

海外科技行业深度研究报告

推荐 (维持)

互动影视，能成为5G内容领域的第一张船票吗？

- **2019年互动影视横空出世，影游融合带来行业新的增长点。**互动影视突破了传统的影视或者游戏的内容消费习惯，使得影视和游戏的界限在变得愈发模糊。2019年年初腾讯出品的互动影像游戏《隐形守护者》定位是“创新性互动影像作品”既是“可以玩的影视剧”，又是“具备影视感染力的游戏”，实现了两大娱乐内容品类的交融。5G时代的来临，随着流量支撑能力的爆发和终端展示形式的多样化，以及爱奇艺、优酷、腾讯、哔哩哔哩、芒果TV、快手等内容与平台核心玩家的正式入局，互动影视正式进入诸侯混战的1.5时代，成为各家争夺5G内容的第一张船票。
- **游戏的影视化还是影视游戏化？国内互动视频发展路径为后者。**基于游戏的互动、基于影视与综艺的互动以及基于直播的互动构成了国内互动影视发展的三条基本路径，其中基于影视与综艺的路径目前构成了国内互动影视的主要推手。以泛视频用户而非游戏用户为核心的中国特色内容消费，呈现出与美国日本等完全不同的形态。随着五大视频平台的纷纷布局，我们判断，国内互动影视实际上瞄准的不是游戏玩家，更多地是作为泛视频用户的尝鲜之选。
- **美日互动视频行业发展较早，形成不同的发展路径。**美国游戏与影视行业各自开花，游戏行业市场竞争格局基本稳定，几大游戏巨头集中度较高，互动游戏阶段较早，目前制作水平较高，而影视行业的互动由流媒体平台主导，起步较晚但持续发力潜力巨大。日本游戏产业实力强大，AVG互动游戏盛行，形成了极具文化特色的互动游戏品类。而影视方面则发力匮乏。
- **国内视频平台巨头加快布局脚步，“五王之争”格局初具雏形。**几大视频巨头纷纷入局，依托自身资源优势形成了不同的发展模式。最具备游戏与影视双重资源的腾讯已经取得先发优势，并形成以游戏制作为根基，游戏影视双平台推送的腾讯模式。爱奇艺在互动领域全业务发力，例如打造互动IP大平台。优酷走单个爆品路线，依托高成本打造互动爆品。芒果TV主要发力互动综艺，哔哩哔哩、抖音则走短视频结合主播打赏模式。
- **投资策略：**
 - (1) **爱奇艺：**公司自2014年起一直致力于打造泛娱乐生态系统，“影漫综游”全业务布局完善，互动影视更为公司泛娱乐生态补齐重要的交互环节，从互动电影到互动剧到互动综艺全面对接“影漫综游”各业务生态。同时业内最早推出互动视频技术标准与平台，赋予创作者高度的自由度和未来进行开发的广阔空间。我们认为互动影视可全面提升爱奇艺泛娱乐生态体系的变现能力，持续拉动付费率及ARPU值，进一步丰富公司的多场景变现能力。考虑到会员规模及收入仍望维持强劲增长，同时互联网广告行业未来能够边际向好，内容成本持续迎来改善拐点，我们维持预计公司2019-2021年营业收入333.5亿元人民币/406.4亿元人民币/480亿元人民币，对应净利润-59.3亿元人民币/-31.6亿元人民币/9.8亿元人民币。
 - (2) **腾讯控股：**同时拥有游戏和影视的资源及经验，在互动影视的制作方面有着天然的优势。《隐形守护者》等已经推出的作品大获成功，腾讯通过和影视公司的合作已经在互动剧的摸索上获得先发优势。此外，腾讯还推出了自己的互动视频技术标准与平台，在行业内占有先机。因此我们看好腾讯在互动剧领域的发展前景。
- **风险提示：**宏观经济复苏不利，行业发展可能不及预期、行业监管趋严。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价 (美元)	EPS			EV/EBITDA			评级
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
爱奇艺	17.4	-1.13	-0.62	0.19	15.8	29.1	83.4	推荐

资料来源: Wind, 华创证券预测

注: 股价为2019年8月13日收盘价

华创证券研究所

证券分析师: 耿琛

电话: 0755-82755859

邮箱: gengchen@hcyjs.com

执业编号: S0360517100004

联系人: 靳相宜

电话: 010-66500831

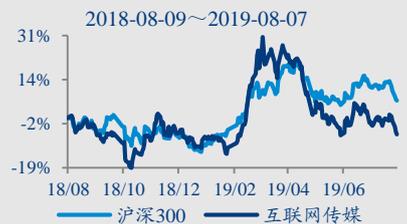
邮箱: jinxiangyi@hcyjs.com

行业基本数据

美股中概股股票家数 (只)	138
总市值 (亿 USD)	3130.5
流通市值 (亿 USD)	2541.9
流通市值占比%	81%

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-8.46	5.71	1.15
相对表现	-1.48	-5.8	-6.35



相关研究报告

《海外科技互联网行业周报 (20190610-20190614): 如果阿里巴巴赴港上市, 我们可以期待什么?》

2019-06-16

《海外科技互联网行业周报 (20190617-20190621): Facebook 发行 Libra, 对国内互联网巨头有何影响?》

2019-06-24

目录

一、影游联动的互动影视开启 5G 内容布局，内容领域的第一张船票	4
(一) 互动影视：游戏的影视化还是影视游戏化？	4
1、何为“互动影视”：游戏的互动体验+影视的制作内核	4
2、国内互动影视发展的三条基本路径：以游戏为主导/以影视综艺为主导/以直播为主导	4
3、国内互动影视的最可行路径——基于视频平台的分发渠道，整合影视与游戏制作团队，为视频平台带来更高的 ARPU	6
(二) 互动影视将为在线视频行业带来什么？	7
1、融合游戏付费习惯，打破视频网站 ARPU 天花板	7
2、降低内容制作成本，同时实现平台的差异化	9
二、他山之石——美国与日本互动视频发展历史与行业格局	9
(一) 美国互动视频发展历史：影视与游戏各自开花，少有交集	9
1、美国游戏与影视市场：文化广泛普及，用户付费习惯稳定	10
2、美国互动游戏发展：起步阶段早，发展水平较高	10
3、美国互动影视发展：流媒体平台主导，起步较晚，但持续发力	10
(二) 日本互动影视发展历史：行业文化特点鲜明，游戏产业实力强大	11
1、二次元文化与历史悠久的游戏市场	11
2、日本互动游戏市场：AVG 游戏盛行，游戏产业积累雄厚	11
三、国内视频平台巨头加快布局脚步，五家竞争格局出现端倪	12
(一) 腾讯模式——以游戏制作为根基，游戏影视双平台推送	12
(二) 爱奇艺模式——互动领域内容全业务发力，打造互动化 IP 生产平台	12
(三) 优酷模式——低成本打造互动影视单个爆品	13
(四) 芒果 TV 模式——互动综艺引领	13
(五) 哔哩哔哩模式——短视频结合主播模式	14
四、5G、AI 技术加盟，将打开互动剧想象空间	15
(一) 5G 落地，5G 内容行业蓝海扬帆起航	15
(二) 5G、AI 技术应用新阶段，奠定互动内容创作基石	15
(三) 内容与 VR 技术结合，进一步的沉浸感更受用户青睐	15
五、投资建议	15
六、风险提示	16

图表目录

图表 1 中国网民规模与客户端网络游戏用户规模	5
图表 2 2017 年中国游戏用户规模分布	错误!未定义书签。
图表 3 游戏公司互动游戏制作流程	错误!未定义书签。
图表 4 影视公司互动影视制作流程	6
图表 5 爱奇艺订阅会员每月 ARPU 值 (元)	6
图表 6 中国移动游戏 ARPU 值	6
图表 7 中国移动游戏用户年龄分布	7
图表 8 中国网民规模与视频会员数	8
图表 9 奈飞单位付费用户每月收益	8
图表 10 中国付费视频市场规模	8
图表 11 爱奇艺经营活动与投资活动现金流	8
图表 12 美国游戏产业规模 (亿美元)	10
图表 13 奈飞营业总收入	10
图表 14 美国使用 OTT 的家庭数 (百万)	10
图表 15 美国各 OTT 设备渗透率	10
图表 16 海外互动游戏影视作品整理	11
图表 17 腾讯视频互动影视平台流程	12
图表 18 爱奇艺互动视频平台总体框架	13
图表 19 《他的微笑》剧照	13
图表 20 《大唐女法医》剧照	14
图表 21 《明星大侦探之头号嫌疑犯》互动玩法	14
图表 22 哔哩哔哩互动视频作品 (部分) 整理	14
图表 23 各大平台互动影视整理	14
图表 24 公司 2018Q1-2019Q1 订阅用户数及增长率	14
图表 25 爱奇艺 VS 腾讯视频 MAU (亿)	17
图表 26 爱奇艺 VS 腾讯视频付费会员数 (亿)	18
图表 27 公司 2018Q1-2019Q1 内容成本情况 (千元)	18
图表 28 公司 2018Q1-2019Q1 费用情况 (千元)	18

一、影游联动的互动影视开启 5G 内容布局，内容领域的第一张船票

(一) 互动影视：游戏的影视化还是影视游戏化？

1、何为“互动影视”：游戏的互动体验+影视的制作内核

互动剧突破了传统的影视或者游戏的内容消费习惯，随着影视被添加交互选项，而游戏使用真人化拍摄画面愈发精致、电影化，使得影视和游戏的界限在变得愈发模糊。2019 年年初腾讯出品的互动影像游戏《隐形守护者》定位是“创新性互动影像作品”既是“可以玩的影视剧”，又是“具备影视感染力的游戏”，实现了两大娱乐内容品类的交融。互动影视在国内始于影游联动，最早从《仙剑奇侠传》就已经出现，但受限于终端展示有限、产业链不成熟、收入方式不完善等因素，一直无法大规模拓展。5G 时代的来临，随着流量支撑能力的爆发和终端展示形式的多样化，以及爱奇艺、优酷、腾讯、哔哩哔哩、芒果 TV、快手等内容与平台核心玩家的正式入局，互动影视正式进入诸侯混战的 1.5 时代，成为各家争夺 5G 内容的第一张船票。

2、国内互动影视发展的三条基本路径：以游戏为主导/以影视综艺为主导/以直播为主导

基于游戏的互动、基于影视与综艺的互动以及基于直播的互动构成了国内互动影视发展的三条基本路径，其中基于影视与综艺的路径目前构成了国内互动影视的主要推手。以泛视频用户而非游戏用户为核心的中国特色内容消费，呈现出与美国日本等完全不同的形态。美国互动游戏尤其是主机游戏占据绝对的主导地位，但是风靡全美的《底特律：变人》、《荒野大镖客》等 PS4 游戏在国内并不普及。随着五大视频平台的纷纷布局，我们判断，国内互动影视实际上瞄准的不是游戏玩家，更多地是作为泛视频用户的尝鲜之选。

2.1 路径一：基于游戏的互动形态，以游戏发行平台方式分发

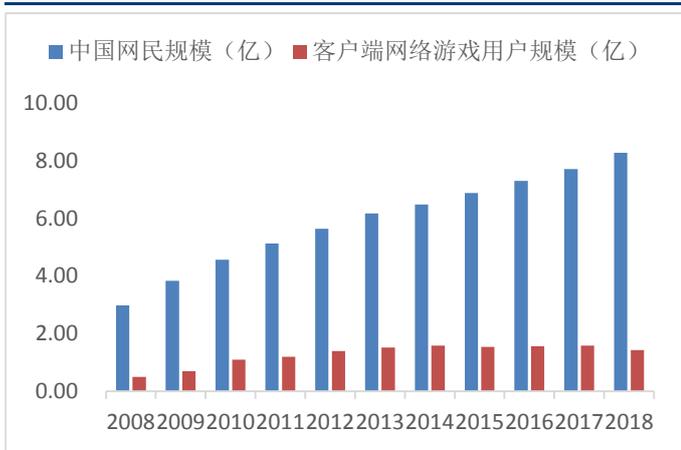
游戏的互动化使得玩家的互动操作成为操控游戏进程和剧情发展的决定方式。我们称之为互动剧是因为这类游戏大多是以庞大的故事剧情为背景，需要玩家进行分支选择以导向开放式的结局。游戏互动化目前最典型的代表就是腾讯参与投资，New One Studio 制作的《隐形守护者》。这些互动化游戏的发行渠道主要为游戏发行平台，如 Steam、WeGame 等。《隐形守护者》在当前互动剧模式还处于摸索的阶段中取得了市场的积极反响，也掀起了影视和视频平台制作互动剧的热潮。

基于游戏的互动影视往往起源于主机游戏，其特征是：受众较窄，但游戏公司掌握技术开发优势，同时更理解互动点的设计。

游戏文化尚处于小众，游戏公司对游戏玩家的了解更加深入，在互动操作的设计上也更有优势。**受众方面：**国内客户端网络游戏用户数在 2018 年为 1.3 亿，相比 8.29 亿的网民规模来说占比较小，原因在于主机与端游用户多受到设备终端的束缚，两者用户规模相加总占比也不过 20%。但是从付费来看，这类用户拥有稳定的付费习惯和付费意愿。这种影游联动的互动剧模式在传统的视频用户群中接受程度不大，主要的受众还在于游戏玩家。**制作方面：**了解游戏玩家的需求，且掌握更加成熟的互动操作设计和制作技术的，还属游戏制作公司。在互动剧制作市场，现在游戏公司掌握着技术开发优势。

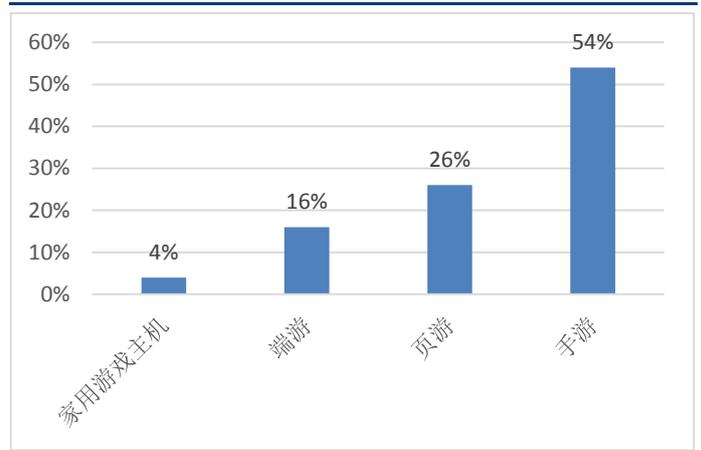
目前国内尝试制作互动剧的游戏厂商数有限。除掀起互动剧热潮的 New One Studio 公司，还包括与之类似的橙光游戏和青文出版等以日式的 AVG 游戏（文字冒险）为主要产品的厂商。这些游戏厂商互动剧制作尚处于初级的摸索阶段，在制作方式的选择、故事编剧、互动操作的设计和整体制作理念上都不成熟，并且缺乏面向更多用户的渠道也成为约束这些游戏公司最大的瓶颈。此时便需要依赖视频平台的分发渠道打开市场。

图表 1 中国网民规模与客户端网络游戏用户规模



资料来源: Wind、华创证券

图表 2 2017 年中国游戏用户规模分布



资料来源: Wind、华创证券

图表 3 游戏公司互动游戏制作流程



资料来源: 华创证券整理

2.2 路径二: 基于影视/综艺的互动形态, 以视频平台进行分发

基于影视综艺的互动指的是用户在观看影视片或者综艺时能够通过选择或者其他互动方式自由选择影视综艺的进程, 还可以自由地选择多视角进行观影。影视公司方面华策影视在 2011 年与映画科技等公司联合开展互动剧的开发工作, 但没有典型的作品产出。爱奇艺、腾讯和优酷等视频平台巨头也于今年推出或将要推出自己的互动剧作品, 如爱奇艺的《他的微笑》、腾讯的《拳拳四重奏》、优酷的《大唐女法医》等。这些互动化影视、综艺依靠视频平台的发行渠道面向不同用户, 视频平台可通过分析用户需求选择更适合的互动影视内容。

影视行业参与互动剧制作多采用合作方式, 技术与拍摄制作结合, 凭借视频平台的发行渠道获得用户受众上的优势。受众广泛, 视频平台掌握渠道资源, 但缺乏互动内容设计技术

参与者: 影视行业在互动剧领域的参与者可以分为两种——传统影视公司与互联网视频平台。传统影视公司自行进行互动剧的拍摄和制作, 但是与游戏公司一样受限的是他们缺乏产品发行的渠道。因此他们会交由第二种参与者: 各大视频平台来进行产品的发行和推广。目前国内几家视频平台巨头纷纷在互动视频试水, 爱奇艺、腾讯视频、优酷、芒果 TV、哔哩哔哩都推出了自己探索性的互动剧作品, 其中爱奇艺、腾讯视频和优酷已经或即将推出自己的互动视频平台和标准以获得抢占市场的先机。我们认为: 结合国内已有的作品来看, 目前单纯依靠影视制作企业很难做出优质的互动剧作品。

一方面从受众角度看, 这种互动剧模式的受众仍旧是游戏玩家, 当前传统的视频观影者难以接受这种新的模式, 因为这种模式割裂了观影者对于传统观赏体验的期望, 过多的互动操作反而会让这类受众感到不适。

另一方面在制作方面, 影视公司大多并不理解游戏玩家受众的需求, 也不懂得如何对剧情进行设计以适应互动

化的要求，因为互动剧与传统线性叙事的影视剧有截然不同的设计理念。这些未接触过互动游戏的影视公司对于互动操作的设计了解不多。以上两个原因约束了影视公司创作互动剧的水平。此外，如果互动剧以真人实拍的方式进行制作，演员的演技和成本也会成为影响最终产品质量的因素。

图表 4 影视公司互动影视制作流程



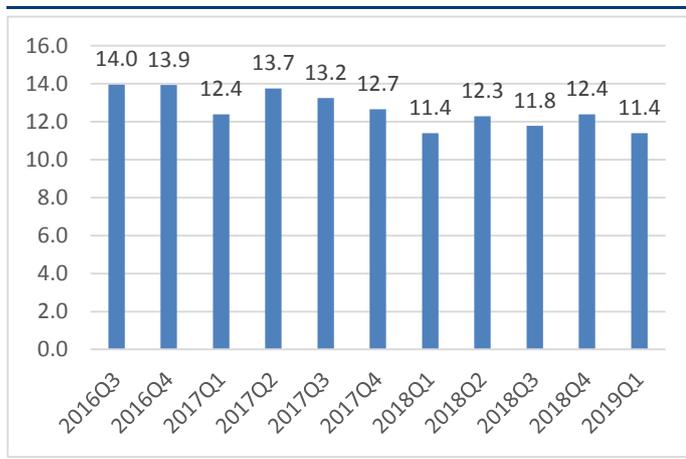
资料来源：华创证券整理

2.3 基于直播的互动形态：直播的互动化即网络主播将直播内容进行互动化录制，“粉丝”用户可以通过打赏、点赞等方式选择自己想要观看的播放内容。目前，斗鱼和哔哩哔哩均在试水互动化直播，内容多为UGC方式。现有的作品还较为粗糙，我们认为未来将合并进基于影视综艺的互动形态中。

3、国内互动影视的最可行路径——基于视频平台的分发渠道，整合影视与游戏制作团队，为视频平台带来更高的ARPU

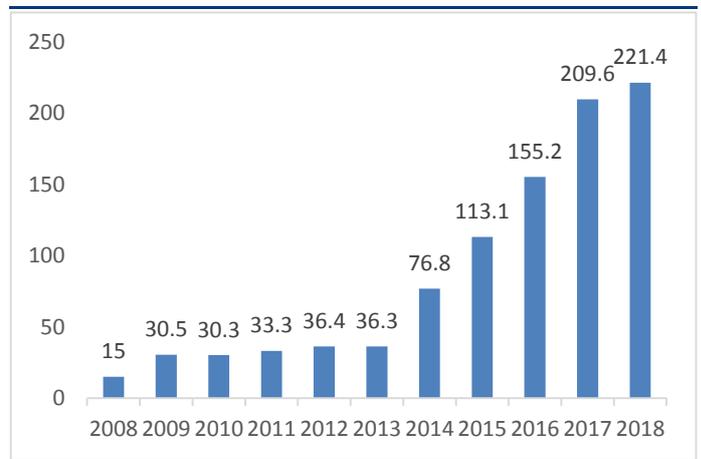
目前受到用户受众接受度以及付费习惯、观点的约束，互动剧的模式以游戏的影视化为主，但未来由于平台渠道的优势，互动剧将会最终转化为影视游戏化的模式。从当前市场情况来看，互动影视目前主要受众仍是游戏玩家，因为其体验更佳接近于游戏体验，而与传统重度游戏相比，互动视频开发成本更低，更加适合轻度玩家，但ARPU值无法与重度游戏相比。对于游戏行业来说，互动影视ARPU值偏低，拉新用户有限，发行渠道过于集中，对于游戏公司并没有很强的吸引力。而对于线上视频行业，尤其是成本持续走高，会员数与ARPU值双双见顶的竞争格局下，扩展内容的边界，降低自制内容比例，提升ARPU是其首要需求。互动影视成本低廉，作为游戏类产品ARPU值具有较高天花板，成为视频网站的争夺焦点。

图表 5 爱奇艺订阅会员每月 ARPU 值（元）



资料来源：公司公告，华创证券

图表 6 中国移动游戏 ARPU 值

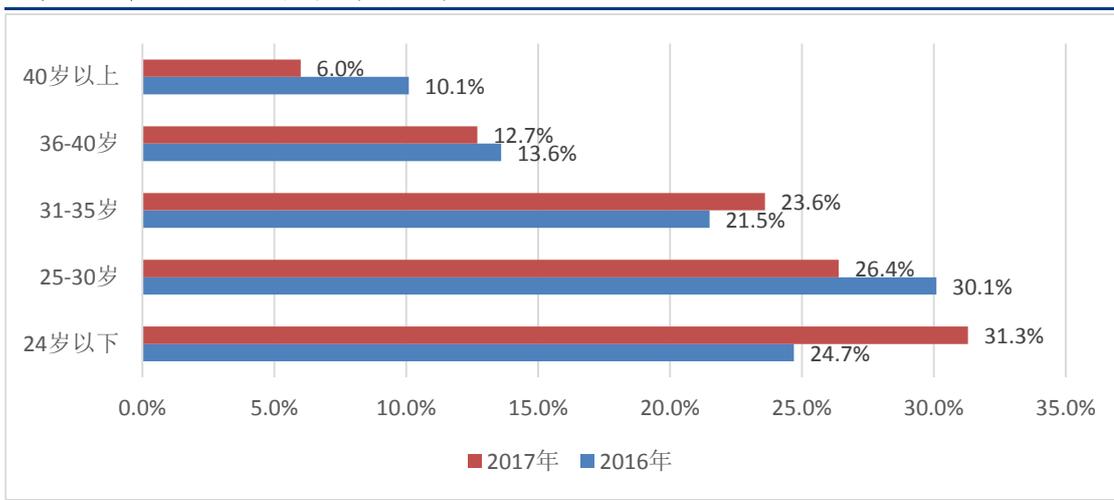


资料来源：伽马游戏，华创证券

我们判断视频平台将在三个方面持续发力互动影视：

- 1) **教育引导市场消费习惯。**掌握分发渠道的视频平台们未来应首先稳固原先的游戏玩家群体，引导其进一步接受视频消费。今后互动剧市场想要进一步扩大市场，就需要各平台根据视频用户的需求持续地教育市场，培养用户的付费习惯，并通过在 PC 端和移动端的推广去引导原先的视频用户逐渐接纳这种新的观影方式。随着影视公司和视频平台的制作技术不断进步，对互动剧的理解日益加深，辅以其发行渠道，未来能够推出影响力更大的作品。
- 2) **培养核心主力消费用户。**现在的游戏主力玩家多为年轻一代。根据艾瑞咨询的数据显示，国内三十岁以下的游戏用户占比超过 57%，他们对于游戏文化的理解更加深刻。这些用户成为主力消费人群之后，会缩小影视和游戏之间的认知割裂，导致将来的影视视频用户也能广泛地接受这种互动的模式，届时会带动巨大的市场需求，这与影视与视频平台的参与是密不可分的。以《隐形守护者》为例，一开始作为游戏在 Steam 和 Wegame 上发行，最终是在腾讯视频上落户。
- 3) **影游合作提高作品质量。**视频平台本身制作水平有限，他们往往选择和一些优质的游戏、视频制作工作室进行合作。平台主要提供技术支持，但不参与实际内容制作。例如与腾讯视频合作的十字星和光合映画都是具有高质量作品的优质厂商。部分平台选择去学习已有的互动剧的模式进行制作，例如爱奇艺和优酷更多地选择学习橙光游戏的模式，旨在以《隐形守护者》等作品为例进行创作。但需要注意的是已有的这些互动剧作品仍处于探索阶段，许多方面还存在问题，互动剧的制作者们仍应当选择适应自身受众的特定需求，在剧本的编写，互动的设计等方面不断努力完善来获得用户的认可。

图表 7 中国移动游戏用户年龄分布



资料来源：艾瑞咨询：《2017 年中国移动社交用户洞察报告》，华创证券

（二）互动影视将为在线视频行业带来什么？

1、融合游戏付费习惯，打破视频网站 ARPU 天花板

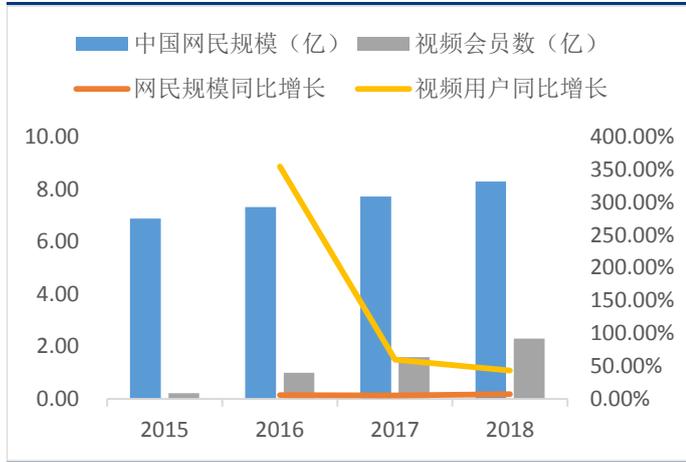
1.1 中美视频平台商业模式存在差异，中国视频平台用户 ARPU 较低且面临增长天花板

中国视频网站的商业模式与美国流媒体平台存在差异，美国流媒体平台的收益几乎全部来源于用户付费收益，中国视频网站除了付费收益之外，还有很大比例的广告收入。爱奇艺 2018 广告收入占总营业收入的 37%。由于中国视频用户并没有培养出稳定的付费习惯，各大视频平台的付费率和 ARPU 值增长有限。

2018 年中国网络视频用户规模达到 7.25 亿，而视频会员用户约 2.3 亿，则付费率大约为 31.7%，这相比于美国流媒体巨头奈飞一直高于 90% 的付费渗透率来说还有相当大的差距。而从 ARPPU 值的角度来看，中国 2018 年付费

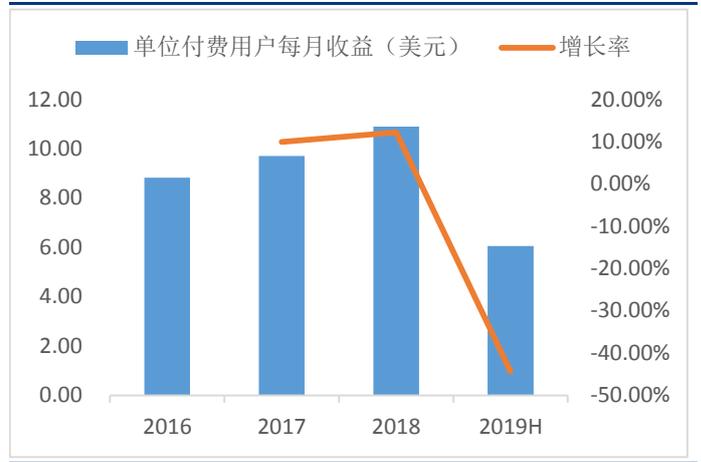
视频规模约为 360 亿元,以 2.3 亿付费用户进行计算,则 ARPPU 值约为 156.5 元。奈飞 2019 年第一季度的本土 ARPPU 则达到了 34.4 美元(约 234.6 元),为中国全年平均 ARPPU 值的 1.5 倍左右。

图表 8 中国网民规模与视频会员数



资料来源: 艺恩咨询:《2018 中国视频内容付费产业观察》, 华创证券

图表 9 奈飞单位付费用户每月收益



资料来源: 公司公报, 华创证券

1.2 游戏用户付费率高, 打破视频网站 ARPU 天花板

中国游戏玩家相比与视频用户有更好的付费习惯, 付费主要集中在游戏和游戏补丁以及道具等等。2018 年中国总体游戏用户付费率达 36%, 移动游戏用户的付费率已经达到 68.4%, 中国手机游戏用户 ARPU 值达到 155.2 元, 并且一直保持着高速增长。

对于资金缺口日益扩大的视频平台来说, 互动剧这种含有游戏属性内容的推出可能为平台带来新的收益增长点。爱奇艺的投资活动现金流流出与经营活动现金流流入的缺口日益扩大, 2018 年缺口超过 180 亿。高付费率的互动剧能够提供新的利润点以缓解现在的资金缺口。以《隐形守护者》为例, 1600 万元的制作成本、加上后期宣发, 总成本 2500 万以内。而对其售卖套数估计超过 250 万套, 作品整体收益超过一亿。未来互动剧的开发商若能在现在游戏玩家用户基础上, 引导其关注视频市场, 利用这部分玩家带动整个影视用户群体, 培养影视用户的付费理念和习惯, 视频平台的 ARPU 值将迎来一个新的增长。

图表 10 中国付费视频市场规模



资料来源: 智研咨询:《2017 年中国视频用户数、视频付费用户数、视频用户规模分析及未来五年发展趋势预测》, 华创证券

图表 11 爱奇艺经营活动与投资活动现金流



资料来源: 公司财报, 华创证券

2、降低内容制作成本，同时实现平台的差异化

视频平台对于外购版权剧目的过度依赖一方面导致认剧不认平台，用户粘性较低，一方面高昂的采购成本极大的拖累了各视频平台变现能力。以爱奇艺为例，用户付费转化率 2018 年全年平均为 15.8%，内容成本占收比 2018 年全年达到 84.8%。头部视频网站近年来为了实现差异化同时降低内容成本专注于开拓自制内容，但效果非常有限。自制大剧与自制综艺费用日益高企，同时难免落入“认剧不认平台”的老问题。

而互动影视对于视频平台则有望改善这一困境。第一，相比自制剧或者自制综艺，互动影视成本较低，腾讯《隐形守护者》大约 1600 万元的制作成本、加上后期宣发，总成本 2500 万以内。2018 年全网播放量排名第一的《延禧攻略》第二名《如懿传》制作成本均超过 3 亿，2018 年全网播放量第一的综艺《创造 101》制作成本不少于 1 亿。第二，互动影视具有极强互动与反馈，用户卷入度更深，同时用户数据也容易搜集，与平台剧目或者综艺联动，能够更好的实现平台与用户的深入绑定。

二、他山之石——美国与日本互动视频发展历史与行业格局

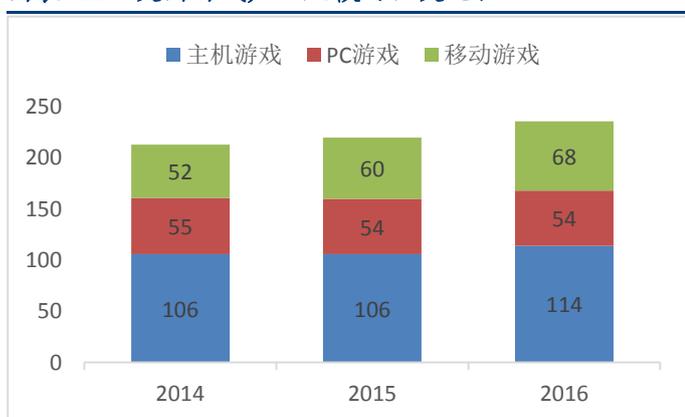
（一）美国互动视频发展历史：影视与游戏各自开花，少有交集

1、美国游戏与影视市场：文化广泛普及，用户付费习惯稳定

游戏市场：美国游戏市场经历了几十年的高速发展，国内市场竞争格局基本稳定，几大游戏巨头掌握着从游戏内容制造到发行到渠道的大部分资源。暴雪、EA、微软等本土企业拥有强大的游戏制作团队和资本支持，也不乏优秀中小型游戏制作公司与索尼等财团进行合作创作出了许多市场欢迎的作品。美国的游戏文化已深入大众家庭，根据美国娱乐软件协会发布的报告，75%的美国家庭至少有一个游戏玩家，90%的家长关注孩子玩的游戏，甚至超过一半家长会加入其中。在这样大众化的文化背景下，美国的游戏受众更加广泛，一般的影视用户也同时是游戏玩家。

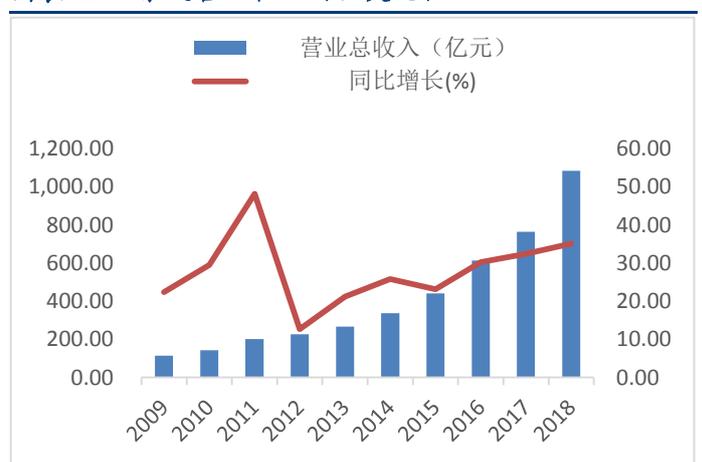
影视市场：2007 年以后，奈飞依靠流媒体平台跻身影视市场头部玩家。之后由 NBC 环球和新闻集团以及迪士尼合资成立的 Hulu 和 Amazon 也加入流媒体平台市场之中。近年来，美国六大传媒巨头看到流媒体平台的发展潜力，持续推进在这一领域的投入。例如，迪士尼于今年 2 月 10 亿美元投资 Hulu 支持其进行战略扩张；NBC 环球已经准备在 2020 年推出属于自己的流媒体服务。这种流媒体平台日后也是承载互动剧的最佳选择之一。美国流媒体主要播放渠道是 OTT 平台。目前，美国各 OTT 设备平台渗透率处于增长期，其中游戏主机为第三大 OTT 设备，因此在美国游戏玩家本身就和视频用户有很强的重叠率，对于互动剧的接受程度两者相近。

图表 12 美国游戏产业规模（亿美元）



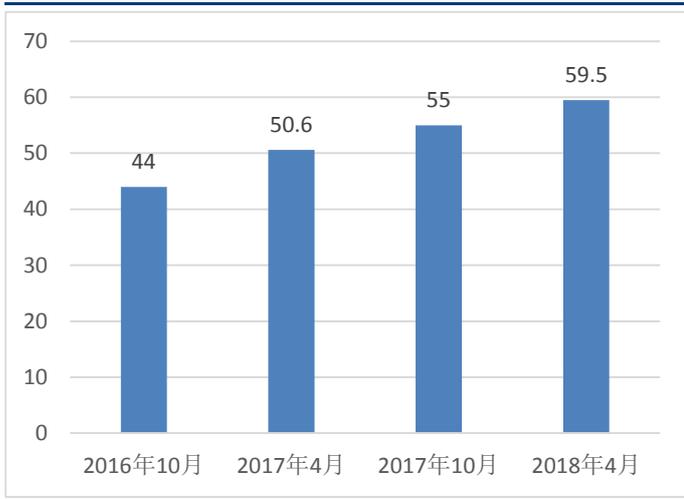
资料来源：Wind，华创证券

图表 13 奈飞营业收入（亿美元）



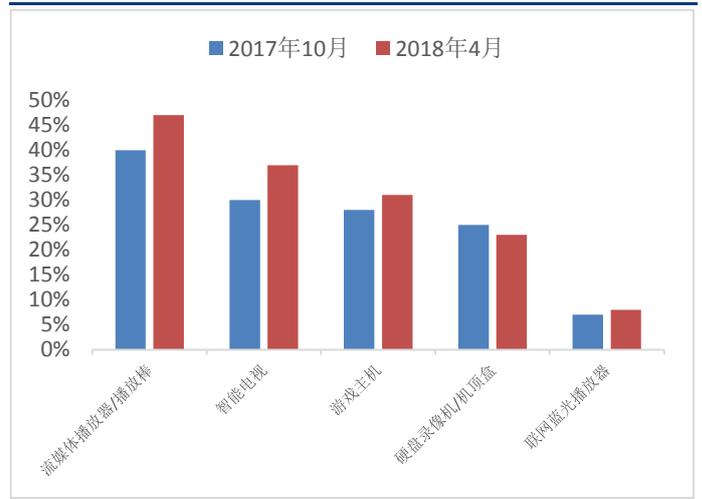
资料来源：公司财报，华创证券

图表 14 美国使用 OTT 的家庭数 (百万)



资料来源: ComScore, 华创证券

图表 15 美国各 OTT 设备渗透率



资料来源: ComScore, 华创证券

2、美国互动游戏发展: 起步阶段早, 发展水平较高

美国的互动游戏起步较早, 美式的叙事类游戏内容多以悬疑、恐怖、灵异等元素来抓人眼球, 使用户沉浸其中, 这类游戏获得了很大的成功。早期的代表作有 Quantic Dream 公司在 2010 年推出的交互式冒险游戏《Heavy Rain》(暴雨) 在当时激起了市场较大反响, 后来这个公司还推出了《超凡双生》和近年互动游戏著名的代表作《底特律: 变人》, 整个互动剧模式的前驱之作。此外, Giant Sparrow 公司制作的《伊迪芬奇的秘密》和 Supermassive Entertainment 联合 SCE 制作的《直到黎明》都是美国互动游戏的典型作品, 这种游戏类型又被称为步行模拟器, 国内和日本也有这类作品出现。

3、美国互动影视发展: 流媒体平台主导, 起步较晚, 但持续发力

互动剧在美国的发展主要依靠流媒体平台主导, 虽然现有作品在市场上的反响不佳, 这与互动剧的制作水平和市场需求等方面存在问题有关, 但三大核心流媒体平台已经纷纷加码互动影视。2018 年年底, 奈飞发布了自己第一部互动剧《黑镜 潘达斯奈基》, 掀起了市场的广泛讨论。但这种模式并没有获得用户良好的反馈, 原因在于传统的影视观众对于这种交互式方式的接纳程度还有待提升, 并且目前互动剧的制作仍旧处于初级阶段, 在制作水平上也需要进行完善和提高。2019 年 4 月 10 日, 奈飞首档交互式户外探险节目《You vs Wild》开播; 2019 年 4 月, YouTube 也表示将要开发互动节目和特别直播。可以看到, 虽整体起步晚于游戏, 但核心流媒体平台已经持续发力。

(二) 日本互动影视发展历史: 行业文化特点鲜明, 游戏产业实力强大

1、二次元文化与历史悠久的游戏市场

二次元文化起源地: 二次元的意为二维, 日本早期的动画、漫画、游戏等作品都是以二维图像构成, 由此延伸出的种种周边事物一齐被纳入进二次元文化。上世纪九十年代以来互联网的兴盛带来了二次元文化的迅速崛起, 日本作为二次元文化的圣地更是使得二次元元素融入进日常生活中的多种娱乐形式之中, 游戏便是其中的代表。

游戏产业历史悠久: 自上世纪 70 年代到现在, 经过了 40 年左右的发展, 日本成为了世界第三大游戏市场, 游戏产业也成为了本国文化产业的支柱产业。1983 年任天堂研发的 Famicom (红白机) 大获成功标志着日本游戏产业的诞生。日本凭借先进的游戏理念和开发技术一度被誉为“游戏王国”。索尼、任天堂、科乐美等日本游戏巨头也将日本游戏推向全世界市场。

2、日本互动游戏市场：AVG 游戏盛行，游戏产业积累雄厚

互动游戏作为叙事类游戏下的分支在日本也具有悠久的历史。早在三四十年前，就出现了文字冒险类游戏（AVG 游戏）这种互动式游戏，例如 Level5 的《都市之神》系列和角川游戏的方根书简。这种类型多以恋爱、热血为题材，在国内培养了一批固定用户，每年也都有相当的销售量。许多国内游戏企业比如橙光游戏正是学习日本这类互动游戏的开发方式。除了这种典型的日式 AVG 游戏，日本也有欧美式的步行模拟器游戏如《尼尔：机械纪元》。除了游戏厂商自行制作，游戏巨头们也有与优秀的中小型厂商合作。例如《底特律：变人》的开发商 Quantic Dream 就是索尼扶持的厂商。日本的互动游戏市场也走在行业的前端，通过过去游戏产业的经验积累和行业资源，日本在今后互动剧的创作上将占据更多的优势。

图表 16 互动影视作品整理

作品	国别	开发者	评分
Heavy Rain (暴雨)	美国	Quantic Dream	8.5/10 (各平台平均)
BEYOND: Two Souls (超凡双生)	美国	Quantic Dream	8/10 (各平台平均)
Detroit: Become Human(底特律：变人)	美国	Quantic Dream	7.5/10 (各平台平均)
What Remains of Edith Finch (伊迪芬奇的秘密)	美国	Giant Sparrow	95%好评 (Steam)
Until Dawn (直到黎明)	美国	Supermassive Games	8/10 (各平台平均)
NieR: Automata (尼尔：机械纪元)	日本	Square Enix & Platinum Games Inc.	83%好评 (Steam)
Root Letter (方根书简)	日本	角川游戏	83%好评 (Steam)
黑镜：潘达斯奈基	美国	奈飞	6.9/10 (豆瓣)

资料来源：华创证券整理

三、国内视频平台巨头加快布局脚步，五家竞争格局出现端倪

(一) 腾讯模式——以游戏制作为根基，游戏影视双平台推送

腾讯在互动剧领域的开发模式是以游戏制作为根基，通过与影视工作室合作等方式在游戏和影视两面一起发力，利用自己的游戏和视频平台同时进行推广。腾讯在去年就已经和一批影视公司商谈互动剧制作，目前已经有几部互动短视频的作品制成。今年八月将要发行的恋爱向互动剧《拳拳四重奏》就是与纸堡影视、英众文化合作制作完成。此外，腾讯还在腾讯视频之外推出了首款互动叙事合辑 APP“一零零一”，专攻互动领域。今年腾讯还推出互动式电影《古董局中局之佛头起源》和《画师》。

7月11日，腾讯视频正式发布互动视频技术标准，并将推出一站式互动视频的开放平台。标准整体介绍了互动视频的观影方式、创作流程、互动播放器和互动通用组件以及创作平台的使用方法。

这套互动视频技术标准的推出：1）一方面便利了内容创作者，为他们提供了大量实用的互动组件和进行发布、数据分析和监控的优质平台；2）另一面对用户也十分友好，视频同时支持横屏和竖屏，用户也可选择剧情篇章和故事人物线。腾讯这一套互动视频平台的基础功能和高级定制功能能为创作者们提供广阔而复杂的选择，也是它与其他平台竞争的优势来源之一。

在互动剧制作上，腾讯最大的优势在于其同时拥有游戏制作和影视制作的经验和资源。互动剧介于游戏和影视之间，如果腾讯可以把游戏和影视上的力量进行组合，合作开发互动剧，可能会制作出十分优质的产品。腾讯可以凭借视频平台的强大力量，在互动剧领域深耕用户习惯，进一步提升用户付费率。

图表 17 腾讯视频互动影视平台流程



资料来源：腾讯视频，华创证券

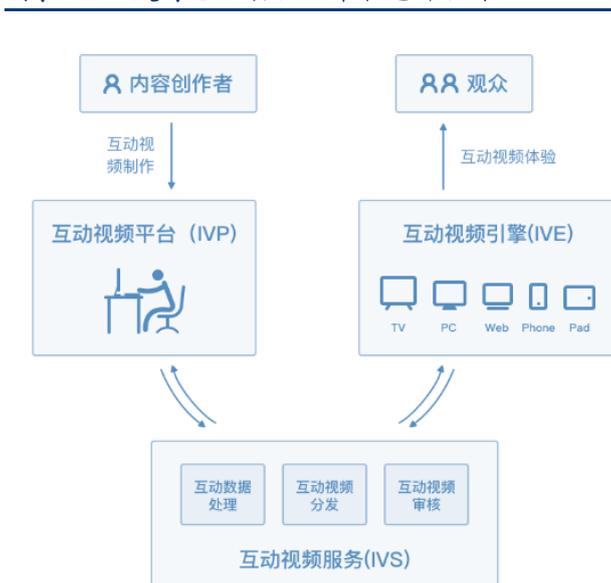
(二) 爱奇艺模式——互动领域内容全业务发力，打造互动化 IP 生产平台

爱奇艺的模式为在互动领域的全内容开发上一齐发力，旨在打造一个全业务覆盖的互动化平台。这种模式使得爱奇艺的互动内容有更加广泛的受众，同时各内容之间构成相互协同。

爱奇艺的互动内容包含互动电影、互动剧、互动综艺、互动游戏、互动小说和互动漫画等全业务领域，同时搭载互动视频技术平台与标准。19年5月，爱奇艺在世界智能视频科技论坛上宣布发布首个互动视频技术标准，六月就发布了第一部互动剧《他的微笑》，七月也即将推出第二部互动剧《如果当初》。这些作品仍旧处于试水阶段，与腾讯相同，爱奇艺也是选择与影视公司进行合作。影视公司进行拍摄，爱奇艺提供技术支持。

爱奇艺推出的互动视频技术标准不同于腾讯之处在于给了互动视频开发者一套完整的编写体系，赋予创作者高度的自由度和未来进行开发的广阔空间。另外，爱奇艺的互动通用组件：选择、信息探索、点击、视角切换等与腾讯类似，X因子也和腾讯的V数值作用相似。

图表 28 爱奇艺互动视频平台总体框架



资料来源：爱奇艺，华创证券

图表 19 《他的微笑》剧照



资料来源：爱奇艺

（三）优酷模式——低成本打造互动影视单个爆品

优酷目前在互动剧领域的模式是集中力量，大额投入在互动影视单个爆品制作上，这种模式可能会使得互动剧质量的大幅提升，但是内容庞大造成后期制作的时长过长，影响作品最终上线时间。

和腾讯与爱奇艺不同，优酷尽管表示过对互动视频的看好，但表现得更为低调。唯一推出的是号称 2019 第一互动剧的《大唐女法医》，据说会于今年暑期档上线。《大唐女法医》根据官方发布的消息，有 40 集的长度，制作团队和参演人员数量庞大，拍摄时长超过三个月，共打造虚拟游戏、探秘内心、解密破案、解锁剧情等多种互动玩法。但是也因为如此庞大的体量需要进行长时间的后期制作，导致作品至今未上线。

优酷背靠阿里大文娱，拥有强大的资源实力，在影视制作方面也有相当深厚的经验。优酷也即将推出自己的互动视频平台，尚在内测。

（四）芒果 TV 模式——互动综艺引领

芒果 TV 的模式是凭借自身积累的综艺 IP 进行互动综艺的制作。芒果 TV 早在今年 1 月份就率先推出了自己的互动微剧《明星大侦探之头号嫌疑犯》，用户在观看过程中可寻找相关线索，可以探索屏幕中显示的细节，反复地还原现场，可以享有提审犯人的权力等等，让用户充分带入到剧情之中。在过去《明星大侦探》综艺的口碑铺垫下，这部互动剧也获得了不错的用户反响，豆瓣评分达 9.6。芒果 TV 曾制作出《歌手》、《向往的生活》、《声临其境》等优质综艺 IP，背靠湖南卫视，将持续发力互动综艺这个细分领域。

图表 20 《大唐女法医》剧照



资料来源：优酷

图表 21 《明星大侦探之头号嫌疑犯》互动玩法



资料来源：芒果 TV

（五）哔哩哔哩模式——短视频结合主播模式

哔哩哔哩推出的互动视频功能模式主打的是短视频的互动创作与主播的直播互动化。这来自于哔哩哔哩长期优质的 UGC 优势，但是 UGC 内容的质量问题也是此模式未来发展的隐患。

7 月 8 日，哔哩哔哩宣布上线“互动视频”功能。UP 主可制作包含不同选项的互动式视频，用户可以通过播放器做出选择，触发多重剧情和结局。哔哩哔哩给用户提供了一个互动视频的设计功能，UP 主可以通过设计剧情树来形成互动性选项，每个剧情树中插入一段短视频作为内容。许多主播选择进行内容制作供粉丝进行互动选择，例如通过粉丝的选择可以导向主播不同的节目表演。

图表 22 哔哩哔哩互动视频作品（部分）整理

作品	UP 主	播放量
操控广场大妈拯救 B 站!	神奇的老皮	158.6 万
当爸爸? 当英雄? 当恶魔? 你来决定!	某幻君	266.6 万
《亮剑》第一集	采紫葳的凌霄子	92.5 万
操控百万 UP 主的一天!	花少北、	100.5 万
站长大战 2233! 原来 B 站站娘是这样来的	特效小哥 Studio	22.1 万
烧脑! 猜不到的结局! 剧情的走向由你决定!	吃素的狮子	64.7 万
up 主众筹 100 万做游戏 评分 9.8 赚爆了!	啊吗粽	147.8 万
破晓谜题 这就是我的逃跑路线	整天摸鱼的三日坊主	31.5 万

资料来源：哔哩哔哩，华创证券

图表 23 五大平台互动视频整理

作品	开发者	购买数/观看人数
隐形守护者	New One Studio / 腾讯	约 250 万套以上
他的微笑	爱奇艺	1435 (热度)
拳拳四重奏	腾讯	未上线
画师	腾讯	570 万人次
大唐女法医	优酷	未上线
明星大侦探之头号嫌疑犯	芒果 TV	2524 万人次
如果当初	爱奇艺	未上线
波西米亚狂想曲	爱奇艺	未上线
古董局中局之佛头起源	腾讯	无数据

资料来源：华创证券整理

四、5G、AI 技术加盟，将打开互动剧想象空间

（一）5G 落地，5G 内容行业蓝海扬帆起航

随着 5G 牌照的颁发，各种 5G 相关技术陆续落地，这对于内容产业来说是一次行业发展的新机遇。大幅增加的传输速率、得以改善的传输渠道、更多的连接数和低延时能够让内容产业的表现形式更加多样化，也增加了内容变现的渠道。影视方面，5G 为超高清视频市场的发展提供了基础，有利于增加内容变现的渠道和方式；游戏方面，高速率流量传输使得游戏可以进一步提升内容展现度和进行游戏模式创新。在 5G 的背景下，用户对于内容的需求将会呈现几何式增长，势必会反作用于内容创作者，丰富多样化的产出。

5G 技术落地为内容产业发展提供了巨大空间，但是如何把握机遇、吸引用户就需要内容开发者充分地了解用户需求，了解市场，而互动剧或许是一个绝佳的选择。

（二）5G、AI 技术应用新阶段，奠定互动内容创作基石

对于内容开发者来说：随着 5G 和 AI 技术的落地实施和行业应用，内容开发商可以利用多样化的内容设计，让用户参与其中，凭借选择、探索、解密等方式多样的互动操作增强用户的代入感和沉浸感。

对于内容受众来说：现在的受众大多数年轻的 Z 世代，他们在观影时更倾向于把自己代入到主角上、融入进剧情之中，更加享受自己选择游戏进程和共情感。因此这种互动剧的形式会更有吸引力，更能提升用户的付费率，随着需求的增长，互动内容在未来会成为产业重要的组成部分。

目前国内各大视频平台也是顺应这股浪潮，纷纷与运营商们进行技术合作，以获取 5G 流量来提升平台内容质量。芒果 TV 与中国移动咪咕、爱奇艺绑定中国联通，共同就 5G 下的 4K、8K 视频进行技术研发和模式探索。可以说 5G 技术为互动内容创作和未来发行奠定了坚实基础。

（三）内容与 VR 技术结合，进一步的沉浸感更受用户青睐

互动剧最大的亮点便在于其高度的沉浸感和代入感，而 VR 设备更是能够将这种沉浸感发挥得淋漓尽致。通过 360 度的视觉感官，用户能够深度融入进剧情内容之中。这种互动内容与 VR 技术相结合的模式，随着 VR 设备的进步以及 5G 的应用落地，会更加受到用户欢迎。

五、投资建议

（1）**爱奇艺：**公司自 2014 年起一直致力于打造泛娱乐生态系统，“影漫综游”全业务布局完善，互动影视更为公司泛娱乐生态补齐重要的交互环节，从互动电影到互动剧到互动综艺全面对接“影漫综游”各业务生态。同时业内最早推出互动视频技术标准与平台，赋予创作者高度的自由度和未来进行开发的广阔空间。我们认为互动影视可全面提升爱奇艺泛娱乐生态体系的变现能力，持续拉动付费率及 ARPU 值，进一步丰富公司的多场景变现能力。平台盈利的关键点取决于两个因素：

- 持续增长的会员收入：其中包括付费率的提升以及 ARPU 值
- 持续降低的内容成本：其中包括外购版权（2018 年占内容成本比例 79%）、自制成本（2018 年占内容成本比例 8.9%）、其他成本（主要包括内容分成和直播分成，2018 年占内容成本比例 12%）。

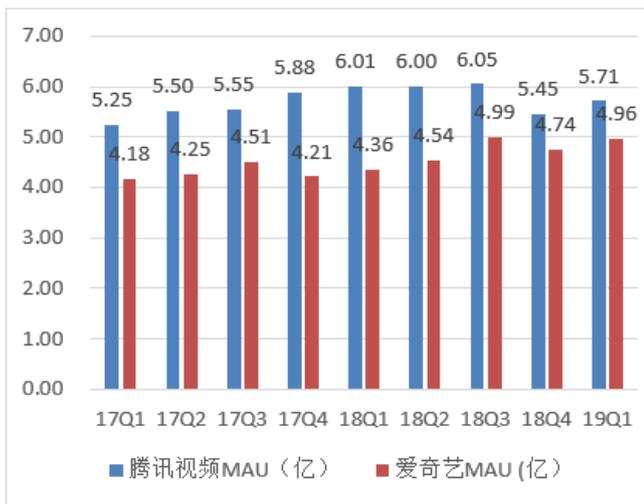
从会员收入来看，会员规模与收入增长强劲，会员规模超过腾讯视频规模，会员收入连续三季度超过广告收入，成为爱奇艺第一大收入来源。在第一季度末，爱奇艺的订阅会员规模达到 9680 万，其中 98.6% 为付费会员，订阅会员规模同比增长 58%。截止 6 月 22 日，爱奇艺订阅会员总量正式突破 1 亿，成为三家长视频网站中首个会员规模超过 1 亿的平台。一季度会员服务收入同比增 64.5% 至 34.5 亿元，环比增速 7.6%，占收入比例 49%；截止 2019 年 Q1，爱奇艺会员收入已经连续三个季度超过广告收入。成为爱奇艺目前第一大收入来源（广告 2019Q1 占收比 30.3%）。我们预计随着付费模式的进一步成熟，泛娱乐生态体系将进一步发挥出提升会员付费长度的潜力，订阅会员 2019 年 Q4 将突破 1.2 亿（同比增速 38.3%），预计 2019 年会员收入将达到 159 亿，同比增速 50.3%。

图表 24 公司 2018Q1-2019Q1 订阅用户数及增长率



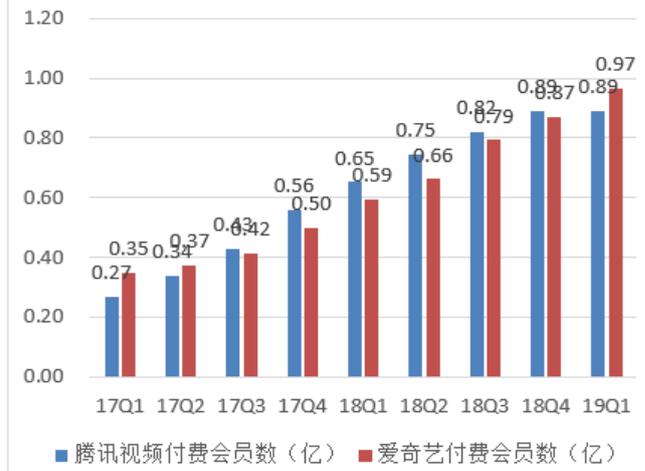
资料来源：公司财报、华创证券

图表 25 爱奇艺 VS 腾讯视频 MAU (亿)



资料来源: Questmobile、华创证券

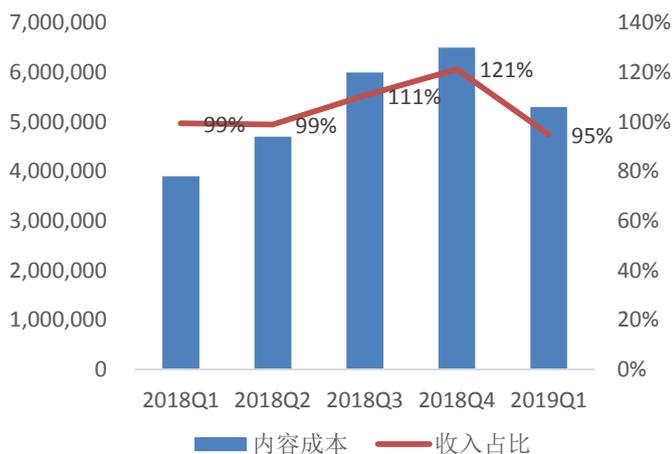
图表 26 爱奇艺 VS 腾讯视频付费会员数 (亿)



资料来源: 公司财报、华创证券

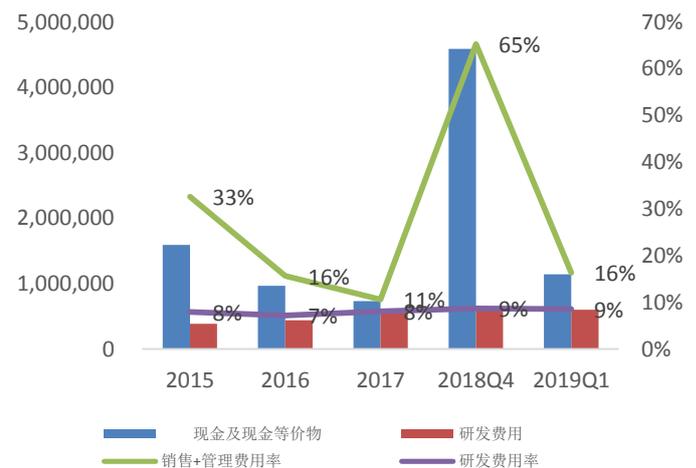
从成本角度,尤其是内容成本来看,内容成本占收比将持续改善,受限薪令等影响,内容采购成本短期内下降,促进成本支出持续改善。同时公司率先布局游戏、短视频、互动影视等全业态,“影漫综游”全业务布局,形成独特优势。一季度内容成本同比只增加 38%,占收比减少至 95% (vs Q4 121%)。受限薪令等影响,内容采购成本短期内下降,促进成本支出持续改善。同时爱奇艺积极发展自制团队,在 CEO 龚宇与首席内容官王晓晖的带领下,以工作室形式开展影视、游戏、漫画、综艺等各业务自制体系。2019 年 Q1 以来,成本结构持续改善,内容采购成本占内容成本比重持续下降(2018 年 Q1 占比 80%,2019 年 Q1 占比 76%)。

图表 27 公司 2018Q1-2019Q1 内容成本情况 (千元)



资料来源: 公司财报、华创证券

图表 28 公司 2015-2019Q1 费用情况 (千元)



资料来源: 公司财报、华创证券

最后,对于高成本高投入的长视频业务模式来说,爱奇艺目前账上现金充裕,为日后成本采买打下良好基础。截至 2019 年 3 月 31 日,爱奇艺持有现金、现金等价物、限定用途现金和短期投资共计 179 亿元人民币(约合 27 亿美元)。2019 年 3 月,爱奇艺完成了总额为 12 亿美元的可转换优先债券的发行,在扣除折扣佣金以及发售费用后,

实际募资总额为 11.782 亿美元。

考虑到会员规模及收入仍望维持强劲增长，此前会员收入连续三季度超过广告收入，成为爱奇艺第一大收入来源（广告 2019Q1 占收比 30.3%）。同时互联网广告行业未来能够边际向好，内容成本持续迎来改善拐点，我们维持预计公司 2019-2021 年营业收入 333.5 亿元人民币/406.4 亿元人民币/480 亿元人民币，对应净利润-59.3 亿元人民币/-31.6 亿元人民币/9.8 亿元人民币。

（2）**腾讯控股**：同时拥有游戏和影视的资源 and 经验，在互动影视的制作方面有着天然的优势。《隐形守护者》等已经推出的作品大获成功，腾讯通过和影视公司的合作已经在互动剧的摸索上获得先发优势。此外，腾讯还推出了自己的互动视频技术标准与平台，在行业内占有先机。

六、风险提示

- 1) 宏观经济复苏不利，行业发展可能不及预期
- 2) 行业监管问题
- 3) 竞争者新产品的推出

电子&海外科技组团队介绍

TMT 大组组长、首席电子分析师：耿琛

美国新墨西哥大学计算机硕士。曾任新加坡国立大学计算机学院研究员，中投证券、中泰证券研究所电子分析师。2016年新财富电子行业第五名团队核心成员，2017年加入华创证券研究所。

分析师：桑梓

埃克塞特大学硕士。曾任职于东方证券另类投资子公司。2017年加入华创证券研究所。

研究员：靳相宜

北京大学、英国伦敦大学学院双硕士。2018年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的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;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未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,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500