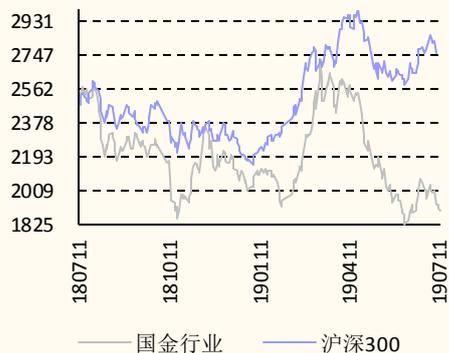


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金娱乐指数	1900.14
沪深300指数	3802.79
上证指数	2933.36
深证成指	9186.29
中小板综指	8741.83



相关报告

- 1.《腾讯新游要求渠道 3:7 分成, 将带来哪些影响? -手游行业渠道...》, 2019.7.8
- 2.《自走棋战场硝烟四起, 它给了我们什么启示? -游戏行业点评》, 2019.6.27
- 3.《仗剑为侠情难已, 江湖夜雨十年灯:《剑侠情缘》的前世今生...》, 2019.5.30
- 4.《吃鸡热度居高不下, 腾讯制霸多品类, 老游戏表现不俗-游戏行业...》, 2019.5.10
- 5.《游戏主机战争史: 持续四十年、价值十亿美元的巨人对决-游戏主机...》, 2019.5.9

裴培

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

进击的网络综艺: 会是视频平台进入新时代的“门票”吗?

行业观点

- **网综正在推动网络视频行业迈向新时代。**2019年,网络视频(长视频)行业的流量格局趋于稳定,“三大”(爱奇艺、腾讯视频、优酷)+芒果TV的竞争态势还将持续很久。视频平台如何做出差异化?如何做出内容调性?如何更精细地吸引细分受众、集约化地实现变现?网综,尤其是自制独播网综,是一个杀手锏,也是视频平台进入新时代的“门票”。
- **精细化与大制作是表象,核心是对内容更注重了。**引爆话题热点的节目无疑需要强大的制作水平支撑,流量与内容质量并不冲突。流量明星和网综是需要相互成就的。相较于韩国综艺以PD为核心的模式,国内综艺节目目前在制作环节还有很长的路要走。我们详细地从播放端、盈利模式和制作团队三方面详细梳理了韩国综艺与国内综艺的差别,以及他山之石的启示。
- **网综逐步迈向真正的自制阶段,创新可期。**在资金和牌照的壁垒下,网综行业头部效应会愈发明显,具备专业制作班底的视频平台有望成为赢家。“爱优腾”和芒果TV在自制综艺方面以工作室或工作团队制度为主。芒果TV和湖南卫视的明星制作人工作室制度真正落实了放权的“PD核心模式”,可以更好地有效激活团队创新。
- **网综的大规模交叉变现,才刚刚开始。**现在,网综的商业化主要是广告(包括植入广告)。但是,既然有“网红带货”模式,为什么不能有“网综明星带货”模式?《这!就是街舞》与天猫的互动,就是一个很好的例子。网综的流量、数据,能不能与视频平台其他内容形成合力?一切皆有可能。

投资建议

- **芒果超媒:**芒果TV具有丰富的综艺产品线,自制综艺对流量和会员付费的贡献也越来越高。其中,2019年以来,自制网综《妻子的浪漫旅行第二季》、《密室大逃脱》、《哈哈农夫》等均表现不俗。背靠愈发强劲的人才储备和市场化灵活自主的激励机制,自制网综的制作水平和创新能力走高,内容独创性突出。在细分聚焦家庭、情感和悬疑益智类主题上,深挖年轻女性用户价值,定位明晰,对于细分客户群体的广告业务有较强拉动作用。
- **爱奇艺:**2019年6月,爱奇艺付费会员规模破亿。从用户的拉新、留存到召回过程中,超级网综对于用户流量的贡献功不可没,独播网综的高热度和话题性也会加深用户对于平台的认知。爱奇艺独播的超级网综不少,《偶像练习生》《中国新说唱》《青春有你》《乐队的夏天》等等针对年轻群体多个垂直领域布局。2019年下半年,《奇葩说》第6季、《青春有你》第2季有望上线,爱奇艺的持续创造新头部网综的能力也值得期待。
- **腾讯音乐:**音乐类综艺对于音乐版权的需求强劲,并且参演者的演绎曲目以及偶像养成类网综中学员的后续出道专辑售卖都是粉丝经济的必要环节。腾讯音乐与多款音乐综艺合作,如腾讯视频《创造101》和《创造营2019》、爱奇艺《我是唱作人》、优酷《这就是原创》,对腾讯音乐的会员付费提升有所帮助。腾讯音乐无疑在粉丝经济的多项变现环节扮演着不可或缺的角色。

风险提示:数据准确性差异;政策风险;竞争风险;个人偶发因素风险。

内容目录

写在网络视频迈向新时代的大门前.....	5
网络视频在互联网娱乐中的地位仍然举足轻重.....	5
大型独播网综是视频平台实现“差异化”的重要方式.....	6
内容监管趋严，明星成本或将被进一步压低.....	7
网综 VS 台综：年轻且具备较强消费能力的受众在迁移.....	10
年轻一代用户已经很少看电视直播了.....	10
网络视频的受众范围广泛，重度用户具备较强消费能力.....	11
网综的受众目前偏年轻化，但绝不是终点.....	13
精细化与大制作是表象，核心是对内容更注重了.....	15
内容越发精细化，多样新生节目层出不穷.....	15
热度和口碑背靠强大的制作水平，衍生变现的源头还是内容.....	17
网综逐步迈向真正的自制阶段，创新可期.....	22
在资金和牌照壁垒下，头部效应会越来越突出.....	22
以制作人为核心的工作室制度或将进一步激活创新能力.....	22
及时反馈观众观感的机制推出，加快迭代周期.....	26
小众撬动大众并不是天方夜谭，观众还有很多培养的可能性.....	26
尚未结束的网综变现故事.....	29
品牌广告什么玩法是有效的？.....	29
全产业链开发下造星向后输出，持续跟进.....	32
微综艺是不是下一个风口？内容比时长更重要.....	33
投资建议.....	35
芒果超媒.....	35
爱奇艺.....	35
腾讯音乐.....	35
风险提示.....	35

图表目录

图表 1：还记得“转发这个杨超越”吗？这就是综艺的造梦力量.....	5
图表 2：2019 年 6 月 MAU 排名前 10 的 App（单位：亿）.....	6
图表 3：网络视频 App MAU 趋势.....	6
图表 4：网络视频 App DAU 趋势.....	6
图表 5：2018 年累计播放量排名前 10 的网综节目.....	7
图表 6：2019 年 1-6 月累计播放量排名前 10 的网综节目.....	7
图表 7：关于广播电视和网络视听文艺节目的监管政策梳理.....	8
图表 8：2014-2018 年人均每日收视时长.....	10
图表 9：2018 年各年龄段观众日均收视时长（分钟）.....	10
图表 10：2014-2018 年日均观众规模及实际观众人均每日收视时长.....	11

图表 11: 2018 年互联网泛娱乐细分行业整体及手机用户渗透率对比	11
图表 12: 2008 至 2018 年网络视频用户规模及渗透率	12
图表 13: 2013 至 2018 年移动视频用户规模及渗透率	12
图表 14: 网络视频节目收看频率	12
图表 15: 2018 年分地域每天看网络视频节目用户比例	13
图表 16: 2018 年分年龄层每天看网络视频节目用户比例	13
图表 17: 2018 年 6 月视频平台用户画像: 性别	13
图表 18: 2018 年 6 月视频平台用户画像: 年龄	13
图表 19: 不同年龄用户偏好不同类型的节目	14
图表 20: 网综行业发展历史沿革	15
图表 21: 2016 年至 2018 年视频平台播出网综数量	16
图表 22: 2017 年和 2018 年新老网综数量对比	16
图表 23: 2018 年各平台新老网综数量对比	16
图表 24: 2019 年男团组合偶像养成类节目	17
图表 25: 综艺节目制作流程	18
图表 26: 《新西游记第 1 季》累计播放量 (腾讯视频)	19
图表 27: 《新西游记第 2 季》累计播放量 (腾讯视频)	19
图表 28: 韩国与中国综艺节目广告收入模式对比	19
图表 29: 罗英石 PD 制作综艺代表作一览	20
图表 30: 罗英石综艺代表作豆瓣评分	21
图表 31: 2014 年至 2018 年广播电视节目制作机构合格数量	22
图表 32: 芒果超媒 2017 年和 2018 年员工构成	23
图表 33: 爱奇艺 2017 年和 2018 年员工构成	23
图表 34: 网综的制作节目组构成 (以音乐选秀类节目为例)	24
图表 35: 爱奇艺的网综会员分账模式	24
图表 36: 湖南卫视及芒果 TV 工作室/工作团队	25
图表 37: 芒果 TV 《明星大侦探》第 1 至 4 季累计播放量及口碑	25
图表 38: 腾讯视频《创造营 2019》受众与广告投入进程	26
图表 39: 说唱街舞类网综累计播放量 (亿次)	27
图表 40: 说唱街舞类网综受众性别比例	27
图表 41: 芒果 TV 《明星大侦探》第 1 至 4 季累计播放量及口碑	27
图表 42: 芒果 TV 《声入人心》	28
图表 43: 芒果 TV 和灿星文化向视频平台输出的综艺售价及毛利率对比	29
图表 44: 2018 年 TOP 节目品牌合作数量占比	30
图表 45: 2018 年各平台各品牌合作数量占比	30
图表 46: 2018 年网综各行业内容合作品牌数	30
图表 47: 2018 年和 2019 年上半年 TOP10 网综广告合作品牌明细	31
图表 48: 《这! 就是街舞》衍生品淘宝售卖界面	32
图表 49: 偶像团体及成员数字专辑销售情况	32

图表 50: 张艺兴数字专辑销售情况.....	32
图表 51: 爱豆世纪股权结构图.....	33
图表 52: 微综艺累计播放量对比 (亿次)	34
图表 53: 《女人 30+》微综艺宣传图.....	34

写在网络视频迈向新时代的大门前

- **综艺，是什么？是“普通人可以承担的梦想”。**当我们在谈论综艺的时候，是什么因素把它和影视剧、纪录片、直播、短视频区分开来？借用韩国国民综艺制作人罗英石在 2017 年戛纳国际创意节主题演讲所言：真人秀综艺不是展示现实，而是呈现梦想。不论是“幸运是努力到拼”成功站在 C 位的偶像养成类，或是“Keep Real”的说唱竞技类，还是温暖感动的生活类综艺，都是创作团队借由综艺作为宣告梦想的窗口。综艺源于生活，但高于生活。网综以互联网作为传播途径，虽然大部分网综的主题都定位于年轻受众，但是也能通过感情联动，影响全年龄段的观众。
- **网综是需要专业制作团队的互联网娱乐产品，是典型的 PGC。**网综需要完善的策划、新颖的编排和创意、专业的剪辑等后期制作，可能还会涉及到参演者在全产业链上的培养和资源持续的支持。网综制作行业，是有一定资金、牌照门槛的行业，需要联动艺人经纪、音乐版权、视频流量入口等产业链多环节。目前，网综的主要制作方是具备较高自制水平的视频平台，包括爱奇艺、腾讯视频、优酷和芒果 TV。随着从“外包合作定制”向工作室制度下“自主自制”的迈进，高水平的自制网综会为视频平台吸引、留存用户贡献更多力量，也会凸显平台之间的差异化。毫不夸张地说，网综可能是视频平台进入新时代的“门票”。

图表 1：还记得“转发这个杨超越”吗？这就是综艺的造梦力量

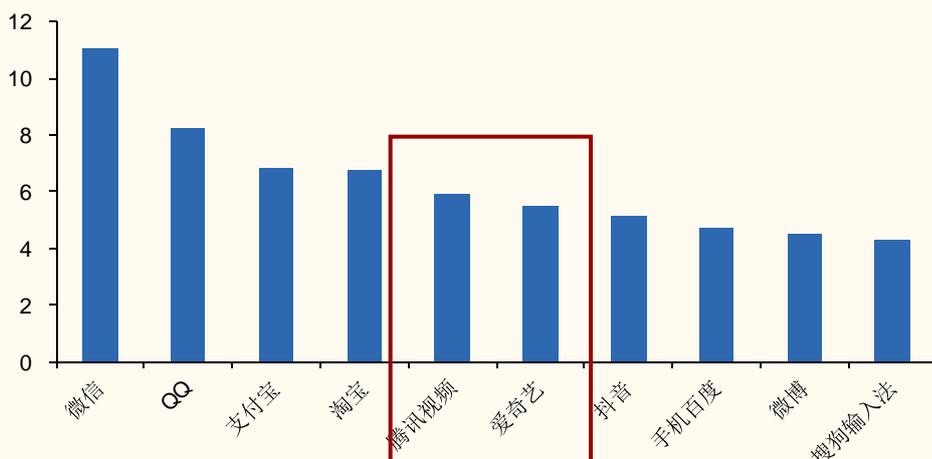


来源：新浪微博，国金证券研究所

网络视频在互联网娱乐中的地位仍然举足轻重

- **网络视频，尤其是长视频，受众广泛，竞争格局进入稳定。**在流量层面，爱奇艺、优酷和腾讯视频三家处于领先地位，芒果 TV 和 B 站不容小视。根据国金证券研究创新中心 2019 年 6 月的监测数据，MAU 排名前 10 的 App 中，网络视频（长视频）App 占两席，腾讯视频和爱奇艺分别排名在第 5、6 名。网络视频娱乐需求的受众比较广泛，在各年龄层、各线城市都有较高的渗透率。纵观从 2017 年 11 月至今的数据，流量层面的竞争格局相对较为稳定。腾讯视频、爱奇艺和优酷属于第一梯队，MAU 和 DAU 水平均领先于同业，MAU 约在 3 亿以上的水平。而第二梯队是芒果 TV 和 B 站，MAU 在 1 亿左右，大体呈增长趋势。其中，芒果 TV 2018 年 6 月至 2019 年 6 月 MAU 的复合增速为 4.9%，B 站的复合增速为 3.0%，相对腾讯视频、爱奇艺和优酷（CAGR：-0.2%、0.3%和 0.5%）高出不少。

