



美国视频产业深度研究

证券分析师：倪爽

电话：010-88321715

E-MAIL: nishuang@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190511030005

研究助理：王晓萱

电话：18515104669

E-MAIL: wangxx@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190120040011

目录 content

01

美国视频产业概况

02

美国视频节目制作、播出与销售

03

美国付费电视运营状况

04

代表性集团及公司简介

05

美国视频产业发展趋势

06

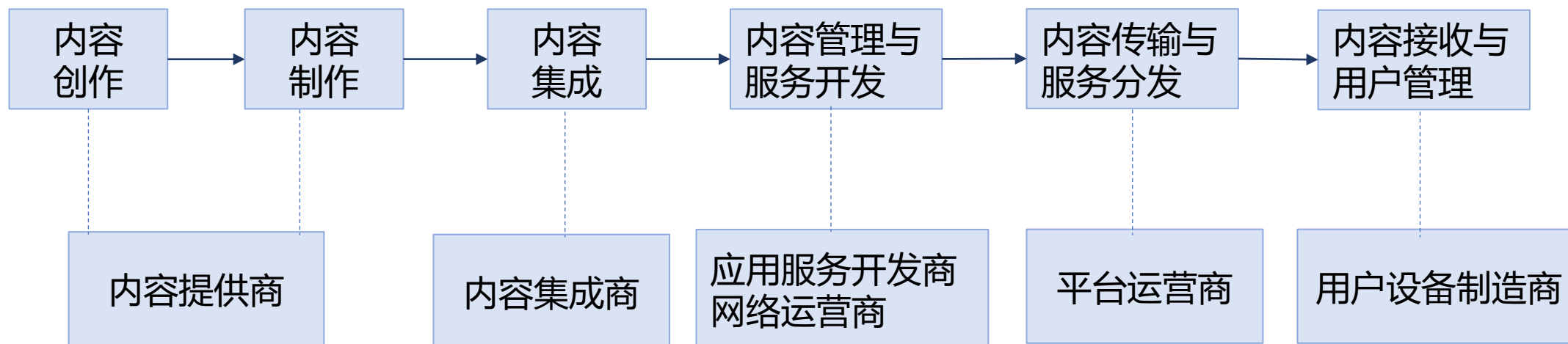
中美视频产业对比及启示

01

美国视频产业概况

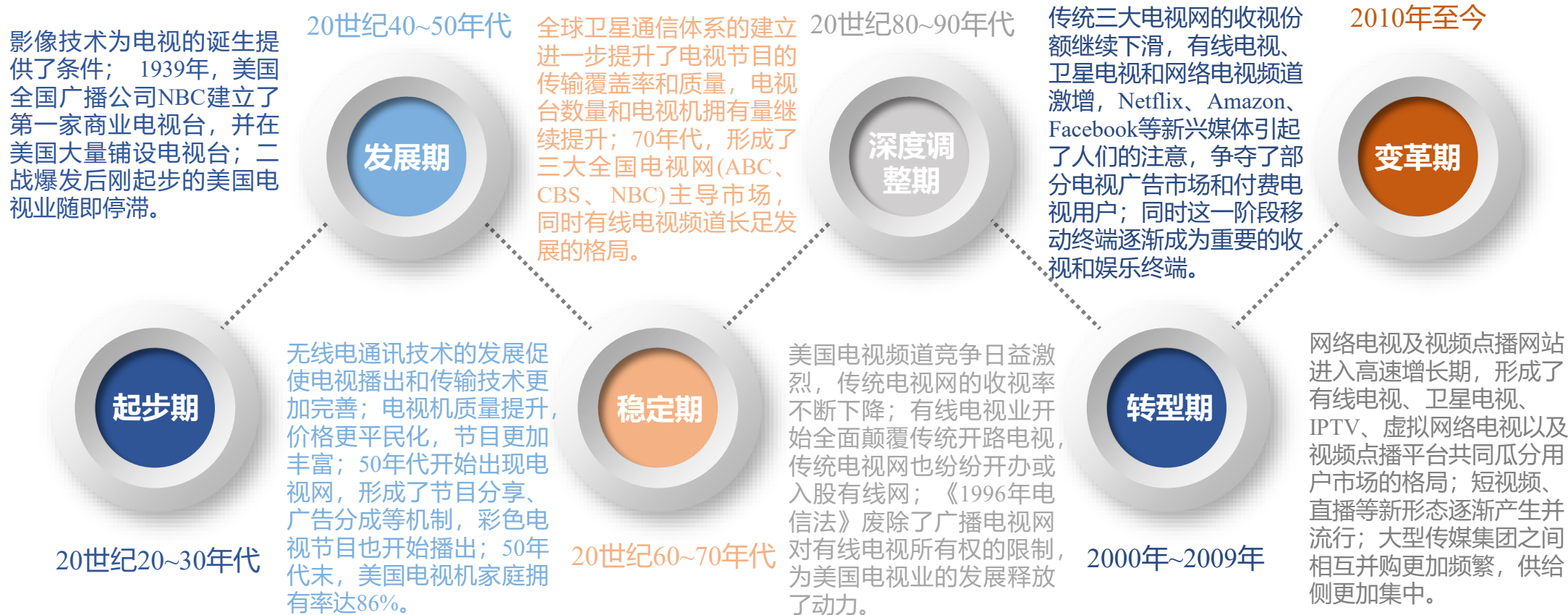
美国视频产业的主要构成领域

- 美国的视频产业是在市场体制下发展而来的媒体产业，在资本的驱动下，视频产业的内容、渠道、设备、技术、服务等各个领域都得到了较为全面的发展。美国视频产业要包括六个领域：内容创作、内容制作、内容集成、内容管理与服务开发、内容传输与服务分发以及内容接收和用户管理。



美国视频产业的构成

美国视频产业发展历程



美国视频产业属性和规模

- 美国视频产业结构主要包括内容和运营两部分，其中内容部分主要包括全国性电视网及其附属电视台，电影公司以及一些独立的影视工作室等；运营部分主要包括公众观看视频节目的各种渠道，如传统的地面(无线)电视、有线电视、卫星电视，以及伴随着互联网发展而来的IPTV、OTT等。
- 内容部分的业务涵盖了电视节目的制作、集成和播出，这主要由电视网及其附属电视台完成，早期无线广播电视的收入来源为广告费和DVD销售；有线电视和卫星电视等付费电视的主要收入来源为广告费、DVD销售和家庭订阅费；电影公司的主要收入来自其票房收入、家庭娱乐收入(DVD和蓝光光盘为主)、以及影视内容的第三方(电视和流媒体为主)播放授权收入。
- 就运营部分而言，2020年美国付费电视(不含在线视频点播)的营业收入为1020亿美元，其中有线电视收入仍为主要收入来源。受到新兴媒体工具的冲击，有线电视近年来呈现用户逐步流失的趋势，美国最大的有线电视运营商Comcast在2020年末的用户规模为1985万人，相比于2008年的巅峰时期下降了近18%。相比之下，流媒体视频点播以其更高的性价比和随时随地观看的优势，让更多的年轻一代消费者舍弃了传统付费电视，成为剪线一族(Cord-cutter)。

传统电视节目内容方盈利模式

	公共电视台	有线电视台
传播媒介	广播信号	电缆
主要电视台	六大公共台：CBS、NBC、ABC、FOX、CW、PB	基本有线台：CNN、TNT、MTV、AMC、USA、FX、sci-fi 高级有线台：HBO、ShowTime
覆盖范围	覆盖面广，安装天线即可观看	观看需安装有线电视，并付费
收费情况	免费	收费
盈利模式	插播广告+剧集DVD销售	家庭订阅费+插播广告+剧集DVD销售(基本台少量广告，高级台无广告)

数据来源：太平洋证券研究院

主要付费电视及流媒体订阅者规模

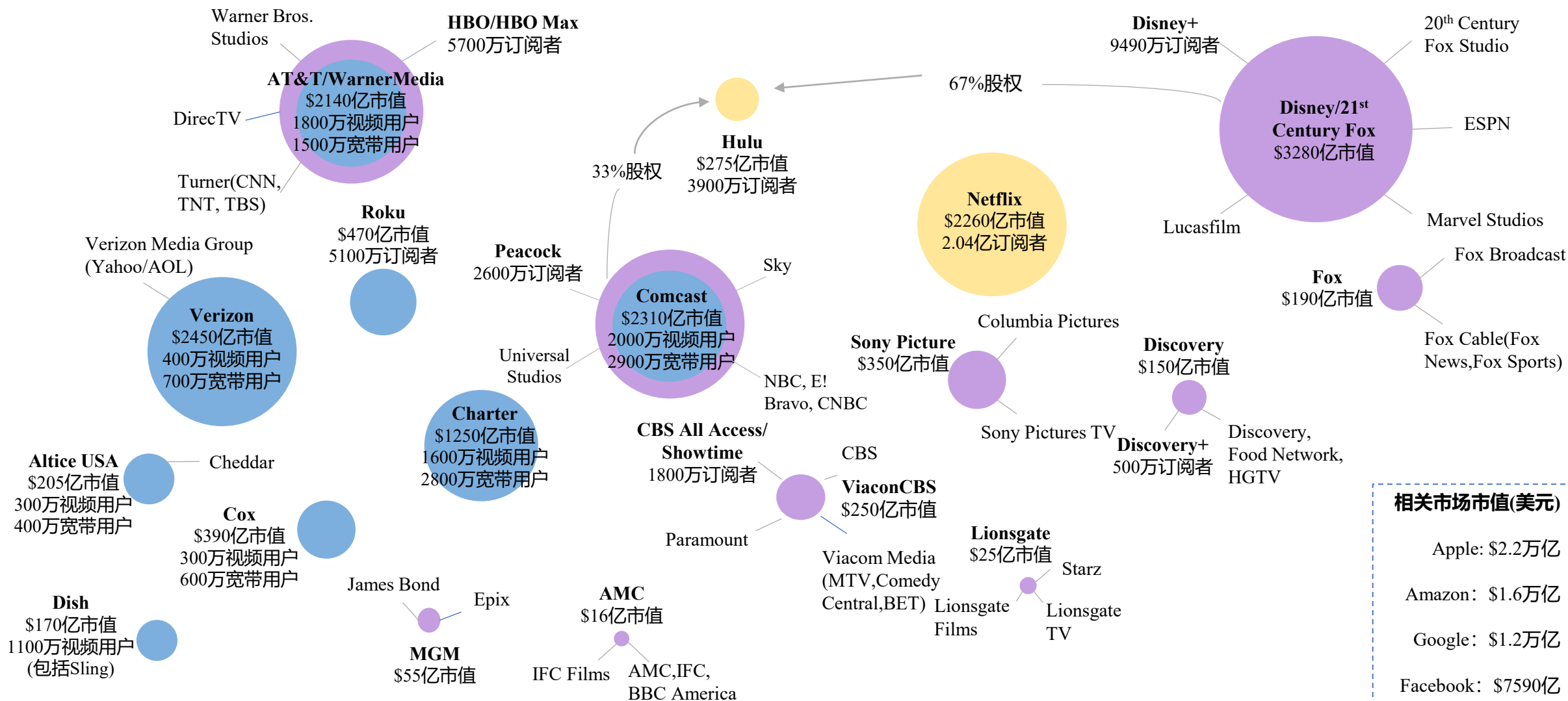
	Top运营商	2020财年末订阅者规模	2020年净增加
有线电视	Comcast	19,846,000	(1,408,000)
	Charter	16,200,000	56,000
	Cox	3,200,000	(665,000)
	Altice	2,961,000	(218,200)
	Mediacom	643,000	(67,000)
	Cable One	260,000	(54,000)
卫星电视	DirecTV	13,600,000	(2,433,000)
	DISH TV	8,816,000	(578,000)
IPTV	Verizon FiOS	3,854,000	(298,000)
vMVPD	Hulu+Live TV	4,000,000	800,000
	Sling TV	2,470,000	(122,000)
	AT&T TV NOW	656,000	(270,000)
流媒体	Netflix	203,663,000	36,573,000
	Disney+	94,900,000	68,400,000

数据来源：Statista、Fierce Video、企业年报、企业官网、太平洋证券研究院

美国视频产业版图

■ 运营商 ■ 内容商 ■ 流媒体

圆形大小代表市值(2020.01)



相关市场市值(美元)	
Apple	\$2.2万亿
Amazon	\$1.6万亿
Google	\$1.2万亿
Facebook	\$7590亿

数据来源: Recode、太平洋证券研究院

02

美国视频节目制作、播出与销售

传统广播电视台(网): 由广播公司发展而来, 在早期奠定了美国视频产业发展的基础

- 美国大部分电视台为私有经营, 实行商业化经营, 并通过加盟或附属的方式形成电视网。无限模拟电视时期的电视台一般是由广播公司发展而来, 美国最早的电视台由全国广播公司(NBC)在1939年创办, 随后与美国广播公司ABC和哥伦比亚广播公司CBS逐渐形成了三大电视网。
- 每一家商业电视网在各个地区都有各自附属城市商业电视台, 由此形成全国性电视网。附属台本身是一个完整的电视台, 它与电视网是一种商业合作关系, 每天在固定时间播出所隶属的电视网制作的国内及国际新闻节目, 通常是全国性新闻、娱乐、体育类节目, 其余时间则播出本地节目。作为交换, 附属电视台也可以给电视网提供有价值的地方新闻。
- 除了商业电视网以外, 美国还有非营利性的公共电视台, 宗旨是为公众提供教育或服务, 经费依靠政府拨款、经办者筹集和企业赞助。美国公共电视台一般是由社区组织、大学、州政府创办, 它们的全国性组织是美国公共广播服务机构(Public Broadcasting Service, PBS)。

美国六大电视网



1939
全国广播公司



1941
哥伦比亚广播公司



1948
美国广播公司



1987
福克斯广播公司



2006
哥伦比亚华纳兄弟联合电视网

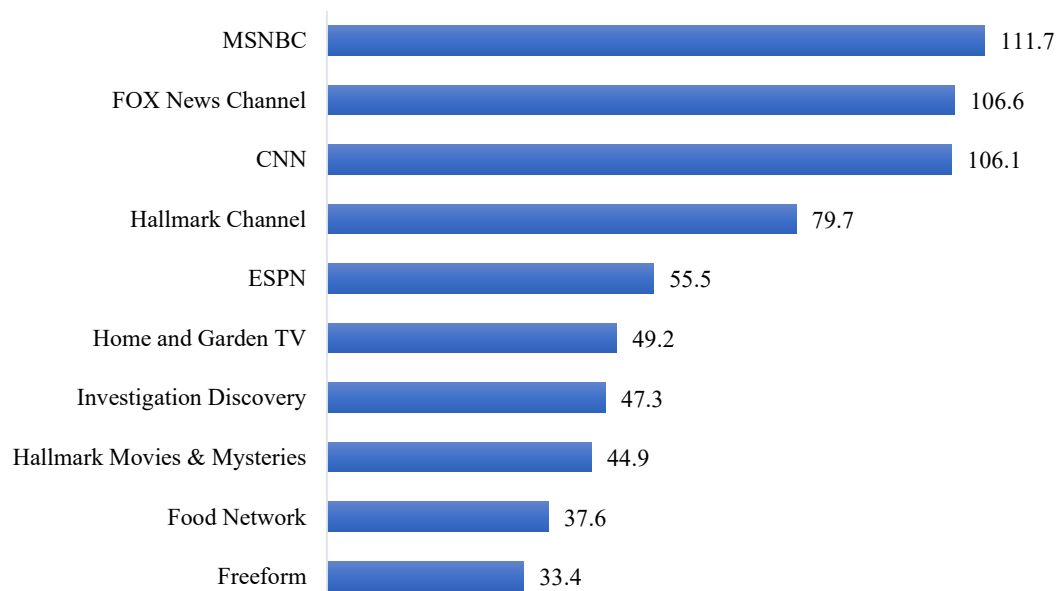


1970
美国公共电视网

有线电视网：现代电视节目的主要来源，视频内容开始通过订阅模式变现

- 传统意义上的有线电视业主要包括三个领域：有线电视运营，有线电视节目和有线电视技术设备，其中有线电视节目主要经营有线电视频道及其节目的制作、集成和播出等相关业务。美国多数有线电视频道归属于头部大型传媒集团，主要包括康卡斯特(Comcast)、华纳传媒(WarnerMedia)、华特迪士尼(Walt Disney)、和维亚康姆CBS(ViacomCBS)等。
- 有线电视台分为两类，即基本有线台和高级有线台，基本有线台如USA、TNT、FX、AMC、sci-fi、Disney、MTV、CNN等是以订阅费、广告和DVD销售为收入来源；高级有线台如HBO、showtime、Starz、Cinemax等主要以订阅费和剧集DVD销售为收入来源，这些频道在观看过程中是没有广告的，但是不同于基本有线台以打包套餐的形式订阅，高级有线频道一般需要为每个台单独付费。

2020年12月有线电视频道日均观众人数Top 10



单位：万人

数据来源：Statista、太平洋证券研究院

高级有线付费频道定价

频道	有线电视订阅费	对应流媒体订阅费
HBO	\$10.00-\$17.99/mo.	\$14.99/mo.
Showtime	\$10.00-\$13.99/mo.	\$9.99-\$10.99/mo.
Starz	\$9.00-\$13.99/mo.	\$8.99/mo.
Cinemax	\$9.99-\$13.99/mo.	\$9.99/mo.
The Movie Channel	订阅Showtime免费	订阅Showtime免费
EPIX	\$5.99-\$9.99/mo.	\$5.99/mo.

数据来源：REVIEWS.org、主要有线电视运营商官网、各流媒体官网、太平洋证券研究院

电影制片公司：五大电影公司贡献了北美地区八成的票房

- 美国电影制片公司在电视节目制片方面发挥着重要作用，是电视剧和电影等节目的重要片源。一些电影公司也投资电视频道，或直接开办电视频道，在美国视频产业中扮演重要角色。
- 自电影制作开始以来，美国电影制片厂就一直主导着美国电影院和全球电影业。美国电影制片厂受益于强大的先发优势，它们率先将电影制作产业化，掌握着大规模地生产和发行跨文化、高质量电影的艺术。时至今日，环球影业，派拉蒙影业，华纳兄弟，华特迪斯尼影业和哥伦比亚影业这五大电影公司每年都会在国际市场上发行数百部电影，五大身后的传媒集团旗下的电影制作和发行子公司合计掌握着北美地区票房收入的80%~85%。

美国主要电影公司简介

母公司	主要电影子公司	成立时间	独立电影品牌	类型片/B级片品牌	动画品牌	其他品牌	北美地区市场份额(2019)
Sony Pictures (Sony)	Columbia Pictures TriStar Pictures	1924 1982	Sony Pictures Classics	Affirm Films Ghost Corps PlayStation Productions Screen Gems Stage 6 Films	Funimation Films (95%) Manga Entertainment (95%) Madman Studios (95%) Sony Pictures Animation Sony Pictures Imageworks	Destination Films Left Bank Pictures Sony Pictures Japan Sony Pictures Releasing Sony Pictures Family Entertainment Sony Pictures Worldwide Acquisitions Sony Wonder TriStar Productions Walt Disney Studios Sony Pictures Releasing (JV)	12.10%
ViacomCBS (National Amusements)	Paramount Pictures	1912	Miramax (49%)	BET Films CMT Films Comedy Central Films MTV Films Nickelodeon Movies Paramount Players VH1 Films	MTV Animation Nickelodeon Animation Studio Paramount Animation	Awesomeness Films Melange Pictures United International Pictures (JV) Viacom 18 Motion Pictures (49%) Viacom Digital Studios	5%
NBCUniversal (Comcast)	Universal Pictures	1912	Focus Features Hulu Documentary Films (33%)	Focus World Gramercy Pictures Working Title Films	Big Idea Entertainment DreamWorks Animation Illumination Illumination Mac Guff Universal Animation Studios	Amblin Partners (minority stake) Carnival Films Chiller Films Makeready (JV) NBC Universal Japan OTL Releasing United International Pictures (JV) Universal 1440 Entertainment WT2 Productions	11.50%
WarnerMedia (AT&T)	Warner Bros. New Line Cinema	1923 1967	CNN Films HBO Documentary Films	Adult Swim Films DC Films Flagship Entertainment (49%) TruTV Films	Wang Film Productions (50%) Warner Animation Group Warner Bros. Animation	Alloy Entertainment Castle Rock Entertainment Cinemax Films Fullscreen HBO Films Hello Sunshine Spyglass Media Group (minority stake) Turner Entertainment	13.90%
Walt Disney Studios (The Walt Disney Company)	Walt Disney Pictures 20th Century Studios	1923 1935	A&E IndieFilms (50%) Hulu Documentary Films (67%) Searchlight Pictures	Disneynature ESPN Films (80%) Lucasfilm Marvel Studios NatGeo Doc Films (73%)	20th Century Animation Blue Sky Studios Pixar Walt Disney Animation Studios	A&E Films Fox Family Fox Star Studios Zero Day Fox Disney Pictures India UTV Motion Pictures Walt Disney Studios Motion Pictures Walt Disney Studios Sony Pictures Releasing (JV)	33.50%

