

视频“零售”时代，重视拥有系统化组织制作能力的“内容运营商”



核心观点

- **5G 时代高速度、低延时和万物互联的特征，将促使智能终端的快速普及和分发渠道的空前扩散。**根据思科和 Moca 的预测，至 2022 年平均每人的联网设备将达到 3.6 台，远高于 2017 年的 2.4 台。智能汽车、可穿戴设备等智能设备的普及，将为用户提供更加多元的播放场景，为视频内容提供更丰富的分发渠道。而视频内容相较于图文具备更高的信息密度，也决定了其仍将是 5G 时代最重要的娱乐赛道，将占据流量的绝对比重。
- **从海外市场的发展看，电信运营商和硬件厂商进入内容制作与整合分发的趋势将不可避免：**（1）2018 年 6 月，AT&T 收购时代华纳获批，电信运营商加速向垂直一体化的内容制作与整合分发平台转型。电信运营商切入内容行业的背后的逻辑在于：1) 避免宽带网络业务管道化；2) 5G 到来后需要内容填充带宽、增加用户留存；3) 开发新的增长领域。（2）Apple TV APP 和 Apple TV+ 的推出，标志着苹果基于自身庞大的硬件销量和用户体量，直接切入原创内容制作和整合分发行业，寻求成为最终的内容整合和分发者。
- **对标国内，硬件厂商进军内容整合与分发领域的意向同样明确：**（1）2018 年 12 月，芒果 TV 与华为签署合作协议，华为视频成为芒果 TV 优质内容的分发渠道；（2）2019 年 4 月，华为预计将推出智能大屏设备“华为电视”，目标年销量 1000 万台。推出华为电视后，华为将拥有电视+手机双终端。华为视频将定位于开放的内容聚合分发平台，任何拥有优质内容的视频平台均可以成为华为视频的合作伙伴，基于华为视频平台进行内容整合，使华为视频成为直接面对消费者的综合入口。
- **目前国内各视频平台基于自身优势和战略选择，已经呈现出不同的发展趋势：**（1）芒果 TV 自制能力突出，并与华为合作进行视频零售尝试，拓宽分发渠道，实现内容价值最大化；（2）爱奇艺已具备 S 级综艺的 inhouse 自制能力，拥有优秀的制作团队及灵活的工作室制度。在发展战略上，选择以高流量的视频业务为基础进行生态布局 and 多元化变现；（3）腾讯视频的自制剧依托企鹅影视旗下 5 个“天”字工作室，高管多为腾讯系元老。与爱奇艺以导演为中心的模式不同，腾讯视频采用制片人中心模式，平台不养导演团队而是与外部制作公司合作。制片人团队更注重的是结合数据挖掘需求和准确判断内容。（4）优酷内部自制架构经历多轮调整，目前优酷电影与阿里影业电影业务整体管理，优酷未来或将更多定位于播出平台。

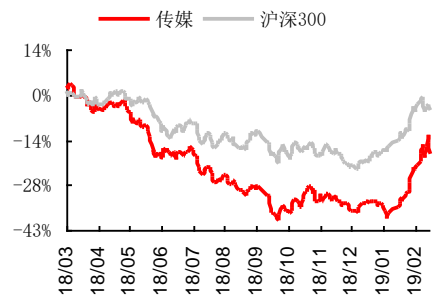
风险提示

- 行业竞争加剧，行业监管风险，版权成本大幅抬升

行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区 中国/A 股
行业 传媒
报告发布日期 2019 年 03 月 28 日

行业表现



资料来源：WIND

证券分析师 **邓文慧**
021-63325888-7041
dengwenhui@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517100002

联系人 **马继愈**
021-63325888-6107
majiyu@orientsec.com.cn

相关报告

广电体系全梳理：多维度论述广电网络整合的必然性	2019-03-13
持续看好视频平台产业话语权提升，建议关注国有优质传媒公司	2019-03-05
大盘中低速增长，优质单片获得高弹性	2019-02-14

目录

1 5G 时代，视频仍是重要赛道.....	4
1.1 5G 的特征：高速度、低时延，万物互联	4
1.2 视频将在 5G 时代占据绝对流量比重	5
1.3 智能硬件快速普及，分发渠道空前扩散	6
2 从海外市场发展看：电信运营商及硬件厂商进入内容行业将不可避免	7
2.1 AT&T 收购时代华纳：电信运营商获取内容与渠道	7
2.2 苹果的视频战略：硬件厂商进入内容制作与分发行业	8
2.3 迪士尼的流媒体平台战略：不同类型内容在不同平台分发	9
3 国内市场：不同平台开始呈现不同发展战略，重视有系统化组织制作能力的“内容运营商”	11
3.1 芒果 TV：自制能力突出，与华为合作进行视频零售尝试	13
3.2 爱奇艺：重视培育自制能力，依托视频进行多元化变现	15
3.3 腾讯视频：自制剧依托企鹅影视，综艺实行制片人中心制	19
3.4 优酷：平台战略仍在梳理，自制团队经历多轮调整	22
风险提示	24

图表目录

图 1: 5G 的主要特征.....	4
图 2: 视频行业市场规模 (单位: 亿元)	5
图 3: 各类应用消耗移动流量的年复合增长率	5
图 4: 1G 至 5G 时代的转变	6
图 5: 5G 时代新形态智能硬件	6
表 1: 时代华纳业务构成.....	7
图 1: 流媒体机顶盒 / 电视棒的渗透率	8
图 2: 流媒体机顶盒 / 电视棒家庭用户数 (百万)	8
图 8: 迪士尼 2017 财年收入构成	9
图 9: 迪士尼有线电视业务收入 (百万美元) 及增速.....	9
图 10: ESPN 订阅用户数 (百万)	9
图 11: 迪士尼部门架构和流媒体布局	10
表 2: 迪士尼三大流媒体视频平台对比	10
图 12: 按目标家庭的覆盖百分比的流媒体应用程序数量	11
图 13: 美国四大流媒体平台总家庭覆盖率.....	11
图 14: 美国四大流媒体平台月度使用时长 (小时)	12
图 15: 美国四大流媒体平台月均使用天数及单日观看时长.....	12
图 16: 2017 年 Netflix 新注册用户来源	12
表 3: 芒果 TV 制作中心 (节目自制部) 架构、团队及履历.....	13
表 4: 湖南卫视工作室团队及代表作.....	13
表 6: 芒果 TV 与华为视频合作内容	14
图 17: 2017 年爱奇艺工作室改革	15
表 7: 爱奇艺部分定制综艺作品.....	16
表 8: 2017 年 6 月爱奇艺“海豚计划”招标细则.....	16
表 9: 爱奇艺自制内容团队领导成员背景.....	17
图 18: 爱奇艺产品 APP 示例	18
图 19: 爱奇艺泡泡矩阵	18
表 10: 爱奇艺主要货币化方式概览	18
表 11: 腾讯视频高管简介	19
表 12: 企鹅影视内容团队领导及代表作品/工作经历	20
表 13: 腾讯视频自制综艺团队高管	20
表 14: 腾讯视频部分自制综艺	21
表 15: 优酷内容团队高管.....	22
表 16: 优酷部分自制综艺信息	23

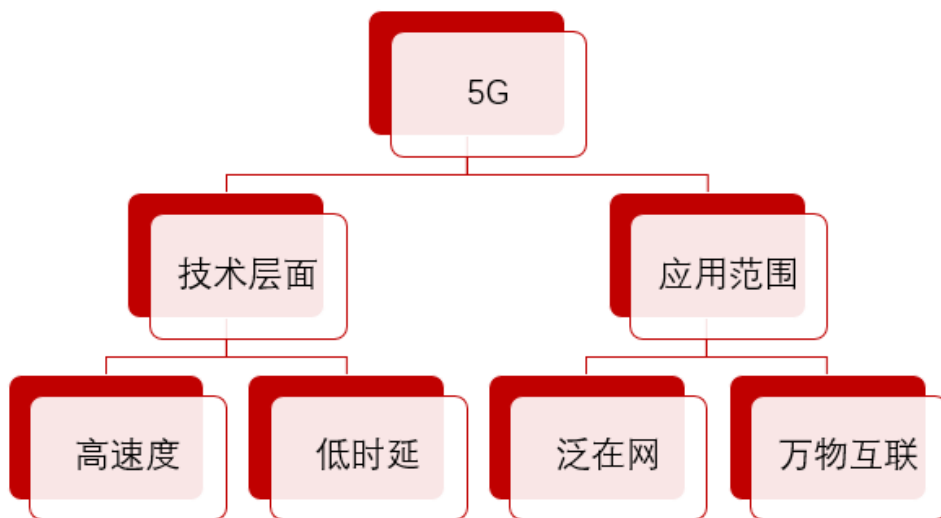
1 5G 时代，视频仍是重要赛道

1.1 5G 的特征：高速度、低时延，万物互联

5G 指第五代移动通信网络，相较前四代移动通信网络，呈现出技术水平上高速度、低时延，应用范围上万物互联两方面的特征。

技术水平上看，5G 网络相较 4G 网络在传输速度和时延时间两个角度均得到了数量级的提升。速度上表现在相较 4G 移动通信网络，5G 网络速度提升达数百倍，理论上传输速度峰值可达每秒 10Gb，且仍有提升的空间。在这样的速度下，下载一部高清电影仅需要一秒钟左右的时间，观看 VR 视频的清晰度、流畅度可以得到保障。时延性能提升体现在 5G 网络对时延的最低要求为 1 毫秒，且仍有改进的空间，大大缩短了信息传递所需要的时间。可在无人驾驶、工业自动化等信息对接时间要求极高的领域得到应用。

