

2020年07月30日

传媒

## 短视频 CP 之于影视 CP，复盘 2007 年的页游之于端游

■3G 到 4G 过渡期，页游崛起，4G 到 5G 过渡期，短视频正在崛起；复盘游戏二十年历史，我们认为短视频 CP 之于影视 CP，类比页游 CP 之于端游 CP。2007 年，页游公司强势崛起，页游与端游产品逻辑完全不同（页游重视流量变现效率、端游强调产品生命周期价值），2013 年起，端游 CP 与页游 CP 先后转型为手游 CP；影视 CP 与现今正崛起的短视频 CP，预计 3-5 年后，转型为 5G 内容商。

■短视频 CP 崛起的契机是快手、抖音等流量平台的强变现需求。短视频行业已由前期跑马圈地的流量积累阶段过渡到精耕细作的商业化变现阶段，以快手、抖音为代表的短视频平台正加速商业化变现步伐，目前已开拓出广告业务、直播打赏、电商带货、知识付费、游戏五大变现路径，而每一类变现路径的实现均需要叠加短视频内容进行引流。存量博弈下，各短视频平台同场竞技的制胜关键转变为变现效率的高低，短视频内容相比图文内容具有更强的引流能力、更高的变现效率，因此引流方式必然从文字、图片升级为短视频内容。

■旺盛的下游需求与快消品&工业化属性决定短视频内容是一条长坡厚雪的优质赛道。1) 长坡——需求爆发，短视频 CP 的景气度有望加速且持续上行。短视频下游各流量平台入局分发后开展军备竞赛储备巨量短视频内容；同时，短视频内容本身消耗速度较快，以抖音平台为例，一条短视频素材的平均消耗天数为 2-3 天。2) 厚雪——引流变现功能定义范畴下的短视频内容具备快消品与工业化属性，对比影视 CP 的项目制，具备规模化能力。短视频内容是视频领域的快消品，受众群体广泛、观看频次较高，有望带来稳定且可观的收益。短视频场景搭建、后期剪辑等环节可高度标准化、流程化，未来将以工业化方式生产，发挥出规模效应。

■短视频内容按照功能不同可分类为纯内容型、硬广替代型、引流替代型三类，分别实现平台的内容观赏价值、品牌营销以及效果营销三大功能。短视频平台为便捷短视频 CP、网络红人大 V、KOL 等制作短视频内容，推出配套的短视频剪辑工具 APP 及改善/增加相应的短视频制作服务。以抖音、快手、B 站为代表的短视频平台分别推出配套剪辑工具“剪映”、“Mulight”、“必剪”。以知乎、网易云等为代表的图文、音乐等内容平台，以微博为代表的社交类分享平台等加码短视频内容，将短视频内容常态化嵌于 APP 内，并完善一系列创作者权益服务。

## 行业深度分析

证券研究报告

投资评级 领先大市-A  
维持评级

首选股票 目标价 评级

### 行业表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-1.95	-10.75	-28.55
绝对收益	10.42	8.84	-7.66

焦娟

分析师

SAC 执业证书编号: S1450516120001  
jiaojuan@essence.com.cn  
021-35082012

### 相关报告

- 游戏板块有望率先走出量价齐升的双击逻辑 2020-07-26
- 新主轴、新图谱，传媒驶入千亿集群时代 2020-07-22
- 潮玩大众化或成 IP 变现新风口 2020-07-22
- 分发环节变革进程中，关注短视频 CP 机遇 2020-07-20
- 【安信传媒】第 29 周传媒行业周报：关注游戏板块量价齐升的逻辑 2020-07-18

■ **以游戏发展史为鉴，4G 到 5G 的过渡期，我们推演短视频行业未来 3-5 年的发展趋势：**

- 页游是大水漫灌式的流量战争，短视频与页游的产品逻辑高度一致，均为平台承担引流/变现的功能。短视频 CP 现阶段所处内外环境特征与页游厂商崛起高度相似。因此，**我们判断短视频 CP 正在崛起。**
- 端游是精耕细作式的品质比拼，影视剧与端游的产品逻辑高度一致，以长周期、高投入的项目制模式打磨产品。复盘端游公司布局页游遭遇的诸多不利因素，**我们认为影视公司介入短视频制作需要跳出原有惯性模式，具有一定挑战。**
- 此外，受益于再融资新规的放开，通过并购重组的方式，更多标的有望介入短视频内容制作领域。

■ **投资建议：短视频 CP 正在崛起，我们看好三类短视频 CP：**1) 全新公司制作短视频内容，多为非上市公司立足自身优势资源、禀赋发力短视频内容制作；2) 影视公司延伸至短视频制作，慈文传媒、中广天择、华策影视、奥飞娱乐、捷成股份；3) 并购重组介入短视频制作，姚记科技、元隆雅图、因赛集团。

■ **风险提示：**监管对新内容监管力度超预期的风险、5G 互动应用进度低于预期的风险、公司治理的风险。

## 内容目录

<b>1. 复盘游戏 20 年历史，2007 年、2013 年分别是重要节点.....</b>	<b>5</b>
1.1. 复盘游戏行业 2000-2020 年的发展历史.....	5
1.2. 2007 年页游崛起.....	6
1.3. 2013 年手游崛起.....	6
<b>2. 页游公司为何能成功崛起？端游公司为何未能成功布局页游业务？.....</b>	<b>7</b>
2.1. 端游与页游的商业模型完全不同.....	7
2.1.1. 端游：精耕细作式的品质比拼，长周期运营关注 LTV.....	7
2.1.2. 页游：大水漫灌式的流量战争，短平快打法追求高 ROI.....	9
2.2. 页游公司顺利崛起，受益于诸多因素.....	11
2.2.1. 页游公司顺利崛起的四个有利因素.....	11
2.2.2. 页游崛起历程回顾，预示短视频 CP 正在崛起.....	12
2.3. 端游公司布局页游的诸多不利因素.....	13
2.3.1. 端游公司布局页游的三个不利因素.....	13
2.3.2. 影视公司介入短视频制作胜算几何？.....	14
<b>3. 短视频 CP 崛起的契机，是快抖拼等平台对强变现的需求.....</b>	<b>15</b>
3.1. 快抖拼等流量平台对变现的需求愈加强烈.....	15
3.2. 存量博弈下引流方式由文字、图片升级为短视频.....	16
3.2.1. 互联网经济进入存量博弈时代.....	16
3.2.2. 变现相关的引流方式由文字、图片升级为短视频.....	16
3.3. 两大特性决定短视频内容是一条长坡厚雪的优质赛道.....	16
3.3.1. 需求爆发，短视频 CP 景气度将加速且持续上升.....	16
3.3.2. 短视频内容具备快消品&工业化属性，具备规模化能力.....	17
<b>4. 看好三类短视频 CP.....</b>	<b>18</b>
4.1. 内容延伸平台功能，平台便捷内容输出.....	18
4.1.1. 三类不同功能的短视频内容.....	18
4.1.2. 短视频平台配套内容制作工具及服务.....	19
4.2. 看好三类短视频 CP.....	20
4.2.1. 全新公司制作短视频内容.....	21
4.2.2. 影视公司延伸至短视频制作.....	22
4.2.3. 并购重组介入短视频制作.....	23
<b>5. 投资建议.....</b>	<b>24</b>
<b>6. 风险提示.....</b>	<b>24</b>

## 图表目录

图 1：2000-2020 年中国游戏端游-页游-手游发展史.....	5
图 2：2008H1-2015H1 端游市场占有率.....	8
图 3：2015Q1 端游市场竞争格局.....	8
图 4：2016 年 1 月-2018 年 8 月《热血传奇》流水情况及 ARPPU 值.....	9
图 5：2015H1 页游联运平台竞争格局.....	10
图 6：页游分成模式中联运平台居核心地位.....	10

图 7:《贪玩蓝月》代言人张家辉、古天乐、孙红雷 .....	10
图 8: 滚服的运营模式 .....	10
图 9: 2008H1-2015H1 页游实际销售收入及同比增速 .....	11
图 10: 2008H1-2015H1 端游实际销售收入及同比增速 .....	11
图 11: 2019 年在线视频平台 MAU (万人) .....	12
图 12: 2019 年在线视频平台 DAU (万人) .....	12
图 13: 页游厂商崛起 VS 短视频 CP 崛起 .....	13
图 14: 端游公司布局页游 VS 影视公司布局短视频制作 .....	14
图 16: 短视频行业五大商业路径 .....	15
图 17: 中国移动互联网月活跃用户规模趋势 .....	16
图 18: 中国移动互联网用户人均单日使用时长 .....	16
图 19: 中国短视频行业市场规模及增长率 .....	17
图 20:《荒野乱斗》广告植入 .....	19
表 1: 一线端游厂商及代表作 .....	8
表 2: 短视频行业打通电商变现模式 .....	15