大型传媒集团：横贯内容与运营，是各类传统长视频内容的主要来源

- 美国的传媒集团集资本实力与媒体资源于一体，在美国控制了主要的有线电视网和电影公司，一些传媒集团还涉足到电视运营领域，即同时控制了内容产业和渠道运营产业。
- 美国传媒集团是美国传媒业高度产业化、市场化、专业化和全球化的结果。这些集团在影视节目制作能力、资本总量、员工数量、市场营销能力、销售渠道、技术研发等方面都有着较大优势。就传统的影视内容而言，大型传媒集团供给了北美地区的大多数的长视频内容。

美国主要传媒集团业务布局

媒体集团	电影制片	电视制片	广播电视网络	有线频道	新闻商业频道/运营	国家体育频道/运营	音频	出版	OTT	互联网	通信	视频游戏
Comcast	Universal Filmed Entertainment Group	NBCUniversal Content Studios, Sky Studios, DWA Television	NBC, Cozi TV, Sky, Telemundo, TeleXitos	NBCUniversal Cable, Sky	NBCUniversal News Group, Sky News	NBC Sports Group, Sky Sports, NHL Network (15.6%)	Back Lot Music		Peacock, Now TV, Sky Go, Xumo	Fandango (70%)	Xfinity, Sky Broadband	Universal Brand Development
The Walt Disney Company	Walt Disney Studios, UTV Motion Pictures (India)	Disney TV Studios, It's a Laugh Productions, Disney TV Animation, FX Productions, Freeform Productions, Marvel TV	ABC, LWN (US); Super RTL (50%), RTL2 (15.75% DE)	Disney Channels, UTVnet, A&E Networks (50%), Fox Nets Group, Freeform, FX Networks, NatGeo Net (73%)	ABC News, ABC News Radio	ESPN Inc. (80%)	ABC Audio, Disney Music Group, Fox Music, Marvel New Media, Radio Disney Networks	Marvel Comics, National Geographic (73%), Disney Publishing Worldwide	Disney+, Hulu, ESPN+, Hotstar, Marvel Unlimited	Disney Online, Disney Digital Network	Walt Disney DTCI Inc.	Disney Games and Interactive Experiences, Marvel Games, LucasArts
ViacomCBS	Paramount Motion Pictures Group	Paramount TV Studios, Nickelodeon Animation Studio, CBS Films, CBS TV Studios	CBS, The CW (50%), Decades (JV)	ViacomCBS Domestic Media Networks, ViacomCBS Networks International	CBS News, CBSN	CBS Sports	Comedy Central Records, Nick Records, CBS Records	Simon & Schuster	CBS All Access, Pluto TV, BET+, Noggin, Showtime	MTV New Media, CNET		Paramount Digital Entertainment
AT&T	Warner Bros. Pictures Group	WB TV Group, WB Animation, WBTV, Cartoon Network Studios	Chilevision, The CW (50%)	TBS, TNT, TruTV, Cartoon Network, HBO	CNN, HLN	Turner Sports, AT&T SportsNet, MLB Network (16%), NBA TV	WaterTower Music	DC Comics, MAD Magazine	HBO Max, AT&T TV Now, HBO Now, DC Universe, Boomerang, Crunchyroll	Fandango (30%), Otter Media	AT&T Communications	Warner Bros. Interactive Entertainment, Rooster Teeth Games

节目销售：传统方式以加盟/附属模式和辛迪加模式为主

- 传统的美国电视节目市场主要有两种运营模式，一种是电视网的加盟和附属模式，另一种是辛迪加模式，
- 加盟和附属模式下，美国各地的地方媒体市场都有自己的电视台，这些电视台都附属(affiliated)或归属于(owned-and-operated by)某个电视网。这些电视台往往与电视网签署合作协议，以播出他们的节目。电视节目的首轮往往会在自己的频道上播出，并由其所有或附属的电视台转播。
- 辛迪加模式是指以联卖的形式在其他电视网的频道上播出的销售方式，一般包括两种类型：(1)首轮播出(first-run)，即节目最初就专门定位为辛迪加销售模式；(2)网外辛迪加(off-network)，即节目原本为某家电视网制作随后又转交辛迪加组织销售。辛迪加模式针对的节目类型广泛，包括了电影、电视剧、电视综艺节目等。

2019 Top 10地方电视公司

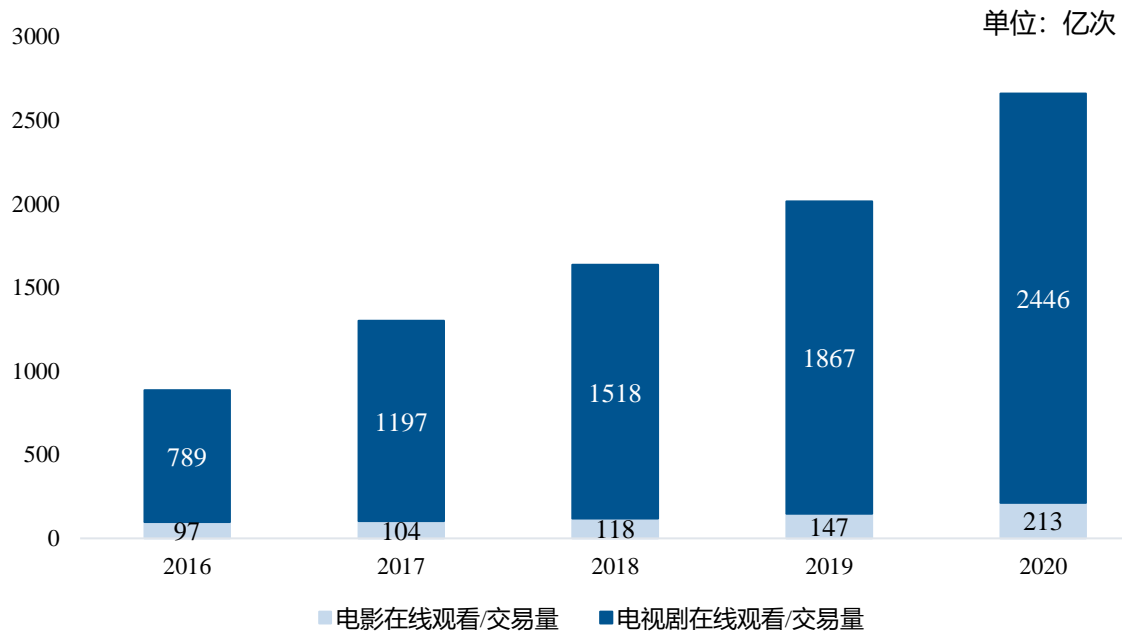
电视公司	旗下地方电视台数量	电视市场数量	总覆盖率	FCC覆盖率	转播收入	广告收入	总收入
1. Nexstar	196	114	62%	39%	\$1.37B	\$2.0B	\$3.33B
2. Sinclair	191	89	39%	25%	\$1.34B	\$1.2B	\$2.56B
3. Tegna	73	52	39%	32%	\$1.00B	\$1.4B	\$2.43B
4. Fox	29	18	39%	26%	\$956M	\$1.4B	\$2.36B
5. CBS	29	18	38%	26%	\$794M	\$1.4B	\$2.17B
6. Gray	129	95	24%	17%	\$799M	\$1.2B	\$2.04B
7. NBCU	51	30	38%	21%	\$748M	\$1.3B	\$2.01B
8. ABC Disney	8	8	22%	21%	\$497M	\$902M	\$1.40B
9. Scripps	70	42	31%	22%	\$382M	\$916M	\$1.30B
10. Univision	65	25	45%	24%	\$433M	\$712M	\$1.14B

数据来源：TVNewsCheck、太平洋证券研究院

节目销售：流媒体逐渐成为传统方式之外的重要销售渠道

- 除了传统的节目销售方式外，随着流媒体的兴起，电影与电视节目纷纷登上各家流媒体网站。据美国电影协会的数据，美国目前有超过135个在线服务平台为消费者提供电影和电视节目，且在线视频观看量持续增长，在2020年达到了2659亿次，相比于2019年增长了32%，其中在线电影的观看量增长45%，在线电视剧的观看量增长31%。
- 因此，除了传统的有线电视频道，点播(video-on-demand)平台的授权也逐渐成为电视节目重要收入来源。经典美剧老友集在完结后15年，依然可以以每年1亿美元的价格出售其流媒体独家转播权，如果再考虑电视辛迪加、DVD等，老友记每年大约可获得约10亿美元的授权收入。

美国电影与电视剧市场在线观看/交易量规模



部分经典美剧未来5年的流媒体独家授权价格



注：在线观看/交易量既包括订阅观看，也包括按片/次付费观看
 数据来源：美国电影协会、太平洋证券研究院

注：以上价格均为5年的授权总价
 数据来源：WatchMarker reporting, 太平洋证券研究院

03

美国付费电视运营状况

有线电视：美国付费电视业务的主流

- 有线电视业是付费电视业的重要组成部分，也是美国电视节目传播过程中的关键环节。有线电视运营业通过有线电视系统(最初为铜缆系统，现在主要是光纤系统)，向用户提供电视节目传输服务以及电话、网络等其他服务。
- 有线电视有很多运营商选择，截至2020年第四季度，美国有470家有线互联网服务提供商，其中最大的提供商是康卡斯特(Comcast)的Xfinity，覆盖40个州，覆盖1985万人。多数运营商的有线电视服务都与自家的互联网服务捆绑销售，这里我们不考虑捆绑，仅关注有线电视单项服务价格，多数有线电视运营服务的价格为每月50-100美元之间，具体取决于不同等级套餐中的频道数量、有无合约限制、高级频道收费政策等因素。

美国覆盖人数前三大的有线电视运营商的服务情况

运营商	有线电视用户 (2020 Q4)	特点	套餐	包月价格(首年/正常)	频道数量	备注
Comcast Xfinity	1985万	覆盖范围广，热门频道包含在基本套餐中	Extra	\$59.99/\$70.00	140+	1年合约，自动电子支付前12个月每月有\$10折扣
			Digital Starter	\$75.49	140+	无合约限制
			Prefered+	\$69.99/\$88.50	220+	1年合约，自动电子支付前12个月每月有\$10折扣
			Digital Prefered	\$93.99	220+	无合约限制
Charter Spectrum	1620万	部分套餐自带高级频道	TV Select	\$44.99	125+	无合约限制
			TV Silver	\$74.99	175+	无合约限制，包含HBO、SHOWTIME、Nick Jr、NFL等高级台
			TV Gold	\$94.99	200+	无合约限制，包含HBO、STARZ、SHOWTIME、TMC、NFL等高级台
Cox	320万	价格最便宜	TV Starter	\$25	75+	无合约限制
			Contour TV	\$69.99/\$95.00	140+	无合约限制

卫星电视：为偏远地区用户提供了优惠且稳定的服务

- 美国卫星电视运营提供的服务通常被称为“直播到户卫星电视”，“Direc-to-Home”，简称DTH。美国最早的卫星电视运营公司是首星公司(PrimeStar)，1995年和1996年，直播电视公司(DirecTV)和碟片公司(Dish)相继进入直播到户卫星电视运营。经过20余年的发展，目前直播电视公司和碟片公司是美国直播到户卫星电视最主要的两家运营商，分别拥有1360万和882万的订阅用户。
- 在美国，直播到户卫星电视和有线电视是观众收看电视频道的主要渠道。与有线电视相比，卫星电视的节目传输成本不受传输距离的影响，尤其在偏远地区，卫星电视的优势非常明显；此外，基于卫星传输网络的特性，直播到户卫星电视运营商能及时应用最新技术，提高服务质量和降低运营成本，而有线电视网络的升级则需要大量的人力、物力和资金。但是，在目前互联网技术和移动通信技术的发展促成的三网融合(电视、电话、互联网)的市场环境和竞争格局下，卫星电视如果要提供电信服务，就必须寻求电信合作方，因而处于劣势地位。

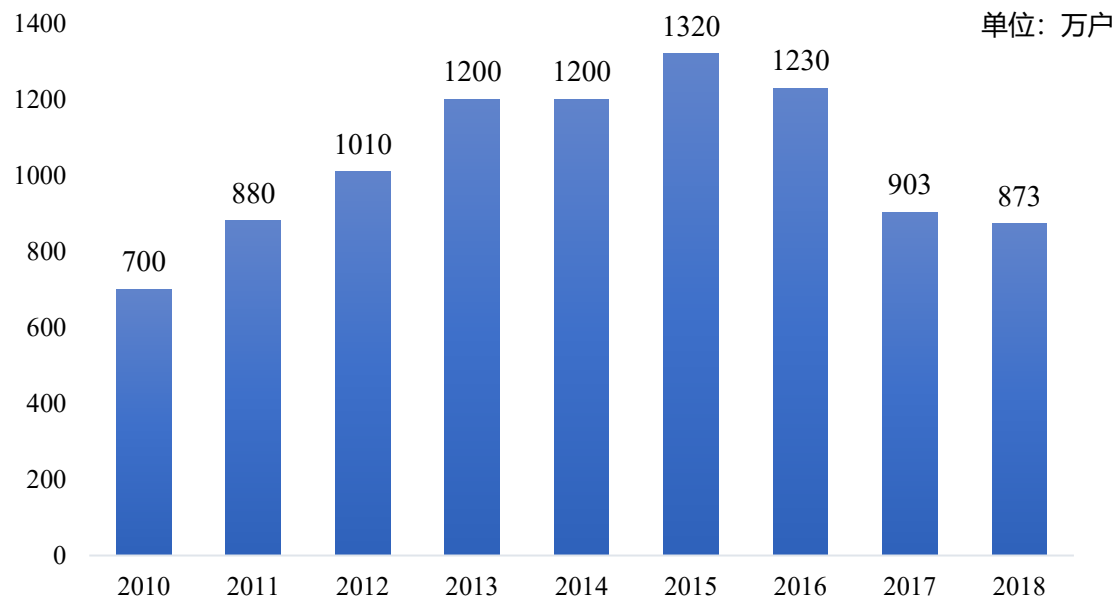
美国主要卫星电视运营商服务情况

	 DISH	 DIRECTV
套餐价格	\$64.99 – \$94.99	\$64.99 – \$134.99
价格锁定保证	2年	1年
安装费	6个房间以内免费	4个房间以内免费
频道数量	190-290+	155-330+
点播内容	有	有
DVR	Hopper Duo：免费/125小时/2个文件同时存储 Hopper 3：\$5-15/月/500小时/16个文件同时存储	免费/200小时/5个文件同时存储

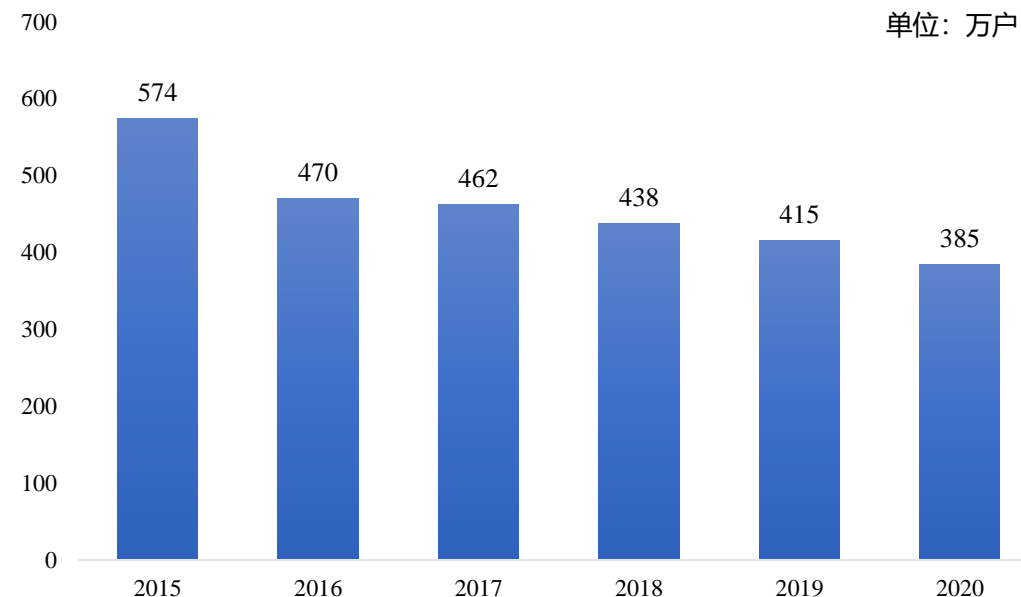
IPTV：居民分散注定了IPTV在美国的衰落

- IPTV是指通过电信运营商的专网提供电视服务的业务。美国的IPTV发展历程经历了诸多挑战，电信公司一直在谋求进入电视领域，但遭遇法律设定的行业准入壁垒。直到《1996年电信法》颁布后，电信业才被获准开展电视运营业务，电信公司持续投入大量资金铺设和升级电信网，在电话和电信领域具备了雄厚的实力，积极进入电视市场，拓展IPTV业务。
- 与中国IPTV目前持续增长的情况不同，美国的IPTV产业已呈现衰退的迹象，这或与美国居民房屋分布相对分散，网络升级成本较高有关。很长一段期间，美国电话电报公司(AT&T)的U-verse tv和威瑞森公司(Verizon)的Fios tv为美国主要的IPTV服务，但二者多年来一直在加速下滑。Verizon年报显示，截至2020年末，Fios IPTV的留存用户数量已减至385万，较上年减少近30万；而AT&T则从2016年起便开始逐步淘汰U-verse，2019年AT&T TV上线后，U-verse已不再接收新的用户，预计将于2021年第二季度关闭。

2010-2018年美国IPTV用户规模



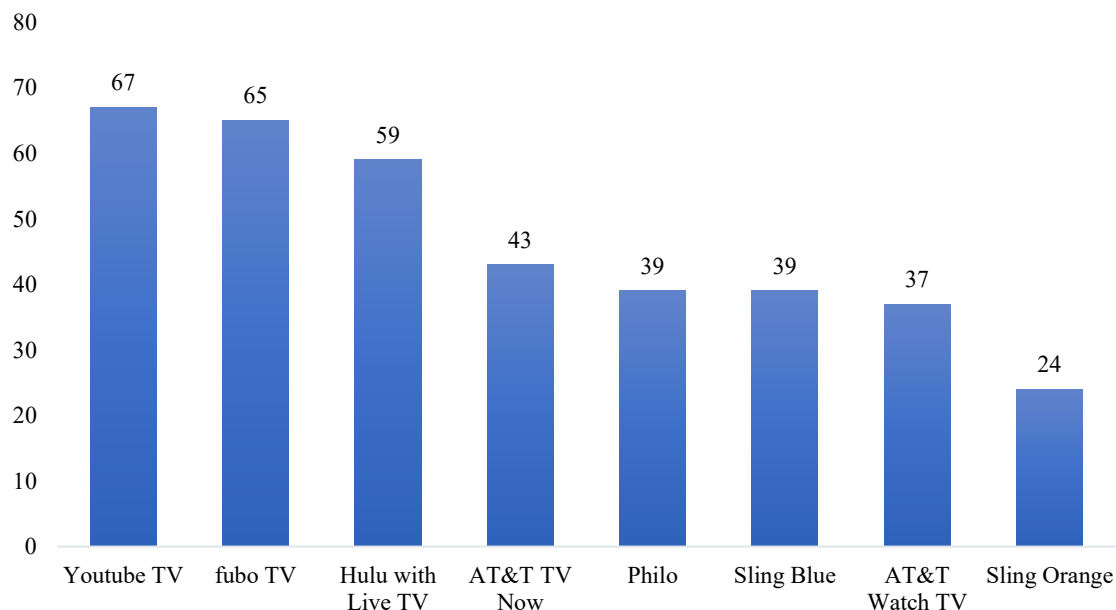
2015-2020 Verizon Fios用户规模



OTT之 vMVPD：以高性价比吸引年轻人对传统MVPD的替代

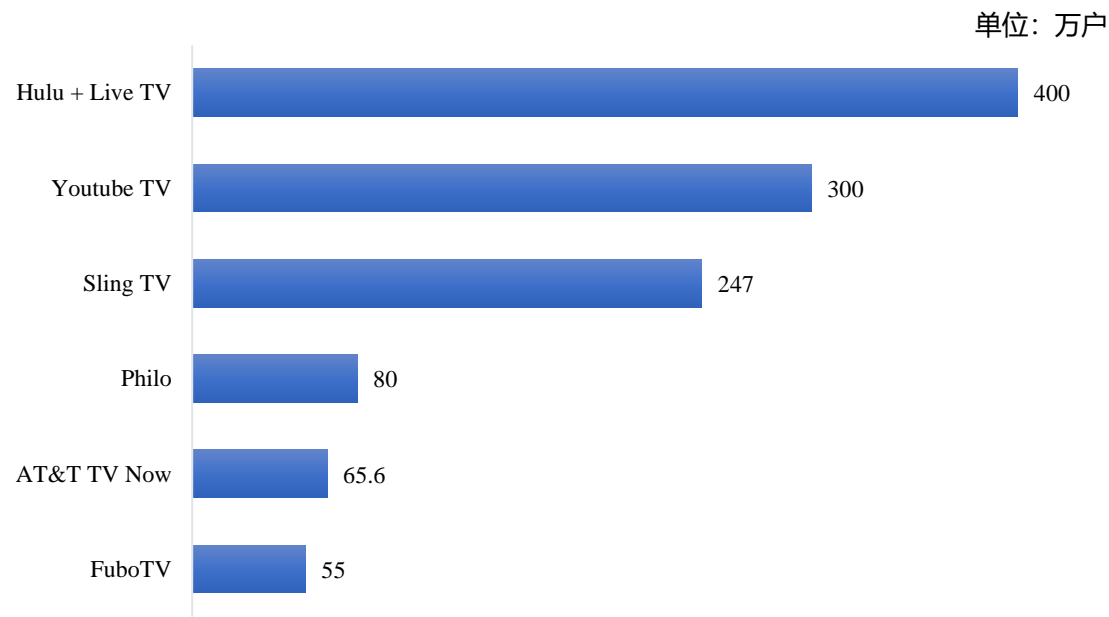
- 相比于中国，美国市场上对OTT(Over-the-top)的定义更为广义，是指绕过了广播、线缆、卫星等传输渠道，通过互联网进行传递的视频分发形式，在此基础上OTT还可以分为两类：一类是虚拟多频道视频节目分发器(vMVPD，即网络视频直播服务)，另一类是在线视频点播(Video-On-Demand, VOD)。可以说，只要是开放的互联网传播的视频服务，无论是直播或是点播，都可以称之为OTT。
- 2015年随着Sling TV的推出，vMVPD在业界引起了不小的轰动。目前的vMVPD往往聚合了线性直播电视服务和视频点播的双重功能，从消费者的角度来看，主要的卖点之一是其Skinny Bundle(瘦身包)服务，就是以相对于传统有线电视更低的价格购买的更具针对性的频道数量。美国传统的有线电视套餐多包含100以上的频道内容，但对于许多消费者而言，高频观看的仅为少量的一部分，因此Skinny Bundle因其较高的性价比受到了部分消费者的欢迎。就订阅用户的规模而言，vMVPD尚处于发展阶段，用户以年轻人为主，规模尚不能与传统有线电视相比，目前，Hulu + Live TV、Youtube TV和Sling TV以400万、300万和247万的用户规模位列美国vMVPD市场前三。网络电视的观看除需要以上收集并聚合内容的运营商外，还需要一些外接设备为渠道分发给消费者，主流的外接设备有Roku、Apple TV、Amazon Fire TV等。