图 1：5G 的主要特征



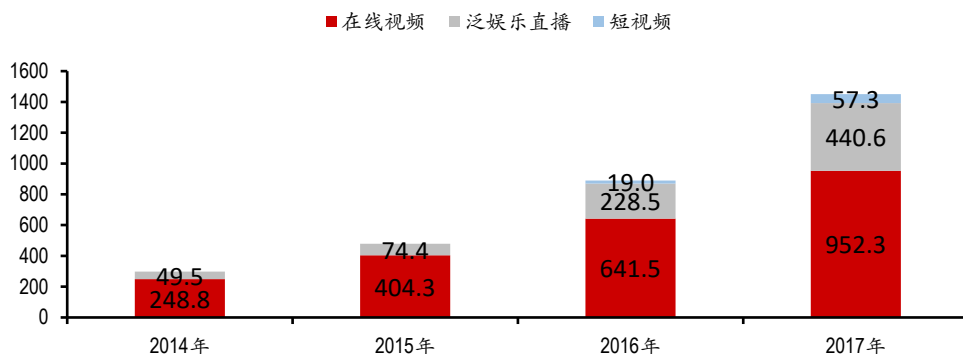
资料来源：公开信息，东方证券研究所

在应用范围上，5G 网络将在横向地理各个角落、纵向生活各种应用场景的泛在网和各信息终端间智能互联两个角度得到布局。从泛在网角度看，在横向地理空间上，偏远地区、高山峡谷等未得到网路覆盖的区域将得到 5G 的布局；在纵向生活场景上，5G 将拓展在洗手间、车库等网络应用较少的生活场景，提供智能生活体验。从万物互联的角度看，不仅仅是手机、电脑、电视机，生活中的各种产品如加湿器、空调、洗衣机、冰箱等也可接入 5G 网络，人与物、物与物之间将得到广泛的连接和互动。

1.2 视频将在 5G 时代占据绝对流量比重

4G 推动了在线视频、视频直播和短视频的崛起，5G 将继续促进多样化视频内容的大发展、大繁荣。2014 至 2017 年，视频行业市场规模由 298.3 亿元增长至 1450.2 亿元，年复合增长率达 69.4%。我们认为，视频行业得到快速发展的本质原因在于，相较于图文，视频的信息密度更高，单位时间内承载的信息量更大，也更加契合 4G/5G 时代的技术特点和用户需求。

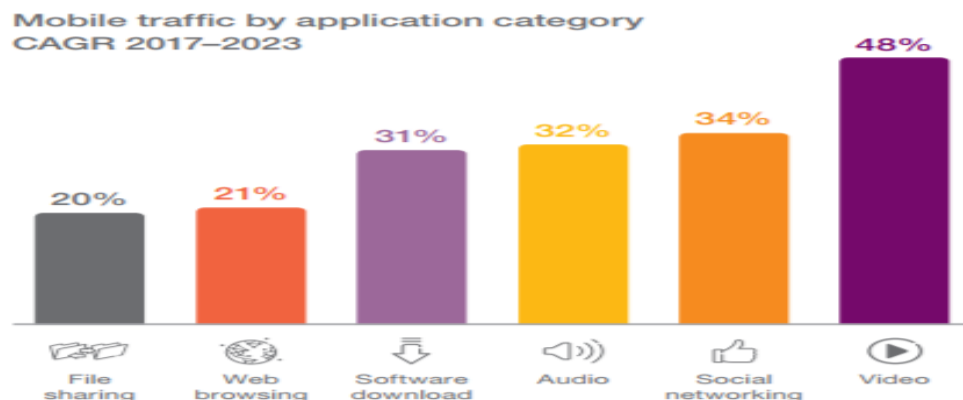
图 2：视频行业市场规模（单位：亿元）



资料来源：《2018 中国网络视听发展研究报告》，东方证券研究所

视频行业快速发展壮大的背后，也伴随着视频流量的快速增长。Sandvine 发布的《2018 年全球互联网现象报告》中指出，视频流量在全球整体互联网流量中占据了 58% 的体量。5G 的到来有望促使视频观看时间不断增加、视频内容分辨率不断提高，以及更多的嵌入式媒体和沉浸式体验。可以预见，5G 时代，视频流量将占据绝对比重。爱立信移动报告预测，2017 年至 2023 年视频流量的年复合增长率将达 48%，显著高于其它类应用。Intel《5G 娱乐经济报告》中也指出，5G 用户的月平均流量将从 2019 年的 11.7GB 增长至 2028 年的 84.4GB，年复合增长率达 24.55%，届时视频将占 5G 流量的 90%。

图 3：各类应用消耗移动流量的年复合增长率



资料来源：爱立信移动报告数据，东方证券研究所

1.3 智能硬件快速普及，分发渠道空前扩散

从 1G、2G、3G、到 4G，智能硬件随着技术的进步而更迭换代，从 1G 的语音时代、2G 的文本时代、3G 的图片时代到 4G 的视频时代，硬件终端在功能上得到了不断的完善和补充。在前 4 代移动通信技术中，单个硬件终端的各项功能得到了完善，智能手机成为主流。进入 5G 时代后，万物互联将成为这一阶段硬件终端改进的主要特征。

图 4：1G 至 5G 时代的转变



资料来源：36Kr，东方证券研究所

5G 时代泛在网、万物互联的特征将促进智能硬件终端品类迅速扩张，硬件终端将不再拘泥于手机、电脑、电视等常规使用的产品，智能汽车、可穿戴设备等也将加入智能硬件终端的行列，为用户提供更加多元的播放场景，为视频内容提供更丰富的分发渠道。根据思科和 Moca 的预测，至 2022 年平均每人的联网设备将达到 3.6 台，远高于 2017 年的 2.4 台。

图 5：5G 时代新形态智能硬件



资料来源：公开信息，东方证券研究所

2 从海外市场发展看：电信运营商及硬件厂商进入内容行业将不可避免

2.1 AT&T 收购时代华纳：电信运营商获取内容与渠道

2018年6月，美国联邦法院批准美国电话电报公司（AT&T）以854亿美元收购时代华纳（Time Warner）。作为美国电信巨头之一，AT&T此前已通过收购美国最大的卫星电视运营商DirecTV，成为电信、宽带、电视一体运营商，为用户提供移动通讯、固网宽带和卫星电视服务。本次收购完成后，AT&T将获得时代华纳旗下的CNN、HBO等有线电视网、好莱坞六大电影公司之一华纳兄弟，以及DC漫画等，完成内容和渠道领域重大布局，加速向传媒巨头转型。

表 1：时代华纳业务构成

公司	业务板块	主要公司	2017年订阅用户数（百万）
时代华纳	制作方	华纳兄弟	-
		广播电视网	CW
	有线电视网	HBO	54
		TBS	91.5
		TNT	90.4
		Adult Swim	90.6
		truTV	86.6
		Cartoon Network	90.6
		CNN	91.4
	在线视频	HBO Now/HBO	5
		Go	
		Hulu	17

资料来源：各公司官网，Bloomberg，公开信息，东方证券研究所

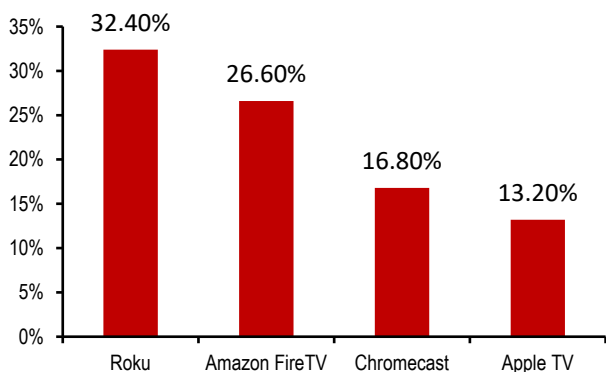
收购时代华纳后，在依托自身庞大的电信用户的基础上，AT&T业务范围将覆盖内容制作、有线电视、手机网络以及光纤电缆等，成为垂直一体化的内容制作、整合和分发平台，开启内容分发新时代。我们认为，电信运营商切入内容制作与整合分发的背后逻辑在于：（1）避免宽带网络业务呈现管道化的趋势。传统电信市场逐渐饱和，为避免成为单纯的流量渠道，各电信公司纷纷展开并购，向综合的内容提供商和渠道服务商转型。除AT&T外，康卡斯特先后收购NBC环球和梦工厂，并参与了收购二十世纪福斯的竞争。（2）5G到来后，电信运营商亟需内容填充带宽。视频内容是吸引用户、提升留存率、增加用户时长的重要手段。（3）面对Netflix、Google和Facebook等对付费用户和广告预算的争夺，电信运营商获得优质内容资产具有重要意义，有助于其创造新的利润增长点，扩展渠道并吸引用户，开发新的增长领域。

2.2 苹果的视频战略：硬件厂商进入内容制作与分发行业

2019年3月26日，苹果发布全新的电视应用程序 Apple TV Channel 和原创视频服务 Apple TV+。其中，Apple TV Channel 是第三方内容整合平台性质的电视应用程序，其中聚合了 HBO、Hulu、Showtime 和 Starz 等流媒体平台和有线电视网的内容，但用户需单独购买各平台订阅服务。而 Apple TV+ 是原创视频服务新项目，仅包含苹果投资的原创自制影视节目，用户直接向苹果付费。