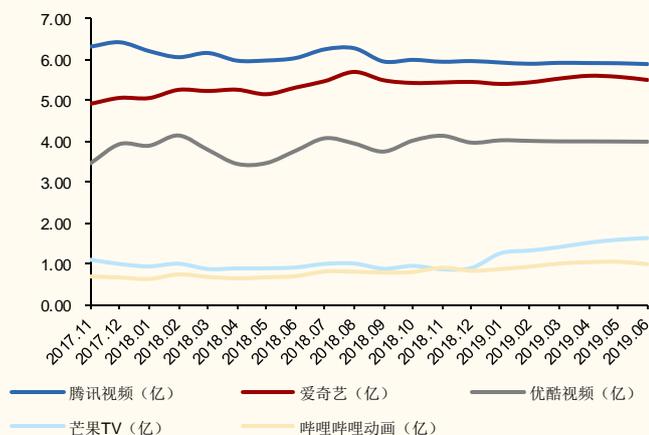
图表 2：2019 年 6 月 MAU 排名前 10 的 App（单位：亿）



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

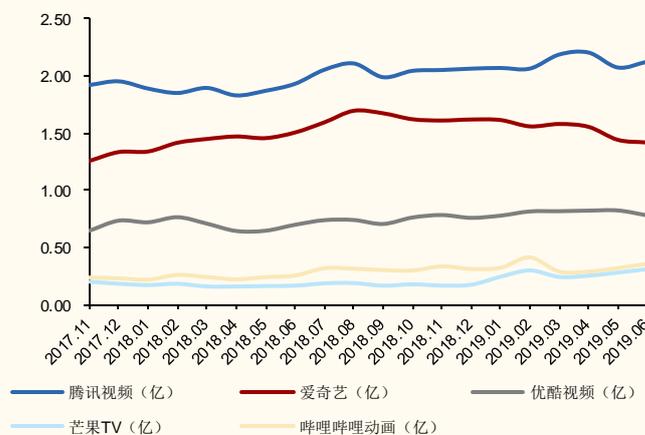
- 有人认为：抖音、快手等短视频 App 的崛起，会对长视频构成打击。然而，我们的数据并不支持这种看法：从 2017 年下半年抖音崛起以来，长视频 App 的 MAU 和 DAU 总体都是上升的，只是各大平台的上升速度不同而已。或许，如果没有短视频，长视频能增长的更快；但是，长视频的基本盘并没有被短视频撬动。当年网络直播的崛起并没有“打垮”长视频，现在的短视频就更不会了。在理论上，所有娱乐应用都在争夺有限的用户时间；在实践中，这种“争夺”是复杂的，并不一定是此消彼长。

图表 3：网络视频 App MAU 趋势



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

图表 4：网络视频 App DAU 趋势



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

大型独播网综是视频平台实现“差异化”的重要方式

- 如何解决视频平台“差异化”不足的问题？网络综艺是一条出路。用户在选择视频平台的时候会主要依据平台上的内容。这也就意味着，一家视频平台想要吸引流量，就必须从外采购优质内容资源，或者自制出优质的内容。从外界采购头部内容，会让视频平台越来越没有差异——观众是被大明星、大 IP、大制作吸引来的，对视频平台的品牌毫无忠诚度；只要下个季度没有同样量级的制作，他们就会跑掉。而且，持续从外采购优质内容资源还需要强大的资金实力和议价能力。
- 那么，自制内容又如何呢？近年来，三大视频平台普遍强调“自制”，但是效果参差不齐。很多“平台自制内容”只是定制内容，平台扮演的只是投资人的角色。而且，头部大剧就算“自制”了，与视频平台也很难形成协同效应，无法培育足够的“内容调性”，观众仍然“只认剧不认平台”。所以，视频平台要通过“自制大剧”突围，难度不小。

- **但是，自制网综不失为一条可行的道路。**第一，网综在用户互动和反馈及时性上具备优势，用户喜怒哀乐等情绪会更快、更明显地表现出来，制作方可以迅速从播出端获得反馈。第二，在大数据的加持下，网综中对于某几段表演的点击、弹幕热度可以得到精确统计，用户行为可以得到更好的掌握。第三，综艺节目的灵活性远大于剧集，可以轻松适应视频平台的调性、与其他内容联动。独播网综，不但可以吸引并留住更多用户，而且可以让他们的情绪更直率地宣泄出来，加深对平台的感情认知。
- **精品化趋势下网综吸睛作用明显，季播的形式具有一定可预期性。**若排除台综（电视台综艺）、只考虑纯网综，2018年播放量排名前10的网综中，排名前三的均是选秀类节目：腾讯视频的《创造101》《明日之子第二季》和爱奇艺的《偶像练习生》，全年累计播放量均超过35亿次。优酷的《爱的时差》是明星相亲节目，腾讯视频的《吐槽大会第三季》是脱口秀节目。上榜节目无一例外是平台独播节目。在电视台综艺中，2018年季播真人秀共播出203档，首播收视率超过1%的季播节目共计16档，收视率超过2%的仅有浙江卫视的《奔跑吧，兄弟》，这已经是一款很老的IP了。显然，台综在吸睛能力上已经落后于网综。2019年上半年，偶像养成类节目《创造营2019》、《青春有你》位居前茅，芒果TV《妻子的浪漫旅行第二季》《密室大逃脱》《少年可期》《哈哈农夫》表现不俗。

图表 5：2018 年累计播放量排名前 10 的网综节目

排名	节目名称	累计播放量（亿次）	播出平台	独播/非独播	开播时间
1	创造 101	48.04	腾讯视频	独播	2018 年 4 月 21 日
2	明日之子第二季	35.04	腾讯视频	独播	2018 年 6 月 30 日
3	偶像练习生	35.92	爱奇艺	独播	2018 年 1 月 19 日
4	爱的时差	30.96	优酷	独播	2017 年 12 月 22 日
5	吐槽大会第三季	19.90	腾讯视频	独播	2018 年 11 月 4 日
6	热血街舞团	18.47	爱奇艺	独播	2018 年 3 月 17 日
7	这！就是铁甲	18.25	优酷	独播	2018 年 4 月 13 日
8	勇敢的世界	17.50	芒果 TV	独播	2018 年 7 月 27 日
9	妻子的浪漫旅行第一季	17.42	芒果 TV	独播	2018 年 8 月 15 日
10	明星大侦探第四季	17.30	芒果 TV	独播	2018 年 10 月 26 日

来源：腾讯视频，爱奇艺，优酷，芒果 TV，艺思网，国金证券研究所

注：爱奇艺和优酷自 2018 年 10 月以来不再披露具体的播放量数据，表中的累计播放量统计区间为 2018 年 1 月至 2018 年 9 月，上榜的节目《偶像练习生》、《热血街舞团》、《爱的时差》和《这！就是铁甲》的播放时段均在 2018 年 9 月之前，故而 2018 年 10 月至 2018 年 12 月的播放量对于全年累计播放量贡献较小。此排名具有一定参考意义。

图表 6：2019 年 1-6 月累计播放量排名前 10 的网综节目

排名	节目名称	播放量（亿次）	播出平台	独播/非独播	开播时间
1	创造营 2019	37.10	腾讯视频	独播	2019 年 4 月 1 日
2	妻子的浪漫旅行第二季	23.77	芒果 TV	非独播	2019 年 2 月 14 日
3	密室大逃脱	23.20	芒果 TV	独播	2019 年 3 月 23 日
4	少年可期	20.30	芒果 TV	独播	2019 年 4 月 15 日
5	青春有你	-	爱奇艺	独播	2019 年 1 月 21 日
6	哈哈农夫	19.04	芒果 TV	独播	2019 年 3 月 16 日
7	女儿们的恋爱	13.61	芒果 TV	独播	2019 年 1 月 23 日
8	变形计第十七季	11.07	芒果 TV	独播	2019 年 2 月 12 日
9	明星大侦探第四季	8.18	芒果 TV	独播	2018 年 10 月 26 日
10	妻子的浪漫旅行第二季	-	爱奇艺	非独播	2019 年 2 月 14 日

来源：腾讯视频，爱奇艺，优酷，芒果 TV，艺思网，国金证券研究创新中心，国金证券研究所

注：爱奇艺自 2018 年 10 月以来不再披露具体的播放量数据，排名中爱奇艺播放量数据参考国金证券研究创新中心监测数据

内容监管趋严，明星成本或将被进一步压低

- **从长期看，网络内容与电视台内容的监管尺度将趋向统一。**从 2015 年以来，国家广电总局对于广播电视节目从内容、导向、人员上呈现监管收紧

的趋势，而早期对于网络视听节目相对较为宽松。随着移动互联网发展高速发展，内容审核采用“同一把尺子”也在逐步落实。2017年6月30日，中国网络视听节目服务协会审议通过《网络视听节目内容审核通则》，明确了“先审后播原则”，涉及到网络视听节目包括网络剧、微电影、网络电影、影视类动画片、纪录片；文艺、娱乐、科技、财经、体育、教育等专业类网络视听节目。现阶段，对于直播类网综还没有完全限制。

- 首先，在内容和导向上，主要是“坚持以我为主、开拓创新”、“真人秀节目要体现真实和真诚”、“坚决遏制追星炒星、泛娱乐化等不良倾向”。落实在具体节目上，建议摆脱对境外节目模式的依赖心理，纠正一窝蜂式的盲目引进；明星嘉宾不得作假作秀；对于影视明星参与的娱乐游戏、真人秀、歌唱类选拔节目播放量有一定控制；提高素人（普通群众）的参演比例。其次，在人员和片酬上，广播电视节目的嘉宾片酬受到严格控制。各卫视综合频道 19:30-22:30 播出的综艺节目要提前向总局报备嘉宾姓名、片酬、成本占比等信息，全部嘉宾总片酬不得超过节目总成本的 40%，主要嘉宾片酬不得超过嘉宾总片酬的 70%。而且，重点网络视听节目服务机构的网络综艺节目也要符合上述规定，上线前向国家广电总局报备以上信息。对于未成年人参演节目也有一定的监管限制，尽量选用成年人。

图表 7：关于广播电视和网络视听文艺节目的监管政策梳理

日期	法规政策	部门	重点内容
2019年3月29日	《国家广播电视总局第3号令：未成年人节目管理规定》	国家广播电视总局	<p>1) 未成年人节目管理工作应当坚持正确导向，注重保护尊重未成年人的隐私和人格尊严等合法权益，坚持教育保护并重，实行社会共治，防止未成年人节目出现商业化、成人化和过度娱乐化倾向。</p> <p>2) 不得制作、传播利用未成年人或者未成年人角色进行商业宣传的非广告类节目。制作、传播未成年人参与的歌唱类选拔节目、真人秀节目、访谈脱口秀节目应当符合国务院广播电视主管部门的要求。</p> <p>3) 邀请未成年人参与节目制作，其服饰、表演应当符合未成年人年龄特征和时代特点，不得诱导未成年人谈论名利、情爱等话题。未成年人节目不得宣扬童星效应或者包装、炒作明星子女。</p> <p>4) 未成年人节目应当严格控制设置竞赛排名，不得设置过高物质奖励，不得诱导未成年人现场拉票或者询问未成年人失败退出的感受。</p>
2018年11月9日	《关于进一步加强广播电视和网络视听文艺节目管理的通知》	国家广播电视总局	<p>1) 坚决遏制追星炒星、泛娱乐化等不良倾向……坚决摒弃以明星为卖点、靠明星博眼球的错误做法，严格控制偶像养成类节目，严格控制影视明星子女参与的综艺娱乐和真人秀节目……减少影视明星参与的娱乐游戏、真人秀、歌唱类选拔等节目播出量。</p> <p>2) 鼓励以优质内容取胜，不断创新节目形式，严格控制嘉宾片酬。各电网上星综合频道 19:30-22:30 播出的综艺节目要提前向总局报备嘉宾姓名、片酬、成本占比等信息，每个节目全部嘉宾总片酬不得超过节目总成本的 40%，主要嘉宾片酬不得超过嘉宾总片酬的 70%。重点网络视听节目服务机构的网络综艺节目也要符合上述规定，上线前向国家广播电视总局报备以上信息。</p> <p>3) 加大电视剧网络剧（含网络电影）治理力度，促进行业良性发展。严格执行已出台的电视剧网络剧（含网络电影）成本配置比例行业自律规定，每部电视剧网络剧（含网络电影）全部演员片酬不超过制作总成本的 40%，其中主要演员不超过总片酬的 70%。</p> <p>4) 坚持同一标准、同一尺度。广播与电视、上星频道与地面频道、网上与网下要坚持统筹管理、统一标准。各级广播电视主管部门要探索建立网台联动的有效管理机制，严把文艺节目的内容关、导向关、人员关、片酬关，存在问题的节目，网上网下均不得播出。</p>
2015年7月22日	《关于加强真人秀节目管理的通知》	国家新闻出版广电总局	<p>1) 要充分利用中华文化元素、中华美学精神对引进节目模式进行本土化改造，坚持以我为主、开拓创新。要树立文化自信，摆脱对境外节目模式的依赖心理，坚决纠正一窝蜂式的盲目引进，对于以合作方式变相引进的现象要坚决治理。</p> <p>2) 要依据节目内容确定参与节目的嘉宾人选，提高普通群众参与真人秀节目的人数比例。要摒弃“靠明星博收视”的错误认识，纠正单纯依赖明星的倾向，不能把节目变成拼明星和炫富的场所，不能助长高片酬、高成本的不良风气。要认真贯彻落实中央“八项规定”要求，力戒铺张奢华，坚持节俭办节目。</p> <p>3) 真人秀节目的本质应是反映时代精神和生活本质的真实电视，不应变成低俗娱乐秀场。真人秀节目要体现真实和真诚，应反映人在特定情境下的自然活动和真实情感，符合事物发展和人际互动的一般规律，不能为了追求戏剧化效果，故意干预事态发展、违背生活逻辑，设计制造与日常生活经验反差较大的环节和“看点”，引起观众对节目真实性的质疑，特别要防止明星嘉宾作假作秀、愚弄观众。不得设置违背核心价值观和公</p>

序良俗的节目规则与低俗噱头等。

4) 真人秀节目应注意加强对未成年人的保护，**尽量减少未成年人参与**，对少数有未成年人参与的节目要坚决杜绝商业化、成人化和过度娱乐化的不良倾向以及侵犯未成年人权益的现象。

来源：国家新闻出版广电总局，国金证券研究所

- **严格的“明星限薪令”逐步落地后，网综的成本结构未来有望得到改善，内容制作的投入或将有良性倾斜。**2017年9月22日，中国广播电影电视社会组织联合会电视制片委员会等四机构联合发布《关于电视剧网络剧制作成本配置比例的意见》，提出“各会员单位及影视制作机构要把演员片酬比例限定在合理的制作成本范围内，全部演员的总片酬不超过制作总成本的40%，其中，主要演员不超过总片酬的70%，其他演员不低于总片酬的30%。”2018年8月，爱奇艺、优酷、腾讯视频三大视频网站以及多家影视公司发表名为《关于抑制不合理片酬，抵制行业不正之风的联合声明》，还提出“单个演员的单集片酬（含税）不得超过100万元人民币，其总片酬（含税）最高不得超过5000万元人民币。”并且，上星的台综也有“每个节目全部嘉宾总片酬不得超过节目总成本的40%，主要嘉宾片酬不得超过嘉宾总片酬的70%”的限制，目前针对重点网综也有所限制，需要报备。目前，韩国综艺中参演嘉宾的费用会控制在30%-40%以下，制作成本中占最大比重的还是设备、场景布置、综艺编剧（作家）的内容编排拍摄费用。如果限薪落实下去，网综的成本结构中参演嘉宾成本、制作拍摄成本和宣发成本有望从“60%、30%、10%”改善为“40%、50%、10%”。