美国主要vMVPD拥有的频道数量



数据来源：Statista、太平洋证券研究院

2020年第四季度美国vMVPD订阅用户规模



数据来源：FierceVideo, 企业年报、太平洋证券研究院

OTT之VOD：以点播的灵活性俘获用户，以广告、订阅费或按次付费变现

- 广义上的视频点播服务(VOD)既包含通过开放互联网传播的点播内容服务，也包含通过有线电视线缆、IPTV等任何传输渠道的视频点播。这里我们主要关注典型的基于互联网的视频点播服务，即YouTube、Netflix等流媒体，这些VOD平台使观众可以根据自己当下的偏好随时访问想要观看的内容。
- VOD又可以分为主要的三类：第一类是基于广告的VOD，即AVOD，收入来源主要包括广告收入以及用户为免广告所支付的订阅费用，典型代表为YouTube；第二类为按次交易内容的VOD，即TVOD，这类又可以分为按次下载和按次出租两类，分别对应不同的价格；第三类是最常见的订阅型VOD，即SVOD，需要定期支付订阅费用以获得观看内容的权力，如Netflix、Hulu、Disney+等都属于这类，价格在每月6-16美元不等。

美国主要流媒体套餐情况

流媒体	全球用户数量	套餐	价格	特点
Netflix	2.04亿 (2020.12)	Basic	\$8.99/mo	首月免费；随时取消；支持电视、电脑和手机及网站所有电影和电视剧；不支持高清和超高清；同一时间仅允许一台设备观看
		Standard	\$13.99/mo	首月免费；随时取消；支持电视、电脑和手机及网站所有电影和电视剧；支持高清，不支持超高清；同一时间允许两台设备观看
		Premium	\$17.99/mo	首月免费；随时取消；支持电视、电脑和手机及网站所有电影和电视剧；支持高清和超高清；同一时间允许四台设备观看
Hulu	3540万 (2021.01)	HULU	\$5.99/mo	有广告；首月免费；无限访问资源库；不限设备类型
		HULU(No Ads)	\$11.99/mo	无广告；首月免费；无限访问资源库；不限设备类型；支持下载离线观看
		Premium	\$11.99/mo	首月免费；无广告；可后台播放；可下载；支持YouTube Music Premium
YouTube Premium	3000万 (2020.10)	Family Premium	\$17.99/mo	首月免费；无广告；可后台播放；可下载；支持YouTube Music Premium；支持6个账号共同使用
		Student Premium	\$6.49/mo	首月免费；无广告；可后台播放；可下载；支持YouTube Music Premium；学生账号最多可使用四年，每年需认证
		Prime Video	\$8.99/mo	仅支持Amazon影视资源无限观看
Amazon Prime	1.43亿 (2020.12)	Prime	\$12.99/mo 或 \$119/Year	除Amazon影视资源外，还支持其音乐、照片存储、图书阅读等应用；同时支持Amazon的常规特权，如免费特快物流、特定超市商品折扣等。
		Prime Student	\$6.99/mo 或 \$59/Year	同上
		单独购买Disney+	\$6.99/mo 或 \$69.99/Year	无广告；可享受来自迪士尼、皮克斯、漫威、星球大战、国家地理和20世纪福克斯等的电影和节目，还包括Disney+的独家原创节目。
Disney+	9490万 (2021.01)	与Hulu、ESPN+打包	\$12.99/mo	同上

数据来源：流媒体官网、企业年报、太平洋证券研究院

美国居民的视频消费：多数订阅了一个以上的流媒体，并根据偏好选择组合

- 无论是付费电视、视频租赁和销售，还是订阅付费，美国消费者在这些产品上历来都比绝大多数国家的消费者有更强的消费意愿，且美国的电视及视频订阅服务往往比其他国家价格更高。根据德勤以及好莱坞报道的调查，美国居民平均每人每月订阅了三种流媒体服务。三年前，全国近一半的人只订阅了一种流媒体服务，就是Netflix，如今美国人正在逐步摆脱有线电视，并捆绑购买多个流媒体服务。下表汇总了美国不同类型的消费者在各种视频服务的花费，可以看出，多数居民(一般以户为单位)，每年在视频服务上的投入一般在900-1500美元不等。

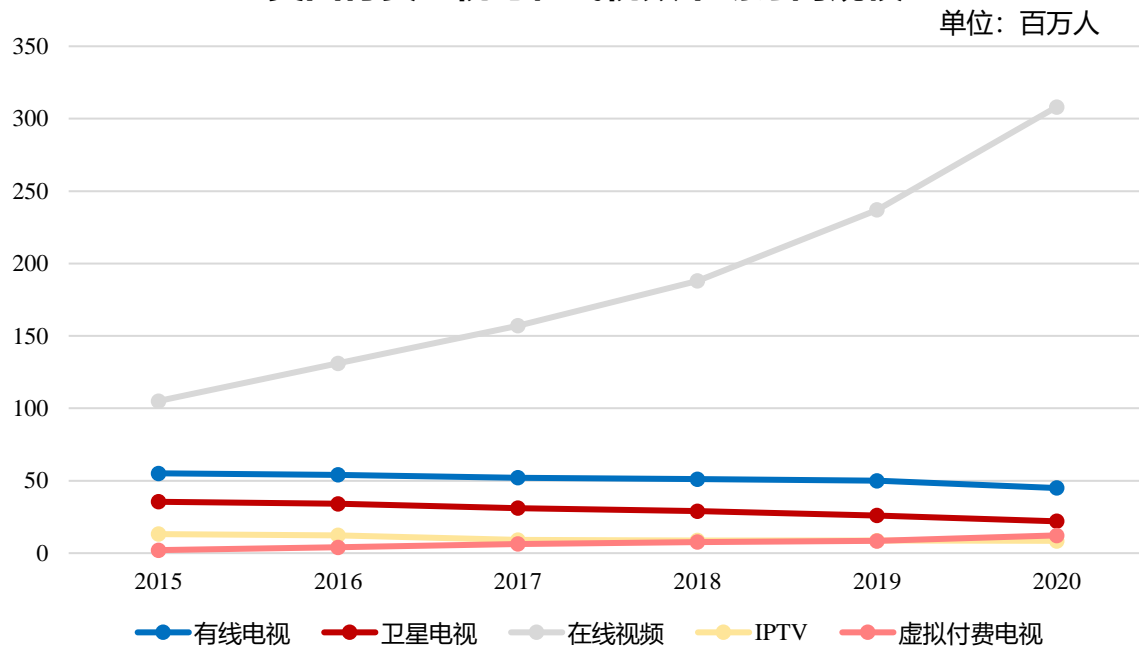
各类型美国居民在有线电视和流媒体服务的年度支出

The Cord Cutter (剪线族)	The Sports Fan (体育迷)	The Minimalist (极简系)	The On Demand Only (只点播)	The Traditionalist (传统流)
Sling Orange(\$35/mo.)	Hulu+Live TV(\$55/mo.)	TV antenna(\$50)	Netflix(\$13/mo.)	Spectrum(TV Select+Internet) (\$90/mo.)
TV antenna(\$50)	High-speed internet*(\$60/mo.)	Netflix(\$13/mo.)	Hulu w/ ads(\$6/mo.)	Fees(up to \$260/year)
Netflix(\$13/mo.)		High-speed internet*(\$60/mo.)	Amazon Prime Video(\$119/year)	Netflix(\$13/mo.)
Hulu w/ ads(\$6/mo.)			HBO Max(\$15/mo.)	
High-speed internet*(\$60/mo.)			High-speed internet*(\$60/mo.)	
Year one: \$1418	Year one: \$1380	Year one: \$926	Year one: \$1247	Year one: \$1496

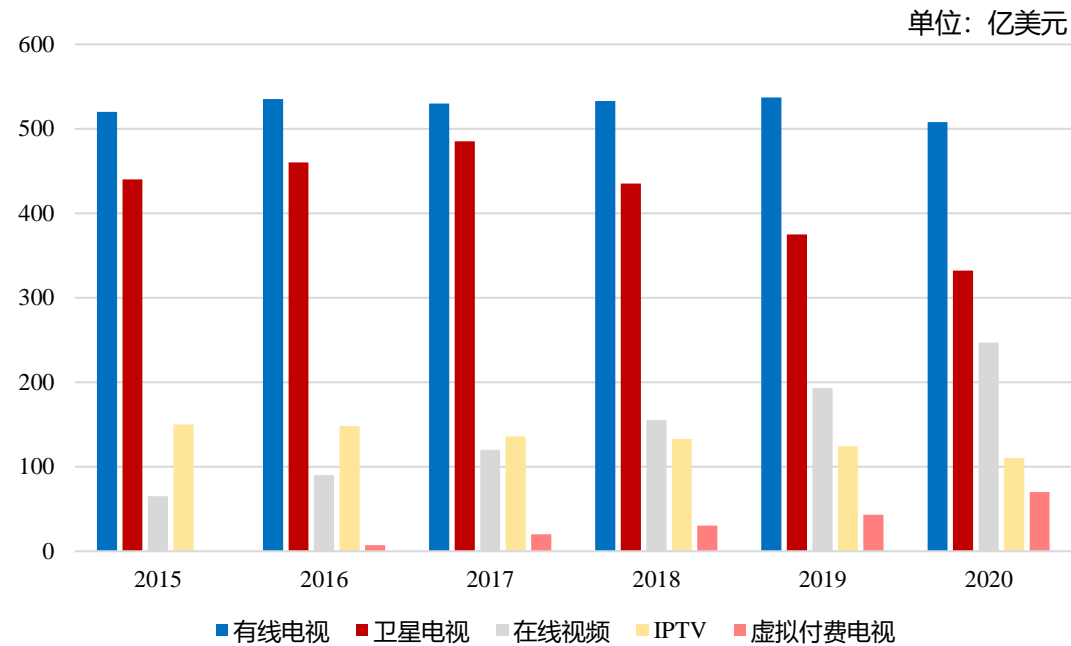
美国各视频播放平台市场格局：有线电视仍为主流，在线视频高速增长

- 用户规模方面，美国的传统付费电视市场已趋于稳定，在线视频订阅和虚拟付费电视（网络电视）的用户规模逐年上升。2020年，美国在线视频订阅的用户规模达到3.08亿人，同比增长32%；虚拟付费电视的订阅数为1210万人，同比增长29%，多数家庭在拥有付费电视的同时拥有1个以上的流媒体会员。
- 收入方面，美国视频市场的主要收入仍来自付费有线电视和卫星电视，同时在线视频订阅的收入逐年上升。2020年美国付费电视订阅市场(不包含在线视频)收入为1020亿美元，其中有有线电视的订阅收入508亿美元，相对稳定；在线视频的收入达到247亿美元，同比增长35%，是仅次于有线电视和卫星电视的第三大订阅种类。

美国付费电视与在线视频市场订阅规模



美国付费电视与在线视频点播市场规模













注：这里的统计口径在线视频仅包含点播内容；虚拟付费电视指AT&T Now、Hulu Live TV等网络直播电视；在线视频和虚拟付费电视都包含电影、体育节目以及其他电视节目；市场收入规模仅指面向消费者的订阅或点播销售收入，不包含广告收入，也不包含机顶盒的出租和安装费。

数据来源：美国电影协会、太平洋证券研究院

科技巨头入局：TikTok激发科技巨头建设短视频平台热潮

- 美国的社交内容领域原本是Facebook、Google、Snapchat、Reddit、Twitter五分天下的格局，TikTok的异军突起成功引起了海外社交与内容巨头的注意。截至2020年12月，在全球的累计下载量超过26亿次。在美国的2020年App下载量排行榜中，TikTok以8900万次位居第一名，并未受到美国政府干预措施的影响。
- 在TikTok的影响下，美国科技巨头纷纷入局，希望从短视频领域中分一杯羹。Facebook重新发力Lasso和Instagram，但Lasso最终在2020年七月关闭，之后Facebook集中力量在Instagram中开发类似于TikTok的短视频功能，Instagram于2020年8月推出了名为“Reels”的视频编辑功能。Google则通过YouTube开发了类似TikTok的Shorts功能。此外与TikTok竞争的还有Snapchat推出的Spotlight、中国公司Joyy最终控制的Likee、美国版知乎Reddit收购的Dubsmash等。

2020年美国市场App下载量排行榜

App	Logo	2020年美国下载量
▲ TikTok		8900万
Zoom		8100万
▲ Instagram		6200万
Messenger		6100万
Facebook		5300万
Cash App		5200万
▲ Snapchat		5100万
Disney+		4500万
WhatsApp		4500万
Netflix		4500万

数据来源：Apptopia、太平洋证券研究院

美国市场主要短视频社交App公司及上线时间

App	公司	上线时间
TikTok	ByteDance	2016.09
Instagram Reels	Facebook	2020.08
YouTube Shorts	Google	2021.03
Snapchat Spotlight	Snap	2020.11
Likee	Bigo(Joyy欢聚)	2017.07
Triller	Proxima Media(2020.08-)	2020.07
Dubsmash	Reddit(2020.12-)	2014.12
Byte	Clash(2021-)	2020.01

数据来源：太平洋证券研究院

科技巨头入局：直播平台的加入为视频产业带来新特点及变现途径

- 随着视频平台的不断发展、网络宽带的普及以及电脑算力的增加，原本仅应用于媒体以及企业的直播功能，逐渐扩展到了一般的网络用户。2015年以来，中国进入直播时代。美国也同样刮起了直播风暴，在YouTube、Younow、Meerkat等老牌直播平台的带动下，Facebook、Twitter等巨头纷纷入局参与竞争，直播的内容也不断丰富，由起初的游戏扩展到了聊天、音乐、舞蹈、美食、电竞、动漫、美妆等多种类型。

美国部分直播平台简介

直播App	上线时间	功能特点	商业化方式
YouTube Live	2011.04	可实时聊天、支持直播中动态编辑图像、直播内容可保存	前置广告、插播广告、广告横幅、会员订阅
Facebook Live	2016.04	可使用Live Producer提前一周宣传直播活动、可实时聊天、可编辑过去的直播视频	插播广告为主
Twitch	2011.06	游戏直播起家后拓展内容领域、特色表情系统、可实时聊天、可打赏	订阅、购买徽章(打赏)、出售表情包、广告、捐赠
Instagram Live	2016.11	可邀请好友加入直播、可控制评论以隐藏反感内容	插播广告、购买徽章(打赏)
LinkedIn Live	2019.02	可实时聊天、实时数据分析、可屏蔽/举报/删除评论或观看者	尚未开始商业化变现
Periscope / Twitter Live	2015.03	可实时聊天、主播可对反感的评论进行标记	广告形式
TikTok Live	2019.05	可加滤镜、可美颜	打赏或刷礼物
Facebook Gaming	2018.06	可设置聊天评论管理(评论限速、过滤不雅言论、屏蔽特定字词等)、可购买付费广告推广自己的频道、可定位不喜欢自己主页的人	订阅、前置广告、插播广告、广告横幅
YouTube Gaming	2015.08	可实时聊天、可查看实时视频分析数据	前置广告、插播广告、广告横幅、打赏

04

代表性集团及公司简介

华特迪士尼

- 华特迪士尼公司成立于1923年，起初名为“迪士尼兄弟卡通制片厂”，自成立后不断扩大其经营范围，目前是一家多元化的全球娱乐公司，拥有四个业务部门：传媒网络(Media Networks)，乐园、体验与产品(Parks, Experiences and Products)，影视娱乐(Studio Entertainment)，直接面向消费者与国际业务(Direct to Consumer & International)。
- 此前，迪士尼主题公园业务是公司收入的主要来源，2019年占据公司营业收入的36.66%。2020年受到全球COVID-19疫情的影响，其主题公园业务收入显著下滑，这部分收入被Disney+和Hulu的显著提高而抵消，2020财年DTCI收入达到169.67亿美元，同比增长81%。由于迪士尼集团的业务涉及内容制作、发行、渠道等多个方面，在跨部门交易上，内容生产部门按照类似于与第三方交易的方式来报告跨部门的内部交易的收入和利润，并在汇总时，以单独的抵消项报告相应部分。2020财年的内部抵消大约61.1亿美元，主要来自公司的流媒体从广播和有线电视渠道、广播和有线电视从电影工作室、流媒体从电影电视工作室获得内容的授权。

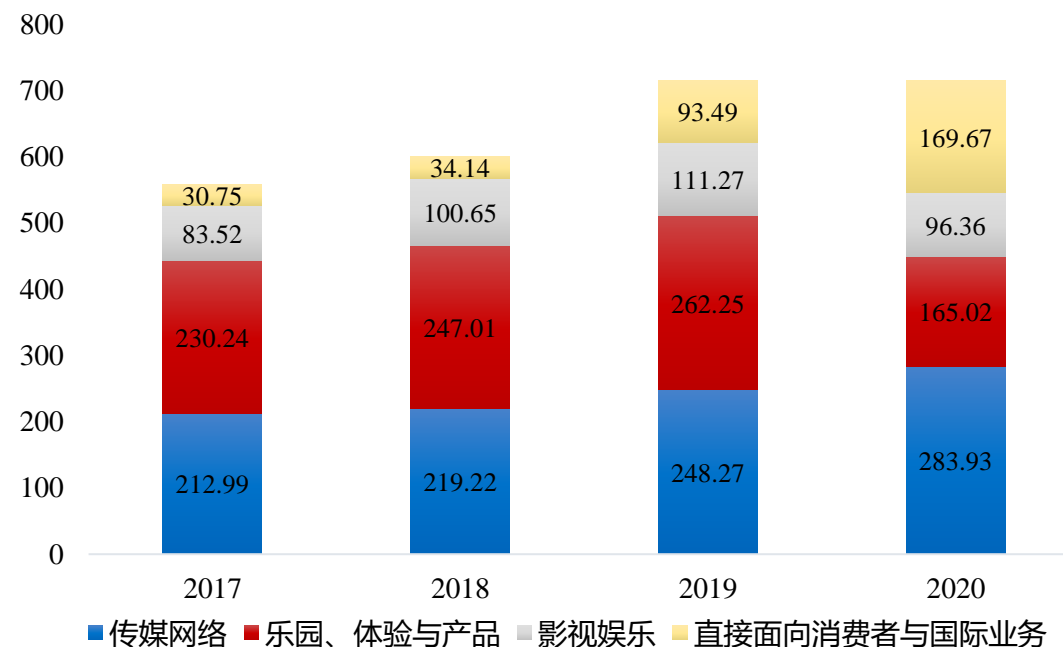
华特迪士尼四大业务部门主要品牌

传媒网络	
主题公园、度假村及消费品	
影视娱乐	
直接面向消费者&国际业务	

数据来源：迪士尼官网、太平洋证券研究院

迪士尼四大事业部收入情况

单位:亿美元



数据来源：华特迪士尼年报、太平洋证券研究院

迪士尼传媒网络

- 传媒网络(Media Network)是迪士尼的主要组成部分, 其运营的主要业务包括美国国内有线电视网络Disney、ESPN、Freeform、FX和国家地理; 美国广播公司ABC旗下的广播电视网络以及八家美国本地电视台; 电视节目的制作和发行; 国家地理杂志; 以及对A+E电视网络的50%股权投资。2019年第三季度, 迪士尼有线电视用户已经突破10亿, 其中Disney、ESPN、FX均超过2亿; ABC电视网拥有与约240个本地电视台的加盟协议, 覆盖了几近100%的美国家庭; 公司有积累70年的强大片库, 包含105部四季以上的电视剧; 拥有的8家本地电视台中有6家位于美国前十的电视市场, 覆盖全国20%的家庭。
- 收入构成方面, 传媒网络业务部的收入主要来自向多频道视频节目运营商(即有线、卫星、vMVPD等)和ABC的附属电视台收取的转播其电视节目的加盟费; 广告收入; 以及向电视辛迪加和SVOD收取的版权分销费。加盟费收入相对稳定, 2020年会员费收入的提高主要来自会员费率提高(8%)和原21世纪福克斯的电视网络的加入, 广告收入有逐年递减的趋势, 版权分销收入逐年增长, 2020年的增长主要来自对21世纪福克斯的收购以及内部对Hulu和Disney+的授权。

