

传媒行业：TVB兴衰50年对国内长视频平台的启示

——长视频系列报告之三

2021年03月31日

看好/维持

传媒

行业报告

分析师	石伟晶 电话：021-25102907 邮箱：shi_wj@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480518080001
研究助理	辛迪 电话：010-66554029 邮箱：xindi@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480119070074

投资摘要：

为什么研究 TVB？从投资角度，1990 年到 2000 年，TVB 母公司电视广播股价 10 年 10 倍。TVB 取得了诸多商业成就，其中最重要的是其打造了制播一体化模式。TVB 制播一体化商业模式的价值主要体现在内容制作价值、选品价值、渠道价值。

1. 内容制作价值：剧集自制助力 TVB 控制剧集成本。TVB 长期保持高毛利率水平，主要源于其自制模式。

芒果超媒同样具备内容制作优势。剔除快乐购及其他业务，2019 年、2020 年 H1 芒果超媒毛利率稳中有升。芒果 TV 已经建立成熟的内容制作梯队：包括 20 个综艺节目制作团队+12 个影视剧制作团队+30 家剧集战略合作工作室。

2. 渠道价值：TVB 低销售费用率体现其稀缺渠道地位，TVB 销售费率低的原因在于强大的渠道优势。

芒果超媒销售费用率高于 TVB，原因在于两者竞争格局不同。和 TVB 相比，芒果超媒既要招商也要获取用户数，因此销售费用率更高。相应地芒果超媒复制了湖南卫视强大的招商能力，实现广告收入多年持续增长。

腾讯视频与爱奇艺占据渠道优势。爱腾优长视频格局下，头部平台具有强势渠道地位，有助于吸引优质剧集内容以及在与影视公司的合作中具有较高的话语权。

3. 选品价值：TVB 具备强大选品能力。TVB 每一发展阶段都有新的、热度久的强势题材崛起，背后是强大选品能力在支撑。

长视频平台走差异化自制路线，爱奇艺逐渐建立选品优势。自制内容上，腾讯视频采取 IP 泛娱乐全链条自制思路；爱奇艺构建选片团队，芒果采取创作制作播放一体化自制路线。爱奇艺自制剧采用核心制片人模式，类似于 TVB 大制片厂模式下的“监制中心制”，把握产业链最具话语权环节，逐渐建立选品优势。国内剧集制作端格局高度零散，腾讯视频对外合作聚焦头部影视公司，爱奇艺选品模式击中影视产业的痛点。

TVB 衰退核心源于市场见顶，但国内剧集市场尚未显示见顶迹象。TVB 主要收入来源为广告，其与香港零售收入高度相关，2014 年之后，香港零售业销货价值持续下跌，TVB 广告业务受到严重波及。TVB 早已预见天花板，降低投入。

中国内地影视市场庞大，电视行业竞争比较充分，拥有足够空间。据统计，2019 年-2024 年，内地网剧市场规模年复合增长率将达到 11%，版权大战对长视频平台没有赢家，目前定制剧、自制剧成为平台主流采买方式，中短期国内长视频平台再次出现恶性竞争概率较低，行业竞争格局好转，处于健康发展通道。

投资策略：

长视频行业具备长期投资价值。不同于 TVB，中国内地长视频市场庞大，天花板更高，赛道仍具备成长性。随着自制剧和定制剧成为平台采买的主流方式，长视频平台不再恶性版权竞争，继而长视频平台整体话语权提升，促进长视频平台长期投资价值提升。

长视频平台自制模式差异化，强烈推荐爱奇艺、芒果超媒。展望未来五年，长视频平台在商业模式和运营方式实现重大创新的概率较低。考虑长视频平台内容制作、渠道和选品三大价值，腾讯视频平台价值增量在于内容制作，即通过 IP 全产业链开发，形成爆款；爱奇艺平台的增量价值在于选品，即通过工作室选品制度，打造爆款，继而建立自己的品牌。爱奇艺较腾讯视频的方式，选片范围更广，其选品的成功是爱奇艺的成功；腾讯视频 IP 剧集的成功则是 IP 的成功。同时，芒果超媒已经形成自己的特色，未来的增量价值在于渠道，平台用户数量的持续增长将大幅提升平台价值。

爱奇艺会员收入增长点主要来自 ARPU 提升。2020 年，爱奇艺全年平均月活已达到 1.08 亿，我们预计爱奇艺未来每年会员数

将平稳增长，其会员收入的提升主要依靠 ARPU 提升，APRU 提升主要依靠人均包月数提升和提价。

芒果超媒营收多元化，成长性优于 TVB。我们将芒果超媒广告收入拆分成贴片广告+植入广告两部分，其中贴片广告受益于平台用户数量提升而快速增长，芒果凭借较强的综艺自制能力在空间广阔的植入广告中具备优势。未来随着优秀剧集自制内容持续上线，芒果超媒会员渗透率和 APRU 也将进一步提高。

风险提示：

- 1) 受短视频影响，长视频平台用户增长不及预期；
- 2) 内容行业监管政策变化；
- 3) 影视广告主投放意愿变化；
- 4) 自制内容进度不及预期。

目 录

1. TVB 打造制播一体化模式	5
1.1 为什么研究 TVB?	5
1.2 TVB 取得诸多商业成就	5
1.2.1 TVB 构筑强势发行渠道	5
1.2.2 TVB 打造制播一体化模式	6
1.2.3 TVB 造星梦工厂绑定明星要素	7
1.2.4 上世纪 80、90 年代 TVB 爆款密集呈现	8
2. TVB 具备三大商业价值	8
2.1 TVB 具有内容制作价值	9
2.2 TVB 具有渠道价值	10
2.3 TVB 核心价值是其选品能力	12
3. TVB 衰退核心源于市场见顶	15
3.1 TVB 衰退核心源于市场见顶	15
3.2 国内剧集市场尚未显示见顶迹象	17
4. 投资策略	18
4.1 爱奇艺：会员收入增长点主要来自 ARPU 提升	18
4.2 芒果超媒：营收多元化，成长性优于 TVB	19
5. 风险提示	21
相关报告汇总	22

插图目录

图 1：1988-2021 年 TVB 股价表现	5
图 2：中国香港无线电视台竞争格局变化	6
图 3：1992-2020 年历年 TVB 前十收视率热播剧中外购剧占比	6
图 4：TVB 制片厂模式人事架构	7
图 5：TVB 明星阵容（部分）	8
图 6：1997-2020H1 TVB 毛利率	9
图 7：芒果超媒和 TVB 毛利率对比	9
图 8：2020 年各平台季播综艺自制比例	10
图 9：2005-2020H1 TVB 销售费用率	11
图 10：芒果 TV 和 TVB 销售费用率对比	11
图 11：湖南卫视广告收入	11
图 12：芒果 TV 广告收入（亿元）	11
图 13：长视频平台月活情况	12
图 14：爱奇艺销售费用	12
图 15：各长视频平台自制路线	13
图 16：2018-2020 年播出剧集的相关出品的公司数量	14

图 17: 2020 年首播剧编剧数量情况	14
图 18: TVB 自制剧最高及平均收视率变化	15
图 19: TVB 营收结构 (亿港元)	16
图 20: 香港零售业销售额及 TVB 广告收入 (亿港元)	16
图 21: TVB 来自香港地区收入占比	16
图 22: TVB 库存 (百万港币)	17
图 23: TVB 现金及现金等同 (百万港币)	17
图 24: 2020 年 TVB 热播剧收视率	17
图 25: 2020 年中国内地黄金时段电视剧收视率	17
图 26: 电视剧市场规模 (亿元)	18
图 27: 芒果超媒收入结构 (亿元)	19
图 28: 芒果超媒广告收入占比总营收	19
图 29: 2019-2020 各平台综艺有效播放 (亿)	20
图 30: 2019-2020 各平台上新自制综艺数	20

表格目录

表 1: 无线电视艺员培训班出身的部分 TVB 制作人及导演	7
表 2: TVB 各发展阶段代表剧集	8
表 3: 芒果 TV 主要综艺工作室及制作团队	9
表 4: TVB 各发展阶段及代表剧集	13
表 5: 腾讯视频自制剧合作公司 (部分)	14
表 6: 爱奇艺自制剧合作公司 (部分)	15
表 7: 爱奇艺营收拆分 (亿元)	19
表 8: 芒果超媒广告收入拆分 (亿元)	20
表 9: 芒果超媒会员收入拆分	21

1. TVB 打造制播一体化模式

1.1 为什么研究 TVB?