网综 VS 台综：年轻且具备较强消费能力的受众在迁移

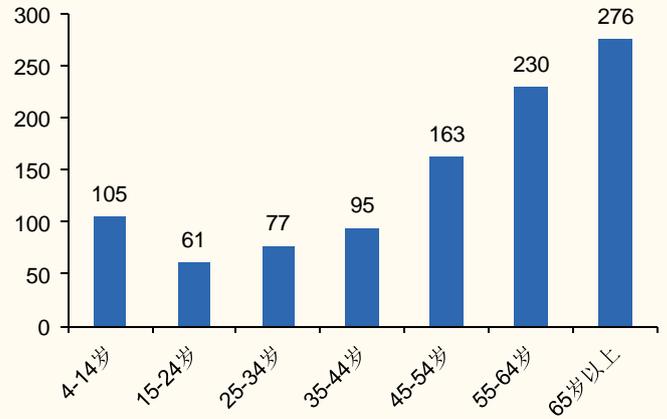
年轻一代用户已经很少看电视直播了

- 网综的吸睛作用如此明显，早已反超台综，人们往往会将网综和台综视为两个“物种”，那么两者的差别是因为传播方式不同吗？随着“同一标准、同一尺度”的推进，网综的优势地位还会突出吗？首先，我们必须承认，电视在新生一代的生活中扮演的角色越来越淡化了，他们更习惯于躺着沙发上用手机或平板电脑，而非看电视。
- 人们看电视的整体时间是越来越少了，2018年人均每日收视已下降至129分钟。根据CSM媒介研究调查数据，我们看到2018年人均每日收视时长相较2014年减少了约半个小时。看电视的主力军是45岁以上的人群。尤其是65岁以上人群每日收视时长达276分钟，而15-34岁人群人均每日时长仅在61至77分钟。也就是说，新一代用户，比如95后、00后，他们已经相比其他年龄层的人花更少的时间在电视机上看直播节目了。随着新一代年轻人成长起来，电视娱乐会越来越边缘化。

图表 8：2014-2018 年人均每日收视时长



图表 9：2018 年各年龄段观众日均收视时长 (分钟)



来源：CSM 媒介研究，国金证券研究所

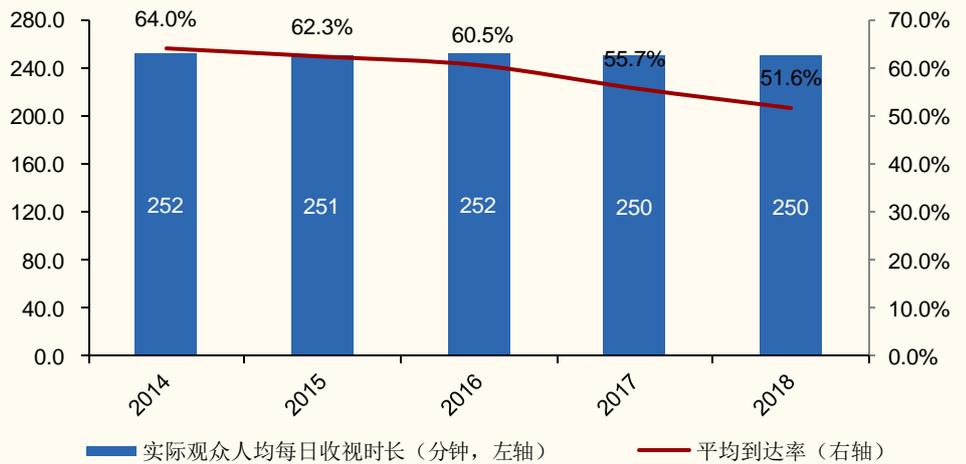
注：日均每日收视时长数据来自调研历年所有调查城市，全国测量仪收视调查网包括样本户（家庭户）10400个，推及人口12.8亿。

来源：CSM 媒介研究，国金证券研究所

注：日均每日收视时长数据来自调研历年所有调查城市，全国测量仪收视调查网包括样本户（家庭户）10400个，推及人口12.8亿。

- 电视收视总量的下滑，主要来自于电视开机率的下降。2018年日均观众到达率仅为51.6%，同比2017年减少4.1个百分点，相较2014年较少12.4个百分点。观众收视忠实度反而维持在一个较为稳定的水平，2018年实际观众人均每日收看电视250分钟，与2017年持平，相较2014年仅下降2分钟。也就是说，原本电视的重度用户还是会看电视，而且具有一定的惯性；但是，中轻度电视用户已经不再打开电视机了。伴随移动互联网的普及，这些用户（主要是年轻人）大量被网络视频抢走了。

图表 10: 2014-2018 年日均观众规模及实际观众人均每日收视时长



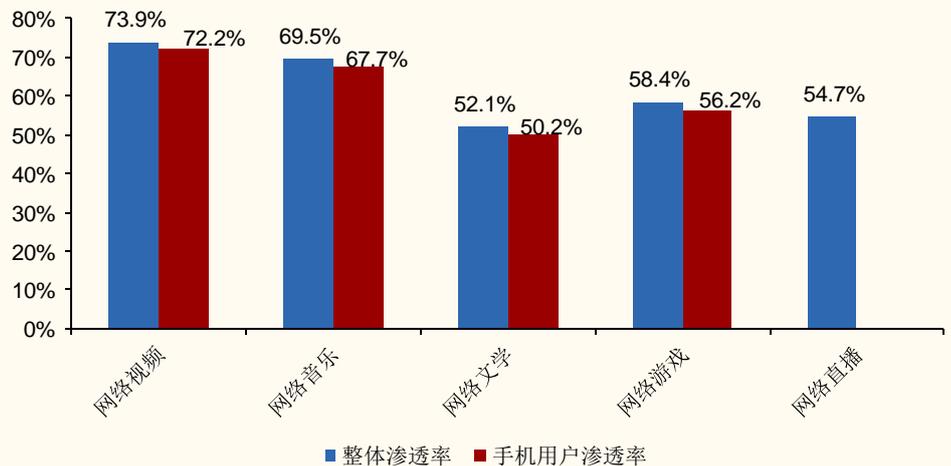
来源: CSM 媒介研究, 国金证券研究所

注: 日均每日收视时长数据来自调研历年所有调查城市, 全国测量仪收视调查网包括样本户 (家庭户) 10400 个, 推及人口 12.8 亿。

网络视频的受众范围广泛, 重度用户具备较强消费能力

- 网络视频行业在互联网泛娱乐板块中占有举足轻重的地位。纵观各种互联娱乐内容形式, 不论从整体渗透率还是移动渗透率来看, 网络视频的用户受众面都是目前最广的, 2018 年整体渗透率和手机用户渗透率分别为 73.9% 和 72.2%, 高于其他所有细分板块。自 2013 年开始, 伴随移动化普及, 网络视频渗透率有过一波跃升, 而后逐步稳定下来; 今后再出现显著上升的空间, 已经不大了。现在位居市场领先地位的爱奇艺、腾讯视频、优酷, 也都是从 2013 年以前就存在、发展起来的。

图表 11: 2018 年互联网泛娱乐细分行业整体及手机用户渗透率对比



来源: CNNIC, 国金证券研究所

注: ①整体渗透率=细分板块用户规模/整体网民规模, 手机用户渗透率=细分板块手机用户规模/手机网民规模; ②网络直播手机用户渗透率未披露。

图表 12：2008 至 2018 年网络视频用户规模及渗透率



来源：CNNIC，国金证券研究所

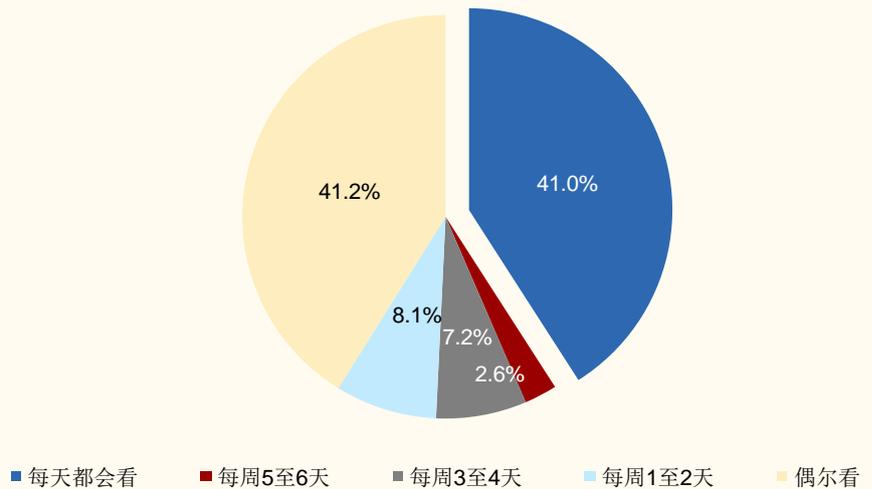
图表 13：2013 至 2018 年移动视频用户规模及渗透率



来源：CNNIC，国金证券研究所

- **网络视频在强流量入口和用户粘性优势层面突出。**网络视频，尤其是长视频，不仅从受众广泛，而且从电视剧、电影、综艺以及纪录片的时长来看，具有天然的用户粘性优势，用户浸入时间和深度皆处于优势地位。根据 2018 年中国网络视听服务协会的调研，有 41% 的用户每天都会看网络视频节目，每周 3 天以上都会使用的用户占比达 50.8%。网络视频 App 的用户黏性非常高，仅次于微信、QQ 等即时通信应用。

图表 14：网络视频节目收看频率

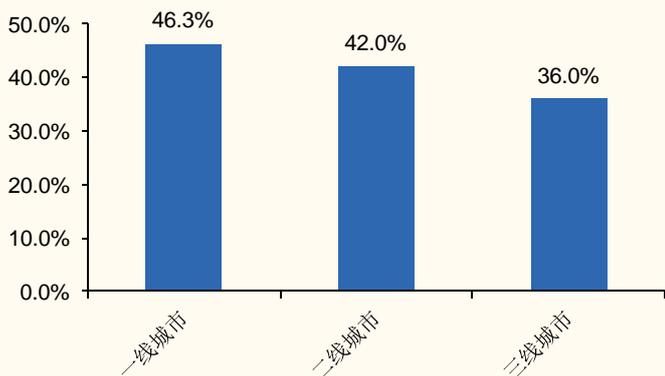


来源：中国网络视听节目服务协会，国金证券研究所

注：数据来自中国网络视听节目服务协会网络视频用户调研，2018.10，样本量为 3014。

- **网络视频重度用户集中在一二线城市 20 至 39 岁群体，具备较强消费能力。**如果以“每天都看网络视频节目”来定义网络视频重度用户的话，我们发现一二线城市用户的网络视频重度用户比例远高于三线城市，分别为 46.3%、42.0%、36.0%。20-29 岁和 30-39 岁用户每天看网络视频节目的比例也远高于其他年龄层，分别为 43.3% 和 47.9%。而一二线城市 20-39 岁群体正是具备较强消费能力的群体。有趣的是，甚至在 50 岁以上的人群中也有超过四成的人每天都会看网络视频节目，这可能与他们闲暇时间较多有关。在互联网行业，商业变现潜力不仅要看用户基数，也要看用户质量。网络视频可谓用户基数大、消费能力强，为广告变现、VIP 付费变现、网红带货变现等商业模式提供了坚实的基础。

图表 15：2018 年分地域每天看网络视频节目用户比例

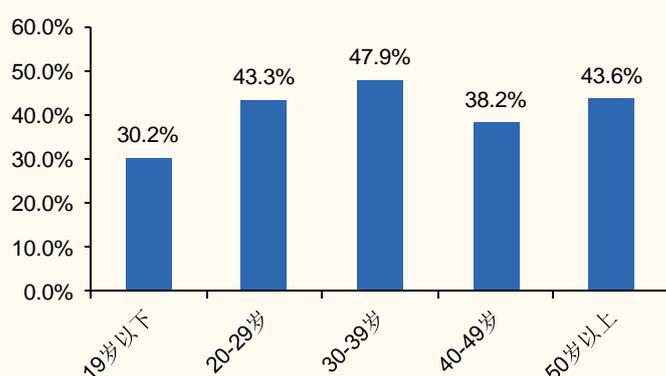


■ 各类人群每天都看网络视频节目的比例

来源：中国网络视听节目服务协会，国金证券研究所

注：数据来自中国网络视听节目服务协会网络视频用户调研，2018.10。

图表 16：2018 年分年龄层每天看网络视频节目用户比例



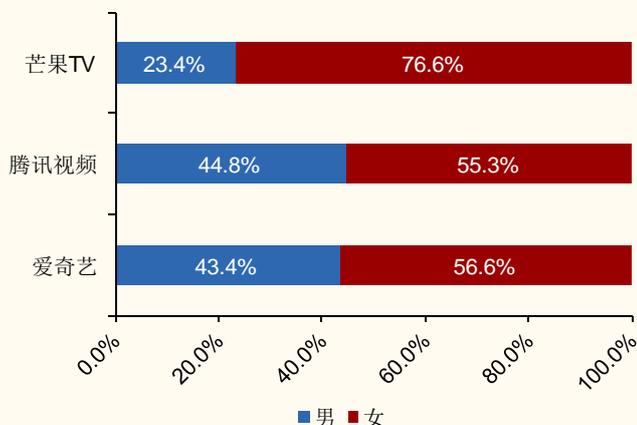
■ 各类人群每天都看网络视频节目的比例

来源：中国网络视听节目服务协会，国金证券研究所

注：数据来自中国网络视听节目服务协会网络视频用户调研，2018.10。

- 芒果 TV 以 30 岁以下年轻女性为观众主力，腾讯视频和爱奇艺的用户在性别和年龄方面更为均衡。我们的独家监测数据显示：腾讯视频和爱奇艺因其内容主题的广泛性和多元性，女性用户仍占近六成，25-30 岁群体是主力，但整体用户分布还是较为均衡的。而芒果 TV 从其内容资源库（影视剧和综艺）的定位更为细分聚焦来考虑，用户确实也是有偏向性的。芒果 TV 中女性用户占 76.6%，分别高出腾讯视频和爱奇艺女性用户权重 21.3% 和 20.0%。从年龄层次来看，芒果 TV 30 岁以下用户占 72.2%，分别高出腾讯视频和爱奇艺 30 岁以下用户权重 7.4% 和 5.5%。换句话说，芒果 TV 是一个“有调性”的平台，堪称“当代互联网版的 TVB”。

