

证券研究报告—深度报告

传媒

Netflix 深度报告

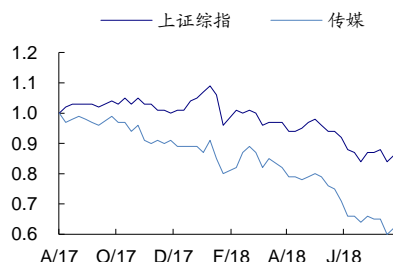
超配

(维持评级)

2018 年 08 月 15 日

一年该行业与上证综指走势比较

行业专题



相关研究报告:

《传媒行业 2018 年中报前瞻暨八月投资策略: 传媒行业整体业绩稳定, 影游板块增速维持上行》——2018-07-31  
《Opera 深度报告: 信息流大潮中, 老牌浏览器的重生》——2018-07-27  
《2018Q2 传媒板块基金持仓分析: 板块配置意愿下降, 持仓集中, 聚焦优质成长龙头》——2018-07-27  
《Netflix 深度报告: Netflix 崛起启示录: 把握行业红利, 内容及技术优势成就行业龙头》——2018-07-23  
《传媒行业 2018 年中期策略: “渠道流量+优质内容”迎新价值空间, 聚焦稀缺平台型标的及内容板块龙头》——2018-07-12

证券分析师: 张衡

电话: 021-60875160

E-MAIL: zhangheng2@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码:

S0980517060002

联系人: 侯帅楠

E-MAIL: houshuainan@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

# Netflix 崛起启示录系列二: 推荐算法暂难落地, 优质自制内容最具借鉴意义

## ● 技术篇: 对标 Netflix, 国产剧现状已超出视频推荐算法的适用边界

1) 内容形态: 国产剧以 50 集左右、单集长度在 45-55min 的大剧为主, 且制作水准不一, 缺乏优质内容沉淀, 观众试错成本较高; 美剧以 10 集左右、单集长度在 30-45min 左右的季播剧为主, 具备优质内容沉淀。2) 用户观剧习惯: 我国电视剧观众尚处于追逐头部内容阶段。从 2017 年我国电视剧播放的流量走势来看, 视频网站会在某一大剧播出期内吸引绝大部分流量, 而后被新的头部内容所取代, 部分头部剧评分较低, 重复观看次数较少, 优质长尾内容缺乏生存空间。3) 竞争环境: 优爱腾竞争持续胶着, 亟需头部大剧增加并巩固付费用户数。Questmobile 数据显示, 优爱腾每一部头部剧上线当天都伴随着用户付费占比的显著提升, 在 MAU、付费用户数非常接近的胶着状态下, 视频网站亟需头部内容巩固并增加付费用户数。

## ● 内容篇: 工业化生产自制独播剧最具借鉴意义

1) 路径对比: 优质制作内容是当前优爱腾的最优选择。在全力投入自制内容之前, Netflix 也曾面临头部内容溢价过高、版权剧“创收不创利”等问题。对标优爱腾现状, 我们认为, 优质自制剧是其最优选择, 一方面可以解决头部剧成本过高的问题, 同时, 平台也可根据观众及广告商需求, 把控剧集质量、特色, 达到人无我有的独播目的。2) Netflix VS 优爱腾: 收益分配合理性及工业化制作水平存在差距。收益方面, 美剧头部演员片酬仅占剧集总投资的 30%-40%, 剧组产业链各环节人员薪酬相对均衡; 国产剧头部明星片酬占到了剧集总投资的 70% 左右, 严重挤压了编剧、摄像、灯光、服装、道具等其他制作人员的利益, 拉低了国产剧的质量水平; 工业化制作方面, Netflix 的自制剧背靠好莱坞等大型制作企业, 剧作各环节均由专业团队完成, 流水线作业保证了作品质量的稳定性, 而国产剧各环节仍以个人作战为主, 生产环节缺乏质量把控, 导致了剧作水准的参差不齐。

## ● 优爱腾网剧自制现状: 网剧工业化制作已悄悄发轫

《河神》及《白夜追凶》是国产网剧工业化的代表性作品, 验证了精品网剧无超强卡斯+工业化制作的成功逻辑。《河神》的制作团队工夫影业是以陈国富导演为核心, 集结业内优秀编导、制片人以及各部门主创的专业化影视剧制作团队, 该剧主演均为李现、张铭恩等新人演员, 一经推出便广受关注, 斩获豆瓣 8.2 分高分; 《白夜追凶》制作方五元文化被称为“网剧第一厂牌”, 代表作包括《灭罪师》、《画江湖之不良人》等超级网剧, 该剧主演为潘粤明、王泷正、梁缘等非流量明星, 以精良的制作水准和叙事情节而广受好评, 该剧豆瓣评分高达 9.0 分, 并成为首部被 Netflix 买下的“出海”网剧。

## ● 投资建议: 看好国内视频网站及影视剧龙头长期成长空间

1) 纵观国内视频媒介的发展, 从电视台线性排→PC 互联网端→移动互联网端, 时代和技术红利下带动国内视频网站经历十几年发展, 视频网站用户红利期已过; 存量用户竞争及用户付费深耕下, 优质内容长期来看都将是国内视频网站竞争的重点。