# 1. 复盘游戏 20 年历史，2007 年、2013 年分别是重要节点

## 1.1. 复盘游戏行业 2000-2020 年的发展历史

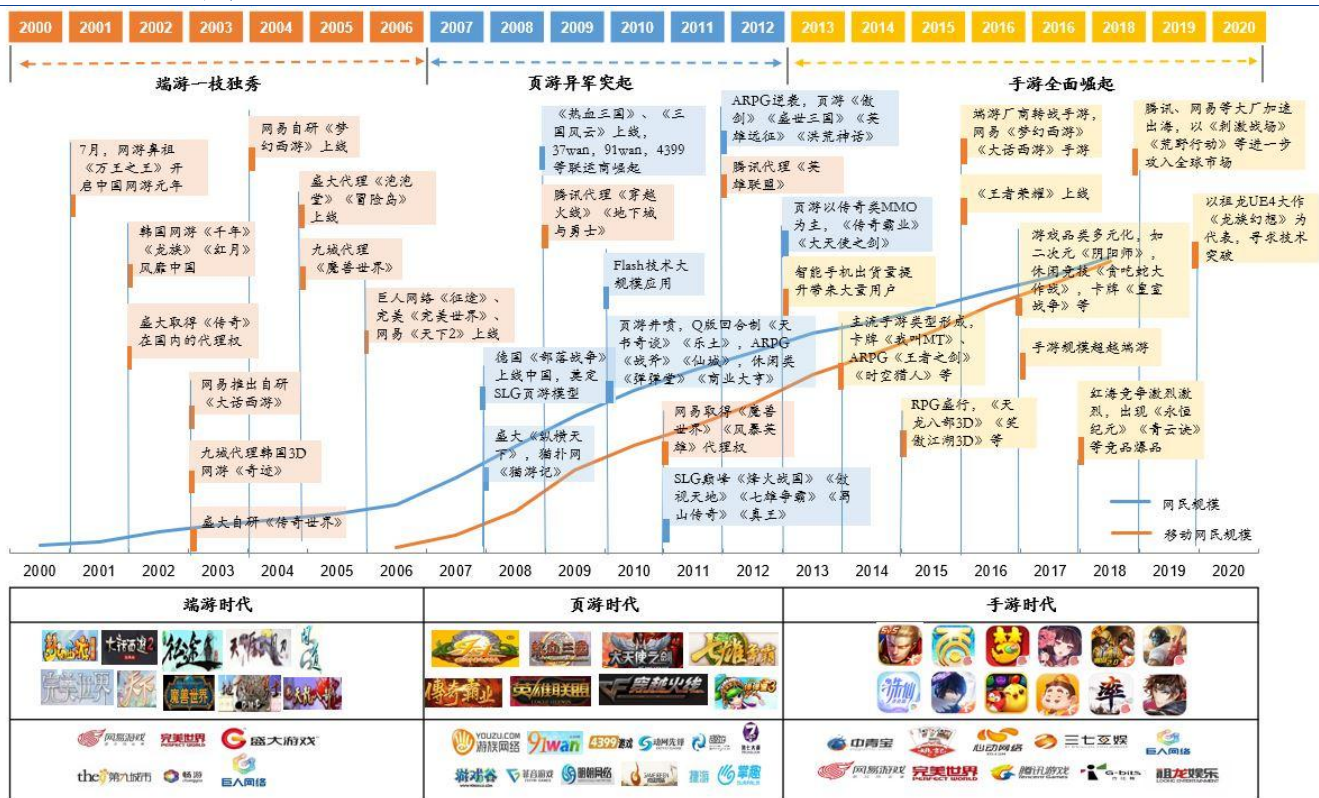
回顾我国网络游戏二十年历史，端游、页游与手游每种游戏类型都是应运而生，适时改变，并成为一段发展时期内的主流类型。

端游、页游与手游三者竞争共存，相互促进，游戏形态持续演变的本质原因一方面是游戏载体（PC 端-网页端-移动端）迭代后产品的被动升级，另一方面则是契合玩家对于游戏深度的不同诉求的主动求变。

端游是精耕细作式的品质比拼，页游是大水漫灌式的流量战争，手游则是兼而有之的综合实力对抗。1) 端游产品多为世界观庞大的中重度 MMORPG 经典大作，其核心玩法多保留现象级端游《魔兽世界》的 PVP& PVE 玩法，具备强社交属性，有较长生命周期。2) 页游产品以相对简单快捷的操作及巨额的广告投放分流端游用户，游戏内付费设计多元、具备较强的流量变现属性，在发展过程中页游 SLG、ARPG 玩法曾相继占据主流，现进入成熟阶段后以传奇类 MMO 页游为主。3) 手游崛起背景为移动互联网时代端游、页游厂商相继大规模转型手游开发，不同基因的厂商入局下手游市场竞争态势兼具端游的品质比拼与页游的流量争夺，手游产品并重品质与商业化变现，游戏厂商一方面追求打造高标准的精品、爆款，另一方面大量投入宣发、买量竞争趋于白热化。

我国网络游戏在不同的发展阶段呈现不同的突出特征：2000-2006 年，端游一枝独秀；2007-2012 年，页游异军突起；2013-2020 年，手游全面崛起。其中，2007 年与 2013 年分别是页游、手游崛起的重要节点。

图 1：2000-2020 年中国游戏端游-页游-手游发展史



资料来源：CNG，安信证券研究中心

## 1.2. 2007 年页游崛起

页游前承端游，后启手游，于 2007 年开始崛起、2012 年发展成熟。在 6 年的时间内，页游完成萌芽-探索-加速-SLG 巅峰-ARPG 逆袭-成熟六个阶段的规模化历程：

- 1) 萌芽阶段 (2007 年)：**德国 SLG 页游《部落战争》上线国服，奠定早期国内 SLG 页游模型。盛大推出首款国产 SLG 页游《纵横天下》，猫扑网推出社区属性页游《猫游记》，收获第一批页游用户；
- 2) 探索阶段 (2008 年)：**SP 行业面临整顿，与网盟渠道一起转战页游。乐港互动联合 37wan、91wan、4399 等联运商共同运营《热血三国》，为游戏导入大量用户资源，迅速助力《热血三国》创造同时在线 60 万人，最高月收入几千万的高峰。这一阶段崛起大量联运商，页游的联运商业模式确立；
- 3) 加速阶段 (2009 年)：**Flash 技术得到广泛应用，页游开发门槛进一步降低。页游类型多样化，Q 版回合制《天书奇谈》、《乐土》；ARPG《战斧》、《仙域》；休闲类《弹弹堂》、《商业大亨》，卡牌类，赛车类等多种游戏类型赋予页游更广阔的想象空间。同一时期，广州菲音、捷游、明朝网络等页游厂商成立并快速崛起；
- 4) SLG 巅峰 (2010 年)：**SLG 页游大作《烽火战国》《傲视天地》《七雄争霸》《三十六计》《天地英雄》等相继诞生。页游市场格局尚未形成，老牌实力页游公司乐港，九维网，维莱开始走下坡路。研发领域处于探索阶段，尚未形成品牌化的重量级研发公司；页游运营商领域依旧是联运市场主导，自有用户平台尚未壮大，联运商之间尚未分出高低；
- 5) ARPG 逆袭 (2011 年)：**Flash 技术经过沉淀与发展终于成熟，页游 ARPG 类型完全压倒性超越 SLG，《傲剑》《英雄远征》《凡人修真》《洪荒神话》《九天仙梦》《传奇国度》《盛世三国》等大批 ARPG 游戏占据页游市场主导。同年，4399 体系，菲音，捷游等页游厂商确立行业霸主地位。《七雄争霸》、《弹弹堂》实现月流水过亿，刷新整个游戏行业与资本界对页游的看法，端游大厂纷纷布局页游领域；
- 6) 成熟阶段 (2012 年)：**自有用户平台与联运平台高度垄断的竞争格局已确定，几乎不存在新运营商崛起的可能性，腾讯联运平台占据市场规模 50% 以上，联运商取得在资本、用户、产品、人才等各方面的压倒性优势。37wan 通过运营页游大作《龙将》《神曲》《秦美人》等突飞猛进、迅速扩张，奠定其第一联运平台地位。第七大道连续 2 款产品《弹弹堂》《神曲》月营收过亿，奠定其第一页游研发公司地位。2012 年，页游行业进入资本化时代，游戏谷，动网先锋先后出售，forgame，第七大道，游族，趣游等页游公司积极筹备上市。

页游初衷为覆盖端游未能覆盖的市场，分流部分端游玩家，在发展过程中以“低成本、高盈利”的优势迅速在国内游戏市场上占得一席之地。2013 年后游戏市场被手游抢占，2016 年页游公司开始转型手游开发。目前页游发展的主要方向包括页游 IP 改编、页游出海、页游精品化、为 H5 提供借鉴等。

## 1.3. 2013 年手游崛起

手游兴起于国内移动互联网红利，于 2013 年崛起，此后多次以超越摩尔定律的速度发展。国内手游大致经历萌芽-崛起-加速-成熟-新发现-红海竞争六个阶段：

- 1) 萌芽阶段 (2008-2011 年)：**2008 年，iPhone 诞生，其首次使手游脱离物理键盘的局限，拥有划屏、摇杆、重力感应等新玩法。2009 年起，安卓手机出货量暴增，此后连续数年的增速最高可达 8~9 倍。同时，应用商店模式兴起，手游行业逐步从无序走向有序，移动互联网让智能机充分拓展应用场景。2011 年，千万级流水手游代表作《捕鱼达人》、《神仙道》等问世。昆仑在线、热酷游戏、触控科技、蓝港互动、顽石互动等初代手游公司各领风骚，腾讯开始布局手游；
- 2) 崛起阶段 (2012-2013 年)：**手游产业链进一步细分，一些依靠爆款产品获得用户的手游开发商如乐动卓越开始转型发行商，一些领导型手游公司如中手游开始谋求上市。两年间，

市场上涌现多款标志性的产品多次刷新产业想象极限,《我叫 MT》、《大掌门》、《王者之剑》、《时空猎人》等游戏相继越过千万月流水门槛。一批端游厂商转型手游开发,四大主流手游类型(休闲单机、SLG、卡牌、ARPG)确立。2012年,智能手机出货量首次超越PC,三大运营商开始接入智能机游戏,为手游带来大量用户。2013年,以腾讯、百度、360为主的手游渠道格局确立,几大渠道垄断大部分市场份额;

**3) 加速阶段(2014年):**2014年,手游市场规模首次超越页游,产业步入精品化时代。腾讯“天天”与“全民”系列在竞争愈发激烈的产业环境中脱颖而出,成为“版本迭代”的标杆产品。同年,《海岛奇兵》、《Clash of Clans》等产品出海后在海外市场取得一定成功。手游市场进一步细分,《奇迹 MU》、《乱斗西游》、《天龙八部 3D》、《超神之路》等 ARPG 品类、《崩坏学园 2》、《百万亚瑟王》等二次元题材、《战舰帝国》等军事题材成为手游市场增长新亮点。资本市场上,包括乐逗、飞鱼、昆仑在线、蓝港互动、游族网络等在内的手游大厂纷纷谋求 IPO 上市;

