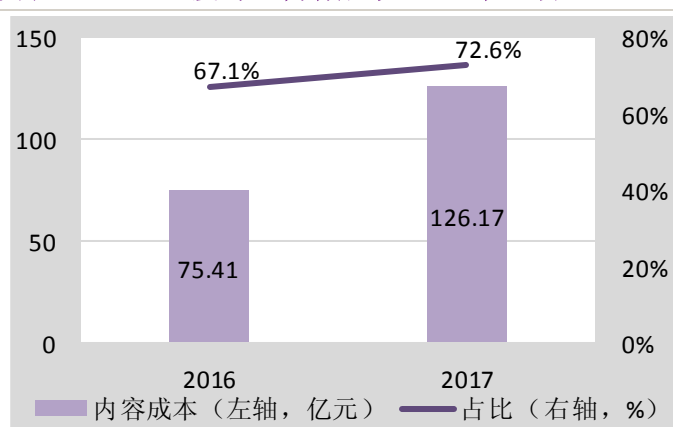
资料来源: 艾瑞咨询, 联讯证券

(三) 各大平台内容支出仍将高速增长, 推动版权价格暴涨

1、2017 年视频网站内容支出增速接近 70%并仍将继续增加

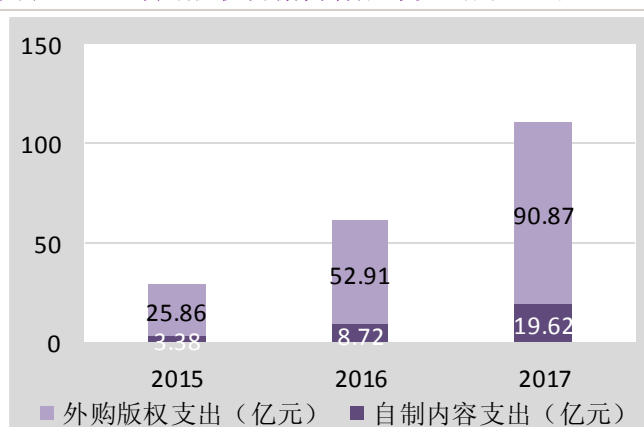
由于头部版权剧和版权综艺节目在用户拉新和广告商方面的强大号召力, 各大在线视频播放平台为争夺头部内容, 导致内容支出持续走高。根据爱奇艺公布的招股说明书, 2017 年爱奇艺的内容成本支出达 126 亿元, 同比增长 67%, 占总成本的比例, 从 2016 年的 67.1% 上升到 72.6%。内容成本由外购版权支出和自制版权支出两部分组成, 2017 年爱奇艺的外购版权和自制版权支出分别为 90.87 亿元、19.62 亿元, 分别增加了 37.96 亿元和 10.9 亿元, 外购版权支出占总内容成本的 82.3%。