2) 对于上游影视剧制作公司而言, 一方面, 视频平台对外购版权内容投入规模的持续增长, 为影视内容公司带来收入总量规模成长空间; 我们以爱奇艺为代表测算, 2018-2020 年外购版权内容规模复合增速约在 32%。另一方面, 视频网站自制内容以外包模式为重, 影视剧内容公司分享视频网站长期成长红利。因此投资建议上, 我们看好具备头部精品剧打造能力的影视剧龙头公司成长空间, 推荐头部内容打造能力强、市场地位有望不断优化的影视剧龙头华策影视、

慈文传媒，以及稀缺视频平台标的芒果超媒。

- **风险提示：** 行业监管政策的风险；行业竞争加剧的风险；原创剧市场表现不达预期风险等。

### 重点公司盈利预测及投资评级

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)		PE	
					2018E	2019E	2018E	2019E
300133	华策影视	买入	9.39	16,662	1.41	2.12	6.7	4.4
002343	慈文传媒	增持	13.43	6,379	0.86	7.94	15.6	1.7
300413	芒果超媒	买入	39.88	39,482	6.23	9.40	6.4	4.2

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理预测

## 内容目录

<b>1、导语：Netflix 崛起启示，他山之石，可否攻玉？</b>	<b>5</b>
<b>2、技术篇：短期来看，视频推荐算法在优爱腾难以应用</b>	<b>6</b>
内容形态：国产剧已超出推荐算法的适用边界	6
用户观剧习惯：缺乏优质内容沉淀，长视频市场流量高于存量	8
视频网站端：竞争胶着，头部剧仍决定其生存状态	9
<b>3、内容篇：工业化生产自制独播剧最具借鉴意义</b>	<b>9</b>
优爱腾内容困境：头部版权剧溢价过高，自制独播是最佳选择	9
Netflix VS 优爱腾：收益分配合理性及工业化制作水平存在差距	10
优爱腾网剧自制现状：网剧工业化制作已悄悄发轫	15
受益环节：具备优质头部制作内容的公司短期内仍将受益	17
<b>5、投资建议：看好国内视频网站及影视剧龙头长期成长空间</b>	<b>18</b>
<b>6、风险提示</b>	<b>19</b>
<b>附表：中美主要视频类上市公司信息</b>	<b>19</b>
<b>国信证券投资评级</b>	<b>20</b>
<b>分析师承诺</b>	<b>20</b>
<b>风险提示</b>	<b>20</b>
<b>证券投资咨询业务的说明</b>	<b>20</b>

## 图表目录

图 1: 视频推荐算法的试用边界及国产剧特征 .....	6
图 2: 近期播出 50 部美剧 VS 国产剧平均集数 .....	6
图 3: 近期播出 50 部美剧 VS 国产剧平均时长 .....	6
图 4: 《欢乐颂》中女主角安迪使用道具廉价 .....	7
图 5: 美剧《大空头》道具相对精良 .....	7
图 6: 近期 50 部美剧 VS 国产剧评分情况 .....	7
图 7: 2017 年头部剧百度搜索指数 .....	8
图 8: 2017 年 2-9 月爱奇艺头部剧播放趋势 .....	8
图 9: 2014.07-2018.06 优爱腾 MAU 走势 .....	9
图 10: 2017 年 11 月-2018 年 4 月优爱腾付费行为情况 .....	9
图 11: Netflix 外购版权剧时期发展路径分析 .....	9
图 12: 视频平台应大力发展自制内容的原因 .....	10
图 13: 国内电视剧制作所处阶段及所涉及的人力劳动 .....	11
图 14: 美剧《老友记》及《权利的游戏》投入 .....	11
图 15: 美剧《大空头》道具相对精良 .....	11
图 16: 国内头部明星片酬过高 .....	11
图 17: 《实习医生格蕾》中乔治车祸身亡 .....	13
图 18: 美剧的“工业化”制作流程 .....	14
图 19: Netflix 优质独播美剧列表 .....	14
图 20: 《花千骨》中鸚鵡特效失真 .....	15
图 21: 张纪中版《西游记》特效失真 .....	15
图 22: 《河神》正片无调色截图 1 .....	15
图 23: 《河神》正片无调色截图 1 .....	15
图 24: 《白夜追凶》豆瓣评分高达 9.0 分 .....	16
图 25: 2017 年 Top5 版权剧及网剧总播放量 (亿) .....	17
表 1: 美国知名编剧代表作及学历信息 .....	12
表 2: 2016-2017 年头部网剧详细信息列表 .....	16
表 3: 核心标的投资逻辑梳理 .....	18
表 4: 重点公司盈利预测及投资评级 .....	19
表 5: 中美主要视频渠道类上市公司信息一览 (亿元) .....	19

# 1、导语：Netflix 崛起启示，他山之石，可否攻玉？

在 Netflix 系列深度报告一《Netflix 崛起启示录：把握行业红利，内容及技术优势成就行业龙头》中，我们从纵向历史进程和横向对比两个视角梳理了 Netflix 领跑美国流媒体行业的原因及路径。纵向来看，Netflix 的崛起离不开底层分发技术的突破和时代的红利：

## ■ 1997-2004 年

DVD 巨头 Blockbuster 的滞纳金制度及重资产商业模式让 Netflix 在增强用户体验方面有了可乘之机，凭借取消滞纳金、会员制度和在线轻资产运营模式，Netflix 出奇制胜，成为了 DVD 租赁领域的绝对巨头。