**4) 成熟阶段(2015年):**网易端转手 MMORPG《梦幻西游》、《大话西游》上线,腾讯《王者荣耀》上线;以腾讯、网易为代表的游戏大厂形成垄断。第三方买量渠道,包括腾讯广点通、今日头条、微信 MP 及 UC 头条等开始崛起。同年,中国手游出海成绩优异,国内游戏厂商立足擅长地区输送优秀游戏产品,如昆仑、Efun、博雅专注东南亚地区,热酷、触控、乐元素主攻日韩地区,IGG 专注美国, Tap4fun、绿洲游戏专攻欧洲地区等;

**5) 新发现阶段(2016年):**《皇室战争》、《阴阳师》等多款现象级手游作品诞生,手游市场规模首次超越端游。页游大厂开始转型手游领域,最早尝试传奇类游戏买量的厂商如三七互娱迎来一波收获期。泛娱乐概念愈加火热,IP 横向综艺、影视、文学等、纵向系列化发展。游戏行业迎来两大新变化,一是电竞热,电竞被正名,职业选手、职业联赛涌现;二是 AR、VR 商机凸显,AR 游戏《PokemanGo》引发全球关注;

**6) 红海竞争(2017年至今):**市场竞争格局已形成,红海战场竞争激烈。市场一方面追求精品、爆款,月流水过亿产品如《永恒纪元》、《青云诀》等成为标杆,市场标准进一步提升;另一方面买量厂商竞争白热化,用户获取成本高涨。同时,资本市场政策开始收紧,跨界并购难度加大。

手游以超出“摩尔定律”的速度不断迭代发展,从增量市场转向存量市场仅用了约 2 年时间,市场规模迅速扩大,资本热度高度聚焦,迅速超越端游与页游,成为主流游戏类型。手游崛起前期以“低成本,高收益”快速占领市场,中后期随着进入厂商的增多而红利见顶,竞争白热化,使得利润空间缩小,逐渐由开发商主导转型为渠道商主导;同时倒逼研发商打磨产品品质走精品化路线,进一步开拓细分市场及海外市场寻求机会。

## 2. 页游公司为何能成功崛起? 端游公司为何未能成功布局页游业务?

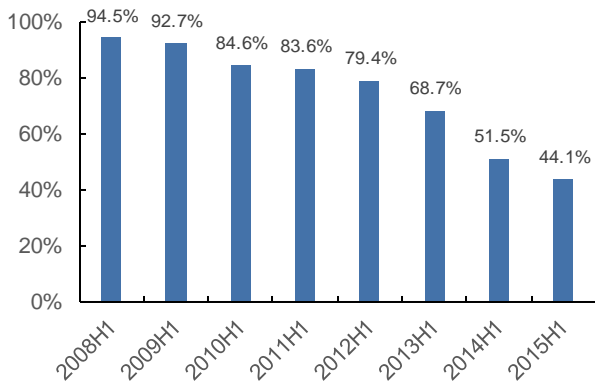
### 2.1. 端游与页游的商业模型完全不同

#### 2.1.1. 端游: 精耕细作式的品质比拼, 长周期运营关注 LTV

端游产品以高投入、高品质的经典大作为主。受世界级大作《魔兽世界》影响,我国端游产品多为世界观宏大的 MMORPG,研发周期通常长达 2-3 年,研发投入显著高于页游。

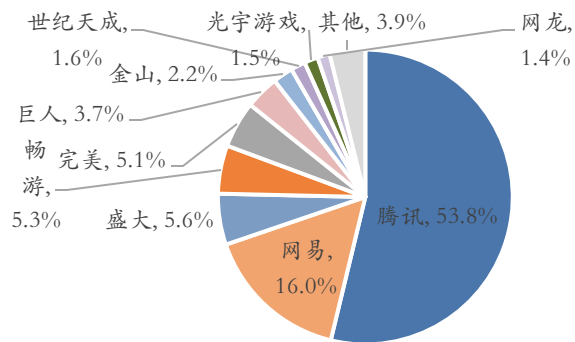
端游市场成熟后形成寡头垄断格局,长期具有生命力的端游多为一线大厂出品。2015 年上半年,端游同比增速 4.5%,增长进入个位数时代,且市场占比降至 44.1%,整个行业进入稳定的成熟期。2015Q1,端游市场寡头格局业已形成,腾讯、网易合计占据端游市场的近 7 成(腾讯 53.8%、网易 16%),端游大厂盛大、畅游、完美、巨人、金山等占有个位数比例。

图 2：2008H1-2015H1 端游市场占有率



资料来源：游戏工委，安信证券研究中心

图 3：2015Q1 端游市场竞争格局



资料来源：游戏工委，易观智库，安信证券研究中心

腾讯网易及其他一线端游大厂凭借技术与资金优势，均推出代表性端游大作奠定行业地位，形成端游市场大作频出、强强争霸的竞争局面。

表 1：一线端游厂商及代表作

厂商/代理商	代表性端游	游戏类别
腾讯	英雄联盟 LOL	MOBA
	穿越火线 CF	FPS
	地下城与勇士 DNF	横版格斗
	逆战	FPS
	QQ 飞车	REC
	QQ 炫舞	MUG
	天涯明月刀	3DMMORPG
	剑灵	3DMMORPG
	网易	梦幻西游
大话西游		MMORPG
新倩女幽魂		MMORPG
逆水寒		MMORPG
魔兽世界		MMORPG
天谕		MMORPG
盛大	传奇	MMORPG
	龙之谷	MMORPG
畅游	轩辕剑	MMORPG
	蛮荒搜神记	MMORPG
	神佑	MMORPG
完美	完美世界	MMORPG
	诛仙	MMORPG
	笑傲江湖	MMORPG
巨人	征途	MMORPG
金山	剑网 3	MMORPG
世纪天成	反恐精英 CS	FPS
网龙	征服	RPG

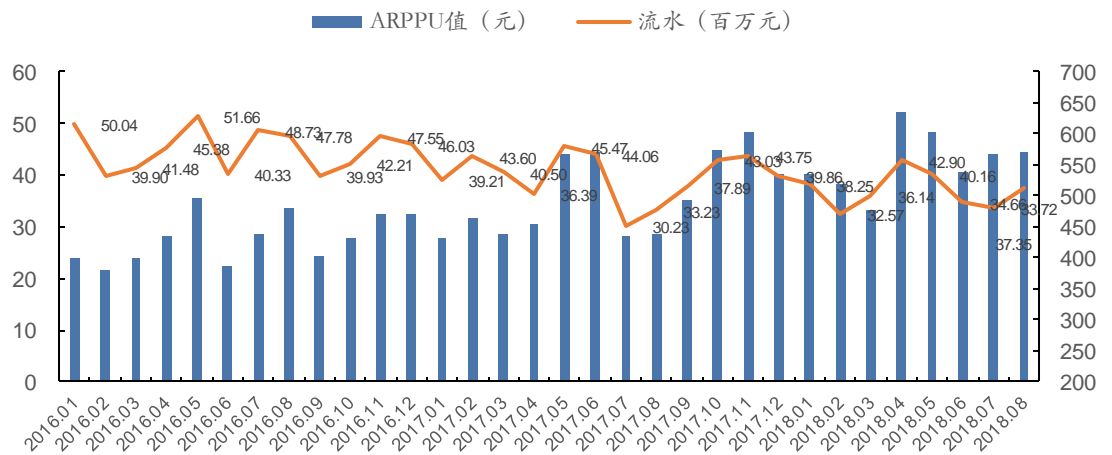
资料来源：公司官网，安信证券研究中心

从收入模型看，端游投入大、门槛高、回本周局长，厂商主要通过长周期运营以获得一款端游的最大化 LTV。如《梦幻西游》、《征途》、《传奇》等运营长达十余年的端游仍然稳定贡献



流水。以盛趣游戏旗下《热血传奇》端游为例，其于 2001 年上线国服，运营近二十年仍能贡献稳定流水，截至 2018 年 8 月，《热血传奇》月流水为 3735 万元，ARPPU 值为 570.4 元。

图 4：2016 年 1 月-2018 年 8 月《热血传奇》流水情况及 ARPPU 值



资料来源：盛趣游戏重组报告书，安信证券研究中心

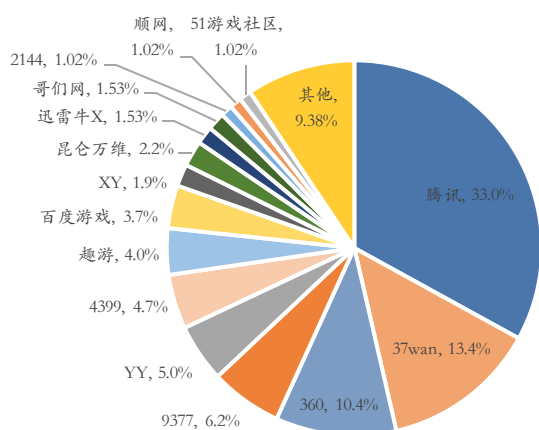
### 2.1.2. 页游：大水漫灌式的流量战争，短平快打法追求高 ROI

页游产品以简单快捷的操作切入市场，更新迭代速度较快、相对弱化品质要求。页游产品目前以传奇类页游 MMO 为主，其开发的技术与资金门槛均低于端游，而广告投入或买量成本占成本结构的比例远高于端游。

页游采用联运模式，游戏承载平台流量变现任务。页游联运模式是指页游开发商以合作分成的方式，将产品嫁接到其他合作平台上进行联合运营。自 2007 年页游崛起以来，联合运营成为各开发商以及运营商最热衷的共赢合作方式。一方面，对于游戏厂商而言，联运模式有利于游戏产品借助联运方门户网站资源最大限度地拓宽游戏产品受众层面，同时节约推广、宣传成本。另一方面，对于运营商而言，尤其是坐拥海量用户的平台/站点，页游提供除广告收入以外的另一有力的流量变现来源。

