



证券研究报告·家电互联网行业深度

群雄割据，或曾筚路蓝缕， 御风前行，崎岖终现阳光。

一互联网视频内容+硬件价值系列报告(三)内容篇 头部内容决定景气程度，产业链共赢促供给

• 前两篇互联网视频内容+硬件价值系列报告中，我们主要讨论了：

(1) 人口基数和内容消费观念的渗透是互联网视频消费发展的决定因素：人口基数决定了互联网视频的市场规模；而消费者习惯的逐步改变，为平台快速跨越盈亏平衡提供支持，市场拐点或即将到来。

(2) 硬件渠道竞争的关键是把控用户这一核心资源，入口重要性的讨论在过去几年反复出现，而目前基于规模效应，其价值才逐步实现。产业链上下游已经出现更多渗透，其目的正是为了更紧密的介入最终用户环节，并最终主导产业链的盈利分布。

• 因此，在版权保护更完善的基础上，优质内容带动付费消费的可行性逐步提升，促使资本投入更集中，推动行业初始规模积累，引导视频内容入口价值由电视渠道向在线渠道迁移，随之带动在线视频端广告价值提升。

• 而视频付费用户规模的量变，越发凸显出内容消费的内生发展潜力，消费者付费渗透教育已经度过瓶颈期，基于存量用户的盈利模式已经逐步清晰成熟。

未来，一方面，行业龙头发力优质内容，带动内容 IP 溢价整体快速提升。头部内容的繁荣，大幅增强了行业景气度。优质内容集中趋势成为了内容服务商强者生存并扩大优势的一个手段；

另一方面，游戏和体育的衍生发展能力强大，具备成为小而美市场的潜力，其与内容的嫁接延展是值得投入并发展的增量市场；

值得关注的是：精品内容依旧稀缺，仅依托自制难以快速补齐不同层次的内容需求，明确分账和变现方式激发不同层次内容的供应，以共赢方式激发多层次内容供应，丰富内容层次，补足多元内容版图是目前最优方式。而资本力量成为存量市场竞争最大的优势，行业龙头纷纷推出自制内容，打通相关产业链，三大视频网站对内容产业链的布局，将成为未来的重点领域。

• **爱奇艺**：注重发展自制内容，提升 IP 生态价值。2016 年共上映 39 部付费自制剧，排名第一，自制剧中老九门播放量达 117 亿次。同时深度挖掘 IP 营销价值，在《老九门》播放期间，通过将文学、影视、动漫、游戏、衍生品领域的并联，最大化 IP 价值释放。未来“阅文”的大量 IP 储备，将支撑平台的持续高产且不断吸引流量。

• **腾讯视频**：依托腾讯社群力量，支撑起内容资源。QQ 与微信等社交媒体的流量导向力、互动驱动力强大（微信超 7 亿、QQ 超 6 亿活跃用户），为腾讯“泛娱乐”事业群提供了充足用户基础，且腾讯已经上市，在融资上并无明显瓶颈，支撑丰富 IP 与独播资源。

• **优酷土豆**：加入到阿里大文娱产业链，提供更完善用户数据。一方面，优酷土豆保证了阿里文娱产品的在线播放渠道，近 3000 万的会员规模也提供了 IP 发展壮大基础；另一方面，通过用户兴趣类数据与阿里消费类数据结合，提升文娱协同商业的合作生态。

家电互联网

维持

买入

林寰宇

linhuanyu@csc.com.cn

0755-23998643

执业证书编号：S1440516070002

发布日期：2017 年 5 月 15 日

市场表现



相关研究报告

17.05.07	【中信建投 家电行业】周观点：弱市中显优势，蓝筹价值强者恒强
17.05.05	冰箱、洗衣机行业 3 月数据点评：冰洗外销增速两成，美的增速领先
17.05.05	互联网视频内容+硬件价值系列报告(二)渠道平衡--在线视频产业链的不破不立及渠道的版图变化

请参阅最后一页的重要声明

目录

在线视频内容端：头部内容决定景气程度，游戏体育提供增量.....	1
（一）媒体价值：内容为王的营销及变现思路.....	1
1、平台内容基础储备的入口价值	2
2、互联网视频的生态环境：内容入口价值迁移与广告价值分流.....	3
（二）影视、综艺--优势资源集中度明显，打造精品提升溢价	6
2、电视屏幕的传统力量还将发挥作用.....	8
3、精品内容制片商，赢在过去与赢在未来.....	10
4、平台自制内容	12
（三）游戏衍生--依然是待开发领域.....	15
1、坐拥最大规模游戏市场的多维联动.....	15
2、游戏衍生产业的发展增量	16
（四）体育--资本狂舞的版权大市场.....	19
1、体育转播的产业链条以体育赛事的转播权最为核心.....	19
2、体育优质 IP 高度集中，且影响力长期稳定	20
3、资本逐利体育 IP，版权价格高位博弈.....	22
视频龙头基于内容的获利变现和内容营销的突进.....	23
（一）背靠 BAT 的三大视频龙头—腾讯视频、爱奇艺、优酷土豆	23
1、龙头对比：以内容摇旗呐喊，围绕用户运营提升.....	23
2、腾讯：打造丰富版权平台 泛娱乐布局.....	25
3、爱奇艺：差异化的版权和自制内容.....	27
4、优酷土豆：依托阿里大文娱的新发展.....	28
（二）视频消费方式及内容产业链变现手段.....	31
1、网剧市场的合作与收益：明确细则，吸引优质内容.....	31
2、互联网的独特势力，网络大电影.....	33

图表目录

图 1：网络播放量前 10 电视剧在各内容平台版权分布.....	3
图 2：网络播放量前 10 电视剧在各内容平台流量份额.....	3
图 3：2016 年全媒体广告同比继续下滑	3
图 4：传统广告市场持续低迷	3
图 5：2016 年依然保持互联网稳步提升趋势.....	4
图 6：网络视频广告业务概览	5
图 7：广告分类形式中，仍以搜索广告和电商广告居多，其他形式.....	5
图 8：视频付费用户规模	6
图 9：在线视频市场规模缓慢下降	7
图 10：用户付费规模继续高速增长	7
图 11：视频增值服务占比.....	7



图 12: 黄金时段的优秀剧集稀缺	9
图 13: 山影部分豆瓣高分电视剧	11
图 14: 平台自制内容产业链	12
图 15: 2010-2016 网络自制剧市场规模变化	13
图 16: IP 改编剧数量占比变化	13
图 17: 在线平台电影分类	13
图 18: 2014 年-2016 年网络大电影产量 (部)	14
图 19: 2014 年-2016 年网络大电影市场投资总规模 (万)	14
图 20: 电影/网大出品公司数量	14
图 21: 全球游戏总规模及增速	15
图 22: 全球各区域游戏市场总规模	15
图 23: 游戏用户规模及增长情况	16
图 24: 游戏市场增长大幅超过全球水平	16
图 25: 直播游戏产业链	17
图 26: 2014-18 年游戏直播平台市场规模及预测 (亿元, %)	17
图 27: 2014-18 年中国游戏直播用户规模 (亿人, %)	17
图 28: 游戏直播平台的用户粘性极强	18
图 29: 影游联动游戏产品迭出	18
图 30: 体育产业结构	19
图 31: 体育转播价值链条	19
图 32: 体育产业链结构	20
图 33: 体育赛事 IP 集中	20
图 34: 赛事 IP 集中带来的版权收入更具垄断性	21
图 35: 海外主要赛事转播媒体, 以传统的电视媒体为主	21
图 36: 国内主要互联网赛事转播媒体	21
图 37: 2016 年我国视频网站付费自制剧数量 (部)	24
图 38: 2016 年 12 月我国视频内容服务商移动端播放设备数 (亿台)	25
图 39: 腾讯视频 PC 端页面	26
图 40: 腾讯泛娱乐布局示意图	26
图 41: 2016 年第 3 季度中国网络视频广告市场份额	27
图 42: 爱奇艺 PC 端页面	27
图 43: 《老九门》运营策略示意图	28
图 44: 优酷土豆 PC 端页面	29
图 45: 优酷土豆 PC 端拍客页面	30
图 46: 阿里大文娱及淘宝合作	30
图 47: 网络大电影融资渠道	34
表 1: 2016 年综艺总体集中度情况	1
表 2: 2016 年网络综艺在主流内容平台集中度情况	2
表 3: 2016 年电视综艺在主流内容平台集中度情况	2



表 4: 各视频网站价格及特色	7
表 5: 2004-2016 年通过审批的电视剧发行数及收视概况	8
表 6: 按照收视率划分标准	9
表 7: 2016 年省级电视台晚间电视剧收视前十 (CSM52)	9
表 8: 2016 年网络电视剧流量前十	10
表 9: 2011 年以来, 山东影视传媒集团优秀作品集	10
表 10: 山东影视传媒集团未来作品储备依旧丰富	11
表 11: 小体量网络自制剧也开始追求优质化	13
表 12: 游戏直播内容形式分类	16
表 13: 重大国际赛事的大陆转播费用不菲	22
表 14: 腾讯视频、爱奇艺、优酷土豆特点对比	23
表 15: 腾讯视频、爱奇艺、优酷土豆的内容运营对比	23
表 16: 2016Q4 网台联播电视剧播放量 TOP10	24
表 17: 腾讯视频、爱奇艺、优酷土豆的运营策略对比	25
表 18: 腾讯视频、爱奇艺、优酷土豆会员对比	25
表 19: 腾讯视频主要内容类型、代表作及播放量	26
表 20: 爱奇艺主要内容类型、代表作及播放量	27
表 21: 优酷土豆主要内容类型、代表作及播放量	29
表 22: 2016 年网络自制综艺播放量 TOP10	29
表 23: 网络剧分账对比	31
表 24: 爱奇艺网剧评级分账模式	31
表 25: 腾讯网剧合作分账模式	32
表 26: 搜狐网剧/网大合作分账模式	33
表 27: 爱奇艺网络大电影分账模式	34
表 28: 腾讯视频网络大电影分账模式	34

在线视频内容端：头部内容决定景气程度，游戏体育提供增量

内容价值上，消费者付费教育已经度过瓶颈期，基于存量用户的盈利模式已经逐步清晰成熟，盈利点将多点开花。艺恩监测 2016 年有效视频付费用户规模超过 7500 万，在互联网用户的渗透率达 15%。同时，艾瑞咨询监测 2016 年在线视频市场规模超过 600 亿元，用户付费规模接近 100 亿元，占在线视频行业总收入 15% 以上。

因此在用户付费逐步成熟的情况下，首先带来的是内容端的繁荣和多样化。2016 年，视频网站备案的网络剧为 4430 部，共计 16938 集，微电影、网络电影总计 4672 部。同时游戏、体育等增量内容将各自形成细分领域的新核心。另一方面，用户对于头部内容的聚焦，将强化对互联网优质内容 IP 的竞争。2016 年，艺恩监测显示前五网络综艺在各主流平台上播放量占比均超过 40%，前十网络剧中有 9 部超过 100 亿的播放量。

行业从初始的规模积累到百花齐放的跨越，促使视频内容入口价值由电视渠道向在线渠道迁移，随之还有广告价值的分流，在在线视频的生态圈中内容营销模式的途径明朗，盈利将实现多点开花。

同时，游戏和体育的衍生发展能力强大，具备成为小而美市场的潜力，其与内容的嫁接延展是值得投入并发展的增量市场。

（一）媒体价值：内容为王的营销及变现思路

内容消费观念以及教育消费者的过程提升内容价值，由于用户消费习惯的不同，决定了海外在线视频能更早的爆发。随着消费者习惯的逐步改变，中国市场拐点或即将到来。

内容层面上，媒体价值在优势资源中体现最为明显，其集中趋势成为了内容服务商强者生存并扩大优势的一个手段。从传播学角度来说，媒体包括“内容”和“媒介”渠道两种属性。在互联网视频产业中，内容和媒介的融合在影响着媒体价值的迁移。

优质内容的受众覆盖能力是媒介入口价值最好的体现。仅以综艺播放情况为例，2016 年，艺恩统计的重点综艺播放总量上，我们可以看到不论是电视综艺或网络综艺都呈现出头部集中，电视综艺和网络综艺播放前 20 分别占前 100 的 50% 以上。

表 1：2016 年综艺总体集中度情况

	电视综艺+网综	网综	电视综艺
前 100 播放总量（亿）	770.65	303.32	633.88
前 5 播放总量（亿）	154.31	70.96	147.08
前 10 播放总量（亿）	254.5	106.1	237.52
前 20 播放总量（亿）	367.08	162.16	338.84
前 5 占前 100 比例	20%	23%	23%
前 10 占前 100 比例	33%	35%	37%
前 20 占前 100 比例	48%	53%	53%

资料来源：艺恩、中信建投证券研究发展部

但是值得注意的是，IP 版权价格大跨步提升，以《如懿传》为例，腾讯视频以 900 万/每集拿下网络独播权，



按照 90 集的剧集长度，IP 费用达 8.1 亿，在 IP 价格如此高的情况下，天价内容还能在经济性上体现出媒体价值的优势呢？

1、平台内容基础储备的入口价值

以原视频网站为主体形成的内容平台，已经形成一定的独占媒介入口实力，而媒介入口通过内容满足用户需求，潜移默化中影响甚至固化用户观看和消费习惯，吸引广告主内容付费或者引导用户内容付费。目前在互联网内容上，几大视频网站有较强的优势。对于正版内容的保护力度和更多的独占内容出现，向内容付费的逐步形成，是的内容服务商的竞争力有所增强。