## ■ 2005-2010 年

**底层内容分发技术突破提供转型契机，DVD 租赁时期垂直粉丝积累优势显著。**该阶段内，美国流媒体信号传输技术既可以做到全国甚至全球覆盖，又能有效降低成本，使互联网内容分发形式有了重大突破。同时，传统有线电视价格高昂、线性排播的模式隐藏了重大机遇，Netflix 在 DVD 租赁业务中内嵌流媒体内容分发服务，将 DVD 流量垂直导入流媒体播放业务，成功转型流媒体平台。

## ■ 2011-至今

**全面转型流媒体，聚焦原创内容高筑护城河。**在全面转型流媒体时期，Netflix 以精品原创自制剧打响了“奈非出品、必属精品”的口号，并凭借《纸牌屋》、《女子监狱》、《铁杉丛林》等高端自制剧横扫艾美奖，成为了中国乃至世界在线视频领域的对标对象。

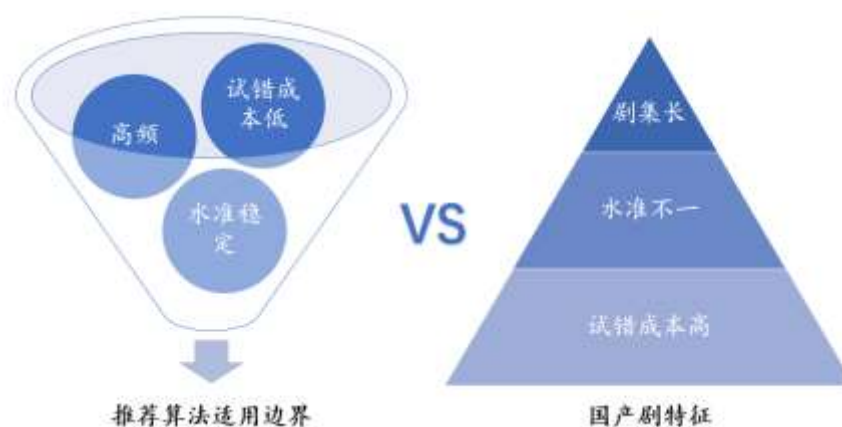
**横向来看，相比于 Amazon、Hulu、Youtube 等视频网站，Netflix 的视频推荐算法及精品原创内容对网站的发展不可小觑。**通过对我国在线视频的内容形态、用户观剧习惯及竞争环境进行研究，我们认为以下两点是 Netflix 跑赢众多流媒体对手的重要原因：1）技术方面，视频推荐算法在我国遇到了适用边界，在没有足够优质内容沉淀及用户观剧习惯尚未成熟的情况下，该算法短期内难以应用；2）内容方面，精品原创剧使 Netflix 的付费用户数得到了较大增长，同时优质独播内容沉淀也使其护城河高筑。本篇报告中，我们将从技术和内容两方面详解 Netflix 崛起对优酷的借鉴意义。

## 2、技术篇：短期来看，视频推荐算法在优爱腾难以应用

内容形态：国产剧已超出推荐算法的适用边界

Netflix 短小、精悍、快节奏的季播剧使推荐算法有了用武之地，而优爱腾动辄 50-70 集的大剧让推荐算法稍显鸡肋。我们认为推荐算法只适用于质量稳定、高频、试错成本较低的内容，如图文、音乐、短视频等，这也是“头条系”产品崛起的逻辑之一。同时，移动端搜索引擎体验不佳、内容资讯信息过载等诸多因素使移动端的推荐算法有了用武之地，而质量水准不一、试错成本较高的重度国产剧显然已超出其适用范围。

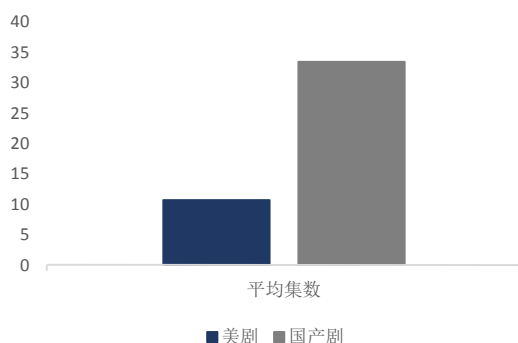
图 1：视频推荐算法的试用边界及国产剧特征



资料来源：国信证券经济研究所整理

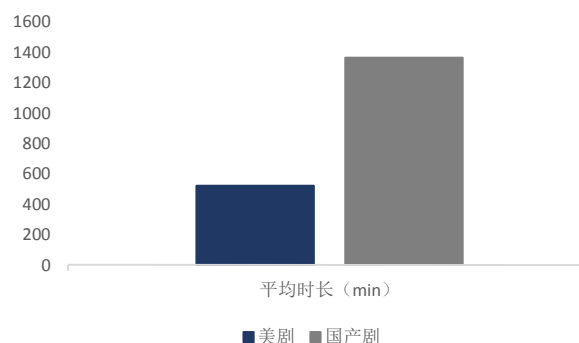
**剧集长度：**节奏紧凑的季播美剧更适用于推荐算法，而剧情进展缓慢、动辄几十集的重度国产剧试错成本较高，导致了推荐算法的“南橘北枳”。从剧集长度上来看，美剧以 10 集左右、单集长度在 30-45min 的季播剧为主，节奏紧凑、平均制作水准较高；而国产剧以 50 集左右、单集长度在 45-55min 的大剧为主，制作水准相对较低。在近期播出的 50 部美剧及国产剧中，美剧的平均集数为 10.68 集，国产剧平均集数为 33.4 集；美剧的总时长为 520.96 分钟，国产剧为 1362.3 分钟。

