

## 创意中插深度研究报告

## 付费会员时代下的广告突围

## □ 创意中插特点：付费会员可见大幅提升到达率，即时性戳中广告主痛点

创意中插为剧集或综艺中由特定演员/选手出演的广告片，以 80% 的故事铺垫 20% 的品牌露出，作为正片的一部分出现意味着付费会员无法跳过，同时趣味性能够降低对观众的打扰。此外，中插广告拍摄时间主要为正剧拍摄完成之后，播出确定性有一定保障之时甚至开播之后，即时制作、及时播出，能够满足广告主对新产品的推广需求。

## □ 发展历程：片方主导到平台主导，野蛮生长到协商共赢

创意中插最初由片方主导，自《老九门》后由平台把持，片方分账比例 20-30%；分账比例低导致片方不择手段压缩成本影响成片质量，未来双方将探索协商共赢模式；影视公司已经开始和广告代理公司共同成立负责娱乐营销的部门，未来创意中插发展将更加成熟。

## □ 产业结构：多元化广告主入场，助力平台降低购剧成本

广告主：由 APP 向快消等多元化方向延伸

平台方：中插广告分摊单剧 19% 左右的采购成本，拉伸 13% 左右的广告收入。

制片方：拥有比植入广告更大的创意主导权，负责定制广告方案与剧情设定。演员采用配角或非一线主角在限定场景内出演，相比传统广告高价聘请明星出演能够大大降低成本。

## □ 市场空间测算：单集报价见顶，头部剧中插广告覆盖率有望提升，预计市场空间 127 亿

2017 年我国在线视频用户规模达到 5.79 亿，占网民总数的 75%，巨大流量推动视频广告市场规模不断扩张，2018 年预计达到 612 亿元。同时，付费会员免广告特权大大降低贴片广告曝光率，广告主与平台都急需能够吸引观众的新型广告模式，创意中插生逢良时。目前中插广告投放仍未达到满载水平。

另一方面，由于中插曝光量严重依赖剧集流量，10 亿以上可投放中插广告影视剧数量于 2017 年见顶，TOP10 影视剧总流量于 2017 年上半年见顶。导致单集中插广告报价保持稳定。

我们测算可投放产量预计在 95 部左右，播放量超过 10 亿的综艺预计为 56 部，预期创意中插空间上限望在 126.8 亿。

## □ 风险提示：政策风险；发展不及预期

互联网金融平台作为最常见客户自身具有高经营风险和政策风险；难以预测创意中插内容营销分类能否持续；创意中插场景限定性强，在 CPM 单价较高的情况下一旦观众丧失新鲜感则难以为继。

## 华创证券研究所

## 证券分析师：李妍

电话：021-20572557

邮箱：liyan@hcyjs.com

执业编号：S0360517080002

## 联系人：李雨琪

电话：021-20572555

邮箱：liyuqi@hcyjs.com

# 目 录

一、创意中插：剧情演绎突破贴片广告痛点.....	5
（一）创意中插广告定义.....	5
（二）发展历史：招商议价权更迭：由内容方掌握到平台方把持 .....	6
1、早期：制作方主导创收阶段.....	6
2、现阶段：平台方获得议价权阶段.....	6
（三）特点：付费会员可见保障高到达率，趣味形式优化用户体验 .....	7
1、即时性：即时制作，降低广告播出风险；及时播出，接入潮流产品客户 .....	7
2、高到达率：中插广告全站可见，付费会员激增背景下优于贴片广告 .....	9
2.1 网端收视远高于电视端.....	9
2.2、付费用户增长导致贴片广告受众减少 .....	11
3、趣味性：观众接受度高，导流效果显著，高话题度提升后续曝光量 .....	12
4、高利润：CPM 高于电视广告和贴片广告，成本低于传统广告 .....	15
二、产业结构：由内容方主导到平台方主导，野蛮生长到协商共赢.....	19
（一）广告主：从快消品、APP 到全领域覆盖 .....	20
（二）平台方：单部剧的创意中插能覆盖 19%左右的采购成本.....	20
（三）制片方：项目创意，拥有更大的创作主导权 .....	21
（四）收费模式：以剧目级别定价的买断制，提高行业沟通效率 .....	22
（五）投放方式：打点投放检测效果优异，压片投放设备匹配率高.....	22
三、市场空间测算：单集售价见顶，头部剧中插广告覆盖率有望提升 .....	22
（一）在线视频用户持续增长，推动视频广告规模高速扩张 .....	22
（二）未来持续增长动力：付费会员免广告特权挤压贴片空间 .....	24
（三）广告政策限制日趋严格，内容营销迎合特殊行业诉求 .....	25
（四）市场规模：预计空间上限 126.8 亿元.....	27
四、重点公司 .....	31
1、爱奇艺（IQ.O） .....	31
2、腾讯控股（0700.hk）——腾讯视频 .....	31
3、阿里巴巴（BABA.N）——优酷 .....	31
五、风险提示 .....	32
1、政策风险.....	32
2、发展不及预期.....	32

# 图表目录

图表 1	《军师联盟》中插广告.....	5
图表 2	创意中插特征一览.....	5
图表 3	创意中插费用交付分账流程.....	7
图表 4	部分电视剧从杀青到播出时间一览.....	8
图表 5	《魔道祖师》可爱多蓝朋友中插广告.....	8
图表 6	2018 年 7 月 10 日云合数据网络平台播放量排行.....	9
图表 7	2018 热播剧网络端和电视端观看人次对比（统计截止 2018 年 7 月 10 日）.....	11
图表 8	2013-2017 年视频付费用户规模及增长率.....	11
图表 9	2013-2017 年付费用户占总视频用户比例.....	11
图表 10	优酷广告招商资料.....	12
图表 11	《外科风云》必胜客创意中插弹幕截图.....	12
图表 12	《老九门》创意中插 B 站剪辑.....	12
图表 13	《热血街舞团》vivo 创意中插弹幕截图.....	13
图表 14	《老九门》2016 年 7 月播出后“爱钱进”百度指数.....	14
图表 15	2017 年 1 月《精绝古城》播出后《宾果消消消》IOS 下载榜排名.....	14
图表 16	创意中插对应微博话题后续曝光量情况.....	14
图表 17	2018 主流卫视频道电视剧黄金档广告刊例价格.....	15
图表 18	云合数据 7.25 爱奇艺独播剧真实播放量统计.....	15
图表 19	爱奇艺《脱身》身份权益资源.....	16
图表 20	《脱身》各类型广告 CPM.....	17
图表 21	《那年花开月正圆》丫鬟参演中插广告.....	18
图表 22	《白夜追凶》主角参演“钱站”中插广告.....	18
图表 23	爱奇艺创意中插拍摄要求.....	18
图表 24	《芸汐传》原创贴艺人介绍.....	19
图表 25	创意中插产业链.....	19
图表 26	创意中插品牌客户扩张图.....	20
图表 27	2016-2017 部分剧集中插价格和采购成本对比.....	20
图表 28	爱奇艺部分创意中插价格及预计收入.....	21
图表 29	2012-2017 我国在线视频用户规模.....	23
图表 30	2017-2018 年视频 APP 月独立设备数.....	23
图表 31	2017-2018 年视频 APP 月使用总时长.....	23
图表 32	目前市面在线视频相关免流卡一览（部分）.....	23

图表 33	我国在线视频广告市场规模预测 .....	24
图表 34	2013-2018 在线视频贴片广告市场规模及其所占比重 .....	25
图表 35	爱奇艺创意中插资源介绍 .....	25
图表 36	腾讯视频创意中插资源介绍 .....	25
图表 37	2016-2017 剧集创意中插品牌主统计（不完全） .....	26
图表 38	2015-2018 创意中插剧目及均价 .....	27
图表 39	2014-2017 TOP10 剧集综艺半年播放量（亿） .....	29
图表 40	2013-2017 完成并获得发行许可的电视剧总量 .....	30
图表 41	2013-2017 播放量超过 10 亿剧目数量及占比 .....	30
图表 42	2015-2018 播放量超过 10 亿的综艺数量 .....	30
图表 43	2017-2018 综艺创意中插价格 .....	31

## 一、创意中插：剧情演绎突破贴片广告痛点

### （一）创意中插广告定义

创意中插即创意中插广告，又称“原创贴”或“原生创意中插广告”，简称创意中插，主要指网络电视剧或网络综艺中，在影片播放中部，由剧中人物或嘉宾和选手通过“情景短剧”演绎的广告片，通常以温情、反差等方式进行产品卖点的宣传，使观众轻松记忆产品功能特点，长度一般在 30s-45s，受政策要求仅存于网端。

图表 1 《军师联盟》中插广告



资料来源：优酷

创意中插作为特殊的广告插播形式，有其自身特点。广告为降低成本一般由配角演出；同时广告具有话题性，把消费者对广告的抵触心理降到最低；一般前 80%的时间以故事做铺垫，最后进入正题。广告内容一般极具趣味性，基本不会受到观众排斥，甚至受到观众主动搜索观看。

图表 2 创意中插特征一览



资料来源：华创证券整理



## （二）发展历史：招商议价权更迭：由内容方掌握到平台方把持

### 1、早期：制作方主导创收阶段

创意中插首次以广告为目的出现在 2013 年的电视剧《龙门镖局》中。该剧每一集剧中插入一个情景片段，包含一个完整故事，主题围绕某一个品牌，比如以平安票号代表的平安金融。据了解，该创意中插品牌除平安外，还有万科、红牛、九芝堂、聚美优品、五谷道场等知名品牌，总计为制作方带来约 500-700 万元的净收入。

继《龙门镖局》后，2015 年出品的《暗黑者 2》也引入了创意中插的形式。据白一骢介绍，引入中插的目的一是为紧张的剧情增加幽默元素，二是作为平台自制网剧，经费有限，想以此吸引投资。《暗黑者 2》一条创意中插报价 50 万元，多数无偿送给购买广告植入的客户，基本情况是“半卖半送”。

2016 年的《老九门》正式将创意中插推到大众的聚光灯之下，实现完全商业化。《老九门》创意中插取代之以前以相似的名称或者产品外形代替原品牌的形式，直接展示品牌名字或者产品，正式升级为现在的“原创贴”。据了解，《老九门》的创意中插包含 7 个品牌，共计为片方带来超 4000 万的收入。