表 2：2016 年网络综艺在主流内容平台集中度情况

网络综艺	优酷土豆	爱奇艺	腾讯	搜狐	乐视	芒果 TV
播放次数（亿）	98	41	68	19	11	65
前 5 播放总量（亿）	45	18	32	15	11	47
前 5 占总播放量比例	46.1%	43.3%	47.1%	75.9%	99.7%	72.2%
前 10 播放总量（亿）	66	26	49			
前 10 占总播放量比例	66.7%	64.3%	71.9%			

资料来源：艺恩、中信建投证券研究发展部

表 3：2016 年电视综艺在主流内容平台集中度情况

电视综艺	优酷土豆	爱奇艺	腾讯	搜狐	乐视	芒果 TV
播放次数（亿）	168	66	196	22	101	81
前 5 播放总量（亿）	80	27	71	12	50	53
前 5 占总播放量比例	47.5%	40.9%	36.3%	54.3%	49.6%	65.0%
前 10 播放总量（亿）	109	39	109	17	70	
前 10 占总播放量比例	65.1%	59.7%	55.5%	74.9%	69.8%	

资料来源：艺恩、中信建投证券研究发展部

优质头部资源具备的强大吸引力，体现出更强的内容价值，并产生媒介层面的入口效应。在不同场景下客户需求的细分，通过用户内容分析，加强广告投放的针对性，是文娱协同商业的新模式。

顶级 IP 溢价保持高位，一方面，独占性内容的大幅提升，用户随着内容移动的现象越发显著，平台对于精品内容的渴望可以从目前 IP 版权的价格中反映出来；另一方面，顶级 IP 对于广告主的吸引能力强，广告效应更强。版权的独占性、优势性，在流量获取情况可以体现明显，2016 年 TOP10 剧集中，爱奇艺、腾讯、优酷土豆领先，带来的收益是在流量份额中占据前三。

因此拥有精品 IP 意味着更高议价权，拥有精品头部内容制作能力的公司拥有相对优势，但是过高溢价在未来是否还能持续需要关注。

图 1：网络播放量前 10 电视剧在各内容平台版权分布

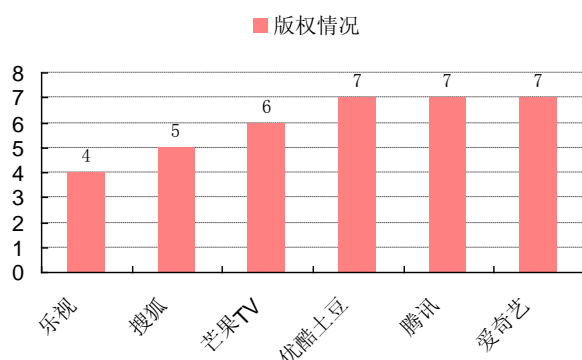
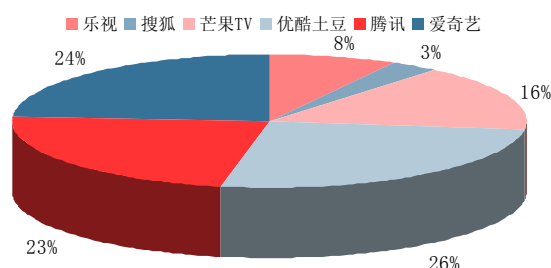


图 2：网络播放量前 10 电视剧在各内容平台流量份额



资料来源：艺恩、中信建投证券研究发展部

2、互联网视频的生态环境：内容入口价值迁移与广告价值分流

(1) 内容入口价值分化，广告价值分流

视频网站（在互联网视频产业中体现为内容平台服务商），大幅迁移了传统电视台的“内容入口价值”，除了超过传统电视覆盖客户群的能力，超过传统电视覆盖精准度的能力，并逐步分流传统电视媒体的广告价值。既在实现优质内容对用户虹吸效应的情况下，加强了通过互联网渠道实现内容与广告的有效编排的能力。

从目前广告市场环境的变化也可以表现出新媒体为主体的广告增长态势稳定。2016 年，受到传统广告市场同比下降 6.0% 影响，中国整体广告市场同比下滑 0.6%。

图 3：2016 年全媒体广告同比继续下滑

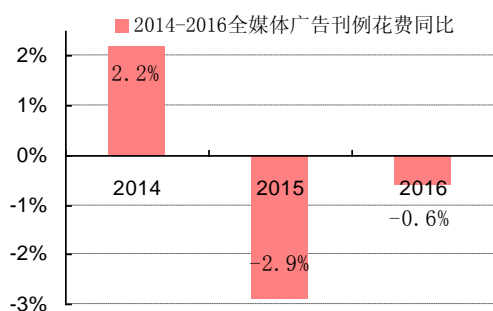
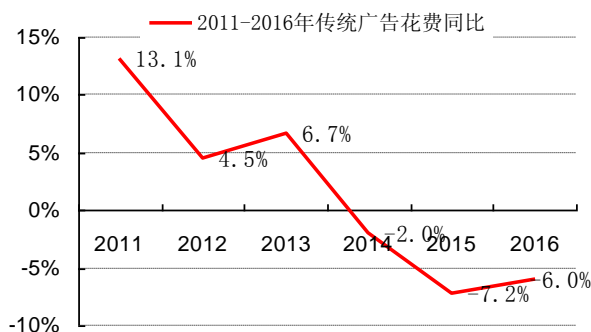


图 4：传统广告市场持续低迷

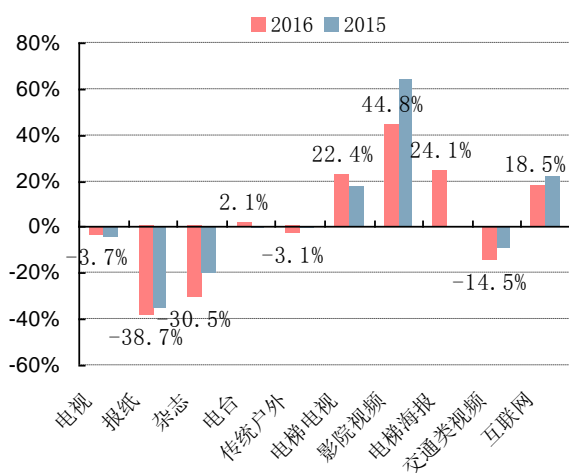


资料来源：CTR 媒介智讯、中信建投证券研究发展部

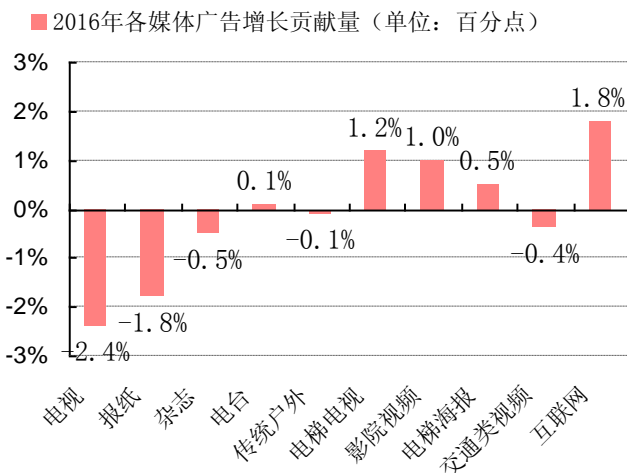
基于优质内容的竞争逐渐出现了两个新维度：第一，选择一个客户基础庞大的播控平台，扩大受众覆盖面；第二，不断推出符合观众潮流口味的高质量内容，引导用户付费或吸引广告主付费。

基于互联网为载体内容营销是广告市场实现增长的持续推动力，2016 年以来，互联网广告保持了较高增长。同时互联网持续贡献增量广告价值，是广告市场的主要拉动力。

图 5：2016 年依然保持互联网稳步提升趋势



2016 年各媒介广告对市场增长的贡献分化明显



资料来源：CTR 媒介智讯、中信建投证券研究发展部

（2）中国特色互联网视频模式下，广告价值的凸显

对于主要视频平台商而言，广告业务仍旧是最重要的收入来源。从艺恩咨询的调研统计数据来看，广告收入较为确定，占视频平台商的收入比例在 20%-70% 之间。

表 3：不同现金流渠道对比

	广告业务	会员付费业务	版权分销业务	自制剧业务	终端业务
特征	精准广告和视频电商是未来主流，借力移动端的快速增长	随着视频平台的资源的波动性较大，用户增长快，流失也快	版权原成本过高，版权分销的方式利润较低	各大视频平台抢占 IP，网剧、综艺层出不穷	部分视频商有终端销售业务，如乐视等，占比较大
占营业收入比重	20%—70%	20%—40%	5%—10%	2%—10%	10%—40%
总发展趋势	稳定或增长	加速增长	放缓	增长	不确定
业务发展趋势	除乐视外的各大视频网站公开的数据来看，广告收入占整体营收的 70%。视频电商+广告程序化购买	主要视频网站的付费会员数量将持续增长，一是因为打击盗版的行业影视氛围，二是移动支付的普及	视频网站设立差异化品牌，主推独播剧战略，占比将缩小。	视频平台制作自制剧。截止 2016 年 12 月 11 日，国内各大视频付费自制剧合计 112 部，其中爱奇艺和腾讯视频达 30 部以上，数量已超过 Netflix 的 29 部	对于生产硬件的厂商来说将有稳定增长

数据来源：艺恩咨询、中信建投证券研究发展部

广告业务的实现方式从传统的贴片式、冠名式、植入式，向更为互动的视频电商模式转化，同时基于用户数据的精准广告投放，将是未来最突出的趋势。

图 6：网络视频广告业务概览



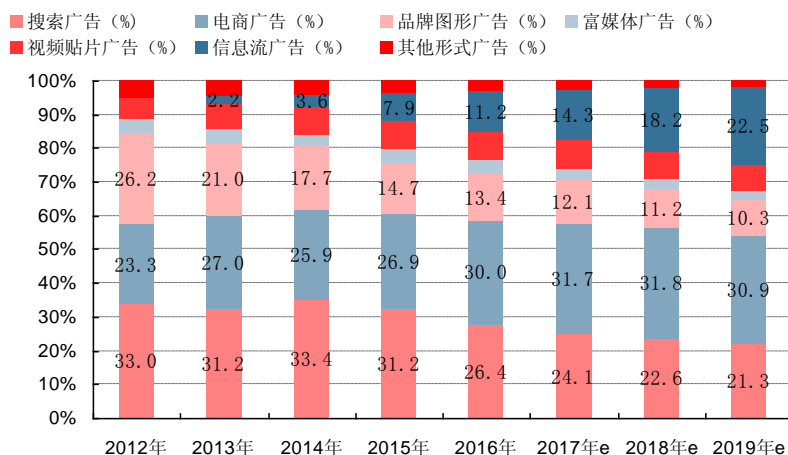
资料来源：中信建投证券研究发展部整理

传统方式优缺点：这类品牌广告在能够在短时间内增加产品曝光、提升产品知名度，投放方式直接，但在一定程度上影响用户体验。

视频电商广告优缺点：采用视频与电商相结合的方式，对于视频中出现的商品比如明星穿搭，服饰等会出现购买跳转链接，用户在观看视频中的过程中如果感兴趣可以在边观看的同时点击购买点击链接，这一方式提升了品牌购买的转化率，是电商的新渠道。

一方面，是由于传统广告强制性输出价值观，用户易产生厌烦情绪；另一方面，用户与内容是共生关系，营销内容化不影响用户粘性。因此从网络广告的不同形式来看，与 2015 年相比，搜索与品牌图形广告占比出现下降，电商、视频与其他形式广告的份额有所增长。

图 7：广告分类形式中，仍以搜索广告和电商广告居多，其他形式



资料来源：艾瑞咨询、中信建投证券研究发展部推算

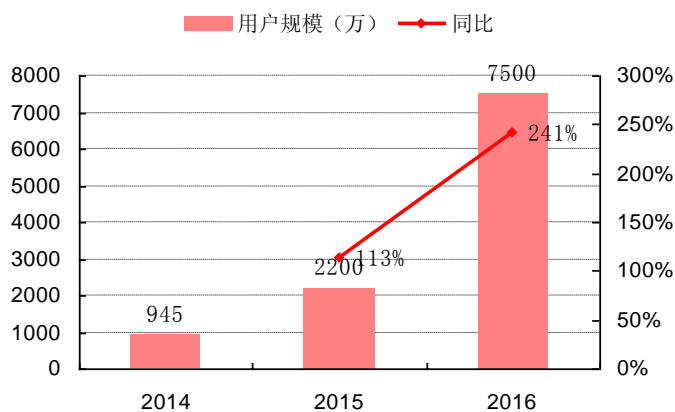


（二）影视、综艺--优势资源集中度明显，打造精品提升溢价

1、视频用户规模的成长是影视综艺增长的基础

国内用户付费习惯的引导和固化趋势明显，视频用户规模积累中，用户价值不断被挖掘，用户规模及付费用户规模呈现出高速增长。根据艺恩咨询数据，我国 2016 年在线视频付费用户已经达到 7500 万，同比增长 241%。相对于整体互联网用户渗透率仅仅为 10% 左右，我们预计未来几年内，付费用户仍将保持超高速增长。