图 2：近期播出 50 部美剧 VS 国产剧平均集数



资料来源：豆瓣电影，国信证券经济研究所整理

图 3：近期播出 50 部美剧 VS 国产剧平均时长



资料来源：豆瓣电影，国信证券经济研究所整理



**质量水准：**国产剧与美剧差距较大，从中美两国头部剧《欢乐颂 2》及《华尔街 2：金钱永不眠》的细节中即可窥斑见豹。在国产剧《欢乐颂 2》中，人设为华尔街投资银行高管的顶级金融精英安迪用于查看金融行情的软件为免费的同花顺及大智慧，甚至出现过利用炒单+高杠杆做空包氏集团等与常识相悖的言论，曾在网络上引发过“安迪式做空”的话题。相比之下，美国电影《大空头》中，“蝙蝠侠”扮演的男主角工作设备相对专业，剧情设置合理；同类美剧《华尔街 2：金钱永不眠》也因其剧作逻辑自洽、制作精良的情节设置，不紧不慢的叙述节奏而广受好评。体现在数据上，近期播出的 50 部美剧平均得分为 8.0 分，而国产剧为 6.3 分，这说明国产剧缺乏优质内容沉淀。

图 4：《欢乐颂》中女主角安迪使用道具廉价



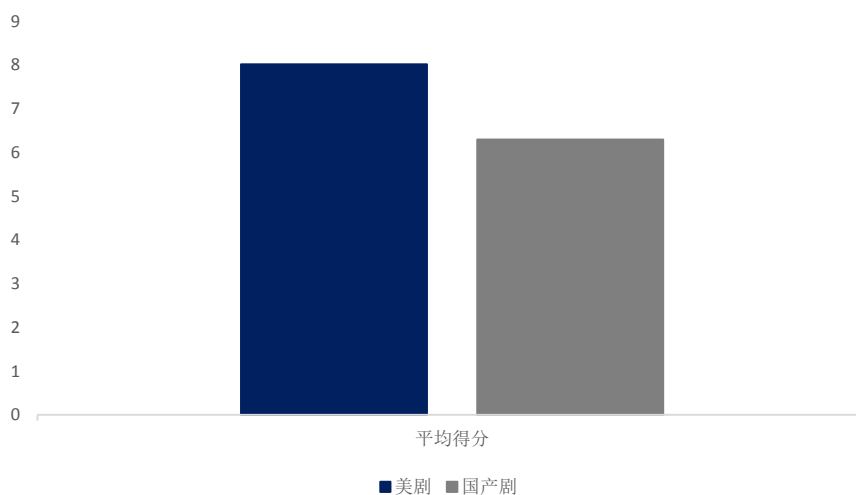
资料来源：爱奇艺，国信证券经济研究所整理

图 5：美剧《大空头》道具相对精良



资料来源：Netflix，国信证券经济研究所整理

图 6：近期 50 部美剧 VS 国产剧评分情况



资料来源：豆瓣电影，国信证券经济研究所整理

## 用户观剧习惯：缺乏优质内容沉淀，长视频市场流量高于存量

用户端：头部大剧及话题性引领剧集搜索热度，我国视频用户注意力显著聚焦于头部内容。回顾 2017 年国产剧市场，无论是古装偶像剧《三生三世十里桃花》，还是现实题材大剧《人民的名义》、《我的前半生》，亦或是大女主剧《那年花开月正圆》，其百度搜索指数均在其播出期间内呈爆发式增长，而后被新的流行剧所取代，在播出后一年内基本不会引发二轮收视高峰，这说明当前国内的长视频市场只有流量显著高于存量，用户的时间主要被头部大剧所吸引。