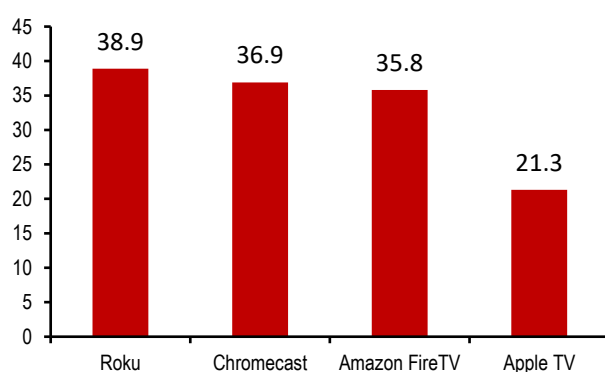
本次推出 Apple TV Channel 之前，苹果公司已在电视渠道和内容领域进行频繁布局：(1) 2007 年，苹果推出电视机顶盒产品 Apple TV；经不断升级换代，2017 年 9 月，苹果发布 Apple TV 4K 超高清产品。Apple TV 的内容主要来自于：1) YouTube 免费资源；2) Netflix 等流媒体视频平台内容，但需另外付费购买平台会员服务；3) iTunes Store 上的内容资源，但需要付费“租赁”（两天内有效）或购买（价格昂贵）。目前美国流媒体机顶盒市场被四大巨头占据，分别是 Roku、Amazon FireTV、Chromecast、Apple TV。其中，Roku 拥有最高的流媒体渗透率（32.40%）和最大规模的家庭用户（3890 万）。由于内容匮乏、价格昂贵等多种因素，Apple TV 在渗透率和家庭用户数上均处于弱势。

图 6：流媒体机顶盒 / 电视棒的渗透率



资料来源：Comscore，东方证券研究所

图 7：流媒体机顶盒 / 电视棒家庭用户数（百万）



资料来源：Comscore，东方证券研究所

(2) 2016 年 7 月，苹果与知名脱口秀《Late Show With James Corden》中的热门环节“兜风 KTV (Carpool Karaoke)”达成了版权购买协议，并以这一节目内容为基础打造 Apple Music 独家节目；

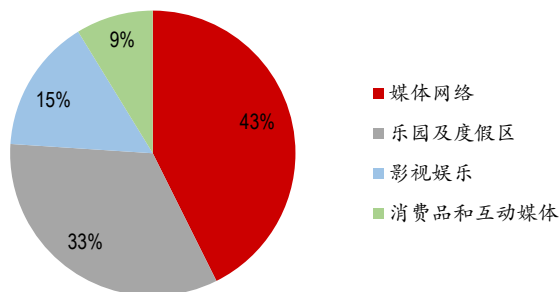
(3) 2017 年 6 月，苹果推出原创真人秀“APP 星球”《Planet of the APPs》，供用户在 Apple Music 上付费订阅观看；(4) 2017 年 6 月，曾打造出《绝命毒师》的两位好莱坞资深人士 Jamie Erlicht 和 Zack Van Amburg 从索尼影业电视部门加入苹果，负责内容收购和视频战略；(5) 2019 年 2 月 5 日，苹果公布“电视侧栏用户界面”专利。

Apple TV Channel 和 Apple TV+ 的推出，标志着苹果基于自身庞大的硬件销量和用户体量，直接切入原创内容制作和整合分发行业。基于手机硬件和应用商店的基础设施，苹果理论上可以成为最大的授权视频内容仓库，成为最终的内容整合者。

2.3 迪士尼的流媒体平台战略：不同类型内容在不同平台分发

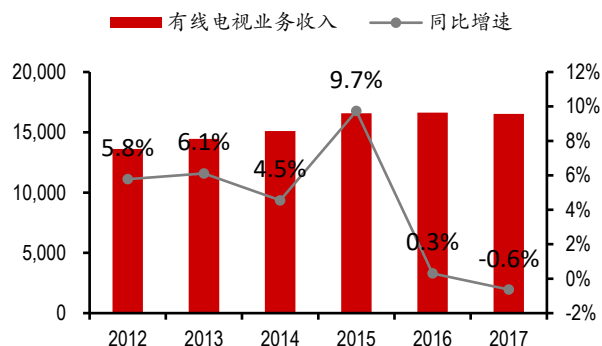
作为美国六大传媒集团之一，迪士尼最主要的收入来自媒体网络业务（即广播电视网和有线电视网），2017 财年收入占比达 42.6%，其中有有线电视收入占总收入的 30%。但自 2013 年以来，随着传统有线电视的式微和流媒体视频平台的崛起，美国有线电视订阅用户数和用户观看时长开始同步缩减，迪士尼有线电视收入增速及占总收入比重呈下降趋势。2016 及 2017 财年，迪士尼有线电视收入分别为 166.3 亿美元和 165.3 亿美元，分别增长 0.3% 和 -0.6%。其中，作为全球最大的体育频道和迪士尼最重要的有线电视网络，ESPN 订阅用户数自 2011 年达到 1 亿人的高点后开始持续下滑。截至 2017 年 9 月 30 日，ESPN 订阅用户数为 8722 万，较巅峰时流失超过 1000 万人。

图 8：迪士尼 2017 财年收入构成



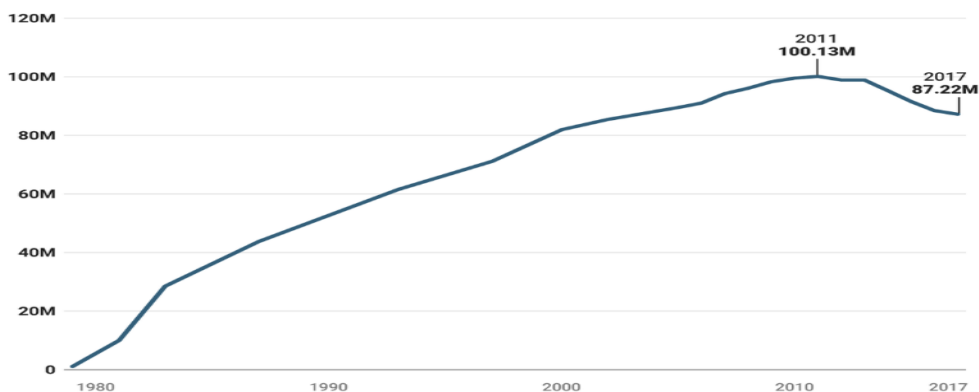
资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 9：迪士尼有线电视业务收入（百万美元）及增速



资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 10：ESPN 订阅用户数（百万）



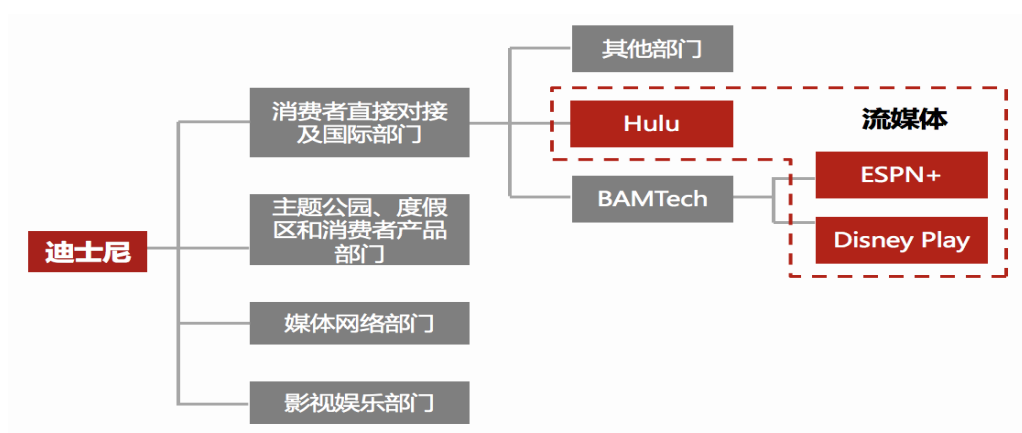
资料来源：Bloomberg，SNL Kagan，东方证券研究所

在此背景下，迪士尼开始调整战略方向，通过一系列布局，发力流媒体视频平台建设，主要包括：

- (1) 2017 年 8 月，迪士尼宣布布局两个流媒体平台，并宣布在 2019 年与 Netflix 的内容授权协议结束后将不再继续合作；
- (2) 2017 年 9 月，迪士尼控股流媒体科技公司 BAMTech，以弥补其

技术短板；(3) 2017 年 12 月，迪士尼宣布收购 20 世纪福克斯，完成后将持有 Hulu 60% 股份；(4) 2018 年 3 月，迪士尼公布重大战略重组计划，公司主要业务将被分为四大部门：消费者直接对接及国际部门 (Direct-to-Consumer and International)、主题公园、度假区和消费者产品部门 (Parks, Experiences and Consumer Products)、媒体网络部门 (Media Networks) 和影视娱乐部门 (Studio Entertainment)。其中，新设的消费者直接对接及国际部门将作为迪士尼布局流媒体视频平台的阵地。部门调整后，消费者直接对接及国际部门将拥有三个流媒体平台：体育流媒体订阅服务 ESPN+、迪士尼流媒体服务 Disney Play、Hulu。