图 8：视频付费用户规模



资料来源：艺恩咨询、中信建投证券研究发展部

艾瑞咨询监测数据显示，至 2016 年底，在线视频市场规模超过 600 亿元，同比增长 50% 以上。其中，用户付费规模预计将达到接近 100 亿元，同比增长 100% 左右。用户付费习惯已经通过在线视频行业多年培养和积累，逐步迎来转折。在线视频整体市场规模保持快速增长，并且出现了一些新的增长点：

1) 付费用户数量大幅增加；

2) 视频广告开始产品化，各视频企业开始针对不同的需求，根据大数据实现视频广告的精准性和创新性，面向不同的用户群体的定制化广告促使视频广告出现新的增长；

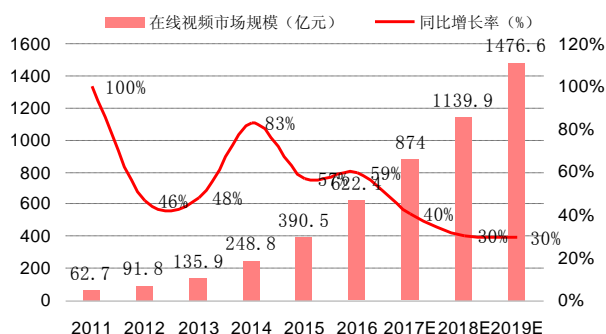
3) IP 策略和内容运营以及对内容自制的推动，使得视频内容有了更多的利润想象空间。

除了硬件厂商自开发运营平台外，与内容厂商进行合作已经成为必然趋势。因此形成一个完善的付费生态系统，将提升智能电视厂商的竞争能力。目前，行业主流内容提供商的用户规模占比将进一步集中，体现在两个维度：

1) 行业整体规模提升，各内容商用户绝对数量都有不同程度提升；

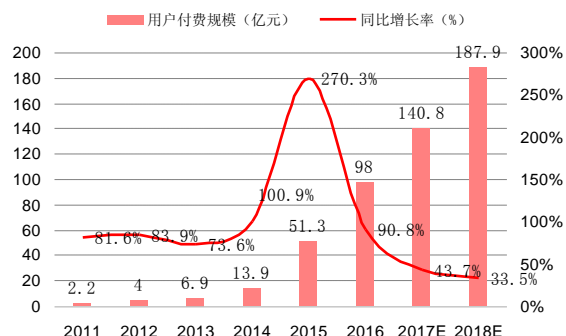
2) 龙头内容提供商，例如爱奇艺、乐视、腾讯，由于规模效应和内容的领先性，用户绝对额增速将显著高于行业平均，付费用户数量更是有绝对领先优势。根据爱奇艺网站数据，截至 2016 年 6 月 1 日，付费会员数突破 2000 万。

图 9：在线视频市场规模缓慢下降



资料来源：艾瑞咨询、中信建投证券研究发展部

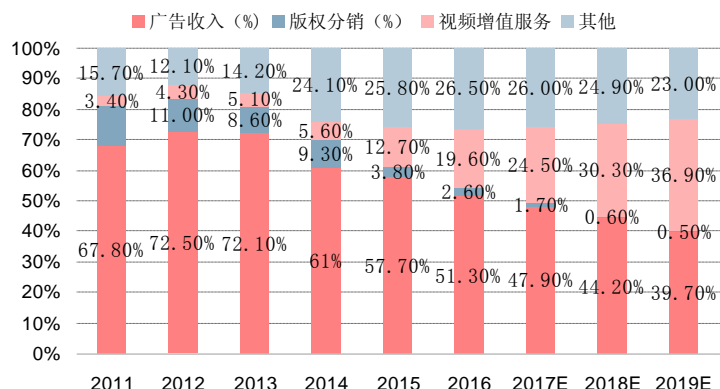
图 10：用户付费规模继续高速增长



资料来源：艾瑞咨询、前瞻数据库、中信建投证券研究发展部

但从成长属性上来看，在线视频的天花板还远未达到。艾瑞咨询数据显示，2016 年视频增值服务占在线视频行业总收入占比超过 19%，较 2015 年大幅提升近 7 个百分点。

图 11：视频增值服务占比



资料来源：艾瑞咨询、中信建投证券研究发展部整理

内容价值已经弱化了会员价格的敏感性，未来随着内容的丰富和客户粘性的提升，其向上收费的趋势将逐步明显。分别与目前按照国内主流视频网站会员（用于电脑和手机，约在 200 元左右），及互联网电视会员（用于电视和盒子，大约在 500 元左右）进行竞争。2016 年 7 月，爱奇艺宣布上涨其奇异果 VIP 价格，月卡价格由 29.9 上涨到 49.8 元，季卡价格由 88 上涨到 148 元，半年卡由 168 上涨到 268 元，年卡由 299 上涨到 498 元。接近一倍的涨幅。

表 4：各视频网站价格及特色

	爱奇艺			腾讯视频		优酷		乐视		均价
会员名称	白银	黄金	奇异果	VIP	白银	黄金	乐次元	超级影	超级体	
服务名称	会员	会员	会员	会员	会员	会员	影视会员	视会员	育会员	
服务内容	无广告	无广告	电视/盒子	无广告	无广告	无广告	针对视频	电视/盒子	体育类	
设备支持	PC/手机	PC/手机	盒子							



特色	网站用户	网站用户	用户	免费片	免费片	网站用户	用户	视频		
1 个月	4.99	19.8	49.8	20	9	20	19	49	59	28
3 个月	14.9	58	148	45	无	60	54	145	159	85
6 个月	无	108	268	90	39	120	无	无	无	125
1 年	49.9	198	498	168	49	169	168	490	590	264

资料来源：视频网站官网整理、中信建投证券研究发展部

2、电视屏幕的传统力量还将发挥作用

(1) 市场总量庞大 打造精品追求质变

一方面，电视剧集数增加，更有利于电视剧利益最大化；另一方面，电视剧 IP 获利手段也开始不局限于电视荧幕，衍生产业向电影、游戏、手办、音乐等等发展，热门 IP 更是远远超过了电视剧本身的价值。

电视剧市场的逐步饱和，依靠扩大电视剧发行，虽然提高了播出比重，但是却不能提升收视比重。网络剧集也开始蚕食传统电视剧的市场。电视剧总量市场庞大，我国在近十几年中，一直保持着年产 4-500 部、1 万余集电视剧的水平。电视剧投资受到资本影响显著，2012 年由于资本的涌入，当年发行集数超过 1.7 万集，较 2011 年增长 18.5%。自此后，电视剧集热情逐步消减，剧目总数缓慢下降，但是整体呈现出集数越来越多的情况。到 2016 年，获得《国产电视剧发行许可证》的剧目共 334 部，超过 1.49 万集，较 2015 年减少了 61 部。同时 2004-08 年，平均集数还控制在 30 集以内，而到 2009-12 年，平均集数已超过 30 集，而到 2016 年平均集数增长到 44 集。

表 5： 2004-2016 年通过审批的电视剧发行数及收视概况

年份	发行总部数	发行总集数	平均每部集数	播出比重%	收视比重%	资源使用效率%
2004	505	12265	24.3	28.3	36.4	29
2005	514	12451	24.2	25.3	26.5	44
2006	502	13888	27.7	25.4	34.6	36
2007	529	14670	27.7	25	34.1	36
2008	502	14498	28.9	24.7	32.5	32
2009	402	12910	32.1	26.1	32.2	23
2010	436	14685	33.7	28.4	31.8	12
2011	469	14942	31.9	27.8	31.5	13
2012	506	17703	35	26.4	32.1	22
2013	441	15770	35.8	26.6	31.5	18
2014	429	15983	37.3	25	31.1	24
2015	395	16540	42.0	26.2	30	15
2016	334	14912	44.6	/	/	/

资料来源：国家新闻出版广电总局、CSM 媒介研究、中信建投证券研究发展部整理

传统电视渠道受到“一剧两星”政策影响，增加头部内容购买成本。传统电视渠道的一剧两星政策于 2015 年开始实施，强制要求一部电视剧最多只能同时在两家上星频道播出，每晚黄金档电视剧播出数量为 2 集。目的在于丰富电视屏幕，增加新剧的播放数量，但是整体而言，该手段迫使卫视购买更多剧集，无形中增加了卫视购买剧集的成本，因此对于传统渠道而言，需求增大，使得优质的剧集更为稀缺。

“一剧两星”政策不会影响互联网视频的剧集播出方式，使得互联网视频（移动端、互联网电视端等）渠道具备内容丰富程度、内容集中度的相对竞争。

（2）优秀 IP 优秀剧集吸引力显著

好剧拥有强大的市场号召力，能够吸引大量的广告主。但是市场结构依旧平庸为主，对于卫视而言，如何发现或制作“爆款”是不得不面对的问题。

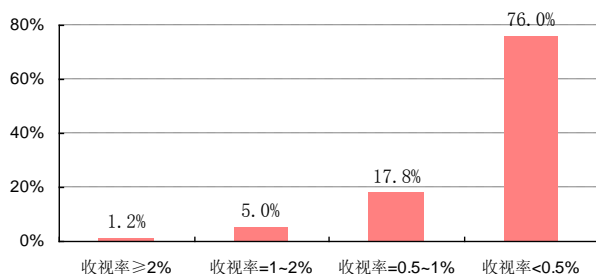
表 6：按照收视率划分标准

分类	标准
顶尖优质电视剧	收视率超过 2%，
优质电视剧	收视率在 1-2%之间
中档电视剧	收视率 0.5%-1%之间
劣质电视剧	收视率小于 0.5%

资料来源：中国广视索福瑞媒介研究(CSM)、中信建投证券研究发展部整理

我国黄金时段播出的电视剧依然十分稀缺，从中国广视索福瑞媒介研究(CSM)统计数据来看，仅仅 1.2%的电视剧集达到了顶尖优质电视剧的水准。而能在优质以上的剧目也仅为 6.2%，还有 76.0%的剧集收视率仅能用劣质来形容。

图 12：黄金时段的优秀剧集稀缺



资料来源：中国广视索福瑞媒介研究(CSM)、中信建投证券研究发展部整理

根据中国广视索福瑞媒介研究(CSM)的统计数据，2016 年，省级卫视仅有一套节目收视率达到了顶级优秀电视剧的水平。

表 7：2016 年省级电视台晚间电视剧收视前十（CSM52）

排名	剧集	收视率	类型
1	亲爱的翻译官	2.04	都市、爱情
2	麻雀	1.71	谍战、悬疑
3	解密	1.61	谍战、励志
4	搭错车	1.51	都市、家庭
5	锦绣未央（东方卫视）	1.49	古装、权谋
6	煮妇神探	1.41	励志、悬疑
7	锦绣未央（北京卫视）	1.35	古装、权谋

请参阅最后一页的重要声明



8	女医明妃传（东方卫视）	1.30	古装、励志
9	少帅（北京卫视）	1.28	传记、军旅
10	不可能完成的任务	1.25	军旅、传奇

资料来源：中国广视索福瑞媒介研究(CSM)、中信建投证券研究发展部整理

而在 2016 年网络前十剧集中，古装和都市是最受欢迎的剧集类型。其中，有 9 部的播放量超过了 100 亿中，青云志与锦绣未央更是达到了 200 亿以上的播放量，顶级 IP 的聚集力进一步凸显。

表 8：2016 年网络电视剧流量前十

排名	剧集	播放量（亿）	类型
1	青云志	257.71	古装、奇幻
2	锦绣未央	205.61	古装、言情
3	欢乐颂	185.37	都市、女性
4	微微一笑很倾城	160.77	都市、校园
5	幻城	160.73	励志、奇幻
6	好先生	142.55	都市、爱情
7	老九门	114.21	民国、悬疑
8	麻雀	106.18	谍战、悬疑
9	亲爱的翻译官	101.39	都市、爱情
10	武神赵子龙	86.56	古装、历史

资料来源：中国广视索福瑞媒介研究(CSM)、中信建投证券研究发展部整理

3、精品内容制片商，赢在过去与赢在未来

默默转型的传统文化传媒公司：山东影视传媒集团

制作与编制环节依然是产业链中价值洼地，传统制作公司硬实力明显，但想赢在将来依然需要积极融入产业链。山东影视传媒集团前身是山东电影电视剧制作中心，成立于 1986 年，成立初期便具备强大的影响力。在 2012 年，进行企业改制后，成为省管国有大型文化集团。重点在影视剧制作、发行上发力，近年来打造了较多的核心剧集。

山东影视传媒集团旗下拥有山东影视制作有限公司、齐鲁电子音像出版社、青岛电影电视摄制基地等多家子公司，在电影、电视剧均具备制作能力。近年来推出了一系列的优秀作品。

表 9：2011 年以来，山东影视传媒集团优秀作品集

优秀电视作品	
2016	《欢乐颂》《安居》
2015	《大舜》《伪装者》《琅琊榜》《温州两家人》《青岛往事》《他来了请闭眼》《大秧歌》
2014	《父母爱情》《战长沙》《马向阳下乡记》《北平无战事》《老农民》
2013	《战火大金脉》《穿越烽火线》《放开我的手》《到爱的距离》
2012	《知青》《战长沙》《放开我的手》
2011	《钢铁年代》《小小飞虎队(新版)》《新隋唐风云》《婆媳拼图》《温州一家人》