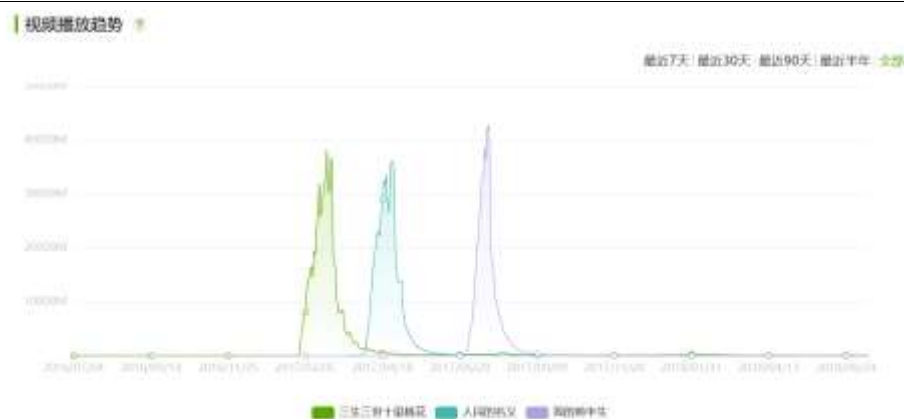
图 7：2017 年头部剧百度搜索指数



资料来源：百度指数，国信证券经济研究所整理

流量端：从 2017 年爱奇艺的播放情况来看，头部大剧会在播放期间内汇集大部分流量，引领视频网站的流量走势。流量端来看，2017 年热播大剧中，从《三生三世十里桃花》、《人民的名义》、《我的前半生》和《那年花开月正圆》四部大剧的无缝对接中可以看出，视频网站为拉新及巩固会员数量，源源不断输送大 IP+大制作+大明星的爆款剧，而观众在不断的迭代中被一个个爆款话题引领，微信订阅号、朋友圈、知乎、论坛中充斥着热剧营销，观众无需选择，也无从选择，优爱腾在“抢人”的焦虑中快节奏输出大剧，观众在一波波热剧的浪潮中不断追逐热点、随波逐流。

图 8：2017 年 2-9 月爱奇艺头部剧播放趋势



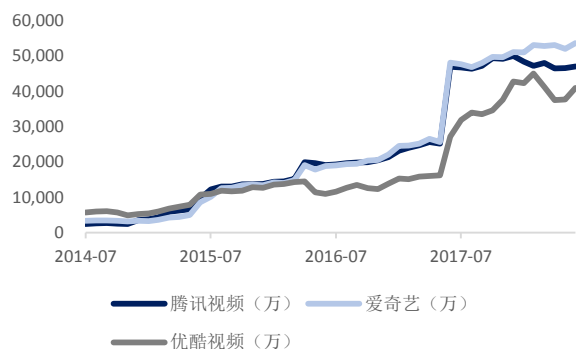
资料来源：爱奇艺指数，国信证券经济研究所整理



## 视频网站端：竞争胶着，头部剧仍决定其生存状态

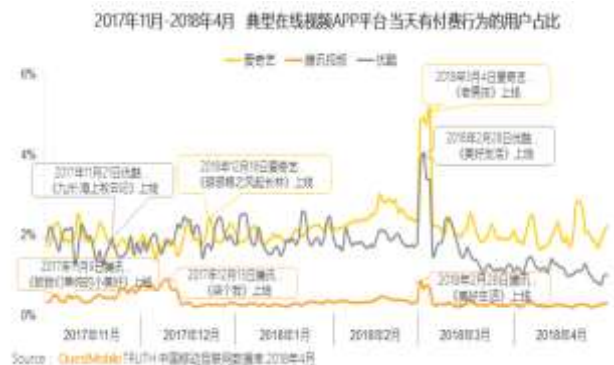
Questmobile 数据显示，对优酷、腾讯和爱奇艺三大视频网站而言，每一部大剧上映当天都伴随着付费行为的显著增加。当前我国视频网站竞争异常激烈，MAU 相对接近，付费会员拉新是当前阶段的主要目标。2017 年 11 月-2018 年 4 月，每一部大剧的上线都伴随着用户付费行为的增加，如 2017 年 12 月，《柒个我》上线使腾讯视频用户付费占比显著提升，2018 年 2 月，《美好生活》上线，导致优酷付费用户占比接近 4%，2018 年 3 月，《老男孩》上线导致爱奇艺付费行为用户占比超过 5%。

图 9：2014.07-2018.06 优爱腾 MAU 走势



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 10：2017 年 11 月-2018 年 4 月优爱腾付费行为情况



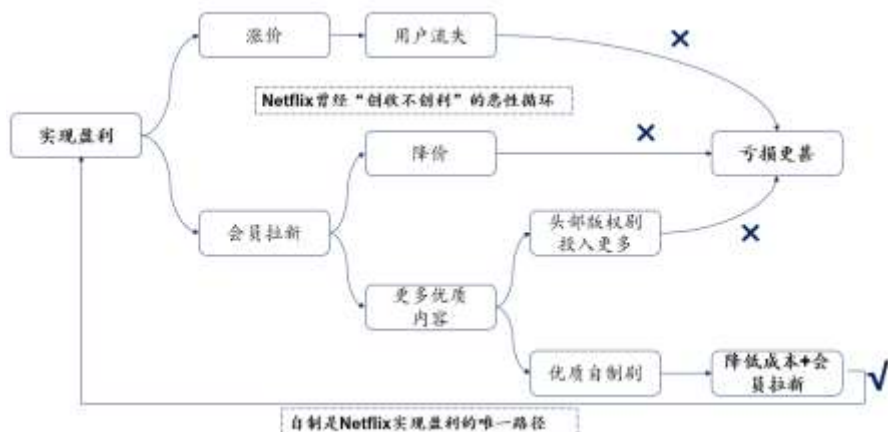
资料来源：Questmobile，国信证券经济研究所整理

## 3、内容篇：工业化生产自制独播剧最具借鉴意义

### 优爱腾内容困境：头部版权剧溢价过高，自制独播是最佳选择

优爱腾版权投入持续拉高，头部版权剧“创收不创利”是三者的共同现状。回顾 Netflix 发展史，优爱腾当前所面临的头部版权剧“创收不创利”的困境 Netflix 也曾遭遇。例如，公司购买《广告狂人》7 季的内容费用在 7500 万美元到 1 亿美元之间，平均单集费用高达 100 万美金，《行尸走肉》、《绝命毒师》、《神探夏洛克》、《豪斯医生》和《绯闻女孩》等大热剧的独播权价格也曾因竞争激烈而水涨船高。与当前的优爱腾现状类似，在没有大力投入原创独播剧之前，Netflix 也曾陷入涨价和会员拉新导致亏损更甚的恶性循环。对比 Netflix 的崛起之路，我们认为，聚焦优质独播自制内容，是优爱腾的最佳选择。