图 11：迪士尼部门架构和流媒体布局



资料来源：Bloomberg，公开信息，东方证券研究所

迪士尼三大流媒体视频平台定位各有差异，分别专注不同类型内容：(1) ESPN+ 将在 ESPN 的基础上，提供上万场棒球、橄榄球、网球等体育赛事的现场直播，定价为 4.99 美元/月；(2) Disney Play 将提供迪士尼、皮克斯、漫威、卢卡斯影业的影视资源，主打合家欢风格，不包含限制级内容。公司预计 Disney Play 的订阅价格将低于 Netflix 的 8-14 美元/月，以价格优势吸引早期订阅用户；(3) Hulu 则针对多种人群，也将承接迪士尼和福克斯发行的 R 级和成人内容，定价为 7.99-11.99 美元/月。

表 2：迪士尼三大流媒体视频平台对比

平台	推出时间	针对用户	节目	单月价格	订阅用户数
ESPN+	2018 年 4 月	体育类用户	提供上万场棒球、橄榄球、网球等体育赛事现场直播	\$4.99	约 100 万
Disney Play	2019 年	家庭用户	提供迪士尼、皮克斯、漫威、卢卡斯影业影视资源	<\$8-14	-
Hulu	2007 年建立	多种人群	承接迪士尼和福克斯发行的 R 级和成人内容	\$7.99-11.99	2000 万

资料来源：Bloomberg，公开信息，东方证券研究所

3 国内市场：不同平台开始呈现不同发展战略，重视有系统化组织制作能力的“内容运营商”

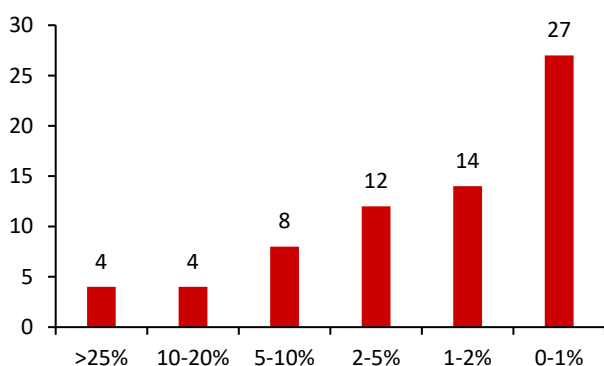
对标国内，中国移动旗下咪咕视频发展迅猛，硬件厂商向内容领域进军的意向明确：（1）2018年12月，芒果TV与华为签署合作协议，华为视频成为芒果TV内容的分发渠道；（2）2019年4月，华为预计将推出智能大屏设备“华为电视”，目标年销量1000万台。

我们认为，不论对于电信运营商还是硬件厂商，以爱奇艺等为代表的、自制能力突出的流媒体视频平台均将成为最重要的内容提供方。5G时代，在分发渠道空前扩散和产业进入者不断增加的背景下，更具备内容基因、自制能力更加突出、拥有系统化组织制作能力的“内容运营商”将在渠道分散化过程中受益，在未来更加具备竞争优势。其背后的原因在于：

- 由于时间成本、资金成本和网络效应的存在，龙头公司通过内容组合形成竞争壁垒，获取用户时间和用户付费

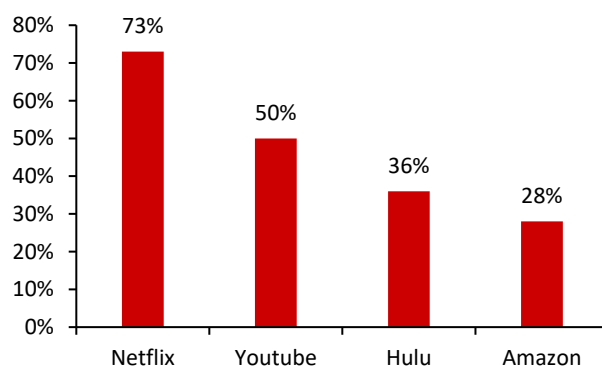
流媒体内容平台是长尾市场，仅少量龙头公司能够实现高覆盖，剩下大量的公司覆盖率很低。覆盖率超过25%的仅四家，这四家流媒体平台几乎对所有OTT家庭都有显著的渗透性。截止2018年4月，Netflix、Youtube、Hulu和Amazon四大流媒体巨头覆盖率分别达到73%、50%、36%和28%。四大平台的用户月度总观看时长超过60小时，平均每月观看天数在18.6-21.6天不等，每个使用日的观看时长也均达到3小时以上。Roku的流媒体传输时间约有70%来自于前五大流媒体平台，其中Netflix就占据了将近三分之一。

图 12：按目标家庭的覆盖百分比的流媒体应用程序数量



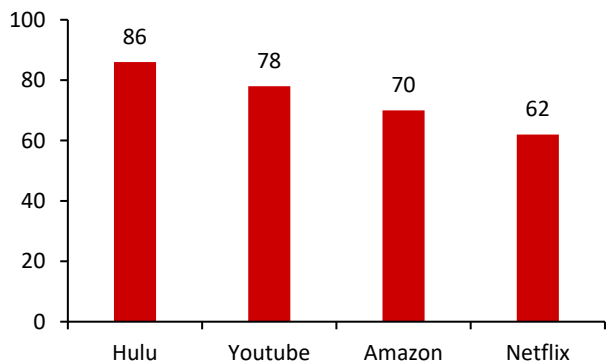
资料来源 comScore，东方证券研究所

图 13：美国四大流媒体平台总家庭覆盖率



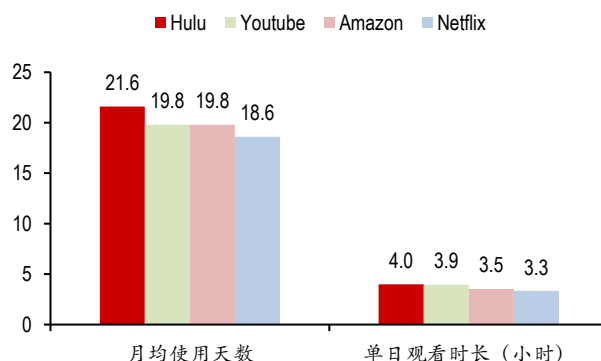
资料来源：comScore，东方证券研究所

图 14：美国四大流媒体平台月度使用时长（小时）



资料来源：comScore OTT Intelligence，东方证券研究所

图 15：美国四大流媒体平台月均使用天数及单日观看时长

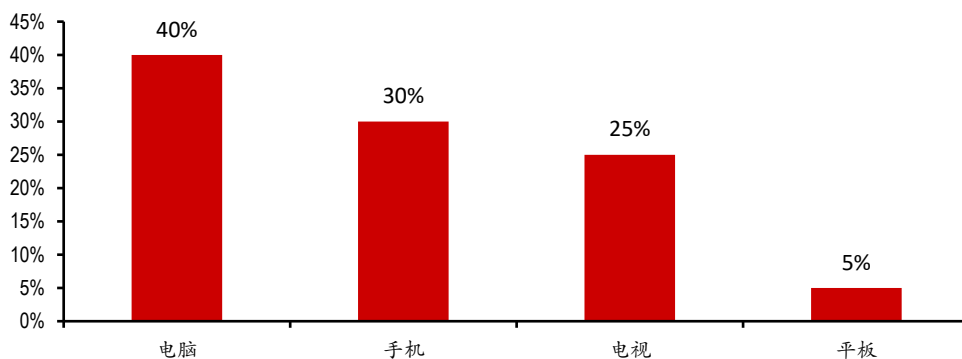


资料来源：comScore OTT Intelligence，东方证券研究所

- 多元化渠道将成为视频平台新的流量来源，具有内容优势的公司将享受渠道红利，获取新增用户

从海外的情况看，流媒体视频平台的一个共同趋势是入驻 OTT 智能终端，目前 Netflix、Amazon Prime Video 和 Hulu 等已经入驻机顶盒、智能电视等电视设备。对于流媒体平台而言，OTT 电视终端设备是新增注册用户的重要渠道，根据 Statista 的数据，2017 年 Netflix 有 25% 新注册用户来自电视终端。5G 时代，智能电视、智能汽车等在智能家居中的大屏价值突显，可以获得互联互通功能，争夺更多场景入口。

图 16：2017 年 Netflix 新注册用户来源



资料来源：Statista，东方证券研究所

目前，国内各平台基于自身优势和战略选择，已经呈现出不同的发展趋势，这是行业发展到现阶段，各平台打造独特性的必然选择。我们在下文对各个平台的发展趋势、战略选择、内容团队等做了详细的梳理和对比。

3.1 芒果 TV：自制能力突出，与华为合作进行视频零售尝试

芒果 TV 背靠湖南台，在“集团支持+优质自制”内容组合拳下走出独特发展路径。2018 年，原湖南台导演吴梦知新任芒果 TV 节目中心总监，芒果 TV 制作中心（节目自制部）共拥有何忱工作室、袁白丽工作室、李甜工作室等团队，分别负责《明星大侦探》、《妈妈是超人》和《妻子的浪漫旅行》等王牌综艺的制作。此外，新爆款综艺《女儿们的恋爱》由晏吉工作室打造。“芒果系”长期形成的体制机制和内容文化，保证了优秀制作人才的不断培养和爆款的持续产生。