资料来源：山东影视传媒集团官网、中信建投证券研究发展部

拥有一个优秀的剧本、一只稳定扎实的制作团队、一批具备功底的电视剧演员是成功的必要条件。山影在电视剧的制作上，基本上保持了每年1部以上引领电视剧潮流的剧集水平，保持了口碑与商业成绩双赢。在《琅琊榜》和《欢乐颂》后，保持在电视剧领域上的成功已经从闭门造车向产业链合作转变，合作共赢和更大的资本介入或是未来成功的关键。

图 13：山影部分豆瓣高分电视剧



资料来源：豆瓣、中信建投证券研究发展部整理

表 10：山东影视传媒集团未来作品储备依旧丰富

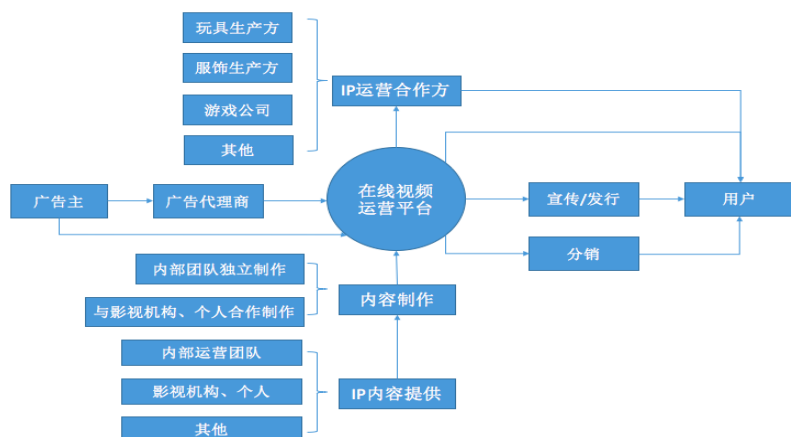
剧名/电影名	类型	导演	编剧	主演
守卫者·浮出水面	电视剧	潘镜丞、韩博文	陈忠梦、陈梦、王冰	靳东、韩雨芹、吴谨言等
惊天岳雷	电视剧	国建勇、谢泽	吴楠、李杰	高云翔、李曼等
我们的秘密	电视剧	林添一	河流	韩栋、蒋梦婕、叶祖新等
海上嫁女记	电视剧	林黎胜	林黎胜、吴琼	蔡少芬、王雷、张檬等
安居	电视剧	张永新	赵冬苓、张云霄	王志飞、傅晶、程昱等

资料来源：互联网整理、中信建投证券研究发展部

4、平台自制内容

头部内容过高的 IP 溢价，驱使平台寻找剧集成本与用户收益间的平衡点，自制内容无疑是最符合要求的。从海外经验来看，Netflix 等采取的精品自制剧模式，在用户收益和口碑均有优异表现。但由于海外电影电视制作产业链标准化程度高，模式在国内依然难以复制，国内的自制剧精品依然较少。

图 14：平台自制内容产业链



资料来源：中信建投证券研究发展部

制作方式包括平台独立制作、合作制作（PGC）以及用户原创（UGC）等，相对成本较低，内容形式主要自制网剧、自制节目、微电影等。

• **平台独立制作：**如土豆网成立自制剧部门，独立制作、推广的《欢迎爱光临》，其收入来源是广告植入、CPM 分成（每千人成本网上广告收费）以及版权收入。

• **合作制作(PGC)：**如优酷与中影联合制作的老男孩，邀请筷子兄弟担任编辑和导演，收入来自广告植入。

• **UGC 用户自制视频内容：**用户制作并上传网络共享。用户上传视频分享的目的更强，自带内容的营销。同时网民自发成立制作团队，并推出具有影响力的内容，同时视频制作者也成为了网络红人。为激发用户创造能动性，获取更丰富的视频内容，在线视频平台推出政策，鼓励 UGC 发展。例如土豆网设立“土豆映像节”，优酷设立“青年导演扶持计划”等等。

网络自制剧

高质量的自制网剧成为推动用户付费观影习惯养成的重要一环，网剧反哺电视台也是未来盈利实现的重要手段。2016 年，热播自制剧《太子妃升职记》、《老九门》、《精绝古城》引发了全民热议。同时，根据腾讯娱乐白皮书数据，2016 年全网上线网剧 184 部，与去年相比减少 106 部。而这其中，自制家 79 部，较 2015 年增长 10 部。内容的吸引力已经开始超越渠道，2016 年共有 4 部实现网剧登上卫视屏幕，反哺电视台。

2017 年自制剧储备数量已经达到 129 部，预计未来数量之内，自制剧依然保持高速增长。

图 15：2010-2016 网络自制剧市场规模变化

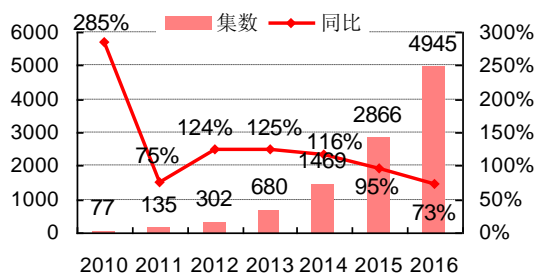
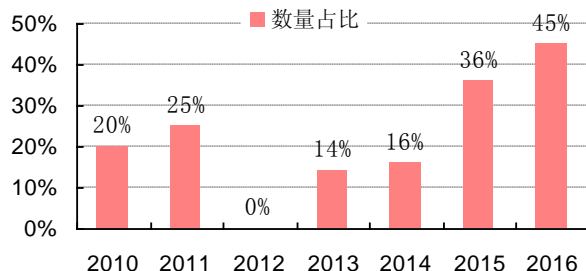


图 16：IP 改编剧数量占比变化



资料来源：2016 网络自制剧行业白皮书、灼识咨询、中信建投证券研究发展部

同时根据 2016 网络自制剧行业白皮书及灼识咨询数据，网络自制剧市场规模呈现超高速增长，预计在 2016 年将达到近 5000 集的数量规模。其中，在 2013-2016 年，网络视频市场上，IP 改编剧占比稳定上涨，数量占比已经达到 45.11%。而小体量的网剧上线数量减少，但是头部剧集播放量大幅提升，龙头吸引力大幅提升。

表 11：小体量网络自制剧也开始追求优质化

年度	部数	集数	播放超过 2 亿数量
2015	221	2980	2 部
2016	108	1457	11 部

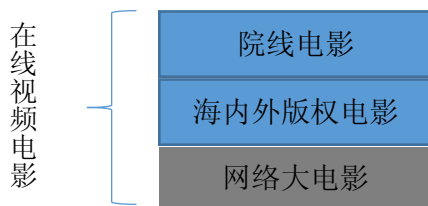
资料来源：腾讯娱乐白皮书、中信建投证券研究发展部

“付费观影自制剧”、“网台联动”甚至“先网后台”的出现，预示着内容的需求导向开始变化。艺恩咨询数据显示，截止到 2016 年 12 月，国内各大视频付费自制剧合计 112 部，在爱奇艺首次尝试“付费观影自制剧”、“网台联动”模式之后，各家在线视频平台纷纷效仿。《蜀山战纪》开启“先网后台”模式，自制内容在电视台播出分销成为在线平台收入新来源。除分销外，自制内容在整体的付费内容中占比越来越高，据艺恩咨询统计，2016 年视频网站付费占比中，网络自制剧以 47% 的份额排名第一，其后是海外剧和国产剧，占比分别为 31%、22%。

网络大电影

网络大电影概念由爱奇艺在 2014 年首次提出。是指试产改不低于 60 分钟，制作水准精良，符合国家相关政策法规，具备完整电影结构与容量的电影。根据爱奇艺提供的数据，2015 年网大超 650 部，其中爱奇艺提供 622 部，占比 95% 以上；**截止到 2016 年底，网络播出电影数量超过 6600 部，其中网络大电影 3100 部，流量超过 150 亿。**

图 17：在线平台电影分类

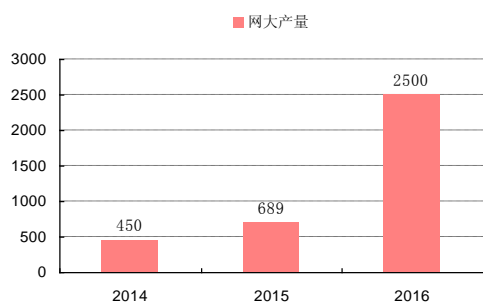


资料来源：中信建投证券研究发展部

网络大电影的宽松环境、低入门门槛及快速的成本回收模式，都给网络大电影的爆发式增长奠定了基础。

但在互联网视频监管环境趋严格、内容选择爆发的情况下，不同内容层次的细分空间在网大制作公司及网大产量大增的情况下，或将快速达到饱和，那么关注盈亏平衡，立足长期发展将是关注焦点。

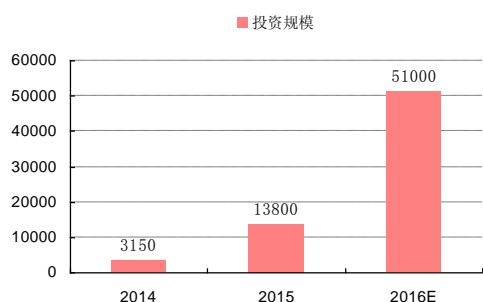
图 18：2014 年-2016 年网络大电影产量（部）



资料来源：艺恩咨询，中信建投证券研究发展部

网大制作成本有所提高，但是仍旧主打低成本快周转的方式。根据艺恩咨询报告显示，2016 年上半年，70% 的电影制作成本超过 50 万，其中 40% 成本在 50-80 万之间，30% 在 80-150 万之间。

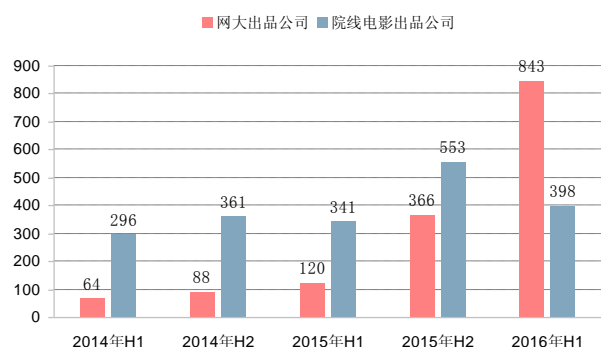
图 19：2014 年-2016 年网络大电影市场投资总规模（万）



资料来源：艺恩咨询，中信建投证券研究发展部

网大出品公司数量增长迅速，在 2016 年上半年超越月线电影出品公司数量（398），达 843 家，2016 年上半年环比增长 130.3%，达到院线出品公司的 2.1 倍。

图 20：电影/网大出品公司数量



资料来源：艺恩咨询，中信建投证券研究发展部

（三）游戏衍生--依然是待开发领域

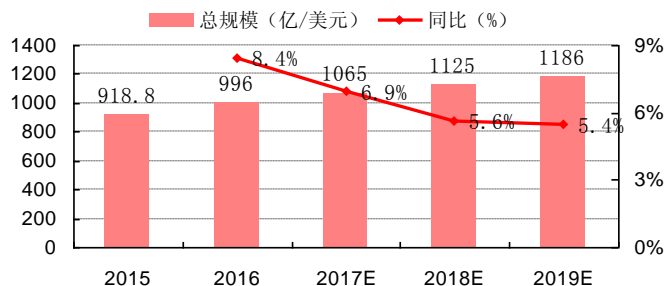
1、坐拥最大规模游戏市场的多维联动

游戏产业内容扩展基础深厚，具备强衍生属性，国内坐拥优势游戏市场，其规模注定玩法多元、联动丰富。其中，**游戏直播**将游戏生态向更为丰富、更为互动的方向推动，是电视直播的演化变种；**影游联动**，通过影视渠道强化 IP 价值，观众代入感强烈，能够实现游戏 IP 价值的长尾增长。

全球游戏市场规模变化

亚太成为全球最大的游戏市场，其中中国是全球最大单体市场。的从全球范围内来说，根据全球游戏行业研究公司 NewZoo 数据，预计 2016 年市场规模保持温和增长到近 1000 亿。

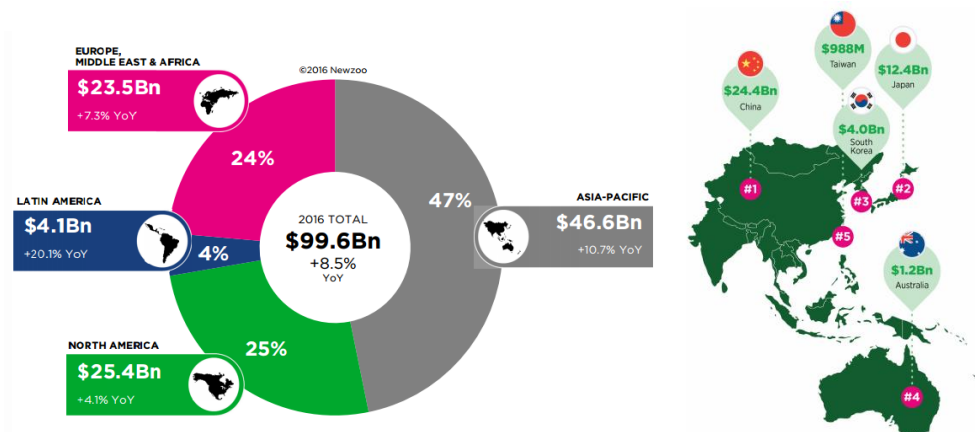
图 21：全球游戏总规模及增速



资料来源：Newzoo、中信建投证券研究发展部整理

Newzoo 预计，在 2016 年，亚太地区游戏市将达到 466 亿美元，其中，中国游戏市场规模将占亚太地区的一半以上，同时预计将以 244 亿美元的收入超过美国 236 亿美元，成为全球最大的游戏单体市场。