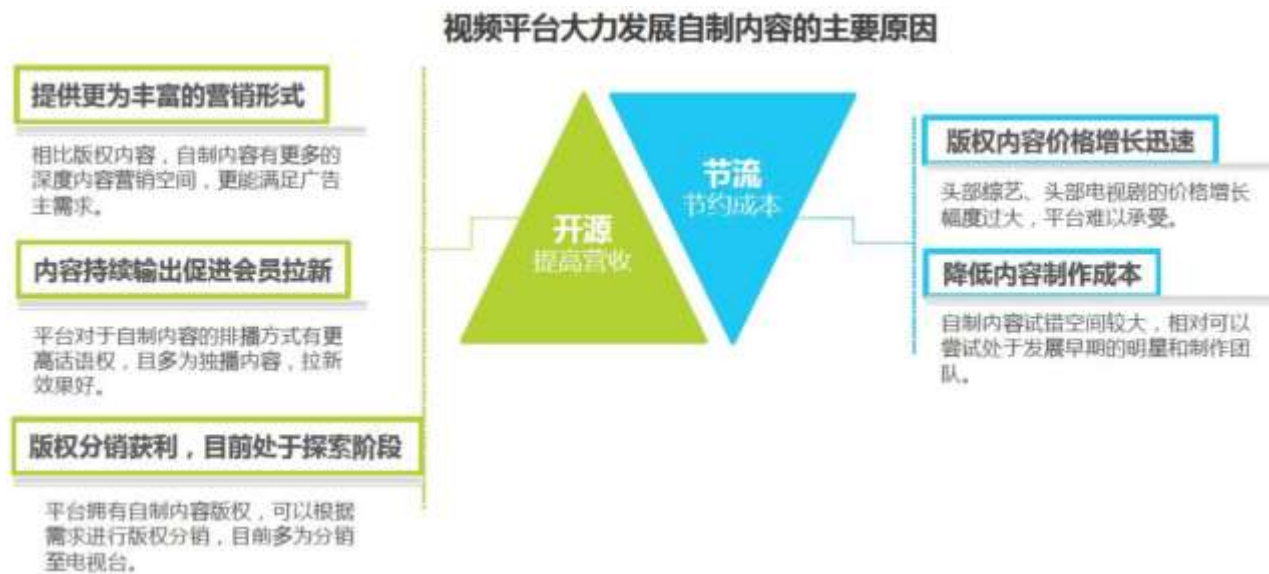
图 11：Netflix 外购版权剧时期发展路径分析



资料来源：国信证券经济研究所整理

开源节流及独播是优爱腾应聚焦自制内容的关键因素。在视频行业发展早期，平台更多承担了分发渠道的角色，用户在进行平台选择时对内容粘性显著高于对平台的粘性，且进行版权内容播放时，需与电视台进行协同播放，在播放时间、方式上受限较多，难以维持用户长期留存。相比之下，平台对自制内容的排播方式拥有更高的话语权，且独播内容拉新效果更好，相比于版权内容，自制内容拥有更多的深度内容营销空间，更能满足广告主的需求。制作成本方面，平台的自控能力较强，可以尝试发展早期的艺人，试错成本较低。

图 12：视频平台应大力发展自制内容的原因



资料来源：艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理

## Netflix VS 优爱腾：收益分配合理性及工业化制作水平存在差距

### ■ 剧组人员收益分配

电视剧制作分为剧本选择、剧组筹建、拍摄、后期制作及发行几大阶段，为人工劳动密集型行业，工业化水平及人员利益驱动决定产品的质量水准。剧本选择阶段涉及到签约作者写作或剧本购买；剧组筹建阶段涉及编导部门、摄影部门、制片部门和演员四个部分，剧组用人很大程度上受到经济方面的制约，

经济实力雄厚的剧组能请到名气较大和演员和技术水平较高的技术人员。拍摄阶段涉及到布景、化妆、服装、道具等人力劳动；后期制作阶段涉及到精修细编、配音响效果、配音乐、混合录音、字幕制作和光学效果，部分还包括录音、作曲、乐队、演唱、音响、动画等人员的艺术创作。

图 13：国内电视剧制作所处阶段及所涉及到的人力劳动



资料来源：国信证券经济研究所整理

**人员利益分配：美剧酬劳分配相对均衡，国产剧头部明星片酬占总投资的 60%-70%。** Foxmax 数据显示，美国艺人片酬占剧集总投资的 30-40%，例如《权力的游戏》单集成本约 600 万美元/集，其中绝大部分花费用于布景特效，演员成本占比较低；而国产剧片酬分配向头部明星倾斜严重，头部艺人收入占剧集总投资的 70%左右。新丽传媒报告显示，头部大戏《如懿传》中，周迅和霍建华的片酬分别为 5350 万元及 5071.7 万元，二人合计片酬超过全部投资的 1/3，再加上剧中知名演员张均甯、董洁、辛芷蕾、童瑶、胡可、邬君梅等知名演员的酬劳，艺人片酬占据了总投资的绝大部分，严重挤压了产业链其他环节的人员收入，从而限制了剧集的质量水平。