迪士尼传媒网络国内主要有线频道及订阅规模

单位:万人

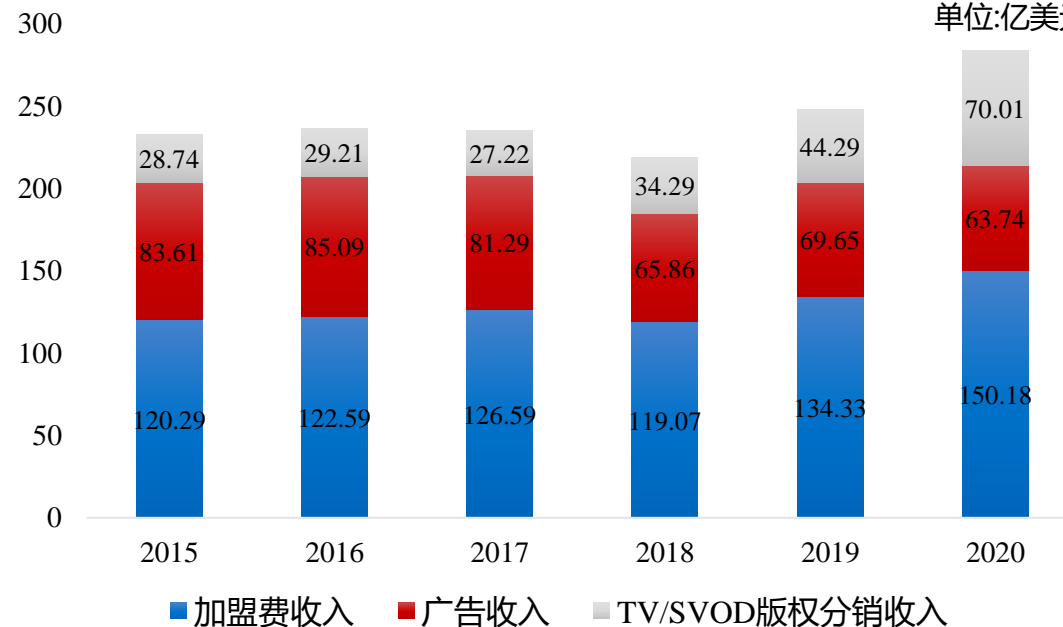
Disney	ESPN		
Disney Channel	850	ESPN	840
Disney Junior	660	ESPN2	840
Disney XD	660	ESPNU	620
Freeform	850	ESPNNEWS	620
FX		SEC Network	570
FX	860	National Geographic	
FXM	570	National Geographic	850
FXX	830	National Geographic Wild	600

注: 订阅规模为2020年第三季度的数据

数据来源: 华特迪士尼年报、太平洋证券研究院

迪士尼传媒网络业务收入构成

单位:亿美元

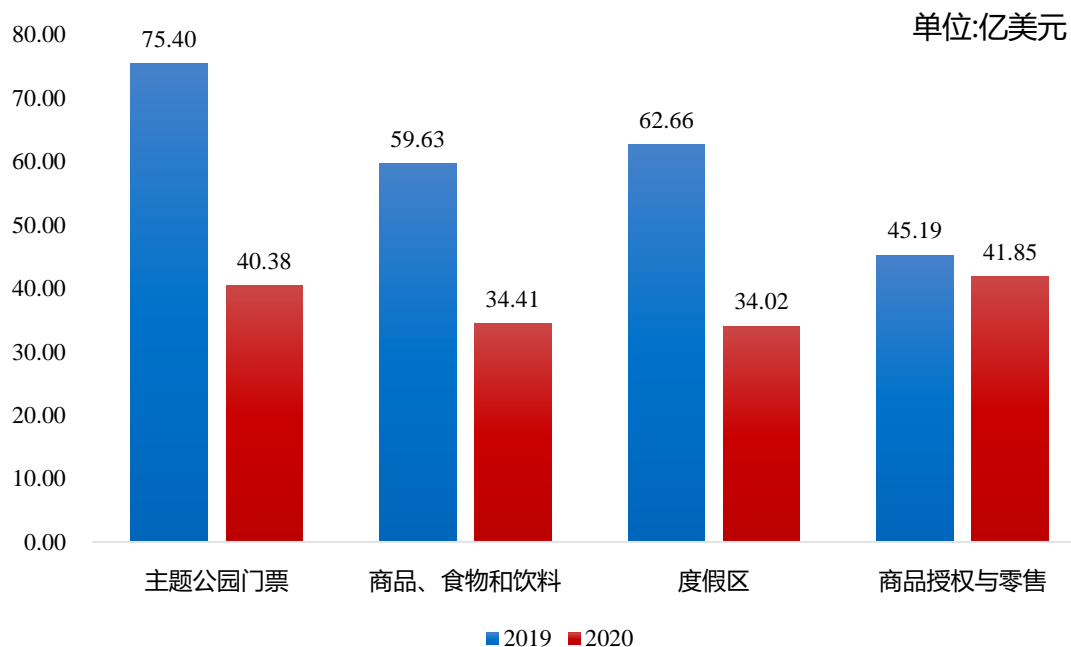


数据来源: 华特迪士尼年报、太平洋证券研究院

迪士尼乐园、体验与产品

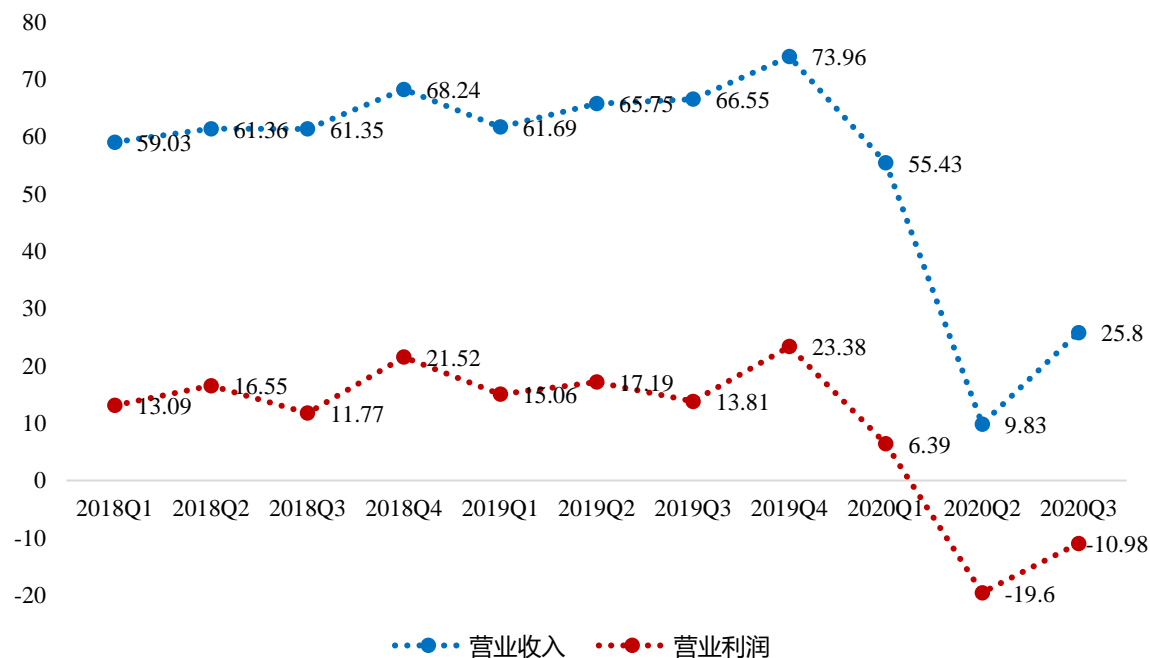
- 迪士尼主题公园、体验与产品部门的业务主要涉及公司位于佛罗里达州、加州、巴黎、香港(48%权益)和上海(43%权益)的迪士尼乐园以及对东京迪士尼度假区的第三方经营授权；迪士尼邮轮、迪士尼度假俱乐部，国家地理探险(73%权益)，以及位于夏威夷的迪士尼度假村和水疗中心；还涉及对迪士尼各类知识产权的授权、出版、消费品的销售等。
- 收入方面，迪士尼乐园、体验与产品板块的收入主要有主题公园门票收入、商品、食物和饮料收入、度假区收入、商品授权与零售收入、公园许可及其他收入。乐园、体验与产品业务一般情况下经营相对稳定，呈现稳定增长，2020年以来随着COVID-19疫情在美国的爆发，这一板块的收入及利润均大幅滑坡，成为受疫情影响最重的部门。

迪士尼主题公园、度假村及消费品部门收入构成



数据来源：华特迪士尼年报、太平洋证券研究院

迪士尼主题公园、度假村及消费品部门收入与利润



数据来源：华特迪士尼季度报告、太平洋证券研究院

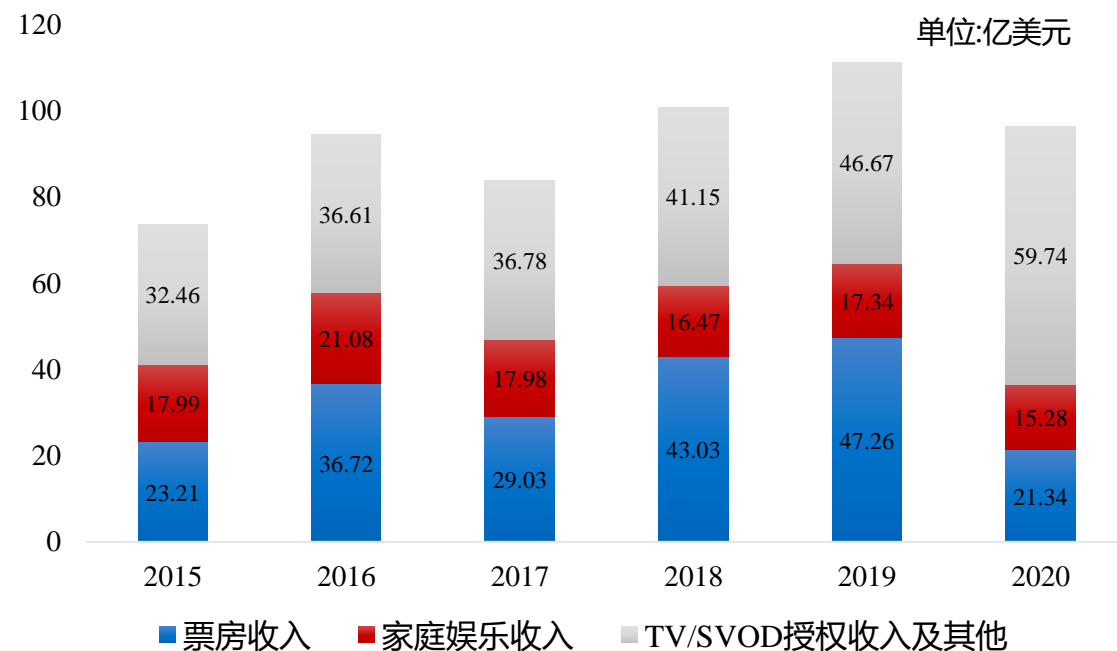
迪士尼影业

- 华特迪士尼影业(Studio Entertainment)是华特迪士尼公司旗下负责制片娱乐业务的业务部门。华特迪士尼影业集团以其多元化制片业务闻名，是好莱坞电影巨头之一，旗下拥有许多知名电影制片公司，例如：华特迪士尼影片、迪士尼自然、华特迪士尼动画制片厂、皮克斯动画工作室、漫威影业、卢卡斯影业、二十世纪影业、探照灯影业，以及隶属于20世纪动画的蓝天工作室。
- 收入构成方面，迪士尼影业的收入主要来自票房收入、家庭娱乐收入、TV/SVOD授权收入、舞台剧的门票收入、生活娱乐产品授权收入、音乐授权收入，后期制作服务的收入等。票房和TV/SVOD授权收入是迪士尼影业主要的收入来源，票房在2020年受疫情影响开始呈现大幅下跌，但随着2019年对20世纪福克斯的收购，迪士尼片源更加丰富，使其电影版权的授权收入在近两年显著提升，而Disney+在2019年末的上线运营在公司内部为其电影授权贡献了更多的收入。

华特迪士尼影业部门及组织架构

制片业务	发行业务	音乐业务	戏剧业务	片场服务
真人电影 华特迪士尼影片 迪士尼自然 漫威影业 卢卡斯影业 二十世纪影业 探照灯影业 福斯2000影业	华特迪士尼工作室电影 华特迪士尼工作室/索尼影业联合发行 博伟国际 华特迪士尼影业行销公司 华特迪士尼影业特别企划	华特迪士尼唱片 好莱坞唱片 漫威音乐 福斯音乐 迪士尼音乐出版	迪士尼戏剧制作 迪士尼百老汇 迪士尼戏剧授权 福斯舞台制作 迪士尼直播家庭娱乐 冰上迪士尼 迪士尼直播 华特迪士尼特别企划集团	华特迪士尼伯班克制片厂 金色橡树牧场 展望制片厂 美国广播频道KABC-TV制片厂 福斯澳洲片场 迪士尼数字片场服务 福斯特效实验室
动画电影 华特迪士尼动画工作室 皮克斯动画工作室 二十世纪动画(蓝天工作室)				

迪士尼影业收入构成



数据来源：太平洋证券研究院

数据来源：华特迪士尼年报、太平洋证券研究院

迪士尼直接面向消费者及国际业务(DTCI)

- 迪士尼的直接面向消费者服务及国际业务部门(Direct-to-Consumer & International)由流媒体服务和海外媒体服务构成，还经营着品牌App、网站、迪士尼电影俱乐部和迪士尼数字网络，为其提供技术服务，同时还拥有Endemol Shine Group、Seven TV、Tata Sky、Vice等公司的部分股权。流媒体服务主要包括Disney+、ESPN+、Hotstar以及Hulu；国际电视网络/频道主要包括Disney、ESPN、Fox、National Geographic以及Star。
- 收入构成方面，DTCI的收入主要来自广告收入、国际频道的加盟费以及流媒体的订阅收入等。2019年对21世纪福克斯的收购让迪士尼获得了更多来自21世纪福克斯的国际频道及Hulu的股权(目前持有67%)，因此在2019年二季度，迪士尼DTCI部门在加盟费、广告以及订阅收入上都有了显著的增长。2019年11月，流媒体Disney+的上线进一步拉动了迪士尼在订阅收入业绩上的提升。目前，流媒体的订阅收入已经远超过国际频道的加盟费收入，成为DTCI业务部门最主要的收入来源。

迪士尼DTCI业务部流媒体及国际频道订阅规模

流媒体(2021.01)

Disney+	0.95
ESPN+	0.12
Hulu	仅SVOD:0.35 / SVOD+Live TV:0.04
Hotstar	0.28

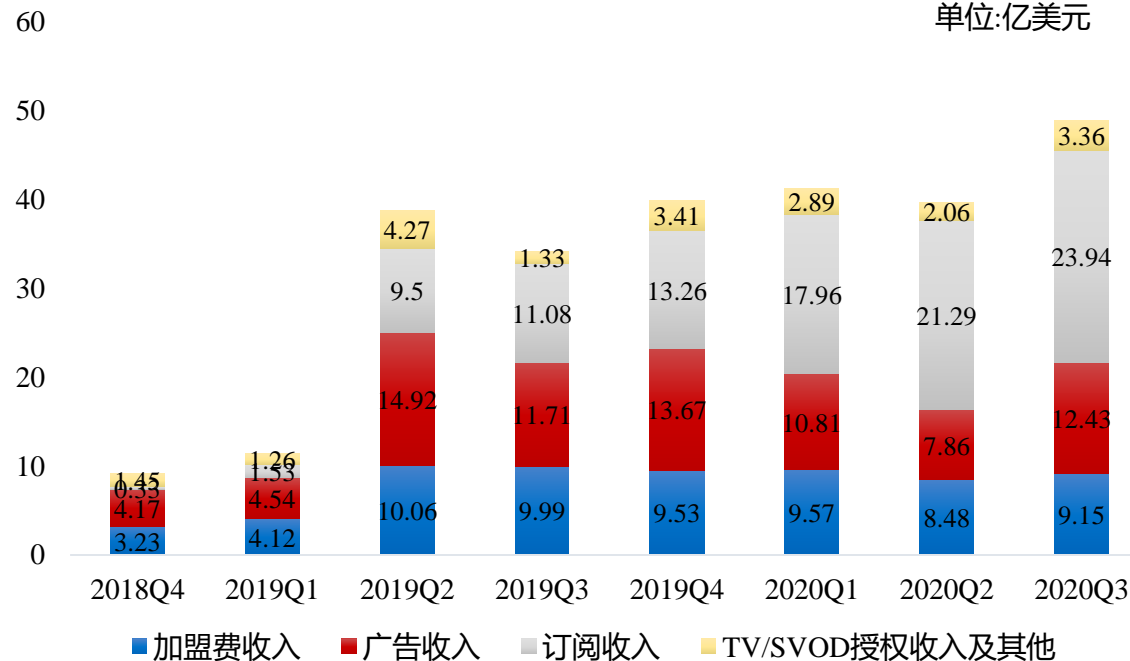
国际频道(2020.09)

Disney Channel	1.96
Disney Junior	1.66
Disney XD	1.05
ESPN	0.53
Fox	2.01
National Geographic	3.17
Star	2.14

单位:亿人

数据来源: 华特迪士尼财报、ETtech、太平洋证券研究院

迪士尼DTCI业务收入构成



数据来源: 华特迪士尼季度报告、太平洋证券研究院

维亚康姆CBS集团(ViacomCBS)