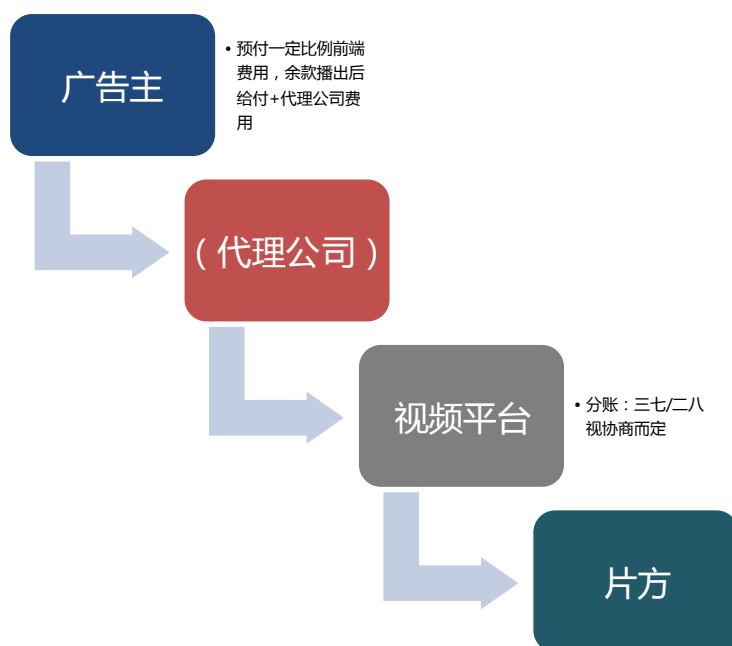
从《龙门镖局》到《老九门》，创意中插的主导方均为制作方。据白一骢介绍，《老九门》的创意中插是与正片一起交给平台方播放。所以，在这个阶段，创意中插的收入主要属于制作方，仅是相对于传统冠名、赞助、植入的一种创新式广告。参与创意中插的品牌主要是软件应用如“爱钱进”、“探探”、“携程”和快消品“新养道牛奶”、“东鹏特饮”、“RIO”、“红牛”、“江小白”等，产品种类较集中，市场认可度较低。

### 2、现阶段：平台方获得议价权阶段

《老九门》之后，创意中插的主动权逐渐转移到平台方。播放量破百亿的《老九门》，将创意中插带入聚光灯之下，视频平台方开始把控缺口，创意中插的售卖权利转移到平台方。平台方根据电视剧的品质，综合经营权和制作方等因素，在剧集播出前数月或者播出当期，按条出售，然后制作方再按照要求拍摄创意中插。2016 年至 2017 年，数部大剧均存在创意中插，包括《如果蜗牛有爱情》、《射雕英雄传》、《精绝古城》、《外科风云》、《楚乔传》、《醉玲珑》、《军师联盟》、《黄皮子坟》、《春风十里不如你》、《轩辕剑汉之云》等。创意中插已经成为视频平台广告收入的另一新形式。

目前，创意中插费用的交付模式是：广告主付费（中插价格+按比例的代理费用）给广告代理公司，代理公司扣除自身应得的代理费用后交付给平台，或广告主直接付费给平台，平台再与剧组分账，比例多为 70%：30%或 80%：20%，话语权主要在平台。

图表 3 创意中插费用交付分账流程



资料来源：行业调研，华创证券整理

由于平台才是最终载体，平台方拥有绝对的招商和议价权，片方的分成往往在 20%-30%，但由于剧组方不甘心平台掌握招商权分得较多利益而试图抢夺定价权的事例也时有发生。

例如原本定价 300 万单条的某剧中插，片方越过平台方去跟广告主谈，主动降价到 170 万恶意抢夺客户。但是这种做法日后必然会减少乃至消失，因为即使是试图越过平台方跟品牌主直接接触的片方，平台方大多也会拒绝其落实在正片中，最终这类合作只会沦为空谈。而且，平台方能够给出贴片、花絮、压屏条、冠名、热搜等各式各样的配套资源，这是片方所不能提供的。在定价方面，广告主都很难有话语权。

但是，片方与平台方在分成上的矛盾会集中体现在创意中插的拍摄质量上，从而影响广告效果。低分成导致片方竭力压缩成本，有时编剧一天时间就赶完了中插脚本，套拍、赶拍、B 组对付着拍，某剧集中之前已经死掉的角色还被拉出来拍广告，中插里的公主格格可能服装质量比正剧里的丫鬟还差，严重影响观众观影体验。

为了保证合作的顺利进行和创意中插的拍摄质量，减少沟通成本提升广告效果，平台方在分成和招商上未来可能会有所让步。2017 年 7 月播出的《醉玲珑》已经证明了双方联合招商的可行性，片方招商可自主定价，付给平台方广告投放费；平台方招商片方承制，则片方收取授权制作费用

### （三）特点：付费会员可见保障高到达率，趣味形式优化用户体验

创意中插具有即时性、高到达率、趣味性、高利润率四大优点，这种优势将保证创意中插广告市场的高速增长。

#### 1、即时性：即时制作，降低广告播出风险；及时播出，接入潮流产品客户

创意中插一般在电视剧版权售出、平台方确认播出前开始售卖；广告拍摄时间一般为电视剧杀青之后，甚至在播出后一段时间内都可以继续招商。

传统植入广告一般随电视剧拍摄同步完成，而中国一年的电视剧产量达数百部，一部电视剧从杀青到播出间隔短则数月，长则多年，甚至无法播出。因此，随片拍摄（例如植入广告、及部分中插广告）将会有较大的演员预算等沉没成本，不能播出则双方损失惨重。

此外，随片拍摄的植入广告至少需要在播出前 1 年确定，且无法保证最终何时能够面向观众，广告植入品牌多为成熟品牌，不适合新产品或者潮流产品推广。

审核制度导致播出与否、播出时间都具有不确定性。在创意内容广告范畴，相比韩剧以植入广告为创收主体，中插创意广告在中国市场更获得广告主青睐。

图表 4 部分电视剧从杀青到播出时间一览



资料来源：华创证券整理

由于创意中插的即时性，软件应用、游戏、快消产品以及其他新上市产品的广告需求强烈。软件应用及其他新产品需要迅速抢占市场，扩大知名度，而游戏和快消产品则需要跟随市场热点，趁热打铁，它们对广告的即时性需求特别强烈。

图表 5 《魔道祖师》可爱多蓝朋友中插广告



资料来源：腾讯视频

2016 年起，互联网金融逐渐成为中插广告最大玩家。截止 2017 年 10 月，已有包括“宜人贷”、“爱钱进”、“钱



站”、“PPmoney”等超过 10 款互联网金融 APP 投放中插广告，并且投放金额位居前列。因此，相比传统植入广告，创意中插能够最大限度地满足广告主快速引爆市场的需求。

## 2、高到达率：中插广告全站可见，付费会员激增背景下优于贴片广告

2011 年 11 月，广电总局发布《〈广播电视广告播出管理办法〉的补充规定》，宣布自 2012 年 1 月 1 日起，全国各电视台播出电视剧时，每集电视剧中间不得再以任何形式插播广告，使得中插广告仅存在于网端。

一方面，而网络端曝光量显著高于电视端，且差距不断拉大。

另一方面，在网络端自身的比较中由于付费会员规模的高速增长，免广告特权让贴片广告效果大打折扣。同时，电视贴片和视频贴片片头广告是在相对固定的时间区间播放，时间较长，观众实际真正观看广告的比例较低，到达人数水分较重。而中插广告由于插播于剧中，长度仅 30-45 秒，实际中观众较少离开屏幕，到达人数质量得到保证。在线视频广告中，仅有片头鸣谢、创可贴或能同样保证较高的真实到达人数。

### 2.1 网端收视远高于电视端

剧集电视端观看人数可以用同时期多台全国网收视率来估算，CSM 全国网收视率推及人口为 3.09 亿人。

#### 电视剧电视端观看人数估计公式：

$$\text{电视观看人数} = \text{总电视观众人数} \times \text{同时期多台全国网收视率合计}$$

#### 网络端观看人次估计逻辑：

电视剧网络端以总播放量除以剧集总数估计每集平均播出量即为网络端观看人数。但是，目前各视频平台对于视频播放量的统计算法各有特色，简单来说，VV 是对前台用户播放行为的统计。从行为来看，不论是点击播放还是电视剧的每集自动播放，都会进行统计范围；从终端来看，PC 端、移动端、OTT 各自的播放行为都会分别进行加总；从内容来看，对于电视剧来说，每集的播放都会分别进行统计加总，与此同时，预告片、周边花絮、精彩剪辑等短视频，一般视频网站也会计入电视剧的总体 VV 中，因此真实的观看人数还要在此基础上乘一个系数。例如，第三方监测平台云合数据显示，热播剧《扶摇》7 月 10 日前台点击量 3.39 亿，基于机器学习、综合有效点击与受众观看时长并排除花絮、预告、特辑等干扰得出的点击含金量 38.38%，则真实点击量仅有 1.3 亿。将播放排行榜前 30 位的剧集真实播放量相加，除以其前台点击量，得到系数 0.42。

图表 6 2018 年 7 月 10 日云合数据网络平台播放量排行

剧集名称	前台点击量（亿）	前台点击含金量	真实播放量（亿）
扶摇	3.39	38.38%	1.30
一千零一夜	2.65	35.77%	0.95
猎毒人	1.66	42.26%	0.70
流星花园 2018	1.67	15.46%	0.26
青春警事	0.37	47.65%	0.17
脱身	0.33	44.88%	0.15
超级翁婿	0.23	52.46%	0.12
爱国者	0.36	33.54%	0.12
莽荒纪	0.26	44.15%	0.11
功夫之爱的速递	0.21	48.62%	0.10