表 3：芒果 TV 制作中心（节目自制部）架构、团队及履历

团队/领导	履历
吴梦知	快乐阳光节目中心总监，原天娱传媒宣传总监，《我是歌手》和《花儿与少年》总撰稿人
何忱工作室	目前制作中心最大团队，打造了爆款综艺《明星大侦探》，以及芒果 TV 一个自制综艺带，包括《偶像万万碎》、《芒果捞新闻》等
袁白丽团队	制作中心第二大团队，袁白丽曾任职湖南经视，2016 年作为项目经理全程把控《爸爸去哪儿 4》策划制作，目前与团队独立出品综艺《妈妈是超人》
田海工作室	芒果 TV 第一个工作室，田海拥有芒果电视圈十七年工作经验，过去多制作直播类综艺，目前打造的慢综艺《萌仔萌萌宅》已于 2017 年底上线
李甜工作室	《真心大冒险》和《妻子的浪漫旅行》制片人
蔡欢工作室	担任《妻子的浪漫旅行第二季》导演
晏吉工作室	担任《女儿们的恋爱》导演，曾与李甜合作《真心大冒险》

资料来源：公开信息，东方证券研究所

此外，湖南卫视也于 2018 年全面推行工作室制度，和芒果 TV 在综艺、影视剧等内容上协同创作。2018 年初，湖南卫视宣布推行工作室制度，并支持卫视工作室承接芒果 TV 的制作项目，支持芒果 TV 发展，积累网络视频节目研发和制作经验。工作室被赋予更大的自由度和自主权，主要体现在：1. 工作室可创立自主独立品牌。2. 下放工作室人员招录和用工权利，以“投入产出”为依据制定奖励机制。

湖南卫视首批试行 7 个工作室，于 5 月 25 日正式授牌。截止至 5 月，7 个工作室占湖南卫视 26 个节目团队中 36.2% 的导演人数，完成了湖南卫视 60% 的自办节目，主创节目品质和效果优势明显，因此在 11 月 9 日，湖南卫视额外新增了 5 个工作室，迅速推广成功模式。

表 4：湖南卫视工作室团队及代表作

工作室名称	授牌日期	代表作品
王琴工作室		《我想和你唱》、《儿行千里》、《金鹰节颁奖晚会》
沈欣工作室		《天天向上》、《2018 小年夜春晚》
刘建立工作室	2018 年	《汉语桥》、《全球华侨华人春节大联欢》
陈歆宇工作室	5 月 25 日	《亲爱的·客栈》、《2016-2017 跨年演唱会》
徐晴工作室		《声临其境》、《一年级》
刘伟工作室		《快乐大本营》

王恬工作室		《中餐厅》、《透鲜滴星期天》
安德胜工作室		《2018-2019 跨年演唱会》
洪啸工作室	2018 年	《歌手 2019》
孔晓一工作室	11 月 9 日	《少年说》
秦明工作室		《中华文明之美》、《放学后》、《嗨看电视》
卞合江工作室		后期制作团队

资料来源：公开信息，东方证券研究所

依托自身优质内容，芒果 TV 与华为视频就内容与渠道开展创新性合作模式。2018 年 12 月 29 日，芒果 TV 与华为在深圳共同签署合作协议，双方将围绕视频内容、会员及联合营销、大数据推荐、应用推广、IPTV 产品和华为云 CDN 服务等，从内容、技术到运营全方位进行深度合作。具体而言，内容上，芒果 TV 全部内容将注入华为视频，华为视频的全端全入口也将向芒果 TV 开放；运营上，双方将共享会员产品和权益，共同打造用户服务的新标准；技术上，通过合作华为将向芒果 TV 提供全面的云计算产品和解决方案支持。芒果 TV 与华为视频的合作打破了传统的版权购买模式，意味着华为视频成为芒果 TV 优质内容的新分发渠道。

表 5：芒果 TV 与华为视频合作内容

合作领域	具体内容
内容	芒果 TV 的内容未来都将注入到华为视频中，华为视频用户可以收看芒果 TV 的爆款综艺和精品剧集。同时，华为视频的全端全入口都将向芒果 TV 开放
运营	(1) 基于大数据更好地理解用户需求反向服务内容创作；(2) 双方将共享会员产品和权益，共同打造用户服务的新标准；(3) 针对华为视频用户圈层特性与芒果 TV 节目内容与艺人资源定向开发线上线下的权益和活动，联合开发更多的会员产品。
技术	通过合作华为将向芒果 TV 提供全面的云计算产品和解决方案支持，同时向芒果 TV 开放相关技术能力，实现人工智能自然交互控制、精准内容分发和智慧媒体处理，配合芒果 TV 构造业界领先的信息化能力

资料来源：公开信息，东方证券研究所

我们认为，芒果 TV 与华为视频深度合作的背后逻辑和潜在影响在于：(1) 对于芒果 TV 而言，是拓宽分发渠道，实现内容价值最大化的重要手段；(2) 对于华为而言，是构建内容生态、实现用户体验最佳化的重要举措。终端厂商的利益最大化在于使自己的用户获得更好的服务，实现用户体验的最佳化。当智能终端销售进入存量竞争阶段时，对用户体验的深度满足和对运营的精细化要求，进一步提升终端厂商对内容的渴求程度。华为视频定位于开放的内容聚合分发平台，任何拥有优质内容的视频平台均可以成为华为视频的合作伙伴，基于华为视频平台进行内容整合，使华为视频成为直接面对消费者的综合入口。

3.2 爱奇艺：重视培育自制能力，依托视频进行多元化变现

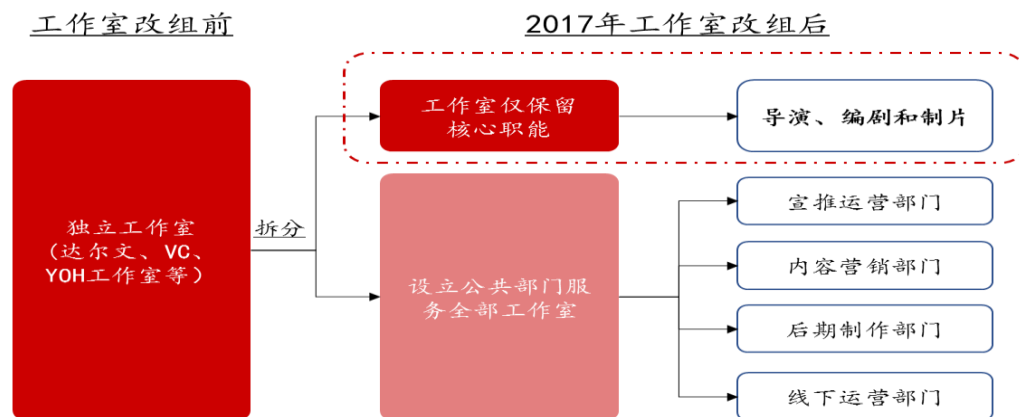
爱奇艺对自制能力的重视程度非常高，早在 2015 年，公司就通过《盗墓笔记》实现了付费会员数量的快速增长，并在之后不断探索自制内容的变现，陆续产出了《最好的我们》，《河神》等优质自制剧。此外，公司从 2015 年《奇葩说》开始尝试自制综艺，经过三年时间的培养，综艺自制能力大幅提升，《中国有嘻哈》、《热血街舞团》、《偶像练习生》、《机器人争霸》等系列化精品综艺开始涌现。公司希望在未来的 3-5 年，将自制内容成本提高到整体内容成本的三分之一左右。目前，爱奇艺在剧集和综艺两个条线上均组建了优秀的制作团队和灵活的工作室制度。

● **综艺自制：已具备 S 级综艺的 inhouse 自制能力，拥有优秀的制作团队及灵活的工作室制度**

爱奇艺持续引进优秀综艺制片人及导演，完善自制综艺团队。2013 年，前春晚总导演马东加入爱奇艺担任首席内容官，打造了中国首档说话达人秀《奇葩说》。2016 年，接替马东职位的王晓晖是前中央人民广播电台副台长，全面负责爱奇艺内容条线事务，包括综艺、剧集等。2015 年，原浙江卫视节目中心副主任陈伟加盟爱奇艺任高级副总裁，其综艺节目制作经验丰富，曾担任《中国好声音》、《我爱记歌词》等多档大型综艺节目制片人。加入爱奇艺后，陈伟与前灿星导演、现爱奇艺副总裁车澈一起打造了《中国有嘻哈》、《热血街舞团》等热门综艺。此外，《偶像练习生》制片人、爱奇艺副总裁、节目开发中心总经理姜滨综艺制作经验同样丰富，曾主导《爱上超模》等爱奇艺独播综艺的创作。目前，爱奇艺多数自制综艺均能够采用 inhouse 的纯粹自制模式，即制片人、导演、制作人员等均为公司内部团队。爱奇艺的综艺自制团队已较为成熟，架构完善、人才众多，优秀制作人和导演的加盟带来了业内的资源和人脉，使得爱奇艺的自制内容制作能力大幅提升。

工作室制度改革进一步释放生产力。2017 年，爱奇艺对原有的独立工作室制度进行重组，工作室只保留最核心功能即导演、编剧和制片，其他功能全部剥离设立四大中心：宣推运营部门、内容营销部门、后期制作部门、线下运营部门。我们认为，该调整大大提高了效率、释放了产能。