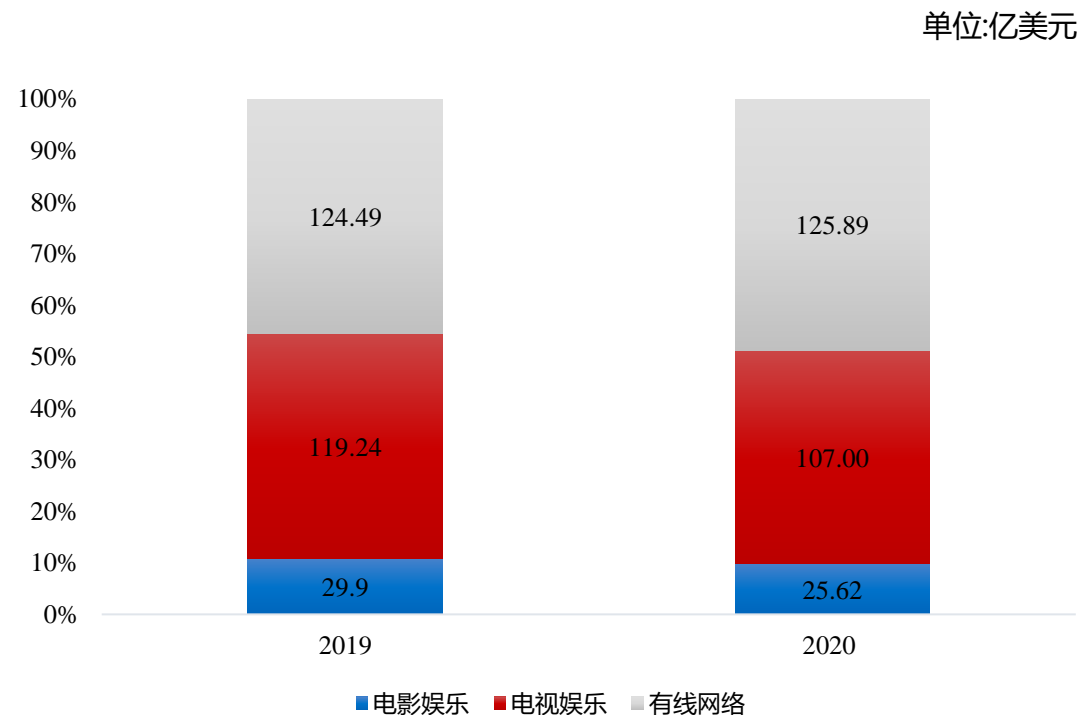
- ViacomCBS Inc.是美国多元化的跨国传媒集团，由哥伦比亚(CBS)公司和第二代维亚康姆集团于2019年12月4日合并而成。在2020年公司宣布出售旗下出版公司Simon & Schuster后，目前维亚康姆CBS的业务主要由三部分组成：电视娱乐(主要包含CBS旗下的有线网络)、有线网络(主要包含维亚康姆媒体网络旗下的基本、高级有线网络以及流媒体)、电影娱乐(主要包含派拉蒙影业为主的电影、电视工作室等)。
- 收入方面整体来看，有线网络和电视娱乐是维亚康姆CBS的主要收入来源，2020年电视娱乐、有线电视网络、电影娱乐分别贡献107亿美元、125.89亿美元、25.62亿美元的收入，占总收入比重分别为42%、50%和10%。

维亚康姆CBS三大业务部门主要品牌

电视娱乐	
有线网络	
电影娱乐	

数据来源：维亚康姆CBS年报、太平洋证券研究院

维亚康姆CBS三大业务部门收入情况

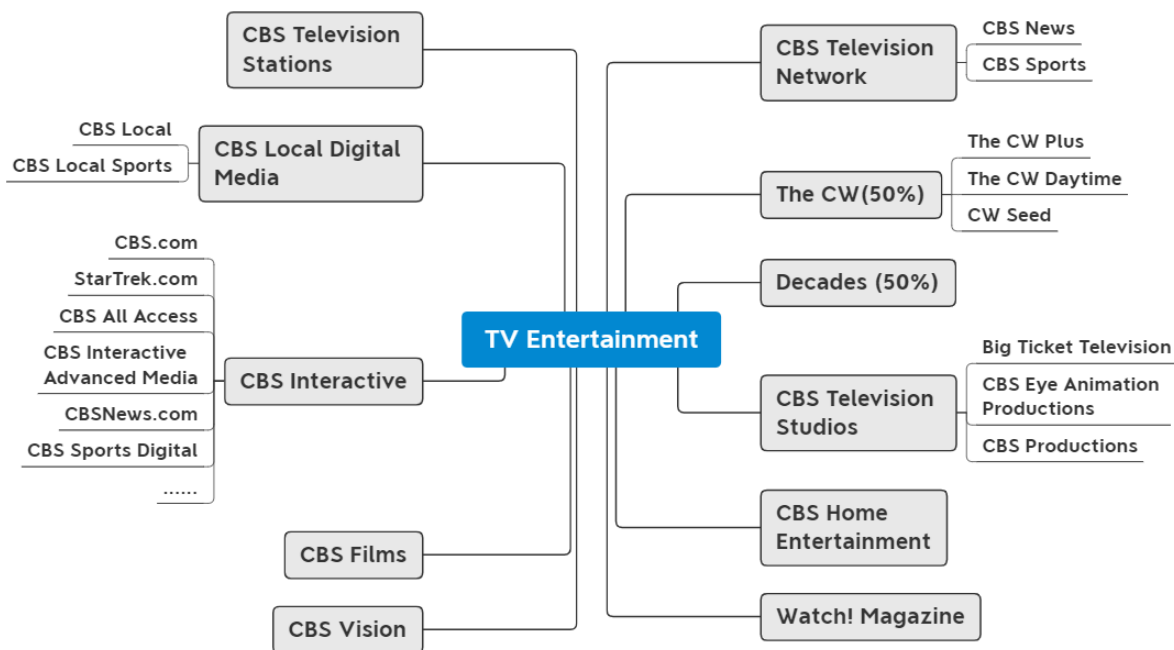


数据来源：维亚康姆CBS年报、太平洋证券研究院

维亚康姆CBS——电视娱乐

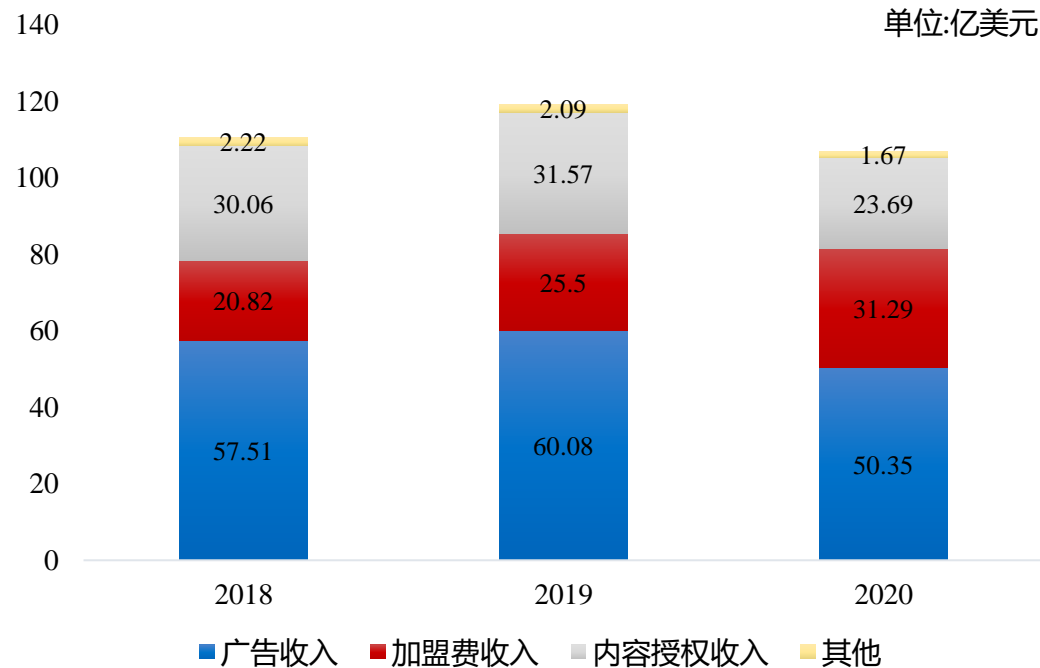
- 电视娱乐部门主要包括国内广播网络CBS电视网(CBS Television Network); 电视节目制作和辛迪加运营公司CBS电视演播室(CBS Television Studios)和CBS电视发行(CBS Television Distribution); 线上内容服务CBS互动(CBS Interactive); 流媒体CBS All Access , CBSN, CBS Sports HQ和ETLive; 专注于大学体育的CBS体育网络(CBS Sports Network); 以及29家自有地方广播电视台。
- 电视娱乐业务部门的收入主要来自广告收入, 内容的授权和发行收入以及加盟费收入(包括电视台加盟费, 转播费和订阅费)。2020年, 电视娱乐业务部门广告收入, 加盟费收入和-content授权收入分别为50.35亿美元、 31.29亿美元和23.69亿美元, 约占该部门总收入的47%, 29%和22%。

维亚康姆CBS电视娱乐部门业务分布



数据来源: 太平洋证券研究院

维亚康姆CBS电视娱乐部门收入构成

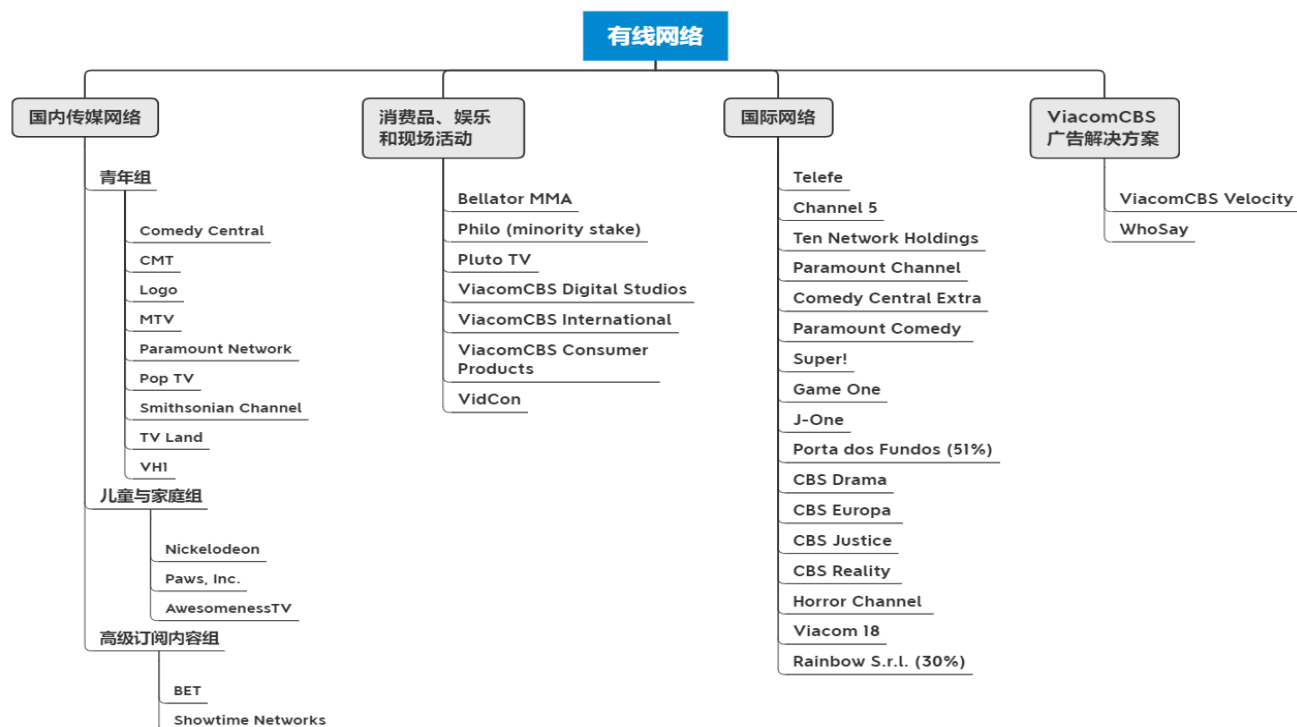


数据来源: 维亚康姆CBS年报、太平洋证券研究院

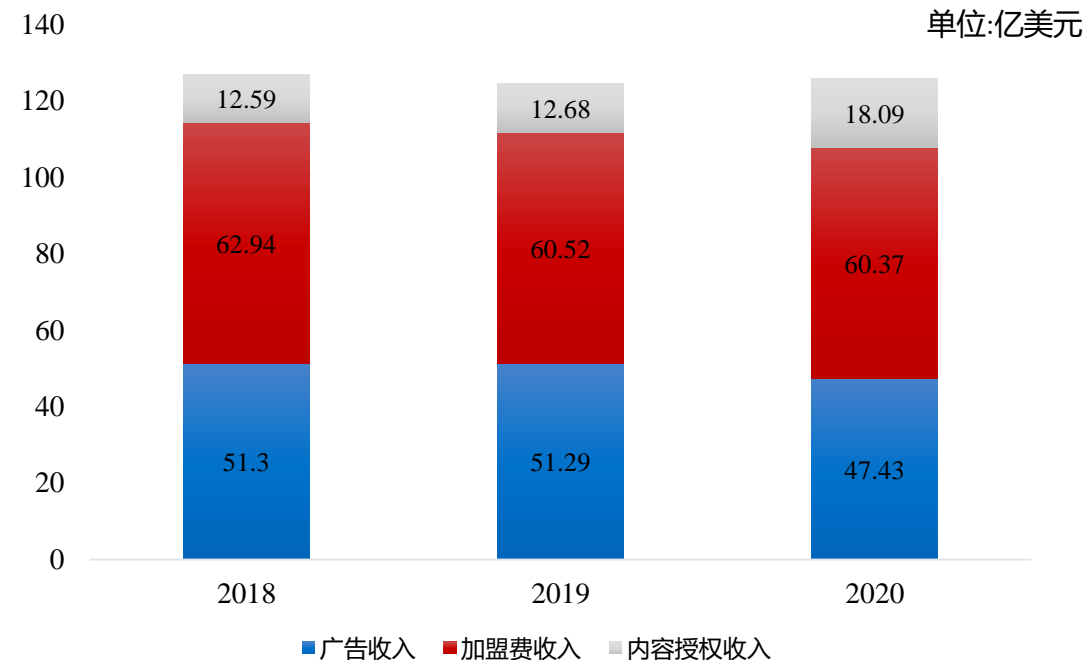
维亚康姆CBS——有线网络

- 维亚康姆CBS的有线网络部门包含了广泛的基本和高级订阅有线网络，有Nickelodeon、BET、Showtime等知名频道及流媒体，针对不同受众提供特定的娱乐内容和服务；拥有众多国际多媒体品牌，如英国的公共广播公司Channel5和Milkshake!，阿根廷的Telefe，印度的COLORS，各国的派拉蒙频道以及澳大利亚的Network10；提供广告和营销服务，可动态插入广告和精准定位，并提供各种咨询和创意服务；还提供品牌授权，举办现场活动、并为第三方发行商制作原创节目。
- 有线网络部门的收入主要来自加盟费收入(包括MVPD和vMVPD的有线电视费用以及流媒体服务订阅费)、广告收入以及内容和品牌的授权费。有线网络部门2020年的加盟费收入，广告收入和-content授权收入分别为60.37亿美元、47.43亿美元和18.09亿美元，约占该部门总收入的48%，38%和14%。值得一提的是，内容授权收入在2020年显著增长43%，这主要来自《南方公园》和《黄石》的SVOD授权。

维亚康姆CBS有线网络部门业务分布



维亚康姆CBS有线网络业务部门收入构成



维亚康姆CBS——电影娱乐

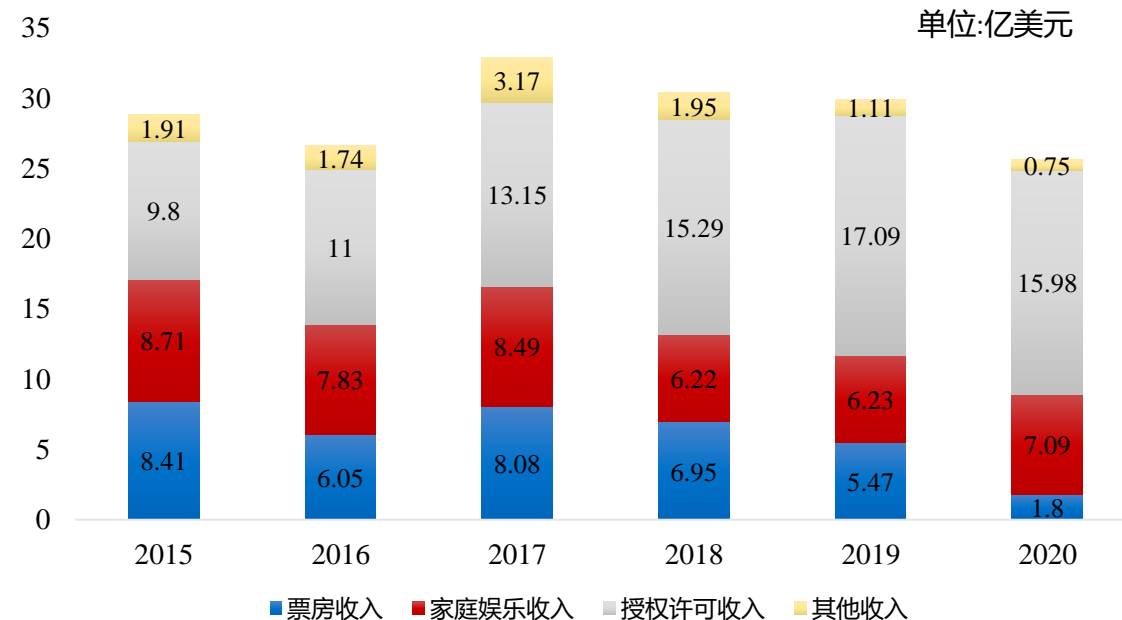
- 维亚康姆CBS旗下以派拉蒙影业为代表的电影娱乐(Filmed Entertainment)事业部,是好莱坞主要的电影娱乐制作和发行公司之一,在全球各个市场和媒体上开发,制作,融资,购买和发行电影、电视节目等,经常与主要的ViacomCBS旗下品牌合作开展各种项目,包括Nickelodeon, MTV Films和BET Films。
- 电影娱乐部门制作、购买或发行的电影通常首先在国内或国际市场的影院放映,然后通过航空公司和酒店、DVD和蓝光光盘、TVOD、付费电视、SVOD、基本有线电视、免费电视和免费视频点播等多种渠道继续销售。
- 收入构成方面,电影公司的收入主要来自影院发行收入(票房收入)、家庭娱乐收入(以DVD和蓝光光盘为主)、向电视及数字平台授权电影及电视节目的收入及其他辅助收入。近年来,随着流媒体的兴起,派拉蒙在影视版权的授权许可收入占部门收入比重逐年上升。2020年,派拉蒙影业的授权许可收入,家庭娱乐收入和票房收入分别约占电影娱乐事业部总收入的62%, 28%和7%。

维亚康姆CBS电影娱乐事业部各机构及主要业务简介

分支机构	主要业务
Paramount Pictures	全球主要的电影娱乐制作和发行公司之一,拥有广泛的电影库,包括派拉蒙公司制作的大约1200部电影,并获得了大约2100部电影和一些电视节目的版权。派拉蒙片库收藏了许多奥斯卡获奖影片,包括《泰坦尼克号》、《勇敢的心》、《阿甘正传》等,还包括其他经典影片《降临》、《大卖空》、《华尔街之狼》、《蒂凡尼的早餐》等,以及系列电影《碟中谍》、《变形金刚》、《星际迷航》等。
Paramount Player	Paramount Player旨在通过与维亚康姆CBS的有线网络品牌合作,开发和发行电影。这些电影在发行时特别强调市场营销和整合,派拉蒙公司还专注于为目标观众制作特定类型的低成本电影。
Paramount Animation	派拉蒙动画制作高质量的动画电影,每年发行一到两部影片,近年来的主要影片有《海绵宝宝:海陆大出击》、《怪物卡车》、《淘气大侦探》、《神奇乐园历险记》、《海绵宝宝:营救大冒险》等。
Paramount Television	主要为各传媒平台制作或投资原创的优质电视内容,并在全球发行,合作方主要有Netflix, TNT, Hulu、Apple等。