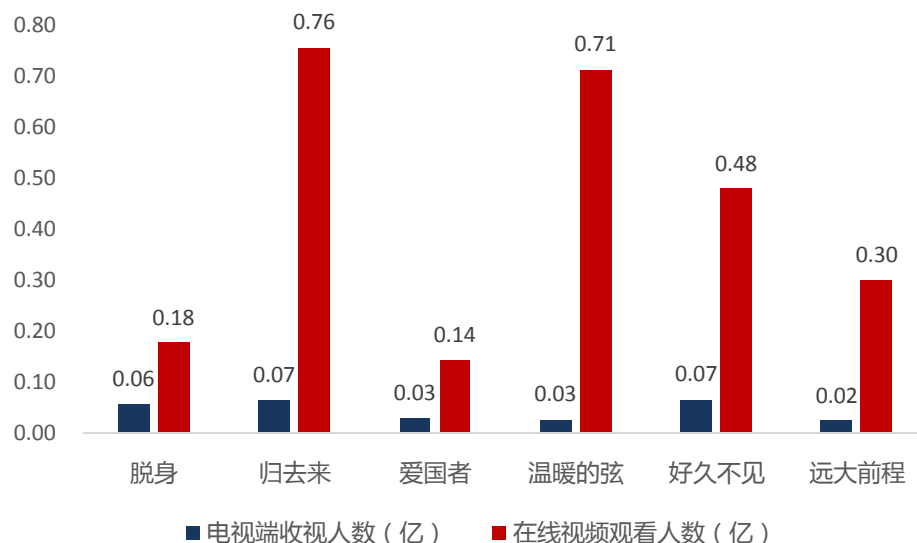
剧集名称	前台点击量 (亿)	前台点击含金量	真实播放量 (亿)
走火	0.19	52.32%	0.10
三生三世十里桃花	0.17	57.70%	0.10
岁岁年年柿柿红	0.19	48.80%	0.09
如果，爱	0.13	67.28%	0.09
老妈的桃花运	0.11	75.96%	0.09
拥抱幸福	0.15	55.31%	0.08
诚忠堂	0.16	51.67%	0.08
天涯女人心	0.15	53.88%	0.08
陪读妈妈	0.11	63.58%	0.07
初婚	0.14	50.32%	0.07
归去来	0.16	41.89%	0.07
婚姻历险记	0.10	65.90%	0.07
我们的少年时代	0.90	73.57%	0.66
面具 2018	0.11	59.31%	0.07
硬骨头之绝地归途	0.07	87.96%	0.06
楚乔传	0.07	76.12%	0.06
琅琊榜	0.06	88.54%	0.06
灵与肉	0.05	94.25%	0.05
勇者胜	0.05	90.37%	0.05
甄嬛传	0.05	86.02%	0.05
合计	14.29	42%	6.03

资料来源：云合数据，华创证券

### 电视剧网络端观看人数估计公式：

$$\text{网络观看人数} = \text{电视剧网络总播放量} \div \text{剧集总数} * 0.42$$

图表 7 2018 热播剧网络端和电视端观看人次对比 (统计截止 2018 年 7 月 10 日)



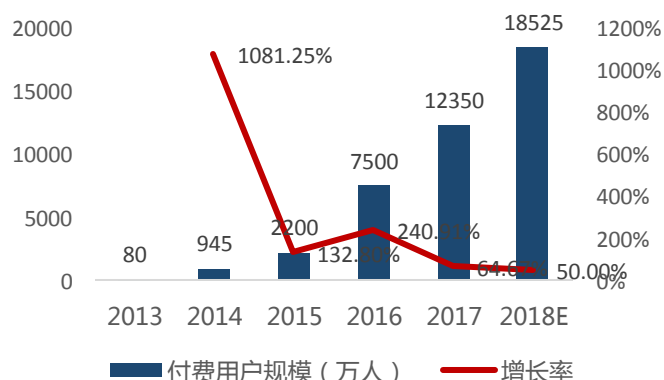
资料来源: 猫眼专业版, 卫视那些事儿, 华创证券 (网络端观看人数 = 猫眼数据 \* 水分系数 0.42)

大部分热播剧网络端收看人次远超电视端, 意味着广告在网络端的曝光量远高于电视端。2018 年热播大剧《归去来》电视端观看人次仅 700 万, 网络端观看人次达 7600 万, 是电视端的 10.8 倍。

## 2.2、付费用户增长导致贴片广告受众减少

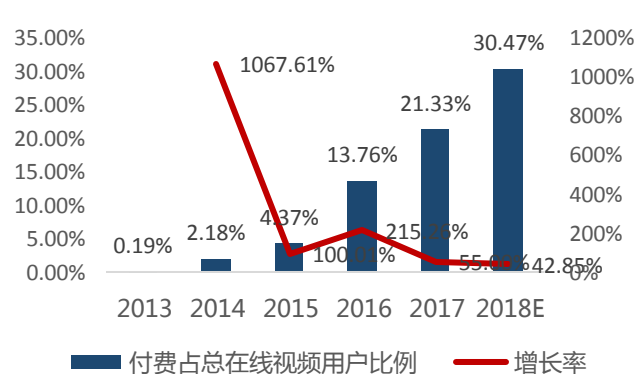
同时, 2014-2017 年, 在线视频付费会员数量持续高速增长, 导致普通视频贴片广告受众逐渐减少。贴片广告一般在正剧视频播放前和播放中, 长度 30 秒-180 秒不等, 付费会员可以跳过广告。2017 年, 视频付费会员数达到 1.2 亿, 同比增长 64.7%, 预计 2018 年将达到 1.8 亿, 占总视频用户的 30.47%; 在网络视频用户增速保持低位的背景下, 付费规模高速增长等同于加速了付费用户占总视频用户比例的增长, 将大幅降低普通贴片广告的到达率。

图表 8 2013-2017 年视频付费用户规模及增长率



资料来源: 艺恩, 华创证券

图表 9 2013-2017 年付费用户占总视频用户比例



资料来源: 艺恩, 华创证券

大会员时代, “会员可见”成为新广告卖点, 创意中插不在免广告范围内。创意中插随剧播放, 一集仅含 1-2 个广告, 且付费会员被动“强制观看”, 因此创意中插的观看次数与电视剧播放次数保持一致。假设一部电视剧合计 50 集、播放量达 50 亿, 则单集真实观看人次超过 1330 万, 即每条创意中插便有超过 1330 万到达人数, 且几乎全部为有效观看。

图表 10 优酷广告招商资料

## s级内容会员可见广告

不可监测 不保底

### 【创意中插】

**原剧团队精良制作保证**

播出位置：正影片中  
播出时长：30-45秒  
广告形式：借力原剧风格、人物设定与故事逻辑，融合品牌产品理念或讯息，使用原剧拍摄场景，由原剧演员表演的专属创意广告。  
招商范围：独播剧、BAT联采剧、网络大电影

### 【创意压屏条】

**品牌与内容零距离对话**

播出位置：正影片中  
播出时长：2次/集，10秒/次  
广告形式：在品牌指定的剧情、场景或台词关键点，露出与其匹配的逗趣、吐槽或捧哏的文案创意。  
招商范围：全站剧集、电影

资料来源：优酷

### 3、趣味性：观众接受度高，导流效果显著，高话题度提升后续曝光量

传统广告长度在 15 秒左右，所以主要围绕着展示产品效果、介绍产品特点等，内容比较乏味，很难真正吸引观众，大多数广告的结果是“过目即忘”。创意中插长度至少在 30 秒以上，拥有一个相对完整的故事情节，多数充满趣味性，基本结构为前 25 秒讲故事，后 5 秒引入产品，避免僵硬地进行洗脑式的推销，把对观众的打扰降到最低。

例如，《外科风云》必胜客披萨创意中插以医生传统台词“我们尽力了，还是没有保住”引入，下一幕观众才发现没保住的是披萨。广告在加入悬念、转折等艺术手法的同时突出披萨需要“抢”的主题，从视频弹幕反馈分析，广告效果优异，甚至引发观众自发剪辑创意中插合集上传 bilibili 等平台。

图表 11 《外科风云》必胜客创意中插弹幕截图



资料来源：腾讯视频

图表 12 《老九门》创意中插 B 站剪辑



资料来源：bilibili

在网络综艺中，创意中插不再拘泥于剧情，而是结合网络综艺主题，开发出了说唱、歌舞、创意秀、片尾彩蛋等多种形式；同时，时间上也更加灵活，45 秒到 2 分钟不等。同时，网络综艺的创意中插还在不断创新。2018 年爱奇艺



人气综艺《热血街舞团》中，舞者苏恋雅、草鱼、杨凯等人先后完成了多支中插，其中包括舞者杨凯站在当事人的立场上，讲述跳舞的艰辛与不易，用叙事的方式将观众带入到故事气氛中，继而引出“我们的愿景是让每个梦想有钱花”，推动品牌——百度有钱花；另一种创意街舞广告则是由舞者用舞动的方式，结合后期在空中划出京东、百事、炫迈、vivo 等品牌 logo，既展现了选手的个人能力，也在这段时间内植入多项品牌，形式之新颖在中插广告中也是第一例。

图表 13 《热血街舞团》vivo 创意中插弹幕截图



资料来源：爱奇艺

同时，传统贴片广告在较长时间内（电视台一般 5-10 分钟，视频网站片头约 90-180 秒）集中播放数则不同广告，单个品牌难以获得观众较高的关注和记忆。重复、直白的硬广在播放中有效观看占比极低，难以实现从观看到消费的转换。植入广告则陷于“存在感”和“出戏”的矛盾，若减少对剧情影响则降低产品曝光度，则达不到广告效果；突出产品则会导致观众“出戏”，影响电视剧观看。

创意中插则在正剧之外“寓广告于故事”，天然带有话题性，能够立即吸引观众眼球，并促使其在网络平台的广泛传播，实现观众到用户的迅速转换。2016 年 7 月，《老九门》爱钱进 APP 创意中插播出后，其百度指数出现明显上升，且保持高位震荡。



图表 14 《老九门》2016 年 7 月播出后“爱钱进”百度指数



资料来源：百度指数

2017 年 1 月，《精绝古城》中《宾果消消消》创意中插播出后，后者 IOS 下载榜排名出现迅速拉升。

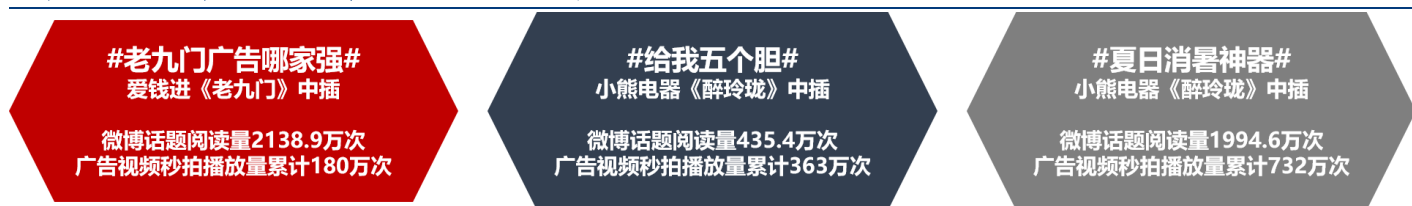
图表 15 2017 年 1 月《精绝古城》播出后《宾果消消消》IOS 下载榜排名