投资角度，TVB 股价 10 年 10 倍，在经营上，TVB 也取得诸多商业成就。TVB 自上世纪 60 年末创台以来，在很长时间内保持着电视剧的高产量及高质量，造就了一段属于港剧的黄金年代。从投资角度，1990 年 3 月到 2000 年 3 月，TVB 母公司电视广播（0511.HK）股价 10 年 10 倍，年均复合收益率为 26.61%，同期恒生指数年均复合收益率为 17.40%，显著跑赢大盘。

短视频强势入局，长视频具备不可替代性，独播、自制是贯穿史今的玉律。如今，国内爱奇艺、腾讯视频等长视频平台商业模式仍在调整和试验阶段，芒果超媒凭借成熟的模式率先盈利。我们认为，从用户角度，长视频原本杀时间的需求定位已经被短视频取代，但长视频和短视频在内容领域差异显著，仍是不可取代的内容业态。从 TVB 时代到当下的四大平台竞争，长视频的获胜法宝始终是独播与自制。如今，TVB 虽光辉不复当年，但在内容自制方面，仍然保持了高产量和独特性，TVB 的出品相较于内地剧集，仍然具备不可替代的特色和吸引力。

因此，TVB 如何取得成功及 TVB 价值何在仍是值得探讨的议题。本篇报告试图通过解构 TVB 的商业价值并与长视频平台对比，从而评估长视频行业未来竞争格局的演变。

图 1：1988-2021 年 TVB 股价表现



资料来源：Wind，东兴证券研究所

1.2 TVB 取得诸多商业成就

1.2.1 TVB 构筑强势发行渠道

TVB 建立了强势的发行渠道。TVB 成立时，“丽的映声”（亚视前身）已经建台 10 年，但其最开始是有线+收费形式经营，直到 1973 年才改为无线+免费，而 TVB 在 1967 年建台伊始即为无线+免费的形式，1967 至 1973 年整整六年时间里，TVB 成功培养了观众的免费收视习惯。过去的五十多年，相比亚视，TVB 经营稳扎稳打，成为中国香港地区最有影响力的电视媒体渠道。

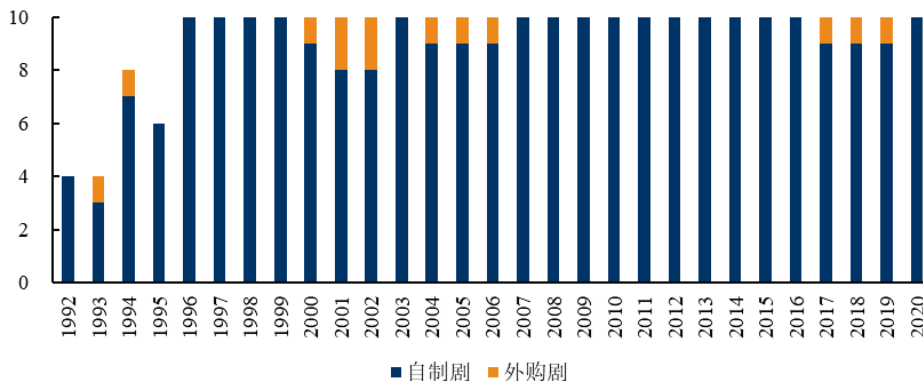
图 2：中国香港无线电视台竞争格局变化



资料来源：Wind，公司财报，TVB 官网，东兴证券研究所整理

TVB 建立剧集自制的竞争力。1999 年，亚视引入《还珠格格》和《少年英雄方世玉》，TVB 黄金时段收视全面大败，这在两者 32 年竞争史中尚属首次。尝到甜头后，亚视开始狂买外购剧，客观上也促使其减少自制剧产量。TVB 虽然也引入外购剧，但占比极少，坚持剧集自制战略。据我们统计，1992-2020 年 TVB 前十收视率热播剧中，外购剧占比始终不超过 20%。

图 3：1992-2020 年历年 TVB 前十收视率热播剧中外购剧占比



资料来源：公司公告，新浪博客-TV B 收视情报站，东兴证券研究所
注：数据源中，1992-1995 年仅为收视冠军剧集，不足 10 部。

1.2.2 TVB 打造制播一体化模式

制片厂模式构筑制播一体化。TVB 自制剧采用发源于好莱坞的制片厂模式，剧集从故事创意到拍摄完成，每一环节都有明确的分工的流水线式的制片方式。这种模式中，监制为核心，全权负责故事构思、演员选择、后期制作等。编剧、导演等全部为监制服务。

- **TVB 制片厂模式产出效率高。**一般情况下，一部剧本完成十五六集左右即可开拍，两个编剧、四个导演在监制的带领下，三个月内可以完成 20 集电视剧的拍摄。

- **成本结构管控合理。**2018 年，TVB 每集自制剧（非合拍剧）成本在 100 万港币左右，其中 70% 用于维持整个工业化机器，保证每个环节流程的运作，而包括演员片酬在内的部分仅为 30% 左右。
- **建立稳定人才梯队。**TVB 每一项工种都严格细分，编导、编剧、导演，全部分初级、中级、高级，其中每次晋升需要 3-5 年的积累，因此从普通底层到监制，平均需要 20 年，通过严格又层级分明的晋升体系，制作人得到了充分的筛选和锻炼，公司培养建立起堪用的人才梯队。

图 4：TVB 制片厂模式人事架构


资料来源：公司公告，东兴证券研究所整理

1.2.3 TVB 造星梦工厂绑定明星要素

无线电视艺员培训班培养大量影视人才。明星制指将明星作为一种商品进行商业运作，使明星的影响力加持于影视作品之上。明星制作为邵氏影业的重要理念，在邵氏影业治理中贯彻始终，1972 年无线艺员培训班与“邵氏影业”的明星制理念一脉相承。无线电视艺员培训班作为公认的“造星工厂”，为 TVB 源源不断输送人才：既包括脍炙人口的影视明星，也包括著名导演、优秀编剧、金牌监制等。

表 1：无线电视艺员培训班出身的部分 TVB 制作人及导演

姓名	期别	职业	代表作
招振强	1	影视制作人	1980 版《上海滩》、1978 版《倚天屠龙记》、《新扎师兄》等在无线电视台期间共制作 1000+ 小时各类型题材剧集
潘嘉德	4	监制	《刑事侦缉档案 1-4》《鉴证实录 1-2》《冲上云霄》《女人唔易做》《On Call 36 小时》等
杜琪峰	4	导演、监制	TVB 电视剧作品：1983 版《射雕英雄传》（执行导演）、《难民营风暴》《律政皇庭》等 电影作品《黑社会》《文雀》《夺命金》《毒战》等
关锦鹏	5	导演	电影作品《蓝宇》《胭脂扣》《阮玲玉》《长恨歌》等
鞠觉亮	7	导演、编剧	TVB 电视剧作品：1983 版《神雕侠侣》、《楚留香之蝙蝠传奇》、1984 版《鹿鼎记》、1992 版《书剑恩仇录》等 其他电视剧作品：2003 版《射雕英雄传》、2003 版《天龙八部》、2016 版《新萧十一郎》、《孤芳不自赏》等

资料来源：TVB 官网，东兴证券研究所整理

TVB 通过举办多种比赛招募影视人才。1973 年，公司首次举办“香港小姐”选美以及 1982 年首次举办的“新秀歌唱大赛”；1984 年，无线电视艺员训练班进行改制，分为艺员招募、舞蹈艺员招募和司仪招募 3 个班。

图 5：TVB 明星阵容（部分）



资料来源：钛媒体 APP，东兴证券研究所

1.2.4 上世纪 80、90 年代 TVB 爆款密集呈现

TVB 在上世纪 80、90 年代爆款密集呈现。在强势渠道、优秀模式和大量影视人才的支撑下，TVB 上世纪 80、90 年代发展迅猛，爆款剧集频出。

表2：TVB 各发展阶段代表剧集

时间	代表剧集
上世纪 70 年代	《书剑恩仇录》《倚天屠龙记》等
上世纪 80 年代	《上海滩》《万水千山总是情》《千王之王》《天龙八部》1982、《神雕侠侣》1983、《鹿鼎记》1984、《笑傲江湖》1984、《雪山飞狐》1985、《碧血剑》1985、《倚天屠龙记》1986、《书剑恩仇录》1987、《连城诀》1988、《侠客行》1989 等金庸古龙小说改编剧
上世纪 90 年代	《壹号皇庭》系列、《妙手仁心》系列、《美味天王》《烈火雄心》《刑事侦缉档案》系列、《鉴证实录》系列、《廉政行动组》《射雕英雄传》1994、《神雕侠侣》1995、《笑傲江湖》1996、《天龙八部》1997、《鹿鼎记》1998、《雪山飞狐》1999、《倚天屠龙记》2001、《封神榜》2001、《巨人》《大时代》《笑看风云》《马场大亨》《天地男儿》《天地豪情》《创世纪 / 创世纪 II 天地有情》等
2000-2010 年	《金枝欲孽》《宫心计》《冲上云霄》《律政新人王》系列、《潮爆大状》《烈火雄心 III》《塘心风暴》系列、《酒店风云》《绝代商骄》等
2010 年以来	《金枝欲孽 2》《塘心风暴 3》《法证先锋 III》《法证先锋 IV》《冲上云霄 2》《宫心计 2》、《香港爱情故事》《金宵大厦》等