数据来源:维亚康姆CBS年报、太平洋证券研究院

派拉蒙影业2015-2020收入构成



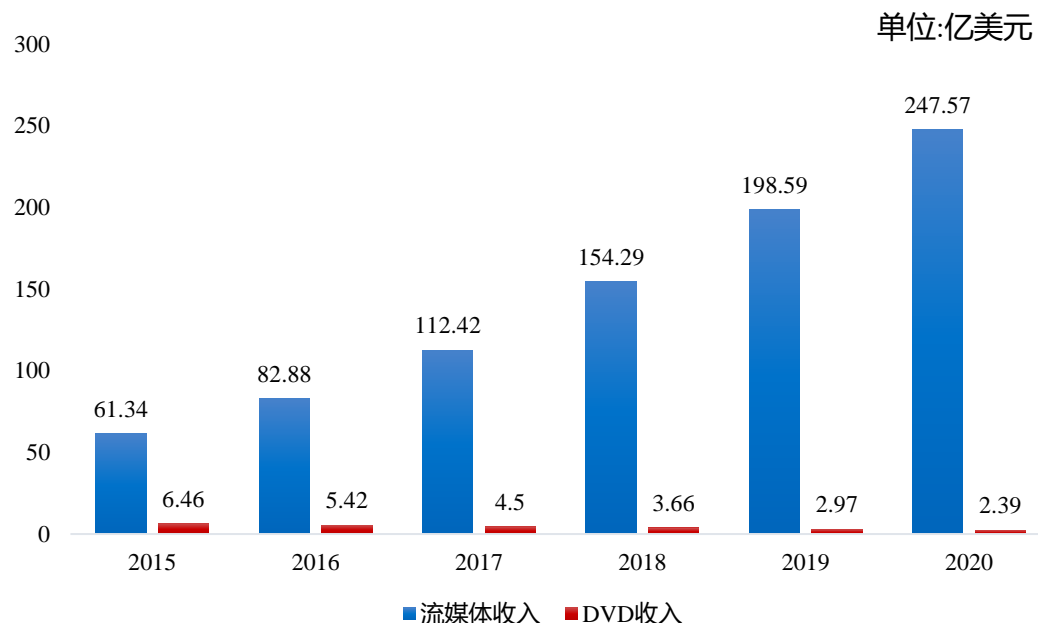
数据来源:维亚康姆CBS年报、太平洋证券研究院

注:维亚康姆与CBS于2019年和合并后,财年截止日由9.30变更为12.30,故2018-2019年存在一个季度的断档,此处不影响观察,故不予调整。

SVOD流媒体平台——Netflix

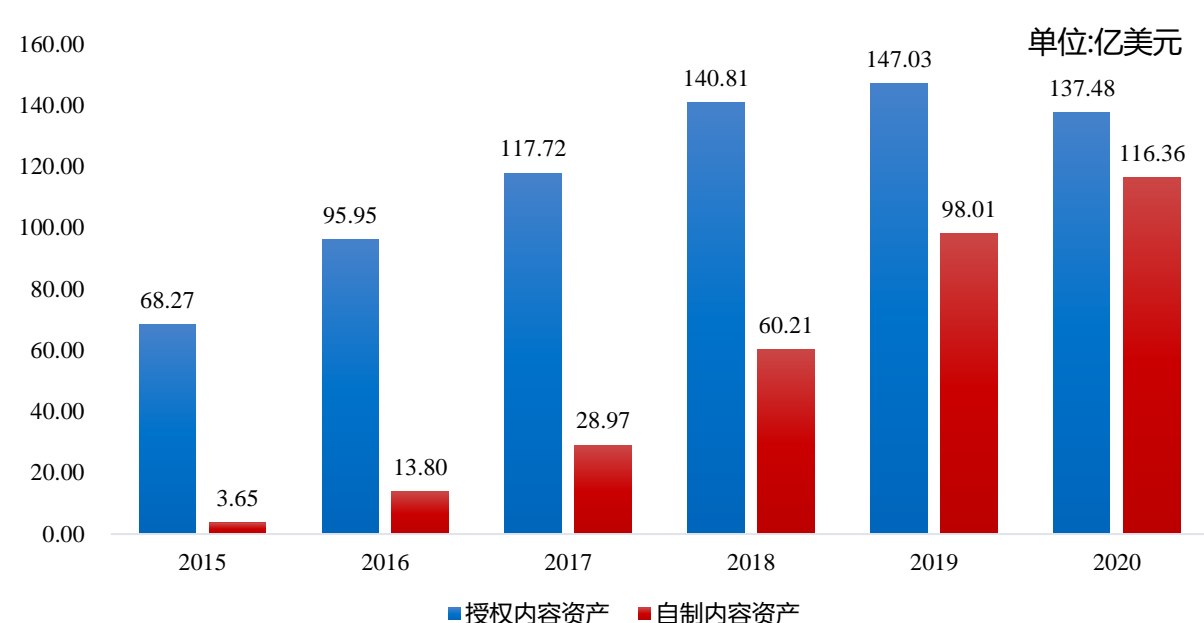
- Netflix是全球领先的订阅流媒体娱乐服务公司，在190多个国家拥有2.04亿付费流媒体会员，于2007年率先推出流媒体服务，并不断地扩展流媒体内容来改善会员体验，平台拥有各种类型和语言的电视剧、纪录片和电影。会员们可以在任何时间、任何地点、在任何联网的屏幕上观看视频，都**不含广告**，也可以下载观看。此外，Netflix在美国有超过200万的会员订阅了Netflix传统的DVD邮寄服务。
- Netflix的收入主要来自流媒体订阅收入和DVD出租收入，流媒体订阅收入逐年提升，目前是公司收入的主要来源。流媒体订阅价格因国家的特点而不同，每月3美元到22美元不等。成本方面，流媒体内容资产的摊销占成本的主要部分，Netflix每年都会花费大量的资金购买或自制影视内容，近年来由于各家制片方逐步收回版权以投入自家新成立的流媒体，Netflix失去了部分影片的播放权，为了保证片源能够得到持续的补充，Netflix在近些年显著加大了自制内容的投入，从公司授权内容资产和自制内容资产的比重来看，二者的规模正逐年逼近。

2017-2020年Netflix收入构成



数据来源: Netflix年报、太平洋证券研究院

Netflix公司2015-2019年授权内容与自制内容资产分布

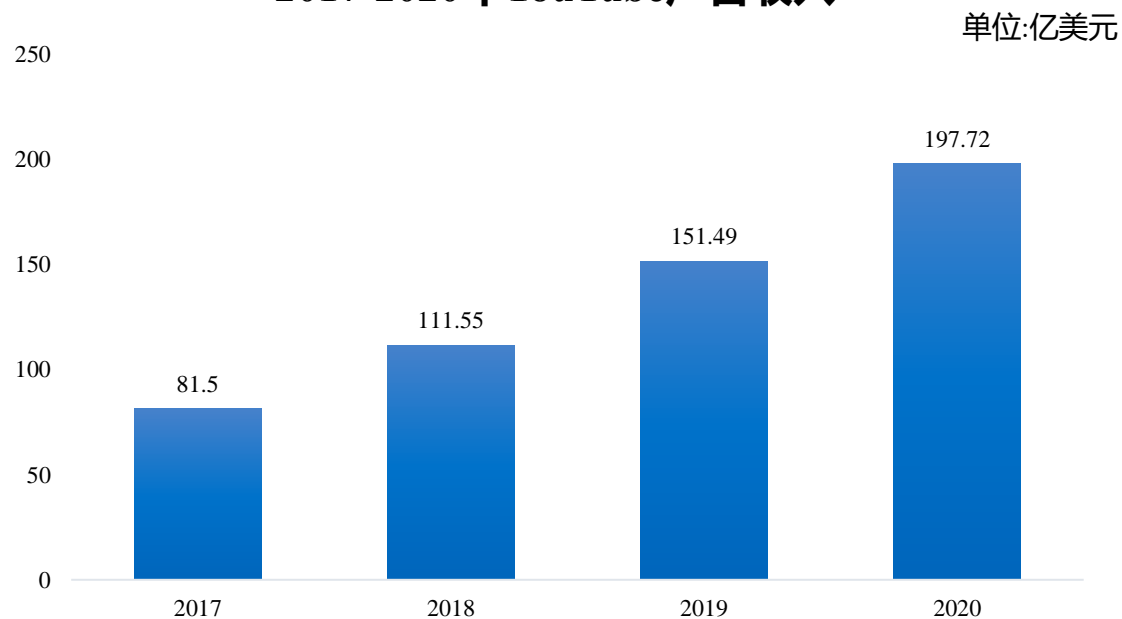


数据来源: Netflix年报、太平洋证券研究院

AVOD流媒体平台——YouTube

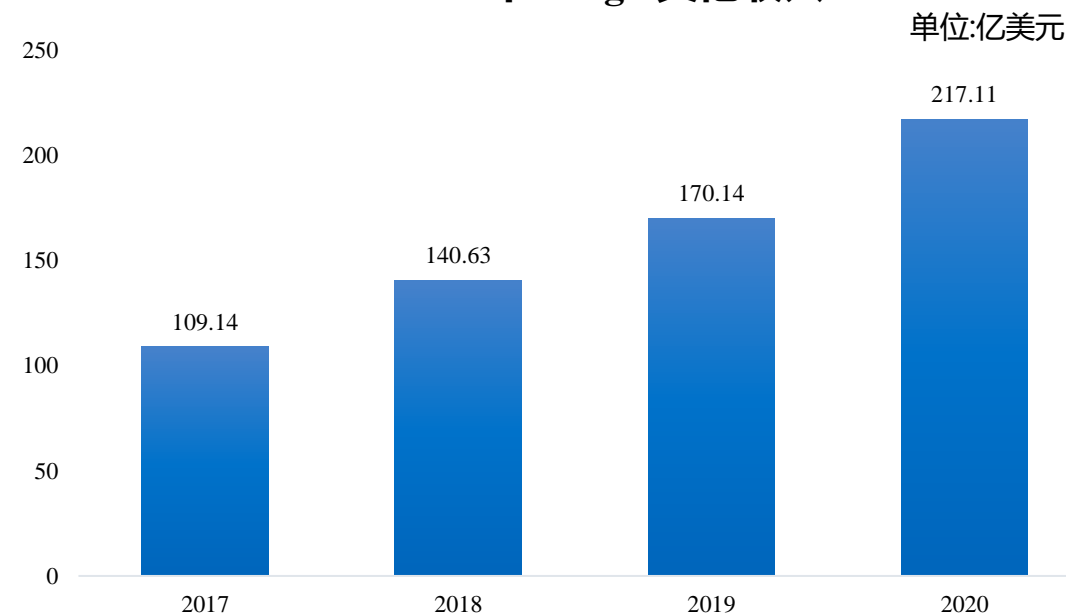
- YouTube是美国全球知名在线视频分享平台，用户可以上传、观看、分享、评论以及订阅其他用户，内容包括了电视节目剪辑、原创视频剪辑、音乐视频、纪录片、电影预告片、教育视频等。YouTube上的大多数内容都是由个人上传的，但也与CBS、BBC、Vevo、Hulu等媒体公司合作，为YouTube提供一些视频内容。
- YouTube的大部分视频都是免费观看的，因此广告收入是其主要收入来源。随着一些基于订阅的频道、YouTube Premium、YouTube TV的发展，近年来YouTube在订阅方面的收入逐渐上升。截至2020年10月末，YouTube Premium(2018年由YouTube Red更名而来)已拥有超过3000万的付费用户。据其母公司Google的解释，YouTube Premium的收入包含在Google其他收入中，Google其他收入还包括了硬件销售收入和Google Play商店收入。近三年Google的其他收入连续增长，公司解释为主要来自Google Play的应用销售与内购，以及YouTube的订阅收入。

2017-2020年YouTube广告收入



数据来源：Google年报、太平洋证券研究院

2017-2019年Google其他收入



数据来源：Google年报、太平洋证券研究院

vMVPD——Sling TV

- Sling TV隶属于碟片公司(Dish Network), 是美国第一个直播电视流媒体服务, 在2015年2月开始提供服务, 截至2020年末共拥有247万的订阅用户。Sling的主要卖点在于价格便宜, 但包含了多数主流的有线频道以及10小时的DVR云存储空间, 并且可以在许多不同的设备上使用, 包括手机、电脑、智能电视等。
- Sling针对不同类型的用户推出了Blue和Orange两种套餐, 每月套餐价格均为35美元。Orange提供33个频道, 主要面向体育爱好者和家庭用户, 包含ESPN和迪士尼(但不包含Fox或NBC频道), 同一时间支持一台设备使用; Blue提供44个频道, 主要面向新闻和娱乐爱好者, 包含Fox和NBC频道(但不包含ESPN或Disney频道), 支持三台设备同时使用。

Sling TV支持的设备及系统一览

智能电视

- AirTV Player
- Amazon Fire TV
- Android TV
- Apple TV (4th or Apple TV 4K)
- Channel Master DVR+
- LG Smart TV(webOS 3.0 or higher)
- Mi Box
- Roku
- Xbox One
- TiVo Stream 4K

移动设备

单位:亿美元

- Andriod
- iOS
- Chromecast

电脑

- Linux
- macOS
- Windows(7 or higher)
- Windows 10 (App Store)





Sling TV套餐基本情况





Sling Blue
\$35/mo

- ✓ 3 device streams
- ✓ No contracts
- ✓ Free 50 hour DVR

Good for: News Entertainment

Popular channels:





See all channels
▼





Sling Orange
\$35/mo

- ✓ 1 device stream
- ✓ No contracts
- ✓ Free 50 hour DVR

Good for: Sports Families

Popular channels:

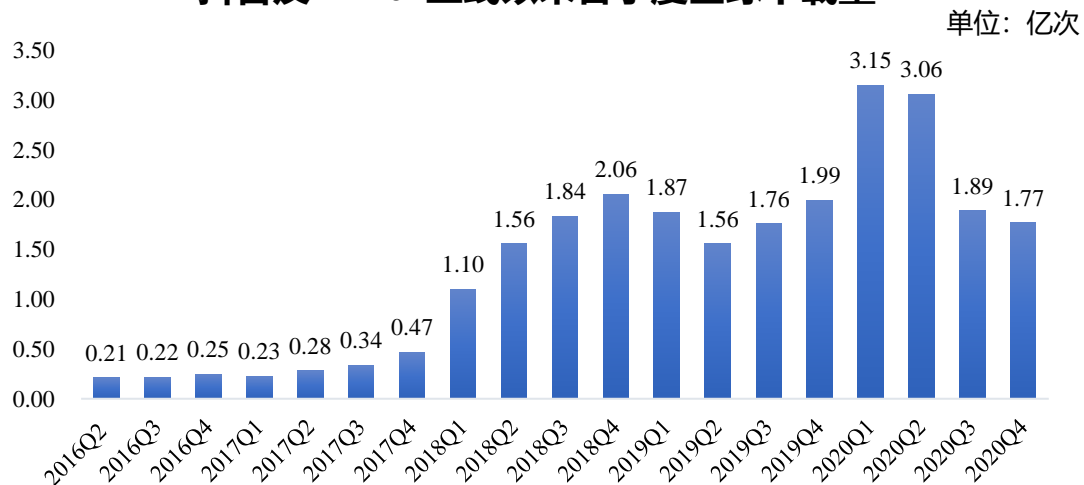





See all channels
▼

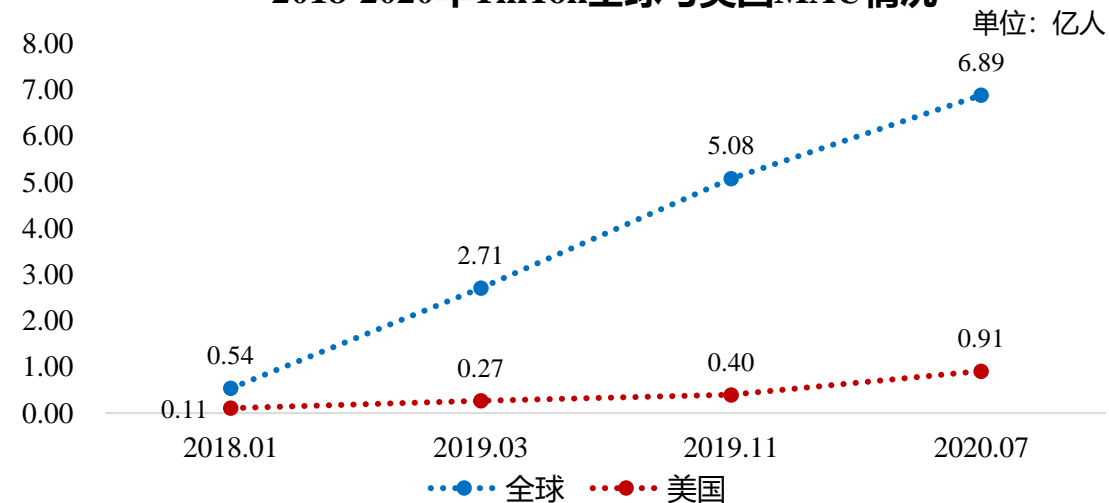
短视频社交平台——TikTok

抖音及TikTok上线以来各季度全球下载量



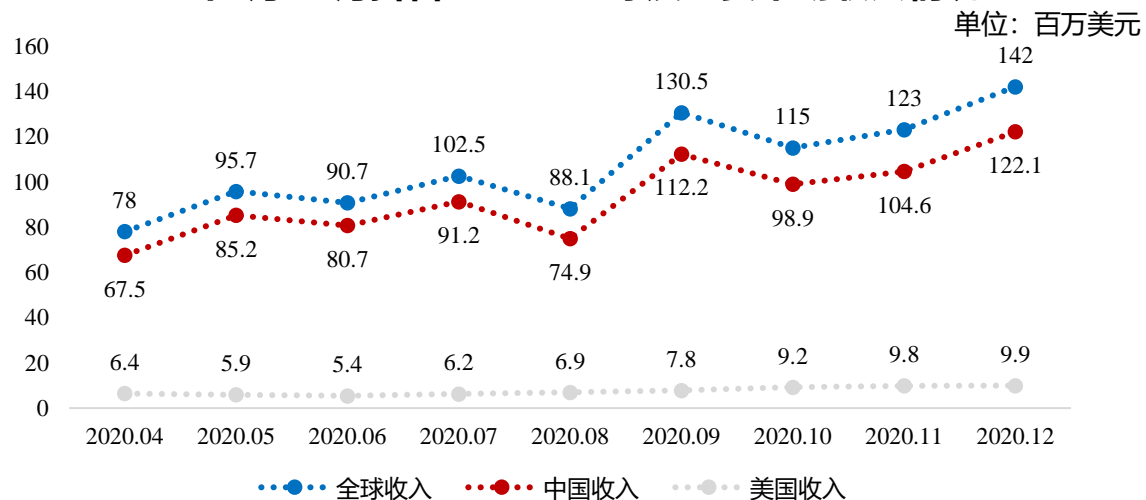
注：该数据App Store和Google Play的下载，不包含抖音在第三方安卓的下载量
数据来源：Sensor Tower、太平洋证券研究院

2018-2020年TikTok全球与美国MAU情况



注：全球MAU不包含中国的抖音用户
数据来源：CNBC、太平洋证券研究院

2020年4月-12月抖音/TikTok全球及主要市场收入情况



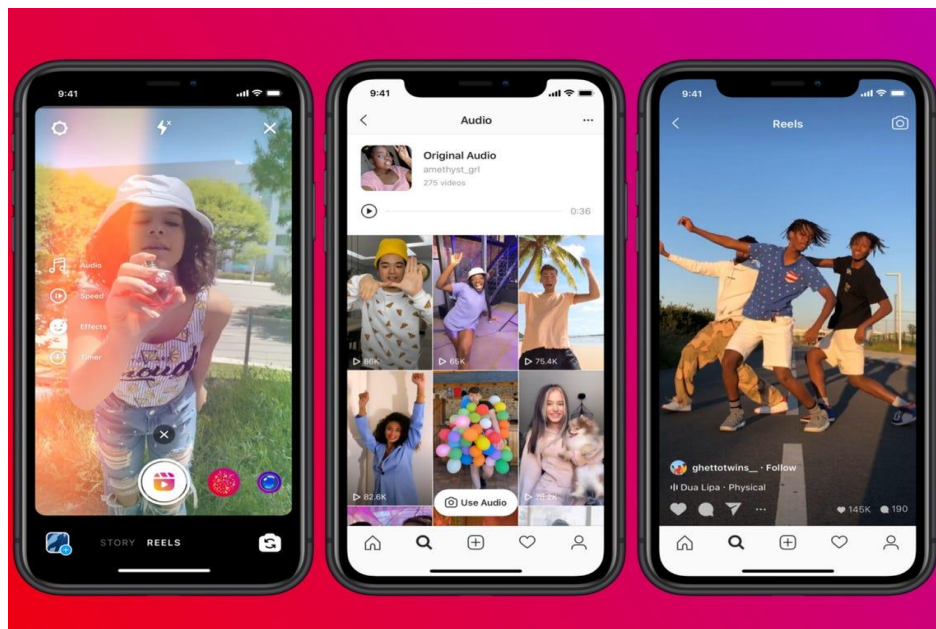
注：该数据App Store和Google Play的下载，不包含抖音在第三方安卓的下载量
数据来源：Sensor Tower、太平洋证券研究院

- 2016年9月，字节跳动在中国推出了抖音，又于2017年9月推出了抖音的国际版本TikTok。
- 根据Sensor Tower的报告，截至2020年12月，TikTok在全球App Store和Google Play的累计下载量已超过26亿次。在美国市场，TikTok在2019和2020年分别产生了4600万和8900万的下载量。
- 在TikTok退出印度之后，美国成为TikTok在国际上的第一大市场。从MAU来看，2020年7月，TikTok全球用户(不含中国抖音用户)MAU为6.89亿人，在美国的MAU达到0.91亿人，约占全球用户的13.2%。从收入来看，TikTok及抖音目前85%以上的收入仍来自中国，在美国市场的收入目前占全球收入的10%左右，仅次于中国。

短视频社交平台——Instagram Reels

- Instagram原本是Facebook旗下的照片社交软件，2019年11月，Instagram开始在巴西、德国、法国推出类似TikTok的短视频功能Reels，允许用户在制作视频时使用其他视频中的声音片段。2020年7月，TikTok在印度被禁止后，Reels在印度推出，并于次月在美国、加拿大、英国等50个国家/地区推出。
- 在目前美国市场已经推出的类似TikTok的短视频平台中，Instagram是极具先天群众基础的。自Reels发布以来，Instagram进行了一些调整，包括在Instagram主屏幕上为Reels提供自己的专用标签，以及添加更多编辑工具。但就上线7个月的表现来看尚不能确定，Reels能否对TikTok构成相当竞争力，因为Reels在初期在很大程度上成为了TikTok热门视频的转发区，许多人将带有TikTok水印的视频重新发布到Reels，滚动浏览Reels视频时高频出现来自TikTok的视频。