图表14: 2017 爱奇艺内容成本达 126 亿, 占比 72.6%



资料来源: 爱奇艺招股说明书, 联讯证券

图表15: 外购版权占据内容成本支出的 80% 以上

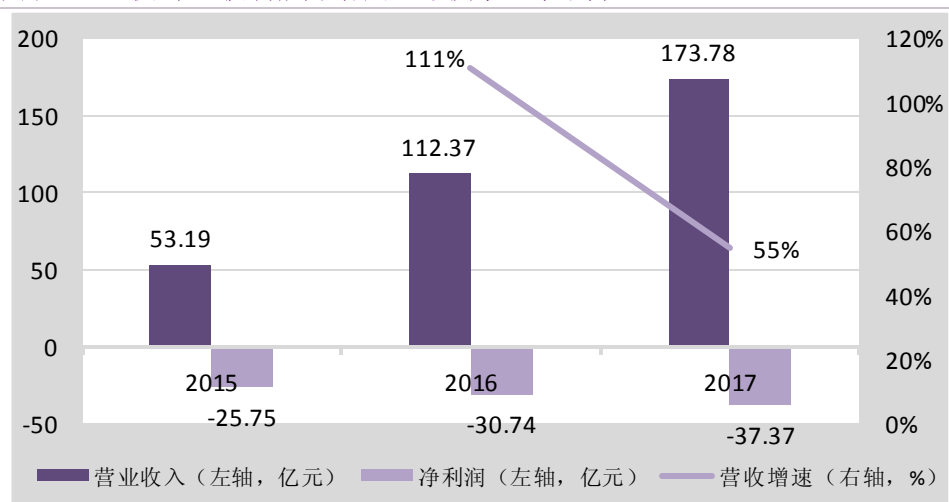


资料来源: 爱奇艺招股说明书, 联讯证券



受惠于头部内容的拉动，爱奇艺在 2015-2017 年实现收入猛增，分别达到 53.19 亿、112.37 亿元和 173.78 亿元，但依然难以挽回持续亏损的状态，2015-2017 年亏损分别为 -25.75 亿、-30.74 亿和 -37.37 亿元，亏损率分别为 48.4%、-27.4%和 -21.5%，呈下降趋势。

图表16： 爱奇艺获利能力增强，亏损率逐年下降



资料来源：爱奇艺招股说明书，联讯证券

我们的渠道调研显示，2018 年各大在线视频网站的内容支出预算同比增速将不低于 80%，平台间竞争已达白热化。

2、头部内容的争夺助推版权价格暴涨

2006 年室内情景喜剧《武林外传》的整部采购价格不到 1 万元，《步步惊心》2011 年价格为 70 多万/集，2017 年《择天记》单集已涨至 750 万元，预计 2018 年上线的《如懿传》已经以单集 900 万元的价格预售了，头部剧价格的涨幅远远超过整个电视剧市场的涨幅。

图表17： 部分热门影视剧版权采购价格暴涨

时间	剧名	单集采购成本 (元)
2006	《武林外传》	1250
2011	《步步惊心》	70 万以上
2015	《琅琊榜》	600 万
2017	《择天记》	750 万
2018	《如懿传》	900 万

资料来源：各网络平台，联讯证券

三、视频网站向产业链上游布局，与头部内容公司合作成最佳赛道

(一) Netflix 的启示——自制独占的精品内容筑成“护城河”

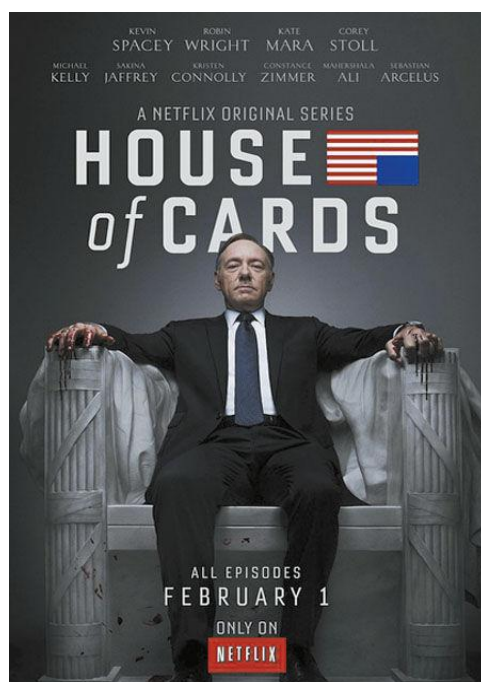
2013 年 2 月 1 日，Netflix 打破传统周播模式，一次性放出自制独占的整季《纸牌屋》第一季。凭借自身的超高质量，《纸牌屋》一度成为全球最炙手可热的话题，使 Netflix 在当季新增超 300 万流媒体用户，1Q13 财报公布后股价狂飙 26%，达到每股 217 美元，较 2012 年 8 月的低谷价格累计涨幅超三倍。2017 年 Netflix 实现总营收 116.93 亿美元，



同比增长 32%，净利润 5.59 亿美元，同比增长 199%，超越 HBO 成为全美最大的流媒体平台。

Netflix 能够成功的核心竞争力在于“精品自制+全独占”战略。2014 年起 Netflix 决定不再续约大量非独占资源，将节省的版权购买费用投向自制独占的核心精品内容，通过与知名制作人、导演和演员合作，开发出了包括《纸牌屋》、《女子监狱》、《王冠》和《怪奇物语》在内的大量优质内容。2017 年原创节目总时长达 1000 小时，同比增长 67%，原创电视剧达 31 部，同比增长 107%，2017 年艾美奖，Netflix 获得 91 项提名，最终斩获 17 个奖项，更是夯实了 Netflix 在内容生产领域定位于高端、优质的特质。