资料来源：豆瓣网，东兴证券研究所整理

2. TVB 具备三大商业价值

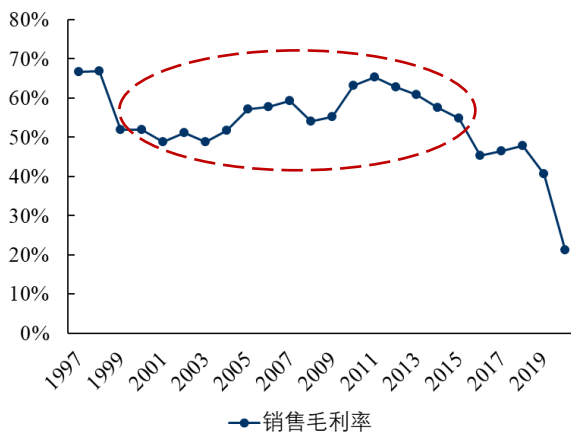
TVB 的制播一体化模式的商业价值主要体现在内容制作价值、选品价值、渠道价值。

2.1 TVB 具有内容制作价值

剧集自制助力 TVB 控制剧集成本。2018 年，TVB 每集自制剧（非合拍剧）成本在 100 万港币左右，其中 70% 用于维持整个工业化机器，保证每个环节流程的运作，而包括演员片酬在内的部分仅为 30% 左右。因此，TVB 长期保持高毛利率，尤其是在 2000-2015 年，TVB 毛利率维持在 50% 左右，虽然 2015 年后 TVB 毛利率下行，但仍然保持较高水平，TVB 自制模式仍然有效。

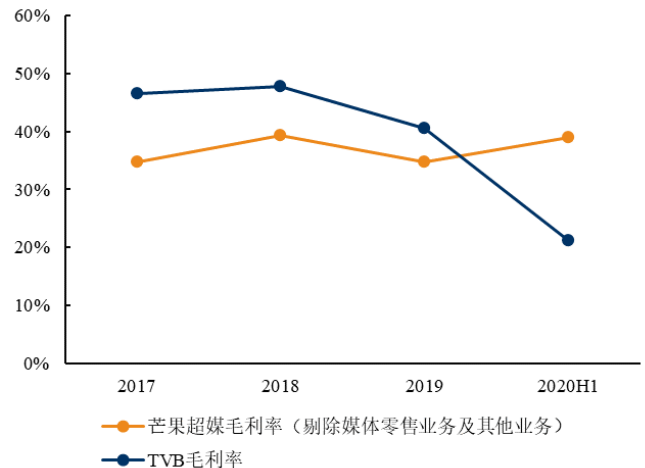
芒果超媒同样具备内容制作优势。剔除快乐购及其他业务，2019 年、2020 年 H1 芒果超媒的毛利率分别为 34.69%、38.97%。

图 6：1997-2020H1 TVB 毛利率



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 7：芒果超媒和 TVB 毛利率对比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

芒果 TV 已经建立成熟的内容制作梯队。湖南卫视与芒果 TV 间的人才流动完全打通，两平台间人才流通便捷。背靠湖南广电，芒果 TV 建立了成熟的内容制作梯队：综艺方面，目前芒果 TV 综艺节目制作团队已达 20 个，以何忱、单丹霞两大工作室领衔，形成了独立工作室、S 级团队、A 级团队、初创团队的四级管理体系。剧集方面，芒果 TV 共有 12 个影视剧制作团队，30 家战略合作工作室，逐步构建起优质、良性、可持续的影视剧自有内容生态。

表3：芒果 TV 主要综艺工作室及制作团队

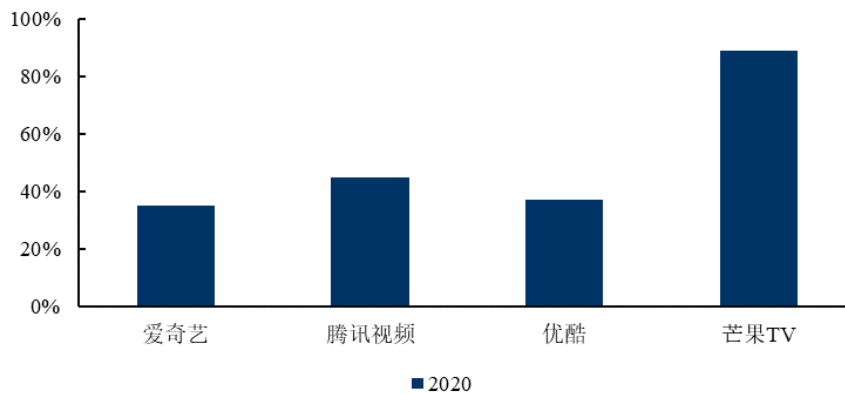
工作室/团队	主要作品
何忱（盒子工作室）	《明星大侦探》、《我是大侦探》、《密室大逃脱》
单丹霞	《婆婆和妈妈》、《我最爱的女人们》、《一路成年》
袁白丽	《妈妈是超人》、《哈哈农夫》
李甜	《妻子的浪漫旅行》、《真心大冒险》
晏吉	《女儿们的恋爱》、《明星大侦探》、《真心大冒险》
郝爽	《少年可期》
田海	《萌仔萌萌宅》、《我是歌手 谁来踢馆》

李晓丹	《新生日记》
吴梦知	《超级女声》《花儿与少年》第三季、《乘风破浪的姐姐们》

资料来源：综艺报、影视前哨，东兴证券研究所整理

芒果综艺自制比例远高于其他平台。2020 年，爱奇艺、腾讯、优酷的季播综艺自己比例分别为 35%、45% 和 37%，而芒果 TV 季播综艺自制比例达到 89%，远高于其他平台。

图 8：2020 年各平台季播综艺自制比例

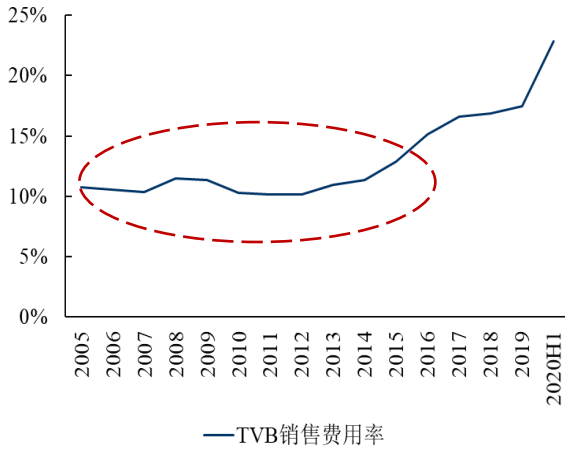


资料来源：云合数据，东兴证券研究所

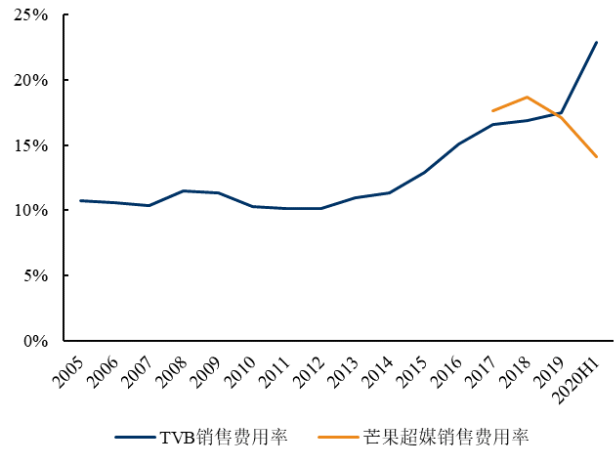
2.2 TVB 具有渠道价值

TVB 低销售费用率体现其稀缺渠道地位。2005-2015 年，TVB 销售费用率仅为 10%-11%。TVB 销售费率低的原因在于强大的渠道优势：2000 年以后，TVB 与亚视的竞争格局趋缓，亚视开始大规模进行版权外采，而 TVB 坚持自制为主的战略，优质自制内容帮助 TVB 巩固市场地位，TVB 在中国香港无线电视行业的地位逐渐趋近垄断。