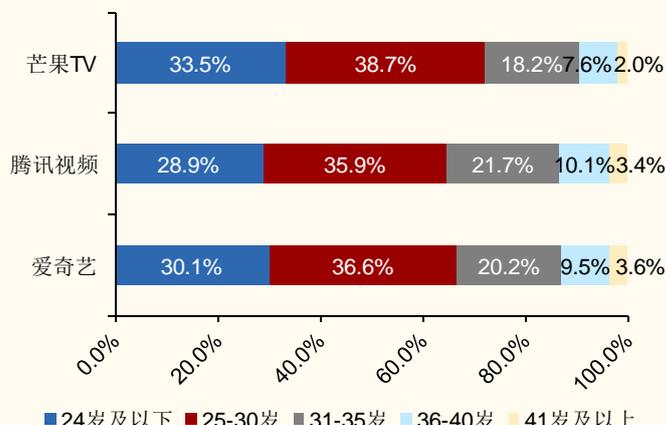
图表 17：2018 年 6 月视频平台用户画像：性别



■ 男 ■ 女

来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

图表 18：2018 年 6 月视频平台用户画像：年龄



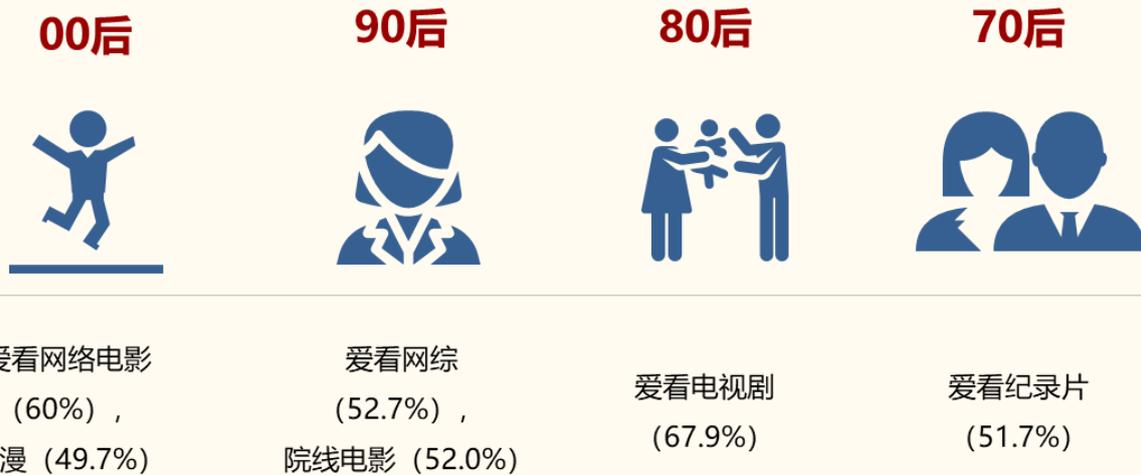
■ 24岁及以下 ■ 25-30岁 ■ 31-35岁 ■ 36-40岁 ■ 41岁及以上

来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

网综的受众目前偏年轻化，但绝不是终点

- 网综的受众年轻化的特征不是终点，年轻群体的潮流具有较强向上向下兼容性。我们将长视频内容细分来看，可以划为电视剧、电影、综艺、纪录片等。根据中国网络视听节目服务协会的调研数据，90 后更加偏爱网综，80 后则更爱看电视剧。但是，人们常常容易误解的一点是：各个年龄段的观众不是割裂的，他们既有区别、也有共同点。90 后更加偏好网综这个现象，更大可能是网综崛起的时点踏上了 90 后的成长周期，他们有时间去看节目，而且占据了社交媒体平台发声的高点来传播和反馈。90 后喜欢网综，绝不意味着别的年龄段不能接受网综。事实上，年轻人的审美口味往往会带动整个社会的潮流，向其他年龄段传导。君不见，蔡徐坤、范丞丞等网综选秀明星，都不缺少“小姐姐粉”“妈妈粉”？

图表 19：不同年龄用户偏好不同类型的节目



来源：中国网络视听节目服务协会，国金证券研究所

注：数据来自中国网络视听节目服务协会网络视频用户调研，2018.10，样本量为 3014。

- **我们会成长会成熟，但是这个社会永远不缺年轻人。**其实，每代年轻人相似之处是大于差异的，只是表现形式不同，内核是一致的。每个中年人都曾经是年轻人，尽管他们往往忘记了这一点。新一代年轻受众的消费意愿和消费能力更强，更喜欢个性化、多元化的营销方式，这一点很难逆转。网综相较电视剧而言，软广植入的形式也更具多样性可能。现在的消费者需求情境、媒介场景、消费场景交叉重叠度很高，心理年龄、审美偏好、兴趣和生活方式等维度成为影响消费行为的因子。更加垂直细分的网综也为更加垂直的营销方式提供可能性。
- **真人秀节目受到追捧，大众投射的内核始终是爱与梦想。**真人秀节目是一种纪实类手法，以比较真实的状态向观众展现参演嘉宾的生活状态、性格特征或情感状态。现阶段，较为流行和热度较高的真人秀节目主要分为游戏竞技类、音乐舞蹈选拔类（包括偶像养成）、亲子互动类、新型情感观察类（亲情、爱情、友情等）等。我其中内核逃不开的是“爱与梦想”，是娱乐心态的背后仍然感受到真性情的一面。必须指出，综艺节目，包括真人秀节目，或多或少都是有“剧本”的，是有起承转合和戏剧冲突的。但是，只要感情逻辑是真诚的，观众可以接受这种“戏剧性”。
- **娱乐形式是手段，现实主义的内核一直都存在。**在综艺节目中，观众最喜欢的是参演嘉宾作为一个“普通人”的细节表现。例如，观察类节目《我家那闺女》从女明星为切入口，将女性面临的社会主流观念的外貌、身材、年龄、婚恋状态的压力体现出来；《中国新说唱》和《这！就是街舞》集中体现对于坚持梦想与生活成本的权衡、社会对自己不理解的困惑；《青春有你》《创造 101》《创造营 2019》对练习生竞争激烈与练习中的巨大压力颇有体现。这些是真人秀网综的外表，也就是对于社会各年龄层，尤其是年轻群体痛点的展现，戏剧冲突是从这里产生的。观众的心理情感是复杂多样的，社会压力、生存状况也是多种多样的，这就给网综的形式和内容带来了几乎无穷的创新增量空间。最后，观众想要看到在“痛点”过后，真人秀嘉宾仍然在高压下对未来有希望、仍在不断努力、仍在保持可爱率真，从而成为自己在生活中的标杆。在这样的“起承转合”之中，观众的感情逻辑链条被打通了，得到了真正的娱乐和激励。

精细化与大制作是表象，核心是对内容更注重了

内容越发精细化，多样新生节目层出不穷

- 从 2017 年开始，网综数量在持续喷发，网综内容也逐步走向多样化、精细化的道路。各大视频平台纷纷在自制网综方面发力，推出多样化、种类缤纷的节目来吸引新一代的群体，而节目广告的吸金能力也有所提升，节目制作水平随着资金的注入跃升。2014-16 年，“国家级”的网综节目只有《奇葩说》《火星情报局》等寥寥几款；到了 2019 年，偶像选秀类节目如《青春有你》、悬疑益智类节目如《明星大侦探》、情感观察类节目如《心动的信号》、脱口秀节目如《吐槽大会》各显神通，各种垂直观众、垂直娱乐需求，都能在网综方面得到一定程度的满足。

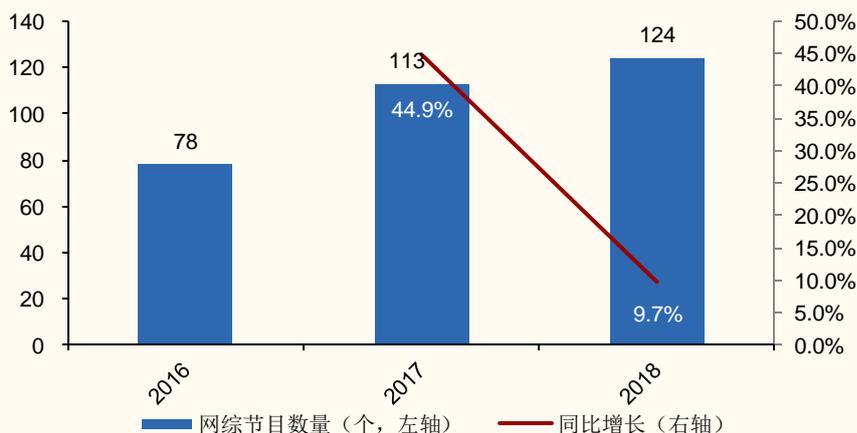
图表 20：网综行业发展历史沿革



来源：爱奇艺，腾讯视频，优酷，芒果 TV，国金证券研究所

- 2018 年，视频平台播出的网综数量为 124 档，同比增长 9.7%，虽然相比上一年 44.9% 的增速明显放缓，但是头部综艺有所增加。2017 年，真正意义上的头部网综仅有 8-10 款；到了 2018 年，这个数字上升到了约 20 款。2019 年刚刚过半，各大视频平台已经至少播出了 15 款头部网综。即便节目数量和节目时长不再增加，网综节目的关注度和吸金能力仍在增加。

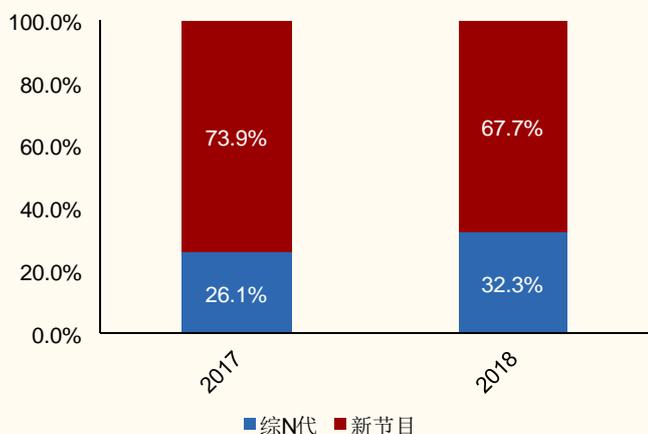
图表 21: 2016 年至 2018 年视频平台播出网综数量



来源:《2018 腾讯娱乐白皮书》, 国金证券研究所

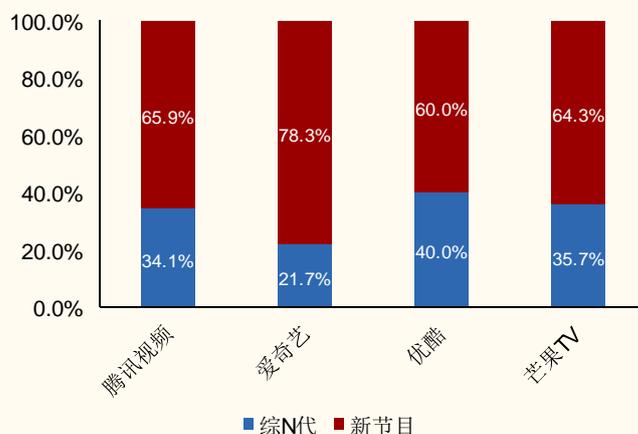
- 从 IP 的“资历”看, 网综以新节目为主、“综 N 代”为辅, 但是“综 N 代”的招商吸引力较强。2018 年, 新节目数量占比 67.7%, 同比下滑 6.2 个百分点。我们认为, 主要原因在于具备一定市场口碑的“综 N 代”招商上更加占优, 成功上线的可能性更大。在互联网品牌广告投入较为谨慎的环境下, 新节目的招商难度更大一些。根据击壤广告大数据的统计, 2018 年综 N 代和新节目平均单节目的招商品牌数分别为 7.8 和 6.2, 相差 1.6。从综 N 代与新节目平均单节目招商品牌数比来看新老节目招商能力差距, 腾讯视频、爱奇艺、优酷和芒果 TV 分别为 1.25、1.33、1.41 和 1.07。值得一提的是, 爱奇艺的网综新节目占比明显高于其他视频平台, 这或许体现了爱奇艺在内容创新方面确实有独特的一套。

图表 22: 2017 年和 2018 年新老网综数量对比



来源: 击壤广告大数据, 国金证券研究所

图表 23: 2018 年各平台新老网综数量对比



来源: 击壤广告大数据, 国金证券研究所

- 2019 年上半年, 人们对于网综的“同质化”感受比较深刻: 优酷、爱奇艺和腾讯视频相继推出《以团之名》、《青春有你》和《创造营 2019》, 偶像养成类节目扎堆。网综行业真的在向着“同质化综合征”的道路一去不复返吗? 我们需要明确一下“同质化竞争”的定义——同一大类、不同品牌的商品在性能、外观甚至营销手段上相互模仿以至逐渐趋同, 这种市场行为称为同质化竞争。我们很容易地就可以找出《偶像练习生》的相似竞品, 但很难找出《明星大侦探》的相似竞品。原因在于, 在具备相同资金支持的情况下, 制作团队的能力是难以模仿的, 但是节目的“流程”很容易模仿。而偶像养成类节目的流程相对较为标准, 容易出现同类“打架”的现象, 那么节目之间的区别就落在了选手的差异性上, 哪家平台能够吸引到夺目优质的选手, 哪家平台就更容易获得关注。平台对于选手的吸引力在于平台本身的流量优势 (获得公众认知度) 和平台为选手提供的后续资

源支持（出道后成长路径规划）。虽然腾讯视频和爱奇艺都在艺人经纪以及艺人持续发展路径上有所作为，但仍未有一家胜出，战况仍胶着。

图表 24：2019 年男团组合偶像养成类节目



来源：优酷，爱奇艺，腾讯视频，国金证券研究所

注：左图为优酷《以团之名》，中图为爱奇艺《青春有你》，右图为腾讯视频《创造营 2019》

热度和口碑背靠强大的制作水平，衍生变现的源头还是内容

- 引爆话题热点的节目需要强大的制作水平支撑，流量与内容质量并不冲突。一味追求明星堆砌的综艺时代已经过去了。现阶段，观众的口味越来越挑剔，眼光也越来越毒辣。我们不能片面地认为，“明星有流量”就意味着“综艺节目有流量”。在一开始宣传的时候，流量明星会引发粉丝的好奇心追逐，但是通常情况下网综会持续 10 期左右，观众的审美疲劳会显现出来。即使是对于一些偶像明星或团体定制的“团综”也是需要内容支撑的。“流量明星”在电影电视剧方面的口碑早已多次“扑街”，在综艺节目上必须拿出全部看家本领，否则很容易出现“粉转路”、“粉转黑”，这是流量明星和视频平台都不想看到的。流量明星和网综是需要相互成就的。相较于韩国综艺以 PD（Producer Director/Program Director）为核心的模式，中国综艺节目目前在制作环节下的功夫还有很长的路要走。