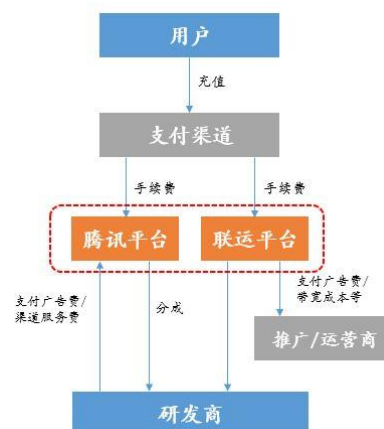
页游产业链中，发行与渠道重合，页游联运平台居产业链核心地位。页游产业链的最大特点为发行与渠道高度重合、合二为一，主要原因在于 1) PC 端入口高度统一，浏览器为核心入口。因此，页游渠道类型较为单一，主要为自有流量平台（腾讯平台）、第三方联运平台。2) 渠道的单一性导致渠道集中度较高，且页游渠道/平台可替代发行商进行联合运营，进一步挤压发行商生存空间，最终发行、渠道合二为一。

图 5：2015H1 页游联运平台竞争格局



资料来源：游戏工委，9K9K，安信证券研究中心

图 6：页游分成模式中联运平台居核心地位



资料来源：37wan，安信证券研究中心

从收入模型看，页游产品本身迭代速度较快、成本大项为推广支出，厂商高度关注 ROI 这一核心指标，主要通过“短平快”打法快速变现。“短平快”打法具体指：1) 路径短：从浏览器入口到用户，利用弹窗广告、网页广告等直接接触用户；2) 渠道平：一款页游往往上线多个平台联合运营；3) 导量快：广告集中在一段时期内地毯式、重复式投放快速导量，大量用户导入后持续“滚服”以容纳更多新用户以及快速洗出“大R”用户。

页游大水漫灌式的流量战争主要体现在两大核心环节。

- 地毯式广告投放：以传奇类页游 MMO《贪玩蓝月》为例，邀请能够唤起玩家怀旧情怀的老牌港星张家辉、古天乐、吴孟达等担任代言人，并进行铺天盖地的广告宣传，其广告语“大家好，我是渣渣辉”，“是兄弟，来砍我”等达到洗脑式营销的效果，游戏热度在流量漫灌之下迅速出圈。
- 滚服的运营模式：在 ROI>1 的前提下，增开新服能较为确定地带来流水的增长，符合页游流量变现的逻辑。根据 9K9K 估算数据，A 级以上游戏的新服单服务器单日营收在 50~150 万区间；一般每个新服初开的前 4~5 天是收入爆发期，之后迅速衰退。

图 7：《贪玩蓝月》代言人张家辉、古天乐、孙红雷



资料来源：贪玩蓝月

图 8：滚服的运营模式



资料来源：9K9K，安信证券研究中心

## 2.2. 页游公司顺利崛起，受益于诸多因素

### 2.2.1. 页游公司顺利崛起的四个有利因素

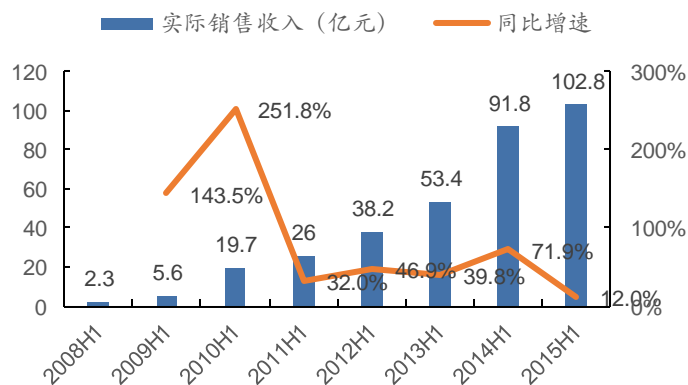
页游自 2008 年以来开始出现持续性高增长，并在 2010 年增速达到 251.8%，2013 年手游全面崛起后增速开始放缓。在此期间，拥有页游业务的公司如雨后春笋，相继顺利崛起。

页游公司能够顺利崛起，主要得益于 1) 端游进入瓶颈期、2) 网络环境及 Flash 技术进步、3) 联运模式确立、4) SP、网盟等转战页游四大因素。

1) 端游进入瓶颈期：2008-2015 年，端游销售收入增速明显放缓，主要系用户主力群体老化及新产品后继乏力两大原因所造成。页游正是抓住端游发展疲软这一机遇，覆盖非核心端游玩家、快速攻占游戏市场。端游进入瓶颈期主要由于用户主力群体老化及新端游产品的后继乏力。

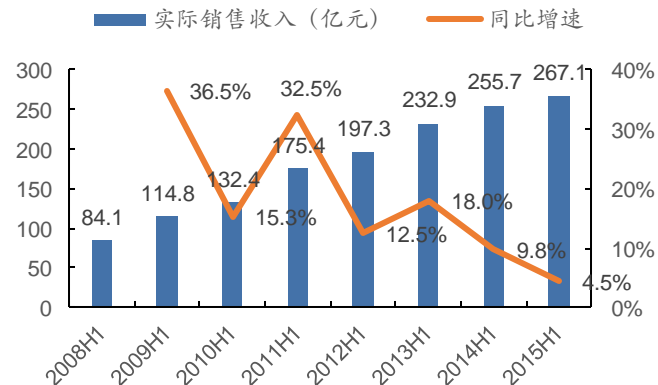
- 用户主力群体老化。一方面原端游主力玩家多为 80 后人群，其面对持续加大的工作与家庭压力，能投入到端游的精力大幅减少；另一方面新生 90 后玩家生活节奏明显加快，更愿意接受快餐文化，而端游需要耗费大量时间与精力，90 后对于端游的接受度下降。
- 新端游产品后继乏力。2005-2015 年，国内外端游均鲜有大作问世，常年盘踞各类端游榜单的仍然是以《魔兽世界》、《英雄联盟》、《地下城与勇士》等为代表的老产品，新端游产品的后继乏力令玩家审美疲劳。同时，页游更新迭代速度较快，不断推陈出新，持续吸引玩家关注。

图 9：2008H1-2015H1 页游实际销售收入及同比增速



资料来源：游戏工委，安信证券研究中心

图 10：2008H1-2015H1 端游实际销售收入及同比增速



资料来源：游戏工委，安信证券研究中心

2) 网络环境及 Flash 技术进步：网络环境及技术条件的就位是页游快速崛起的先决条件。

- 网络环境改善。页游对网速的要求颇高，网络环境的改善为页游的崛起做好充足准备。
- Flash 技术进步。Flash 技术的广泛应用进一步降低页游开发门槛，大批中小厂商及游戏创业公司以开发页游切入市场，显著增加页游的供给。

3) 联运模式确立：联运模式下，页游的流量变现属性契合平台方的变现需求，受到平台的高度重视。

- 对于页游厂商而言，联运模式下，游戏产品借助联运方门户网站资源最大限度地拓宽游戏产品受众、最大程度获得产品曝光量，在节约推广、宣传成本的同时提升游戏成功率。
- 对于联运平台而言，页游高效的变现能力可以作为平台广告收入的重要补充，因此凡是拥有流量或者用户资源的平台或站点都有可能考虑联运页游。

4) SP、网盟等转战页游：2008 年，SP 行业面临整顿，大批原先的 SP 行业纷纷转型页游行业。网盟渠道一方面作为 SP 公司的合作伙伴，主动跟随 SP 的转移而转战页游；另一方

面当时的端游厂商推广产品已经形成固有渠道，大批网络联盟流量在 SP 行业整顿后没有新的行业进行释放，被动转战页游领域。此外，页游的新入局方还包括奇虎 360，以免费安全软件起家，针对网页游戏用户制作游戏浏览器，积累客户群并拓展页游平台；VeryCD，原本主营影视音乐下载资源，在因版权问题惨遭大规模下架后转战页游市场，迅速依靠页游实现月收入过亿。以 SP、网盟为代表的入局方，为页游崛起注入强劲动力。

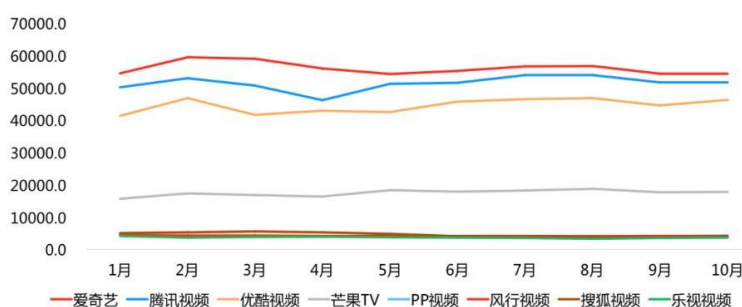
页游厂商中三七互娱最先崛起，其研发、运营双端发力，迅速跻身为页游 Top2。三七互娱成立于 2011 年 9 月，以页游联运业务起家，在短短的 2 年内跻身页游发行商 Top2（根据公司财报资料显示，其联运平台 37wan 于 2012 年 Q4/2013 年 Q4 市占率分别为 7.2%/10.8%，仅次于腾讯）。在积累丰富的游戏发行及运营经验后，三七互娱从 2013 年 9 月开始布局页游研发，相继成立极光工作室、火山湖工作室。2014 年自研两款现象级精品 IP 页游大作《大天使之剑》、《传奇霸业》，上线后持续霸占页游流水及开服榜 Top5，自研页游的大获成功让三七成功跻身页游研发商 Top1（根据公司财报资料显示，其旗下页游 2015 年/2016 年 Q3 市占率分别为 9.6%/10.5%，居研发商首位）。同时，37wan 在页游发行市场的地位进一步稳固（根据公司财报资料显示，37wan 平台在 2014/2015 年/2016 年 Q3 市占率分别为 12.3%/13.5%/13.4%）。

### 2.2.2. 页游崛起历程回顾，预示短视频 CP 正在崛起

复盘页游厂商崛起历程，我们推演出短视频 CP 现阶段所处内外环境特征 1) 长视频增长困境、2) 网络环境改善及短视频观看习惯养成、3) 短视频承担引流及变现功能，与页游厂商崛起具有高度的相似性，因此我们判断短视频 CP 正在崛起。