图 22：全球各区域游戏市场总规模



资料来源：Newzoo、中信建投证券研究发展部整理



根据中国音数协游戏工委（GPC）、伽马数据（CNG 中新游戏研究）和国际数据公司（IDC）（简称 GPC IDC and CNG）的调研数据，2016 年，中国游戏市场实际销售收入达到 1655 亿元人民币，同比增长 17.7%。游戏用户达到高位，并于 2015 年超过美国，全球排名第一，2016 年中国游戏用户数达到 5.7 亿人，同比增长 6.0%。

图 23：游戏用户规模及增长情况

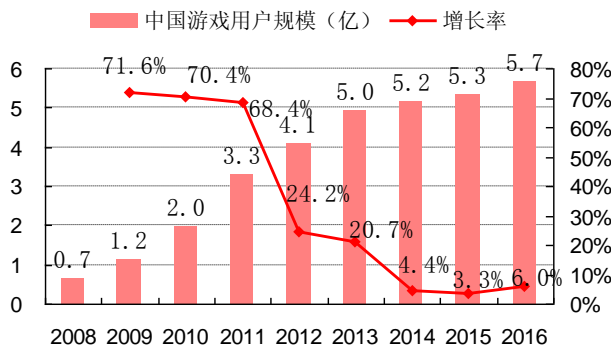
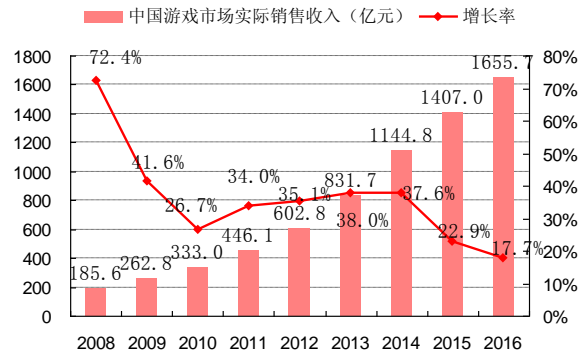


图 24：游戏市场增长大幅超过全球水平



资料来源：GPC IDC and CNG、中信建投证券研究发展部

2、游戏衍生产业的发展增量

游戏的多维联动

游戏产业已经衍生出多种与视频相关的发展模式，包括：游戏直播、影游联动等。其中，**游戏直播**，不仅仅是内容的提供者，更基于互联网游戏这一互动特性，融合发展将游戏生态向更为丰富、更为互动的方向发展；**影游联动**，既能利用游戏奠定的受众基础，直接通过电影的方式迎合年轻游戏用户需求，又能通过游戏放大影视 IP 的价值，实现 IP 价值的长尾增长。

游戏直播的高粘性

游戏直播按内容形式可分为赛事直播、游戏实况直播、视频录制和自制节目；按游戏产品分类可分为 MOBA 类游戏、移动游戏、卡牌类游戏、FPS 类游戏、主机游戏等。

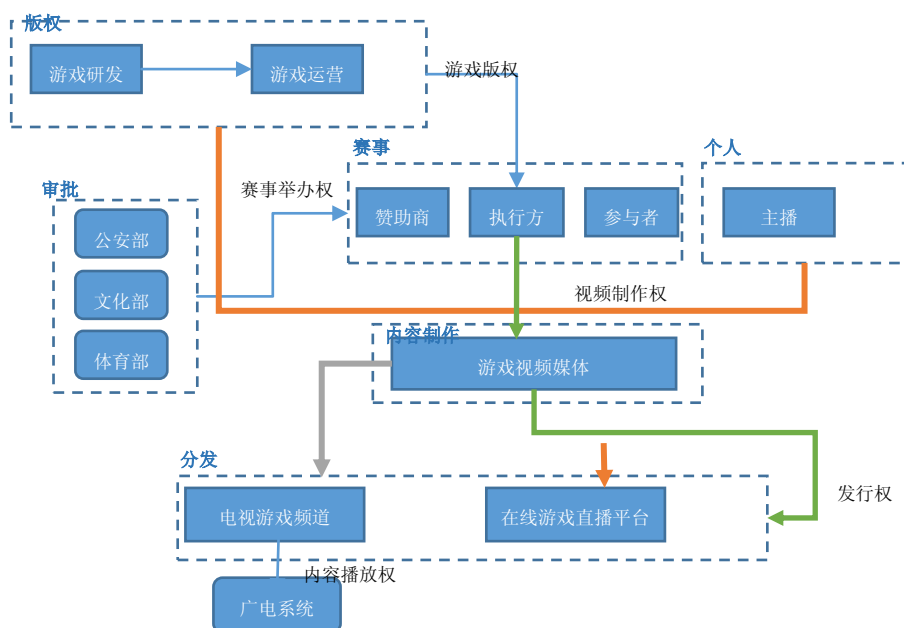
表 12：游戏直播内容形式分类

游戏直播形式	内容
赛事直播	游戏直播平台内电子竞技赛事直播，如英雄联盟联赛
游戏实况直播	游戏直播平台内游戏产品内容实时直播，如 Dota2 实时玩家直播游戏过程
视频录制	由主播已经录制好的视频在平台上播放
自制节目	如战旗 TV《lying Man》

资料来源：易观智库、中信建投证券研究发展部

游戏直播产业链主体包括广告商、游戏内容生产商、监管部门、直播平台、主播、用户等。投资方投资搭建直播平台（熊猫 TV、斗鱼直播等），直播平台通过劳务签约形式与主播签约，并将直播内容输送至用户端，期间广告上为平台提供赞助。

图 25：直播游戏产业链

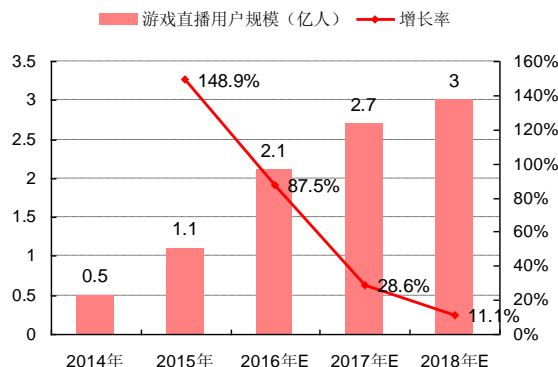
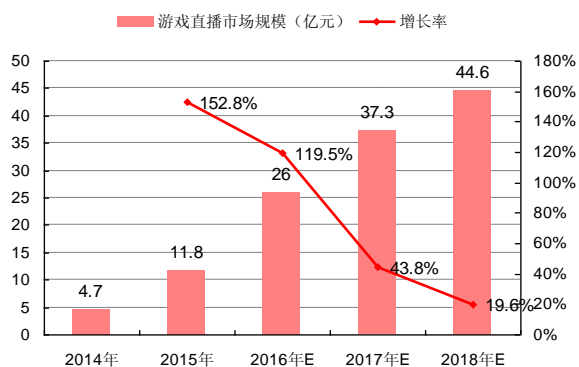


资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

游戏直播平台的收入渠道多样化，包含直播期间虚拟礼物打赏等内嵌增值服务、广告覆盖获赞助、收取会员费用、对直播赛事下注头彩、与电商联运引导消费及与游戏内容制造商联运等多种盈利形式。据易观智库数据，预计 2016 年中国游戏直播平台市场规模达 26 亿元，增长率为 119.5%，游戏直播用户预计达 2.1 亿人次，增长率为 87.5%。

图 26：2014-18 年游戏直播平台市场规模及预测（亿元，%）

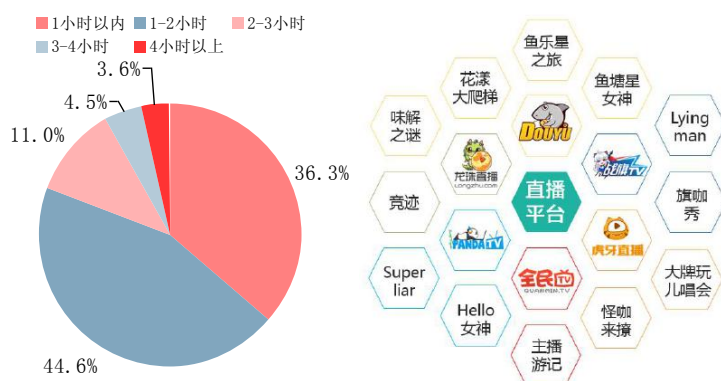
图 27：2014-18 年中国游戏直播用户规模（亿人，%）



资料来源：易观智库，中信建投证券研究发展部

用户的高粘性是游戏直播获得高速成长的动力，国内用户在游戏直播平台日消耗时间在一小时以内的用户占 36.3%，2-3 小时的占 44.6%。

图 28：游戏直播平台的用户粘性极强



资料来源：2016 年中国游戏产业报告、中信建投证券研究发展部

影游联动的叠加效应

影视和游戏叠加，用户群的交叉互动，或许能获取 1+1>2 的叠加效益。第一，热门游戏可以改变成影视作品，如全球票房近 30 亿的《魔兽》即由游戏改编而来；第二，由影视改编为游戏，如《花千骨》、《琅琊榜》、《芈月传》等电视剧 IP 进行游戏改造。

据《2016 年中国游戏产业报告》数据，2016 年，“影游融合”移动游戏市场实际销售收入 89.2 亿元。影游联动的突破性发展是《花千骨》电视剧与相对应花千骨手游，成为影游互动的标杆性事件。

图 29：影游联动游戏产品迭出



资料来源：2016 年中国游戏产业报告、中信建投证券研究发展部整理

虽然影游联动发展仍处于起步阶段，仅仅追求形似而缺乏内容创新，一旦 IP 热潮过去，游戏粘性也面临着快速下滑的压力。

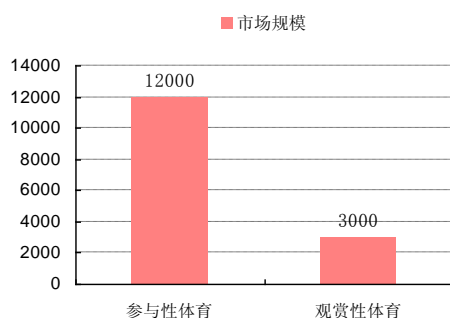
（四）体育--资本狂舞的版权大市场

围绕赛事转播权为核心的市场博弈依然是在线视频市场的重头戏。体育上游优质 IP 资源有限，区域性、国际性赛事基本固定，且时效性极强，赛事关注度如潮汐周期性起伏，但对资本有长期且大范围的吸引力。一方面，体育产业链范围广，所涉及的实物性、观赏性以及参与性消费均可以参与和重叠营销；另一方面，转播权依然高度集中且排他性强。

1、体育转播的产业链条以体育赛事的转播权最为核心

在消费升级的大势所趋以及国家政策的鼓励下，体育产业链所涉及的实物性、观赏性以及参与性消费均将受益，而市场结构随着消费习惯变化，也将向发达国家靠拢。根据易凯资本报告，2016 年，中国体育市场规模约为 1.5 万亿，其中观赏性体育近 3,000 亿元，参与性体育约 1.2 万亿元。我国体育产业结构与海外对比结构有较大区别，参与性体育（体育用品等）占比 80%，观赏性体育（体育服务业等）占比不足 20%。而在美国观赏性服务业占比达到近 60%。

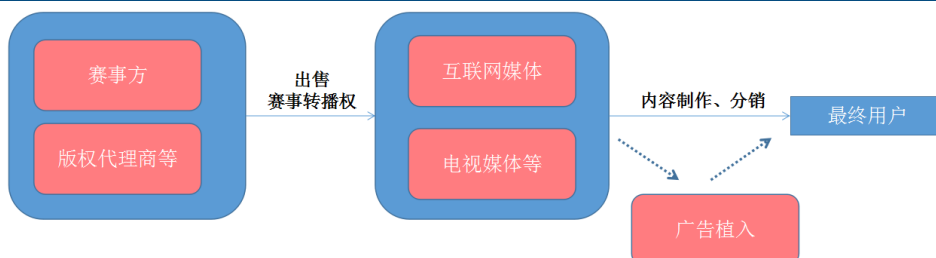
图 30：体育产业结构



资料来源：易凯资本中信建投证券研究发展部整理

以体育赛事的转播权最为核心。依托体育赛事转播权，赛事方或版权代理商可以出售转播权给电视媒体或互联网媒体，各个媒体平台通过平台聚合能力，在赛事 IP 的基础上，衍生出视频直播、评论节目、图文咨询、自制内容以及互动社区等，由其转播或制作相应的节目到下游观众。