图表18: Netflix 旗下部分头部剧集

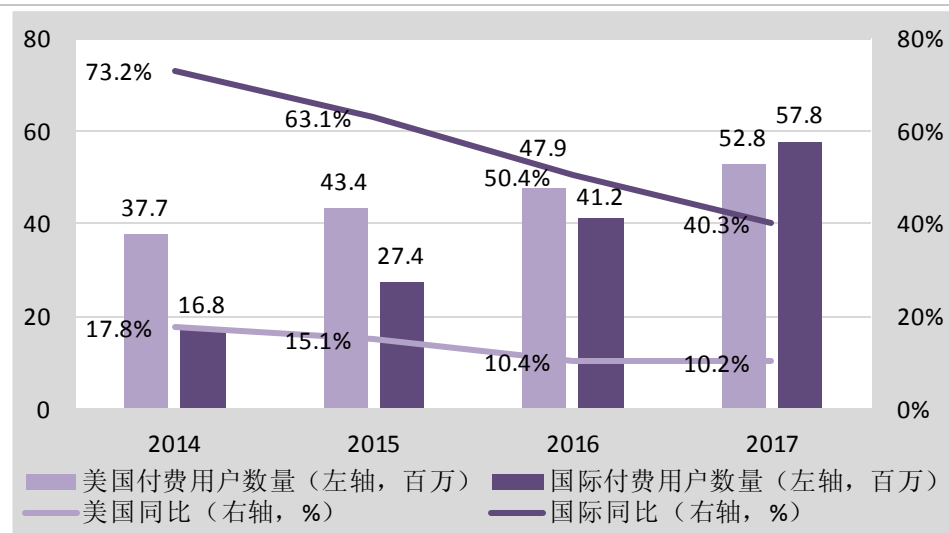


2017 年，Netflix 在内容上的投入超过 60 亿美元。预计 2018 年投入将超过 80 亿美元。凭借着在内容生产领域的不断投入以及优质内容的不断产出，Netflix 的订阅人数逐年上涨，从 2013 年的 xxx 万，增长到 2017 年的 1.1 亿。且在 2017 年第一季度美国订用户数达 5085 万，首次超过美国有线电视运营商合计用户数 4861 万。

布局海外，尝试内容本土化。Netflix 不仅满足于本土市场的成功，更是将目光投向了海外市场。到 2017 年，Netflix 已在北美、拉丁美洲、欧洲以及亚洲实现了布局，并对尝试内容本土化战略，例如以哥伦比亚真实事件改编，讲述南美毒贩生活的《毒枭》大获成功，吸引了越来越多的海外用户成为 Netflix 的会员。根据 2017 年财报显示，Netflix 的海外用户数量已超越本土用户，达到 5780 万人。