Instagram内添加Reels专用标签



图片来源：Facebook

TikTok vs. Instagram Reels

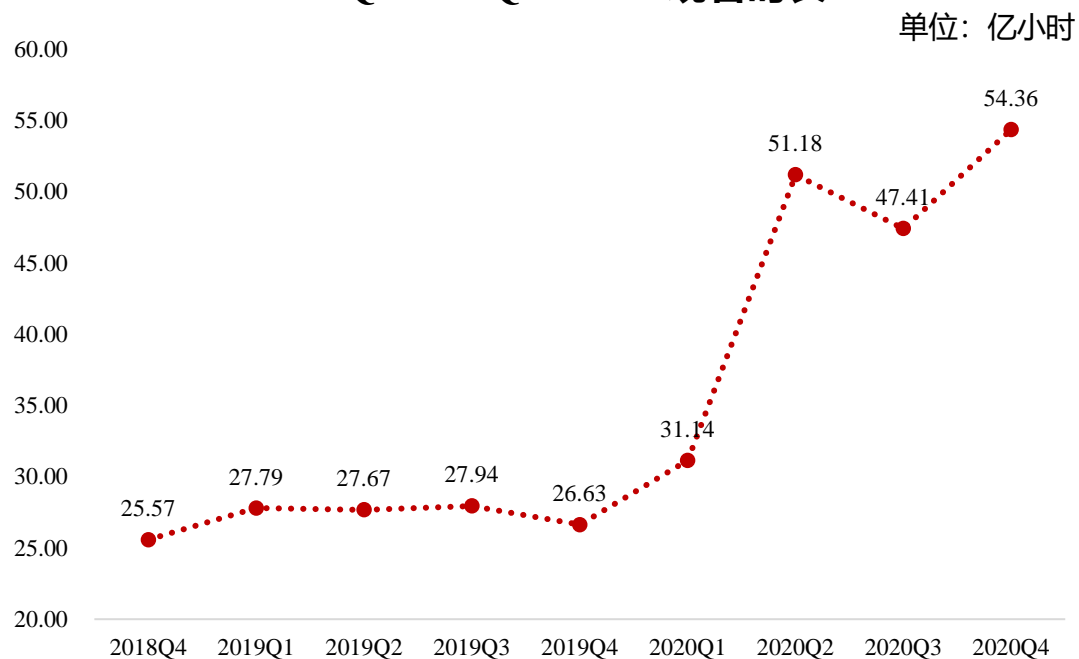
特征	TikTok	Instagram Reels
时长	<=60s	<=30s
企业账号的音乐库权限	无限制	多数的企业账号对Instagram音乐库无使用权限
视频编辑功能	较多模板，滤镜和效果，有魔音和画外音	选择有限，可以录制旁白，但不可以给音频增加趣味效果
算法	推荐系统较强，结合多种因素按照关联性依次为用户推荐视频	有一个“用户侧写” (“Featured”)功能。如果Explore“侧写”了用户的Reel账号，该账号将会成为Instagram的公共账号，走红的可能性会大大增加
付费广告与线上购物	有植入广告、品牌接管、置顶展示、热门标签挑战、品牌特效等	炮制了购物标签，使创建者添加产品列表，可查看产品以及购买
用户群和内容	面向年轻人，内容较接地气	追求“高大上”效果的用户，内容相对讲究
分析助手	TikTok Pro账号可凭借现有的用户基础和-content分析工具寻找潜在消费者并了解其偏好，可以显示视频点击的来源和趋势排名，还可以反映粉丝们的音乐偏好	只有观看，点赞和转发次数等基础参考数据

数据来源：太平洋证券研究院

直播平台——Twitch

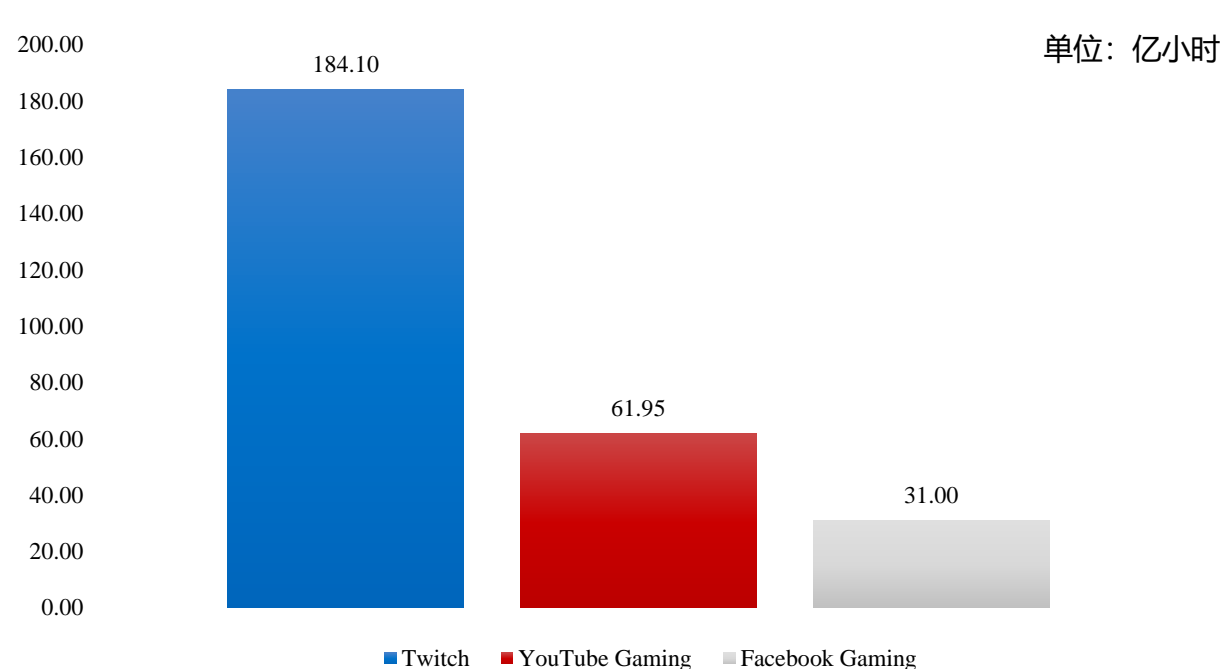
- Twitch最早是通用流媒体平台Justin.tv的一部分，主要专注于游戏直播。由于游戏类别的内容增长最为迅速，成为了最受欢迎的一部分内容，2011年6月，这部分内容被剥离出来单独成立为TwitchTV；2014年2月，Twitch的母公司Justin.tv更名为Twitch Interactive；2014年8月，亚马逊以9.7亿美元收购了Twitch Interactive，Twitch自此成为亚马逊旗下的视频实时流媒体(直播)服务。
- 目前Twitch的直播内容更加丰富，包括对电竞比赛、音乐和创意内容的直播，也包括对日常生活的直播。Twitch的内容可以实时观看，也可以通过视频点播观看。
- 尽管近年来有来自YouTube、Facebook等平台的挑战，Twitch目前仍保持着美国游戏直播领域中的龙头地位。过去的一年，在美国疫情的影响下，直播领域获得了更大的发展。2020年，观众在Twitch上观看了184.1亿小时的内容，同比增长67.36%。第四季度的观看时长为54.4亿小时，环比增长14.76%。

2018Q4-2020Q4 Twitch观看时长



数据来源：Streamlabs、太平洋证券研究院

2020年Twitch、YouTube Gaming、Facebook Gaming观看时长



数据来源：Streamlabs、太平洋证券研究院

05

美国视频产业发展趋势

主流传媒娱乐公司纷纷自建流媒体平台，优质内容的竞争将更加激烈

- 近年来，主流的电视网和工作室不断推出自己的直接面向消费者的流媒体服务，几乎所有媒体公司都希望与消费者建立直接的关系，一场全面的流媒体之战正在进行中。这为传媒娱乐公司提供了“重新组合”其内容库的机会，因为在推出服务时，竞争者们会争相提供内容库，以吸引和留住客户。
- 研究表明，消费者只愿意为一定数量的流服务付费。根据德勤的《数字媒体趋势调查》，消费者平均拥有三种流媒体视频服务，这一状态已经稳定了两年。但随着大型工作室陆续从第三方流媒体平台撤回内容权供自家流媒体使用，一家流媒体平台几乎不可能将所有主要的内容集中在同一个平台内，导致许多美国消费者必须管理和支付多个订阅以观看他们想要的内容。最终，提供最佳和最广泛内容库的流媒体服务将在这场战役中取得胜利。与此同时，许多公司开始采取“重新聚集”流媒体产品的方法在竞争的同时展开合作以获得更为全面的内容优势。以Apple TV Channels为例，Apple TV app中不仅包含流媒体Apple TV+的原创及授权内容，还集成了众多其他流媒体服务，可使用Apple ID一站式登录、付款、使用和删除，提供类似服务的还有Amazon、Roku等。

2019-2020部分大型集团新上线流媒体

名称	LOGO	隶属公司	上线时间
BET+		ViacomCBS	2019.09.19
Apple TV+		Apple	2019.11.01
Disney+		Walt Disney	2019.11.12
Peacock		NBCUniversal (Comcast)	2020.04.15
HBO Max		WarnerMedia (AT&T)	2020.05.27

数据来源：企业年报、太平洋证券研究院

Apple TV Channels集成的流媒体一览

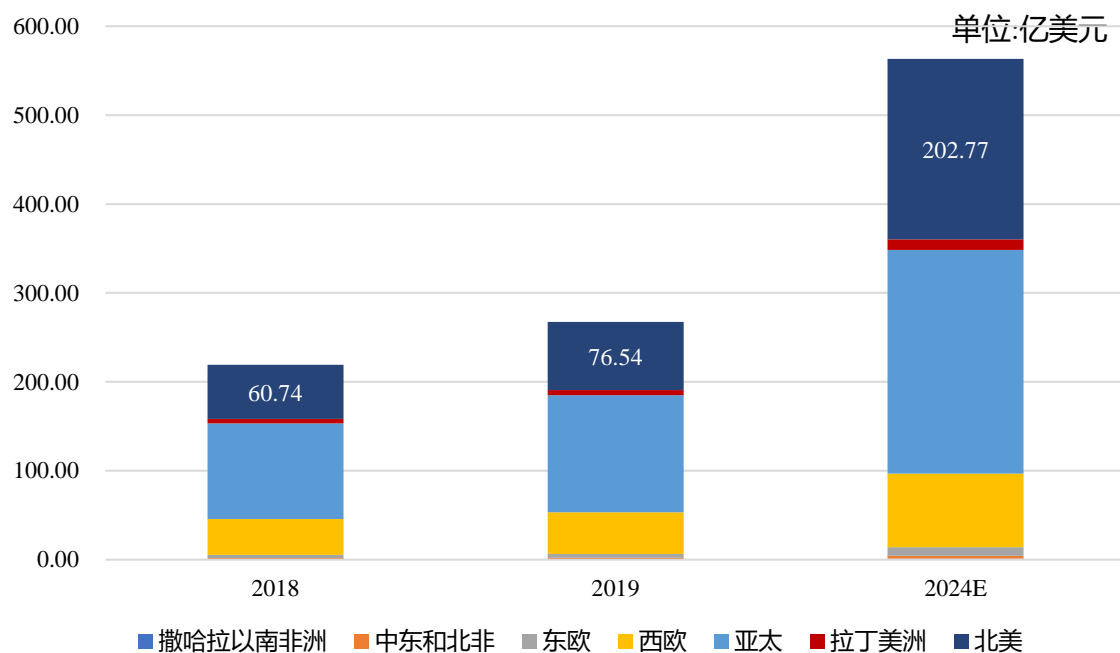
•Acorn TV – \$5.99	•Lifetime Movie Club – \$3.99
•A&E Crime Central – \$4.99	•Moonbug Kids – \$1.99
•Apple TV+ – \$4.99	•MTV Hits – \$5.99
•Arrow Video Channel – \$4.99	•Mubi – \$10.99
•Bet+ – \$9.99	•NickHits – \$7.99
•BFIPlayer Classics – \$5.99	•Noggin – \$7.99
•Britbox – \$6.99	•Pantaya – \$5.99
•CBS All Access – \$9.99	•PBS Living – \$2.99
•Cinemax – \$9.99	•Showtime – \$10.99
•Comedy Central Now – \$3.99	•Shudder – \$5.99
•CuriosityStream – \$2.99	•Smithsonian Channel Plus – \$4.99
•Epix – \$5.99	•Starz – \$8.99
•Eros Now Select – \$3.49	•Sundance Now – \$6.99
•Hallmark Movies Now – \$5.99	•Tastemade – \$2.99
•HBO – \$14.99 (已不接受新用户)	•Topic – \$5.99
•History Vault – \$4.99	•Up Faith & Family – \$4.99
•IFC Films Unlimited – \$5.99	•Urban Movie Channel – \$4.99

数据来源：Apple TV App

流媒体大战或驱动众平台向AVOD模式转型

- 在中国，印度以及整个亚太地区，广告支持的视频点播(AVOD)是向用户提供流视频的主要模式，有的与订阅组合，有的仅依靠广告收入。而在美国，大多数视频服务都在追随Netflix引领的无广告订阅模式。随着越来越多的电视网络、电影公司以及科技公司推出自己的订阅服务，消费者开始陷入“订阅疲劳”，只会选择少数几个必须拥有的订阅，因此，许多平台开始引入广告支持的模式，以吸引用户和抢占市场份额。据调查，70%拥有三个或更多订阅的消费者表示，如果广告负载合理，他们愿意观看广告以换取内容(特别是如果可以换取价格折扣)。
- 根据Digital TV Research的预测，随着大量新平台的推出，以及各家平台纷纷引入AVOD模式，在2018年至2024年间，美国的AVOD收入总额将增加三倍以上，达到202.77亿美元，占全球总额的36%。

世界AVOD服务收入规模及预测



数据来源: Digital TV Research、太平洋证券研究院

美国流媒体平台AVOD模式发展情况

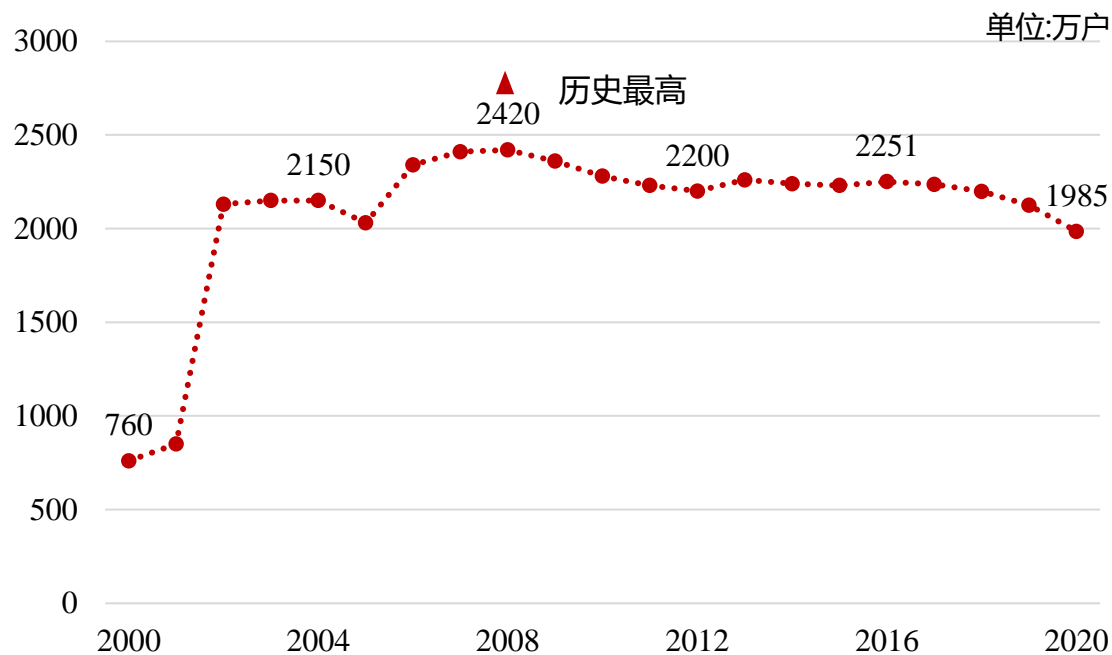
流媒体	公司	发展情况
Hulu	Disney	同时拥有无广告和广告支持的套餐，AVOD模式将月费从11.99美元削减至5.99美元，使用该模式的用户占了Hulu全部用户的70%。
IMDb TV	Amazon	由2019年1月推出的Freeve更名而来，该服务拥有华纳兄弟、索尼和米高梅的电影和电视连续剧的许可，以及ABC的21部电视连续剧等。
Xumo	Comcast	2011年成立的AVOD流媒体，2020年2月被Comcast收购，与75个以上的内容方有合作关系，拥有1000万以上活跃用户。
Tubi	FOX	Tubi于2014年推出，Fox于2019年将其大部分资产出售给了迪士尼，并收购了Tubi以扩大其广告支持的流媒体。
Pluto TV	ViacomCBS	Pluto TV是2013年成立的AVOD流媒体服务，与170个内容方有合作关系，提供250多个频道和价值10万小时的内容。
HBO Max	WarnerMedia	目前以无广告的SVOD服务推出，计划在2021年推出广告支持的套餐。
Peacock	NBCUniversal	2020年7月推出，分为广告支持的和无广告的套餐类型。

数据来源: 太平洋证券研究院

电视网络作为内容品牌与OTT展开合作成为新的生存之道

- 近年来，传统付费电视观看人数逐年下降，2020年疫情为室内娱乐带来的有利催化也并没体现在线性电视领域，根据全球媒体研究机构Kagan的最新报告显示，2020年美国流失了近720万传统MVPD用户(包括了有线电视、卫星电视、IPTV)。以Comcast为代表的有线电视用户规模已连续4年下降，至2020年末，其用户规模已不足2000万。
- 由于线性电视业务的衰落，有线电视网络的领导者们开始探索新的发展方向，比如将精力集中在知识产权及其背后的品牌上。它们将自身不再定位为渠道，而是作为内容工厂和IP管理者来经营其品牌。一些有线电视网络品牌开始在流媒体中成立专区，例如Hulu上的FX，Disney+上的国家地理等，Hulu上的FX甚至会播出一些不在线性频道中播出的原创节目，以发展其FX品牌。

2000-2020年Comcast有线电视用户规模



数据来源：Comcast年报、太平洋证券研究院

FX近期在Hulu的独播剧集



开发者(2020.03.05)



美国夫人(2020.04.15)



教师情事(2020.11.10)



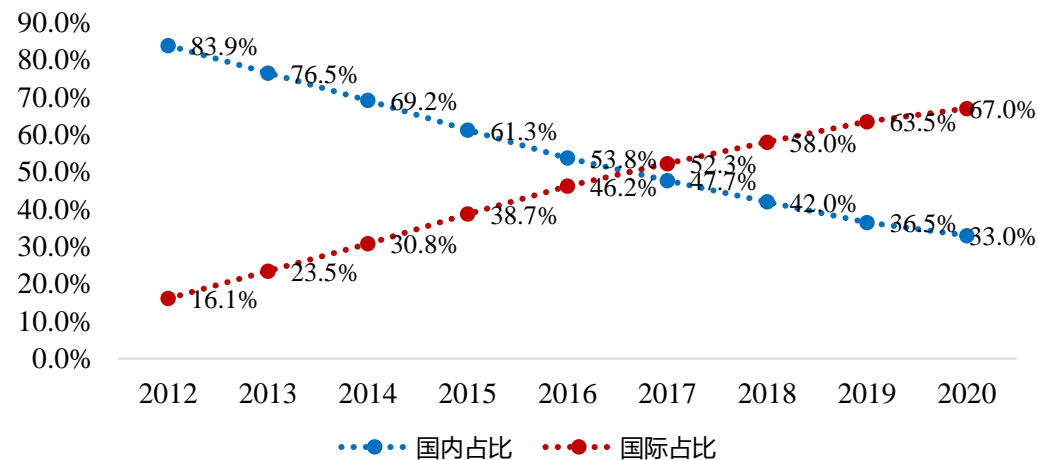
老头子(预计2021)

数据来源：太平洋证券研究院

国际化是视频平台日益强大的最终必然选择

- 以视频平台的龙头Netflix作为成功的范本，从其的扩张历程来看，Netflix从2010年开始其国际化战略，自2017以后，其国际用户的数量已经大于其国内用户的数量，国际化战略为其在与新涌现的众多的新兴流媒体的竞争中提供了极大的竞争力。
- 不断扩充的片库和原创内容，以及循序渐进的本地化是Netflix国际化成功的重要原因。Netflix的国际化自文化差异较小的加拿大逐渐扩张至其他语种国家，并不断制作本地化字幕和配音的原创作品，为提升本地居民的接受度提供了重要保证。