资料来源：APP Annie

相比硬广的纯曝光以及只能在购买的时间内播放，创意中插除了随剧播出时能够得到大量有效曝光外，还能获得额外曝光量。据互联网资料查询，《老九门》播出后，“爱钱进”创意中插剪辑片段累计获得约 150 万播放量，相关微博话题阅读量超过 2000 万。创意中插后续效应能够引起持续的主动曝光量，进一步导流用户。

图表 16 创意中插对应微博话题后续曝光量情况



资料来源：新浪微博，秒拍视频，华创证券

#### 4、高利润：CPM 高于电视广告和贴片广告，成本低于传统广告

CPM 即每千次展示计价，计算方式为  $CPM = (\text{广告费用} / \text{到达人数}) \times 1000$ 。创意中插 CPM 单价高于贴片广告和电视广告，同时由于配角出演并限定场景，制作成本低于传统广告。

传统电视广告刊例价在数万元至十数万不等，首播剧贴片广告在十万级以上。2018 年，主流卫视电视剧黄金档贴片广告价格均在 10 万元以上，特定位置（如正一、倒一）最高加价幅度 60%。

图表 17 2018 主流卫视频道电视剧黄金档广告刊例价格

电视频道	晚间黄金档贴片广告刊例价（15 秒）
北京卫视	16.7 万元/次
东方卫视	10.8 万元/次（实价）
江苏卫视	22 万元/次
浙江卫视	22 万元/次
湖南卫视	10.8-15.2 万元/次

资料来源：双维广告，华创证券

《脱身》卫视贴片 CPM:

以 2018 年热播剧陈坤、万茜主演的《脱身》为例，在东方卫视全国网覆盖人口 3.09 亿，播出收视率为 0.789%，则观众人数为 243.9 万，晚间黄金档投放广告 10.8 万元/次，则 CPM 单价为 44.2 元。

《脱身》中插 CPM:

《脱身》在爱奇艺的播放量为 8.6 亿，乘以水分系数 0.7 后总播放量 6.02 亿。46 集单集曝光量约为 1308.7 万，创意中插价格为 180 万元/条，则 CPM 约为 137.6。

水分系数测算：云合数据 7 月 25 日连续剧监测中前 30 位有 6 部是爱奇艺独播，将其真实播放量加总除以前台点击量加总，获得水分系数 0.7。

图表 18 云合数据 7.25 爱奇艺独播剧真实播放量统计

剧集名称	前台点击量（万）	前台点击含金量	真实播放量（万）
芸汐传	4666	68.64%	3202.74
为了你我愿意热爱整个世界	2415	78.19%	1888.29
钟馗捉妖记	2220	76.84%	1705.85
陪读妈妈	2214	66.91%	1481.39
我和两个他	1280	90.71%	1161.09
面具 2018	1864	49.65%	925.48
合计	14659	70.71%	10364.83

资料来源：云合数据，华创证券

《脱身》爱奇艺平台贴片刊例 CPM:

除单独购买贴片广告外，广告资源打包购买将获得更优惠价格。我们以广告代理提供的“至尊总冠”资源包体为例，单独拆分按比例折扣后贴片资源 CPM。

《脱身》在爱奇艺的正一位置贴片广告由价值 3000 万元的“至尊总冠”1 席(曝光概率 50%)，其刊例价为 6745 万元，

包含冠名推广、贴片、创可贴、角标等资源。

其中正一贴片刊例价为 3146 万元，则实际价格为贴片刊例价/刊例价\*净价 = 1399.4 万元；由于付费会员能够直接跳过前贴片广告，则实际到达人次 = 6.02 亿曝光量 \* (1 - 付费会员数量 6010 万/月活用户数量 4.241 亿) \* 套餐正一贴片曝光率 50% = 2.58 亿。

则实际 CPM 为实际价格 1399.4 万元/ (每集贴片实际到达量 2.58) \* 1000 = 54.18 元。

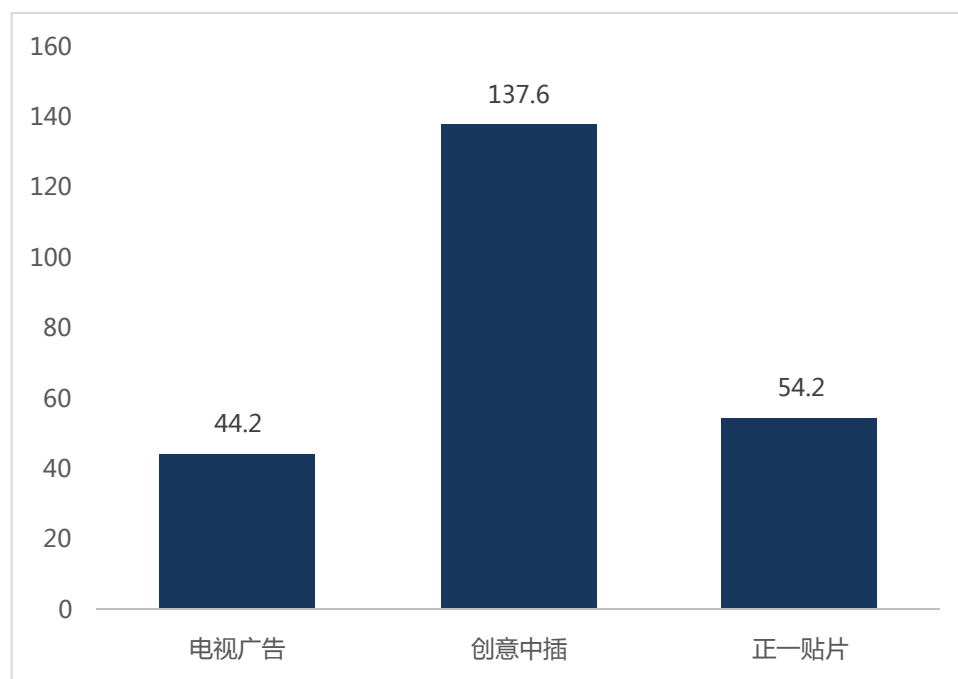
**图表 19 爱奇艺《脱身》身份权益资源**

2018 年爱奇艺大剧《脱身》至尊总冠名权益						
基础包总价	6745 万元					
基础包净价	3000 万元					
合作时间	5 周 (暂定, 视具体排播而定)					
客户数量	1 席					
回报类型	回报明细	刊例单价	单位	投放量	刊例总价	累计价值
爱奇艺 PC 端冠名推广	焦点图客户 logo 体现 (轮播) (爱奇艺首页)	¥600,000	元/天/帧	5	¥3,000,000	¥6,450,000
	焦点图客户 logo 体现 (轮播) (电视剧频道首页)	¥350,000	元/天/帧	3	¥1,050,000	
爱奇艺网页端专题推广	专辑页头图-客户 LOGO 体现	¥2,400,000	月	1	¥2,400,000	
	专辑页头图-第二帧					
	第一通栏广告					
	客户专区					
播出期间	5 秒冠名标版	¥24	CPM	131,000	¥3,144,000	¥61,008,000
	15 秒贴片 (正一)	¥72	CPM	437,000	¥31,464,000	
	超级角标	¥48	CPM	300,000	¥14,400,000	
	创可贴	¥400,000	点	30	¥12,000,000	

资料来源: 爱奇艺, 华创证券

中插广告单价 (包括制作费用) 为贴片广告的 2 倍以上。

图表 20 《脱身》各类型广告 CPM



资料来源：双维广告，爱奇艺悦享会营销小课堂，公司公告，华创证券

网络综艺中的创意中插同样具有价格较高的特点。

爱奇艺《中国新歌声 3》中插价格：1000 万 2 条（拍 2 投 2 价格，拍 1 投 2 为 900 万元），单条曝光等于单集曝光量 2.5 亿，估算 CPM 为单条价格 500 万/曝光量 2.5 亿\*1000 = 20 元

《中国新歌声 3》联合赞助：3500 万元，包含口播、超级暂停、首屏焦点图、通栏广告、底端字幕、片尾鸣谢等多种宣传资源打包，以上一季《中国新歌声 2》的总曝光量为 27.7 亿，则联合赞助的 CPM 约为赞助费用 3500 万/曝光量 27.7 亿\*1000 = 12.6 元。

《中国有嘻哈》总决赛 60 秒创意中插：4500 万元，总决赛视频点击量为 3.4 亿，则 CPM 为 132 元；

《中国有嘻哈》独家冠名：1.2 亿，12 期节目总曝光量 31.7 亿，推算 CPM 为 37.8 元，是中插的 29%。

尽管中插广告不能脱离电视剧框架，情景故事需要存在关联性，需要较高水平的创意，但总体来看成本低于传统广告，高价低成本意味着更高的利润率。

若启用“路人”参演中插广告，效果难以达到预期，因此中插广告多数雇佣观众印象深刻、剧中较为重要的角色参演，但出于成本考量，一般不会启用男女主角等一线演员，于是中插广告多由“主角丫鬟”、“男女二号”等重要配角或非一线的主角饰演，如《楚乔传》中主角的八妹、《白夜追凶》中的主角关宏峰。《求婚大作战》中首次出现男女一号张艺兴、陈都灵出演创意中插，但张艺兴原本就是品牌主可爱多的代言人，同理还有《春风十里不如你》中的周冬雨。目前创意中插仍然多由配角出演。

图表 21 《那年花开月正圆》丫鬟参演中插广告



资料来源：腾讯视频

图表 22 《白夜追凶》主角参演“钱站”中插广告



资料来源：优酷

传统广告多高价聘请明星出演，代言费动辄千万，创意中插使用剧中配角或非一线主角参演，能够大幅降低成本。另一方面，尽管一些中插拍摄于成片之后，需要召回演员、重新布景，但中插招商时已经规定每条广告仅能有一个场景，不能转场（如果要转场需增加广告预算）。