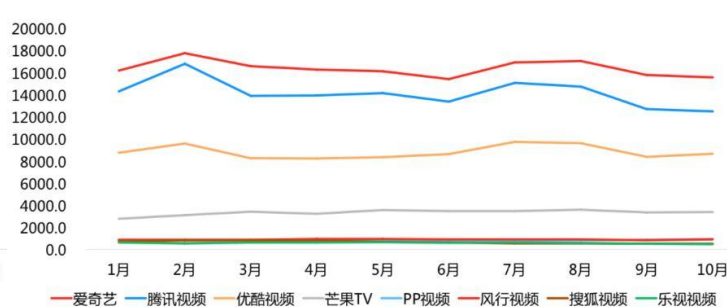
1) 长视频增长困境：2019 年长视频网站普遍增长失速，爱奇艺 19Q3 营收增速为 7%，首次跌破双位数增长，芒果超媒 19Q3 归母净利润同减 28.8%至 1.71 亿元，19Q2 净利润约为 3.86 亿元。2019 年以来，流媒体视频网站的业绩整体增速下滑，背后最主要原因为获取流量的能力下滑，具体表现为首先月活增长出现困境、其后日活出现负增长、最后时长出现负增长。

图 11：2019 年在线视频平台 MAU（万人）



资料来源：比达数据中心

图 12：2019 年在线视频平台 DAU（万人）



资料来源：比达数据中心

2) 网络环境改善及短视频观看习惯养成：网络环境改善及用户短视频观看习惯的养成为短视频 CP 快速崛起奠定基础。

- 网络环境改善。短视频相对于文字、图片等内容形式流量消耗更大，对网络环境的要求也更高。合理的流量费用、流畅的网络环境是短视频得以兴起的前提条件。
- 短视频观看习惯养成。以抖音、快手为代表的短视频平台已经培养用户观看短视频的习惯，各类流媒体形式中短视频的重要性逐渐凸显，正在成长为与文字、图片等并驾齐驱的传播形态。

3) **短视频承担引流及变现功能**：短视频相比文字、图片、音频等传统形态具备更低的理解门槛、更密集的信息输出、更强的互动感及沉浸感等优势，各平台尝试将引流/变现方式由文字、图片等升级为短视频。

图 13：页游厂商崛起 VS 短视频 CP 崛起

页游厂商	短视频CP
1) 端游进入瓶颈期	1) 长视频增长困境
2) 网络环境及Flash技术进步	2) 网络环境改善及短视频观看习惯养成
3) 联运模式确立	3) 短视频承担引流及变现功能
4) SP、网盟等转战页游	4) 三类短视频CP入局方，谁将率先崛起？

资料来源：安信证券研究中心

短视频内容已爆发，行业竞争格局尚未成型，短视频 CP 正在崛起。本文将于第四部分详细探讨三类入局的短视频 CP，即 1) 全新公司制作短视频内容；2) 影视公司延伸至短视频制作；3) 并购重组介入短视频制作。

## 2.3. 端游公司布局页游的诸多不利因素

### 2.3.1. 端游公司布局页游的三个不利因素

端游与页游产品的内容特性本身存在重大差异，且运营思路与商业模型均无法相互借鉴或迁移。因此，端游公司布局页游存在一定挑战，各方面不利因素集中体现在：

1) **端游、页游产品逻辑截然不同**。从产品开发看，一款端游需要耗时 2-3 年研发，而页游的研发周期明显较短，强调迭代更新的及时性；从运营思路看，端游是精耕细作式的运营，重视用户留存与用户粘性、尽量延长产品生命周期，而页游运营则是比拼流水作战的能力，采用持续滚服“洗用户”的运营策略，主要关注“大 R”用户。

2) **与页游玩家理念不合，传统优势反成发展掣肘**。端游 MMO 的优势理念如持续的成长与追求，高沉浸感高投入体验，强制组队加强互动体验，日常课程表模式增加用户粘性等；从负面角度解读则分别是持续的追赶与落后，高强度与高疲劳度，单人无法玩、无形中增加游戏门槛、枯燥、重复、乏味。端游的这些传统优势，完全与页游“简单、快捷、随时随地玩、强调爽感”的理念背道而驰。页游的核心用户并非端游玩家，其普遍无法忍耐端游重度、耗时的玩法，玩家之间存在差距的压力，以及高操作、强交互的高门槛。

3) **相对后发，未建立起页游平台/渠道优势**。页游是大水漫灌式的流量战争，在投放平台/渠道上建立优势是制胜关键。端游厂商虽然已经形成固有的投放渠道，但原有端游渠道与页游玩家的重合度并不高，且页游获利无法覆盖端游传统推广模式下过高的硬广成本。端游公司普遍布局页游较晚，而先入局者先发优势明显。先入局者一类是页游研发商，已经与平台

建立紧密联系，充分积累在各个平台的投放、运营经验，另一类是联运平台起家切入页游研发、研发与联运能力兼顾，如 37wan 等。

### 2.3.2. 影视公司介入短视频制作胜算几何？

复盘端游公司布局页游，我们推演影视公司介入短视频制作虽具备专业化制作及素材源等优势，但其容易受到原有惯性模式的限制，布局短视频制作存在一定挑战；影视公司或将面临与端游公司布局页游相似的诸多不利因素：

1) **影视内容、短视频产品逻辑完全不同。**从内容制作看，影视剧相比短视频，制作周期更长、投入更大、专业门槛更高，通常以项目制的形式进行制作，体量大、风险高；短视频市场中目前 UGC、PGC、OGC 内容共存，整体体量大、风险低。从商业模式看，影视剧制作成本高企，制作完成后出售给视频平台或电视台收取版权费，而短视频内容主要承担引流/变现功能，一般按照短视频实际转化效果结算收入。因此，影视公司制作及分发短视频内容需要跳出原有影视内容模式的限制，重新理解短视频行业的运行规则。

2) **不理解短视频用户需求，传统优势或成发展掣肘。**短视频以人为中心，以冲击性为诉求，以短为卖点，更强调有创意、抓眼球，力求在短时间达到吸睛目的；而影视剧本强调严谨性、故事感，难以在区区几十秒钟-几分钟内讲出一个完整故事，即便以《陈翔六点半》《万万没想到》为代表的少数段子剧成功开创剧情类短视频，但这类作品强调的创作设计感及戏剧张力无形之中拔高了制作门槛。

3) **能否建立平台/渠道优势处于未知数。**长短视频变现渠道存在差异，传统影视作品依赖长视频平台进行版权售卖变现，而短视频 CP 与短视频平台选择 B2C 的变现模式，短视频平台由内容支撑流量，用流量转化资本，最终靠资本反哺内容。影视公司延伸至短视频制作，将失去传统影视产品链条中的平台这一层保护伞，影视公司将背负巨大压力，能否建立短视频平台优势尚属于未知数。

图 14：端游公司布局页游 VS 影视公司布局短视频制作



资料来源：安信证券研究中心

### 3. 短视频 CP 崛起的契机，是快抖拼等平台对强变现的需求

#### 3.1. 快抖拼等流量平台对变现的需求愈加强烈

短视频行业已由前期跑马圈地的流量积累阶段，过渡到精耕细作的商业化变现阶段。短视频行业历经八年发展，已进入商业化变现的成熟阶段。

**1) 萌芽期 (2012-2014 年):** 快手、秒拍等产品逐渐从工具类产品转变为短视频内容社区，开辟短视频平台赛道；在美拍入局的加持下，“全民社会摇”、“春节拜年”、“冰桶挑战”三大著名营销战役效果斐然，吸引用户参与到短视频社区构建与内容分享中，将短视频市场推到全新的高度。

**2) 快速发展期 (2016-2017 年):** 传统专业媒体进入短视频领域并迅速增长，如澎湃新闻“梨视频”、界面“箭厂”、南方周末“南瓜视业”等。同年，头条系火山小视频、西瓜视频、抖音 APP 相继上线。2017 年，互联网巨头入局短视频市场，采用巨额补贴促进内容生产，如腾讯复活微视，阿里文娱推出 20 亿“大鱼计划”补贴，百度投资人人视频、上线好看视频等，创作者参与热情剧增、短视频内容爆发。

**3) 成熟期 (2018-2019 年):** 2018 年，短视频行业市场格局初定，头部平台逐渐开启商业化变现道路，迅速完成从“流量积累”向“流量变现”的转变。短视频优质的流量资源，得到产业链参与方包括广告主、内容方、MCN 机构等认可，向电商变现模式高歌猛进。2019 年，李佳琦全网爆火，内容电商成为存量时代短视频行业发展又一重点。

表 2: 短视频行业打通电商变现模式

时间	电商变现关键事件
2018 年 3 月	淘宝直播入口移至淘宝 APP 第一层入口
2018 年 6 月	快手上线“快手小店”，开启富有独特黏性的“老铁带货”模式
2018 年 10 月	抖音上线商品橱窗及“抖音小店”，开启内置电商与跳转外链的带货模式
2019 年	短视频内容电商模式、李佳琦全网爆火，网红/明星带货成为短视频行业又一发展重点

资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

短视频平台加速商业化变现步伐，积极探索各类变现路径。以快手、抖音为代表的短视频平台积极开拓除广告业务之外的商业路径，包括电商带货、直播打赏、知识付费、游戏。具体看这五种商业路径：1) 广告营销。包括内容植入、视频贴片与信息流广告等形式。2) 电商带货。视频生产者通过短视频链接或采用直接口播的形式引流到店铺，用户通过观看视频，激发购买欲望后直接点击链接购买。3) 直播打赏。主要指用户在观看直播的过程中赠送主播礼物或直接现金打赏。4) 知识付费。包括用户付费观看内容、平台会员制增值服务付费等形式。5) 网络游戏。五种商业路径的实现均需要叠加短视频内容进行引流。