图 14：美剧《老友记》及《权力的游戏》投入



资料来源：Foxmax 金融圈，国信证券经济研究所整理

图 15：美剧《大空头》道具相对精良



资料来源：Foxmax 金融圈，国信证券经济研究所整理

图 16：国内头部明星片酬过高

【当红电视剧演员片酬一览】

					
周迅 《如懿传》 9500万	Angelababy 《孤芳不自赏》 8000万	孙俪 《半月传》 6000万	赵薇 《虎妈猫爸》 4000万	范冰冰 《武媚娘传奇》 3000万	高圆圆 《咱们结婚吧》 2500万
					
吴亦凡 报价 1.2亿	鹿晗 报价 0.8-1亿	杨洋 报价 7000万	钟汉良 实价 5000万	严屹宽 《隋唐演义》 4000万	张翰 《传奇大亨》 3500万

资料来源：腾讯科技，国信证券经济研究所整理

美剧编剧的地位至关重要，创作者的“强势”带给了他们与大明星博弈的资本。美国电视剧产业采用大工业生产化方式，强调生产的连续性，因此编剧的地位至关重要，他们决定了故事的走向和细节，是一部电视剧的总指挥，统观全局，在整个生产过程中及收益分配上均享有权威性，部分位列一线的编剧甚至会兼做制作人，参与分红并对剧集拥有绝对的决定权。以反恐题材的《24 小时》为例，该剧共启用了 16 位编剧、10 位导演和 6 位执行制片。虽然每集的导演、编剧风格不尽相同，但由于事先作了通盘考虑，每季的 24 集看起来一气呵成。

表 1：美国知名编剧代表作及学历信息

剧名	编剧	毕业学校/学历
豪斯医生 ( House )	David Shore	多伦多大学法学院
白宫风云 ( The West Wing )	Aaron Sorkin	雪域大学音乐学院文学学士
越狱 ( Prison Break )	Paul Scheuring	加州大学洛杉矶分校电影电视院
犯罪心理 ( Criminal Minds )	Jeff Davis	南加州大学编剧学士
绝望的主妇 ( Desperate Housewives )	Marc Cherry	加利福尼亚州立大学
实习医生格蕾 ( Grey's Anatomy )	Shonda Rhimes	南加州大学编剧学士
24 小时 ( 24 )	Joel Surnow	加州大学洛杉矶分校电影学院
律师风云 ( Boston Legal )	David E. Kelly	普林斯顿大学政治系
广告狂人 ( Mad Man )	Matthew Weiner	南加州大学
真爱如血 ( True Blood )	Alan Ball	乔治亚大学，佛罗里达州立大学
老爸老妈浪漫史 ( How I Met Your Mother )	Carter Bays	卫斯理大学
生活大爆炸 ( The Big Bang Theory )	Chuck Lorre	纽约州立大学



邪恶力量 ( Supernatural )	Eric Kripke	南加州大学
我为喜剧狂 ( 30 Rock )	Tine Fey	弗吉尼亚大学戏剧学士
绝命毒师 ( Breaking Bad )	Vince Gilligan	纽约大学电影制作学术学士
绯闻女孩 ( Gossip Girl )	Josh Schwartz	南加州大学电影学院
英雄 ( Heros )	Tim Kring	南加州大学电影艺术专业
老友记 ( Friends )	David Crane	布兰迪斯大学
迷失 ( Lost )	J.J Abrams	莎拉劳伦斯学院
火线重案组 ( The Wire )	David Simon	马里兰大学帕克分校

资料来源：腾讯科技，国信证券经济研究所整理

美国编剧可有效制约头部明星行为，有助于肃清行业环境。知名度较高的美剧拍摄周期高达几年，编剧们除了会根据角色的人气来决定角色的命运外，对于那些合约到期或无法处理好与剧组、编剧关系的明星们，随时可能终止其在剧中的演出。例如，《绝望主妇》中的“伊迪”与该剧“掌舵者”制片人兼编剧马克切利之间曾爆发过非常尖锐的矛盾，出人意料地在雨夜开车撞上电线杆身亡；《实习医生格蕾》中元老级人物乔治医生经常擅自修改剧本和台词，与其他主创的关系紧张发生矛盾影响剧组进度，最终被迫解约。

图 17:《实习医生格蕾》中乔治车祸身亡



资料来源：电驴大全，国信证券经济研究所整理

## ■ 工业化制作水平

**Netflix 自制剧工业化自制水平较高：**Netflix 的自制品通常是由第三方公司进行制作，公司以投资等方式参与，并作为发行商获得一定的首播权，达到“人无我有”的最终目的。Netflix 的自制剧背靠好莱坞等大型制作企业，工业化水平极高，编剧、导演、道具、服装、摄像等角色都是工业化流水线上的非常重要一环，工业化生产保证了作品质量的稳定性。其电视剧的生产已经形成了一整套流水线制作方式。在整个制作过程中，除了最初的创意可能由个人提出外，其余的生产环节，包括剧本创作、情节设置、对白撰写、现场导演、后期制作、