图表 23 爱奇艺创意中插拍摄要求

<b>【原创贴】拍摄说明</b>	
名称：	制作规格及要求
时长：	30秒/45秒（具体时长根据剧目及内容创意决定）
制作规格：	分辨率：1920*1080 编码：H264 码率：3000KBPS以上，格式：mp4，字幕：简体中文（+英文），语言：中文标准普通话
场景：	单一场景/不转场
道具：	剧组统一安排，特殊道具需要提前报备。
演员：	≤5人(原创贴艺人以最终商谈的艺人为准)
脚本：	脚本需经大剧营销和商业自制制片人确认后提供给客户确认，客户确认后制作分镜脚本供后续PPM会议商讨。
特殊要囚：	避免高难度武戏、群戏（服化道以剧中为准）如需特殊产品展示：汽车路跑、漂移、食品、饮品、药品、APP展示等，请事前咨询商业自制制作可行性
拍摄现场：	每个客户最多3人现场跟进拍摄，客户针对拍摄问题只能反馈给对应的项目经理和商业制片人。

资料来源：爱奇艺悦享会营销小课堂

并且平台方向广告公司推荐内容资源时多已提供可以出演创意中插的演员备选及拍摄场景备选，演员档期已经提前沟通好，拍摄场景也会保留，因此演员和布景成本并不高于传统广告；并且，随剧制作的中插广告，更能进一步降低成本。



图表 24 《芸汐传》原创贴艺人介绍

### 原创贴艺人介绍

【韩若雪】(反面角色) 1集出现 48集消失 戏份: 20%

性格刁蛮、善妒的韩家二小姐, 韩芸汐的妹妹。韩若雪从小欺负韩芸汐, 在韩芸汐出嫁前后千方百计给她使绊子, 只因她一直仰慕秦王龙非夜, 觉得自己才是最应该成为王妃的那个人。后来在韩府受难之时, 韩若雪终于意识到韩芸汐作为家中长女的责任心以及包容性, 被真正感化, 改过自新。



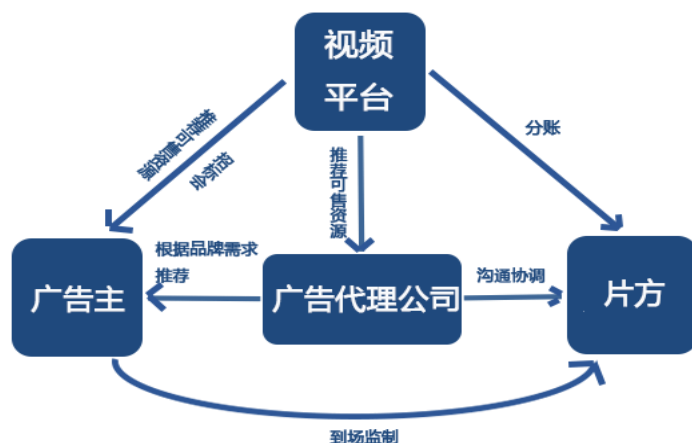
资料来源: 爱奇艺悦享会营销小课堂

网络综艺创意中插多邀请明星学员、人气选手等出演, 相比电视剧中插使用配角更能吸引受众。

## 二、产业结构:由内容方主导到平台方主导, 野蛮生长到协商共赢

创意中插完整流程: 平台方评估电视剧等级并买下版权; 电视剧制作方制作过程中或刚刚制作完毕时, 由平台向广告代理公司或品牌主推荐资源, 广告主决定购买并预付部分款项后, 平台(广告代理公司)与片方沟通创意中插制作(有时共同进行创意), 制作方召集演员集中拍摄广告, 广告主到场监制; 平台方播剧时插入广告片, 播出后广告主付清尾款。

图表 25 创意中插产业链



资料来源: 华创证券整理

### （一）广告主：从快消品、APP 到全领域覆盖

创意中插最初进入市场时吸引到的广告主类型以低知名度的快消品、APP 为主，试图在短时间内收获大批新用户；2017 年以来广告主类型进一步呈现出多样性，包括快餐、美容、购物、卫生品、游戏、婴幼儿保健、成人用品等，目前已经扩展到包括奥迪、美的等各领域知名品牌，表明市场对创意中插的认可度在逐渐加深。

图表 26 创意中插品牌客户扩张图



资料来源：华创证券整理

### （二）平台方：单部剧的创意中插能覆盖 19%左右的采购成本

平台方负责对接资源、定价及事后分账。对大平台来说，冠名、贴片、信息流在未来很长一段时间内仍然组成广告收入的大部分，而创意中插对广告收入的贡献 2018 年预计占比 12.8%左右，单部剧的创意中插能覆盖 19%左右的采购成本。

图表 27 2016-2017 部分剧集中插价格和采购成本对比

剧集名称	中插价格（万/条）	采购/制作成本（万/集）	成本覆盖比率
老九门	95	330	20%
将军在上	120	750	11%
欢乐颂 2	333	900	26%
军师联盟	150	800	13%
楚乔传	180	500	25%
醉玲珑	150	550	19%
秦时丽人明月心	100	417	17%
军师联盟 2	300	1000	21%
法医秦明 2	125	500	18%
武动乾坤	120	1000	8%
天盛长歌	375	1000	26%

剧集名称	中插价格（万/条）	采购/制作成本（万/集）	成本覆盖比率
平均			19%

资料来源：公司公告、爱奇艺官网等，华创证券整理

以爱奇艺为例，目前（2018年7月）定档2018并且能够出售创意中插的剧集共21部，以不指定投放集数价格按照1条/集计算，假设全部售出，能够带来14.7亿元收入。爱奇艺2017年的在线广告收入为81.59亿元，同比增长46%，2018年一季度在线广告收入为21亿元，同比增长52%。假设今年广告收入增长40%，预期全年广告收入为114亿。则创意中插收入占全部在线广告收入的12.8%。

图表 28 爱奇艺部分创意中插价格及预计收入

剧集名称	不指定合作价格（万/条）	集数	收入（万元）
老男孩	165	40	6600
莽荒纪	130	65	8450
同学两亿岁	130	24	3120
芸汐传	100	48	4800
脱身	180	47	8460
凉生，我们可不可以不忧伤	190	60	11400
猎毒人	155	40	6200
流星花园	170	48	8160
延禧攻略	185	72	13320
甜蜜暴击	190	38	7220
写命师	125	36	4500
悍城	160	24	3840
火王	160	55	8800
黄金瞳	220	60	13200
我和两个他	120	24	2880
泡沫之夏	120	36	4320
南方有乔木	200	45	9000
为了你我愿意热爱整个世界	180	45	8100
原生之罪	140	34	4760
再创世纪	185	36	6660
动物管理局	160	24	3840
合计			147630

资料来源：爱奇艺悦享会营销小课堂，华创证券

### （三）制片方：项目创意，拥有更大的创作主导权

内容方前期会评估参与拍摄制作原创贴的可行性，比如制作周期、艺人档期、成本等，一部剧能否插入原创贴也要参考内容方的意愿，成本除演员费用外，还有制作团队所有日常生活支出、人工材料等，慈文传媒《楚乔传》的创意中插团队共有80多人，如果加上群演能达到120多人；出于对原剧的了解和与客户沟通的需求，剧本主要由内容方旗下的商务沟通团队和编剧完成，期间可能反复修改多次，而具体的执行则由内容方旗下能够制作做片头、片尾

的视效组来完成；原片的导演会从整体上把控广告的效果，保证它的画面、品质以及配音跟原片保持一致。

**相比品牌植入，制作创意中插方面内容方有更大的自主权。**目前，品牌植入创意的主要提案方是广告代理公司，影视公司一般不参与，通常只能较为被动地接受品牌植入需求，甚至有不少影视行业从业者抵触和反感品牌植入，品牌植入生硬突兀也就在所难免；创意中插由内容方结合广告主需求进行创意设计，能够更好地发挥创造力。

#### （四）收费模式：以剧目级别定价的买断制，提高行业沟通效率

中插广告收费模式属于买断制，广告主只需一次性付款，无需承担后续制作费用。价格主要依据平台方对剧集的评价、播放量的预测（其中首尾两集价格高于中间剧集），无关实际播放量，平台多不承诺保底流量。

目前，一条“创意中插”广告的整体报价包括影视拍摄制作成本、影视版权授权、媒介资源成本（CPM × 视频点击人数）。总体来说，除估计播放量、广告展示时长、演员咖位、传播推广的方案等因素外，流量是左右定价的关键因素。为了提高沟通效率形成行业标准，主流视频平台多根据评级确定 CPM 标准单价。例如，爱奇艺 S 级剧目创意中插 CPM 标准单价为 132 元，A+级剧目为 99 元。

#### （五）投放方式：打点投放检测效果优异，压片投放设备匹配率高

在广告投放上，视频平台有两种解决方案。一个是以爱奇艺代表的打点系统投放。在广告系统中，用技术投放的形式把创意中插广告放在一个点位上，后台可以通过代码监测中插广告是否曝光、监测投放人群和效果。此外，因为无需花费时间压片，也提高了整个投放过程的效率。但它的劣势是会因出现投放技术上的问题，造成设备的不匹配，后果是用户可能看不到广告，如 2017 年底已经拥有 1.1 亿户用户的 OTT TV。

另一种是以优酷为代表的压片投放形式。即把制作完成的创意中插直接嵌入片源。压片是目前来看最保险的一种投放方式，出错率也最低，而且会员能够快进，也在用户体验上会优于打点投放。但压片投放的缺点也很明显。除了投放效率低外，修改过程繁琐且花费时间。

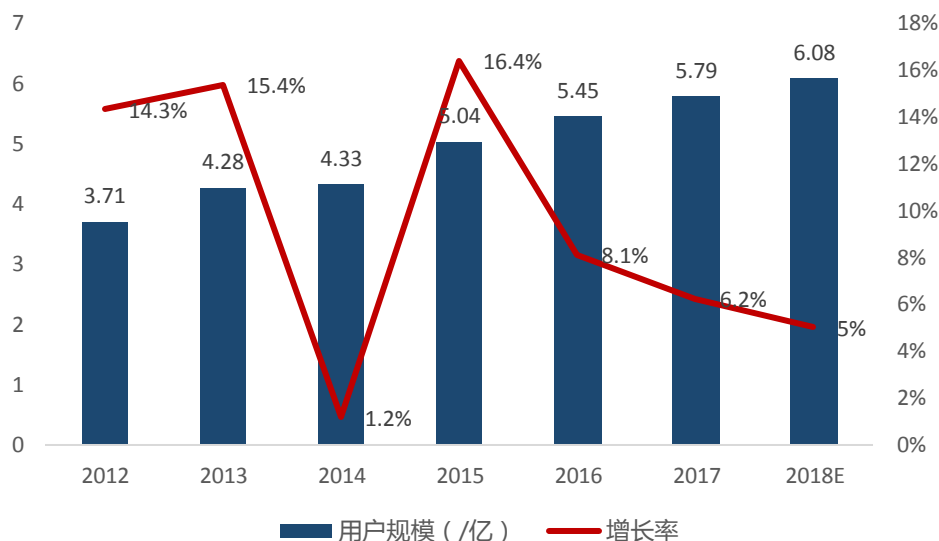
### 三、市场空间测算：单集售价见顶，头部剧中插广告覆盖率有望提升

2017 年在线视频用户达到网民总数 75%，视频平台把持流量入口推动市场规模一路走高；创意中插隶属内容营销暂时不受《广告法》限制，迎合特殊行业诉求；同时，付费会员 2018 年预计达到总视频用户 30%，进一步降低贴片广告曝光量。