图表19： 2017 年 Netflix 国际付费用户数量已超越美国本土

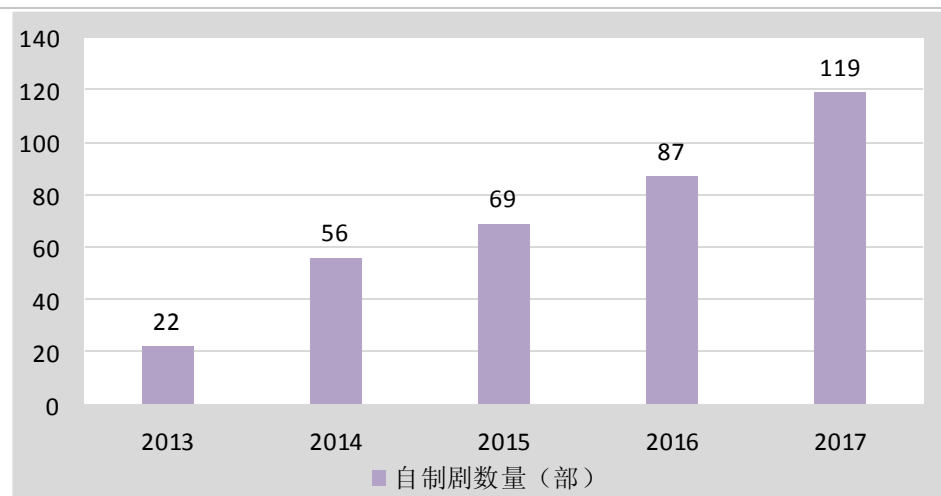


资料来源：Netflix 历年财报，联讯证券

（二）国产自制崛起，头部内容公司成为直接受益者

2013 年，当 Netflix 的《纸牌屋》横空出世之际，国内视频网站也开始探索网剧自制独占、用户付费观看的道路。2013 年，以个人用户和小型工作室为主导的《万万没想到》、《极品女士》等网络自制剧开始崛起；2015 年，由爱奇艺与欢瑞世纪（000892.SZ）合作，利用大热网文 IP 并要求顶尖流量明星加盟的《盗墓笔记》引爆付费市场，开创网络视频付费观看先河；2016 年，由爱奇艺与慈文传媒合作的《老九门》成为首部播放量超百亿的超级网剧，2017 年，由优酷土豆与公安部金盾文化影视中心北京凤仪传媒、五元文化传媒合作的《白夜追凶》，在播放量达到了 54.2 亿基础上，还收获了高达 9.0 的豆瓣评分，实现收视与口碑双丰收。国产自制网络剧经历了从无到有，从粗制滥造到精品大剧，逐步走上正轨，2017 年单部网络剧平均播放量达到 5.53 亿次，同比增长 2.79 亿次；播放量前十的头部网剧平均播放量达到 50 亿次，同比增长 18 亿次。

图表20： 2013-2017 年视频网站自制剧数量逐年上涨



资料来源：艺恩网，联讯证券

相比于外购版权，与头部内容公司合作自制影视剧的整体成本较低，如乐视网（300104.SZ）自制网剧《太子妃升职记》，总成本仅 2000 万元，单集成本不过 54 万元，



全网播放量却达 18.8 亿。尽管近几年精品化网剧的制作成本越来越高,《盗墓笔记》的单集制作成本更是达到了 500 万,已经达到外购版权的价格水准。但自制独占内容的主要优势在于:视频平台可以借助大数据技术优势,深度挖掘用户需求,合理定制符合主流观众口味的精品内容,同时能够实现与其他平台的差异化,提升自身竞争力,提升用户粘性。

图表21: 国产自制独占网络剧播放量及其单集成本

剧名	播放量	制作与播出方	首播时间	单集制作成本(万元)
《万万没想到》	9.7 亿	优酷、合一影业	2013	5
《太子妃升职记》	42.4 亿	乐视、乐漾影视	2015	54
《盗墓笔记》	44.2 亿	爱奇艺、欢瑞世纪	2015	548
《老九门》	123.5 亿	爱奇艺、慈文传媒	2016	350
《白夜追凶》	54.2 亿	优酷土豆、五元文化	2017	200

资料来源:艺恩网,艾瑞咨询,联讯证券

(三) 国内视频网站各具优势,着力凸显差异化理念

1、爱奇艺围绕 IP 提出“大苹果树”战略。

即以技术和产品平台为基础,围绕同一内容 IP,逐步打通 VIP 会员、文学、影视、动漫、游戏、直播、阅读、衍生品等一站式、闭环式的服务和生态链,实现 IP 价值最大化。