2012-2020年Netflix国内与国际用户占比



数据来源：Netflix年报、太平洋证券研究院

奈飞发展时间线

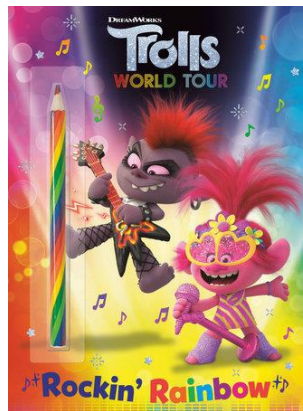


数据来源：Netflix年报、太平洋证券研究院

部分电影在流媒体与影院同时发行或形成一种模式

- 2020年自疫情在美国爆发以来，因绝大多数电影院关闭，很多电影选择了在流媒体上直接上线的方式发行，即PVOD模式(Premium Video on Demand/在线电影院)，价格多为20-30美元。
- 以部分PVOD发行的电影收入来看，该方式在汇报水平上并不落后于传统的票房收入，且相比于票房的50%影院分成，对制片方来说，通过PVOD发行因流媒体分成比例较低，片方可获得更多的利润。
- 《魔发精灵2》上线三周即产生了1亿美元收入，相比之下，先前在影院发行的《魔发精灵1》5个月的票房收入为1.54亿美元；《花木兰》影院上映取消前，外界预估该片票房在8000-9000万美元，但其在Disney+上线仅12天的收入为2.7亿美元。

2020年美国部分以PVOD形式发行的电影



魔发精灵2:世界之旅

2020.04.10

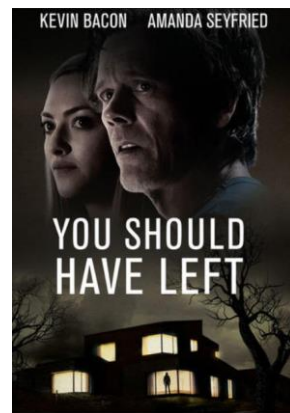
Amazon、Apple TV
NBC环球梦工厂



史酷比狗

2020.05.15

Apple/Amazon
华纳



你本应离开

2020.06.18

FandangoNow/iTunes
环球影业



花木兰

2020.09.04

Disney+
迪士尼



芝加哥七人案：惊世审判

2020.10.16

Netflix
派拉蒙、NBC环球梦工厂等

06

中美视频产业对比及启示

中美观看视频成本差异较大，著作权保护力度的提升将规范我国视频行业并逐步提价



- 尽管美国和中国观看视频的成本都在逐渐提高，但总体而言，中国人观看视频的成本仍远小于美国人，这主要来自中国人的消费习惯以及中国的盗版尚未杜绝的影响。
- 2021年6月1日，我国将施行新修订的著作权法，新著作权法将完善对网络空间著作权的保护，大幅提高侵权法定赔偿额上限，并将明确惩罚性赔偿原则；2021年元旦起施行的民法典也对故意侵害他人知识产权的行为作出了惩罚性赔偿的规定。未来在影视版权保护措施逐渐落地后，预计我国视频行业的氛围会更加规范，也将有利于正规播放渠道稳步提升价格，放大市场规模。

中美观看视频主流途径成本对比

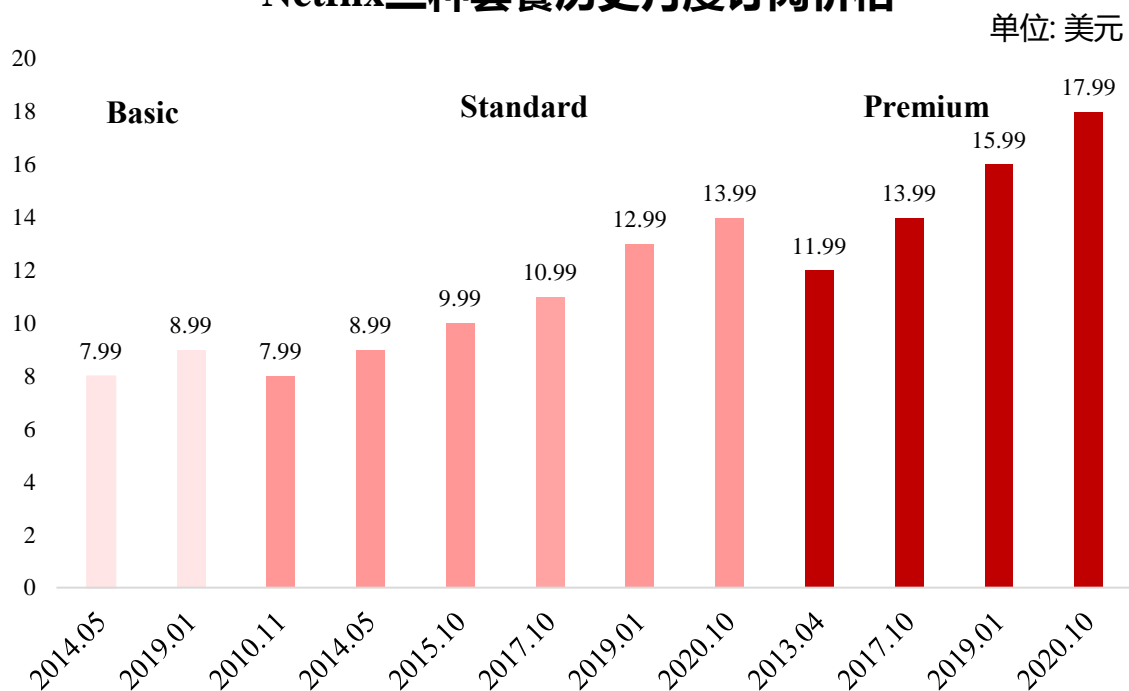
类型	美国	中国
有线电视	初装费\$250以内 后续\$70-\$100/月	城镇：初装费 ¥ 320- ¥ 450，后续 ¥ 20- ¥ 30/月 农村：初装费 ¥ 200- ¥ 250，后续 ¥ 8- ¥ 12/月
卫星电视	\$60-\$130/月	¥ 200安装费/终生使用
IPTV	\$60-\$100/月	¥ 150- ¥ 250/年
vMVPD	\$15-\$65/月	¥ 150- ¥ 200/年
SVOD	\$6-\$18/月	¥ 200左右/年
TVOD	租：\$3-\$6/电影 买：\$6-\$20/电影	¥ 5左右/电影(48h)

注：本表数据为多数主流渠道的价格，并非全部选项汇总
数据来源：公开资料、太平洋证券研究院

优质内容可保证流媒体在用户增长的基础上稳定提价

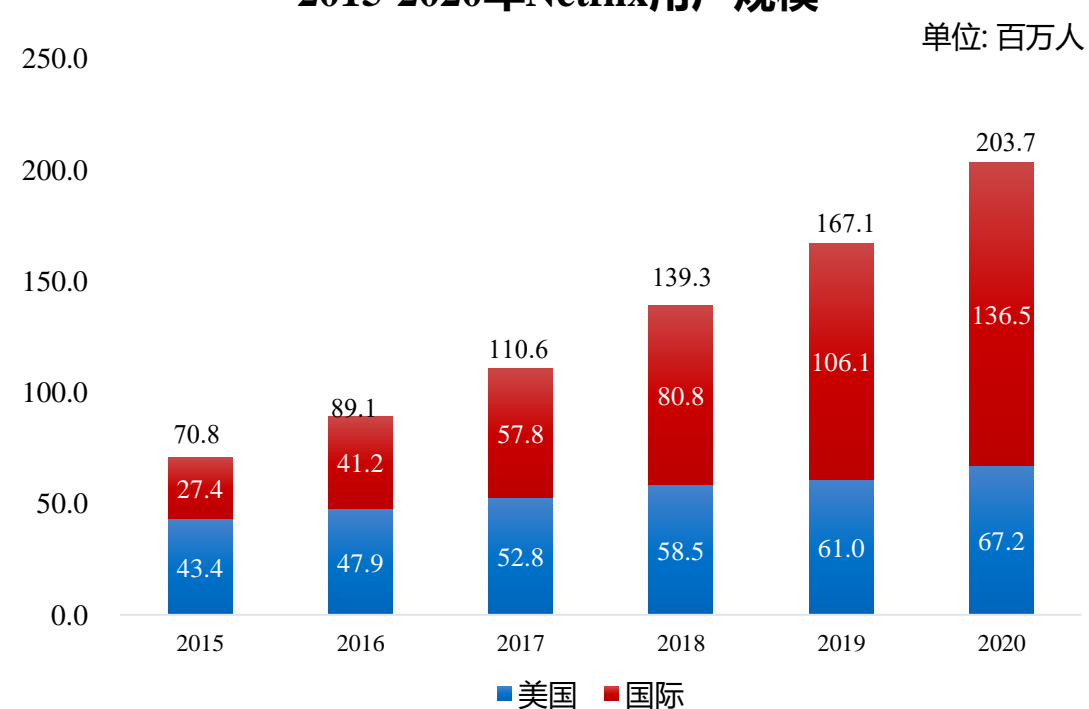
- Netflix自开展流媒体业务以来，已经过数次提价，但国内及全球用户均保持持续增长。
- Netflix专注于广泛的产品，包括儿童动画，浪漫喜剧，电影，真人秀、纪录片、美食秀以及游戏节目，全套内容涵盖了传统有线电视的全套内容，但价格多次提高后仍比有线电视价格具有竞争力。
- 随着更多的优质内容被独家投放到流媒体中，未来有线电视的播出内容质量可能会不及过去，这将使流媒体更具有提价的勇气，并且更可能成为更有吸引力的有线电视替代方案。

Netflix三种套餐历史月度订阅价格



数据来源: 太平洋证券研究院

2015-2020年Netflix用户规模



数据来源: Netflix年报、太平洋证券研究院

中国视频平台价格与用户规模均较美国偏低，国际化水平尚处于萌芽期

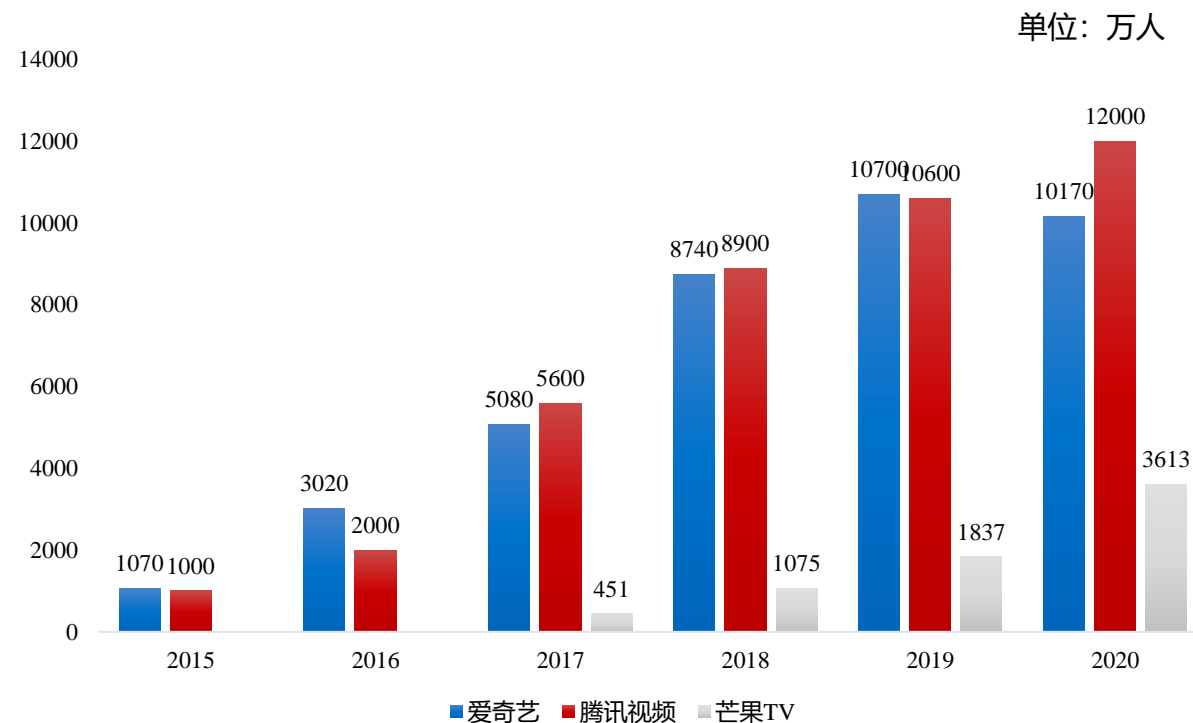
- 以Netflix订阅价格为参考，考虑到美元与人民币的综合购买力差异(一般以1:3为实际消费购买力参考)，Netflix的实际订阅价格为国内视频应用的2-3倍，但以两国国内用户规模比较，Netflix的国内用户已覆盖其人口的五分之一，而反观国内订阅用户规模较高的腾讯视频，其用户规模至今仍不足国内人口的十分之一，国内视频平台在渗透率上仍有较大提升的空间。
- 出海方面，腾讯视频海外版WeTV与爱奇艺海外版尚处于起步阶段，且目前以东南亚为主要的目标市场，未来如何突破文化壁垒，在欧美文化圈层实现本地化，将是国内视频平台国际化进程中最大的挑战及成长空间。

国内主流视频播放平台会员付费价格情况

App	套餐	月度价格	简介
	优酷VIP	¥ 6-15/月(连续)	适用于电脑/手机/Pad
	酷喵VIP	¥ 9.9-29/月(连续)	适用于电视/电脑/手机/Pad
	黄金VIP	¥ 6-19/月(连续)	适用于电脑/手机/Pad
	学生VIP	¥ 12/月(连续)	适用于电脑/手机/Pad
	星钻VIP	¥ 19-40/月(连续)	手机/电视/电脑/Pad/VR均可用；超前点播免费；星钻影院
	体育会员	¥ 8/月	适用于手机/PC网页/H5端；体育赛事直播
	FUN会员	¥ 12/月(连续)	适用于电脑/手机/iPad；文学动漫权益
	腾讯视频VIP	¥ 15/月(连续)	适用于电脑/手机/Pad
	超级影视VIP	¥ 10-30/月(连续)	适用于电视/电脑/手机/Pad
	NBA会员	¥ 25/月(连续)	每月8张观赛券，可用于观看NBA直播、转播及其他NBA内容
	NBA超级会员	¥ 60/月(连续)	出NBA会员内容外，还享受腾讯视频提供的NBA赛事内容
	PC移动影视会员	¥ 6-15/月(连续)	适用于电脑/手机/Pad
	全屏影视会员	¥ 9.9-29/月(连续)	适用于电视/盒子/电脑/手机/Pad

数据来源：应用官网、太平洋证券研究院

爱奇艺、腾讯视频、芒果TV付费用户数



注：腾讯2020年数据为第三季度数据，其余均为年末数据

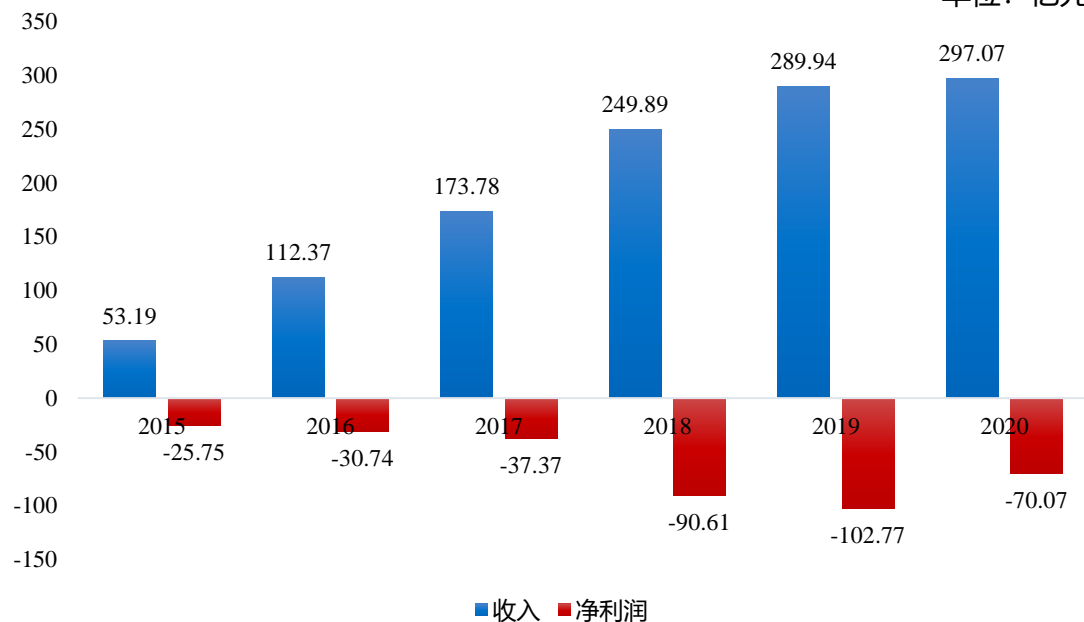
数据来源：企业年报、太平洋证券研究院

爱奇艺试水提价，国内视频平台将从供给和需求两侧协同促进业绩增长

- 随着爱奇艺付费用户规模的扩大，以及平台基于对近些年自制内容的信心，平台于2020年11月将其会员订阅价格整体上调25%。从平台2020年底的用户规模数据来看，其付费用户数量并未发生显著的下降，同时考虑平台近年来会员服务费用无论从绝对数额，还是占收入的比重逐年提升(由2015年的18.7%提升至2020年的55.5%)，通过类比Netflix数次提价的市场反应，可以预期爱奇艺及同类视频平台在未来仍会通过逐步提高价格来获得其内容的转化，且正向效应的信号相对明显。
- 随着国内平台越来越多的内容来自于自制，内容的第三方授权收入也逐年提高，从爱奇艺来看目前这部分收入占比(2020年为9%)仍较少，但基于迷雾剧场及各平台真人秀等自制内容的口碑，类比Disney、派拉蒙等公司的授权收入占比情况，这部分收入未来仍有较大的上升空间。
- 另一方面，由于近年影片成本的降低，以爱奇艺为代表的国内视频平台必将从成本端受益。从爱奇艺2020年的利润情况可以看出，爱奇艺在2020年减亏超30亿元，随着未来会员服务收入的逐步提高，平台有望逐年缩小亏损直至扭亏为盈。

2016-2020收入与净利润情况

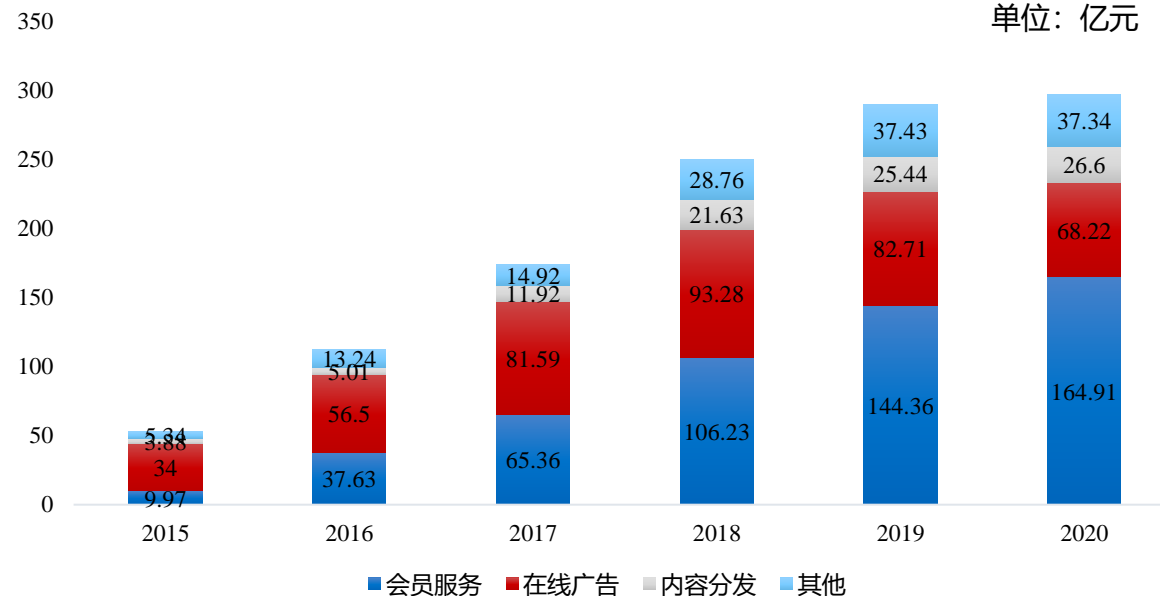
单位：亿元



数据来源：爱奇艺年报及招股说明书、太平洋证券研究院

2015-2020年爱奇艺收入结构

单位：亿元



数据来源：爱奇艺年报及招股说明书、太平洋证券研究院

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566