#### （一）在线视频用户持续增长，推动视频广告规模高速扩张

我国在线视频用户规模持续攀升，CNNIC 数据显示，2017 年我国在线视频用户规模已经达到 5.79 亿，CNNIC 第 41 次中国互联网发展状况统计报告显示我国网民规模达到 7.72 亿，则在线视频用户已达到网民总数的 75%，是覆盖率最高的应用类型。

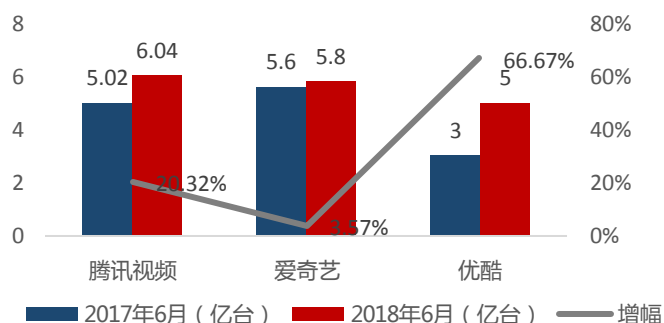
图表 29 2012-2017 我国在线视频用户规模



资料来源: CNNIC, 华创证券

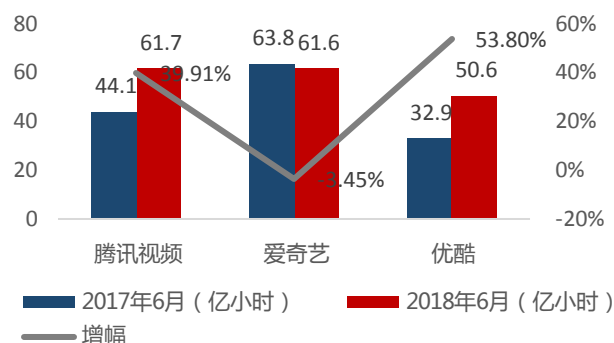
除在线视频用户数增长外, 在线视频实际使用同样保持增长, 体现出巨大的流量潜力。

图表 30 2017-2018 年视频 APP 月独立设备数



资料来源: 艾瑞咨询, 华创证券

图表 31 2017-2018 年视频 APP 月使用总时长



资料来源: 艾瑞咨询, 华创证券

同时, 得益于运营商与各大巨头合作推出的免流卡, 在线视频迎来户外红利。2017 年至今, 据不完全统计, 共有 12 类包含在线视频应用的免流卡, 基本覆盖主流视频应用。免流卡将大大拓展在线视频应用场景, 从有 WIFI 覆盖的住宅、餐厅等拓展到户外、通勤场景, 进一步提升用户使用时长和在线视频流量。2018 年 4 月联通在举办的 2018 中国联通合作伙伴大会上公开的数据显示, 2016 年 10 月推出的腾讯王卡用户规模至今已经超过 1 亿。

图表 32 目前市面在线视频相关免流卡一览 (部分)

名称	运营商	合作方	免流视频应用
腾讯王卡	中国联通	腾讯	腾讯视频
酷视卡	中国联通	优酷	优酷土豆
小乐卡	中国电信	乐视	乐视视频
bilibili 专属免流卡	中国联通	bilibili	bilibili
蚂蚁宝卡	中国联通	阿里巴巴	优酷土豆

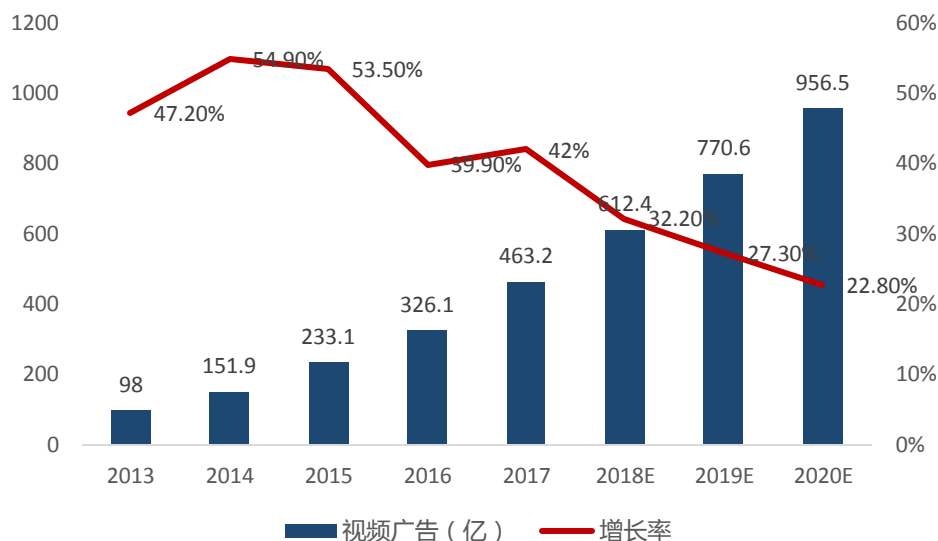


名称	运营商	合作方	免流视频应用
网易白金卡	中国电信	网易	爱奇艺
阿里鱼卡	中国电信	阿里巴巴	优酷土豆
圣卡	中国电信	网易、百度	爱奇艺
芒卡	中国联通	芒果 TV	芒果 TV
PPTV 聚力卡	中国电信	PPTV	PP 视频
今日头条关心卡	中国电信	今日头条	PP 视频
李晨大黑牛卡	中国电信	星力海蓝文化传媒	优酷、爱奇艺、PP 视频、天翼视讯

资料来源：中国联通、中国电信等，华创证券整理

在线视频的巨大流量促使视频广告规模一路攀升。2013 年至今，在线视频广告保持高速增长，预计 2018 年达到 612 亿元。创意中插隶属于在线视频广告，得益于在线视频广告市场的扩张，创意中插迎来爆发良机。

图表 33 我国在线视频广告市场规模预测



资料来源：智研咨询，华创证券

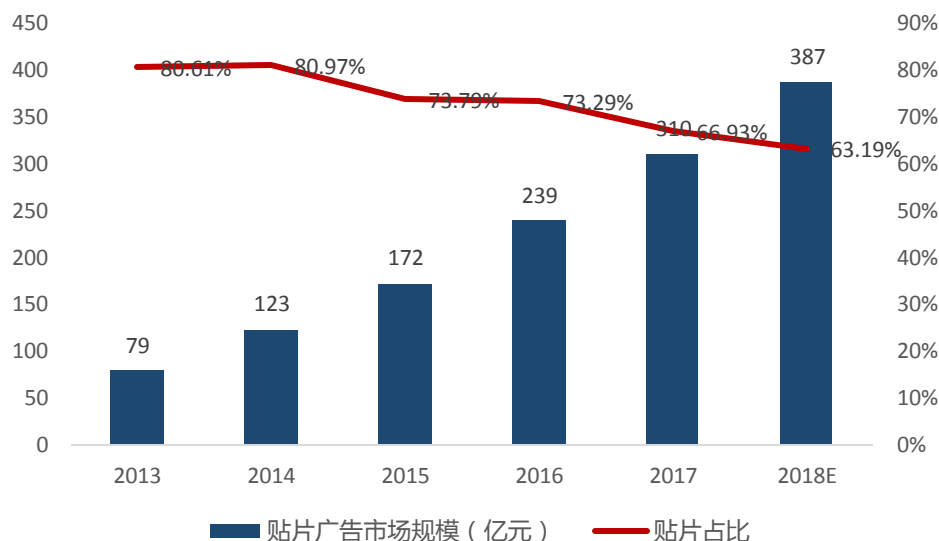
## (二) 未来持续增长动力：付费会员免广告特权挤压贴片空间

付费会员规模迅速扩张，贴片广告到达率将进一步下降，广告主急需寻求新的广告形式。即使是对非会员来说，很少有人会在长达 120 秒的前贴片广告时间内仍然观看，实际到达率极低，广告效果不尽如人意。

中插贴片广告一般时长 15-30 秒，由于时间较短用户一般不会离开，到达率高于前贴片，但是出于对广告效果的考量，时长不会再有所延长。美国麻省大学教授拉梅什·西塔拉曼(Ramesh Sitaraman)的一项研究显示，视频加载时间每长 1 秒，就会有约 6% 的人放弃观看。如果视频加载时间达到 5 秒，那么将有约 20% 的用户放弃观看；DCCI 统计，尽管 85% 的视频用户可以接受贴片广告，但是可以接受 45 秒的只有 3.8%。因此，中插贴片广告发展空间同样有限。

据中国产业信息网数据显，2013-2017 年贴片广告规模占在线视频广告规模的比重持续下滑，预计 2018 年将下滑至 63%。新广告形式如创意中插等将占据更多份额。

图表 34 2013-2018 在线视频贴片广告市场规模及其所占比重



资料来源：中国产业信息网，智研咨询，华创证券

同时，由于平台之间的竞争，平台方也有以效果更好的广告形式吸引广告主的诉求，环绕创意中插打造出一整套开发利用体系，包括热搜话题购买、授权素材应用等。因此，两者可谓一拍即合，创意中插迎来发展良机。