图 15: 短视频行业五大商业路径



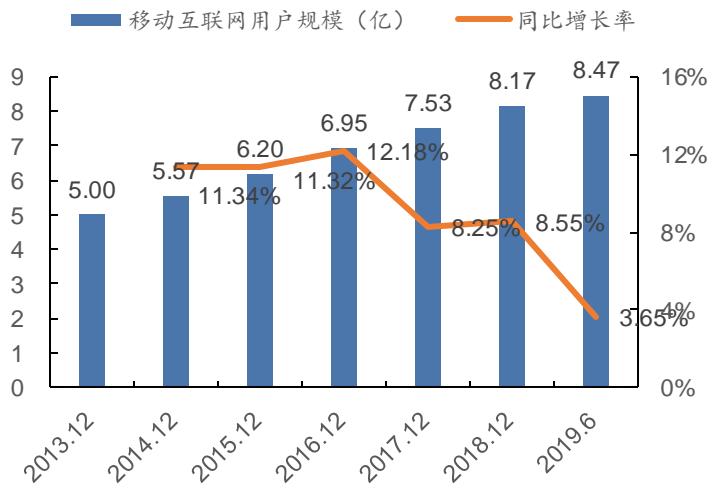
资料来源：安信证券研究中心

### 3.2. 存量博弈下引流方式由文字、图片升级为短视频

#### 3.2.1. 互联网经济进入存量博弈时代

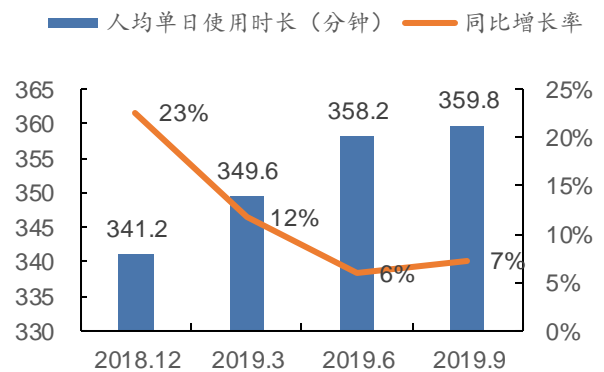
人口红利消失、时长红利渐微。根据中国互联网络信息中心（CNNIC）第45次《中国互联网络发展状况统计报告》显示，2019年6月中国移动互联网用户规模为8.47亿、增速降至3.65%；根据QuestMobile统计数据，互联网用户单日使用时长增速下降至7.3%。互联网经济进入存量博弈的“新常态”。

图 16：中国移动互联网月活跃用户规模趋势



资料来源：CNNIC，安信证券研究中心

图 17：中国移动互联网用户人均单日使用时长



资料来源：QuestMobile，安信证券研究中心

#### 3.2.2. 变现相关的引流方式由文字、图片升级为短视频

存量博弈的背景下，为提升变现效率，引流方式必将由文字、图片升级为短视频。从用户端看，经历2G/3G-4G-5G的过渡与迭代，用户的阅读习惯也逐步由文字、图片升级为短视频内容。短视频相对图文内容，更通俗、更直观，同时具有更强的娱乐属性与话题属性；从带货/变现的角度看，短视频在表达时更具有立体感、画面感，能够满足消费者对商品深入了解的诉求。

从广告主端看，广告主关注到短视频内容作为引流方式带来的变现效率提升，开始倾向于短视频平台的投放，尤其青睐快手、抖音等头部短视频平台。

- **短视频引流相对图文具备更高的可读性与转化率。** 图文内容的阅读需要用户有一定的主动性、用户门槛更高，用户在阅读图文的过程中非常容易产生审美疲劳而中途放弃，导致转化率不及预期。短视频内容的观看，用户则是较为被动地接收平台根据算法推送的信息流，观看场景极具沉浸感，用户在短时间、高密度输出的短视频场景下更容易完成冲动型消费。根据美国JOYUS统计数据，短视频比图文产生购买的转换率高出5.15倍。
- **短视频广告素材的可投放平台范围日益宽广。** 各流量平台均入局短视频内容的分发，在APP内部或首页嵌入视频专区，短视频内容正在成为与图片、文字并驾齐驱的内容形态。因此，短视频广告素材的投放渠道已经不再局限于快手、抖音等短视频平台，而是能够立足于各大流量平台的视频专区最大范围地覆盖潜在用户。

### 3.3. 两大特性决定短视频内容是一条长坡厚雪的优质赛道

#### 3.3.1. 需求爆发，短视频CP景气度将加速且持续上升



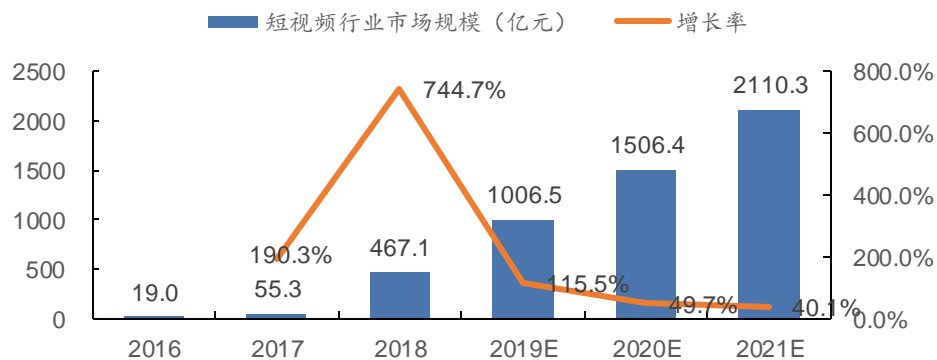
短视频下游需求极度旺盛，一方面系各分发平台入局，围绕短视频内容展开军备竞赛。各流量分发平台需要加强变现，以内容来圈定用户，进而探索变现。因此，各分发平台入局后均争相储备短视频内容以构建平台竞争力。另一方面，系短视频内容本身的快消品化属性，短视频素材的消耗速度较快。以抖音平台为例，一条短视频素材的平均消耗周期为2-3天，超出时限的短视频素材将难以再进入抖音流量推荐池，因此，分发平台需要持续储备全新短视频内容。

未来短视频内容的重要性进一步凸显，有望迎来量价齐升。

- **量升。**各分发平台围绕内容展开的军备竞赛以及短视频内容本身的快消品化属性，导致短视频内容整体需求量巨大；同时，平台相继推出短视频配套剪辑工具及向创作者开放权益服务，进一步为创作者制作短视频内容扫清障碍，有助于实现短视频制作的效率，短视频内容供给量有望实现一定程度的提升。
- **价升。**得益于短视频内容的持续升级及供需关系，短视频内容的采购价格未来有望迎来一轮提升。一方面，短视频内容持续升级的需求将长期存在，主要系1)技术手段推动内容形态的升级，未来可能进化为VR、AR短视频；2)平台的变现诉求不断加强，存量博弈时代比拼变现效率，短视频内容必将向强转化率的方向进步升级。另一方面，短视频CP目前处于供不应求的卖方市场，各平台对于短视频内容的强烈需求将推高短视频的制作单价。

短视频行业市场空间广阔，行业景气度持续上升。根据艾瑞咨询统计及预测数据，2018年，头部短视频平台开放广告变现，带动短视频行业市场规模提升至467.1亿元，增长率达744.7%，2019年预计短视频行业市场规模将达到1006.5亿元。未来，随着短视频逐渐成为用户在线娱乐不可或缺的方式，短视频平台广告变现及其他变现方式发展空间将进一步拓展，预计到2021年短视频市场规模将达到两千亿水平。

图 18：中国短视频行业市场规模及增长率



资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

### 3.3.2. 短视频内容具备快消品&工业化属性，具备规模化能力

在引流变现功能定义范畴下的短视频内容，具备快消品与工业化的属性，对比影视CP的项目制，具备规模化能力。

类似快消品，短视频内容具有消耗速度快、注重大众化、用户群广泛、消费频次高等特征。如果将经费动辄过亿、时长超过90分钟的电影定义为奢侈品，与之相对高度UGC化，时长从十几秒到几分钟不等的短视频则属于快消品。

- **短视频用户易产生审美疲劳，短视频内容消耗速度极快。**短视频强调短而精，目标是在用户有限的碎片化时间内抢夺注意力，在短短十几秒或几十秒内完成冲突与内容的集中爆发。用户多不会回看一条短视频内容，即便是较为优质的短视频内容，用户也易产生

审美疲劳。

- **用户选择观看短视频的逻辑与选择消费快消品相似。**与长视频及奢侈品对比，短视频的时间成本与快消品的货币成本均相对低廉，用户在选择短视频或快消品时多被动接受、少主动思考。用户观看短视频内容时接受平台根据算法推荐的内容，正如消费快消品时选择一款超市货架上由促销员精心排布的商品。
- **短视频内容是视频领域的快消品，用户群广泛、消耗频次高。**快消品多采用“薄利多销”的营销策略，短视频内容作为视频领域的快消品，毛利率同样不高，用户群体广泛、内容需求量与消耗量处在较大量级，同时用户观看短视频的频次较高。

**短视频内容有望实现成规模、成批量的工业化生产，发挥规模效应。**短视频制作的部分环节可高度标准化、流程化，短视频有望实现工业化生产，从而形成规模效应。不同于影视 CP 的项目制，短视频 CP 具备规模化能力。

- **短视频完整的制作流程大致包括创意与策划、脚本、剧本撰写、场景的搭建、演员的选择、拍摄、后期剪辑等。**短视频制作的创意与剧本撰写存在一定程度的不可控因素，但场景搭建、拍摄、后期剪辑等环节可以高度标准化、流程化。未来，短视频产业链进一步细化之后，整个制作流程有望形成一条工业化生产流水线，各方分工合作、提高效率。
- **短视频内容实现工业化生产后，标化产品的制作成本可控、产品品质稳定，具备规模化能力。**工业化生产意味着短视频制作的各个环节已经固定化、程式化，形成一定的规模效应、能降低单位制作成本。同时，工业化生产统一设定内容产品的基本标准，能够控制短视频内容制作成本，同时保持内容产品品质的稳定性。