图 17：2017 年爱奇艺工作室改革



资料来源：公开信息，东方证券研究所

在自制主要综艺节目的同时，在制作、出品上爱奇艺也与其它娱乐公司、知名导演、艺人进行合作，推出亲子、偶像真人秀类节目。如与鱼子酱文化共同制作《青春有你》、《青春的花路》，与台湾导演税成铎合作《小姐姐的花店》，与郭德纲合作推出中国首档大型单口相声体验式综艺节目《坑王驾到》。

表 6：爱奇艺部分定制综艺作品

作品	合作单位/艺人	合作方背景/作品
青春有你	鱼子酱文化	鱼子酱部分团队来自湖南广电，擅长于音乐和真人秀节目。其中总导演陈刚曾担任《2017 快乐男声》、《偶像练习生》的总导演。2018 年出品《零零大冒险 2》、《闺蜜的完美旅行》。
青春的花路		
小姐姐的花店	税成铎	执导《美男鱼澡堂》、《红色气球》、《姐姐好饿剧场版之御厨大作战》
坑王驾到	郭德纲	1979 年投身相声艺坛，1996 年创办北京德云社，2016-2018 年三度担任东方卫视《欢乐喜剧人》司仪，执导电影《我要幸福》、《祖宗十九代》
演员的品格	爱鱼文化	团队成员张以豪曾执导《花样姐姐》

资料来源：爱奇艺官网，公开信息，东方证券研究所

● 剧集自制：两大部门专注不同类型剧集开发，外部合作保证优质剧集持续供给

爱奇艺的自制剧主要由两大部门负责：爱奇艺自制剧开发中心和爱奇艺奇星戏剧工作室，两个部门的工作重心略有不同。其中爱奇艺自制剧开发中心关注现代剧合作与开发，资深制片人，“互联网网剧倡导者”戴莹为总经理，她早在 2013 年着手组建爱奇艺自制剧部，负责网剧开发、投资及制作等，代表作包括《心理罪》、《最好的我们》等。爱奇艺奇星戏剧工作室则偏向古装剧，爱奇艺高级总监，制片人李莅樱担任总经理，其从业超过十年，代表作包括《河神》、《蜀山战纪 2》等。

外部合作保证优质网剧持续供给。由于剧集的制作周期更长、周转更慢，且人才仍未充足，公司自制剧主要采取承制外包模式，与上游制作方进行合作。2017 年爱奇艺开展了“海豚”、“幼虎”和“天鹅”等一系列计划扶持自制剧，加强外部合作。其中，“海豚计划”是关注程度最高的计划之一，针对超级网剧进行招标，采用保底+分成的模式，2017 年共收到 500 多个项目，对外界吸引力大。“幼虎计划”通过资金和平台资源方面支持有能力的导演和编剧进行创业。“天鹅计划”则针对有潜力的艺人进行重点培养。三大计划联动性强，分别涵盖导演/编剧、剧集制作和艺人等关键环节，并明确超级网剧主演需包括公司签约艺人，不仅能有效带动优质自制剧的供给，也能推动艺人经纪等业务实现共同发展。

表 7：2017 年 6 月爱奇艺“海豚计划”招标细则

类型	定价（集）	招标数量	建议题材	预计上线
S	800 万保低价（含演员） +分成 50%	1	科幻、传奇、神话、玄幻 奇幻、魔幻、战争、惊悚	2018Q4
A+	500 万保低价（含演员） +分成 50%	2	历史、传记、武侠、悬疑 动作、军旅、商战、谍战	2018Q4
A	300 万保低价（含演员）	3	校园、都市、爱情、行业	2018Q3

+分成 50%

竞技、喜剧、警匪、推理

资料来源：2018 爱奇艺世界·大会，东方证券研究所

总而言之，我们认为爱奇艺是三大视频平台中兼具科技基因与内容基因的公司，其自制能力优势体现在：（1）内部形成了自己成体系、磨合娴熟且较为稳定的自制团队，优秀的制片人和导演不断加入，其业内资源、人脉和经验使得爱奇艺的自制能力快速提升；（2）设置负责内容条线的高管“首席内容官”，工作室模式保证了有效的激励机制，并形成了完整的配套体系，提高效率、释放产能，鼓励创新、敢于试错；（3）通过平台资源优势，外部合作市场最头部的制作公司，形成良好的合作伙伴生态。

表 8：爱奇艺自制内容团队领导成员背景

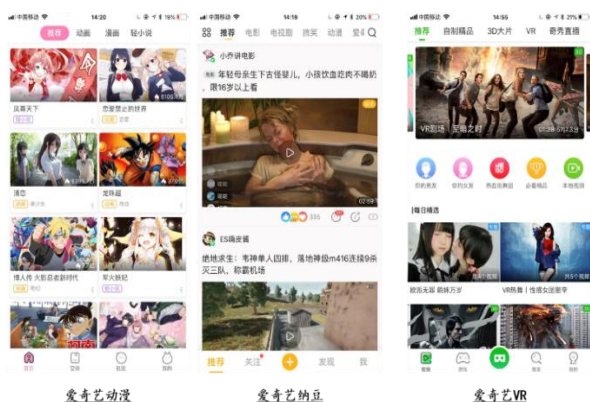
姓名	职位	加入时间	个人简介及背景
王晓辉	首席内容官	2016	1990 年进入中央人民广播电台工作，历任编辑组组长、评论部评论员、新闻评论部主任新闻节目部主任、新闻中心主任、中国之声副总监、财经办公室主任、分党组成员&副台长。
陈伟	高级副总裁-负责综艺节目	2015	毕业后加入浙江卫视，后晋升为浙江卫视节目中心副主任，曾担任《中国好声音》制片人
耿聃皓	高级副总裁	2011	清华大学毕业，2007 年起任搜狐公司焦点房地产网总经理，先后担任中国移动 139 移动互联副总裁、奇虎 360 副总裁
杨向华	高级副总裁-负责会员业务	2010	2004 年加盟搜狐，后担任搜狐公司无线事业部副总经理，负责研发、营销及手机商业
戴莹	自制剧开发中心总经理		资深制作人、监制、互联网“超级网剧”倡导者。于 2013 年着手组建爱奇艺自制剧部，全面负责网剧开发、投资、制作等工作，并且建立“爱奇艺文学版权库”。
姜滨	节目开发中心总经理		选秀类综艺制作经验丰富，代表作有《偶像练习生》、《爱上超模》、《天使之路》等
车澈	YOH 工作室负责人	2017	2011 年加入灿星制作。曾担任 2014 年《中美舞林冠军对抗赛》、《中国好舞蹈》执行总导演，2015 年《与星共舞》、2016 年《盖世英雄》、《蒙面唱将猜猜猜》节目总导演
李莅樱	奇星戏剧工作室总经理		资深制作人、监制、从业超十年
梁洁	PGC 运营中心总经理		
窦黎黎	网络电影开发中心总经理	2012	毕业于中国传媒大学制片管理专业，毕业后任职凤凰网电影频道主编
何无忌	自制剧开发中心文学统筹		毕业于武汉大学，榕树下主编

资料来源：爱奇艺世界·大会，东方证券研究所

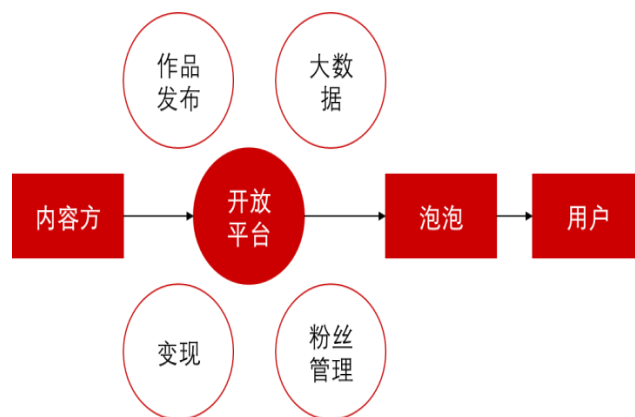
发展战略上，从苹果树模型到苹果园模型的升级，以及定位于以科技创新为驱动的伟大的娱乐公司的愿景，都标志着爱奇艺业务的多元化拓展和货币化能力的不断提升。从中长期的角度看，能否以高流量的视频业务为基础，构建多元化的线上线下传媒娱乐生态，也是爱奇艺未来发展的关键，其背后的重要性在于：（1）单一业务面临增长天花板，多元货币化对公司长期增长空间意义重大；（2）在零售和视频、泛娱乐和视频融合趋势下，腾讯视频及优酷依托其强大的股东背景和布局，在泛娱乐生态中具备优势，也意味着爱奇艺必须自建生态进行产业链上下游布局；（3）新业务拓展的成功，意味着在估值时可以给予更高的单用户价值。

因此，爱奇艺在产品、业务和生态上持续布局。产品策略上，爱奇艺从单一超级 APP 向若干个 APP 组成的产品矩阵拓展。公司在近一年加快布局，已拥有的独立 APP 包括爱奇艺阅读、爱奇艺