图表 35 爱奇艺创意中插资源介绍



资料来源：爱奇艺

图表 36 腾讯视频创意中插资源介绍



资料来源：腾讯视频

### （三）广告政策限制日趋严格，内容营销迎合特殊行业诉求

互金广告主广告投放需求反映在中插广告中，极大地在近年来拉高中插广告 CPM。

我国明文禁止该类平台线下投放广告，线上广告审核和用词约束同样严格。2016 年 8 月 24 日银监会发布的《网络借贷信息中介机构业务活动管理暂行办法》明确规定：禁止网贷平台自行或委托、授权第三方在互联网、固定电话、移动电话等电子渠道以外的物理场所进行宣传或推介融资项目。该规定使得互联网金融产品的广告投放只能依托线上渠道。所有的互金企业，不能在高铁、地铁、公交车，体育赛事和各大卫视随意投放广告，审核和用词约束非常严；央视广告部则要求集资类金融广告在投放前要出示银监会的证明文件。当年耗资 3.7 亿竞标央视标王成功的翼龙贷，和曾经投放 3800 万到湖南卫视《爸爸去哪儿 3》的悟空理财，都陷入了不同程度的尴尬。而门户网站、搜索引擎类、财经金融类、房地产类以及各家 P2P 平台、网络基金销售平台的广告，都被列入了重点整治范围。

目前，创意中插依然作为内容营销体现，是正片的一部分，尽管同样受到工商局事后审查的监管，但相比传统广告更容易打擦边球，迎合了部分受到《广告法》限制的品牌方诉求。同时，金融产品最大的特点就是对市场温度敏感，短平快，传统的贴片广告运作周期较长，等到播出时，产品可能已经被替代了，而中插广告操作灵活多变，二者非常合拍。并且，网剧观众呈年轻化趋势，契合互金平台目标客户画像，小钱周转、零信用贷款、快速变现等等“刚需”，经常在这些小剧场广告中被提及。因此，创意中插最常见的广告主是互联网金融平台，从《老九门》中的爱钱进到《楚乔传》中的向上金服再到《琅琊榜2》中的唐小僧，2016-2017年互联网金融平台约占所有创意中插广告主的16.7%。未来法律监管一旦涉及到互金平台在中插广告的投放，不小比例的广告主将受到波及，CPM存在下降风险。

图表 37 2016-2017 剧集创意中插品牌主统计（不完全）

剧集名称	品牌主	合计	互金平台
老九门	爱钱进、RIO、携程、探探、良品铺子、新养道、东鹏特饮	7	1
鬼吹灯之精绝古城	必胜客、宾果消消消、逆战、派派、探探	5	0
将军在上	搜狗输入法、PP money、中华牙膏、陌陌、金纺、JEEP 自由侠、安利纽崔莱、韩后、滴露、统一、伊利、杜蕾斯	12	1
求婚大作战	可爱多、拉芳、肯德基、探探	4	0
外科风云	肯德基现磨咖啡、必胜客披萨、京东、奥迪、福特汽车、道客汽车、腾讯视频、叮咚智能音箱	8	0
欢乐颂 2	唯品会、钱站、PP money、更美、美的	5	1
军师联盟	人人贷、伊利舒化奶、可口可乐、华帝、悟空理财、小糊涂仙、苹果、三星、东鹏特饮、奥迪	10	2
楚乔传	可口可乐、陌陌、探探、江中猴姑、华帝、去哪儿、宾果消消乐、小猪短租、最右、美柚、向上金服、三文钱、几何股票、自然堂、洁婷、爱钱进、三金西瓜霜	17	4
夏至未至	安利纽崔莱、一叶子、娃哈哈、宾果消消消、探探、美柚、玩吧、最右、陌陌、统一、蒙牛、卡卡贷	12	1

剧集名称	品牌主	合计	互金平台
春风十里不如你	PP money、伊利、强生、大宝、农夫山泉、悦诗风吟、春纪、博士伦	8	1
醉玲珑	味全、爱钱进、安莉芳、小熊电器、探探、七度空间、娃哈哈、最右	8	1
河神	纯甄、京东、叮咚智能音箱、几何股票、钱站、向上金服、优益 C、携程	8	3
鬼吹灯之黄皮子坟	京东、链家、安利纽崔莱、谷粒多、美柚、派派、苏宁、最右、迪奥、轩辕传奇手游、金立、怪兽消消消、宾果消消乐	13	0
秦时丽人明月心	陌陌	1	0
白夜追凶	爱钱进、即刻	2	2
那年花开月正圆	吴太感康、京东、农夫山泉、网易海淘、爱钱进、现金借款、悟空理财	7	3
猎场	拍拍贷、爱钱进、携程	3	0
军师联盟 2	三星、网易率土之滨页游、高德地图、钱站、平安普惠、妮维雅、荣威 RX5、大麦网、网利宝	9	3
琅琊榜 2	唐小僧、YY 直播、好时巧克力、999 感冒灵、派派	5	1
合计		144	24

资料来源：爱奇艺、优酷、腾讯视频等，华创证券整理

#### （四）市场规模：预计空间上限 126.8 亿元

市场规模增长前期源于流量洼地效应，大量广告主哄抢中插资源，抬高单价促成市场增长。后期市场将回归理性，在单价维持现有水平、头部剧保持稳定的情况下，增长动力主要来自实际参与创意中插的剧集数量的增加。

市场规模估计（包括电视剧+综艺）= 中插广告单条售价×售卖中插总集数

#### 电视剧中插市场空间测算：

电视剧创意中插市场平均价格将保持稳定。2015 年创意中插均价约 50 万/条，2016 年迅速增长至 100 万/条，2017 年均价继续增长至约 162 万/条，2018 年现状统计约 166 万/条，相比 2017 年仅仅增长 2%，与此同时 2018 年 6 月全国 CPI 同比上涨 1.9%，与之相比创意中插均价几乎可以说是没有增长。

图表 38 2015-2018 创意中插剧目及均价

名称	价格（万元/条）
----	----------

名称	价格（万元/条）
2015	
暗黑者 2	50
均份	50
2016	
老九门	85-105
鬼吹灯之精绝古城	100
均份	100
2017	
将军在上	120
求婚大作战	120
欢乐颂 2	333
军师联盟	150
楚乔传	180
春风十里不如你	180
秦时丽人明月心	100
军师联盟	300
镇魂街	80
寻秦记	100
天意	120
均份	162
2018	
老男孩	165
莽荒纪	130
同学两亿岁	130
芸汐传	100
脱身	180
凉生，我们可不可以不忧伤	190
猎毒人	155
流星花园	170
延禧攻略	185
甜蜜暴击	190
写命师	125
悍城	160
火王	160
黄金瞳	220
天盛长歌	375
香蜜沉沉烬如霜	140
半生缘	160

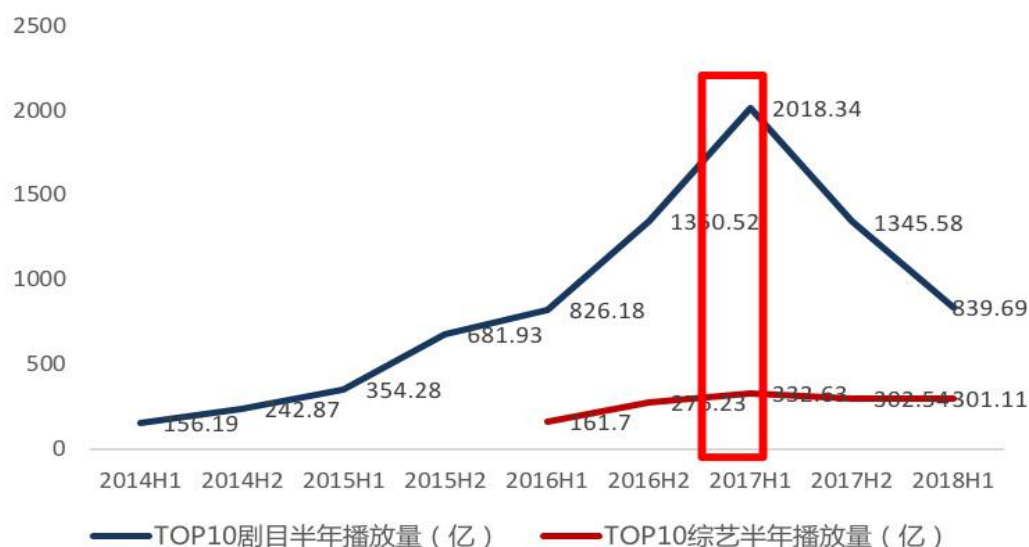


名称	价格（万元/条）
我和两个他	120
泡沫之夏	120
南方有乔木	200
为了你我愿意热爱整个世界	180
原生之罪	140
再创世纪	185
动物管理局	160
武动乾坤	120
均价	166

资料来源：爱奇艺悦享会营销小课堂，华创证券

同时，剧集与综艺 TOP10 播放量均于 2017 年上半年达到顶峰，2017 年下半年至今呈下滑趋势，持续推高创意中插 CPM 单价，因此，在目前 CPM 单价已处于高位、流量红利枯竭的情况下，可以判断创意中插市场价格望维持现状。

图表 39 2014-2017TOP10 剧集综艺半年播放量（亿）

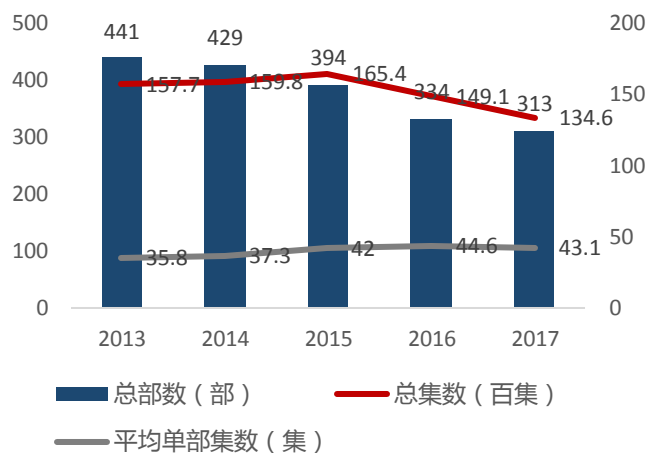


资料来源：艺恩，华创证券

参与售卖创意中插的剧集空间可以以头部剧数量判断。理论上参与创意中插的电视剧、网络综艺每集均可出售 1 条中插广告。因为创意中插相比贴片广告劣势在于不可重复使用，场景仅限于该剧中，宣传效果严重依赖剧集曝光量。以 2018 年已知中插价格最低的 A+ 级《芸汐传》为例，爱奇艺售价每条 100 万，A+ 级中插 CPM 标准单价 99 元，则每集至少需要 1000 万真实曝光量才能覆盖成本。根据前文推算全平台水分系数 0.42，以 2017 年平均每部剧 43 集计算，一部剧至少需要  $1000 \text{ 万} \times 43 \text{ 集} / 0.42 = 10 \text{ 亿}$  前台播放量才能满足推广需求，因此广告主会倾向于曝光量 10 亿以上的大剧。