## 4. 看好三类短视频 CP

### 4.1. 内容延伸平台功能，平台便捷内容输出

#### 4.1.1. 三类不同功能的短视频内容

**短视频内容按照功能的分类为纯内容型、硬广替代型、引流替代型三类。**纯内容型短视频，主要提供观看及娱乐价值，为短视频平台增强用户黏性。硬广替代型、引流替代型短视频主要承担平台变现、转化流量的功能，其中，硬广替代型短视频，对标品牌广告，主要用于树立品牌形象、提升品牌价值；引流替代型短视频，对标效果广告，主要承担引流功能。

#### 1) 纯内容型短视频

以李子柒、办公室小野等 KOL，罗翔说刑法、丁香医生等知识科普型大 V，人民日报、澎湃新闻等媒体账号输出的短视频为代表。

李子柒、办公室小野等账号发布的短视频内容具备较高的观看价值，在镜头语言、创意脚本、画面美学等方面均具备一定造诣，该类账号发布视频的频次相对较低、但往往单次视频能够吸引数百万播放量。同时，李子柒、办公室小野等 KOL 的影响力已经走出国门，成为 YouTube、Facebook 等海外社交媒体平台的头部账号。罗翔说刑法、丁香医生两大知识科普型大 V 分别常驻 B 站与知乎，凭借专业且深入浅出的知识科普与鲜明的个人风格迅速实现视频内容热度的出圈与粉丝数量的累积。人民日报、澎湃新闻等媒体账号主要关注社会热点话题，以短视频的形式传播新闻内容，相比传统媒体形态更易为大众所接受。

#### 2) 硬广替代型短视频

不同于传统广告视频相对生硬、突兀的产品推介，硬广替代型短视频主要通过创意内容中植入产品信息以获得用户关注，最大程度降低用户对广告的反感。

以《荒野乱斗》的一组短视频投放广告为例，7 分钟的短视频集中重现“苏大强喝手磨咖啡”、

“雪姨敲门”、“王境泽真香”、“淡黄的长裙、蓬松的头发”、“抱歉、有钱是真的能为所欲为”等年轻人喜闻乐见的经典桥段。短视频广告内容制作精良，在集齐原班明星的同时重现影视剧布景，使用户体会到《荒野乱斗》这款游戏推广的诚意与用心。

图 19:《荒野乱斗》广告植入



资料来源：秒拍

### 3) 引流替代型短视频

引流替代型短视频在推广产品信息时，视频内一般附有链接，可将短视频的流量直接导入至抖音小店/快手小店/淘宝店铺等，或者进一步导入直播间。由于时长以及平台限制，单条短视频带货的峰值存在限制，但将流量导入直播间后，带货数量的上限将显著提升。用户观看引流替代型短视频完成购买行为的全流程为第一步，用户观看短视频被种草，第二步，用户点击链接，第三步，用户被直接导入至淘宝店铺/直播间完成购买行为。

**主流短视频平台的短视频内容矩阵基本由纯内容型、硬广替代型、引流替代型三类共同构成；各平台上内容具体分布情况存在一定差异。结合各平台实际内容生态来看：**

- 抖音、快手平台上不乏优质的纯内容型短视频，但硬广替代型、引流替代型内容占比相对 B 站等偏内容型平台占比更大。
- B 站“圈地自萌”文化根深蒂固，在广告变现方面显得相对克制，纯内容型短视频蓬勃生长、占比超过硬广替代型及引流替代型短视频。
- 小红书平台具备社交电商属性，种草类硬广替代型、带货类引流替代型均占据相当比例，纯内容型短视频主要分布在健身、美妆、美食等细分品类下。

**品牌主多选择同时投放硬广替代及引流替代两类短视频内容素材，以协同发挥短视频内容的影响力，全方位地塑造品牌价值、创造带货效益。结合品牌推广实例来看：**

- 淘宝销量第一的麦片品牌“王饱饱”邀请刘涛、古力娜扎等明星以及一众 KOL、KOC 进行产品推介，同时利用促销活动、促销视频等引流用户至淘宝店铺或直播间。
- 快速崛起的国货美妆品牌“花西子”、“完美日记”主要依靠大量种草类、测评类账号输出硬广替代型短视频进行推广，同时通过引流替代型短视频将用户引流至直播间。

#### 4.1.2. 短视频平台配套内容制作工具及服务

短视频平台推出配套的短视频剪辑工具 APP、改善/增添相应的短视频内容制作服务，便捷

**短视频 CP、网络红人大 V、KOL 等进行短视频内容制作。**在以抖音“剪映”、快手“Mulight”、B 站“必剪”为代表的短视频剪辑工具 APP 的辅助下，短视频制作更为便捷、高效，剪辑完成后的短视频内容可以一键上传相应的短视频平台，形成一定的内容-平台绑定关系。此外，知乎、网易云音乐等图文、音乐形态的内容平台通过新增/改进短视频功能入口及配套服务，积极进行内容输出方式的升级。

**以抖音、快手、B 站为代表的短视频平台均推出配套的短视频剪辑工具：**

- **抖音旗下“剪映”APP 可直接匹配平台、一键上传。**剪映是一款移动端视频剪辑软件，支持切割、变速、倒放、特效等功能，储备丰富的滤镜、贴纸及曲库，同时提供多样化的模板供用户模仿。剪映 APP 兼顾功能的强大适用与操作的简单便捷，同时满足创作达人与普通小白用户的剪辑诉求。剪映的诞生，降低了短视频的创作门槛，提升了短视频的制作效率。
- **快手旗下光音 Mulight 可用于制作音乐 MV 类短视频。**光音 Mulight 是一款制作音乐 MV 的工具类 App，为用户提供简单的视频剪辑及逐句添加歌词的功能。添加歌词时，用户在导入整首歌的歌词后转到视频编辑页面，通过单击画面的方式将单句歌词添加到对应的画面中。
- **B 站近日推出“必剪”APP，对标抖音“剪映”。**必剪是一款移动端视频剪辑软件，支持边录屏边剪辑、特效、添加 BGM 等功能，素材库中储备大量具有 B 站特色的过场动画、鬼畜表情包、贴图，且与 B 站的主站账号互通，UP 主可以将作品直接通过“必剪”发送至 B 站。

**以知乎、网易云等为代表的图文、音乐等内容平台，以微博为代表的社交类分享平台等加码短视频内容与服务：**

- **知乎新增“视频”回答，上线“B 乎”模式。**2018 年 6 月，知乎 APP 在原有“关注”、“热榜”、“推荐”的首页新增“视频”专区，直观展示知乎平台上的短视频内容。2019 年 3 月，知乎取消首页视频专区，将视频回答植入到知乎“回答”与“想法”板块，视频流被归属在对应的问题下。2020 年 4 月 1 日，知乎限时开放“B 乎”模式，意为知乎的 B 面，B 乎模式更侧重展示视频内容，“B 乎”模式上线了多个细分栏目，包括“B 乎有视频”、“奇怪的知识增加了”、“一圈人不说两家话”、“如何优雅抬杠”、“有问题，上 B 乎”、“这是新功能，名字叫分区”等。
- **网易云音乐首页添加视频专区。**网易云音乐在音乐类 app 中率先推出短视频功能，在网易云的视频专区可以看到很多演唱会的 Live 版以及音乐原版 MV。同时，用户也可以上传翻唱视频、演唱会视频片段、舞蹈视频、二次元视频等同步网易云音乐动态。
- **微博视频号为创作者完善一系列权益服务，与“星球视频”独立 App 打通连接。**7 月 10 日，微博视频号全面公测后微博视频创作者全面升级为微博视频号，获得微博视频号准入门槛后博主享有专属的视频主页，其最新发布的内容会自动置顶到主页面。根据新浪微博官方解释，微博视频号全称为微博视频号计划，主要是微博针对优质视频创作者提供一系列服务，包括帐号成长、产品服务与商业变现等一系列的服务与权益。星球视频 APP 是一款 UGC 视频社区，产品分为“首页”、“频道”、“拍摄”、“消息”和“个人中心”。星球视频 APP 目前正在进行内测，定位横版短视频内容领域，用户通过微博登录后，视频内容、好友、关注等数据也会同步迁移到微博。

## 4.2. 看好三类短视频 CP

在长坡厚雪的短视频制作赛道，我们看好三类短视频 CP：1) 全新公司制作短视频内容；2) 影视公司延伸至短视频制作；3) 并购重组介入短视频制作。

#### 4.2.1. 全新公司制作短视频内容

全新公司制作短视频内容，多以非上市公司为主。入局者以秒影工厂、草莓星球、五月美妆、灰斑马、小象互娱、耀世星辉为代表。

##### （一）秒影工场

公司成立于 2020 年 01 月，核心团队均来自谷歌、百度、字节跳动、快手等一线互联网公司。秒影工场的优势在于：1) 主要通过模式、技术、流程的创新，赋能短视频广告生产者，打造更高质量、更高效率的商业短视频智能创意及工业化生产平台；2) 建立全国范围的短视频拍摄基地，联合媒体、广告主、培训机构等共同打造短视频人才培养及服务基地。

截至目前，秒影工场已与近百个优质的视频生产团队建立稳定合作关系，累计为数十家广告代理商、数千家广告主、近百家品牌客户生产数万条商业短视频。

6 月 23 日，公司宣布获得千万级天使轮战略投资，微盟集团为投资方。该笔融资将主要用于技术、基础设施、人才服务等方面。

##### （二）草莓星球

公司成立于 2018 年 10 月，系美妆短视频内容提供商。核心优势在于：1) 目前已签约 20 多位拥有百万级别粉丝的腰部达人，粉丝总量在 2200 万左右；2) 拥有 100 家左右美妆个护资源，覆盖从雅诗兰黛等大牌到精品国货；3) 打造业内首个基于短视频传播的网红采访自媒体 IP《来了鲍哥》全网分发。目前上线 6 期视频，全平台粉丝总量超过 10 万，并获得超过 2000 万播放。

公司在 7 月宣布完成 Pre-A 轮融资，投资方为社交传媒集团悦普。

##### （三）五月美妆

公司系定位于一家深耕时尚领域的原创内容公司，内容布局主要为种草、化妆品评测、美妆、时尚买手、护肤品评测、时尚好物推荐为主，2018 年 8 月正式成立短视频项目，从微信公众号转战短视频。五月美妆的优势有 1) 旗下拥有约 40 个红人，全平台粉丝数 1.3 亿左右，其中抖音平台粉丝数达 7 千万、快手平台 4-5 千万；2) 内容输出一直以美妆垂类内容为重心，剧情号也会进一步缩减，并融入美妆元素，在内容上实现以美妆为主，但场景多样。