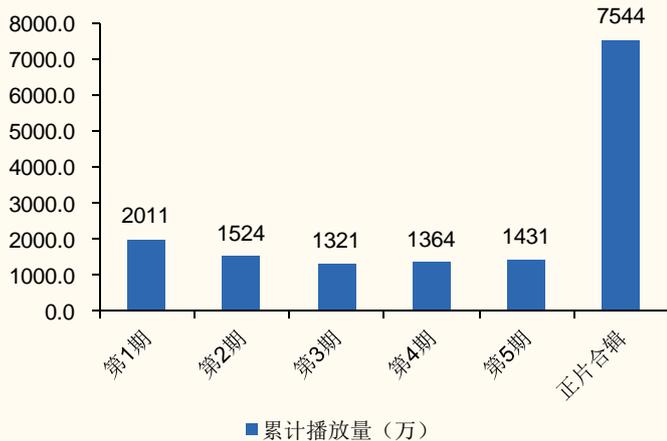
图表 25：综艺节目制作流程



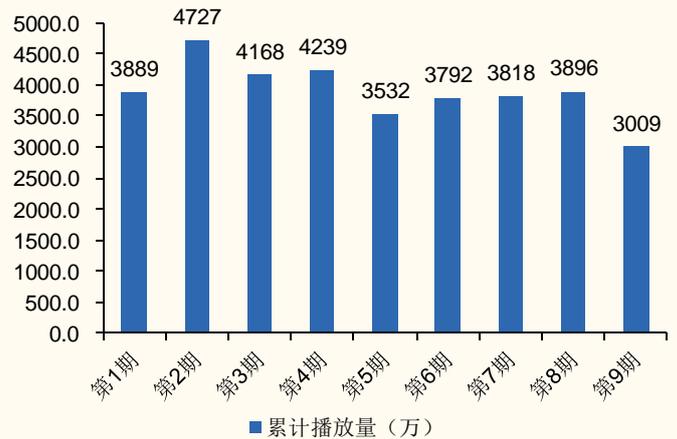
来源：参考灿星文化招股说明书，国金证券研究所绘制

- 讨论到韩综，我们会好奇为什么现阶段国内综艺的制作水平会稍显逊色呢？
- **播放端：**首先，在韩国综艺节目的制作主体是电视台和独立制作公司，制作模式分为电视台自制、外包制作公司制作、电视台与外包制作公司共同制作三大类。因为电视台具有资金资源方面的优势，为了保护独立制作公司，韩国广播通信委员会对于三大电视台播出节目内容的外包制作比例有要求，KBS1 TV 是 24%，KBS2 TV 是 40%，MBC 和 SBS 是 35%。长久以来，电视台把控播出和销售端，拥有较大的话语权。三大无线电视台 KBS、MBC 和 SBS 占主导。我们所熟知的《Running Man》在 SBS 放送（Urbanworks 制作），《无限挑战》和《爸爸我们去哪儿》在 MBC 放送（On.COM 制作），《超人回来了》和《两天一夜》在 KBS 放送。而 TVN 作为 CJ E&M 旗下的收费有线电视台近年来也呈迅猛发展的态势，不乏有罗英石 PD 的口碑节目《三时三餐》、《花样青春》、《花样爷爷》和《花样姐姐》等。这样看来，韩国综艺仍停留在以电视台为主导的播放模式。
- 从《新西游记》开始，韩国网综向台综反哺效应逐步突出。不同于中国由巨头互联网公司领先的视频平台模式，韩国搜索引擎 NAVER 旗下的 NAVER TV 是以 UGC 为主的视频聚合平台，而电视台也有自己的网络频道，如 KBS 旗下 KBS Joy 频道、MBC 旗下的 heyo TV、TVN 旗下的 TVN go 频道、SBS 旗下 SBS mobidic 等。TVN go 的《新西游记》点击量突破五千万，堪称韩国网综的一个神话。《新西游记》的初始定位是一档明星旅行游戏类网综，现在拍到第六季的它已然成为了 TVN 的王牌综艺，是网综向台综“反向输出”的典范。2015 年 9 月，因为电视台没有时间段进行排播，《新西游记》将节目内容剪成 10 至 20 分钟的片段在网络上播出。当时腾讯视频也在同步播出。得益于更加及时的观众反馈机制，节目组也会快速改造节目以更符合观众口味。在《新西游记》中，嘉宾们在旅行中会自己做饭吃饭，这一环节深受观众喜爱，后续以原班人马为核心还开发了另一节目美食类节目《姜食堂》（嘉宾团队：姜虎东、李秀根、殷志源、安宰贤、宋旻浩、P.O.等），目前第 2 季也已开播。

图表 26: 《新西游记第 1 季》累计播放量 (腾讯视频)



图表 27: 《新西游记第 2 季》累计播放量 (腾讯视频)



来源: 腾讯视频, 国金证券研究所

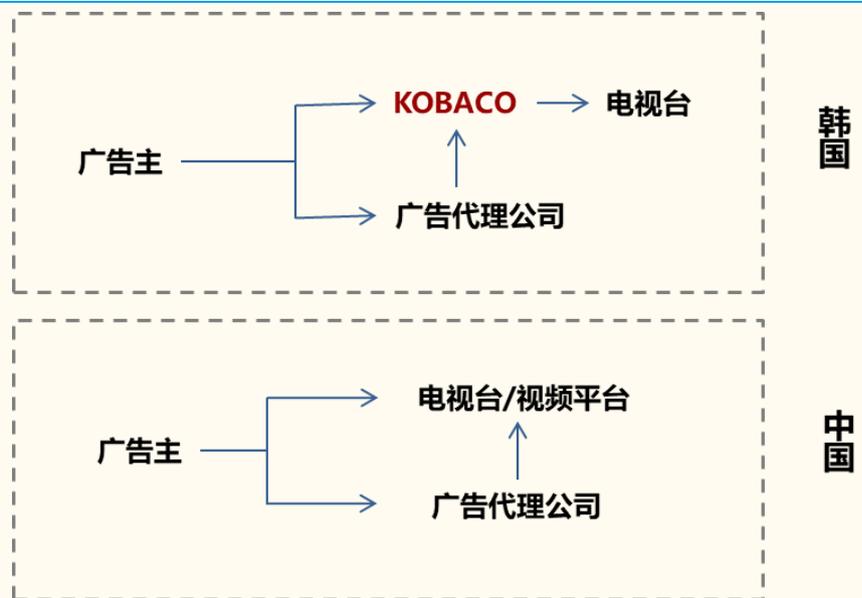
注: 数据统计截至 2019 年 6 月 30 日, 节目首播日期为 2015 年 9 月 18 日。

来源: 腾讯视频, 国金证券研究所

注: 数据统计截至 2019 年 6 月 30 日, 节目首播日期为 2016 年 4 月 19 日。

- 盈利模式:** 韩综和国内综艺的盈利模式还是有差异的。2012 年 5 月之前, 政府主导机构 KOBACO 垄断了韩国电视广告业务, 即 KOBACO 全权负责各电视台的时段销售、广告计划和广告费的分配等业务。广告主在选择投放电视广告的时候, 必须通过 KOBACO 或是代理公司购买广告位。2012 年 5 月以后, 韩国各电视台获准可以成立自己的广告代理公司, 获得了广告经营自由权。但是, 韩国三家公营电视台 (KBS2TV、MBC 和 EBC) 的广告业务还是由 KOBACO 代理。而且法律规定广告商不能给综艺节目冠名、不能插播广告。韩国综艺节目的大部分商业价值体现在广告率, 即在节目播前播后有 24 支广告位, 如果广告全满档, 广告率为 100%。节目中的品牌 logo 需要做遮挡处理, 只能在最后结束的字幕中出现品牌名。而国内的台综和网综皆可以商业冠名、植入广告等, 广告空间相对较大。

图表 28: 韩国与中国综艺节目广告收入模式对比



来源: 参考王丛《韩娱经济学》, 国金证券研究所绘制

- 由 KOBACO 代理下的模式,** 各电视台自身的广告招商能力被弱化, 异常竞争激烈的环境中维持节目制作水平来获取收视率的提升尤为重要。除了广告收入外, 韩国综艺节目的海外输出能力也比较强劲。通过《Running Man》、《我是歌手》、《爸爸去哪儿》等节目向中国输出, 韩国三大电视台实现了海外扩张。2013 年可以称为中国引进韩国综艺节目的爆发年份, 引进或合作制作约 10 余档节目。2013 年韩国三大电视台节目 (电视剧、综

艺类等)内容出口额累计为1.9亿美元,2014年为2.4亿美元,销售给中国的综艺节目版权收入(包括合作收入)是主要增长驱动因素。对于中国网综行业来说,向海外大规模输出还是可望不可即的。

- **制作团队:**在“PD中心制”下,制作团队的自主性更强,创新能力易被激活。“PD中心制”也可以看作是编导中心制的一种。在韩国,“罗英石”这个名字就是“收视率”的代名词;罗英石不是明星,而是金牌制作人。在韩国,综艺PD的晋升路径大体可以表述为助理制作人(AD)、副制作人/现场执行导演(FD)、制作人(PD)、节目总监/总监制(CP)。而综艺节目中策划作家(编剧)的角色也十分重要,主要工作是景点勘察、事前考察、情境安排(举脚本)、拍摄过程记录(供后期编辑使用)以及各种杂项工作。能力较强的作家(大编剧)会负责写出节目的大纲。PD一般属于电视台编制员工,而作家通常都是外包的。PD会有熟悉的作家,制作节目的时候会带上与自己合作有默契的作家。名气大的PD,提出一个策划案给电视台就有可能很快落实推行;一名普通PD,节目通过率只有十分之一。像《两天一夜》这样的周播综艺,通常以半个月为一个制作周期:现场拍摄是3-5天,每次录制两集的节目内容;素材导出需要近一周时间;后期制作不少于5天。好的节目在制作过程一定是注重细节的,很多好玩有趣的字幕后期都会经过反复推敲。国内网综也逐步在向“PD中心制”靠近,现阶段的工作室制度对于自主权下放、激活创新性都具有重要意义。

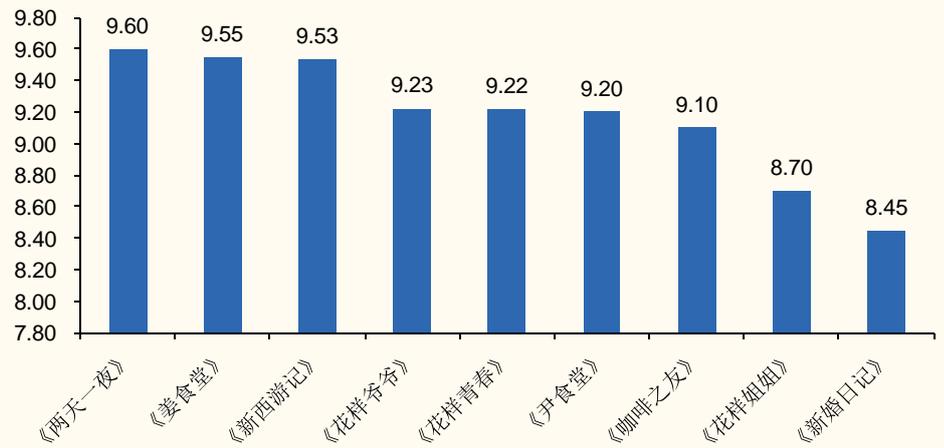
图表 29: 罗英石 PD 制作综艺代表作一览



来源: 公开资料整理, 国金证券研究所绘制

注: 图中仅列示综艺节目第一季首播年份。《花样爷爷》已播出四季,《花样姐姐》已播出一季,《花样青春》已播出五季(五个主题篇),《新西游记》已播出六季,《尹食堂》已播出两季,《新婚日记》已播出两季,《姜食堂》已播出两季(第2季还在连载),《咖啡之友》已播出一季。

图表 30：罗英石综艺代表作豆瓣评分



来源：豆瓣，国金证券研究所

注：图中豆瓣评分为已播出所有季的算术平均评分水平，《两天一夜》仅包括第一季（罗英石后从 KBS 离职，退出《两天一夜》）。

网综逐步迈向真正的自制阶段，创新可期

在资金和牌照壁垒下，头部效应会越来越突出

- 行业走向平台化和规模化是竞争的下一城，头部效应会愈发明显。拍摄综艺节目的机构需要取得《广播电视节目制作经营许可证》，2018年广播电视节目制作机构合格数量为1.87万家，但是具备强大制作实力的机构并不多。根据《中国广播电影电视发展报告》，2016年节目制作机构中节目创作生产销售产生的利润在100万以上的公司占比不到12%，头部效应显著。电视综艺从供给量和创新度上式微，三大视频平台以及芒果TV自制网综的节目比例越来越高，而他们往往会吸纳有才能的综艺制作团队，以工作室的形式进行项目推进。而且，网综的成功播出还依赖于是否具有较强的广告招商能力，广告主在投放的时候处于风险收益的考虑一般会和大平台合作。掌握流量分发入口的平台向上游发力，兼具自制水平和招商能力下，网综行业也逐步进入平台化和规模化竞争的局面。

图表 31：2014 年至 2018 年广播电视节目制作机构合格数量



来源：国家广播电视总局，国金证券研究所

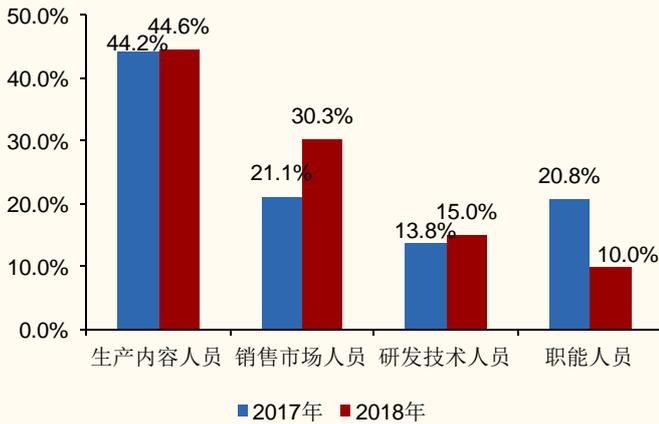
- 电视台制播分离为综艺制作市场化开路，视频网站向上游发力参与竞争。“制播分离”可追溯至2009年8月，国家广电总局下发《关于认真做好广播电视制播分离改革的意见》。“制播分离”较为成功的案例是2012年灿星文化与浙江卫视的《中国好声音》。在确定节目方案后，浙江卫视和灿星文化采取广告分成的销售模式，即如果节目收视率低于2%，前期的巨额制作费将由灿星文化承担，如果收视率高于2%，灿星将以7:3的比例，与浙江卫视分成广告，上不封顶，也就是“共同投资、联合制作、风险共担、利益共享”。结果，《中国好声音》、《中国新歌声》等系列节目为灿星文化2015年至2017年的收入贡献比例为46.4%、37.3%和32.3%，即11.41亿元、10.10亿元和6.65亿元。爱奇艺、腾讯视频、优酷、芒果TV的网综，目前大多数采取自制或是与外部制作分成合作的模式。