芒果超媒销售费用率高于 TVB，原因在于两者竞争格局不同。TVB 在中国香港地区处于垄断地位，因此销售费率较低，而和 TVB 相比，芒果超媒所处国内竞争环境更为激烈，除了需要与同行业竞争广告主预算，同时还需要加强推广宣传提升用户数，因此销售费用率更高。

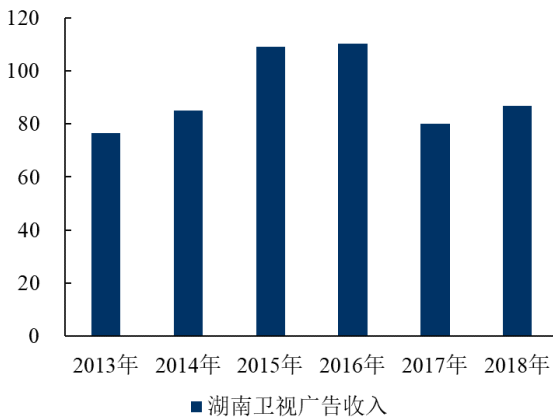
图 9：2005-2020H1 TVB 销售费用率


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

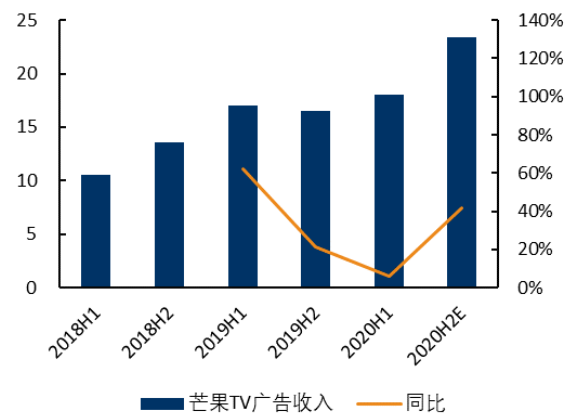
图 10：芒果 TV 和 TVB 销售费用率对比


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

芒果超媒复制湖南卫视的强招商能力。湖南卫视长时间内占据国内卫视广告收入榜首，芒果超媒复制了湖南卫视强大的招商能力。芒果超媒有销售人员 1263 人（2019 年年报数据），即使除去原快乐购的 391 位（2017 年年报数据）销售人员，互联网视频业务仍有近千人的销售队伍。2020 年，芒果超媒《乘风破浪的姐姐》招商数据刷新多项纪录，节目广告客户总数超 40 家，《下一站是幸福》创剧类广告招商新高，2020 年芒果超媒广告收入预计达 41.39 亿元，全年预计同比增长 23.55%。

图 11：湖南卫视广告收入


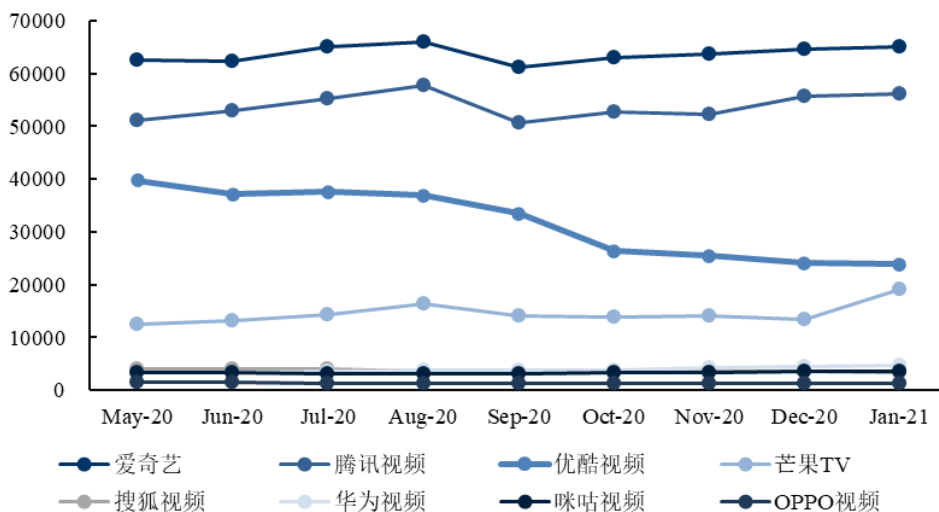
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 12：芒果 TV 广告收入（亿元）


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

腾讯视频与爱奇艺占据渠道优势。渠道方面，爱奇艺与腾讯视频仍是最有议价能力的优质长视频平台。根据易观数据，2021 年 1 月，爱奇艺 MAU 为 6.5 亿，腾讯视频 MAU 为 5.62 亿，优酷 MAU 为 2.39 亿，芒果 TV 为 1.91 亿且上行趋势显著，其他视频平台和头部平台的差距仍然比较显著。头部平台的强势渠道地位，有助于吸引优质剧集内容以及在与影视公司的合作中具有较高的话语权。

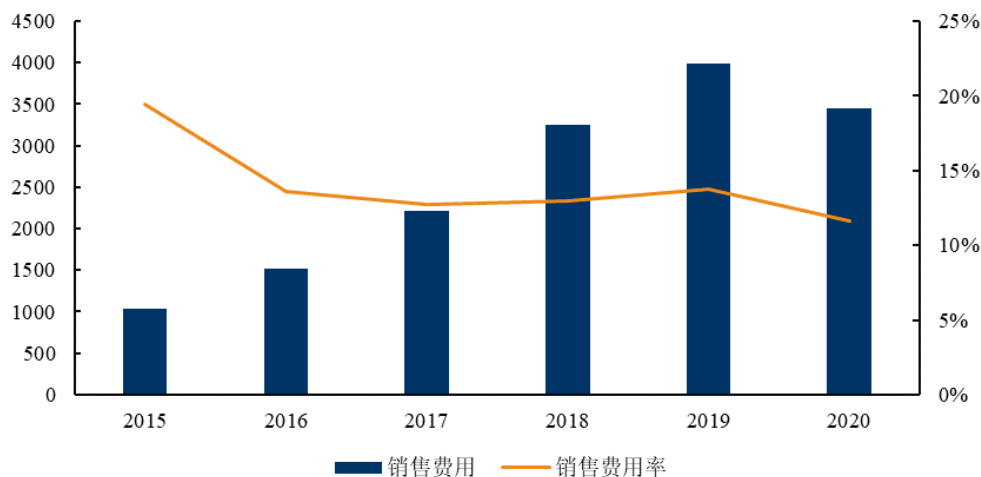
图 13：长视频平台月活情况



资料来源：易观，东兴证券研究所

爱奇艺低销售费用率验证其渠道优势。爱奇艺销售费用率较低，2020 年，爱奇艺销售费用为 34.49 亿元，销售费用率为 11.61%，低于芒果超媒，与 TVB 在 2005-2015 年期间水平相当。

图 14：爱奇艺销售费用



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2.3 TVB 核心价值是其选品能力

TVB 具备强大选品能力。TVB 剧集最大特点是每一发展阶段都有新的强势题材崛起，尤其以其发展势头最盛的上世纪八九十年代为代表。而且虽然有观众审美疲劳、行业竞争等原因，但 TVB 的每类题材剧热度维持时间久，有些经典题材还被反复翻拍或拍摄续集，这背后就是 TVB 强大的选品能力在支撑。

表4：TVB 各发展阶段及代表剧集

时间	类型	代表剧集
上世纪 70 年代	武侠剧	《书剑恩仇录》《倚天屠龙记》等
	民国剧	《上海滩》《万水千山总是情》《千王之王》等
上世纪 80 年代	武侠剧	《天龙八部》1982、《神雕侠侣》1983、《鹿鼎记》1984、《笑傲江湖》1984、《雪山飞狐》1985、《碧血剑》1985、《倚天屠龙记》1986、《书剑恩仇录》1987、《连城诀》1988、《侠客行》1989 等金庸古龙小说改编剧
	职业剧	《壹号皇庭》系列、《妙手仁心》系列、《美味天王》《烈火雄心》等
	刑侦剧	《刑事侦缉档案》系列、《鉴证实录》系列、《廉政行动组》等
	商战剧	《射雕英雄传》1994、《神雕侠侣》1995、《笑傲江湖》1996、《天龙八部》1997、《鹿鼎记》1998、《雪山飞狐》1999、《倚天屠龙记》2001、《封神榜》2001 等
上世纪 90 年代	商战剧	《巨人》《大时代》《笑看风云》《马场大亨》《天地男儿》《天地豪情》《创世纪 / 创世纪 II 天地有情》等
	宫斗剧	《金枝欲孽》《宫心计》
	职业剧	《冲上云霄》《律政新人王》系列、《潮爆大状》《烈火雄心 III》
2000-2010 年	家族商战剧	《溏心风暴》系列、《酒店风云》《绝代商骄》等
	老题材	《金枝欲孽 2》《溏心风暴 3》《法证先锋 III》《法证先锋 IV》《冲上云霄 2》《宫心计 2》等
2010 年以来	新题材	《香港爱情故事》《金宵大厦》等