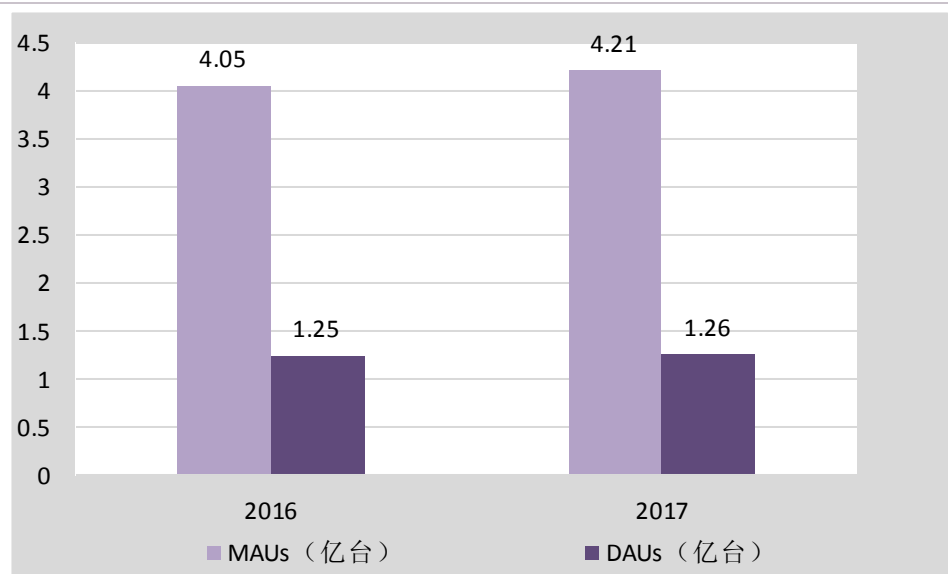
2017 年,爱奇艺实现 TOP10 大剧全覆盖,《三生三世十里桃花》、《楚乔传》、《择天记》、《我的前半生》和《漂亮的李慧珍》五部剧爱奇艺单平台播放量全网领先,在中国 10 大原创网综中占据的 5 席,10 大原创网络剧系列中占据 6 席。

在今年年初,爱奇艺针对影视剧领域推出的“百部大剧”计划中,陈坤、倪妮、赵丽颖等超一线明星大咖,韩三平、陈国富、冯小刚、周星驰、徐静蕾、王晶等专业电影制作人才,华策影视、慈文传媒、正午阳光等头部制作公司纷纷加盟爱奇艺头部内容矩阵,布局内容产业链的上下游,全面引领网络影视产业蜕变和新生。

根据爱奇艺招股说明书显示,2017 年爱奇艺移动端 MAUs 已达到了 4.21 亿,DAUs 达 1.26 亿,同比增长分别为 3.9%和 0.5%,成为了国内最大的智能电视视频流媒体服务平台。2017 年 12 月,用户在爱奇艺平台上观看了总计 92 亿小时的视频,平均每个用户每天花费 1.7 小时使用爱奇艺 App 观看视频。



图表22: 爱奇艺移动端 MAUs 和 DAUs 分别超过 4 亿台和 1 亿台



资料来源: 爱奇艺招股说明书, 联讯证券

2、腾讯视频依托“社交+”模式打造泛娱乐体系。

依托母公司腾讯的强大财力和技术支持, 从纯版权采买到组建制作公司, 加大定制自制力度; 从被动跟随电视台排播, 到通过自制/定制内容扩充平台版面。并借助 QQ、微信等强大社交媒体平台实现导流, 在互动、整合营销上助力大剧营销。2017 年, 从年初的《鬼吹灯之精绝古城》、《乡村爱情 9》, 到《双世宠妃》、《黄皮子坟》, 再到《使徒行者 2》、《那年花开月正圆》、《致我们单纯的小美好》以及大热综艺《明日之子》等等, 都在会员拉新和留存上取得了很好的效果。

腾讯视频不断加大布局产业上游: 一是采用系列化 IP 的策略, 一口气连发八部的《鬼吹灯》系列和一年一部的《乡村爱情》系列, 成为吸引用户留存、保持用户付费习惯的重点剧集; 二是进一步巩固海外剧优势, 与 HBO、米高梅, 派拉蒙等全面影视集团签订一系列独家合作, 2017 年腾讯视频购下《权力的游戏》国内独播权, 拉动了大量 GoT 的粉丝成为付费会员, HBO、Netflix 以及漫威 DC 等出品的系列剧, 更是吸引了无数欧美迷。

截止 2018 年 2 月, 腾讯视频移动端 MAUs 和 DAUs 分别为 5.89 亿和 1.54 亿, PC 端 MAUs 和 DAUs 分别为 2.38 亿和 1758 万。