以制作人为核心的工作室制度或将进一步激活创新能力

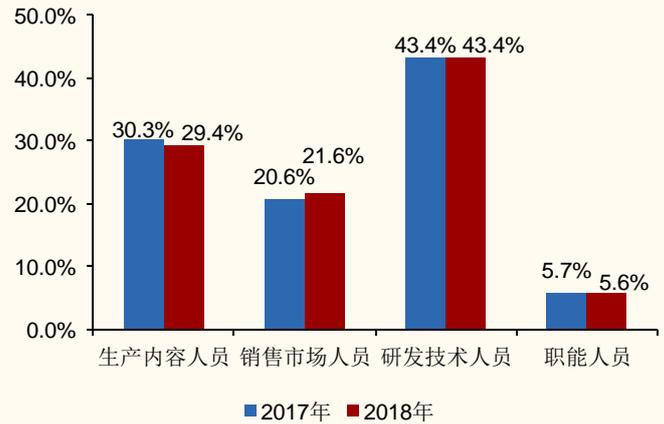
- 市场化的背后是工业化标准化与个性化的兼具，网综节目首先应该是商业产品，然后是艺术品。网综在本质上是大众传播品，首先应该是满足大众娱乐需求、具有规范流程的工业化产品。网综的创新性体现为产品的迭代创新，紧跟或是引领大众娱乐需求的日新月异。但是与传统商品或服务不同之处在于：首先，客户（观众）的需求较难预测，观众的“胃口”仿佛永远无法满足，产品的价值很难事先预期；其次，规范的流程很难落实，长期稳定产出高质量网综的公司少之又少。很多制作公司都是昙花一现。“流程化制作”和“专业化分工”是落实规范流程的解决方案。

- **破解创新困境要靠优质人才，内容生产人才需要既有创意、又能感知市场需求。**根据公司公告，2018年芒果超媒和爱奇艺的生产内容人员占比分别为44.6%和29.4%（1858人和2523人）。芒果超媒的生产内容人员权重最高，而爱奇艺的生产内容人员比例仅次于研发技术人员比例。我们认为，这体现了芒果超媒和爱奇艺的侧重点的微妙区别：前者更注重“想法”（内容创意），后者更注重“市场感知”（数据、用户反馈）。不过，从两个方向同时努力，是所有视频平台的必经之路。毕竟，在通过数据和运营得知观众预期之后，还要通过创意去“超预期”。

图表 32：芒果超媒 2017 年和 2018 年员工构成



图表 33：爱奇艺 2017 年和 2018 年员工构成



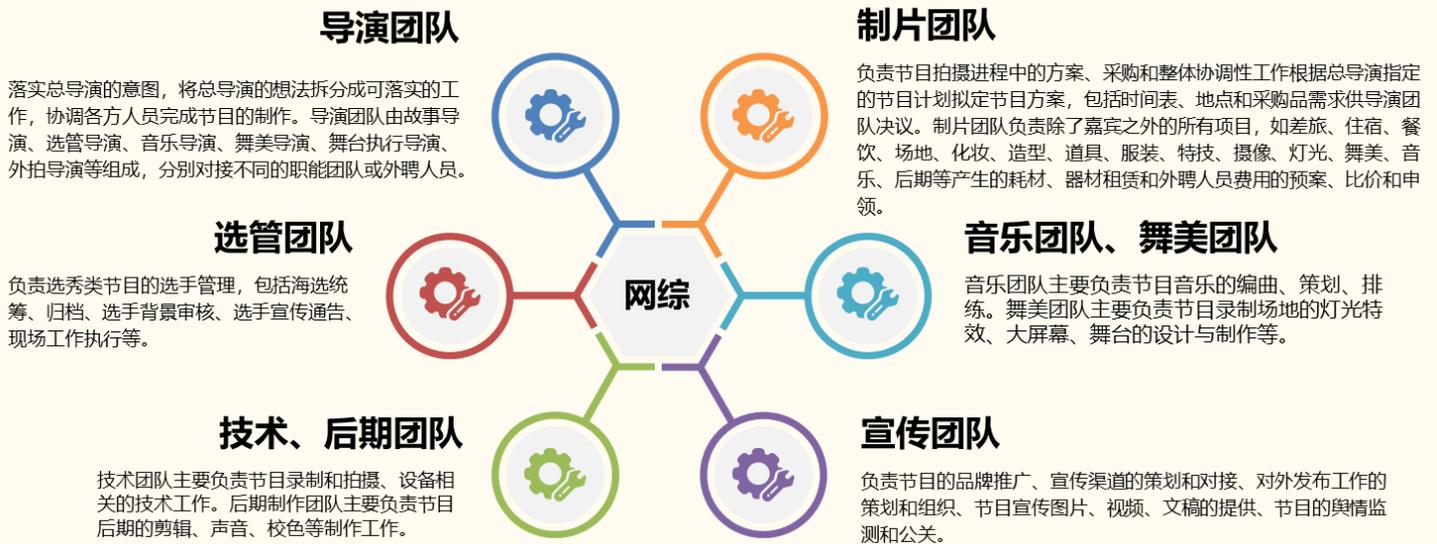
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

注：2017年芒果超媒员工包括快乐购、快乐阳光、芒果互娱、天娱传媒、芒果影视和芒果娱乐公司的员工。

- **三大视频平台在自制综艺方面以工作室或工作团队制度为主。**爱奇艺目前有3个中心和21个工作室。在综艺方面，主要有陈伟、车澈负责的节目制作中心，姜滨负责的节目开发中心以及偏向体育综艺的奇观工作室。车澈自2017年加入爱奇艺成立YOH幼虎工作室以来，打造了《中国有嘻哈》、《中国有说唱》第1、2季和《热血街舞团》等爆款节目。2019年3月，腾讯PCG（平台与内容事业群）将旗下企鹅影视更名为Scripted内容制作部和Unscripted内容制作部，分别对应剧集、综艺业务。原企鹅影视天相工作室（即现在的Unscripted内容制作部）参与制作了多款高热度高话题度的网综节目，包括《创造101》、《创造营2019》《明日之子》《明日之子之水晶时代》《吐槽大会》《拜托了冰箱》《放开我北鼻》《奇遇人生》等，但不同于爱奇艺的工作室制度，腾讯视频自制综艺更多采用外部合作开发模式，如与哇唧唧哇合作的《明日之子》等。

图表 34：网综的制作节目组构成（以音乐选秀类节目为例）



来源：灿星文化公告，国金证券研究所

- 爱奇艺推出网综会员分账模式，与网剧分账模式类似，有望进一步激发中小制作团队冒出。2019年6月，爱奇艺发布网综会员分账规则，单期时长大于或等于20分钟且制作精良的网综内容均可申请该合作模式。爱奇艺根据内容质量进行A、B、C三个等级的评定划分，其中A、B级作品只开放独家合作，单期时长要求大于或等于60分钟。总分账金额来源于“会员付费+广告收入”，广告分账期分账金额为贴片广告收入*（1-运营成本比例）*广告分成比例。内容类型上，爱奇艺鼓励生活、情感、文化等真人秀或脱口秀综艺，同时需要契合“青春、阳光、正能量”的平台价值观。因为网综通常会先进行广告招商，然后投入播出，以前没有经验、没有资源的制作团队很难吸引广告主，无法承担探索开发的风险。在网络大电影分成模式、网剧会员分账模式后，网综会员分账模式有望提振更多中小制作团队冒出，也为更多优质综艺提供窗口和平台。

图表 35：爱奇艺的网综会员分账模式

A 级	B 级	C 级
0.8 元/有效VV	0.6 元/有效VV	0.3 元/有效VV
单期时长≥60 分钟	单期时长≥60 分钟	20 分钟≤单期时长≤59 分钟

来源：爱奇艺，国金证券研究所

- 湖南卫视推出明星制作人工作室制度，是真正意义上的自制把控，芒果TV工作团队持续迸发活力。2018年5月以来，湖南卫视总监会陆续审核通过了12个团队创立工作室。这12个工作室拥有湖南卫视26个节目团队中51%的导演人数，主创完成了湖南卫视接近80%的自办节目量，贡献超过90%的频道营收。原创节目《声临其境》和《声入人心》都是创新“飙”计划的冠军方案。在推动工作室创立自主品牌的过程中，工作室人员招录和用工权力被下放，并奖励机制的核心要素是“投入产出”。湖南卫视也支持工作室承接芒果TV的制作项目。2019年7月，湖南卫视推出工作室制度2.0版，强化对头部人才的保护，每个工作室7名核心成员可分享全工作室70%的项目价值奖；工作室“签约成员”须签订《特殊人才保护协议》，设定竞业禁止和限制条款，每个工作室可以挑选最多15人的核心成员签署条款，也就意味着可至少锁定四分之一的头部制作人才；实行制作人与总导演分设，鼓励制作人优先指派35岁以下导演担任项目总导演。而芒果TV自身的几个核心制作团队，例如何忱团队、晏吉团队、李甜团队、袁白丽团队、单丹霞团队等皆曾出品许多兼具流量和口碑的佳作。

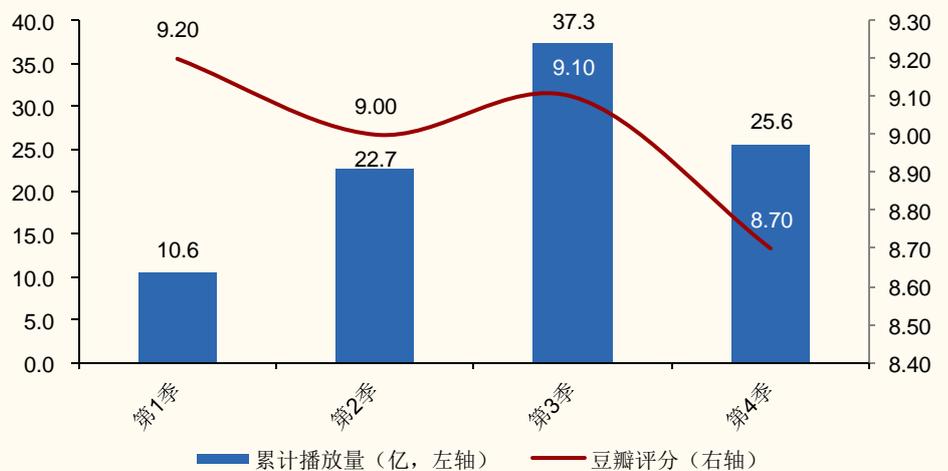
图表 36：湖南卫视及芒果 TV 工作室/工作团队

工作室名称	出品代表的综艺节目
湖南卫视工作室	
刘伟工作室	《快乐大本营》
沈欣工作室	《天天向上》
洪啸工作室	《歌手 2019》
陈歆宇工作室	《亲爱的客栈》《我家那小子》《我家那闺女》
徐晴工作室	《声临其境》《一年级》
安德胜工作室	《百变大咖秀》《全员加速中》《2017-2018 跨年演唱会》《幻乐之城》
王恬工作室	《中餐厅》《透鲜滴星期天》
王琴工作室	《我想和你唱》《儿行千里》《金鹰节颁奖晚会》
秦明工作室	《放学后》
刘建立工作室	《汉语桥》
孔晓一工作室	《少年说》《我们的师父》
卞合江工作室	后期工作室
芒果 TV 工作团队	
何忱团队	《明星大侦探》《密室大逃脱》
单丹霞团队	《爸爸去哪儿》《婆婆和妈妈》《最爱的女人们》
晏吉团队	《女儿们的恋爱》
李甜团队	《妻子的浪漫旅行》
袁白丽团队	《妈妈是超人》《哈哈农夫》
郝爽团队	《少年可期》
田海团队	《萌仔萌萌宅》《我是歌手 谁来踢馆》
李晓丹团队	《哥哥别闹啦》《新生日记》

来源：公司官网，公司新闻，国金证券研究所

- **独立放权的制作人工作室制度不仅可以激活创新，而且有利于专业分工和经验累积加成，资源共享降低边际成本。**例如，芒果 TV 主要的综艺类型为悬疑益智类、家庭亲子类、新型情感类等，算是在网综内容垂直化、主题化的道路上先行一步。我们会发现，工作室制度的优势是有助于累积制作同类节目的经验。例如制作《明星大侦探》的何忱团队（盒子工作室），何忱担任《明星大侦探》第 1、2 季节目总导演后，3、4 季转为制片人。根据芒果超媒公司公告，《明星大侦探》第 1 和 3 季的 VV 数（Video View，视频播放次数）分别为 2.88 亿和 4.55 亿，是不折不扣的头部网综。2019 年，何忱团队又带来悬疑益智类网综《密室大逃脱》，播放量也很高。与此类似，湖南卫视的陈歆宇工作室则是立足亲情观察类节目，陆续出品了《我家那小子》《我家那闺女》等节目，在垂直领域不断深耕。

图表 37：芒果 TV 《明星大侦探》第 1 至 4 季累计播放量及口碑



来源：芒果 TV，豆瓣，国金证券研究所

注：累计播放量及豆瓣评分统计截至 2019 年 6 月 30 日。

及时反馈观众观感的机制推出，加快迭代周期

- 网络化的意义不仅在于加快了传播速度、提高了用户便利性，更重要的是加速了观众与制作方的反馈闭环流程。我们对于网综的第一印象是，看节目的时间更加灵活了，依托移动端可以随时随地观看。再深入思考，网综区别于台综的核心差异在哪里？首先，正因有了评论、弹幕等用户抒发自己想法和情感的途径，制作节目组在每一期播出后会马上收获观众意见建议，在大数据技术日趋成熟的环境下能迅速确定受众的特征。网综，尤其是选秀类或竞赛类网综，通常是边播边拍，依靠投票打榜的偶像类选秀节目最后一期总决赛一般是直播的形式。制作方可以直接收集观众反馈，加速整体的改进优化流程，正反馈比较明显。
- 网综更容易做到细分并聚焦特定人群，这一点更适合广告主进行较为精准的品牌广告投放。以 2019 年的腾讯视频《创造营 2019》为例，节目从第 1 期到 10 期，冠名商是蒙牛纯甄小蛮腰，全程赞助商有麦吉丽生物物质石墨烯面膜、OPPO Reno、腾讯微视和康师傅冰红茶，其中蒙牛纯甄小蛮腰和微视上都有投票机制嵌入，而 OPPO Reno 设立能力补给站也有打榜机制助力（参赛）学员解锁广告代言资源。《创造营 2019》的受众是女性居多，占比达 65%。在年龄方面，它的受众比一般网综年龄更大：30-39 岁人群占比达 56%，20-29 岁人群占比为 18%，40-49 岁人群占比为 17%。对比一下 2019 年爱奇艺网综《青春有你》，18-24 岁人群占比为 39%，18 岁以下人群占比在 24%，25-30 岁人群占比为 20%。也就是说，《创造营 2019》的“妈妈粉”“姐姐粉”可能更多，《青春有你》的“妹妹粉”可能更多。《创造营 2019》的主力观众定位于比较成熟、步入工作阶段的职业女性，从而吸引了首饰品牌 Tiffany（蒂芙尼）、高端化妆品品牌 YSL（圣罗兰）在节目的第 9、10 期“中途上车”。