资料来源：豆瓣网，东兴证券研究所整理

选品能力或可帮助长视频平台建立品牌。没有用户忠诚度是视频网站的致命伤，用户被内容而不是平台所吸引，因而一旦内容投入减缓，用户会立即投奔其他平台，这是导致爱腾优等头部长视频网站内容投入居高不下的主要原因。从 TVB 的例子可以看到，提升选品能力或将帮助长视频平台建立品牌，提升用户粘性。

长视频平台走差异化自制路线。根据三家公司经营路线，腾讯视频采取 IP 泛娱乐全链条自制思路，更倾向于腾讯体系内的 IP（如阅文集团和腾讯漫画等）；爱奇艺构建选片团队，面向全市场进行选品；而芒果采取创作制作播放一体化自制路线。

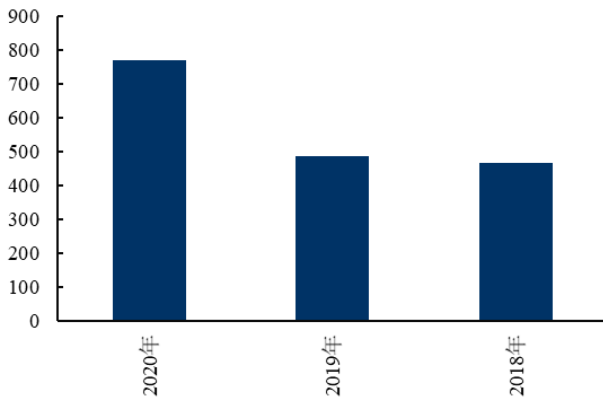
图 15：各长视频平台自制路线


资料来源：公司官网，东兴证券研究所

国内剧集制作端格局高度零散。据广电总局，国内影视制作公司数量达到上万家，且除了传统的影视制作公司之外，不断有新锐制作公司和影视制作工作室入局。据德塔文统计，2018-2020 年播出的剧集，涉及出品

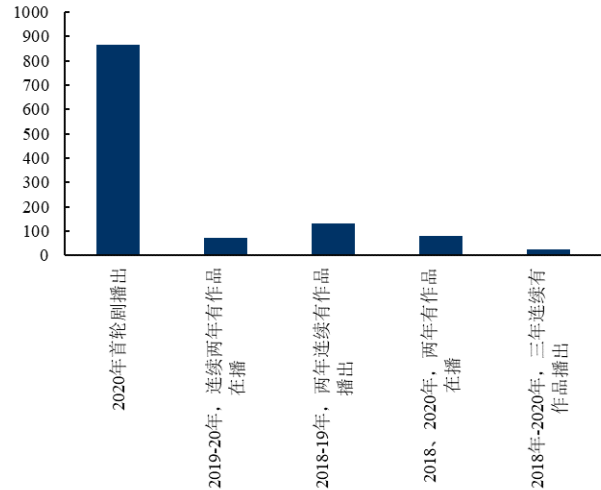
公司数量分别为 466 家、485 家和 769 家。同时，对于大部分的影视公司和小型制作工作室而言，剧集成功不易复制。2020 年，所有首轮剧涉及的有署名编剧人数达到 865 人，而 2019-20 年，连续两年有作品在播的编剧为 72 人；2018-19 年，两年连续有作品播出的编剧人数为 132 人；2018-20 年，三年连续有作品播出的编剧人数仅为 23 人。

图 16：2018-2020 年播出剧集的相关出品的公司数量



资料来源：德塔文影视观察，东兴证券研究所

图 17：2020 年首播剧编剧数量情况



资料来源：德塔文影视观察，东兴证券研究所

腾讯视频对外合作聚焦头部影视公司。在对外合作方面，腾讯背后同样有大量厂牌，但与爱奇艺“广选品”策略不同，其重点合作方聚焦在头部影视公司，如华策、新丽、欢瑞世纪、慈文等。

表5：腾讯视频自制剧合作公司（部分）

公司	合作剧集
新丽	《庆余年》《斗罗大陆》等
嘉行	《三生三世枕上书》等
慈文	《暗黑者3》《沙海》《大唐魔盗团》等
万达	《怒晴湘西》等
欢瑞世纪	《怒海潜沙&秦岭神树》《盗墓笔记之云顶天宫》等
华策克顿	《有翡》《流淌的美好时光》《暖暖，请多指教》等
耀客	《大宋北斗司》《穿越火线》等

资料来源：网娱观察，东兴证券研究所整理

爱奇艺选品模式击中影视产业的痛点。国内影视产业上游高度分散，存在大量的中小影视公司以及独立工作室，但中长尾的影视公司的核心人才不乏良好的影视创意或剧本。爱奇艺面向全行业选品的策略，则给了良好的创意或剧本拍摄为作品的机会。对于爱奇艺而言，其拥有资本及渠道等优势，在双方合作中占据主导地位，收获绝大部分爆款作品的商业价值。

表6: 爱奇艺自制剧合作公司（部分）

公司	合作剧集
慈文	《风暴舞》《爵迹·临界天下》等
工夫影业	《河神》《河神2》《动物管理局》等
灵河	《热血少年》《老九门》《黄金瞳》《大主宰》《迷航昆仑墟》等
完美世界	《七月与安生》《绝代双骄》《天舞纪》《月上重火》等
小糖人	《棋魂》《你好，旧时光》《最好的我们》《独家记忆》《了不起的女孩》等
万年影业	《无证之罪》《原生之罪》
欢娱	《鬓边不是海棠红》《云巅之上》等
恒星引力	《晨阳》《怪你过分美丽》《追球》等

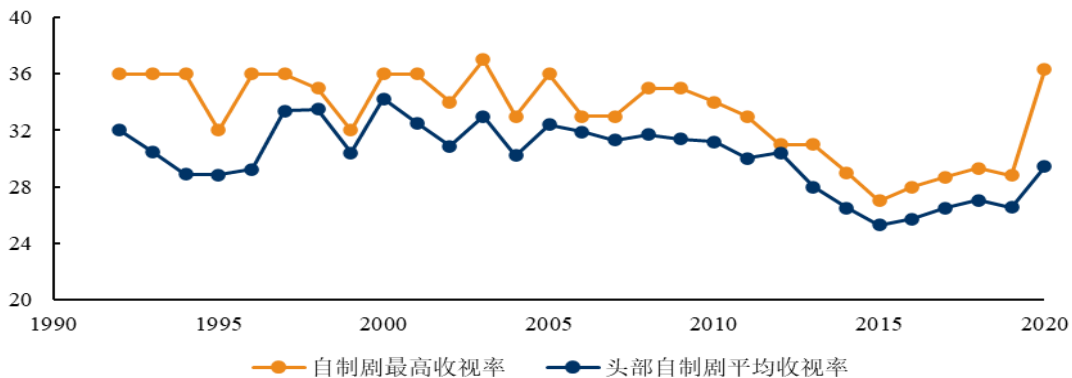
资料来源：网娱观察，东兴证券研究所整理

3. TVB 衰退核心源于市场见顶

3.1 TVB 衰退核心源于市场见顶

进入 2010 年前后，TVB 表现开始显著衰弱。TVB 的衰落，表现在很多方面：**第一是人才流失**，TVB 对于艺人管理严格但薪资待遇低廉，导致 2010 年开始，较大咖位的明星和制作人批量离开 TVB 到内地发展。**第二是内容优势消失**，随着内地电视剧产业进一步发展以及日剧、韩剧、欧美剧的引入，观众对于影视剧质量的要求日益提升、观众欣赏口味逐步多元化，TVB 剧集迭代水平不及市场变化。**第三是没有抓住互联网机遇**。