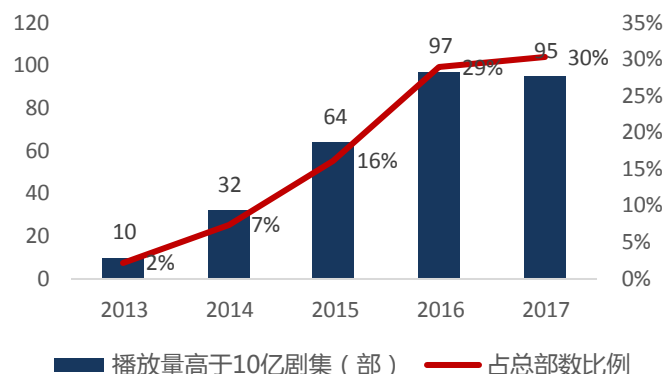
国家新闻出版广电总局数据显示，2017 年完成制作并获得发行许可的电视剧共 313 部，平均每部 43 集，且该数字近年来呈稳定稍有下降趋势；同时，流量红利枯竭，观众注意力有限，故行业头部剧产量将保持稳定，2017 年播放量超过 10 亿的剧目为 95 部。

图表 40 2013-2017 完成并获得发行许可的电视剧总量



资料来源：国家新闻出版广电总局，华创证券

图表 41 2013-2017 播放量超过 10 亿剧目数量及占比



资料来源：艺恩，华创证券

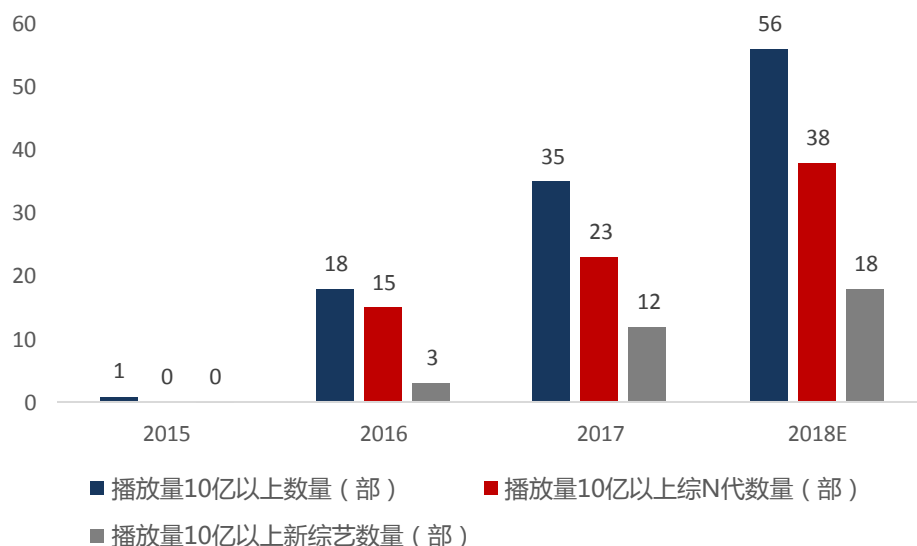
因此，可以估计含有创意中插的剧集数目上限为获得头部剧数量\*平均每部集数 =  $95 \times 43 = 4085$  集。以均价 166 万计算，电视剧创意中插市场空间上限为 67.8 亿元。

#### 综艺市场空间测算：

2017 年播放量超过 10 亿的综艺合计 35 部，22 个 N 代综艺，12 个新 IP。

2018 年上半年播放量超过 10 亿的综艺合计 28 部，第 N 代综艺 19 部，其中 17 部是 17 年头部综艺，表明头部爆款有很强的延续性。假设 2018 年下半年延续增长趋势，则 2018 年播放过 10 亿的台综与网综可以按 56 部计算。预期 2018 年新增头部 IP18 个，衰减旧 IP4 个，保持强势增长。

图表 42 2015-2018 播放量超过 10 亿的综艺数量



资料来源：艺恩，华创证券

2018 年在三大平台发力自制综艺的季播综艺每季 12-14 期不等，按照 13 期计算，则可供加入创意中插的综艺数量为  $56 \times 13 = 728$  期。

价格方面，2017 年的《中国有嘻哈》和《火星情报局》平均每条 790 万元；2018 年《热血街舞团》、《中国好声音 2018》，平均每条 811 万元。

按照 2018 年价格 811 万元计算，综艺中插市场空间为价格\*期数 = 811\*728 = 59 亿元。

图表 43 2017-2018 综艺创意中插价格

名称	平台	期数	价格（万/条）	总价（万元）
中国有嘻哈	爱奇艺	12	500（决赛中插 4500 万元）	10000
火星情报局	优酷	13	500-1000（按照 750 万元计算）	9750
均价				790
热血街舞团	爱奇艺	12	1200	14400
中国好声音 2018	爱奇艺	15	500	7500
均价				811

资料来源：爱奇艺悦享会营销小课堂等，华创证券整理

可得，创意中插市场空间 = 电视剧中插市场空间 + 综艺中插市场空间 = 126.8 亿元。

## 四、重点公司

### 1、爱奇艺（IQ.O）

创意中插效果有赖于优质头部内容和平台流量。爱奇艺旗下版权剧、自制剧以及综艺等多品类表现优异，播放量位居行业领先地位，为创意中插提供充分的想象空间。头部综艺《偶像练习生》播放量过 30 亿，依托巨大流量，综艺内品牌主运营效果良好，实现内容商业完美结合。《延禧攻略》2018 年 7 月上线以来 52 集（全 70 集）播放量超过 80 亿，其创意中插内容亦广受好评。后续爱奇艺将持续推出多款大剧，目前后续排期包括《天盛长歌》、《悲伤逆流成河》、《欲望之城》、《黄金瞳》等流量明星担当的热门 IP，手握《中国新说唱》、《奇葩说》等具有延续性的爆款综艺，爱奇艺有望聚集全网流量，成为创意中插广告主热门选择。

### 2、腾讯控股（0700.hk）——腾讯视频

腾讯视频 2018Q2 付费会员达 7400 万，付费会员数领先全网视频平台，此外艾瑞数据显示其月度独立设备数与月度有效使用时长均超越爱奇艺，在此背景下，创意中插有望占据平台广告更为重要的地位。平台旗下独家和非独家剧目均表现良好，近期独家爆款《扶摇》播放量达 139.4 亿，其创意中插环节“扶摇之扶想联翩”市场反响良好；依托阅文，后续在自制领域，平台也有望持续产出优质内容聚集流量，非独家剧目方面多平台播放量也保持行业领先。综艺方面，头部综艺热门频现，《创造 101》成为上半年网络热点，播放量达 50.3 亿，节目内创意中插广告达到 6 个，为后续综艺内创意中插提供完美案例。平台后续排期多有爆款潜质，如《如懿传》、《全职高手》、《鬼吹灯之怒晴湘西》等，流量内容双加持，助力创意中插进一步发力。

### 3、阿里巴巴（BABA.N）——优酷

平台创意中插过往成绩优异，前有《白夜追凶》、《军事联盟》等珠玉在前，后续创意中插产品招商同样火爆。目前优酷活跃用户增长良好，艾瑞数据显示 2018 年 7 月其月度独立设备数达到 5.21 亿台，同比增长 64.9%，月度总有

效使用时长达到 53.76 亿小时，同比增长 47.2%，与爱奇艺、腾讯视频的差距进一步收窄。平台内容投入逐年加大，2018 年优酷版权预算 300 亿，为创意中插提供充分载体。剧集方面，平台上半年推出《女子图鉴》系列，其创意中插实现内容商业完美结合。后续排期更值得期待，如《长安十二时辰》、《九州缥缈录》等，《火星情报局》、《这！就是街舞》、《这！就是铁甲》等综艺 IP 同样具有广告投放价值。随着内容投入持续增加，创意中插发展空间望进一步扩大。

## 五、风险提示

### 1、政策风险

互联网金融平台作为目前创意中插最常见的广告主，存在经营风险与政策风险，一旦发生恶性事件将影响市场需求，甚至牵连平台。国家互联网金融风险分析技术平台监测，截至 2018 年 6 月 30 日，我国在运营 P2P 平台共 2835 家，上半年新增 P2P 平台 36 家，消亡 721 家。2018 年 6 月，互联网金融平台“唐小僧”被查，其曾在《琅琊榜 2 之风起长林》中投放创意中插，事发后《琅琊榜 2》撤下了广告，但多名法律界人士表示如果唐小僧的广告被认定为虚假广告、夸大宣传，而投资者看到这样的广告产生误解，造成损失，那么广告的发布平台可能需要承担相应的民事责任，投资者也有权向其索赔。

同时，创意中插爆发原因之一是内容营销的定位，无法预计内容营销的擦边球还能打多久。

### 2、发展不及预期

观众对创意中插新鲜度可能下降，影响广告效果；创意中插 CPM 单价攀升，无法重复使用的劣势使其一旦失去效果优势即难以为继。

## 传媒组团队介绍

### 组长、首席分析师：李妍

复旦大学传播学硕士。曾任职于招商证券。2016 年加入华创证券研究所。分获 2014 至 2016 年新财富最佳分析师评选第五名、第三名、第四名。

### 分析师：肖丽荣

北京大学管理学硕士，香港大学经济学硕士。曾任职于中信证券。2016 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：李雨琪

美国波士顿大学经济学硕士。2016 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：潘文韬

同济大学经济学硕士。曾任职于国金证券。2017 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：徐呈隽

复旦大学经济学硕士。2017 年加入华创证券研究所。



## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	申涛	高级销售经理	010-66500867	shentao@hcyjs.com
	杜博雅	销售助理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	侯春钰	销售助理	010-63214670	houchuny@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售助理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	杨英伟	销售助理	0755-82756804	yangyingwei@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572595	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	朱登科	高级销售经理	021-20572548	zhudengke@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	sheny@hcyjs.com
	乌天宇	销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	柯任	销售助理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售助理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售助理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

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

### 行业投资评级说明:

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

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

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

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

## 华创证券研究所

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