2018 年，公司获新途资本千万级 Pre-A 轮融资。

##### （四）灰斑马

公司成立于 2018 年 6 月，系一家短视频内容孵化服务提供商，主要从事短视频内容孵化、制作与推广。灰斑马的优势在于 1) 擅长从素人、零粉丝起步孵化网红；2) 起步阶段主要选取了泛娱乐、时尚穿搭、知识付费等细分类目，并做出了 100 多个广告营销、电商带货类的矩阵账号。

目前，公司孵化素人粉丝总量 3000w+，作品包括《顾及看世界》、《猪皮爆炒香港娱乐》、《欧叔侃车 30 秒》等。

灰斑马曾于 2018 年 10 月获得来自唯猎资本、蔡跃栋的种子轮与天使轮融资，2019 年 7 月获 Wecash 闪银 2000 万 A 轮融资。

##### （五）小象互娱

公司成立于 2019 年 4 月，专注于互联网直播与游戏内容，其创始人窦雨潇曾任 YY 游戏直播、虎牙直播营收负责人，曾担任熊猫 TV 执行副总裁一职，从零创立了熊猫 TV 的内容团队、运营团队，具有丰富的内容运营经验。

公司曾先后获得腾讯方面的两轮投资，进一步加强了公司腾讯系的内容渠道的优势地位，在非腾讯系的渠道上，小象互娱已入驻网易号、百家号、头条号、抖音，拥有冷启动扶持与保底曝光率。

截至 2019 年 4 月腾讯第二轮投资之时，公司单月实现了 1 亿元营收，在全平台的月均流量达 21 亿，签约艺人 5000 余名、游戏主播共 2000 余名。

#### （六）耀世星辉

公司成立于 2016 年 12 月，超过一百五十名员工中的一半负责内容生产，全部采用广播级的设备进行拍摄制作，旗下短视频平台“悦享视频”日更达数十条。耀世星辉的核心优势包括：

1) 上线一年多时间后成为阿里系最大的短视频内容合作商之一，为淘内需要短视频内容营销的各大品牌提供全套的内容营销与运营服务；2) 用“悦享视频”平台聚合旗下的生活方式内容，并且在淘内站稳脚跟后开始向更社交化、粉丝聚集能力更强、流量效应也更为明显的淘外平台如微博、头条等发力。

4 月 23 日，公司拟通过增资扩股方式引入战略投资者上海中汇金玖投资有限公司、中盛京华资产管理(北京)有限公司、上海子茹投资管理中心(有限合伙)，增资金额合计 2.1 亿元。

#### 4.2.2. 影视公司延伸至短视频制作

影视公司转型介入短视频一方面在专业化及影视资源上有优势，另一方面则类似端游公司布局页游受挫，容易受到固有思维的局限。入局者以慈文传媒、中广天择、华策影视、奥飞娱乐、捷成股份为代表。

##### （一）慈文传媒

公司旗下赞成科技是中国移动咪咕文化的战略合作伙伴，取得中国移动咪咕文化的渠道运营资质与产品供应商资质，逐步开展游戏、视频、阅读、音乐、动漫等多产品线的运营业务。

赞成科技积极布局短视频业务，储备视频制作运营人才，与中国移动、中国联通分别就视频彩铃的新业务建立深度合作关系，进行共同开发及运营。并积极拓展与抖音、趣头条、百家号、企鹅号等自媒体平台的合作，开展以自制短视频为主题的运营工作。

##### （二）中广天择

公司于 2018 年开始业务转型，经过近两年的努力，主营业务从传统电视媒体视频内容供应商逐步向大型综艺、千台一网融媒体、剧集、影业、短视频五大领域拓展转型。2018 年以来，中广天择开始在新媒体端发力，成立新媒体中心，研发推出一系列新媒体账号与内容。该内容制作团队可生产包括美妆类、母婴类、游戏类、剧情类等类别的优质短视频，在各大头、腰部渠道如今日头条号、大鱼号、百家号、企鹅号、抖音、快手等新媒体渠道都开设了“短视频专属账号”进行内容展示及分发。目前已在全网 30 多家平台开拓短视频业务，旗下账号全网粉丝数 2300 万+，全网播放量 40 亿+，点赞 2 亿+。

短视频人才培养方面，2016 年 7 月，海口经济学院在原传媒学院基础上与中广天择传媒合作办学成立中广天择传媒学院。当前中广天择传媒学院已经成为公司融媒体、短视频人才培养与孵化基地。

重大合作方面，2019年9月，公司与北京快手科技有限公司签署战略合作协议，在公司原有节目发行渠道优势“千台一网”的基础上打造“千号一网”，与快手平台联合，运用各自的资本优势、运营优势助力各垂类账号。按照公司运营计划，预计2020年内可以实现粉丝数的倍增。

### （三）华策影视

公司作为优质内容的创作方，对内容领域各环节一直保持高度敏感与关注。公司已通过艺人直播、影视剧集短视频再创作的方式介入短视频及直播电商领域。

2020年，公司在长视频领域加强对定制内容的研发力度、在短视频领域则是依托现有资源探索新的业务模式，丰富内容矩阵，未来关注短视频（二次剪辑创作影视内容/打造超短剧）等新业务拓展。

### （四）奥飞娱乐

公司是A股市场头部动漫公司。目前公司旗下拥有原创动力、四月星空（有妖气）、狼烟动画等10多个原创动漫工作室，已打造出覆盖全年龄段的精品IP矩阵：其中包括面向K12人群的“喜羊羊与灰太狼”、“铠甲勇士”、“巴啦啦小魔仙”、“超级飞侠”、“萌鸡小队”、“贝肯熊”，“机灵宠物车”等IP；面向青少年以及全年龄段人群的“十万个冷笑话”、“端脑”、“雏蜂”、“镇魂街”、“贝肯熊”、“太极鼠”、“功夫料理娘”等IP。

2019年起，公司重点布局短视频、直播业务。公司开始尝试做IP的短视频运营，在快手、抖音、B站、西瓜视频等各大短视频平台均注册账号运营，通过做短视频与直播来提高IP影响力，形成短视频IP矩阵联动，如喜羊羊的抖音帐号粉丝已经超过550万。

### （五）捷成股份

公司是坐拥大量优质影视剧版权，目前已与华为视频、咪咕视频等达成战略合作，开拓新的视频版权运营模式。

公司的影视动画库是中国最大的规模化具有可转售权利的影视动画版权库，目前已经与多家短视频、直播类平台开展合作，包括版权授权、构建专区分账、影视直播陪看等，已形成版权库的多元化运营模式。

公司有专门团队将影视剧分拆成短视频业务，子公司捷成华视网聚系字节跳动的影视版权的核心供应商之一，为其提供规模化影视版权内容服务，包括片库授权与新片分发、特色短视频号经营等。根据互动易答投资者提问，公司已与抖音、西瓜视频、火山小视频等头条系旗下产品建立了合作关系。

#### 4.2.3. 并购重组介入短视频制作

A股上市公司注意到短视频风口纷纷以并购、重组、参股等方式布局，入局者以姚记科技、元隆雅图、因赛集团为代表。

##### （一）姚记科技

公司完成对芦鸣科技的全资收购。芦鸣科技的整个核心团队来自头条，在市场上具有较强竞争力。

公司围绕芦鸣科技团队，逐步布局整个互联网营销板块。从效果广告代理到星图业务，再到搭建自己的内容团队，专门做内容孵化。目前团队成员已有42人，积攒了3000万左右的粉

丝量。在短视频内容生产上，业务模式不是单一地签约达人，所有的粉丝号都是从零做起，形成了一系列抖音号与快手号的内容矩阵，内容主要是做剧情类、游戏类及音乐类的内容。

根据公开调研信息，公司在上海嘉定已经搭建短视频内容生产基地，占地约 3000 多平米，集成各式各样的场景，为未来能够批量、稳定地生产优质短视频内容奠定基础。

### （二）元隆雅图

公司以文化创意带动整合营销服务，为客户的市场营销活动提供整体解决方案。旗下全资子公司天马食品与旗下控股子公司谦玛网络签署战略框架协议，双方将就新媒体营销的电商代运营开展全方位合作。

根据战略框架协议，谦玛网络负责天马食品鳗鲡堂全线产品天马旗舰店销售及品牌推广，服务内容包括品牌策划、快抖等新媒体营销推广、短视频内容制作及店铺运营等。

### （三）因赛集团

公司 2019 年在业务拓展上针对现有主要战略客户持续实施“品牌管理+”的策略，以品牌管理业务带动数字营销、公关传播和媒介代理业务的发展。

同时，公司正进一步强化数字业务能力，积极培育网红和短视频营销业务，并大力投入建设基于大数据和 AI 的“智能化数字营销技术平台”，持续推动公司业务经营的数字化和智能化转型。

## 5. 投资建议

**短视频 CP 正在崛起，我们看好三类短视频 CP：**1) 全新公司制作短视频内容，多为非上市公司立足自身优势资源、禀赋发力短视频内容制作；2) 影视公司延伸至短视频制作，慈文传媒、中广天择、华策影视、奥飞娱乐、捷成股份；3) 并购重组介入短视频制作，姚记科技、元隆雅图、因赛集团。

## 6. 风险提示

监管对新内容监管力度超预期的风险、5G 互动应用进度低于预期的风险、公司治理的风险。



## ■ 行业评级体系

### 收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

### 风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

焦娟声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新与修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的与法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构与个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节与修改。

本报告的估值结果与分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法与模型得出的, 由于假设、估值方法与模型均存在一定的局限性, 估值结果与分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

## ■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
	北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777
张杨		北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
姜东亚		北京区域销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn
温鹏		北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
刘晓萱		北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
王帅		北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
游倬源		北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
深圳联系人		张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

## 安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034