纳豆、奇巴布、爱奇艺 VR、爱奇艺动漫、爱奇艺泡泡等。以目前发展迅速的爱奇艺泡泡为例，其成立初始的定位只是明星话题讨论社区，2017 年底随着“泡泡矩阵”的发布，泡泡社区逐渐成了重要的内容宣发渠道，《海上牧云记》等热播剧的制作方九梦星徽文化传媒有限公司、新文化国际交流有限公司、百思传媒等已将泡泡矩阵作为一个重要的精准营销的宣发渠道，活动互动率和转化率均较高。未来泡泡将加快与整个爱奇艺生态的结合，加快文娱、文学、漫画和小说等圈子的进一步融合。我们认为，爱奇艺泡泡矩阵是连接内容生产方和用户的重要渠道，向上对接内容生产方，为其提供作品发布、大数据、变现、粉丝管理四大功能，满足合作伙伴的多方位需求。向下链接泡泡社区，通过 AI 技术识别用户潜在意图，进行个性化的推荐，并给到生产方重要的反馈信息。

图 18：爱奇艺产品 APP 示例


资料来源：公开信息，东方证券研究所

图 19：爱奇艺泡泡矩阵


资料来源：公司公告，东方证券研究所

业务范围和产品矩阵拓展的同时，也伴随着货币化能力的不断提升。目前公司重点打造九大 IP 货币化手段，包括广告、付费会员、经纪、打赏、游戏、电商、出版、发行和授权。公司的优质自制内容不仅带来了广告等前向价值，经纪、授权等后向变现模式的也正在崛起。以《偶像练习生》为例，爱奇艺通过与知名节目制作和经纪人葛福鸿成立一家单独的公司，对最终出道的 Nine Percent 团队进行全方位的独立运营，打造和负责团体 18 个月的训练计划，一方面拓展艺人经纪收入，另一方面未来可输送到自制剧、自制综艺等爱奇艺的内容制作中，形成联动。此外，文学、电商、打赏、游戏等业务亦在培育中。

表 9：爱奇艺主要货币化方式概览

广告	含品牌广告和信息流广告等，目前主要收入来源，2018Q4 广告收入占比 45.6%
会员	会员订阅收入，含单月、连续包月、季卡及年卡，2018Q4 会员收入占比 31.4%
授权	IP 授权，如与 361°、小红书的合作，以及麦当劳嘻哈出题餐厅等
经纪	Nine Percent 18 个月共享经纪约
打赏	主要来自于旗下直播平台“奇秀”，通过用户购买虚拟道具、取得特权等手段，获取收入，成本主要是主播分成，增长迅速
游戏	主要来自于爱奇艺游戏中心，爱奇艺作为游戏的联运方，通过分成确认收入。2018 年 7 月收购天象互动，布局影游联动

电商	主要通过旗下爱奇艺电商，销售的商品大多是 IP 的一些周边产品，例如商城中有《中国新说唱》专区，主要出售商品有综艺中明星佩戴的太阳镜、帽子、耳机等。
出版	爱奇艺文学相关业务，如《太子殿下有喜了》原著小说将由新世界出版社出版，《延禧攻略》网文同步上线阅读，形成各业务相互带动

资料来源：公开信息，东方证券研究所

3.3 腾讯视频：自制剧依托企鹅影视，综艺实行制片人中心制

腾讯视频自制内容由旗下自有团队及企鹅影视同步运营，其中影视类由企鹅影视天璇工作室等 5 个工作室负责，综艺类由腾讯视频自有团队及企鹅影视天相工作室负责。腾讯集团进行第三次战略升级和架构调整后，腾讯视频隶属平台与内容事业群（PCG），由腾讯集团 COO、PCG 总裁任宇昕负责管理，孙忠怀为直接领导。公司高管中，企鹅影视高级副总裁韩志杰主要负责腾讯视频剧集版权合作、腾讯视频市场和品牌管理等业务；高级副总裁王娟负责视频平台内容和会员业务以及动漫、纪录片、艺人经纪等业务；高级副总裁马延琨则负责综艺节目。腾讯视频及企鹅影视高管多为腾讯系元老。

表 10：腾讯视频高管简介

姓名	职位	简介
任宇昕	腾讯集团 COO，PCG 总裁	2000 年加入腾讯，此前在华为工作。2012 年 5 月起全面领导腾讯社交网络事业群和互动娱乐事业群
孙忠怀	企鹅影视 CEO，腾讯集团副总裁	2003 年加入腾讯，腾讯网创始人。全面负责腾讯视频和企鹅影视的运营与管理
韩志杰	企鹅影视高级副总裁	2006 年-2012 年 5 月担任雅虎亚太区市场副总裁，2012 年加入腾讯。管理企鹅影视电视剧业务、腾讯视频版权合作和腾讯视频的整体市场与品牌
王娟	腾讯视频总编辑、企鹅影视高级副总裁	2003 年加入腾讯，先后担任腾讯娱乐总监、腾讯网副总编辑。管理腾讯视频平台内容和会员业务的整体运营，以及企鹅影视旗下动漫板块的管理工作
马延琨	腾讯视频综艺业务总经理、企鹅影视高级副总裁	腾讯网络媒体事业群资深员工

资料来源：传媒内参，公开信息，东方证券研究所

企鹅影视自制团队采用工作室制度，其中天璇工作室、天府工作室、天机工作室、天同工作室、天空工作室负责腾讯视频自制剧项目。2017 年年初，企鹅影视为了细化分工，在内部率先成立了三大工作室，并分别确定了其工作范围。其中：（1）天璇工作室负责定制剧和自有 IP 研发，作品多是和其他影视公司及团队合作的定制剧，投资体量大、制作相对精良；（2）天同工作室只负责自有 IP 项目，所做的剧有企鹅影视协助孵化的原创剧本，也有网文小说改编。投资体量中等偏上，流量“性价比”高；（3）天机工作室负责 PGC 内容生产，以分账的网剧和网大为主。其作品体

量相对较小，一般情况下都由团队先行投资拍摄，然后找到腾讯合作进行分账播出。此外，企鹅影视也拥有影视版权合作中心，负责版权剧的购买。

各工作室负责人在行业内拥有创作经理，天璇工作室总经理方芳代表作品有《鬼吹灯之精绝古城》、《如果蜗牛有爱情》、《九州天空城》、《重生之名流巨星》等，天府工作室、天机工作室总经理常斌代表作品《无问西东》、《失孤》、《栀子花开》等，天同工作室总经理赵洁代表作品《双世宠妃》、《双世宠妃 2》、《骨语》、《法医秦明之幸存者》、《别碰我心底的小柔软》等。

表 11：企鹅影视内容团队领导及代表作品/工作经历

姓名	职位	代表作品/工作经历
方芳	企鹅影视影视版权中心总经理、天璇工作室总经理	《鬼吹灯之精绝古城》《如果蜗牛有爱情》、《九州天空城》、《重生之名流巨星》
常斌	企鹅影视副总裁、天府工作室、天机工作室总经理、腾讯视频电影频道运营与管理	《无问西东》《失孤》《栀子花开》
赵洁	企鹅影视天同工作室总经理	《双世宠妃》《双世宠妃 2》《骨语》《法医秦明之幸存者》《别碰我心底的小柔软》
齐帅	企鹅影视副总裁，企鹅影视天空工作室总经理，负责企鹅影视文学 IP 的储备与研发、项目全流程管理以及自制剧和定制剧整体制作开发	曾在《南方都市报》担任记者、娱乐首席记者、互动娱乐平台首席内容官，拥有十余年一线娱乐媒体从业经验
邱越	天相工作室副总经理	《创造 101》、《奇遇人生》

资料来源：影投人，东方证券研究所

企鹅影视天相工作室及腾讯视频内部团队则负责自制综艺项目，负责人多来自市场运营部门和电视台，拥有丰富的市场营销经验或节目制作经验。其中，腾讯视频综艺业务总经理、企鹅影视副总裁马延琨在腾讯视频有多年的市场运营经验，腾讯视频副总编辑陈晓卿 1989 年进入中央电视台，代表作品有自然类纪录片《龙脊》、《森林之歌》，美食类纪录片《舌尖上的中国》等。得益于陈晓卿在纪录类节目中的丰富经验，在起加入后腾讯视频出品了美食纪录片节目《风味人间》，自制纪录片在各平台中独具特色。此外，爆款综艺《创造 101》由天相工作室出品。

表 12：腾讯视频自制综艺团队高管

姓名	职位	简介
马延琨	腾讯视频综艺业务总经理、企鹅影视高级副总裁	腾讯视频多年的市场运营经验
王莹	腾讯视频商业化总经理	曾历任 Criteo 中国区总裁，Google 商业合作部大中华区及韩国负责人，及亚太区移动联盟负责人。在加盟 Google 之前，王莹女士曾在英特尔，京信通信和诺基亚担任综合管理，市场和销售等多个职位
陈晓卿	腾讯视频副总编辑，稻来纪录片实	1989 年陈晓卿进入中央电视台，代表作品有自

验室负责人，负责腾讯视频旗下自然类纪录片《龙脊》、《森林之歌》，美食类纪录片《舌尖上的中国》、《风味人间》

资料来源：传媒内参，公开信息，东方证券研究所

与爱奇艺以导演为中心、纯粹 inhouse 的模式不同，腾讯视频采用制片人模式，平台不养导演团队。腾讯视频提出“项目运营制片人”制度，制片人主要负责：（1）产品研发、项目管理。制片人团队研究挖掘新的节目形态，然后与灿星等外部制作公司合作；（2）参与项目的挑选、制作、营销等工作。接受制作公司的项目提案，在早期介入项目，给制作公司提供数据、用户研究、模式研发上的帮助。因此，腾讯视频 2016 年底成立内容研发小组，包含发展研究部门、数据部门、用户研究部门、模式研发部门、制片人团队的骨干人员。可以看到，腾讯视频综艺自制上，制片人团队注重的是结合数据挖掘需求和准确判断内容。在确定项目模式后，则选择与外部优质制作公司合作，如与灿星合作的《即刻电音》，与龙丹妮哇唧唧哇联合出品的《明日之子》，与七维动力联合研发制作的《创造 101》等。