图 31：体育转播价值链条



资料来源：中信建投证券研究发展部整理

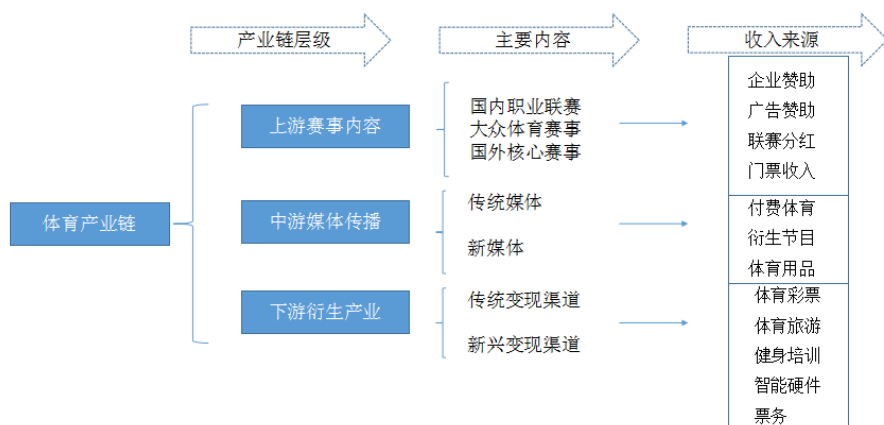
对于产业链的上游，接入赛事 IP 开发、运营等获取转播主动权，并分享赞助、衍生品收入等；

对于产业链的中游，内容播放平台覆盖直播、重播、集锦、衍生节目、自制体育综艺等各类内容，互联网

平台可以凭借个性化解说、弹幕、UCG 内容等，增添体育的趣味性；

对于产业链的下游，提供衍生服务，涵盖旅游、彩票、智能硬件、票务等多个相关产业，促使用户付费收看体育视频。

图 32：体育产业链结构



资料来源：中信建投证券研究发展部

2、体育优质 IP 高度集中，且影响力长期稳定

从体育资源的供给来看，上游优质 IP 资源有限，呈现出高度集中的特点。具备全球关注度比赛（世界杯、奥运会、欧洲杯）等国际赛事每 4 年一届，体育资源为国际机构所垄断；而以三大球（足球、篮球、排球）为主体的顶级联赛在各个国家均只有一个，由各国体育组织所垄断；而具备各国或地区性高度参与度比赛（乒乓球、羽毛球、网球、高尔夫等），在各国或地区有经久不息的影响力。

总体来看，体育周期性赛事的模式非常稳定，与电影综艺等文娱 IP 相比，体育赛事 IP 影响力长期稳定，全民全年龄段参与性强。

图 33：体育赛事 IP 集中



资料来源：各赛事网站、中信建投证券研究发展部整理

由于体育赛事 IP 的相对集中，体育版权市场有一定垄断特性。根据 TV sports market 统计，2016 年全球体育版权市场总额为 430 亿美元，比 2014 年上涨 19%。其中，美国拥有全球最大的版权市场，高达 210 亿美元。

超过第二大的英国市场 160 亿美元。

图 34：赛事 IP 集中带来的版权收入更具垄断性



资料来源：TV SPORTS MARKET、中信建投证券研究发展部整理

根据 TV sports market 统计，2016 年版权费用最高的五大赛事分别为 NFL(美式橄榄球联盟)、Premier League (英超足球联赛)、MLB (美国职业棒球大联盟)、NBA (美国男子职业篮球联赛)、Uefa Champions League (欧洲足球冠军联赛)。

中游转播媒体较为零散，各国均有电视媒体与互联网媒体参与。各个媒体通过制作体育内容，获取版权分销、广告商的广告费用和观众的预定费。海外转播媒体收入模式与国内存在较大不同，由于其赛事资源为个别媒体机构购买，因此观众观看需要支付一定费用，已经形成了以付费订阅体育赛事的习惯。同时，其互联网转播更多只是一种补充手段。

图 35：海外主要赛事转播媒体，以传统的电视媒体为主



资料来源：互联网、中信建投证券研究发展部整理

国内用户没有形成付费订阅的消费习惯，电视台或互联网媒体还是以版权分销和广告收入为主要来源，而近年来年轻人关注逐步增多的互联网媒体，其开始推行付费订阅与部分免费模式，推广体育订阅服务。

在 2014 年国务院颁布 46 号文后，采取放宽赛事转播权限制，除部分具备全球关注度的奥运会、亚运会、世界杯之外，电视台可以直接购买或转让，使得国内体育转播版权的市场更为市场化，预计体育消费模式也将面临逐步转化。

图 36：国内主要互联网赛事转播媒体



资料来源：艾瑞咨询、中信建投证券研究发展部整理



3、资本逐利体育 IP，版权价格高位博弈

46 号文出台后，众多网络媒体角逐版权市场，理性博弈需对成本收益综合考虑。由于体育 IP 的稀缺性，每一个超级赛事版权在资本的追逐下价格快速上扬。但是我们也看到，体育版权市场的总价格难以下降，对于投资版权的媒体而言，天价转播费带来的收益需要在未来多年之内逐步变现，平台现金创造能力能否支撑成为在这个稀缺市场博弈的关键。

表 13：重大国际赛事的大陆转播费用不菲

赛事	期限	购买方	形式	价格
英超	13-19 赛季	新英体育	全媒体	10 亿人民币
	19-22 赛季	苏宁	全媒体	7.21 亿美元（约 50 亿人民币）
欧冠、欧联杯、欧洲超级杯	18-21 赛季	双刃剑体育	全媒体	4 亿美金左右
西甲	15-20 赛季	PPTV	全媒体	2.5 亿欧元
德甲	15-18 赛季	体奥动力	全媒体	/
意甲	15-18 赛季	乐视	/	/
NBA	15-20 赛季	腾讯	数字媒体版权	5 亿美金

资料来源：互联网整理、中信建投证券研究发展部

视频龙头基于内容的获利变现和内容营销的突进

互联网视频龙头围绕各种视频服务内容打造精品内容，稳定用户存量与提升有效用户转化率，最大化付费价值、广告营销价值。

一方面，行业龙头发力优质内容，带动内容 IP 溢价整体快速提升。头部内容的繁荣，大幅增强了行业景气度。而优质内容集中趋势成为了内容服务商强者生存并扩大优势的一个手段，但在没有绝对垄断的市场格局下，以内容吸引用户的发展依然是最具备竞争力策略。

另一方面，精品内容依旧稀缺，明确分账模式和变现方式激发不同层次内容的供应，丰富内容层次，补足多元内容版图。但仅仅依托自制难以快速补齐不同层次的内容需求，以共赢方式激发多层次内容供应。

（一）背靠 BAT 的三大视频龙头—腾讯视频、爱奇艺、优酷土豆

视频付费用户规模的量变，显现出内容消费的内生发展潜力，消费者付费渗透教育已经度过瓶颈期，基于存量用户的盈利模式已经逐步清晰成熟，而资本力量成为存量市场竞争最大的优势。腾讯视频、爱奇艺和优酷土豆分别背靠着腾讯、百度、阿里这三大互联网龙头，凭借 BAT 强大的财力数据支持，三家视频龙头大量购买版权内容，推出自制内容，打通相关产业链。

表 14：腾讯视频、爱奇艺、优酷土豆特点对比

	腾讯视频	爱奇艺	优酷土豆
特点	1. 资金支持强大，可以购买大量版权资源，版权内容丰富 2. 与腾讯旗下的微信微博等主流社交软件合作，良好的社交互动体验，社交属性强，提升用户流量（社交分发） 3. 社交体系带来 UGC 内容，形成自媒体内容，构建起广告营销价值	1. 凭借自制剧和自制节目的青春化定位特点，吸引了大量年轻观众 2. 百度搜索引擎首位提供爱奇艺视频播放连接，带动用户流量增长	1. 在视频电商领域，有强大的淘宝天猫平台作为支撑，可精准营销，提升用户购物体验 2. 丰富的自媒体资源，成为新的收入增长点

资料来源：官网、中信建投证券研究发展部

1、龙头对比：以内容摇旗呐喊，围绕用户运营提升

（1）内容运营对比：自制内容是最鲜明旗帜

热播电视剧和综艺的版权以共享居多，自制剧和自制综艺是各龙头平台实现特色化、个性化最鲜明的旗帜。

表 15：腾讯视频、爱奇艺、优酷土豆的内容运营对比

	腾讯视频	爱奇艺	优酷土豆
版权内容	版权内容覆盖最全面，包括热门电视剧（TVB）、综艺、BBC 纪录片、动漫、演唱会、美剧韩剧、NBA	与竞争对手腾讯视频、优酷土豆等共享热门剧集版权，如《锦绣未央》	与竞争对手腾讯视频、爱奇艺等共享热门剧集版权，如《锦绣未央》
自制内容	拥有多部顶级 IP，打造了《鬼吹灯之精绝古城》等热门自制剧和《看你往哪儿	定位青春时尚风格，是爱奇艺内容运营的重点，打造了《老	自制内容精品化：虽然没有大规模出产自制内容，但推出的自制内容播放量很高，比如自制综艺火

请参阅最后一页的重要声明

跑》等热门自制综艺	九门》等热门自制剧和《我去上学啦》等热门综艺	星情报局播放量超过 12 亿，位列当年自制综艺播放量榜首
用户上传内容	用户通过微信公众号上传内容，汇集了内容数量相对较少	侧重自媒体视频，开通了拍客、原创、生活、自频道等多种供用户上传视频的渠道，
大量 UGC 内容		

资料来源：官网、中信建投证券研究发展部整理

这是对热门精品内容最疯狂的时代，内容平台的争夺大幅提升溢价。热门节目往往由多家视频企业共享版权，联合播出。根据易观统计，2016 年第 4 季度网台联播电视剧前十中，只有 2 部电视剧是在一家平台独播的，其余电视剧都是被几家视频企业同时播放。

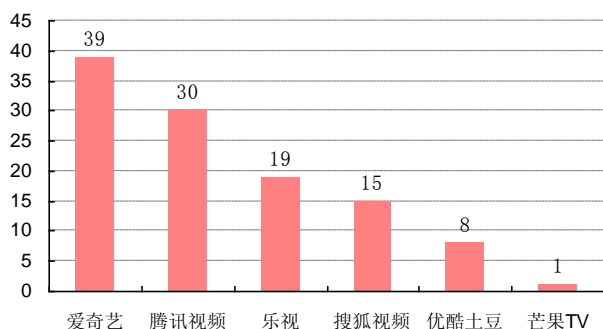
表 16：2016Q4 网台联播电视剧播放量 TOP10

排名	名称	整体播放量（亿）	播放平台
1	锦绣未央	170.3	爱奇艺、腾讯视频、优酷土豆
2	寒山令	19.3	爱奇艺、搜狐视频、优酷土豆、乐视视频
3	如果蜗牛有爱情	18.6	腾讯视频
4	咱们相爱吧	18	优酷土豆
5	不可能完成的任务	14	爱奇艺、腾讯视频、优酷土豆、搜狐视频
6	伏击	12.4	爱奇艺、乐视视频、搜狐视频、腾讯视频
7	暗战危城	8.7	爱奇艺、乐视视频、搜狐视频、腾讯视频、优酷土豆
8	嘿，孩子	8	乐视视频、搜狐视频、腾讯视频
9	刺青	6.1	爱奇艺、乐视视频、搜狐视频、腾讯视频、优酷土豆
10	我是你的眼	4.3	爱奇艺、乐视视频、搜狐视频、腾讯视频、优酷土豆

资料来源：易观、中信建投证券研究发展部

内容平台新策略：打造付费自制剧，热门节目引领潮流，吸引用户付费。根据艺恩智库统计，2016 年爱奇艺以 39 部付费自制剧排名第一，腾讯视频以 30 部紧随其后。

图 37：2016 年我国视频网站付费自制剧数量（部）



资料来源：艺恩智库、中信建投证券研究发展部

（2）运营策略对比

通过优质内容吸引用户，并持续增进用户粘性，扩大存量用户规模是最终目的。龙头均注重版权内容和自制内容，多渠道多维度互通运营是共识。

表 17：腾讯视频、爱奇艺、优酷土豆的运营策略对比

公司	运营策略	策略核心
腾讯视频	坚持“自制”、“版权”和“用户体验”三大策略、精品化运营策略	内容和用户体验
爱奇艺	“大苹果树模型”：以 IP 为核心，技术产品为躯干，视频内容为页，游戏、门票销售等服务为果实	打通生态链
优酷土豆	“三通”策略：用户、数据、服务三方面与阿里全方位打通	与阿里结合

资料来源：蛋挞网大数据、中信建投证券研究发展部

三家视频龙头提供的会员服务类似。优酷土豆的会员价格略低于腾讯视频与爱奇艺。

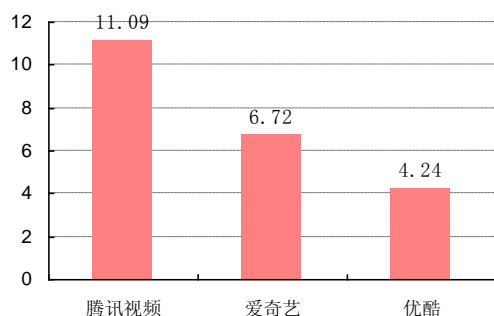
表 18：腾讯视频、爱奇艺、优酷土豆会员对比

	爱奇艺		腾讯视频		优酷土豆	
终端	手机/电脑/平板	电视/手机/电脑/平板	手机/电脑/平板	电视/手机/电脑/平板	手机/电脑/平板	电视/手机/电脑/平板
服务	院线新片 无广告	院线新片 无广告	院线新片、观影券、无广告	院线新片、观影券 无广告	无广告、观影券	无广告、TV 端观影券
连续包月	15	无	无	无	15	无
1 个月	19.8	49.8	20	30	20	39
3 个月	58	148	58	85	60	100
6 个月	无	268	108	无	无	199
1 年	198	498	198	330	169	399