3、优酷土豆以“视频+电商”联动模式融入阿里大文娱板块。

自 2015 年, 优酷土豆并购为阿里巴巴集团子公司以来, 已成为“阿里巴巴大文娱板块”的重要组成部分, 通过打通视频会员与淘宝天猫会员的界限, 逐步实现集团整体战略和资源与大文娱板块的衔接, 形成以内容分发和衍生品销售为依托的泛娱乐模式。

2016 年下半年, 优酷土豆公布了“布局类型化、内容品牌化、排播自主化”三大内容策略, 并推出 3+X 的剧集策略, 即聚焦欢乐喜剧、燃血青春、纯美绝恋 3 大剧集类型, 对其进行长期深耕, 创新布局; 6+V 的综艺矩阵, 6 大品类分别是: 脱口秀、喜剧、真人秀、亲子类、偶像养成和音乐类, 通过 V 系列 (vertical 垂直爆款) 更精准的触达目标人群, 力图做到穿透圈层人群, 成为下一个爆款的发生地。



蕴含着大内容、大生产、大运营、大宣发的优酷的大文娱战略版图已经铺开，全方位展示了阿里生态加持的大数据营销和全链路营销体系，呈现出“绝对领娱”的大优酷娱乐版图。

截止 2018 年 2 月，优酷土豆移动端 MAUs 和 DAUs 分别为 4.40 亿和 8677 万，PC 端 MAUs 和 DAUs 分别为 2.50 亿和 2418 万。

图表23： 2017 中国三大在线视频网站自制内容代表作

视频网站	自制剧数量	代表作
爱奇艺	21	《河神》、《无证之罪》、《射雕英雄传》
腾讯视频	27	《鬼吹灯系列》、《那年花开月正圆》、《乡村爱情故事 9》
优酷土豆	19	《白夜追凶》、《春风十里不如你》、《大军师司马懿之军师联盟》

资料来源：各大视频网站，联讯证券

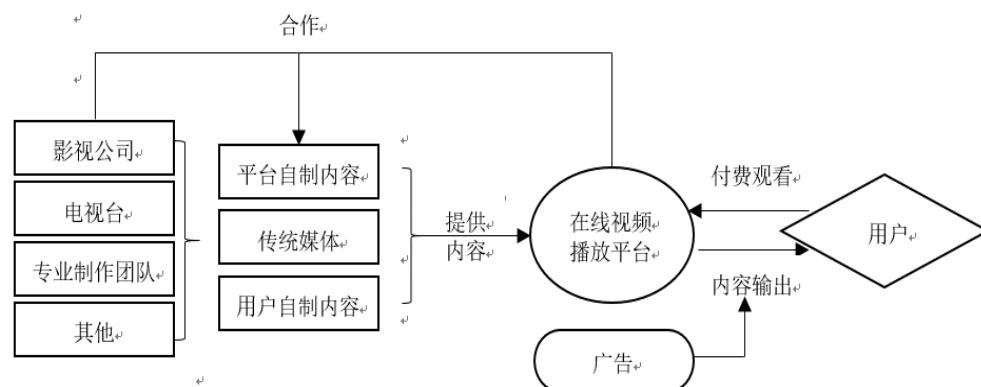
凭借对头部内容的布局，中国三大在线视频网站付费会员数量实现了高速增长。2017 年爱奇艺订阅会员数为 5080 万，仅下半年就贡献了 2080 万的增长量，截止 2018 年 2 月爱奇艺会员达 6010 万，相比 2017 年底的 5080 万，两个月内增加了 930 万，增速达 18.3%；根据腾讯控股 1Q18 年报，腾讯视频付费会员增至 6259 万，相比 2017 年底的 5600 万，在 2 个月内增长 659 万，增速达 11.7%。而优酷土豆于 2016 年底披露的其付费会员超过 3000 万。