我们综合考虑了 TVB 衰退的各种原因和表现，我们认为 **TVB 衰退最核心的原因在于市场见顶，停止投入**。

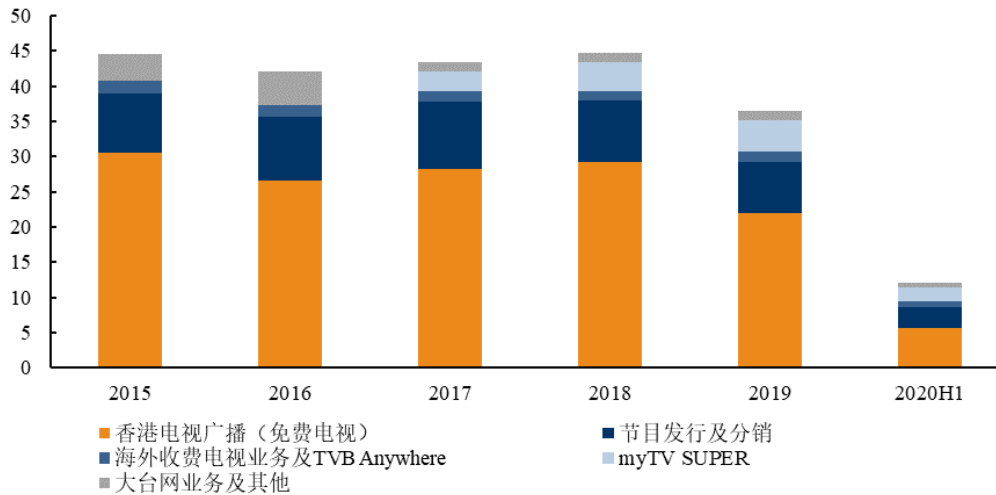
图 18: TVB 自制剧最高及平均收视率变化


资料来源：公司公告，新浪博客-TV B 收视情报站，东兴证券研究所

注：数据源中，1992-1995 年仅为收视冠军剧集，不足 10 部；平均收视率指每年 TVB 收视率 TOP10 的电视剧中自制剧平均收视率。

TVB 主要收入来源为广告。TVB 主要收入为香港地区免费电视业务贡献的广告收入，2019 年，TVB 免费电视业务营收 21.9 亿港元，约占总营收的 60.02%。

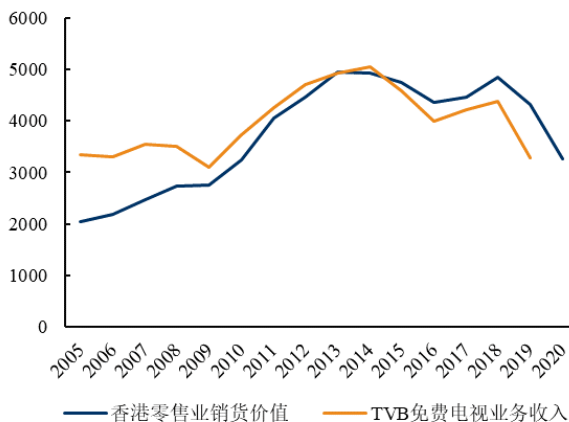
图 19：TVB 营收结构（亿港元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

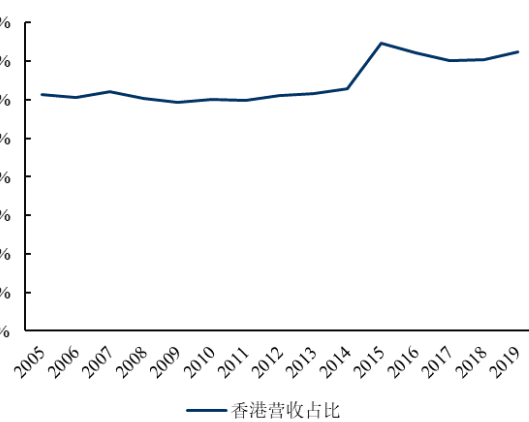
TVB 广告收入与香港零售收入高度相关。TVB 有超过 60% 的收入来自中国香港本土，且其中大部分为免费电视广告收入，香港整体广告开支及 TVB 的广告收入，均与香港零售销售收入有很强的正相关性。2014 年之后，香港零售业销货价值持续下跌，品牌广告预算削减，香港广告市场疲软，TVB 广告业务受到严重波及。

图 20：香港零售业销售额及 TVB 广告收入（亿港元）



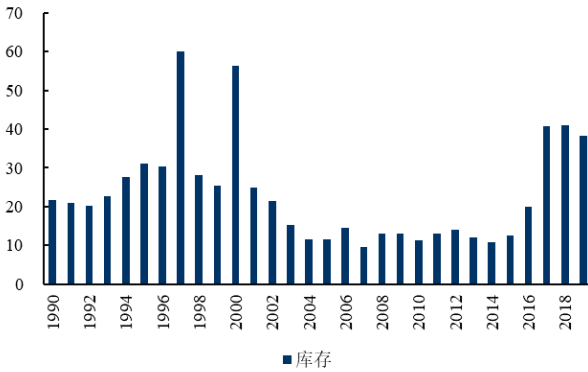
资料来源：中国香港政府统计处经销服务统计局，公司公告，东兴证券研究所

图 21：TVB 来自香港地区收入占比

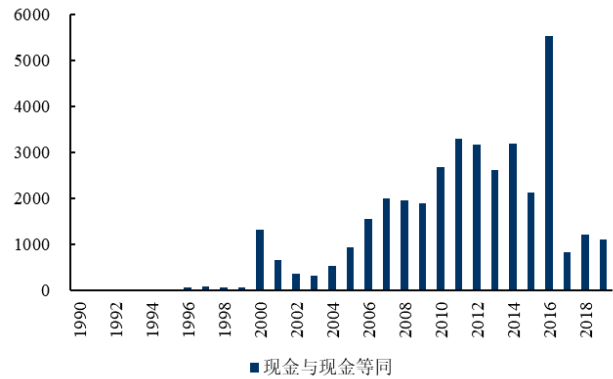


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

预见天花板，TVB 减少投入。上世纪九十年代开始，内地电视剧市场于进入成长期，影视制作水平快速进步，到了千禧年前后，TVB 剧相较于中国内地剧集在类型、题材、制作、投资等方面已不再具备显著优势。早在 2000 年后，TVB 已经预见行业天花板，之后开始降低资本开支，导致了制作人、明星出走内地，爆款减少等连锁反应。

图 22：TVB 库存（百万港币）


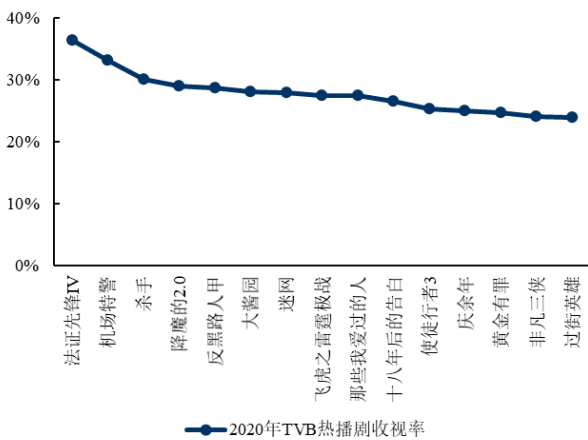
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 23：TVB 现金及现金等同（百万港币）


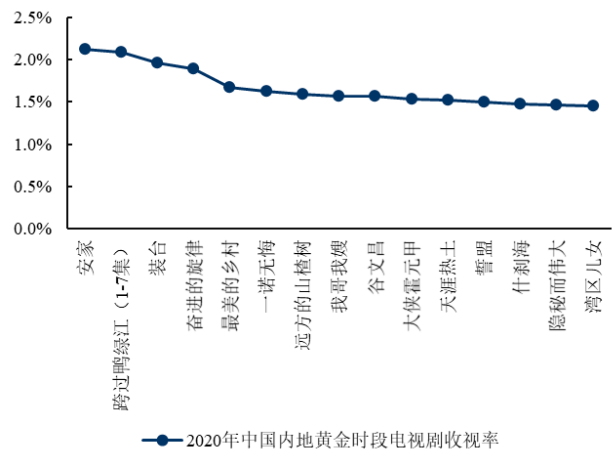
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3.2 国内剧集市场尚未显示见顶迹象

内地影视市场庞大。TVB 后期步入成熟期，开始衰退的一个很重要的因素为其主要收视群体仅为 251 万户（主要是中国香港地区的家庭）。而 2018 年中国电视人口基数为 13.22 亿人，3.72 亿户。在小市场的背景下，TVB 为了维持至少 28 个点的收视率，自制剧选题需要老少皆宜，创新受限，而中国内地电视行业竞争比较充分，2020 年全年收视率最高的台播剧《安家》，收视率仅为 2.12%。这一优势反映在剧集上，表现为每类题材都拥有足够大的潜在市场和空间。