图表 38：腾讯视频《创造营 2019》受众与广告投入进程



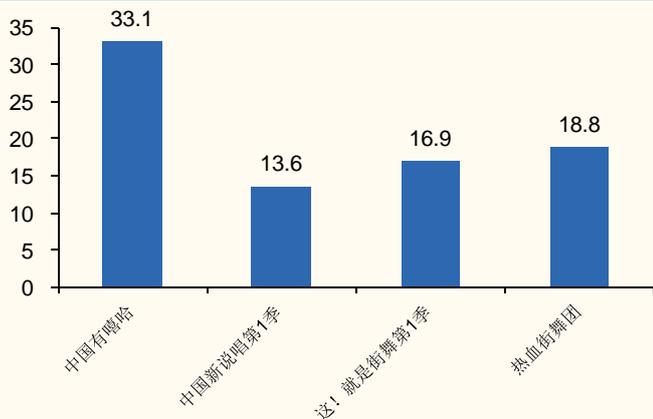
来源：腾讯视频，艺恩网，国金证券研究所

小众撬动大众并不是天方夜谭，观众还有很多培养的可能性

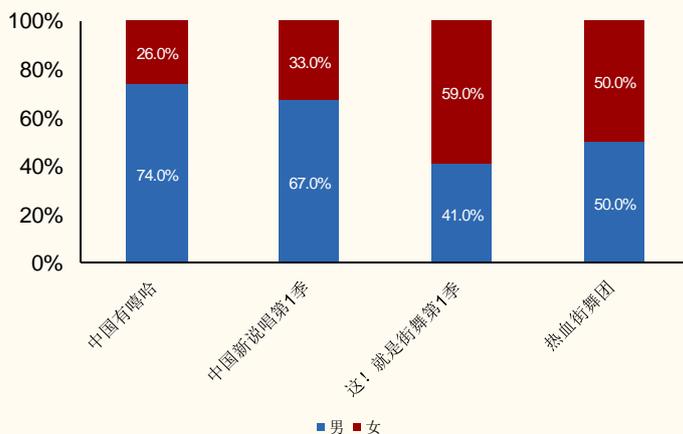
- 个性化小众的节目也可能引发大众潮流，观众是需要培养的。“你有 Freestyle 吗”、“skr”突然火起来，很多才华横溢的说唱选手也火遍大江南北，爱奇艺自制超级网综《中国有嘻哈》《中国新说唱》可以说是“小众娱

乐方式引爆大众话题”的典型。截至 2019 年 6 月 26 日，2017 年的《中国有嘻哈》累计播放 33.1 亿次，2018 年的《中国新说唱》累计播放 13.6 亿次。当我们复盘看此类型的网综为什么会突然“火起来”，除了制作班底优质（爱奇艺高级副总裁陈伟和金牌制作人车澈联手制作）以外，在制作细节上也很值得分析。为什么一个完全不懂说唱的人也可以欣赏并爱上这个节目？是因为整期节目在编排和后期上都是一个培养观众的过程，例如对于“单押”“双押”“punch line”的后期提示，可以让观众理解“啊，原来押韵的技巧是这样的呀”，慢慢地，他们就会找到乐趣。再如优酷的《这！就是街舞》第 1 季、爱奇艺的《热血街舞团》也吸引了不少眼球，累计播放量分别为 16.9 亿次和 18.8 亿次。人们往往以为网综的受众以女性为主，这其实是一种谬误。并不是男性就不爱看网综，而是长久以来缺乏对口的类型。我们可以看到，《中国有嘻哈》的观众中有 74% 是男性。内容的创新，不论是形式、类型还是编排，是扩大受众面的杀手锏。

图表 39：说唱街舞类网综累计播放量（亿次）



图表 40：说唱街舞类网综受众性别比例



来源：爱奇艺，优酷，艺恩网，国金证券研究所
注：截至 2019 年 6 月 26 日

来源：爱奇艺，优酷，艺恩网，国金证券研究所
注：截至 2019 年 6 月 26 日

图表 41：芒果 TV 《明星大侦探》第 1 至 4 季累计播放量及口碑



来源：爱奇艺，国金证券研究所

- 由于互联网快速传播的环境，一方面同类节目很容易扎堆，另一方面网综的迭代更新也在提速。环境会倒逼视频平台去推陈出新，尤其是在国内宏观经济环境承压的情况下，广告需求相对疲软，创新和内容制作水平的重要性被提上日程。一味地买买买版权可能也不是最佳的答案，任何视频平台都需要原生创意、自主创新。2019 年 4 月，湖南卫视在戛纳国际电视节上与全球顶尖娱乐经纪公司 CAA 中国区以及美国 Vainglorious 制作公司签

约，达成了《声入人心》节目模式北美地区发行合作。此前，The Story Lab 购得湖南卫视《声临其境》综艺形式的国际发行权。国内综艺出海已经开始了。虽然离韩国综艺的席卷世界还有很大差距，但是，我们相信只有走自主原创的道路，才是中国网综行业的长久之计。

图表 42：芒果 TV 《声入人心》



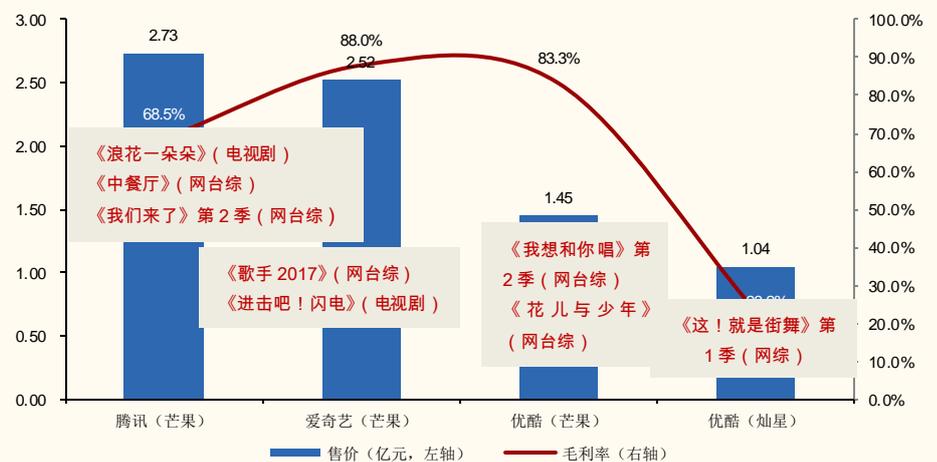
来源：芒果 TV，国金证券研究所

尚未结束的网综变现故事

品牌广告什么玩法是有效的？

- **网综具有区别于台综的较强运营自主性和成本可控性。**伴随网络视频平台的崛起，传统电视台渠道优势不再明显，各卫视收视率也在下滑。从内容端角度来思考这个问题，由于制播分离的影响，台综由节目制作公司承制，如制作《中国好声音》的灿星文化。对于电视台而言，排播的节目位置有限，试错成本较高，所以，引进海外成熟的版权、维持相同节目连续播是更为稳健的选择。台综也会分销给网络平台，但是主力播出平台还是电视台，制作周期较长的缺陷无法解决。相较于自主性和可控性有限、试错代价高的台综，网综给制作工作室和许多新的综艺人更多原创空间和资源。而网络视频平台对于自制网综的成本把控也更加强。
- **在网综行业，广告招商能力是盈利的关键，头部效应显著。**广告主看重的是：第一，是否是平台的重点项目，平台投入决心越大，广告主更有可能大规模投入；第二，网综节目题材受众是否与广告主的客户画像和市场策略契合；第三，节目嘉宾阵容、话题性是否有保障，制作团队的制作能力是否成熟。后两者会越来越重要，广告主投放品牌广告的方向也会越来越倾向于垂直化、精细化。对于视频平台而言，一个节目是否“爆款”是无法事前衡量的，只有在创意、工业流程等方面做到极致，对市场需求进行足够深入的解读，才能提高“爆款”概率、吸引广告主。
- **只要实现有针对性、精细化的招商，垂直新综艺节目也能取得高利润率。**近年来，网综主题越来越细分，不少小众题材取得佳绩。2018年上半年，制作《中国好声音》和《中国新歌声》的灿星文化在受托承制模式下，向优酷输出了《这！就是街舞》第1季，售价1.04亿，对于这样一款相对小众的新综艺节目来说已经很高了。2018年1月31日，在2018优酷春集综艺新品先鉴会上，优酷宣布《这！就是街舞》的广告总招商金额近6亿元，主投广告冠名商为一叶子，之前就有冠名《火星情报局》。由此可见，只要实现针对性的招商，视频平台在垂直网综上是有利可图的。

图表 43：芒果TV和灿星文化向视频平台输出的综艺售价及毛利率对比



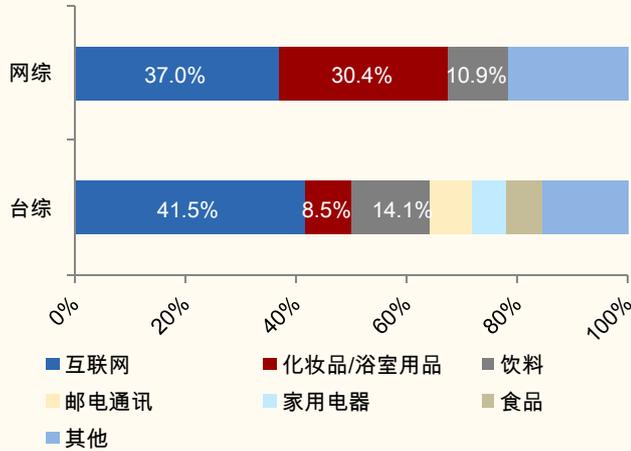
来源：公司公告，国金证券研究所

注：括号内是销售方（综艺内容制作方），售价和毛利率是相对销售方而言的。芒果TV在2017年售卖给腾讯的内容还包括电视剧《浪花一朵朵》，售卖给爱奇艺的内容还包括电视剧《进击吧！闪电》，可能对考虑综艺的售价和毛利率产生差异性影响。

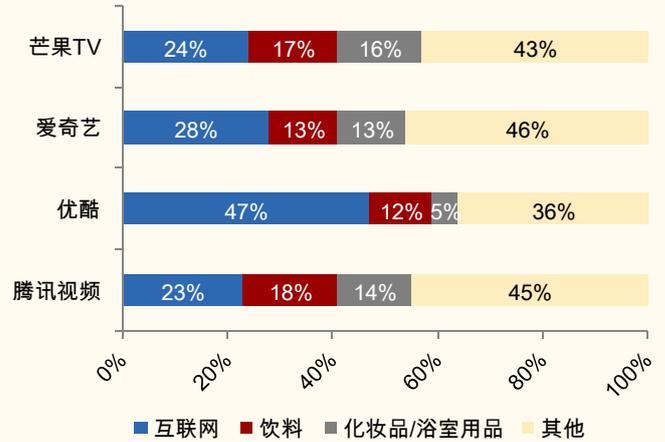
- **新品牌、新产品是品牌广告需求的主要来源，其中以互联网、化妆品和饮料为主。**互联网应用如抖音、小红书、网易考拉等的用户与网综的受众具有一定重叠度。互联网产品本身不适合线下推广，“网感互联”十分关键。相对于直接的效果广告，对于新产品、想要快速打响在年轻人中知名度的产品，网综植入可能是更好的选择，尤其是以年轻观众为焦点的选秀类、益智类综艺节目。而对于快消品和饮料而言，新推出的子品牌和产品需要

快速建立品牌认知，利用网综的灵活性，可以更高效地完成这个过程。将营销与明星结合在起来更容易激发消费者模仿心理和尝试心理；更重要的是，创意植入式广告是场景式的，更容易建立起特定的品牌认知。我们发现，近年来消费品牌尤其是快消品的品牌商，更愿意采取线上创意营销推广而非终端“买赠”或价格折让的方式。

图表 44：2018 年 TOP 节目品牌合作数量占比



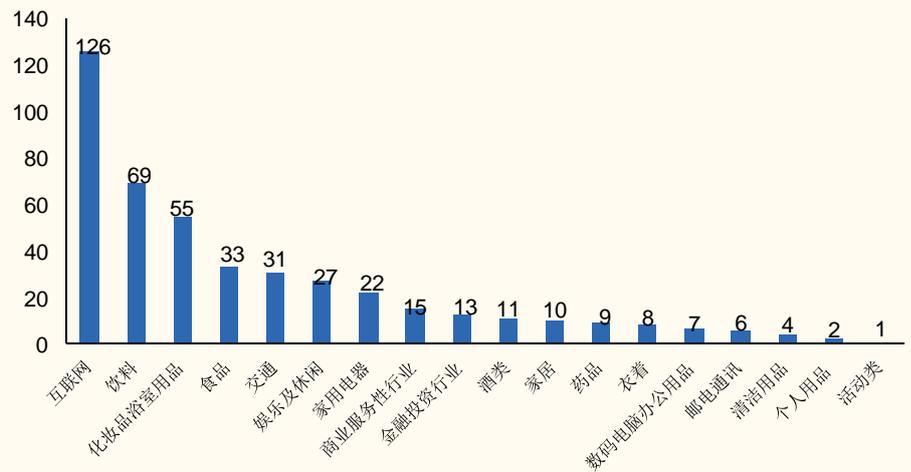
图表 45：2018 年各平台各品牌合作数量占比



来源：击壤广告大数据，国金证券研究所

来源：击壤广告大数据，国金证券研究所

图表 46：2018 年网综各行业内容合作品牌数



来源：击壤广告大数据，国金证券研究所

图表 47: 2018 年和 2019 年上半年 TOP10 网综广告合作品牌明细

序号	节目名称	播放平台	冠名广告商	其他赞助合作广告商
2018				
1	创造 101	腾讯视频	OPPO R15	小红书、中华魔力迅白、七度空间少女系列、康师傅冰红茶、英树、腾讯微视
2	明日之子第二季	腾讯视频	勇闯天涯 super X	京东、美团外卖、快手
3	偶像练习生	爱奇艺	农夫山泉维他命水	小红书、你我贷（后加入）、网易云音乐（后加入）
4	爱的时差	优酷	-	澳门巴黎人（场地支持）
5	吐槽大会第三季	腾讯视频	腾讯微视	瓜子二手车、铂爵旅拍、海天蚝油、陆金所（后加入）、好大夫（后加入）
6	热血街舞团	爱奇艺	vivo x21	百事可乐、海飞丝、
7	这！就是铁甲	优酷	三星	天猫
8	勇敢的世界	芒果 TV	三星 Galaxy Note9	荒野行动、卡拉宝、趣多多、巧乐兹
9	妻子的浪漫旅行第一季	芒果 TV	OLAY 小白瓶	吕洗发水，网易考拉、ABC、贝壳、VVC 科技防晒、牛奶盒子
10	明星大侦探第四季	芒果 TV	OPPO R17 Pro	抖音、网易考拉、凯迪拉克 XT4、我是迷
2019 上半年				
1	创造营 2019	腾讯视频	蒙牛纯甄小蛮腰	麦吉丽生物盾石墨烯面膜、OPPO Reno、腾讯微视、康师傅冰红茶、蒂芙尼、YSL
2	妻子的浪漫旅行第二季	芒果 TV	伊利金领冠	小红书、贝壳、铂爵旅拍
3	密室大逃脱	芒果 TV	脉动	-
4	少年可期	芒果 TV	韩束红胶囊水	康师傅冰糖雪梨、趣多多
5	青春有你	爱奇艺	蒙牛真果粒	网易考拉、腾讯音乐（QQ 音乐、酷我音乐、酷狗音乐、全民 K 歌）
6	哈哈农夫	芒果 TV	创福康	舒肤佳、风行 T5L、雪天盐
7	女儿们的恋爱	芒果 TV	欧诗漫	铂爵旅拍、蘑菇街、ABC、美柚 APP、
8	变形计第十七季	芒果 TV	-	-
9	明星大侦探第四季	芒果 TV	OPPO R17 Pro	抖音、网易考拉、凯迪拉克 XT4、我是迷
10	妻子的浪漫旅行第二季	爱奇艺	伊利金领冠	小红书、铂爵旅拍、贝壳、奢悦、三星、999 感冒灵、博朗