资料来源：官网、淘宝、中信建投证券研究发展部

2、腾讯：打造丰富版权平台 泛娱乐布局

截止 2016 年 12 月，凭借海量的版权内容和自制内容，腾讯视频覆盖的移动端设备数位列行业第一，并远超爱奇艺和优酷土豆，已经成为在线视频行业龙头老大。

图 38：2016 年 12 月我国视频内容服务商移动端播放设备数（亿台）


资料来源：艾瑞、中信建投证券研究发展部

（1）内容策略—丰富版权内容+海量顶级 IP 剧

腾讯视频覆盖了电影、电视剧、综艺、动漫、体育、纪录片、演唱会等多种类型内容。除此之外，腾讯视

频与国际一线内容资源品牌建立合作，如 TVB、NBA 等，提供独家视频资源。

图 39：腾讯视频 PC 端页面



资料来源：腾讯视频、中信建投证券研究发展部

表 19：腾讯视频主要内容类型、代表作及播放量

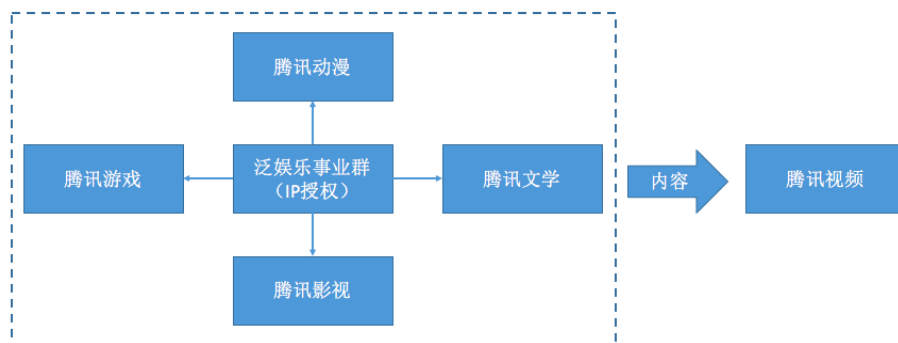
类型	细分类型	热门代表作及播放量
电视剧	自制剧	鬼吹灯之精绝古城（40 亿）、如果蜗牛有爱情（21 亿）、九州天空城（19 亿）
	版权剧	锦绣未央（72 亿）、欢乐颂（52 亿）、小别离（28 亿）、好先生（25 亿）
电影	国内电影	微微一笑很倾城（1 亿）、情圣（1 亿）、封神传奇（1 亿）、摆渡人（1 亿）
	海外电影	会计刺客（2 亿）、自杀小队（2 亿）、星球大战：原力觉醒（1 亿）、魔兽（1 亿）
综艺	自制综艺	看你往哪儿跑（1 亿）、放开我北鼻第 2 季（7171 万）、拜托了衣橱（4427 万）
	版权综艺	中国好声音第 4 季（1 亿）、真正男子汉第 2 季（1 亿）、天籁之战（7602 万）
动漫		斗破苍穹（7.3 亿）、我差点就信了（4 亿）、全职法师（1 亿）
纪录片		国家地理《奇闻大揭秘》（4889 万）、BBC 纪录片《黑暗中的自然界》（236 万）

资料来源：腾讯视频、中信建投证券研究发展部

（2）腾讯泛娱乐事业群提供视频题材

广泛的泛娱布局，协同效应提升价值。腾讯“泛娱乐”事业群包括腾讯游戏、腾讯动漫、腾讯电影、腾讯文学等四大实体业务，为腾讯视频提供了丰富的视频资源，如游戏直播、IP 动漫、文学 IP 改编的电视剧等。

图 40：腾讯泛娱乐布局示意图



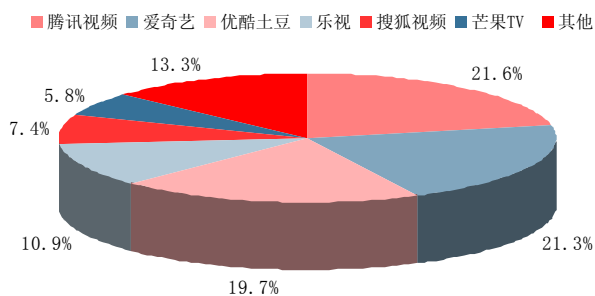
资料来源：腾讯、中信建投证券研究发展部



(3) 与微信合作，丰富 UGC 内容，带动广告收入提升

微信庞大用户群是 UGC 内容的最大基础，同时朋友互动提升平台人气。通过微信上传 UGC 内容，丰富了腾讯视频上自媒体内容。通过 UGC 视频构建起更草根的广告营销价值，频繁的 UGC 互动，促进了腾讯视频广告收入进一步增长。根据易观产业数据库发布的《中国网络视频广告市场季度监测报告 2016 年第 3 季度》，腾讯视频广告收入规模已位居第一，占我国网络视频广告收入的 21.6%。

图 41：2016 年第 3 季度中国网络视频广告市场份额



资料来源：易观、中信建投证券研究发展部

3、爱奇艺：差异化的版权和自制内容

(1) 差异化的版权和自制内容，满足用户多元需求

爱奇艺注重发展版权与自制内容，尤其是自制剧和自制综艺，保证了较大规模的观看流量。除此之外，爱奇艺注重视频内容的差异化，推出了盗墓类、偶像类、都市类等多部电视剧，校园类、音乐类、时尚真人秀等多种综艺节目，满足了用户多层次的需求。

图 42：爱奇艺 PC 端页面



资料来源：爱奇艺官网、中信建投证券研究发展部

表 20：爱奇艺主要内容类型、代表作及播放量

类型	细分类型	热门代表作及播放量
电视剧	自制剧	老九门（117 亿）、盗墓笔记（42 亿）、最好的我们（28 亿）、灵魂摆渡（18 亿）



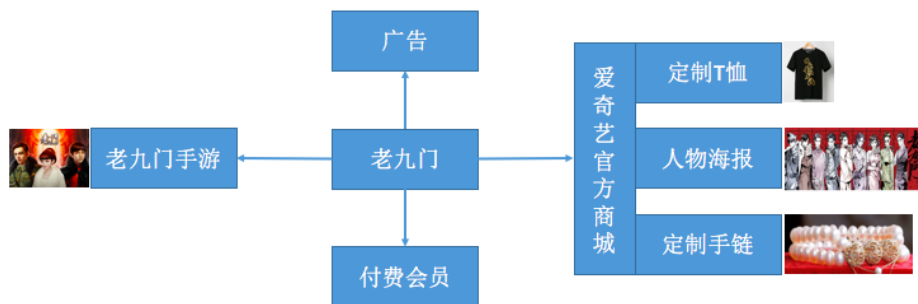
	版权剧	三生三世十里桃花（91 亿）、欢乐颂（57 亿）、琅琊榜（52 亿）、杉杉来了（29 亿）
电影	国内电影	美人鱼（4 亿）、夏洛特烦恼（3 亿）、微微一笑很倾城（1 亿）、王牌逗王牌（1 亿）
	海外电影	会计刺客（2 亿）、自杀小队（2 亿）、星球大战：原力觉醒（1 亿）、魔兽（1 亿）
综艺	自制综艺	我去上学啦第二季（12 亿）、偶滴歌神啊第三季（7 亿）、爱上超模第三季（2 亿）
	版权综艺	奔跑吧兄弟第三季（30 亿）、歌手（5.14 亿）、梦想的声音（8 亿）
动漫		画江湖之不良人第一季（8.2 亿）、灵域第四季（1 亿）、口水三国（1 亿）
财经		吴晓波频道（单季播放量超过 500 万）
纪录片		BBC 纪录片之地球脉动（913 万）、美国历史频道之美国秘密之书（150 万）

资料来源：爱奇艺、中信建投证券研究发展部

（2）运营策略—大苹果树模型

大苹果树模型以技术和产品为支撑，在同一内容 IP 下衍生出多种商业模式，包括广告、VIP 会员、电影、游戏、电商、直播、阅读、漫画等多条生态链。

图 43：《老九门》运营策略示意图



资料来源：爱奇艺官网、爱奇艺官方商城、中信建投证券研究发展部

以爱奇艺自制剧《老九门》为例，在《老九门》播放期间，爱奇艺官方商城推出定制 T 恤、人物海报等多款衍生产品，并推出《老九门》官方手游。由此，同一 IP 的多条生态链被打通整合，推动了 IP 价值的释放。

4、优酷土豆：依托阿里大文娱的新发展

（1）大文娱版图的重要一员

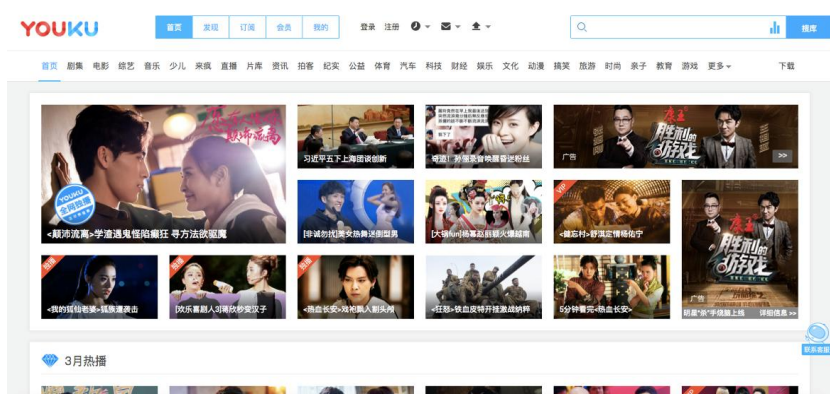
优酷土豆在热门电视剧和综艺的版权中并没有优势，同时自制剧和自制节目数量和种类较少。从大文娱的版图来说，优酷土豆作为重要成员：

第一，保证了阿里文娱产品的在线播放渠道，提供了 IP 发展壮大的平台基础；

第二，平台已经累计了重量级的用户流量，流量数据是分析核心观众观影偏好的重要数据来源；

第三，文娱与商业的协同合作，是进行上下游衍生产品营销的重要手段。

图 44：优酷土豆 PC 端页面



资料来源：优酷土豆官网、中信建投证券研究发展部

表 21：优酷土豆主要内容类型、代表作及播放量

类型	细分类型	热门代表作及播放量
电视剧	自制剧	欢喜密探（32 亿）、十宗罪（13 亿）、藏地密码（9 亿）、万万没想到第 3 季（2 亿）
	版权剧	三生三世十里桃花（116 亿）、锦绣未央（89 亿）、咱们相爱吧（40 亿）
电影	国内电影	万万没想到（2 亿）、叶问 3（2 亿）、澳门风云 3（2 亿）、唐人街探案（2 亿）
	海外电影	特种部队 2：全面反击（1 亿）、功夫熊猫 3（1 亿）、神偷奶爸（1 亿）
综艺	自制综艺	火星情报局第 2 季（12 亿）、暴走法条君（8 亿）、国民美少女（4 亿）
	版权综艺	中国新歌声（26 亿）、极限挑战第 2 季（23 亿）、王牌对王牌第 2 季（15 亿）
动漫		小猪佩奇（64 亿）、熊出没之夺宝熊兵（12 亿）、倒霉熊第 3 部（11 亿）

资料来源：优酷土豆、中信建投证券研究发展部

相较于腾讯视频和爱奇艺，优酷土豆的自制剧和自制节目数量和种类较少，对动漫、纪录片等其他板块的覆盖程度较低。虽然优酷土豆的自制剧和自制节目数量较少，但播放量较高，体现了优酷土豆的精品化内容的特点。比如，2016 年网络自制综艺播放量 TOP5 中，优酷土豆占据了三个席位。

表 22：2016 年网络自制综艺播放量 TOP10

排名	节目名称	播放量	播出平台
1	《爸爸去哪儿 4》	20.61 亿	优酷土豆、芒果 TV
2	《火星情报局 1》	10.47 亿	优酷土豆
3	《明星大侦探》	8.9 亿	芒果 TV
4	《暴走法条君》	8.04 亿	优酷土豆
5	《约吧大明星》	7.94 亿	腾讯视频
6	《黄金单身汉》	7.64 亿	芒果 TV
7	《偶滴歌神啊 3》	7.07 亿	爱奇艺
8	《作战吧偶像》	6.81 亿	腾讯视频
9	《妈妈是超人》	6.72 亿	芒果 TV
10	《拜托了冰箱 2》	6.3 亿	腾讯视频