图 24：2020 年 TVB 热播剧收视率


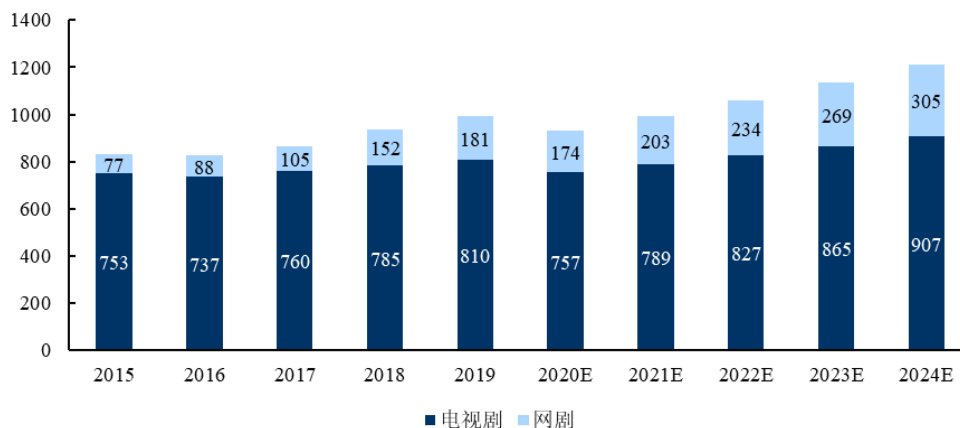
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 25：2020 年中国内地黄金时段电视剧收视率


资料来源：广电总局，东兴证券研究所

国内长视频赛道具备成长性。据统计，2019 年，中国剧集市场规模为 991 亿元，预计 2024 年将增长至 1231 亿元，其中网剧市场规模将达到 305 亿元，年复合增长率 11%，长视频平台仍处于投入期。

图 26：电视剧市场规模（亿元）



资料来源：稻草熊娱乐招股书，东兴证券研究所

竞争格局好转，中国大陆剧集市场进入健康发展通道。版权大战对长视频平台而言没有赢家，因此目前定制剧、自制剧成为平台主流采买方式，中短期国内长视频平台再次出现恶性竞争概率较低。同时，伴随着版权大战的结束，视频平台迅速扭转乾坤，掌握了剧集行业绝对的主动权。竞争格局的好转，提升了长视频平台的投资价值。

4. 投资策略

长视频行业具备长期投资价值。不同于 TVB，中国内地长视频市场庞大，天花板更高，赛道仍具备成长性。随着自制剧和定制剧成为平台采买的主流方式，长视频平台不再恶性版权竞争，继而长视频平台整体话语权提升，促进长视频平台长期投资价值提升。

长视频平台自制模式差异化，强烈推荐爱奇艺、芒果超媒。展望未来五年，长视频平台在商业模式和运营方式实现重大创新的概率较低。考虑长视频平台内容制作、渠道和选品三大价值，腾讯视频平台价值增量在于内容制作，即通过 IP 全产业链开发，形成爆款；爱奇艺平台的增量价值在于选品，即通过工作室选品制度，打造爆款，继而建立自己的品牌。爱奇艺较腾讯视频的方式，选片范围更广，其选品的成功是爱奇艺的成功；腾讯视频 IP 剧集的成功则是 IP 的成功。同时，芒果超媒已经形成自己的特色，未来的增量价值在于渠道，平台用户数量的持续增长将大幅提升平台价值。

4.1 爱奇艺：会员收入增长点主要来自 ARPU 提升

会员体量增长有限，爱奇艺会员收入增长点主要来自 ARPU 提升。2020 年，爱奇艺全年平均月活已达到 1.08 亿，我们预计爱奇艺未来每年会员数将平稳增长，其会员收入的提升主要依靠 ARPU 提升，ARPU 提升主要依靠人均包月数提升和提价。

表7：爱奇艺营收拆分（亿元）

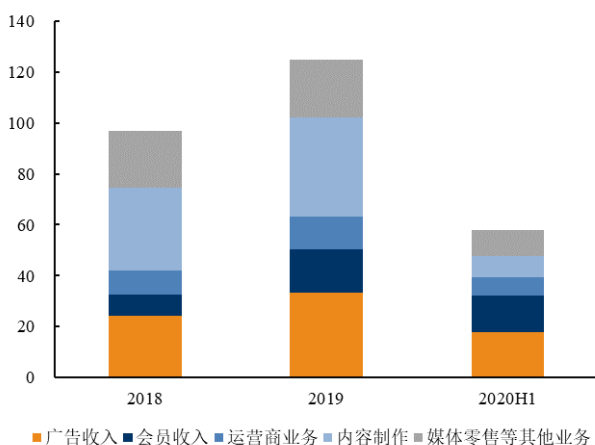
公司	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
收入	173.79	249.9	289.92	297.07	346.81	374.15	426.50
会员订阅收入	65.36	106.23	144.36	164.91	204.81	227.15	274.50
会员数（亿人）	0.51	0.74	1.03	1.08	1.13	1.18	1.22
ARPU（元/月）	10.68	11.96	11.68	12.72	15.10	16.04	18.75
ARPU 同比		12.01%	-2.37%	8.95%	18.70%	6.21%	16.88%
包月价格（元/月，黄金 VIP）	19.8	19.8	19.8	19.8	25	25	30
人均包月数	6.47	7.25	7.08	7.71	7.25	7.70	7.50
广告收入	81.59	93.28	82.71	68.22	80.00	80.00	80.00
内容分发	11.92	21.63	25.44	26.60	25.00	27.00	30.00
其他	14.92	28.76	37.43	37.34	37.00	40.00	42.00

资料来源：公司公告，东兴证券研究所（注：会员数为当年四个季度末的会员数均值）

4.2 芒果超媒：营收多元化，成长性优于 TVB

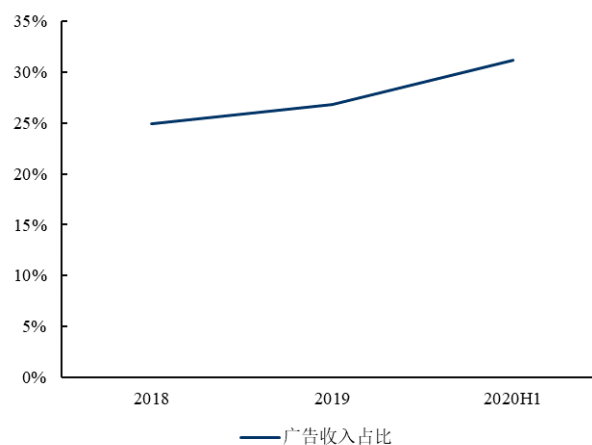
广告成为芒果超媒重要营收来源。2020 年上半年，芒果超媒广告收入 17.98 亿元，广告营收占比不断上升，成为公司第一大营收来源。但相比于 TVB，芒果超媒营收多元化，除广告之外，公司营收来源还有会员、内容制作、媒体零售等。

图 27：芒果超媒收入结构（亿元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 28：芒果超媒广告收入占比总营收



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

芒果超媒贴片广告受益于平台用户数量提升而快速增长。我们将芒果超媒广告收入拆分成两部分，一部分是视频前中后的贴片广告，另一部分是自制内容中的植入广告或者冠名广告，据我们测算，2017-2020 年，芒果超媒贴片广告收入分别为 8.32/12.38/13.5/ 20.08 亿元，主要受益于平台用户数量的快速增长以及平台广告价值提升。

估算方法：以 2019 年为例，用爱奇艺单 MAU 贡献的广告收入作为单用户广告价值，(APRU 值：14.71 元/人) * 芒果 TV 平台月活 * 平台溢价/折价 (MAU 大于 1 亿为 0.8，小于 1 亿为 0.6) = 芒果贴片广告规模，结果为 9.28 亿元，剩下为植入广告收入，114.82 亿元。