（四）以平台为核心，以需求为导向，串联内容、用户与广告的产业链基本成型。

在传统电视产业的商业模式中，播放平台所扮演的角色主要是内容接收和对外输出，而观众被动接受，缺乏自主选择权。

伴随近几年娱乐产业和在线视频网站的腾飞，视频网站逐步向产业链上游布局，通过与影视公司合作或收购内容制作单位等方式直接参与内容创作，输出的内容依托视频网站对观众播出。用户根据自己口味选择播放平台和播出内容，足够优质的内容和舒适的观看体验吸引用户付费，并最终形成用户粘性，同时广告商也逐步加大对优质平台的投入，构成视频网站的主要收入来源，从而有足够的资金投入内容制作和版权购买，最终形成一个以平台为核心，以需求为导向，串联内容、用户和广告的全新在线视频产业链。

图表24： 在线视频付费产业链



资料来源：联讯证券



四、投资建议

我们持续看好储备有大量顶尖 IP 资源，拥有持续产出头部优质内容的平台型公司，如光线传媒（300251.SZ）、华策影视（300133.SZ）和慈文传媒（002343.SZ）。理由为如下三点。

1、中国在线视频行业飞速发展，预计市场规模从 2017 年的 952.3 亿元增长至 2020 年的 1916.4 亿，CAGR 将达 19.1%，内容付费占比预计由 2017 年的 24.8% 提升到 2020 年接近 30%；2017 年中国网络视频用户规模达到 5.79 亿，占全体网民的 75%，其中 94.8% 的视频用户主要通过手机观看网络视频，人均每天观看时间超过一小时，占在线娱乐总时长的 80%。

2、2017 年中国移动互联网月度活跃设备增长率自 1 月的 17.1% 滑落至 12 月的 6.3% 呈逐月递减的趋势，表明流量红利时代的结束和用户价值收割时代的开启。目前中国视频付费率为 13%，ARPU 值约为 218 元，仍有较大可提升空间。2017 年不到 4% 的 TOP10 头部剧的播放量占总量的 45%，成为拉动用户付费的最主要手段，各大在线视频网站的内容支出增速接近 70%，渠道调研显示，预计 2018 年包括爱奇艺、腾讯视频和优酷土豆在内的各视频网站的内容支出预算同比增速将不低于 80%，头部内容的提供方成为直接受益对象。

3、2017 年中国三大在线视频网站发展情况尚未拉开差距，突出差异化才能在竞争中抢得先机，爱奇艺、腾讯视频和优酷土豆凭借各自优势，逐步向产业链上游布局，与头部内容平台型的企业合作输出独占内容成为目前的最佳选择，以《盗墓笔记》和《老九门》为代表的自制独占内容播放量已超过百亿。2017 年国产单部网络剧平均播放量达到 5.53 亿次，播放量前十的头部网剧平均播放量达到 50 亿次。凭此爱奇艺和腾讯视频付费会员数量分别达到 6010 万和 6259 万，均已超过 Netflix 的 5280 万美国本土付费会员数量。以平台为核心，以需求为导向，串联内容、用户与广告的在线视频产业链已基本成型。

图表25： 部分头部内容公司及其付费代表作

公司	类型	付费视频代表作
慈文传媒	A 股	《老九门》《花千骨》《楚乔传》《致青春》《暗黑者》 《执念师》
华策影视	A 股	《三生三世十里桃花》《孤芳不自赏》《何以笙箫默》 《微微一笑很倾城》《亲爱的翻译官》《锦绣未央》
光线传媒	A 股	《人再囧途之泰囧》《左耳》《分手大师》《秦时明月》 《从你的全世界路过》《嫌疑人 X 的献身》
欢瑞世纪	A 股	《盗墓笔记》《蜀山战纪之剑侠传奇》《古剑奇谭》《青云志》 《大唐荣耀》《麻雀》



唐德影视	A 股	《喜欢你》《好家伙》《武媚娘传奇》《赢天下》
新丽传媒	未上市	《小丈夫》《女医明妃传》《如懿传》《虎妈猫爸》
正午阳光	未上市	《琅琊榜》《伪装者》《欢乐颂》《鬼吹灯之精绝古城》

资料来源：各公司公告，联讯证券

六、风险提示

付费收入增长仍需接受市场检验，外购版权与自制内容成本上升和政策监管风险。

分析师简介

陈净娴，2016 年加入联讯证券，负责传媒互联网领域的研究，之前曾任职于凯基证券和川财证券研究所。

研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；
增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；
持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；
减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；
中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；



减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5% 以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com