资料来源：腾讯、中信建投证券研究发展部

相比于腾讯视频和爱奇艺，优酷土豆的用户上传资源比较丰富。优酷土豆单独开设了自频道、拍客频道、

原创频道、生活频道等频道供用户上传视频，聚集了大量自媒体资源。

图 45：优酷土豆 PC 端拍客页面



资料来源：优酷土豆官网、中信建投证券研究发展部

优酷土豆的自频道聚集了逻辑思维、BIG 笑工坊等优质原创内容。2016 年，优酷土豆自频道总数量已经超过 3000 万，总订阅达 10 亿人，月总观看量达 150 亿。

(2) 阿里大文娱的重要组成部分

阿里大文娱包括阿里影业、优酷土豆、阿里音乐、阿里体育、UC、阿里浏览器、阿里文学和阿里数娱。优酷土豆是阿里大文娱中不可缺少的重要板块。

图 46：阿里大文娱及淘宝合作



资料来源：中信建投证券研究发展部

优酷土豆拥有兴趣类数据，阿里拥有消费类数据。两项数据的结合将带动视频和电商产业链的打通，可基于用户行为实现精准营销。除此之外，优酷土豆与淘宝天猫开展合作，可满足用户购买视频周边产品需求，提升用户购物体验。

（二）视频消费方式及内容产业链变现手段

精品内容稀缺，无法提供丰富的付费内容层次结构。内容平台纷纷明确分账模式和变现方式，主要目的在于激发不同层次内容的供应，丰富内容层次，补足多元内容版图。对于互联网视频内容平台而言，头部内容吸引力的确定，对于会员收入和广告收入都有极大的促进作用，但更大的市场规模，能满足细分行业龙头的共生与发展，仅仅依托自制难以快速补齐不同层次的内容需求，以共赢方式推动全面的合作是现阶段最佳的方式。

分账模式本质上意味着内容平台与内容制作方（投资方）在风险上的共担和收益上的共享。对比单存的版权售卖的模式而言，一方面，内容平台难以预知观看量和对付费用户规模的提升情况下，存在版权费高估风险；另一方面，内容制作方（投资方）也能摆脱仅仅获取版权收入和少量的观看分成的收入天花板，分享更多的优质剧带给内容平台新增付费用户及广告分账收入。

总体而言，减小了内容平台在购买内容的风险，同时也加强了内容制作方在优质内容的收入预期，而多种变现模式结合的手段，预计将促进内容市场的丰富、满足更多层次用户需求。

1、网剧市场的合作与收益：明确细则，吸引优质内容

网剧市场采取会员收费分账与广告收入分账并重的方式，其中广告收入在短期内还将是最大的收入来源，但随着付费用户的比例提升，会员付费收益分成也将成为收入提升的重要增量。

表 23：网络剧分账对比

视频平台	合作模式	分账模式	分账特点
爱奇艺	授权播放，内容评级	会员付费分成； 广告分成；	根据爱奇艺评审委员会评审确定定价评级，对于分账收入有重大影响。
腾讯	分类合作播放	会员付费分成； 广告分成；	由于每部作品播放单价确定（10 元），集数越多，有效付费点播单价越低； 合作分类对于分成比例有重大影响
搜狐	授权播放	付费点播收益； 会员观看收益； 会员开通分成	提出开通新会员分成的全新利益分享机制；有效观看单价存在不确定性，需要协商确定

资料来源：娱影智库，中信建投证券研究发展部

网剧分账模式中会员付费分成和广告分成渐趋成熟，但是创新性的会员开通分账模式是否会刺激内容制作方（投资方）进行合作依然需要时间检验。

爱奇艺网剧分账模式：网剧评级进行优选

2016 年 5 月，爱奇艺公布了网剧合作的创新分账模式，在满足“每季 12 集，每集不低于 20 分钟”等的内容准入的条件下，对每一部网剧进行分级，根据制作质量、剧情、以及是否符合爱奇艺的内容价值观等把网剧分为 ABCD 四个级别。

表 24：爱奇艺网剧评级分账模式

公司	网剧评级	定价	合作方式	分成比例	分账模式
爱奇艺	A 级	10 元/季（部）	独家	50%	会员收费期分账+广告分账期分账

请参阅最后一页的重要声明



B 级	8 元/季（部）	独家	50%	会员收费期分账+广告分账期分账
C 级	6 元/季（部）	非独家	50%	会员收费期分账+广告分账期分账
D 级	4 元/季（部）	非独家	50%	会员收费期分账+广告分账期分账

资料来源：《爱奇艺网剧付费分账合作说明》，中信建投证券研究发展部

合作方分成=会员有效播放次数*每集单价*50%（有效播放：单集观看超过 6 分钟）

广告分账期分账金额=贴片广告收入*（1-运营成本比例）*分成比例

腾讯网剧分账模式：合作为王

2017 年 1 月，腾讯视频 PGC 影视组公布 2017 年网剧分账合作模式，更多的是以合作的方式，吸引优质内容的加入。

表 25：腾讯网剧合作分账模式

公司	合作模式	模式解析	播出方式	分成比例	分成金额
腾讯	S 类/A 类合作	腾讯视频参与出品的网络剧或者优质网络剧成片，支持平台自主排播，片方配合营销推广，可以获得腾讯视频优质资源支持。	付费播出	合作方分成比例为 70%。	付费分成+CPM 分成
	B 类合作	支持平台自主排播，达到腾讯视频付费播出标准，连续剧情，话题点足，片方配合自主营销，根据播出情况可以获得腾讯视频优质资源支持。	付费播出	合作方分成比例为 60%。	付费分成+CPM 分成
	C 类合作	无内容管控风险，影片制作质量佳、话题性足，片方可以根据需求选择独播或非独播合作，非独播合作要求全网播出时间及更新方式保持一致。	免费播出	无分成	无分成

资料来源：《腾讯视频【网络剧成片】合作模式及对接流程（2017 版）》，中信建投证券研究发展部

付费分成结算依据：有效付费点播次数（每付费用户播放单个付费视频时长超过 5 分钟的一次或以上的观看行为，记为一次有效付费点播）。

有效付费点播单价=10 元÷集数

分成收入=有效付费点播次数×有效付费点播单价×分成比例

CPM 分成结算依据：前贴片广告曝光次数（每 1000 次前贴片广告曝光记为 1 CPM）

CPM 收入=（前贴片广告曝光次数÷1000）×每 CPM 实际售卖价格

分成收入=CPM 收入×分成比例

搜狐视频网剧分账模式：付费新兵

2017 年 1 月，搜狐视频公布了新的网剧/网大分账模式，首次针对网剧/网大在常规的会员付费分账和广告分账之外增加了“会员开通分成”的概念，是针对优秀片源能提升搜狐付费会员数量而进行的利益共享机制。

表 26：搜狐网剧/网大合作分账模式

公司	收益分配方式	合作方式	分成比例	分成金额
搜 狐 视 频	单片点播收益 分配	独家	合作方分成 70 %	单个授权视频在付费期限内的收费价格为点播一次人民币 5 元。单片点播收入扣除搜狐视频运营成本（按照实际收入的 10% 计算）后的余额为可分成收益
		非独家	合作方分成 50 %	搜狐视频分成 50%，合作方分成 50 %
	会员观看收益 分配	/		按每次有效观看人民币 0.5 元或 1.0 元向合作方分成（观看 8 分钟以上为有效观看，同一会员多次观看同一授权视频视为一次有效观看）
	会员开通分成	/		对内容带来的新付费用户进行分账

资料来源：《搜狐视频网络剧/大电影视频业务合作协议》，中信建投证券研究发展部

目前，搜狐的收益分配模式中，存在一定的不确定性。

- 会员观看收益分成中，搜狐视频有权自行调整并确认分成金额，因此每次有效观看人民币 0.5 元或 1.0 元向合作方分成存在不确定性。
- 付费期限仍需协商确认，但对于非独播偏不得超过合作方授权搜狐视频外其他任何视频平台的付费服务期限。
- 分成期限是在付费期限内，搜狐视频向合作方就授权视频取得的用户付费收入向合作方支付收益分配的期限，具体仍需由搜狐视频和合作方协商确定。

2、互联网的独特势力，网络大电影

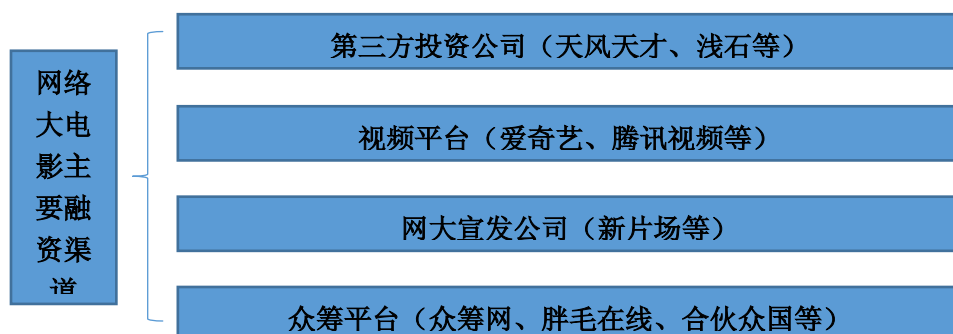
网络大电影的产业链与传统电影类似，目前已经逐渐较为完善，从融资、制作、发行以及渠道四大环节对比传统电影来看：网大的制作发行及竞争环境要求其制作周期更短、发行效率更高，同时低入门门槛使得融资环境更为宽松，小型制片方、投资公司、众筹均可以投资进入该领域。

对于内容制作方（投资方）而言，而分账模式、版权买断模式、保底加分成模式都有其优劣势。

分账模式下，对于文艺片等收视范围更为小众的影片，投资方往往难以达到盈亏平衡，存在亏损风险；

买断模式下，内容平台难以预知观看量和对付费用户规模的提升情况下，存在版权费高估风险。而对于优质内容，投资方也可能直接面临收入天花板。

保底加分成模式下，对于内容平台和内容制作方（投资方）而言风险收益都更为折中。

图 47：网络大电影融资渠道


资料来源：艺恩咨询，中信建投证券研究发展部

与网剧模式不同，网大主要通过内容付费分账模式盈利，而非广告分成。根据爱奇艺、腾讯等公布的网络大电影合作模式来看，对于优质内容的倾斜是内容平台龙头的重点策略。

爱奇艺网大分账特点：根据网大的质量，将其分为 A、B、C、D、E 五个等级，单价具不同。同时配套不同的营销政策，对优质内容在单价和营销分成上有倾斜。除此之外，爱奇艺依然保留广告分成模式，在影片付费期结束转成免费播放后，合作方可以通过广告分成的合作模式继续获取收益。

表 27：爱奇艺网络大电影分账模式

爱奇艺	级别	内容分成单价	内容分成付费期	营销分成	营销分成单价	营销分成付费期
独播						
	A 级	2.5 元	6 个月	可以申请	1) 0.5 元/有效付费点播, 2) 1.0 元/有效付费点播	影片上线首月
	B 级	2.0 元	6 个月	可以申请	同上	同上
	C 级	2.0 元	6 个月	不可申请	无	无
非独播						
	D 级	1.5 元	3 个月	不可申请	无	无
	E 级	0.5 元	3 个月	不可申请	无	无

资料来源：爱奇艺网络大电影合作模式及价值观说明 2017、中信建投证券研究发展部

腾讯视频网大分账特点：各个合作分类中，单价均没有区别。因此有效点击次数越多分账越多，且对优质内容有买断、保底和独播付费的倾斜。

表 28：腾讯视频网络大电影分账模式

腾讯	合作模式	内容分成付费期	播出方式	点击分账	分成模式
	S 类合作	6 个月	独播	/	腾讯参与出品，按照合作协议约定比例分成
	A 类合作	6 个月	独播	5 元/次点击	一次性买断收益权或保底分成（确保最低收益，



多出部分合作方分成比例为 70%)

B 类合作	独播 6 个月，全网 3 个月	可选独播或全网	5 元/次点击	合作方分成比例为 60%
C 类合作	独播 6 个月，全网 3 个月	可选独播或全网	5 元/次点击	合作方分成比例为 50%

资料来源：腾讯视频网络电影成片合作模式及对接流程 2017、中信建投证券研究发展部

在下一个专题中，我们将讨论分析基于用户数据的内容营销思路，并分享中美在版权保护路径上的异同。



分析师介绍

林寰宇：家电行业首席分析师，英国雷丁大学 ICMA Centre 投资管理硕士，6 年证券从业经历，2016 年 5 月加入中信建投证券。所在团队在新财富分析师评选家电行业 2014 年获第 4 名，2013 年第 2 名，2012 年第 3 名；水晶球分析师评选家电行业 2014 年第 3 名，2013 年第 2 名。

报告贡献人

王森泉 0755-23952703 wangsenquan@csc.com.cn

研究服务

社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

罗刚 15810539988 luogang@csc.com.cn

周瑞 18611606170 zhourui@csc.com.cn

刘凯 010-86451013 liukaizgs@csc.com.cn

上海地区销售经理

陈诗泓 021-68821600 chenshihong@csc.com.cn

邓欣 021-68821600 dengxin@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn

肖垚 021-68821631 xiaoyao@csc.com.cn

吉佳 021-68821600 jijia@csc.com.cn

朱丽 021-68821600 zhuli@csc.com.cn

杨晶 021-68821600 yangjingzgs@csc.com.cn

谈祺阳 021-68821600 tanqiyang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

深广地区销售经理

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

王留阳 0755-22663051 wangliuyang@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622