表8：芒果超媒广告收入拆分（亿元）

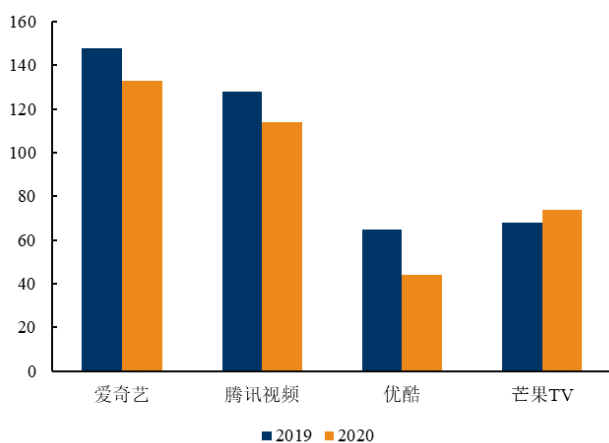
公司	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
芒果超媒广告收入（亿元）	13.32	24.10	16.99	33.5	51.21	61.57
同比		81.00%	62.00%	39.00%	5.83%	23.55%
植入广告	5.00	14.82	9.41	20.00	24.51	28.18
同比		196.55%		70.61%	15.00%	15.00%
贴片广告	8.32	9.28	7.58	13.50	26.71	33.39
同比		11.58%		9.05%	33.00%	25.00%
MAU-芒果 TV（亿）	0.79	0.91	1.22	1.15	2.69	3.36
MAU-爱奇艺（亿）	4.63	5.48	5.56	5.62		
爱奇艺广告收入（亿元）	81.59	93.28	43.20	82.71		
爱奇艺单 MAU 广告价值（元/人）	17.61	17.04	7.77	14.71	12.43	12.43

资料来源：公司公告，Quest Mobile，东兴证券研究所（注：为保持可比口径一致，MAU 均采用 Quest Mobile 数据）

影视植入广告市场空间广阔。据九合数据，2019 年上半年，综艺广告市场已达到 218 亿元，其中网综占比和植入品牌数量仍不断增加，芒果超媒未来植入广告天花板还很高，依靠较强的综艺自制能力，广告收入规模有望持续增长。

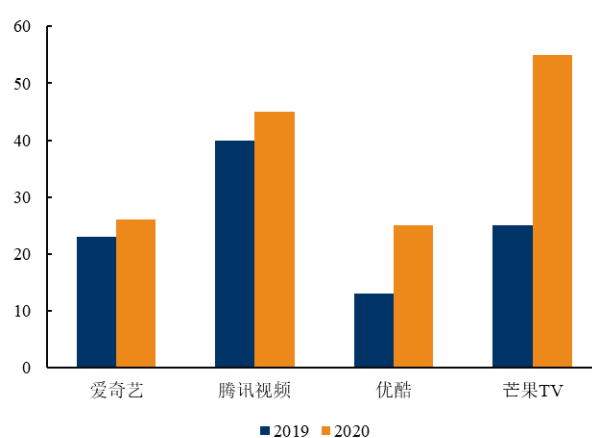
芒果超媒在综艺内容自制上已建立优势。据云合数据，2020 年全网综艺正片有效播放 201 亿，同比下滑 9%，爱奇艺、腾讯视频、优酷三平台综艺正片有效播放同比均下滑，降幅分别为 10%、11%、32%，而芒果 TV 综艺有效播放同比逆势增长 9%，芒果 TV 自制综艺上新数和自制比例上也远远领先于其他平台。

图 29：2019-2020 各平台综艺有效播放（亿）



资料来源：云合数据，东兴证券研究所

图 30：2019-2020 各平台上新自制综艺数



资料来源：云合数据，东兴证券研究所

芒果超媒会员渗透率和 APRU 将进一步提高。未来随着优秀自制内容持续上线，尤其是剧集内容自制力的释放，芒果 TV 用户数量将持续上升，付费渗透率也将相应提高。公司定增计划在内容资源库扩建中加大 S 级和 A 级剧集项目，优质内容增加促进付费会员 APRU 值增长，随着用户粘性增加，会员平均订阅时长可能出现增长。

表9：芒果超媒会员收入拆分

	2017	2018	2019	2020H1	2020	2021E	2022E
会员收入 (亿元)		8.37	16.9	14.18	32.55	43.56	57.17
同比		81.00%	39.00%	5.83%	23.55%	34%	31%
付费会员数 (万)	451	1075	1837	2766	3613	4835	6044
同比		138.36%	70.88%	84.28%	96.69%	33.83%	25.00%
渗透率	5.73%	11.84%	16.02	14.87	18.83	18%	18%
APRU 值 (元)		77.83	92	51.27	90.08	90.08	94.59
同比		11.58%	9.05%	20.70%	48.80%	63.13%	20.00%
MAU (QM)	0.79	0.91	1.15	1.86	1.92	2.69	3.36

资料来源：公司公告，Quest Mobile，东兴证券研究所（注：为保持可比口径一致，MAU 均采用 Quest Mobile 数据）

5. 风险提示

- 1) 受短视频影响，长视频平台用户增长不及预期；
- 2) 内容行业监管政策变化；
- 3) 影视广告主投放意愿变化；
- 4) 自制内容进度不及预期。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	游戏行业：短视频买量渠道崛起，游戏研发商乘势而上	2021-02-04
公司深度报告	传媒系列报告之 20-快手科技：格局确立，电商冲锋	2021-01-21
行业深度报告	【东兴传媒】优质内容主导长短视频格局，商业化创新提升互联网平台价值	2021-01-14
行业深度报告	长视频：爱奇艺提价能否成功？	2021-01-07
公司深度报告	优质内容主导长短视频格局变化，商业化创新提升互联网平台价值-2021 年传媒行业年度策略报告	2020-12-23
公司深度报告	传媒系列报告之 19-快手科技：社交筑垒，百亿冲锋	2020-12-19
公司深度报告	传媒系列报告之 18-分众传媒：新模式，新估值	2020-10-29
公司深度报告	传媒系列报告之 17-芒果超媒如何进化？	2020-10-20
行业深度报告	传媒系列报告之 16-金融科技行业报告：蚂蚁集团支付业务三个维度领先腾讯财付通	2020-09-14
公司普通报告	中国出版（601949）：出版主营经营稳健，下半年预计持续向好	2020-08-31
公司普通报告	掌阅科技（603533）：丰富应用产品业态，开拓多元变现模式	2020-08-30
公司普通报告	分众传媒（002027.SZ）：楼宇媒体业务迅速恢复，危机处理能力值得高估值	2020-08-23
公司普通报告	吉比特（603444.SH）：《问道》成压舱石，新品开花结果	2020-08-18
行业深度报告	传媒系列报告之 15-短视频行业报告：视频号为何能迅速突破“快抖”封锁	2020-08-25
公司深度报告	传媒系列报告之 14-字节跳动：征途是星辰大海，坚守全球化愿景	2020-08-07
公司深度报告	传媒系列报告之 13-中国出版：百年商务印书馆价值几何	2020-07-27
公司深度报告	传媒系列报告之 12-爱奇艺：中国奈飞，盈利不难	2020-07-20
公司深度报告	传媒系列报告之 11-掌阅科技：卡位长音频赛道，稀缺性助推估值	2020-07-02
公司深度报告	传媒系列报告之 10-腾讯控股（0700.HK）：微信生态孕育庞大广告市场	2020-06-17
公司深度报告	传媒系列报告之 9- 网易游戏：520 产品发布会展现年轻化战略	2020-06-03
行业深度报告	传媒系列报告之 8-网红经济商业模式合集：模式创新驱动 MCN 提升变现规模与效率	2020-05-26
公司深度报告	传媒系列报告之 7-分众传媒（002027）：主营走出最难时刻，竞争格局压制估值	2020-05-17
行业深度报告	传媒系列报告之 6-网红经济：渐具马太效应，平台占据优势	2020-05-10
行业深度报告	传媒系列报告之 5-出版产业：互联网催生新业态，新业态带来新活力	2020-05-08
公司深度报告	传媒系列报告之 4-掌阅科技：精细化运营内容与流量，打造第二增长曲线	2020-04-25
行业深度报告	传媒系列报告之 3-中国云游戏商业模式在哪里	2020-02-21
行业深度报告	传媒系列报告之 3-中国云游戏商业模式在哪里	2020-02-21
公司深度报告	传媒系列报告之 2-光线传媒（300251）：艺术科技结合体，估值对标皮克斯	2019-12-13
行业深度报告	传媒系列报告之 1-电视游戏行业深度报告：旧娱乐，新风尚，大市场	2019-11-26

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

石伟晶

传媒行业高级分析师，上海交通大学工学硕士。5 年证券从业经验，2018 年加入东兴证券研究所。2019 年新浪金麒麟传媒行业新锐分析师。对网络游戏、长短视频、网文、互联网广告等行业有深入研究。重点覆盖：腾讯控股、网易、字节跳动、快手科技、爱奇艺、芒果超媒、分众传媒、光线传媒、吉比特、掌阅科技。

研究助理简介

辛迪

中央财经大学经济统计学硕士，本科毕业于中央财经大学金融数学专业，2019 年加入东兴证券研究所。主要研究领域为长视频、户外媒体、移动阅读。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526