表 13：腾讯视频部分自制综艺

节目	制作/出品信息
《王者出击》	俞杭英（原子娱乐）与企鹅影视合作的《王者出击》
《创造 101》	是由腾讯视频、腾讯音乐娱乐集团联合出品，企鹅影视、七维动力联合研发制作的组合青春成长节目
《即刻电音》	灿星和企鹅影视联合制作的电音新网综
《我和我的经纪人》	与日月星光合作制作《我和我的经纪人》中国首档聚焦经纪公司的职场真人秀
《女儿们的男朋友》	企鹅影视、原子娱乐联合制作的真人秀节目。
《心动的信号》	由企鹅影视、唯众传媒联合制作的首档都市男女恋爱社交推理真人秀节目
《恕我直言》	由企鹅影视、坚果壳传媒、青藤文化共同制作的男女思维解谜节目
《幸福三重奏》	由企鹅影视、杭州合心影视传媒有限公司共同制作的一档亲密关系实景观察节目
《潮音战纪》	是由腾讯视频出品，企鹅影视、哇唧唧哇、光启传媒联合制作的偶像搭档对决音乐真人秀
《王者出击》	是由企鹅影视、原子娱乐制作，企鹅影视、腾讯游戏、原子娱乐出品的实景真人对抗赛
《横冲直撞 20 岁》	由腾讯视频出品的青春探险真人秀，导演谢涤葵，现任皙悦传媒 CEO。
《明日之子》	由企鹅影视、哇唧唧哇（龙丹妮）和微博联合出品，面向 95 后、00 后人群，致力于以音乐为载体，用创新的互联网形式来养成十年偶像，开启偶像诞生的新纪元
《吐槽大会第三季》	由企鹅影视和笑果文化联合出品的一档喜剧脱口秀节目

资料来源：公开信息，东方证券研究所

3.4 优酷：平台战略仍在梳理，自制团队经历多轮调整

优酷内部自制架构经历多轮调整，内容团队变化多伴随着并购事项和人员变动：（1）早期优酷主要通过“合一影业”和“优酷出品”进行自制内容运作。其中，优酷土豆集团副总裁、优酷出品总制片人卢梵溪带领“优酷出品”打造了《老男孩》、《万万没想到》等早期原创网络视频，并通过合一影业将网络剧 IP 孵化为院线大电影进行变现。此后，卢梵溪于 2015 年 7 月离职；2016 年，阿里巴巴完成收购优酷土豆；2017 年，合一影业团队整合加入阿里影业；

（2）杨伟东成为优酷土豆总裁后，逐步构建内容高管架构，引进专业化人才，形成现有的核心内容团队。自制内容体系高管在过往工作中积攒了丰富的投资经验与制作、出品的能力，如阿里文娱大优酷事业群副总裁刘开珞曾担任小马奔腾影业和万达影视副总经理，并在担任合一影业负责人期间带领合一影业参与投资了电影《黄金时代》、《智取威虎山》等影片；大优酷事业群副总裁郑蔚曾担任中央电视台《开心辞典》栏目制片人，2015 年加盟爱奇艺担任首席信息官，期间先后打造出综艺节目《我去上学啦》、《晚安朋友圈》、《流行之王》、《撕人订制》等。大优酷事业群剧集中心总经理马筱楠为搜狐视频前高管，曾监制《屌丝男士》等。

此外，优酷自制内容团队采用工作室制度，其中星空工作室、天行工作室、元气工作室专注剧集开发与制作，MAD 工作室聚焦自制综艺，各工作室负责人也具备丰富的影视行业经验。其中，星空工作室总经理丁恒代表作品包括《寻秦记》、《蚀日风暴》等；天行工作室总经理袁玉梅代表作品有《白夜追凶》、《颤抖吧,阿部!》、《鲜肉老师》、《寒武纪》、《套路》等。元气工作室总经理王平在加入优酷前为湖南广电副台长，2005 年起连任三届《超级女声》总导演之职，2007 年制作的综艺《舞动奇迹》获全年收视率第一。在优酷任职期间代表作品有《了不起的匠人》、《白夜追凶》等；MAD 工作室总经理宋秉华曾担任《火星情报局》、《这！就是街舞》总监制。

表 14：优酷内容团队高管

姓名	职务/工作室	代表作品/工作经历
刘开珞	阿里文娱大优酷事业群副总裁	二十多年影视传媒从业经验，曾任职华夏视听环球传媒有限公司 CEO、万达影视传媒有限公司副总经理、北京小马奔腾影业有限公司副总经理等职务。2014 年加盟优酷土豆担任新成立的合一影业总裁，负责开发、制作和营销、发行等业务。在刘开珞的带领下合一影业参与投资了电影《黄金时代》、《智取威虎山》等
郑蔚	阿里文娱大优酷事业群副总裁	曾担任中央电视台《开心辞典》栏目制片人，曾先后策划制作《对话》《央视 3·15 晚会》《全家总动员》《开心学国学》《是真的吗》《超级减肥王》等大型节目。2015 年以央视财经频道副总监的身份从央视离职，加盟爱奇艺担任首席信息官，期间带领的爱奇艺达尔文工作室，先后打造出了综艺节目《我去上学啦》《晚安朋友圈》《流行之王》《撕人订制》，2017 年 7 月加盟优酷
马筱楠	阿里文娱大优酷事业群剧集中心总经理	《屌丝男士》、《幸福一家人》、《给我一个十八岁》、《北京女子图鉴》、《知否知否应是绿肥红瘦》、《天坑鹰猎》监制
丁恒	星空工作室总经理	《寻秦记》总制片人、《蚀日风暴》总制片人
袁玉梅	天行工作室总经理	代表作品有《白夜追凶》、《颤抖吧,阿部!》、《鲜肉老师》、《寒武纪》、《套路》
王平	元气工作室总经理	2016 年加入优酷前为湖南广电副台长，2005 年王平任《超级女声》总导演之职，2007 年全年收视第一综艺《舞动奇迹》的制作人。在优酷任职期间代表作品有《了不起的匠人》、《白夜追凶》等
宋秉华	MAD 工作室总经理	《火星情报局》总监制、《这！就是街舞》总监制

资料来源：传媒内参、公开信息，东方证券研究所

在综艺节目的制作上，优酷一方面与灿星等外部平台合作；另一方面也交由优制娱乐等阿里文娱旗下公司进行定制。同时，依托阿里生态体系，优酷自制综艺通常与天猫等进行联合创作和出品。如《这！就是灌篮》是浙江卫视、优酷、天猫联合制作推出的青春篮球竞技原创节目，《这！就是街舞》为优酷、天猫、微博、巨匠出品，联手灿星制作的街舞选拔类真人秀，《这！就是铁甲》是由优酷、天猫出品、创客星球联合出品，优制娱乐承制的铁甲格斗节目。

表 15：优酷部分自制综艺信息

综艺名	制作方相关信息
《这！就是灌篮》	浙江卫视、优酷、天猫联合制作推出的青春篮球竞技原创节目
《周六夜现场》	由优酷、欢乐传媒、笑果文化联合出品及制作的年轻态喜剧综合秀
《这！就是歌唱·对唱季》	优酷制作的剧情类音乐综艺
《这！就是街舞》	由优酷、天猫、微博、巨匠出品，联手灿星制作的街舞选拔类真人秀
《这！就是原创》	由腾讯音乐娱乐集团、优酷视频、灿星共同制作的原创音乐人竞技成长秀节目
《举杯呵呵喝》	由优酷、天猫、因唯，巨匠四方出品的全网首档明星酒后真言秀
《这！就是铁甲》	由优酷、天猫出品、创客星球联合出品，优制娱乐承制的中国铁甲格斗节目
《以团之名》	由优制娱乐制作、优酷独播的艺术研修教育类节目

资料来源：公开信息，东方证券研究所

(3) 2018年12月，阿里影业董事长樊路远兼任优酷总裁后，内部再度组织架构调整。目前阿里影业高级副总裁、淘票票总裁李捷，兼任优酷电影负责人，优酷电影与阿里影业电影业务整体管理。架构调整的背后反映的是战略调整，优酷未来或将更多定位于播出平台。

风险提示

- **行业竞争加剧**

中美流媒体视频行业均面临着激烈的市场竞争，行业内流媒体视频平台数量众多，且股东多为互联网或传媒行业巨头。目前行业仍处于快速发展期，龙头公司围绕渠道、内容和用户等多领域进行激烈竞争，竞争压力加剧，格局稳定仍需时间

- **行业监管风险**

新媒体行业是文化产业的重要组成部分，具有较强的意识形态属性，因而国家相关法律、法规和政策对视频平台有着严格的监督和管理。若违反相关法律法规及监管政策，将受到相关行政部门的通报批评、限期整顿、没收所得、罚款等处罚，情节严重的将被吊销相关业务资质甚至禁入市场

- **版权成本大幅抬升**

由于优质内容的稀缺性，对头部内容的互联网播映权争夺，将使得版权采购费用趋于抬升，加大流媒体视频平台的版权成本和现金流压力

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