来源：腾讯视频，爱奇艺，优酷，芒果 TV，金证券研究所

注：图表中广告不算入贴片广告

- “节目带货”已经小试牛刀，直接 To C 端的变现初见成果。**当我们打开淘宝搜“某某明星同款”会出现琳琅满目的衣服、包、饰品、化妆品，“明星同款”其实与网红带货同源。在国外，很多潮牌一开始正是由人气明星带火的。那么，网综节目为什么不能乘着潮流直接带货呢？其实，一些网综已经开始在做了。《这！就是街舞》初期“街舞毛巾”在淘宝上被广泛搜索，节目出品方天猫也在第一时间开发了节目同款毛巾并上线销售。“品效协同”以及文娱内容与电商平台的相互打通得到了初步实现。我们认为，网综 IP 衍生品业务作为“一虾两吃”的落地方案极大地受到观众对于节目的“信仰充值”的情绪影响，冲动消费的特征较为明显。如果视频平台将网综 IP 打造起来，与电商合作不失为一种变现方式的拓展。

图表 48:《这!就是街舞》衍生品淘宝售卖界面

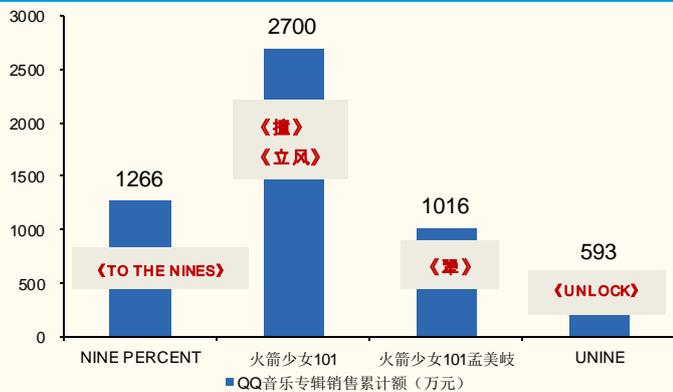


来源: 淘宝, 国金证券研究所

全产业链开发下造星向后输出, 持续跟进

- 网综节目是造星的过程, 是明星娱乐产业链的重要一环。被称为偶像养成节目元年的 2018 年, 大众的视线被拉向“小哥哥”“小姐姐”。从不为人知的练习生到大红大紫的偶像, 就是明星的“生产过程”。《偶像练习生》出道男团 NINE PERCENT、《创造 101》出道女团火箭少女 101、《青春有你》出道男团 UNINE 以及《创造营 2019》出道男团 R1SE, 以及因在《明日之子》上的一首《消愁》爆红的毛不易, 几乎占据了娱乐圈的半壁江山。综艺也是为已经出道的明星提供“Restart”(重新出发)的平台。例如, 原 EXO 成员张艺兴 2015 年回国发展, 参加真人秀《极限挑战》受到广泛关注, 在原有粉丝基础上迸发出新活力。QQ 音乐 2018 年和 2019 年上半年专辑累计畅销榜首位皆是来自张艺兴的专辑。而通过偶像养成节目出道的团体组合数字专辑销售表现也不俗, 2018 年年度专辑畅销榜的第 2、3 名分别是来自火箭少女 101 和 NINE PERCENT 的专辑。2019 年上半年专辑畅销榜上火箭少女 101 孟美岐的专辑《犟》在第 2 位。

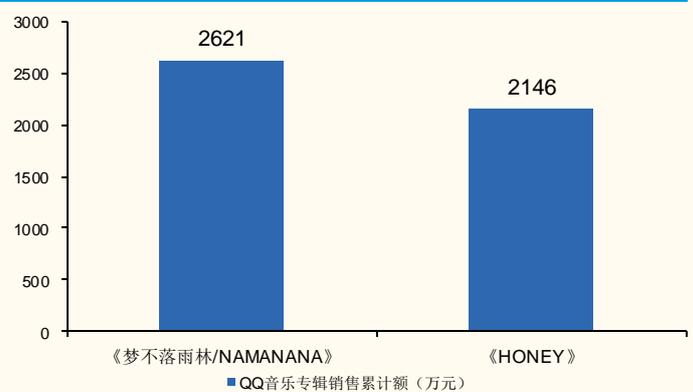
图表 49: 偶像团体及成员数字专辑销售情况



来源: QQ 音乐, 国金证券研究所

注: 专辑销售额统计区间为 2018 年以来专辑首发日至 2019 年 7 月 9 日

图表 50: 张艺兴数字专辑销售情况

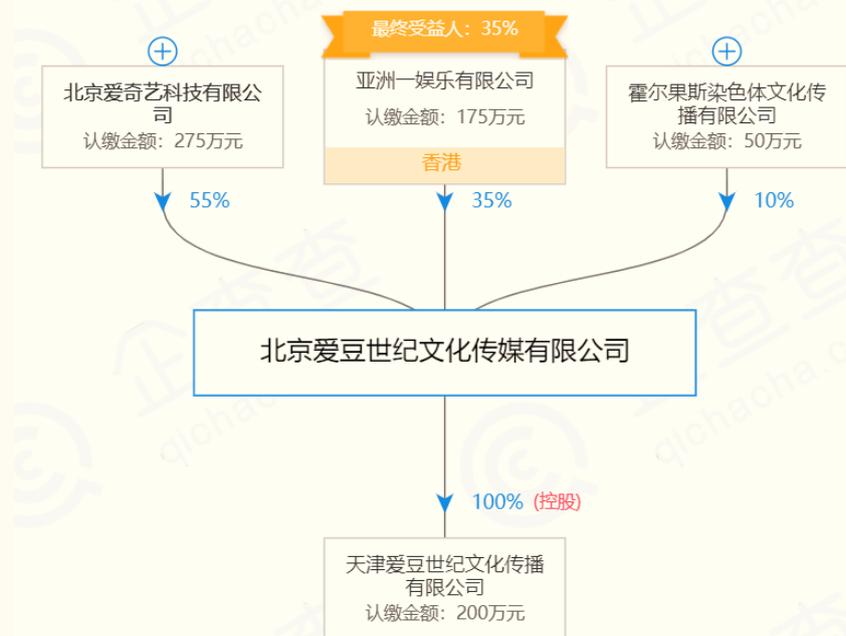


来源: QQ 音乐, 国金证券研究所

注: 专辑销售额统计区间为 2018 年以来专辑首发日至 2019 年 7 月 9 日

- **向上游艺人经纪业务发力，造星衍生变现进一步焕发。** 团体组合或个人歌手通过节目出道后，后续还会有发行专辑、开演唱会等等系列衍生变现业务。目前，我们看到通过《青春有你》出道的男团组合 UNINE 归属于爱豆世纪，爱奇艺持股爱豆世纪 55%。而火箭少女 101 和 R1SE 的唱片公司签约的是腾讯，团队运营由哇唧唧哇负责，哇唧唧哇实际控制人是龙丹妮。从 2017 年哇唧唧哇成立以来，与腾讯视频合作推出过《明日之子》第 1 至 3 季、《创造 101》和《创造营 2019》等多档网综。哇唧唧哇曾获腾讯共赢产业基金战略投资。视频平台的野心远不止于流量入口。

图表 51：爱豆世纪股权结构图

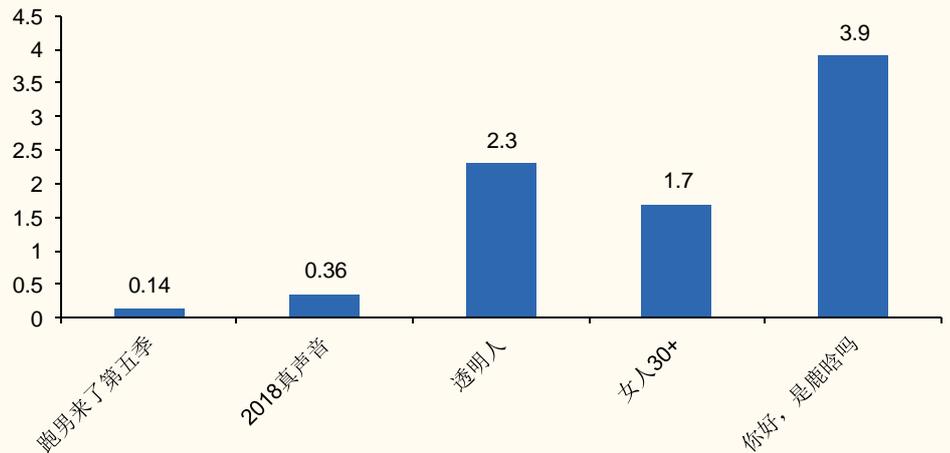


来源：企查查，国金证券研究所

微综艺是不是下一个风口？内容比时长更重要

- **网综行业纷纷走向大制作、精细化道路的时候，我们也看到了微综艺在悄然兴起。** 微综艺与常规网综的区别主要在于时长，通常微综艺的时长大于 3 分钟、小于 30 分钟。直观感受是，微综艺是短视频和网综的中间地带产物，是一个说不上长也说不上短的视频形态。微综艺概念发源于明星个人综艺。2016 年 3 月，优酷·土豆推出《你好，是鹿晗吗》，主打“360 度看偶像”的概念，以每 8 天一期的速度播出，算是“微综艺”的滥觞。目前，很多微综艺还停留在以明星为核心的衍生节目范畴，也就是“明星定制综艺”。如 2019 年腾讯视频偶像养成类网综《创造营 2019》，同期推出了《创有宝藏挖》，用户开通付费会员后可以收看学员们的衍生生活、游戏环节，也可以看作是微综艺的一种。“长+短”的模式在广告植入长综艺且会员可看衍生微综艺下得到了平衡。

图表 52：微综艺累计播放量对比（亿次）



来源：腾讯视频，爱奇艺，优酷，艺思数据，国金证券研究所
注：数据统计截至 2019 年 7 月 9 日

- 微综艺到底是不是真命题呢？** 相对于时长，内容体系的独立性更重要。时间越短，观众的心态确实越轻松，但是一款微综艺是否可以成为爆款，在于它是否具有独立的体系结构和内容编排。用户在看综艺的时候，被吸引的核心因素还是内容。2019 年 5 月，腾讯视频推出微访谈节目《女人 30+》，邀请了张柏芝、秦岚、陈乔恩、谢娜等女明星，通过每期 8 分钟左右的采访，探寻女性 30+ 岁时的生活状况与心理感触。《女人 30+》自 5 月 19 日开播以来，截至 6 月底累计播放量是 2 亿左右。这款微综艺成绩不错的原因在于：选题切合当下社会痛点，剪辑和后期也比较优质；此外，访谈类节目因为缺乏剧情性，可能做成微综艺也十分合适。也就是说，有些内容需要连贯的剧情，如果硬要把它“切碎”反倒失去了整体性。用户是不喜欢拖沓和“注水”，而不是仅仅在意时长。

图表 53：《女人 30+》微综艺宣传图



来源：腾讯视频，国金证券研究所

投资建议

芒果超媒

- 芒果 TV 具有丰富的综艺产品线，自制综艺对流量和会员付费的贡献也越来越高。其中，2019 年以来，自制网综《妻子的浪漫旅行第二季》、《女儿们的恋爱》、《密室大逃脱》、《哈哈农夫》、《少年可期》均表现不俗。芒果超媒背靠愈发强劲的人才储备和市场化灵活自主的激励机制下，自制网综的制作水平和创新能力走高，内容独创性突出。在细分聚焦家庭、情感和悬疑益智类主题上，深挖年轻女性用户的价值，定位明晰，对于定位精准客户群体的广告业务有较强拉动作用。而且，在会员付费方面，芒果 TV 将过往优质网综开设为会员专享，比如《明星大侦探》，在当季播放拉动流量外，也可以带动用户开通会员去翻开前几季的节目。

爱奇艺

- 2019 年 6 月 24 日，爱奇艺公告付费会员规模破亿。在付费会员取得里程碑式迈进背后，原因其实很复杂。从用户的拉新、留存到召回过程中，超级网综对于整体用户流量基数的贡献功不可没，独播网综的高热度和话题性也会加深用户对于平台本身的认知。近年来，爱奇艺独播的超级网综屡见不鲜，《偶像练习生》、《中国有嘻哈》、《中国新说唱》、《青春有你》、《乐队的夏天》等等针对年轻群体多个垂直领域全面布局，又因为青年群体的偏好取向有向上和向下的兼容性，易引发大众潮流。爱奇艺在头部网综上的发力是有目共睹的。2019 年下半年，《奇葩说》第 6 季、《青春有你》第 2 季（女生偶像养成节目）有望上线，值得期待。

腾讯音乐

- 音乐类综艺对于音乐版权的需求强劲，并且参演者的演绎曲目以及偶像养成类网综中学员的后续出道专辑售卖都是粉丝经济的必要环节。腾讯音乐与多款音乐综艺合作，如腾讯视频《创造 101》和《创造营 2019》、爱奇艺《我是唱作人》、优酷《这就是原创》，对于会员付费提升有所帮助。腾讯音乐无疑在粉丝经济的多项变现环节扮演着不可或缺的角色。

风险提示

- **数据准确性差异。** MAU 和 DAU 以及用户画像相关数据通过自有技术监测获得，力求客观准确地反映业务表现，因统计方法和口径的差异，不排除与官方数据稍有出入。
- **政策监管风险。** 广电总局对于综艺节目的监管，可能会导致视频网站内容不能播出或下架的风险。
- **竞争愈发激烈的风险。** 短视频、游戏、在线小说等线上娱乐方式纷纷发力，抢占用户时间，网络视频行业面临着其他行业的竞争的风险。
- **个人偶发因素风险。** 网综行业是人力资本聚集的行业，节目的内容需要参演嘉宾的配合协作，如果因参演嘉宾的个人因素导致网综无法如期播出，会对视频平台公司有一定经营影响。

公司投资评级的说明：

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

行业投资评级的说明：

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

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

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

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

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

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

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

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH