

传媒行业

广视点 | 长视频行业：困境与希望

分析师： 旷实



SAC 执业证号: S0260517030002

SFC CE.no: BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

分析师： 朱可夫



SAC 执业证号: S0260518080001



0755-23942152



zhukefu@gf.com.cn

请注意，朱可夫并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

核心观点：

- **2019 年长视频网站普遍增长失速，主要系因为流量趋近天花板。**视频网站 19Q3 的情况相比上半年并未有明显改善。爱奇艺 19Q3 营收增速为 7%，首次跌破双位数增长，芒果超媒 19Q3 归母净利润同减 28.8% 至 1.71 亿元，19Q2 净利润约为 3.86 亿元。我们认为 2019 年以来流媒体视频网站上市公司的业绩整体增速下移，包括头部视频网站广告收入负增长、会员增速放缓等，背后最主要的原因是获取流量的能力下滑，线索顺序是：首先月活增长出现困境、其后日活出现负增长、最后时长出现负增长。
- **流量下滑背后：政策监管趋严、竞争格局恶化、商业化疲软。**我们认为有三大因素影响了长视频行业的增长：1) 政策监管趋严：一方面对于上中游要素的管控导致了长视频内容（剧集）产能收缩，另外一方面政策对部分题材（如历史、玄幻）的监管趋严导致了热门剧集流量不足。2) 竞争格局恶化：18Q2 之后短视频流量逐步超过长视频，一方面在用户注意力上形成了分流，另外一方面也分流了部分的广告主资源。3) 今年整体经济状况疲软带来了广告主投放预算的收缩，叠加长视频平台主动调整信息流广告，因此广告收入增速大幅度缩减。
- **展望 2020 年：会员提价成为主要但不确定的逻辑；辅赛道主要关注短视频、MCN 和 5G 变化。**我们将视频网站的业务收入分为主航道（广告、会员、版权采买与销售）和辅航道（艺人经纪、短视频、增值服务等）来看，主营业务上我们认为内容监管上边际略放松、广告收入不确定性仍大、会员提价成为收入端扩张的唯一逻辑。我们对 Netflix 的 4 次提价历史进行分析，发现成长期会员提价并不影响会员增量，成熟期提价则明显造成了会员的流失。另外我们认为在辅赛道上可以持续关注长视频平台是否能够孵化短视频和 MCN 方向业务，另外 5G 或带来超高清视频的投资机会。
- **投资建议：**整体上我们认为 2019 年以来的流媒体视频网站面临的经营压力，在 2020 年应该有所改善，长期来看会员能否提价成功将决定长视频长期增长的核心动力，我们倾向于认为当前的会员 ARPU 值被低估，未来仍有足够的提价空间。因此行业回暖背景下，我们认为渠道端可持续关注爱奇艺和芒果超媒，内容端可关注超跌反弹机会。
- **风险提示：**提价带来的会员数量下滑的风险，广告低于预期的风险，上游价格无法降低的风险，影视剧制作公司资产减值超预期的风险。

相关研究：

传媒行业:电影票房 19Q4 有望同增 40%以上，持续关注 5G 后端应用扩散机会

2019-12-01

传媒行业:Google 发布 Stadia 提高市场关注度；美团 19Q3 财报超市场预期

2019-11-24

传媒行业:阿里巴巴即将登陆港股；2019 传媒个股行情强于行业赛道

2019-11-17

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
芒果超媒	300413.SZ	人民币	30.91	2019/10/29	买入	32.64	0.69	0.85	44.57	36.17	9.0	6.9	15.00	15.60
爱奇艺	IQ.O	美元	19.52	2019/11/10	买入	22.49	-15.86	-11.01	-	-	-	-	-	-
新媒股份	300770.SZ	人民币	116.01	2019/11/20	买入	140.17	2.82	4.00	41.14	28.97	27.8	20.2	16.20	18.70

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、现状：流量趋近天花板，19年整体增长失速	6
1.1 头部视频网站广告负增长，会员增速下滑明显	6
1.2 财报表现疲软的背后是流量的下滑	9
二、流量下滑背后：政策监管、竞争格局、商业化三杀	12
2.1 政策：监管收紧影响内容供给	12
2.2 竞争格局：短视频强势崛起，分流用户注意力	14
2.3 商业化：广告主预算收紧，广告单价下滑	15
三、展望2020：会员提价或成为主要但不确定的逻辑	17
3.1 内容监管：明年整体或边际上略有放松	18
3.2 广告收入：新广告形式的再创新，但依然具有不确定性	19
3.3 会员提价或成为唯一可展望的收入扩张长逻辑	22
3.4 采购开支明年面临不确定性，渠道或仍将严控内容成本收入占比	26
四、辅航道：短视频、MCN、5G、内容层	27
4.1 长视频平台能够嵌套或者孵化短视频么？	27
4.2 长视频平台能够孵化内容导向的MCN么？	29
4.3 5G网络商用后，超高清视频如何丰富长视频网站的产品线？	31
4.4 政策复苏下，关注内容制作公司的三个财务指标	31
投资建议	34
风险提示	34

图表索引

图 1: 17Q3-19Q3 爱奇艺营收及其增长情况	6
图 2: 18Q1-19Q3 超媒营业收入和增速情况	7
图 3: 18Q1-19Q3 超媒归母净利润和增速情况	7
图 4: 18Q1-19Q3 爱奇艺广告收入及增速情况	7
图 5: 18Q1-19Q3 腾讯媒体广告收入及增速情况	7
图 6: 17Q3-19Q3 爱奇艺会员收入及增速情况	8
图 7: 17H2-19H1 芒果超媒付费收入及增长情况	8
图 8: 三家视频网站的会员增长渗透率推移	8
图 9: 三家视频网站会员增长绝对值推移	8
图 10: 前五大视频网站的月活增长在 18H2 遇到困境	9
图 11: 爱奇艺、腾讯视频、优酷日活从 18Q3 开始略有下滑	10
图 12: 国内前五大视频网站的月度总时长在 19Q2 开始出现了负增长	10
图 13: 18Q1-19Q3 市场剧集有效播放量推移	11
图 14: 18Q1-19Q3 市场综艺有效播放量推移	11
图 15: 14Q1-19Q3 市场备案剧集部数推移	12
图 16: 15Q1-19Q3 市场发行剧集部数推移	12
图 17: 2015-2019 年各类影视剧题材部均点击数量一览	13
图 18: Top300 点击量内容中各季度各题材电视剧数量推移 (单位: 部)	13
图 19: 短视频头部 App 月活开始逐渐接近	14
图 20: 短视频头部 App 日活已经超过长视频平台	14
图 21: 长视频头部应用和短视频头部应用的人均使用时长推移	15
图 22: 长视频和短视频的人均单日使用时长份额推移对比	15
图 23: CTR 市场显示的全媒体和传统广告市场广告刊例价增速推移	16
图 24: 17Q1-19Q3 爱奇艺和腾讯视频整体广告 ARPU 值情况推移	17
图 25: 17Q1-19Q3 爱奇艺、优酷和芒果 TV 效果类广告消耗情况	19
图 26: 爱奇艺主要的互联网广告产品形式	20
图 27: 湖南卫视历年广告收入和有线电视发展情况	21
图 28: 湖南卫视黄金广告位的刊例价情况推移	21
图 29: Netflix 历史上四次提价对于总收入的影响概览	22
图 30: Netflix 历史上四次提价对于美国付费会员的影响概览	23
图 31: 爱奇艺的次日、7 日和 30 日新增留存率	24
图 32: 腾讯视频的次日、7 日和 30 日新增留存率	24
图 33: 5 大影视公司应收加总和爱奇艺的内容成本增速情况推移	26
图 34: 爱奇艺的内容成本和所占收入比重	27
图 35: 芒果超媒内容摊销成本和占收入比重	27
图 36: 爱奇艺旗下短视频平台的 iOS 免费榜情况推移	28
图 37: B 站 Top100 点击量视频的平均时长在迅速缩短	28
图 38: MCN 主要链接 C 端和 B 端, 为主播提供附加价值	29
图 39: 14Q2 时搜狐视频不同网络下的视频清晰度套餐	31
图 40: 3G 到 4G 常用画质的提升速度远超预期	31
图 41: 5 大影视上市公司库存之和和周转天数情况	32

图 42: 5 大影视公司应收账款之和的周转天数和爱奇艺应付账款周转天数	33
图 43: 5 家影视上市公司应收账款坏账账龄分布.....	33
图 44: 5 家影视上市公司应收账款账龄分布.....	33
图 45: 5 大影视公司历年资产减值计提推移.....	34
表 1: 互联网公司 19Q2 整体广告收入增速进一步下滑	16
表 2: 各个平台 19Q4&20H1 预计将播出的古装剧一览.....	18
表 3: 芒果超媒综艺节目单编排情况一览.....	20
表 4: 历史上 Netflix 的四次提价对于美国本土订阅用户增量的影响简表.....	23
表 5: 爱奇艺会员 ARPU 提升和会员增量对 2020 年会员增速的敏感性测试.....	24
表 6: 芒果会员 ARPU 提升和会员增量对 2020 年会员增速的敏感性测试	25
表 7: 爱奇艺会员 ARPU 值和会员收入敏感性分析.....	25
表 8: 芒果超媒会员 ARPU 值和会员收入敏感性分析	26
表 9: 2019 年淘宝双十一带货王 Top30	30

一、现状：流量趋近天花板，19年整体增长失速

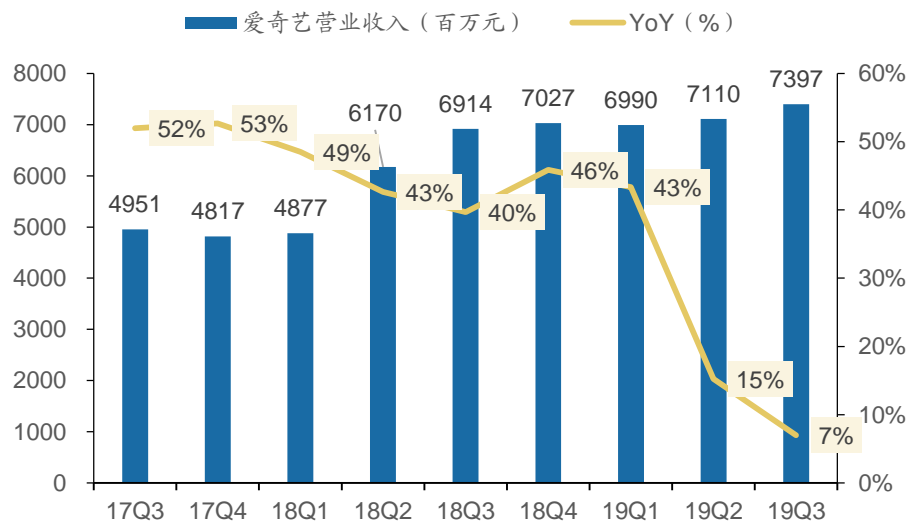
我们认为2019年以来流媒体视频网站上市公司的业绩整体增速下移，包括头部视频网站广告收入负增长、会员增速放缓等，背后最主要的原因是获取流量的能力下滑，背后线索顺序是：首先月活增长出现困境、其后日活出现负增长、最后时长出现负增长。

1.1 头部视频网站广告负增长，会员增速下滑明显

从总的营收&净利润情况来看，视频网站19Q3的情况相比上半年并未有明显改善。头部视频中，爱奇艺19Q3同增7%达到74.0亿元，首次跌破双位数增长，归母净利润亏损同比扩大至-36.9亿元，上个季度19Q2的亏损额约为-23.3亿元，净利率同比扩大至-49.9%（上一季度19Q2约为-33%），整体上收入降速明显，同时成本端也未能很好地控制。

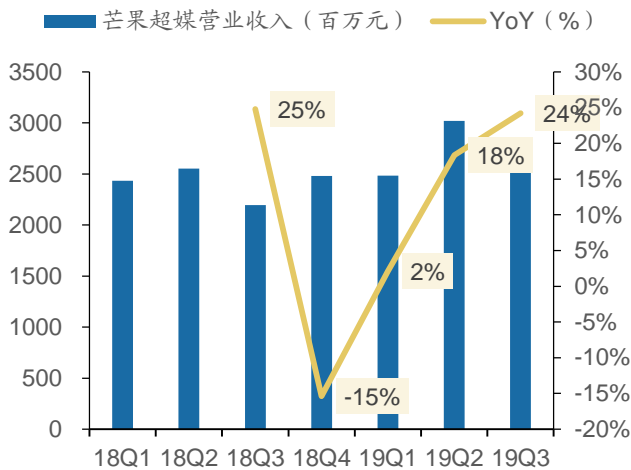
而从二线视频网站代表芒果超媒来看，19Q1-Q3累计收入同增14.6%达到82.3亿元，归母净利润同增19.9%至9.75亿元。单季度来看，公司19Q3收入同增24.2%达到27.28亿元，增速相对于上个季度的18%增长略有加速，但是净利润环比下滑明显，归母净利润同减28.8%至1.71亿元，上个季度净利润约为3.86亿元。

图1：17Q3-19Q3爱奇艺营收及其增长情况



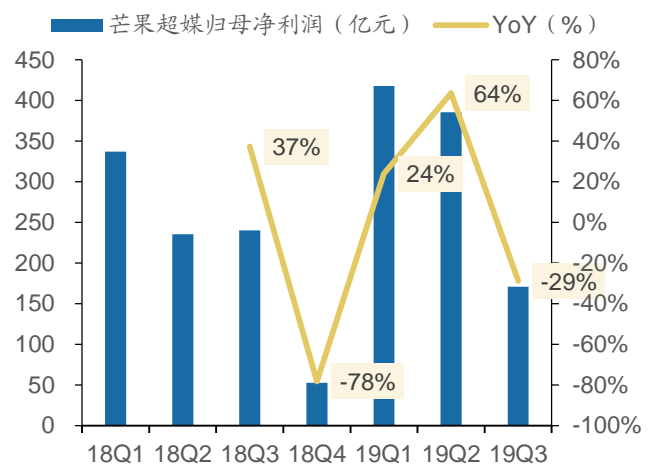
数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

图2: 18Q1-19Q3超媒营业收入和增速情况



数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

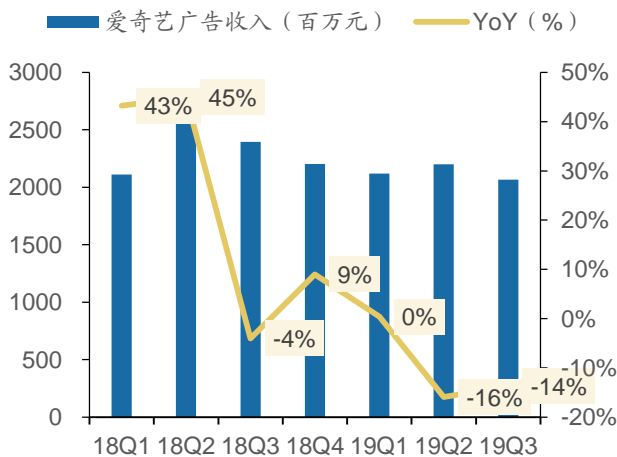
图3: 18Q1-19Q3超媒归母净利润和增速情况



数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

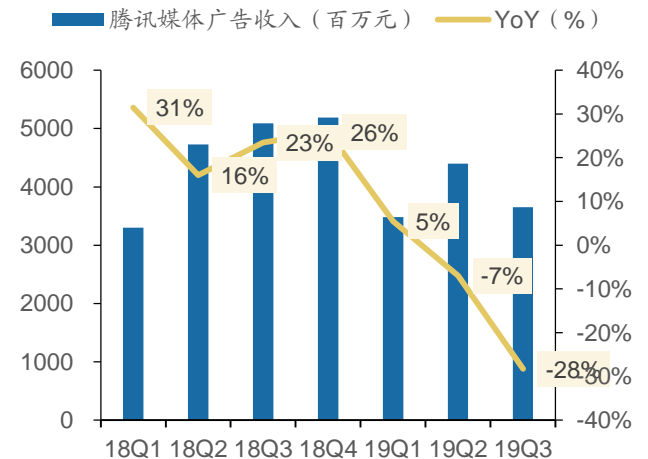
广告收入或为头部视频网站增速失速的首要原因。爱奇艺19Q3广告收入同比下滑14%至20.7亿元, 降幅相比19Q2的-16%有所缩窄, 其中效果广告表现略好于品牌广告。同样, 主要包含腾讯视频和腾讯新闻的腾讯媒体广告收入19Q3同比下滑28%至36.5亿元, 相比19Q1的5%正增长和19Q2的-7%负增长大幅度下滑。从爱奇艺的报表来看, 广告收入为其各项收入中最差的一项, 其余收入项目均未出现大幅度的负增长。

图4: 18Q1-19Q3爱奇艺广告收入及增速情况



数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

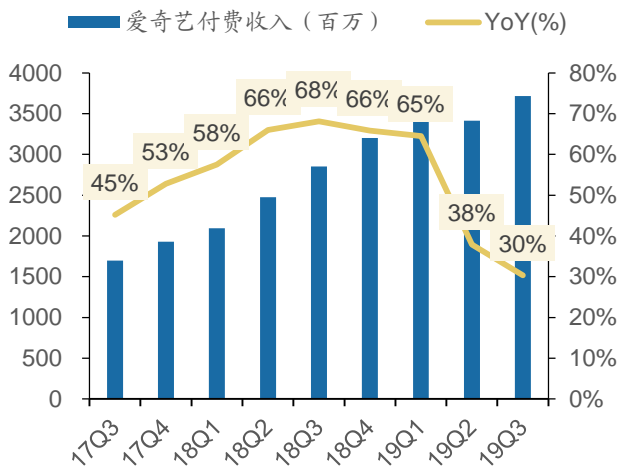
图5: 18Q1-19Q3腾讯媒体广告收入及增速情况



数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

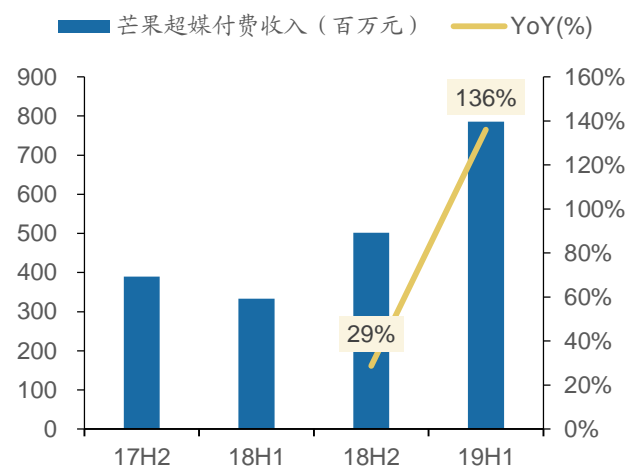
收入增长双引擎的另外一个会员也有减速迹象。爱奇艺19Q3会员收入同比增长30%至37.2亿元, 环比增速约为9%, 但相比19Q1的65%和19Q2的38%的增速略有下滑。二线视频网站流媒体因为低基数原因仍能保持高速扩张, 19H1芒果超媒的收入同增136%达到7.86亿元, 相比18H2的29%的同比增速大幅度提升。

图6: 17Q3-19Q3爱奇艺会员收入及增速情况



数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

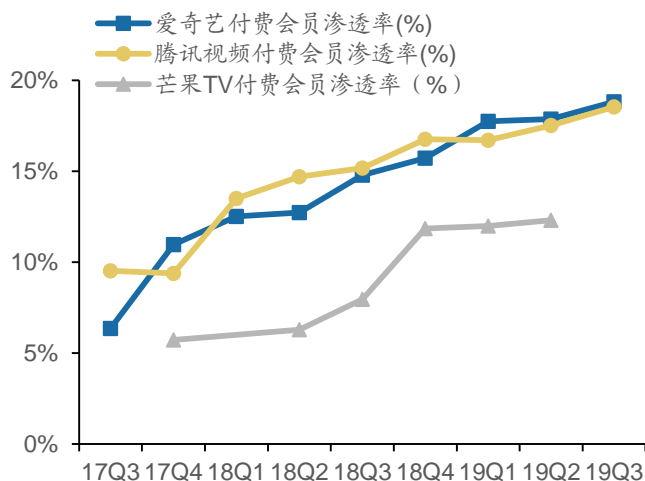
图7: 17H2-19H1芒果超媒付费收入及增长情况



数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

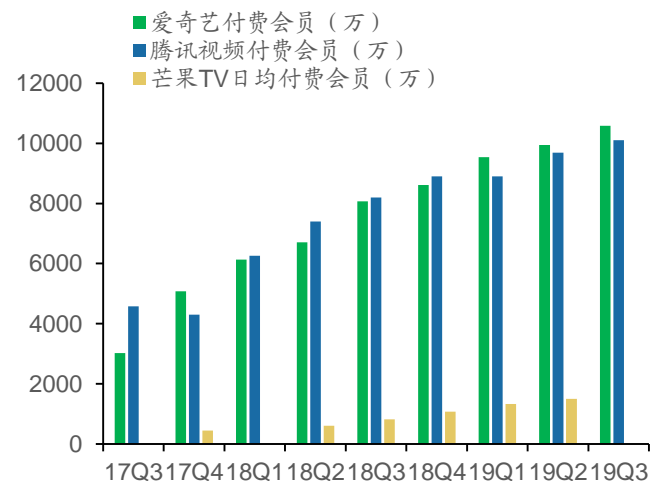
当前会员收入增长的主要驱动力仍是付费会员渗透率的提升。从爱奇艺、腾讯和芒果超媒三家的情况来看, 爱奇艺和腾讯视频19Q3相对于移动端月活的付费会员渗透率约为19%, 环比19Q2仅提升1pct, 绝对的会员增量分别为556万和410万, 19Q2的增量分别为395万和790万。芒果超媒19Q2的会员数约为1501万, 增量170万相对于19Q1的256万有较大幅度下滑, 渗透率也连续3个季度保持在12%左右。从当前情况来看, 视频网站的会员业务普遍面临“未老先衰”局面, 会员的季度增长开始逐步放缓, 未来或逐渐进入以价格提升带动会员收入增长的阶段。

图8: 三家视频网站的会员增长渗透率推移



数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

图9: 三家视频网站会员增长绝对值推移



数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

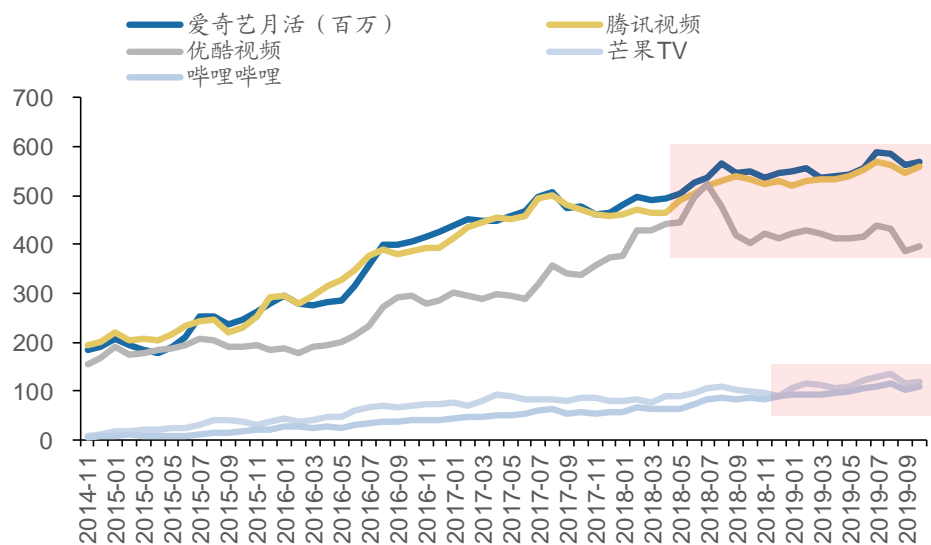
1.2 财报表现疲软的背后是流量的下滑

我们认为行业公司财务数据偏弱背后最直接的原因是流量数据下滑，而短期无法凭借精细化的运营深挖单客户价值。而流量下滑则主要依次体现在：月活增长疲软→日活出现负增长→总的时长出现负增长→最直观的点击数据下滑。

首先在月活数据上，头部视频网站在18Q2明显出现停滞。根据Quest Mobile的数据显示，爱奇艺在2018年8月触及月活峰值5.65亿人，随后出现了增长停滞的情况，月活增速跌至10%以下，在今年19Q2和19Q3均处于10%以下，2019年10月份月活约为5.67亿人，同比增量约为1900万人，而2018年10月往前追溯一年的月活增量约为7900万人，同理，腾讯视频2019年10月前12个月的月活增量约为2800万人，去年这一数字则为6200万人。

二线视频网站稍晚至19Q2出现月活增长变慢。从2018年10月至2019年10月芒果TV的月活增量约为1700万，B站约为2200万月活。而2018年这一数字分别为1300万和2800万，基本相差无几。但我们可以看到19Q2底触及1.1亿的月活之后，B站在19Q3的月活增长也已经开始放缓，芒果TV在19Q2触及1.29亿的月活峰值后，在10月份已经回落至1.17亿人。

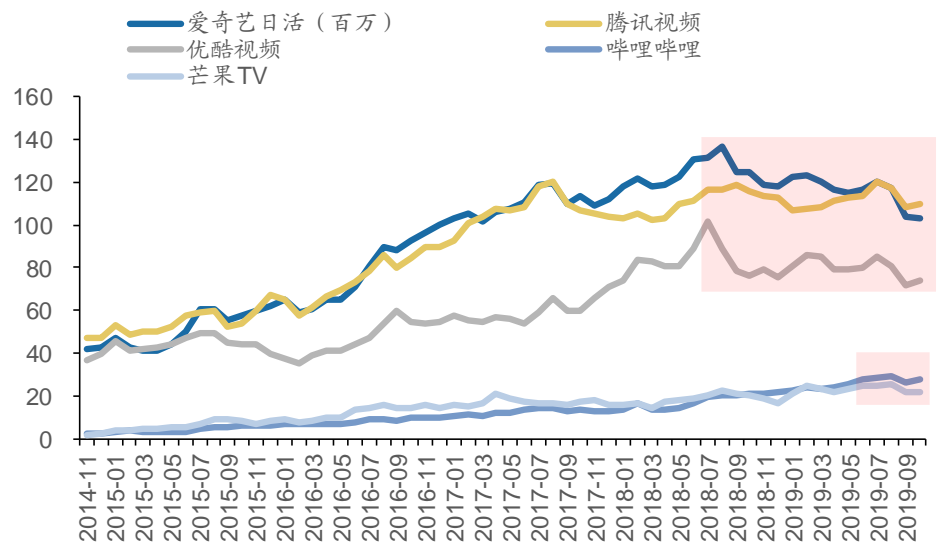
图10：前五大视频网站的月活增长在18H2遇到困境



数据来源：Quest Mobile, 36氪, 广发证券发展研究中心

日活数据上，头部视频网站从18Q3开始、二线从19Q3开始出现了负增长。根据Quest Mobile，爱奇艺和腾讯视频分别在2018年8月和2019年9月触及自身移动端日活的峰值1.37亿人和1.19亿人，之后均开始回落。截至2019年10月，两家头部视频网站的移动端日活分别为1.03亿人和1.1亿人，相比12个月前同比分别减少2100万人和600万人。芒果TV和B站则分别在2019年2月和2019年7月触及峰值(2479万和2840万)，随后略有回落迹象。

图11: 爱奇艺、腾讯视频、优酷日活从18Q3开始略有下滑

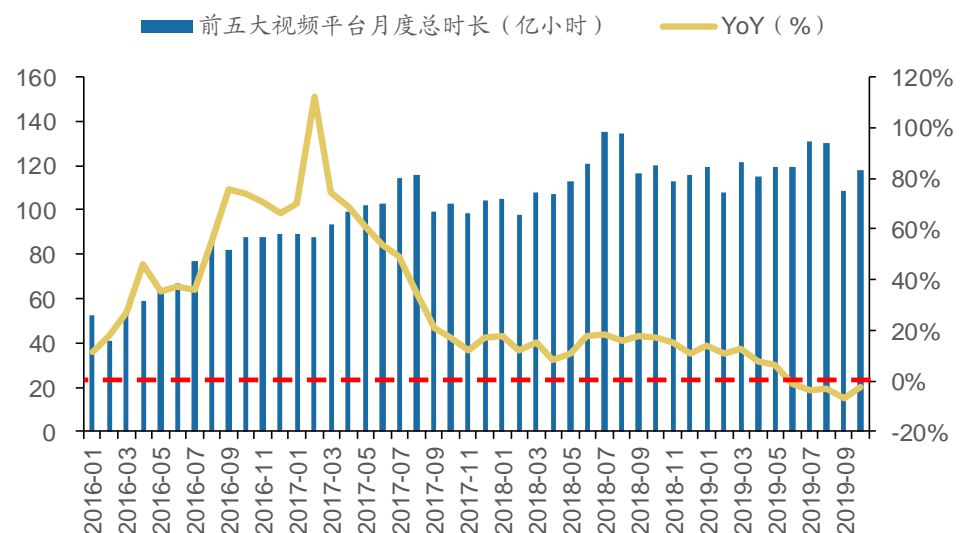


数据来源: Quest Mobile, 36氪, 广发证券发展研究中心

在总媒体时长数据上, 前五大视频网站总时长在19Q3开始起逐步进入负增长阶段。2018年7月前五大视频网站(爱奇艺、腾讯视频、优酷、芒果TV和B站)消耗媒体时长触及高点135.5亿小时, 随后开始出现环比下滑, 增速在19Q2开始滑落至10%以下, 同时于19Q3正式回落至负增长区间, 2019年7月-9月前五大视频网站消耗媒体时长的增速分别为-4%、-3%和-7%。

总结来看, 月活增长变慢意味着公司未来新用户的潜在增量空间不大, 日活开始出现负增长这意味着用户粘性开始略有衰退, 月度总时长负增长则意味着媒体承载的流量开始下滑, 将直接反映到广告的收入拓展上。

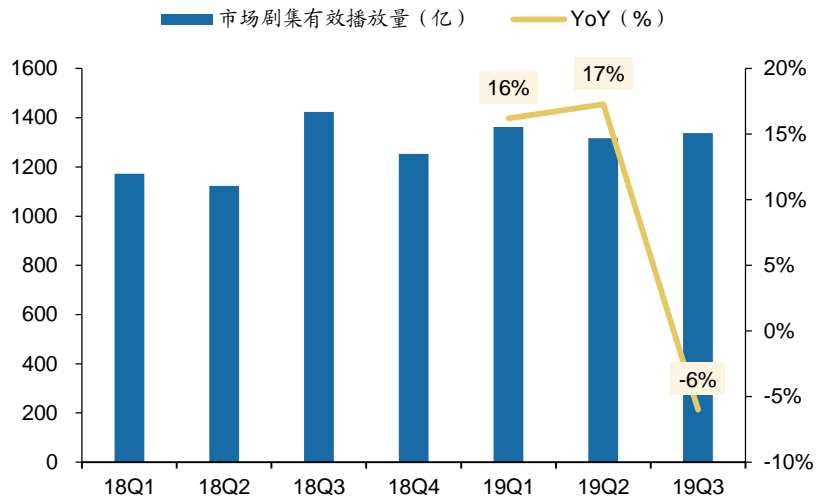
图12: 国内前五大视频网站的月度总时长在19Q2开始出现了负增长



数据来源: Quest Mobile, 36氪, 广发证券发展研究中心

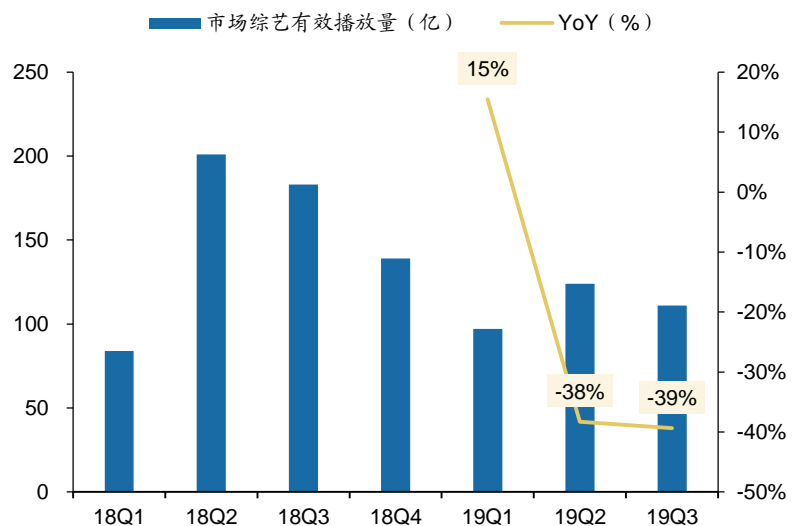
我们直接对市场点击量数据进行追踪发现综艺相对受到的影响更大。根据云合数据对于市场剧集有效播放量的统计来看，根据云合数据显示，19Q3的市场剧集有效点击量下滑6%至1338亿次，相比于19Q2的17%的增幅大幅度下滑，说明暑期档缺少爆款内容。而同时19Q2和19Q3的综艺有效点击量分别下滑38%和39%至110-125亿左右区间。我们考虑到目前视频网站的广告收入主要来源于：开屏、前贴片、视频广告位、内容植入等，则点击量的下滑将直接带来广告收入的下滑。

图13: 18Q1-19Q3市场剧集有效播放量推移



数据来源：云合数据，广发证券发展研究中心

图14: 18Q1-19Q3市场综艺有效播放量推移



数据来源：云合数据，广发证券发展研究中心

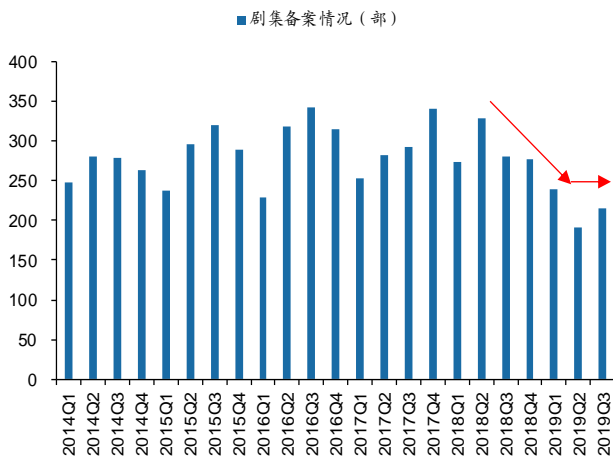
二、流量下滑背后：政策监管、竞争格局、商业化三杀

长视频的流量和业绩缘何下滑？对这一问题的答案或许能够帮助我们回答未来长视频的增长是否还会触底回升。我们认为主要有三大方面因素：政策监管趋严、短视频崛起分流用户注意力、广告预算收紧造成商业化艰难。

2.1 政策：监管收紧影响内容供给

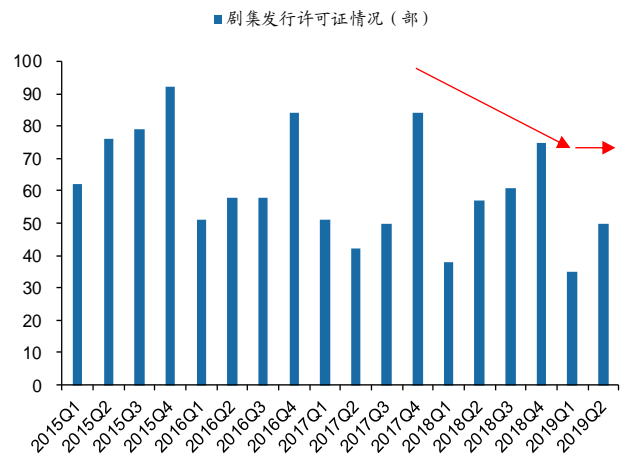
从监管脉络上，18Q3开始起有关部门对于影视行业的监管明显趋严。2018年下半年广电总局先后出台相关规定：限制演员高片酬、限制演员的阴阳合同、取消演员工作室的税收优惠、敦促影视剧公司补税等。严格的监管之后，市场的剧集供给开始减少，19Q1、19Q2和19Q3的剧集备案数量分别为239部、192部和215部，相比去年同期的下滑幅度达到13%、42%和23%。拿发行许可证的剧集数量也出现了下滑，19Q1和19Q2分别为35部和50部，相比去年同期下滑8%和12%，19Q1更是触及了三年来发行许可证数量的低点。

图15：14Q1-19Q3市场备案剧集部数推移



数据来源：云合数据，广发证券发展研究中心

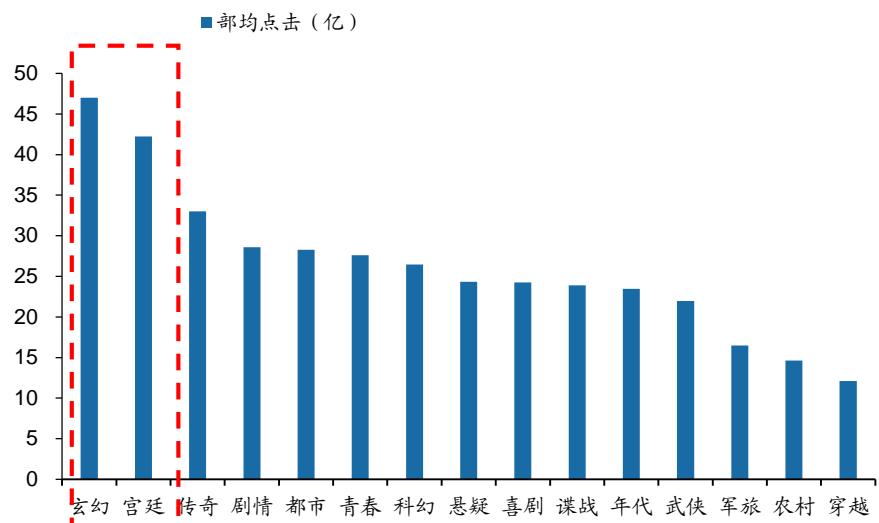
图16：15Q1-19Q3市场发行剧集部数推移



数据来源：云合数据，广发证券发展研究中心

产量的收缩会间接影响头部作品的产出效率，而题材、内容端的多项限制则更加明显地影响了长视频娱乐产品的竞争力。我们统计了2015年以来的Top300点击量电视剧（包括网剧）的点击量情况并按照题材分类，可以发现部均点击较高的题材集中在玄幻、宫廷、传奇、剧情和都市上，尤其是玄幻和宫廷，部均点击均达到了40亿以上。但内容监管层面，对于古装剧等剧集监管明显更严，根据腾讯新闻，2019年7月29日广电总局下发了《关于做好庆祝新中国成立70周年电视剧展播工作的通知》：“要求在展播期间不得播出娱乐性较强的古装剧、偶像剧，要求播出剧目与宣传期整体氛围相协调。”因此2019年整体娱乐化的古装剧、玄幻剧、架空剧等数量均偏少，也降低了长视频网站的吸引力。

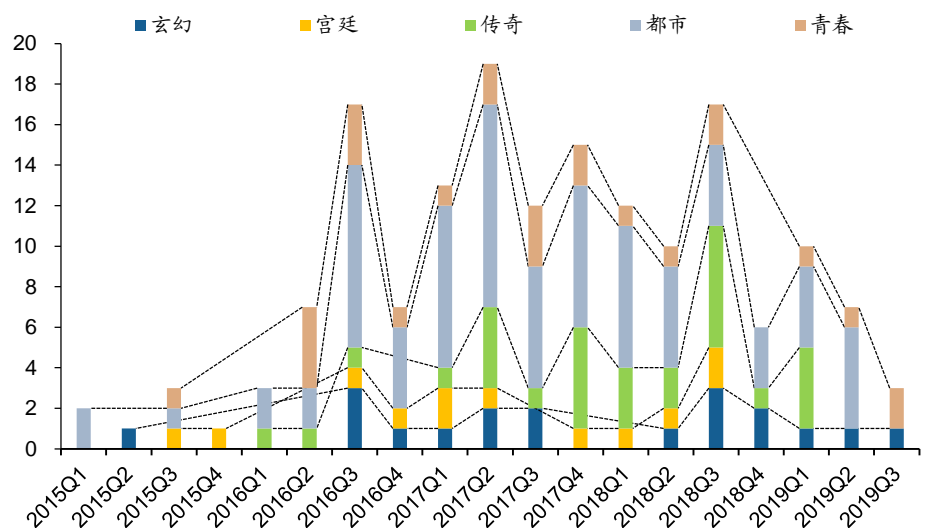
图17: 2015-2019年各类影视剧题材部均点击数量一览



数据来源: 云合数据, 广发证券发展研究中心

观察2015年以来的Top300点击量电视剧(包括网剧)的对应题材情况,可以发现2016年之后是都市、玄幻、宫廷、传奇四大题材爆发的起点,我们看到播放量高涨的16Q3、17Q3和18Q3均处于暑期档,且都为都市、玄幻、宫廷、传奇剧集上线的密集时间。而到18Q4之后,市场整体头部古装剧消失、玄幻剧数量大幅下降,头部传奇剧在19Q2之后也消失,用户流量较大的四大题材仅剩下都市剧数量保持。19Q3目前进入Top300播放量剧集里面仅有2部青春剧和1部玄幻剧。

图18: Top300点击量内容中各季度各题材电视剧数量推移(单位:部)



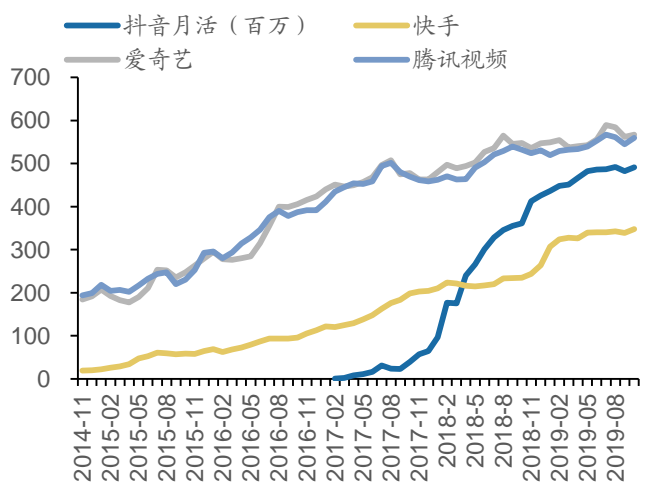
数据来源: 云合数据, 广发证券发展研究中心

2.2 竞争格局：短视频强势崛起，分流用户注意力

而第二个原因则是因为短视频的强势崛起，直接对长视频流量造成了冲击。目前根据Quest Mobile，首先从月活和日活数据来看，根据Quest Mobile来看，过去四个季度18Q4、19Q1、19Q2、19Q3抖音月活增长数量分别为7100万、2500万、3400万和-300万，而快手则分别为2900万、6400万、1300万和-200万，而相比之下爱奇艺的月活增量分别是200万、-1000万、1900万和600万，腾讯视频的月活增量分别约为-900万、100万、2100万和-800万，短视频双雄的用户增长速度远快于长视频的爱奇艺和腾讯视频。目前抖音和快手分别相当于爱奇艺的月活数的87%和61%，而根据2019年年初抖音披露的数据，年初其月活就已经突破了5亿，当前预计和爱奇艺等长视频应用已经持平；2019年7月，快手也宣布自己的月活突破了4亿，逐步逼近长视频平台。

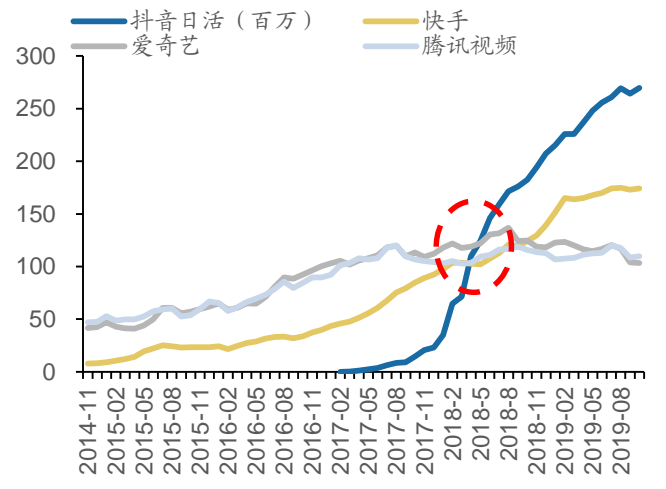
日活数据上的冲击更加明显。抖音在2018年6月份以1.46亿日活正式超越爱奇艺和腾讯，而快手也在2018年11月以1.3亿日活正式超越长视频平台。2018年暑期长视频平台的增长下其实面临着短视频应用挑战的危机，而随后进入2019年之后，抖音和快手日活增长一骑绝尘，截至2019年10月，抖音的日活约为爱奇艺的2.6X，快手的日活约为爱奇艺的1.7X。

图19：短视频头部App月活开始逐渐接近



数据来源：Quest Mobile，广发证券发展研究中心

图20：短视频头部App日活已经超过长视频平台



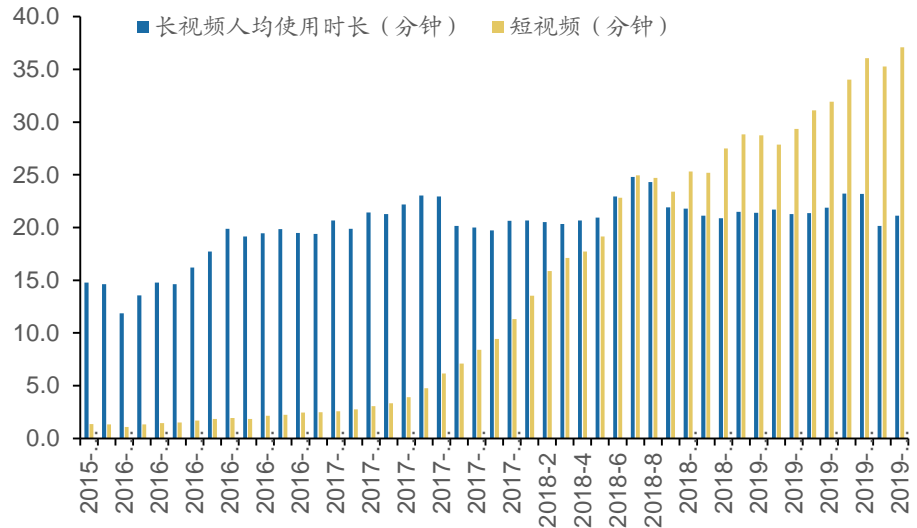
数据来源：Quest Mobile，广发证券发展研究中心

月活和日活的增长格局最终本质上还是反应在媒体时长上。我们按照整体移动互联网网民人数作为分母，根据Quest Mobile的时长统计计算人均单日媒体形式消耗的时长数，发现长视频基本停留在20-25分钟左右，峰值出现在2019年7月的24.8分钟，而短视频则是一路上升，2018年7月约为24.9分钟/人/日，基本与长视频平台相当，但随后截至2019年10月单人日均消耗的短视频时长已经增长至37.1分钟。

从所占时长份额来看则长视频的流量颓势更加明显。根据Quest Mobile，我们采取头部App样本计算单个品类应用在总时长内的占比，长视频应用在2017年6月的时候达到本身所占时长份额的峰值，约为11.1%，所以开始逐渐缓慢下滑，2019年7月份的时候约为9.6%市占率，基本与短视频的9.7%相当，但之后短视频逐步增长至2019

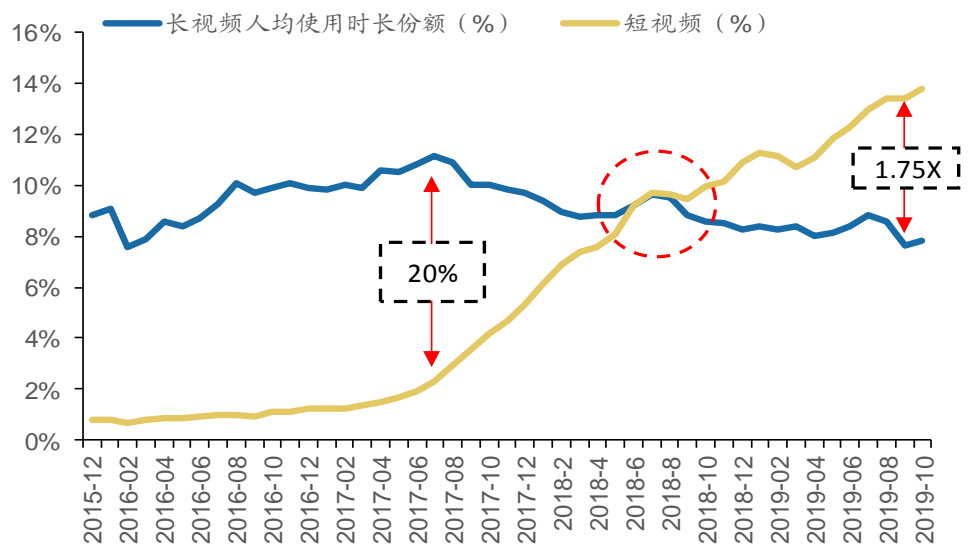
年10月的13.8%，长视频一路下滑至7.8%的市占率。2017年6月，短视频的时长份额是长视频的1/5左右，而2019年10月短视频的时长份额是长视频的1.75倍。

图21：长视频头部应用和短视频头部应用的人均使用时长推移



数据来源：Quest Mobile，广发证券发展研究中心

图22：长视频和短视频的人均单日使用时长份额推移对比

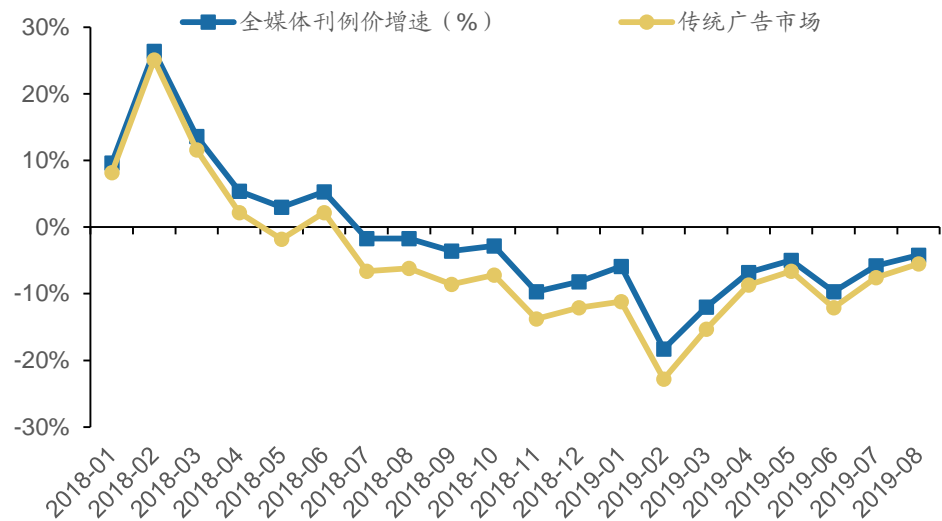


数据来源：Quest Mobile，广发证券发展研究中心

2.3 商业化：广告主预算收紧，广告单价下滑

而第三个影响财务表现的原因是今年整体宏观环境和广告环境偏弱。根据CTR的数据，全媒体广告投放刊例价从2018年7月开始正式转负，跌幅在2019年2月扩大至-18.3%，随后跌幅有缓慢爬升，截至2019年8月全媒体刊例价增幅约为-4.2%。而传统媒体刊例价更是持续为负，最新2019年8月传统媒体刊例价增幅约为-5.5%。整体上广告市场持续承压意味着广告主投放的需求减弱，视频网站也同样受需求端约束。

图23: CTR市场显示的全媒体和传统广告市场广告刊例价增速推移



数据来源: CTR, 广发证券发展研究中心

我们单从互联网广告的角度来看, 各个媒介同样增速下滑严重。综合性流量平台中, 腾讯(+16%)、百度(-2%)、阿里巴巴(+27%)的增速环比19Q1和去年同期均出现了较大幅度的下滑。门户网站中, 新浪(-5%)、搜狐(2%)整体疲软; 社交平台中, 微博(+1%)也大幅度低于此前季度的增速; 而整体营销和生活圈媒体也出现了较大幅度的下滑。视频流量平台中, 哔哩哔哩(+132%)逆势上扬, 但是爱奇艺(-16%)出现了较为明显的下滑。

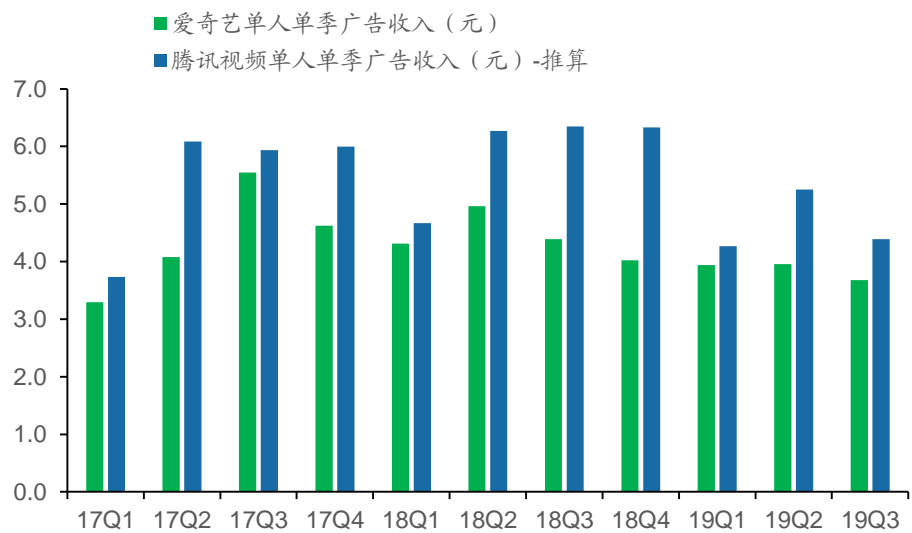
表1: 互联网公司 19Q2 整体广告收入增速进一步下滑

类型	企业	主要广告类型	广告收入同比增速					
			18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2
互联网广告	腾讯	社交+视频	55%	39%	47%	38%	25%	16%
	百度	搜索	17%	19%	12%	4%	3%	-2%
	网易	门户	4%	7%	2%	3%	5%	-8%
	阿里巴巴	电商	35%	26%	25%	28%	31%	27%
	新浪	门户	61%	54%	33%	14%	6%	-5%
	微博	社交	79%	69%	48%	25%	13%	1%
	爱奇艺	视频	52%	45%	-4%	9%	0.40%	-16%
	哔哩哔哩	视频	144%	132%	179%	302%	60%	132%
	搜狗	搜索	55%	46%	13%	12%	6%	2%
生活圈广告	分众传媒	楼宇广告	22.30%	28.80%	21.90%	11.90%	-11.80%	-25.20%
整体营销	蓝色光标	整体营销	70.62%	56.69%	61.48%	28.20%	11.36%	6.89%

数据来源: 公司财报, Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

因此今年长视频平台的广告收入遭受了流量和流量价格的“戴维斯双杀”。根据公司季报披露的会员季度收入和季度末移动端月活，我们计算单个视频平台的ARPU值情况；而考虑到腾讯披露的媒体广告收入里面主要包括了腾讯视频、腾讯新闻、天天快报、腾讯音乐等平台收入，我们综合取腾讯视频和腾讯新闻季度末月活人数来计算ARPU值，可以发现，18Q2之前整体爱奇艺的单人单季度广告收入ARPU值基本保持稳定，保持在4.5-5元/人/季左右，而从18Q2开始逐步下行，至19Q3跌至3.7元/人/季；腾讯媒体广告组在ARPU值上更为坚挺，在18Q4之前连续三季保持着约为6.3元/人/季的ARPU值，但19Q1开始起迅速下滑至4.3元/人/季，同比下跌9%左右，19Q3约为4.4元/人/季。

图24：17Q1-19Q3爱奇艺和腾讯视频整体广告ARPU值情况推移



数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

三、展望 2020：会员提价或成为主要但不确定的逻辑

我们将视频网站的业务收入分为主航道（广告、会员、版权采买与销售）和辅航道（艺人经纪、短视频、增值服务等），分别讨论在中期时间的维度（明年）上，是否有基本面反转机会。主航道上我们认为内容监管上边际略放松、广告收入不确定性仍大、会员提价成为收入端扩张的唯一逻辑、成本端依然需要压缩内容成本提高经营效率和减少亏损。

3.1 内容监管：明年整体或边际上略有放松

行业监管在两个层面上压制了行业的发展：对于上游要素的把控和对于内容题材的限制。明年我们判断两方面或许都有放松空间，首先对于演员、影视公司的严厉监管已经告一段落，前文中我们总结的剧集备案和发行数量，可以看出19Q3行业的供给侧产能正在逐渐回暖。另外我们此前提到，2019年国庆之前颁布的古装、娱乐剧集限制令近期也有解封趋势。根据爱奇艺、腾讯视频和优酷App的排期来看，近期已经有历史题材的《鹤唳华亭》、架空题材的《庆余年》、古装修仙的《从前有座灵剑山》陆续上映，另外从后续排期来看，《剑王朝》、《大主宰》等剧集也将陆续播出，20Q1有望涌现超过8部古装剧集。因此我们自下而上判断，至少明年对于古装、娱乐等题材的严厉监管或将略有缓和，观众更加喜欢的内容有望逐步登录，重新助推长视频行业流量增长。

表 2：各个平台 19Q4&20H1 预计将播出的古装剧一览

序号	剧名	类型	平台	预期播出时间	主制片商
1	从前有座灵剑山	爱奇艺,腾讯	剧情古装	2019Q4	爱奇艺、腾讯、ABB良品
2	剑王朝	爱奇艺	剧情古装	2019Q4	爱奇艺、新力量影视、圣基影业
3	大主宰	爱奇艺	剧情古装	2019Q4	爱奇艺
4	三生三世枕上书	腾讯	古装玄幻	2019Q4	企鹅影视、嘉行传媒
5	庆余年	腾讯、爱奇艺	剧情古装	2019Q4	腾讯影业、新丽、阅文
6	鹤唳华亭	优酷	古装	2019Q4	优酷、中汇影视、仁仁文化
7	大宋宫词	爱奇艺	剧情古装	2020Q1	荣信达、儒意影视、爱奇艺
8	绝代双骄	爱奇艺	武侠古装	2020Q1	完美世界、华策影视
9	两世欢	爱奇艺	爱情古装	2020Q1	爱奇艺、昊浦影视
10	斗罗大陆	腾讯	动作奇幻	2020Q1	新丽电视
11	长安少年行	腾讯	古装	2020Q1	企鹅影视、完美星空
12	一寸相思	腾讯	古装武侠	2020Q1	企鹅影视
13	三千鸦杀	芒果TV	古装奇幻	2020Q1	芒果TV、新力量影视
14	锦衣之下	芒果TV、爱奇艺、腾讯	剧情古装	2020Q1	艺能传媒、欢瑞世纪
15	成化十四年	爱奇艺	古装探案	2020Q2	冠亚传媒
16	大唐女儿行	腾讯, 爱奇艺	剧情古装	2020Q2	东阳欢娱
17	梦回朝歌	爱奇艺、芒果TV	剧情古装	2020Q2	东阳欢娱、芒果TV
18	明月曾照江东寒	爱奇艺	武侠古装	2020Q2	爱奇艺、彼岸影视
19	只问今生恋沧溟	爱奇艺, 腾讯	爱情古装	2020Q2	北京文化、梦想传媒
20	天舞纪	爱奇艺	古装玄幻	2020Q2	爱奇艺、长信传媒、完美影视
21	云上恋歌	爱奇艺	剧情古装	2020Q2	爱奇艺
22	大唐女儿行	腾讯, 爱奇艺	剧情古装	2020Q2	东阳欢娱
23	有翡	腾讯	古代传奇	2020Q2	好故事影业
24	将夜 2	腾讯	剧情奇幻	2020Q2	企鹅影视、阅文影业
25	燕云台	腾讯	古装传奇	2020Q2	企鹅影视
26	大秦帝国之天下	腾讯	古装历史	2020Q2	慈文传媒、企鹅影视

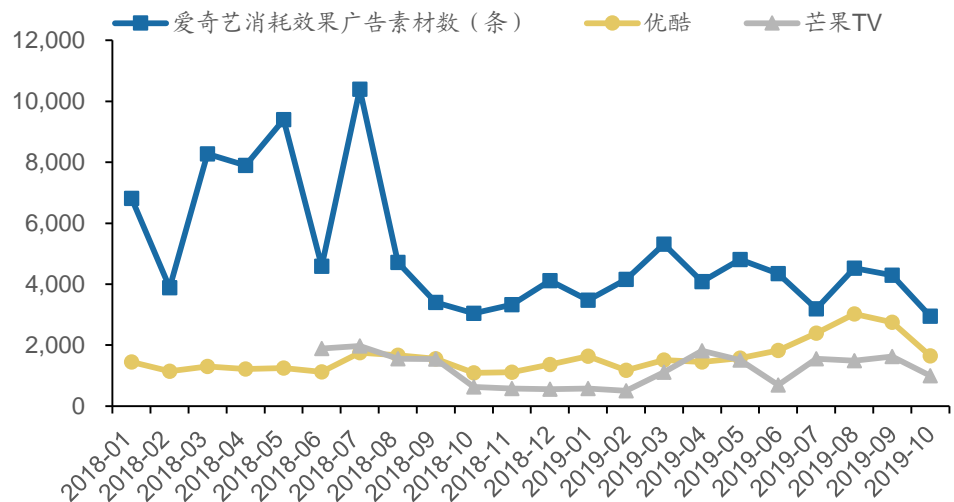
27	九流霸主	腾讯	古装	2020Q2	企鹅影视
28	少女大人	腾讯	剧情古装	2020Q2	企鹅影视、汉鼎宇佑
29	大明风华	优酷	剧情古装	2020Q2	优酷、儒意&吉翔影坊
30	琉璃美人煞	优酷	古装/传奇	2020Q2	欢瑞世纪、芒果、新媒诚品

资料来源：新浪新闻，视频网站招商会，广发证券发展研究中心

3.2 广告收入：新广告形式的再创新，但依然具有不确定性

广告收入可以拆解为效果类和品牌类广告两大类：效果类广告价格外生决定、广告库存内生决定。效果类广告一般首先需要持续提高自身的广告库存量，根据AppGrowing对于广告素材在各个视频平台的消耗数量的情况来看，18Q2是爱奇艺等消耗素材数量的峰值，2018年7月爱奇艺单平台消耗的效果广告素材数达到1.04万条，而随后在18Q3迅速降低至3000-4000条，一方面是因为爱奇艺主动调整信息流广告主数量和结构，另外一方面也是因为短视频崛起在18Q2正式在流量上超越长视频平台，信息流广告是短视频这一媒介中的核心变现形式，而只是长视频平台当中的边缘流量的变现场景，因此加速了广告主抛离长视频信息流广告投放。

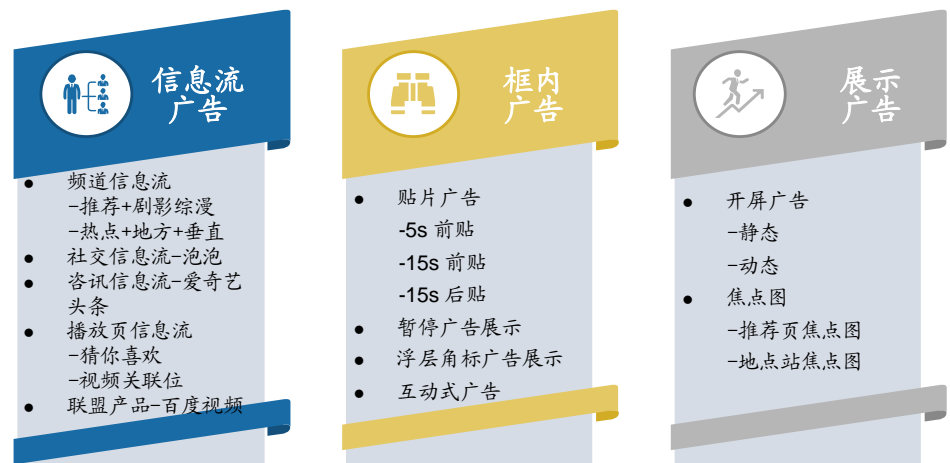
图25：17Q1-19Q3爱奇艺、优酷和芒果TV效果类广告消耗情况



数据来源：AppGrowing，广发证券发展研究中心

除了在广告库存数量上做文章之外，长视频网站未来的重点仍是开辟新的广告形式和提升转化率。根据爱奇艺目前提供的广告招商手册，其提供的广告形式包括信息流、框内广告和展示广告三大类，其中信息流、角标、焦点图偏向于效果，而贴片、开屏等偏向于品牌展示，值得一提的是公司在19Q2创新提出广告产品“触点”，涵盖了互动、激励式、可跳过式广告等，以问答、点击等设置吸引用户互动，有利于提升整体真实转化效率。公司整体认为框内广告更好实现AI自动投放，将有效安排广告库存供应和转化效率。公司也在19Q2末发布了效果营销品牌“奇麟”。

图26: 爱奇艺主要的互联网广告产品形式



数据来源: 爱奇艺广告招商资源册, 广发证券发展研究中心

视频网站当前越来越倚重自制节目创造的软广植入获取广告收入, 这一广告场景的核心价值暂时还难以被短视频平台取代。对于综艺品牌广告主进一步的争夺则主要与节目影响力、节目数量和节目覆盖内容广度相关。由于对于节目是否爆款, 平台很难具有确定性的把握, 但是视频网站可以通过对于不同类型细分人群的针对性内容覆盖, 来同步实现广告主的多元化; 如2018年芒果TV节目《明星大侦探》和品牌方抖音一起塑造了潮酷的形象认知, 另外一方面则是2017年《爸爸去哪儿》通过物料、短片、海报、外宣等多个渠道曝光VIPKID品牌, 帮助其在2017年双十一单日销售额突破1.62亿元。

芒果TV2018-2020年排播节目带来看数量和多元化是扩大品牌广告收入的利器。2018年-2020年, 芒果TV的头部综艺节目数从13个增长至30个左右; 同时在节目类型上不断创新, 芒果首先集中资源多款节目做大某一类型的综艺节目(如2018年的脑力类、2019年的婚恋类等), 形成系列大IP后保留头部IP砍掉尾部节目, 然后再进行其他细分内容领域的拓展, 2020年又将在治愈解压、青年文化、代际感情类节目上发力。

表 3: 芒果超媒综艺节目单编排情况一览

	2018A	2019A	2020E
节目总体数量(个)	13	26	30
治愈解压系列	1	0	3
脑力开发系列	5	4	3
新型婚恋系列	1	6	4
代际情系列	4	4	7
关爱社会系列	0	4	2
青年文化系列	0	2	5
女性系列	0	0	4

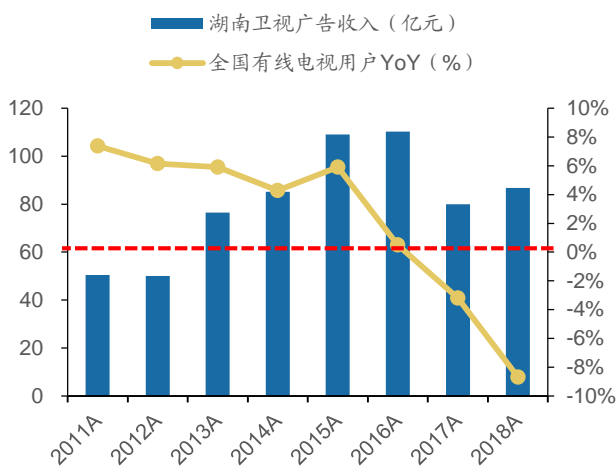
大型活动	1	1	2
人文品德	1	5	0

数据来源：芒果TV招商资源手册，广发证券发展研究中心

但参考卫视广告招商的情况来看，失去黄金媒介的中心地位之后，广告收入便难以再重回高增长。2015-2016年可以被认为是电视媒介最后的辉煌，2015年是全国有线电视最后取得正增长的一年，随后2016年持平、2017年便开始负增长。而我们统计了金鹰网披露的湖南卫视广告收入的基本情况（会存在部分统计口径的问题，但整体误差不大），发现其广告收入在2016年触顶，超过110亿元，对应2015年湖南电视台的节目和电视剧均取得了巨大成功，随后开始大幅度负增长，2018年略有回暖但也很难再攀高峰。从媒体资源网来看，广告收入不增长主要系2016年之后由于收视不景气，湖南卫视的广告位失去了主动提价的能力。即使从刊例价来看，2016年黄金时间和金鹰独播市场的中插广告达到了峰值之后，此后前者保持在4.8万元、后者保持在10.8万元左右，考虑到实际打折情况，我们认为甚至广告位的价格还出现了下滑。

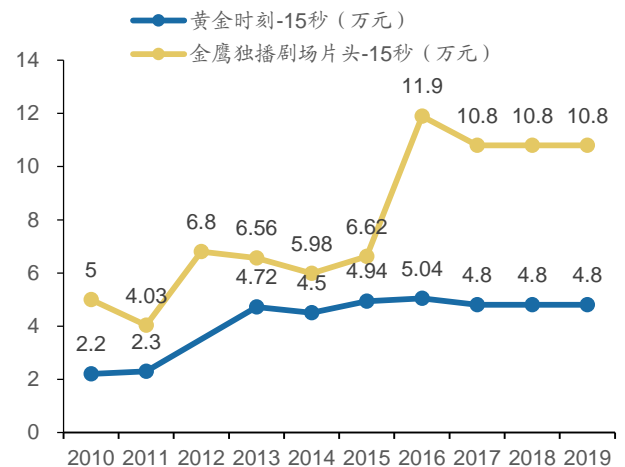
因此对于长视频而言，类似卫视频道，当前失去了互联网视频黄金媒介位置之后，我们判断广告业务或许也难以全面回到高增长区间。

图27：湖南卫视历年广告收入和有线电视发展情况



数据来源：金鹰网，广发证券发展研究中心

图28：湖南卫视黄金广告位的刊例价情况推移



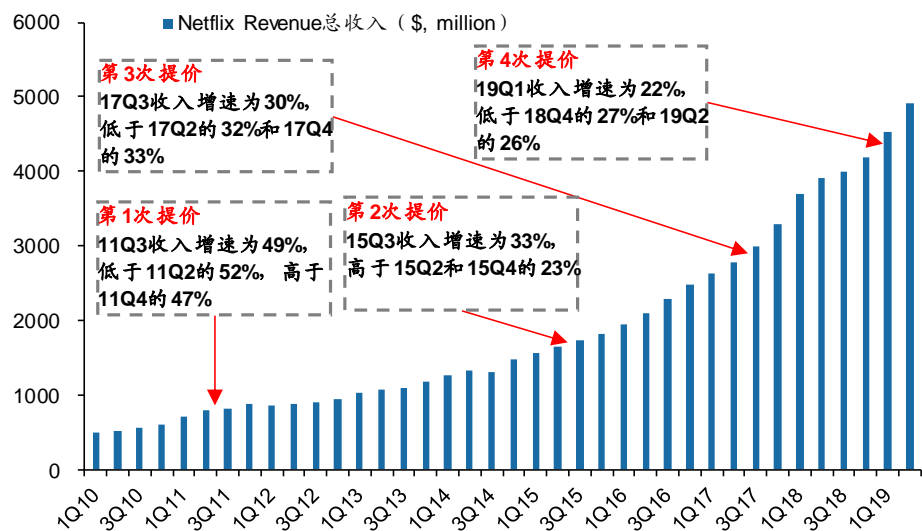
数据来源：媒体资源网，广发证券发展研究中心

3.3 会员提价或成为唯一可展望的收入扩张长逻辑

我们参考Netflix的发展过程来看，提价是长视频平台的必然选择，对于会员的影响需要分不同的发展阶段讨论。回顾来看，Netflix历史上在美国国内有四次比较明显的提价行为，虽然Netflix有著名的祖父条款（grandfather clause），部分用户有保持老合同价格的权力，但综合来看，历次提价对于Netflix的收入增速均有较大的增益：

- 2011年7月：11Q2的收入增速52%超过了11Q3的49%的增速；
- 2015年5月-10月：2015年提价时间不明确，但15Q1-Q4分别保持了23%、33%和23%的高增长；
- 2017年10月：17Q4收入增速33%高于17Q3的30%；19Q2的增速26%也高于19Q1的22%；
- 2019年1月：值得一提的是19Q1标准套餐价格每月提升了2美元也是历年最大幅度的一次提价。

图29: Netflix历史上四次提价对于总收入的影响概览

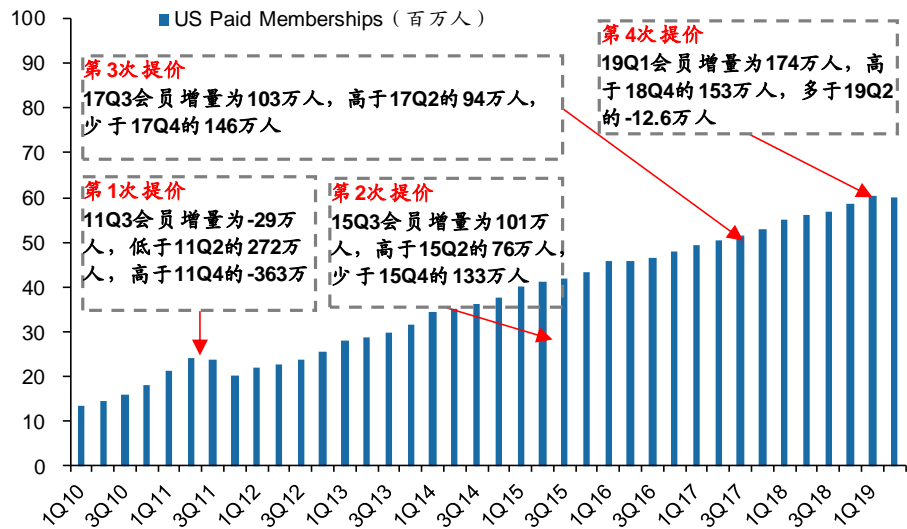


数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

Netflix的用户增长在成长阶段对提价并不敏感，但成熟阶段表现出了明显的负相关性（我们只考虑美国国内的会员增量更有参考价值）：

- 由于2011年主要系Netflix将DVD邮寄服务和视频流媒体服务拆分开带来的提价，因此与之后纯粹的流媒体服务提价并不一样，在提价后的2个季度11Q3、11Q4净增加量分别为-29万和-363万，且连续三个季度负增长。
- 第2次和第3次提价并未对会员增长有明显负面影响。15Q2提价之后，15Q3-Q4的会员增量分别为101万人和133万人；17Q2提价纸偶，17Q3-Q4会员增量分别为103万和146万人。
- 第4次提价明显影响了美国国内会员的增长。19Q1提价之后，19Q2的会员增量仅为-12.6万人，远低于19Q1的174万人，且为2012年以来Netflix流媒体服务首次出现国内会员数的环比负增长。

图30: Netflix历史上四次提价对于美国付费会员的影响概览



数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

因此我们认为提价对于会员增长的正面或者负面影响主要与会员渗透率直接相关。考虑到19Q1时Netflix在美国国内已经有6023万会员, 按照美国1.26亿家庭计算, 渗透率已经达到了48%处于较高阶段; 加上2019年除了原有的Hulu、Amazon Prime等流媒体竞争之外, 传统的传媒巨头如Disney也宣布将自建流媒体服务; 且本次提价幅度达到18%为历次之最; 众多因素造成了19Q1提价之后的19Q2客户资源分流。

表4: 历史上 Netflix 的四次提价对于美国本土订阅用户增量的影响简表

序号	提价时间	套餐	提价前价格 (美元/月)	提价后价格 (美元/月)	提价幅度 (美元/月)	当季美国订阅用户量 (百万人)	当季美国订阅用户增量 (百万人)	下季美国订阅用户增量 (百万人)
1	2011.7.21	DVD+流媒体*	9.99	15.98	5.99	25	-1.0	-3.0
2	2015.5	标准套餐	7.99	8.99	1	42	1.0	1.0
	2015.10.9	标准套餐	8.99	9.99	1	45	2.0	2.0
3	2017.10.5	标准套餐	9.99	10.99	1	55	2.0	2.0
		高级套餐	11.99	13.99	2			
4	2019.1	基础套餐	7.99	8.99	1	62	1.0	-0.3
		标准套餐	10.99	12.99	2			
		高级套餐	13.99	15.99	2			

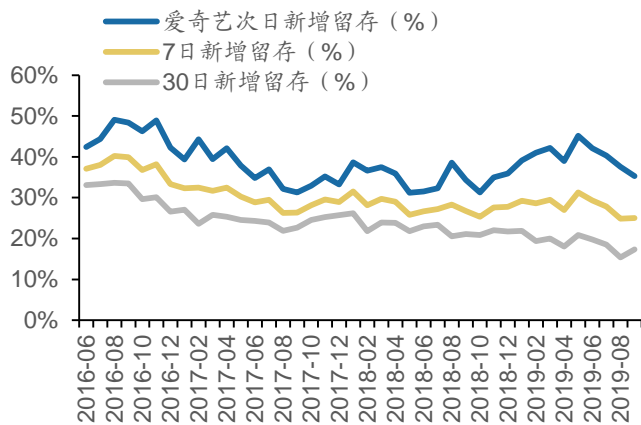
数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

注: *第一次提价幅度较高主要原因系 DVD+流媒体打包服务后变成每项服务 7.99 美元/月, 打包价格导致了变相提价 5.99 美元左右

国内当前的会员价格和会员渗透率均处于低位, 但值得警惕的是视频网站本身的留存存在变差。按照2018年数据计算, 爱奇艺全年会员的ARPU值仅约为123元/年(全年会员收入/年末会员数), 芒果TV的会员ARPU值仅为78元/人, 总体来说仍处于较低

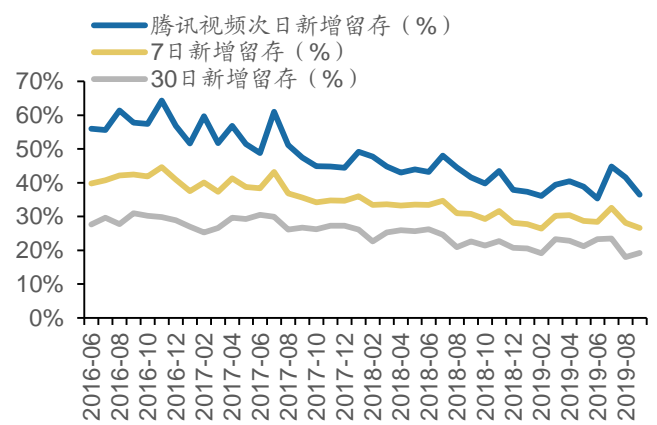
水平。这一ARPU值不仅只相当于Netflix的1/7不到，低于有线电视和IPTV的年费（200元以上/年），也远低于二者会员套餐全年价格的票面价（198元/年和178元/年），因此我们认为整体会员价格确有一定的提升空间。但值得警惕的是，根据Quest Mobile的数据来看，视频网站的留存存在逐渐变差，爱奇艺和腾讯视频的30日留存已经从2016年年中的30%左右逐步下滑至2019年年中的20%左右，会员提价这一动作有可能在短期给视频网站的会员造成一定负面影响。

图31: 爱奇艺的次日、7日和30日新增留存率



数据来源: Quest Mobile, 广发证券发展研究中心

图32: 腾讯视频的次日、7日和30日新增留存率



数据来源: Quest Mobile, 广发证券发展研究中心

短期来看，我们以爱奇艺和芒果超媒为例对其会员提价进行了敏感性分析。参考历年Netflix的提价幅度，我们认为如果视频网站第一步提价10%左右或许为中性选择，考虑到爱奇艺2018年全年新增会员数量为3529万人、19Q1-Q3新增会员约1971万人（预计全年能够突破2300万人），我们保守中性估计明年爱奇艺会员增量约为1800万人的情况下，其余假设不变，则爱奇艺明年2020年会员增速约为27.9%。由于爱奇艺本身存量会员已经破亿，因此提高套餐价格对于爱奇艺来说对于收入的影响要远多于多一部分会员增量的影响，换句话说对于当下的爱奇艺，战略重点已经开始逐步由会员新增移向了存量会员挖掘价值。

表5: 爱奇艺会员 ARPU 提升和会员增量对 2020 年会员增速的敏感性测试

2020 年会员 ARPU 值提升幅度 (%)	0%	5%	10%	15%	20%
会员净增量 (万)	下方为对应 2020 年会员收入增速 (%)				
1400	13.8%	19.5%	25.2%	30.9%	36.6%
1600	15.0%	20.8%	26.5%	32.3%	38.0%
1800	16.2%	22.0%	27.9%	33.7%	39.5%
2000	17.5%	23.3%	29.2%	35.1%	40.9%
2200	18.7%	24.6%	30.5%	36.5%	42.4%

数据来源: 公司季报, 广发证券研究发展中心

同理,考虑到芒果TV的2018年全年新增会员数为624万人、19H1新增会员数量为426万人,我们保守中性估计明年芒果TV会员增量约为700万人。会员价格提升10%的

情况下,则芒果TV明年2020年会员增速约为52.8%。由于芒果TV截至19H1仅有1501万人会员,因此从敏感性分析中我们可以发现对于芒果TV来说会员收入对于拓展会员增量的弹性远大于现阶段提价,因此我们推断即使明年视频网站有集体提价的行为,芒果因为担心影响会员增量应该提价幅度也是最低的。

表 6: 芒果会员 ARPU 提升和会员增量对 2020 年会员增速的敏感性测试

2020 年会员 ARPU 值提升幅度 (%)	0%	5%	10%	15%	20%
会员净增量 (万)	下方为对应 2020 年会员收入增速 (%)				
300	16.7%	22.5%	28.3%	34.2%	40.0%
500	27.8%	34.2%	40.6%	46.9%	53.3%
700	38.9%	45.8%	52.8%	59.7%	66.7%
900	50.0%	57.5%	65.0%	72.5%	80.0%
1100	61.1%	69.2%	77.2%	85.3%	93.3%

数据来源: 公司季报, 广发证券研究发展中心

我们再通过量价分析来预判视频网站整体会员收入的天花板。我们认为爱奇艺整体的 MAU 天花板或在 6 亿人次左右, 相比当前 5.67 亿月活还有少部分增量。而付费用户渗透率稳态或许可达到 33% 左右, 对应 2 亿的付费会员; 其他假设不变的情况下, 稳态的会员收入可以达到 500 亿左右。相比 2018 年的 106 亿元的水平还有近 5 倍空间。而考虑到芒果 TV 的内容覆盖度或不如爱奇艺全面, 且更强调综艺, 我们认为其 MAU 的天花板或为 2 亿左右, 且会员的稳态渗透率也略低于爱奇艺, 假设 25% 左右则对应 5000 万的付费用户, 其他假设不变的情况下对应的天花板会员付费收入约为 115 亿元, 相比 2018 年底 8.3 亿元的会员收入有超 10 倍的增长空间。

表 7: 爱奇艺会员 ARPU 值和会员收入敏感性分析

稳态会员最终价格 (元/年)		150	200	250	300	350
会员天花板 (百万)	对应 6 亿 MAU 渗透率 (%)	下方为对应天花板会员收入 (百万元)				
160	27%	24000	32000	40000	48000	56000
180	30%	27000	36000	45000	54000	63000
200	33%	30000	40000	50000	60000	70000
220	37%	33000	44000	55000	66000	77000
240	40%	36000	48000	60000	72000	84000

数据来源: 公司季报, 广发证券研究发展中心

表 8: 芒果超媒会员 ARPU 值和会员收入敏感性分析

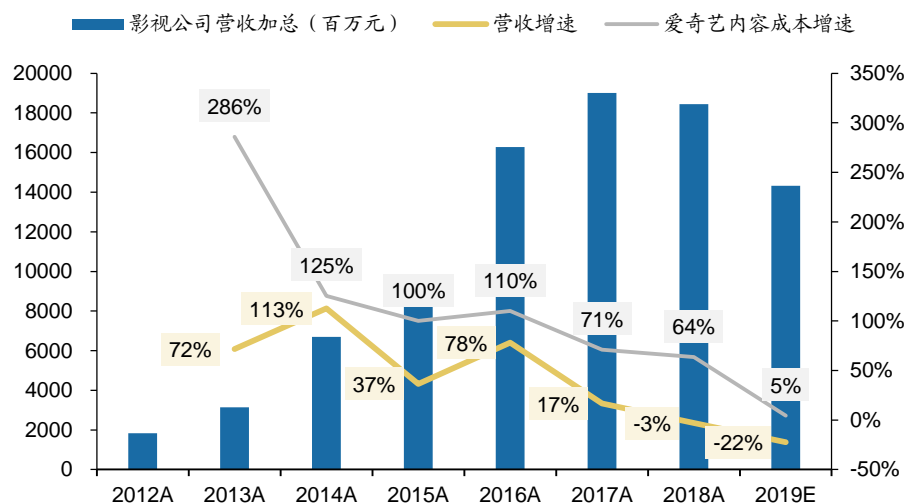
稳态会员最终价格 (元/年)		150	200	250	300	350
会员天花板 (百万)	对应 2 亿 MAU 渗透率 (%)	下方为对应天花板会员收入(百万元)				
30	15%	3900	5400	6900	8400	9900
40	20%	5200	7200	9200	11200	13200
50	25%	6500	9000	11500	14000	16500
60	30%	7800	10800	13800	16800	19800
70	35%	9100	12600	16100	19600	23100

数据来源: 公司季报, 广发证券研究发展中心

3.4 采购开支明年面临不确定性, 渠道或仍将严控内容成本收入占比

监管趋严对于视频网站渠道来说带来了更强的上游议价能力。考虑到视频网站本身的经营压力, 我们认为明年即使监管略有回暖, 整体内容成本仍然不会大幅度回暖。回顾过去7年的变化, 我们加总了A股5家影视上市公司(华策影视、慈文传媒、唐德影视、欢瑞世纪、完美世界影视业务)的影视剧收入情况, 发现其收入增速始终低于爱奇艺的内容成本端扩张, 且从2017年开始起明显裂口加剧, 2017年爱奇艺的内容成本增速约为71%, 而影视公司收入之和的增速仅为17%, 2018年爱奇艺的内容成本增速约为64%, 而影视公司收入之和增速出现了-3%的负增长。参考Wind一致预期和我们的预测模型, 我们预期爱奇艺今年的内容开支速度大幅度下滑至5%, 但影视公司之和的收入预计也将下滑22%左右。这说明中游的影视剧制作公司的蛋糕份额在不断变小, 下游视频网站的议价能力在逐渐变强。

图33: 5大影视公司应收加总和爱奇艺的内容成本增速情况推移

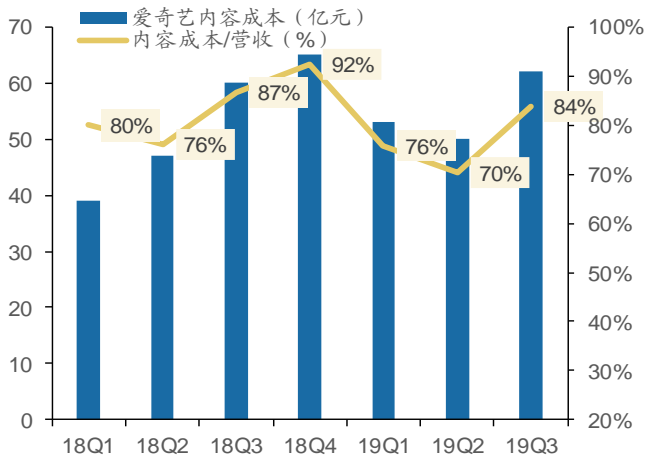


数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

爱奇艺的内容成本明显降低, 芒果TV当前内容成本上升但仍处于较低水平。爱奇艺19Q1-Q3的内容成本占收入比重分别为76%、70%和84%, 全年我们预计将控制在80%以下, 相较2018年84%的水平已经有明显下降, 而根据爱奇艺19Q3财报电

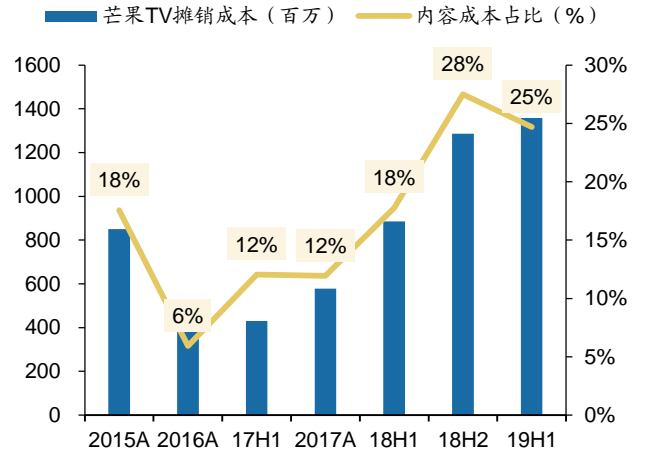
话会议上透露，明年内容成本还将进一步下压至70%左右。而芒果超媒18H1-19H1的内容成本开支占收入比重分别为18%、28%和25%，主要系自制工作室扩张和综艺节目数量扩张有关，我们认为随着公司产能提升速度变慢，公司整体内容开支比例也有望保持稳定。综合来看，我们并不认为监管的趋缓会带来内容开支的重回高增速。

图34：爱奇艺的内容成本和所占收入比重



数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

图35：芒果超媒内容摊销成本和占收入比重



数据来源：公司中报&年报，广发证券发展研究中心

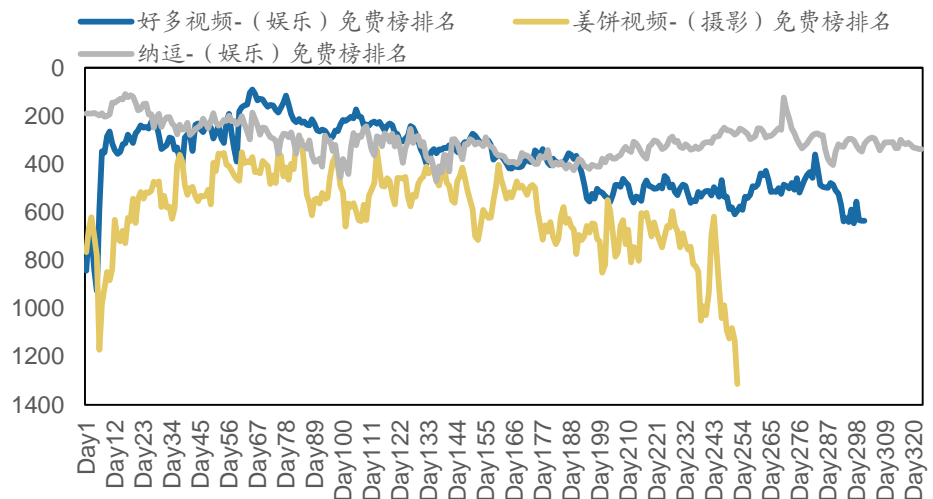
四、辅航道：短视频、MCN、5G、内容层

除了我们此前定义的主航道之外，我们认为长视频网站仍在探索新的辅航道，但短期内对于公司收入结构或没有较大的影响。我们认为明年值得关注的主要有短视频（长视频能够兼容短视频形式么）、MCN（长视频能够成为孵化器么）和5G（超高清标准提升的影响）三个方向，另外对于A股而言还有内容制作公司可关注超跌反弹机会。

4.1 长视频平台能够嵌套或者孵化短视频么？

首先既然短视频能够提升用户的粘性，那长视频平台本身凭借自己的内容优势孵化短视频平台是否可行呢？从目前的情况来看，孵化的途径主要有二：**第一是自建短视频，打通内容库，利用长视频内容、创作者资源和用户资源独立孵化App**。如爱奇艺陆续孵化了好多视频、姜饼和纳豆三款App，均为独立的短视频App形态，好多主要定位于好多视频汇聚了热门影视综艺，姜饼则按照话题分门别类短视频，纳豆则主要定位在搞笑小视频内容，但无一例外上线后整体的表现欠佳。目前三款产品均已经跌出免费下载榜前1000，只在各自的细分品类中仍能看到排名。

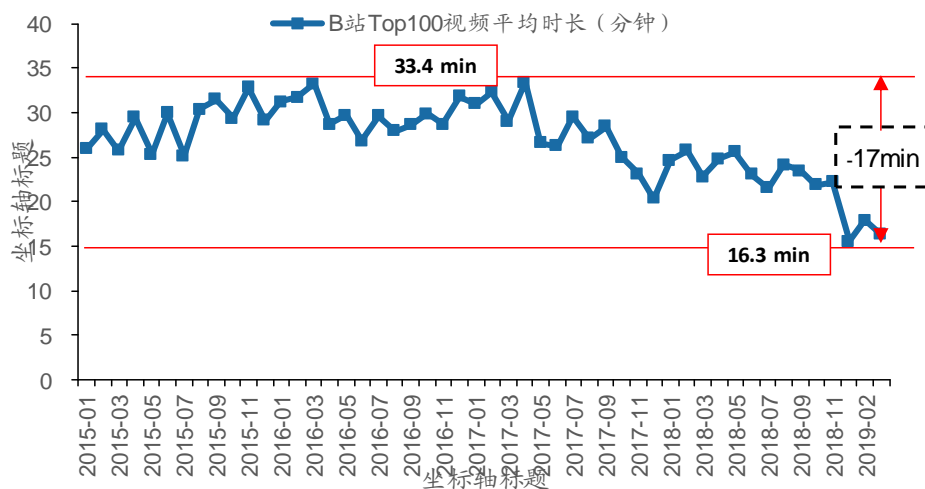
图36: 爱奇艺旗下短视频平台的iOS免费榜情况推移



数据来源: 七麦数据, 广发证券发展研究中心

第二种方式则是在主App中嵌套短视频, 但需要注意主App调性。目前为了增强用户粘性, 各大视频网站App均在增加了短视频的Tab, 如爱奇艺&优酷的第二个Tab“热点”、腾讯视频的第二个Tab“小视频”、芒果TV的第二个Tab“有料”等, 主要内容为自己的热门综艺和剧集的花絮、剪辑、解说为主, 作为首屏内容补充。而具有UP主和社区定位优势的B站内部直接将流短视频和长视频均放在浏览式Feeds首页当中, 我们统计了B站Top100点击量视频的平均时长, 可以发现从2017Q1之后, B站的平均单视频时长在迅速缩短, 到2019年2月份仅为16.3分钟/个, 说明高热视频当中已经有了大量的短视频拉低了平均时长, 用户消费行为变得更碎片化, 从月活的增长情况来看, “B站变短”并未降低其用户增速, 说明这一战略的整体转型较为成功, 但其他的长视频网站却似乎难以兼容短视频。我们判断这或许与B站更偏向于UGC、内容库更丰富和调性更偏社区有关, 长视频们则更加依赖PGC。

图37: B站Top100点击量视频的平均时长在迅速缩短



数据来源: Bilibili官方网站, 广发证券发展研究中心

4.2 长视频平台能够孵化内容导向的MCN么？

考虑到长视频平台在内容集中曝光和强情感维系的特性，其对于上游要素的把控或能让其渗透进入MCN的领域。MCN是指帮助内容生产者从个体户的生产模式到规模化科学化系列化的类经纪公司模式，其主要起到的作用是联系ToB端和ToC端，对于社区、视频平台和社交网络，其需要帮助创作者管理帐号、提供资源对接渠道等，对于创作者本身，它则需要提供创意技术支持、内容的生产运营等工作。其变现模式在B端主要是商业合作、流量分成、索要补贴、广告变现、IP授权等，在C端主要是衍生品销售、红人电商、直播打赏、内容电商和知识付费等。梳理MCN的作用，长视频平台本身可以提供少部分流量的支持，而另外自己下场则能够凸显自己在内容资源、专业制作技术等方面的优势。

如芒果超媒宣布将通过“大芒计划”发力网红经济，依托新媒体全产业链完整生态，以独特芒果资源赋能优质UGC个人和团队。一方面，以芒果优质平台资源和内容为网红赋能，延长网红商业生命周期；另外一方面则是以优质IP打通KOL矩阵和品牌主资源，为品牌带货，联合权威数据平台为带货效果保真，实现一站式营销。公司未来将开放70多档芒果自制综艺，40多部影视剧核心内容，3000+“超绝红人”，集中优质资源加速孵化芒果系KOL，除了本身的资源之外，也会与各大短视频直播平台开启规模化KOL战略资源合作，进一步优化成本。

图38: MCN主要链接C端和B端，为主播提供附加价值



数据来源: IT桔子, 克劳瑞, 广发证券发展研究中心

今年双十一, 根据淘宝App披露的带货王数据来看, 前30名带货达人中有11名来自快手, 还有5名来自抖音, 他们均部分依靠在短视频平台上发布的内容积攒粉丝资源, 随后通过直播带货这一手段进行商业化。其中辛巴、散打哥、李佳琦等甚至已经拥有媲美明星的商业价值, 虽然长视频平台上很难诞生个人IP标签浓厚的网红, 但本身节目IP和内容IP却可以利用类似MCN运营的手段进一步扩大化, 并深挖IP价值。且长视频的节目也有一定的制造“流量明星”的能力, 因此我们判断, 众多长视频平台也一定会涉足MCN这一领域。

表 9: 2019 年淘宝双十一带货王 Top30

排名	达人	粉丝量(万人)	平台
1	辛有志 辛巴 818	2962.8	快手
2	白菜省钱君	258.7	-
3	初瑞雪 每周末 6 点	2150.9	快手
4	李佳琦 Austin	3293.6	抖音
5	散打哥 11 月 25 日生日	4783.4	快手
6	白菜省钱君	-	-
7	03-红包推广	-	-
8	蛋蛋小盆友	409.6	快手
9	驴嫂平荣 JLV	1816.5	快手
10	白菜	-	-
11	冰帝工作室	-	-
12	企鹅妈妈	45.4	抖音
13	蔡儿 526	595.1	快手
14	七号计划	-	-
15	韩国媳妇大璐璐	197	抖音
16	鹿 818.9	340.5	快手
17	周周珍可爱·625	1030.5	快手
18	双 11 预售	-	-
19	球球新歌《没有人爱》	1987.9	快手
20	娃娃 (每周一 6 点)	1303.1	快手
21	呗呗兔_	898.8	抖音
22	我是白菜君	-	-
23	赵梦澈	621.2	快手
24	家核优居	-	-
25	白白叶叶 泰爱美	117.6	抖音
26	白菜	278	-
27	我是白菜君	-	-
28	钱哥的连接	-	-
29	钱哥	-	-
30	敬汉卿	-	-

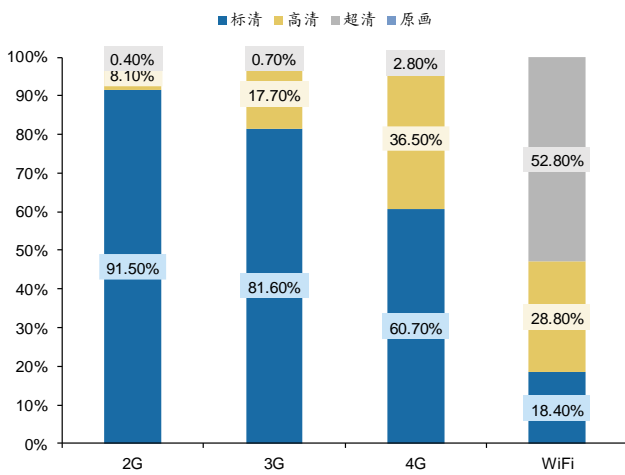
资料来源: 手机淘宝 App, 广发证券发展研究中心

数据截止时间:2019.11.14 15:22

4.3 5G 网络商用后，超高清视频如何丰富长视频网站的产品线？

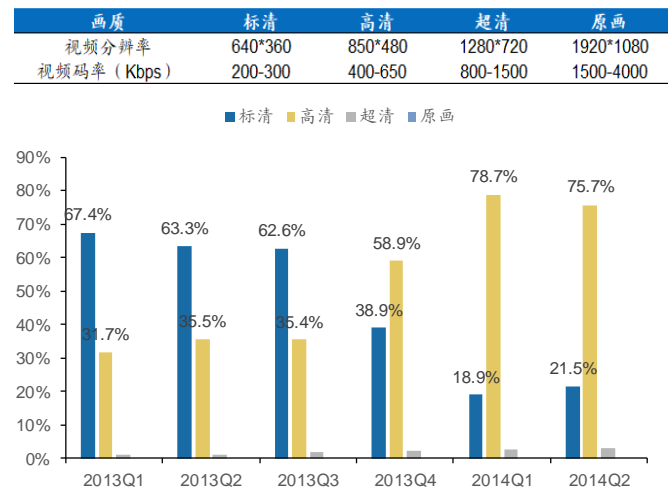
考虑到明年5G网络即将开始建设，5G手机出货量开始爬坡，我们认为网络带宽环境的改善也将给视频网站带来直接的影响。回顾3G转4G的前夕，我们可以看到14Q2搜狐视频在不同网络条件下视频的观看清晰度有着巨大的差异。4G网络条件下有36.3%的人选择观看高清视频，3G网络下只有17.7%。随着时间推移4G网络直接让手机视频进入了高清时代（850*480分辨率），14Q2已经有75.7%的用户以观看高清视频为主，而仅有21.5%的用户选择标清视频，这一比例在13Q2则是63.3%选择标清，35.5%选择高清。而目前超清视频（1280*720分辨率）也逐渐成为主流，视频网站的会员套餐当中包含了享受原画（1920*1080分辨率）的权益。而随着5G网络的成熟和5G设备渗透率的提升，我们判断未来超高清视频将逐步变成新的主流，视频网站或许会针对这一服务进行付费产品的再设计，有望持续提升用户的ARPU值。

图39：14Q2时搜狐视频不同网络下的视频清晰度套餐



数据来源：14Q3移动视频洞察报告，广发证券发展研究中心

图40：3G到4G常用画质的提升速度远超预期



数据来源：14Q3移动视频洞察报告，广发证券发展研究中心

4.4 政策复苏下，关注内容制作公司的三个财务指标

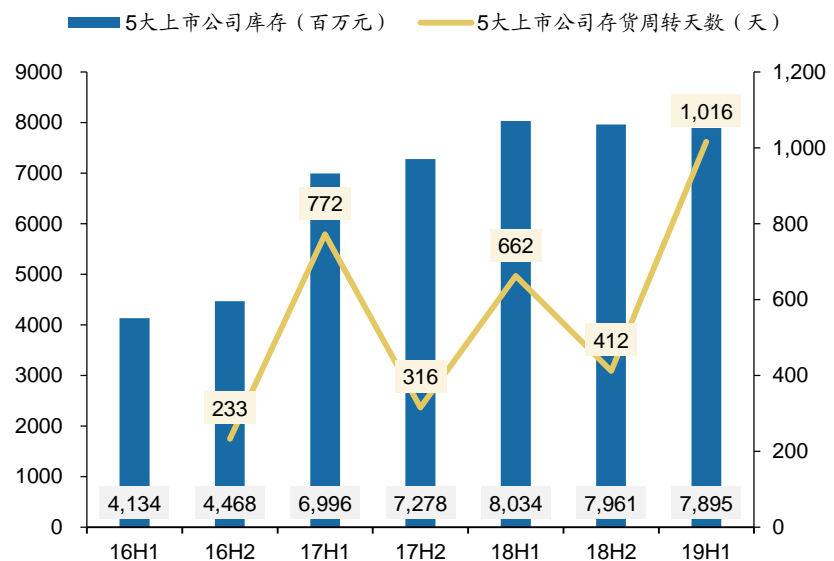
虽然我们认为在长周期中，视频网站对于中上游的议价能力会逐步提升，纯内容制作公司或难以再次回到高增长轨道，但考虑到2018政策监管的极端情况，2019年放松之后或许对于部分优质内容制作公司而言仍有超跌反弹的机会。我们认为主要应紧盯三个财务指标：现金（和短期债务）、存货（和存货减值）、应收账款（和应收账款减值）。

- 现金和短期债务：二者之差反应了当前公司实际在账的现金情况，这决定了公司在行业复苏之时的开机能力和逆势扩张并入团队的能力。
- 存货和存货减值：由于部分题材禁播，因此上市公司有部分剧集已经拍摄完毕计入库存商品（或完成拍摄影视剧）但仍未能出售，或许已经计提了一轮存货减值。而我们此前提到2018-2019年行业遭遇开机&备案荒，在政策回暖之际，

行业或许并没有那么多可以上线的新内容，因此优质上市公司的剧集或将重新得以出售，冲回部分减值。

- 应收账款和应收账款减值：关注逻辑类似存货。部分影视剧公司的剧集已经交付母带，但由于政策原因持续排播，因此计入了营业收入但未能回收现金流，政策趋缓之后如能延期播出，则视频网站和电视台将履约回款，此时按照年限计提的坏账有可能冲回，提升公司的净利润水平，也有望充实上市公司的经营性现金流。

图41：5大影视上市公司库存之和和周转天数情况

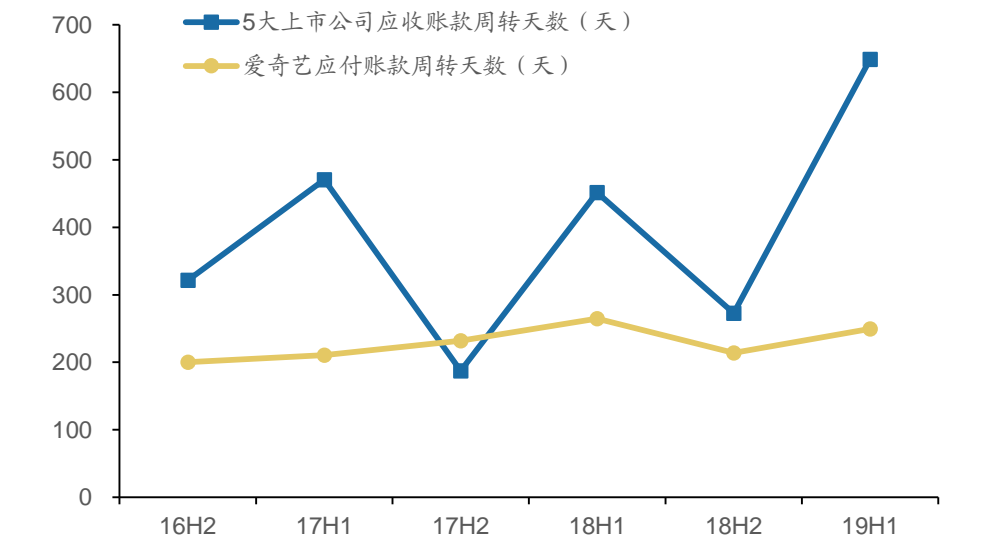


数据来源：公司中报，广发证券发展研究中心

我们统计了过去5家影视公司（华策影视、唐德影视、慈文传媒、欢瑞世纪和完美世界）的应收账款周转天数，发现18H2之前普遍维持在200-400天上下浮动，而19H1由于视频网站的采购量变小，另外产能收缩的情况下视频网站优先采购自制剧集，且2018年遗留的应收账款量仍然较大，因此分子分母均向不利方向变动造成了应收账款周转天数高达649天。我们预计随着各个影视公司更加重视回款和2020年项目确认的正常化，应收账款的回收或将逐步恢复正常。

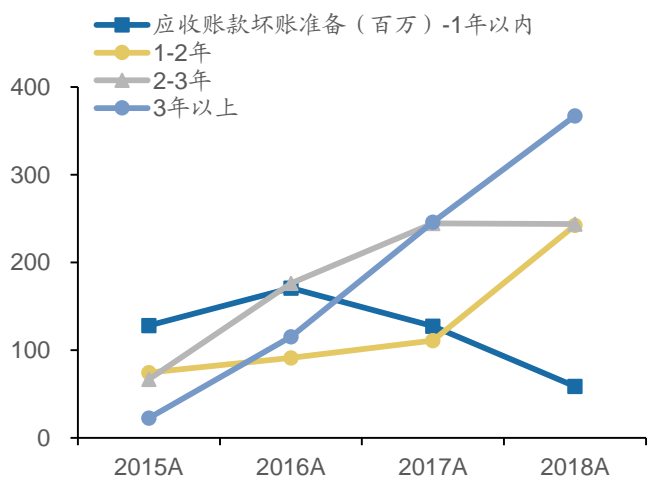
另外我们从应收账款的账龄也可以看出2018年的极端状况让影视剧公司的账龄结构迅速恶化了，大量坏账的计提或发生在2018-2019年。根据我们对上述5家影视上市公司的统计，2018年1-2年应收款的绝对值从12.9亿元上升至32.2亿元，3年以上账款从2.9亿元上升至4.5亿元，一年以内的账款缩窄至61亿元。而与之对应的是坏账账龄计提的恶化，目前通行的应收账款坏账计提标准一般为：一年以下计提1%、1-2年计提10%，2-3年需要计提50%，3年以上全部计提坏账（华策略有不一样）。考虑到高账龄的应收账款逐步增多，则越到后期，坏账对于利润表的影响将越大。2018年5家上市公司3年以上的计提坏账的金额从2.5亿元上升至3.7亿元，1-2年的计提金额从1.1亿元上升至2.4亿元。考虑到政策逐步放松是从2019年11月开始，我们认为今年年底还将有一次大的坏账计提，明年随着部分积压剧集播出，则有望被冲回。

图42: 5大影视公司应收账款之和的周转天数和爱奇艺应付账款周转天数



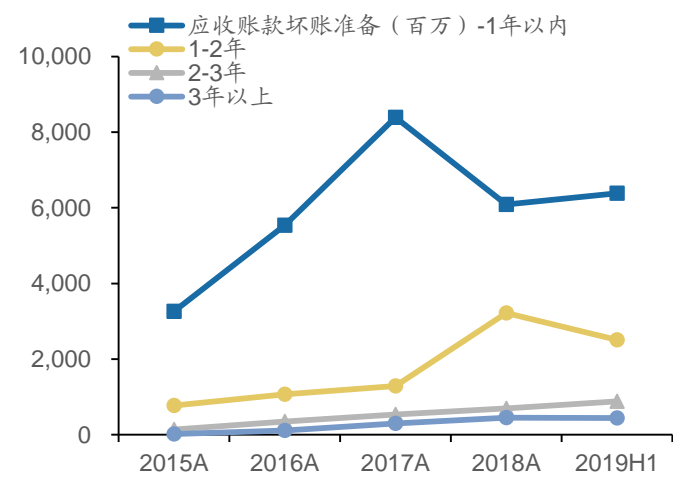
数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

图43: 5家影视上市公司应收账款坏账账龄分布



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

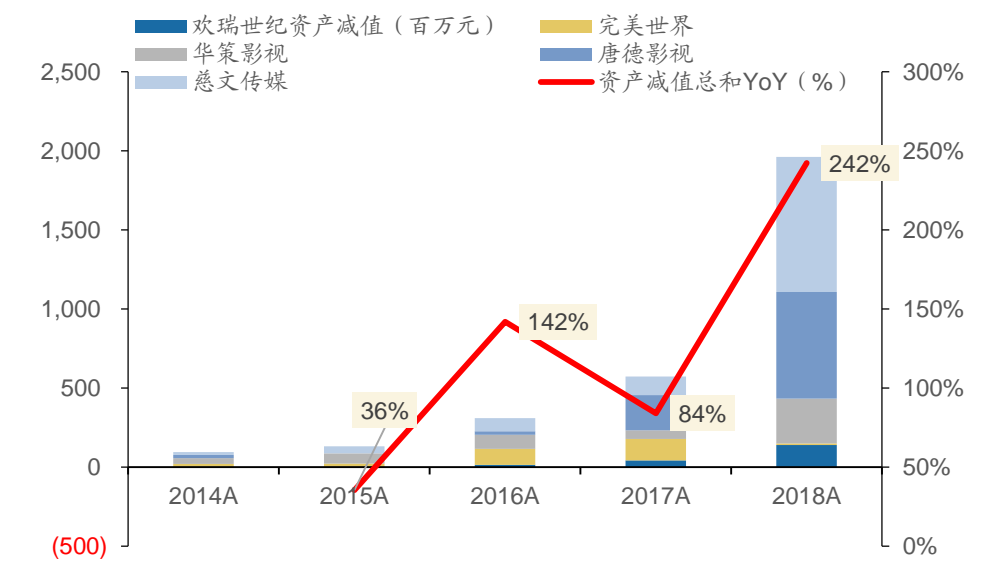
图44: 5家影视上市公司应收账款账龄分布



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

从当前的5大影视公司减值情况来看, 2018年同比增长了242%至19.6亿元, 此前2015-2017年的增速分别为36%、142%和84%。2018年主要系慈文传媒计提了赞成科技8.71亿元的商誉减值和唐德影视计提了5.8亿元的应收账款坏账减值。另外华策影视也计提了超过2.8亿元的资产减值。正如我们前文中提到的, 我们认为2019年年报各大影视剧公司或仍将有一轮应收账款、存货减值计提的高峰期, 但考虑到2019年11月开始古装剧陆续排播, 2020年整体监管趋势回暖, 部分优质剧集的重新排播上映或将带来利润冲回的投资机会。

图45：5大影视公司历年资产减值计提推移



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

投资建议

整体上，我们认为2019年以来的流媒体视频网站面临的经营压力，背后线索顺序主要是首先月活增长出现困境、其后日活出现负增长、最后时长出现负增长。三大因素：政策监管趋严、短视频崛起分流用户注意力、广告预算收紧造成商业化艰难，持续压制了长视频行业的增长。展望未来，我们将长视频业务分为主航道（广告、会员、版权采买与销售）和辅航道（艺人经纪、短视频、增值服务等）：1）我们认为主航道上内容监管上边际略放松、广告收入不确定性仍大、会员提价成为收入端扩张的唯一逻辑。2）辅航道上，短视频能否兼容、长视频能否孵化MCN和5G会带来带来的影响将是不确定性的三个方向。整体我们认为渠道端可持续关注爱奇艺和芒果超媒，内容制作公司可关注超跌反弹机会。

风险提示

- 1) 会员提价带来的会员数量下滑的风险。由于目前国内的视频网站用户尚未养成稳定的会员内容消费习惯，贸然提价有可能会带来存量用户的流失。
- 2) 广告收入持续低于预期的风险。目前经济环境疲软背景下，传统长视频网站平台的网络服务、互联网金融等均减弱了投放意愿，广告业务或将持续受压制。
- 3) 上游价格无法降低的风险。目前整体明星资源仍然稀缺，通过入股、分成等模式依然能够分走项目的大部分利润，平台的内容成本有无法控制的风险。
- 4) 影视剧制作公司资产减值超预期的风险。由于平台方所需内容有限，上中游的新增节目产能已经能够满足排播，因此过去的坏账和存货减值有无法冲回的风险，另外视频网站更加依赖自制后，中游公司有持续丢掉份额的风险。

广发传媒行业研究小组

旷 实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
朱可夫：资深分析师，香港科技大学经济学硕士，中国人民大学金融学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。
徐呈隽：高级分析师，复旦大学世界经济学硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。
叶敏婷：分析师，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
吴 桐：联系人，武汉大学金融学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有： 预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出： 预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有： 预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出： 预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。