推广宣传等都是由团队分工合作、流水线生产完成的。

图 18: 美剧的“工业化”制作流程



资料来源：国信证券经济研究所整理

**“不完全型”直播分离制度使劣质美剧的淘汰率更高，观众可直接参与优质剧集的选择。**与国内较为普遍的电视剧制作完毕后一次性卖给电视台的“完全型”制播分离不同，美国电视剧的生产采用“不完全型”制播分离，拥有严格的评价体系来决定剧集的去留，很多老剧播出多年后会进入疲倦期，如果没有新意来维持观众的注意力，续季就很容易直接被砍掉。收视差、观众反响不佳的美剧大多都会面临被砍的结局。在情节的铺展中，“三分钟一个高潮，五分钟一个悬念，八分钟悬念需要破解”的叙事方式成为其屡试不爽制胜的法宝。

图 19: Netflix 优质独播美剧列表

原创剧集	制作公司	备注
《纸牌屋》	MRC	第五季已续订
《女子监狱》	狮门影业、Titled Production	口碑效益双丰收
《杰茜卡·琼斯》	漫威影业、ABC Studio	漫威合作四部曲之一
《超感猎杀》	安纳丘斯制作公司、Studio JMS 等	《黑客帝国》导演沃卓斯基姐弟作品
《无境之兽》	Participant Production 等	Netflix 出品的第一部剧情电影

资料来源：三文娱，国信证券经济研究所整理

**与 Netflix 相比，国产自制剧的工业化程度还有非常大的进步空间。**首先，在编剧环节，与美剧分工明确、动辄 10 人以上的专业编剧团相比，中国自制剧编剧多为孤军奋战模式，以一己之力包揽情节设计、提纲编写、对白设计、总编剧等多重职责，服装、道具、灯光等环节缺少严格的质量把控，品控环节的层层失守导致叙事剪辑不过关、台词穿越、逻辑混乱等情况时有发生。其次，在后期制作方面，由于时间及资金成本投入差距，使国产剧特效与美剧差距较大。国产剧的制作周期相对较短、剧集较长，前期拍摄会占用绝大部分时间，后期制作时间压缩会严重影响特效效果。例如，《新西游记》的拍摄时间为 2 年，但特效制作时间仅为半年，对于一部特效占比较高的电视剧而言相对仓促。资金方面，制作方对特效的投资力度远远不及美剧。例如，全长 70 集，特效镜头共 10 万秒的新《西游记》，特效制作成本只有 1500 万，平均特效费用为 150 元/秒；而特效效果较好的国产剧萌宠一秒钟特效花费达 4000 元。



图 20:《花千骨》中鹦鹉特效失真



资料来源: 橘子娱乐, 国信证券经济研究所整理

图 21: 张纪中版《西游记》特效失真



资料来源: 橘子娱乐, 国信证券经济研究所整理

### 优爱腾网剧自制现状: 网剧工业化制作已悄悄发轫

2017 年暑期档头部网剧《河神》和《白夜追凶》工业化制作水平较高, 优质内容屡获认可, 我国网剧制作已进入精细化及工业化初级阶段。《河神》是由爱奇艺、工夫影业联合出品的悬疑探案网络剧, 其制作团队工夫影业以陈国富导演为核心, 集结业内优秀编导、制片人以及各部门主创, 从事影视项目投资、策划开发、制作拍摄和营销定位等全方位业务, 参与策划、制作和监制的作品包括《风声》、《天下无贼》、《画皮》和《狄仁杰》系列; 参与投资或制作的影视项目有《寻龙诀》、《少年班》、《火锅英雄》、《北上广不相信眼泪》等。豆瓣评分显示,《河神》在打光、布景、服化道这些硬水平上匠心独运, 不输大片的质感提升了剧作整体的气韵, 也斩获了豆瓣 8.2 分的佳绩。

图 22:《河神》正片无调色截图 1



资料来源:《河神》, 国信证券经济研究所整理

图 23:《河神》正片无调色截图 1



资料来源:《河神》, 国信证券经济研究所整理

《白夜追凶》是由优酷视频出品, 王伟执导的中国首部硬汉派悬疑推理剧, 斩获了豆瓣 9.0 的高分。《白夜追凶》制作方五元文化于 2015 年 12 月成立, 因出品《白夜追凶》、《灭罪师》、《画江湖之不良人》等超级网剧而被市场认可, 成为“网剧第一厂牌”。该团队成立了包括导演、编辑、剪辑、海报制作等环节在内的弧光联盟, 在品控各环节的层层把控, 才有了后续潘粤明一人分饰两角的精彩表现, 演技派明星潘粤明也凭借此片再度翻红, 成为了网友热议的对象。《白夜追凶》的成功验证了在国内不请流量明星、没有大 IP 加持的精品剧爆红的逻辑。

图 24:《白夜追凶》豆瓣评分高达 9.0 分



资料来源: 豆瓣电影, 国信证券经济研究所整理

数款爆款网剧未启用流量及头部明星, 投资向布景、道具等制作环节倾斜。回顾 2017 年的口碑网剧, 无论是悬疑题材的《河神》、《白夜追凶》、《无证之罪》和《鬼吹灯之黄皮子坟》, 还是青春题材的《你好, 旧时光》、《春风十里不如你》、《致我们单纯的小美好》, 几乎都没有使用流量演员或大咖, 以其精良的制作或精彩的剧本设置完成口碑营销, 成为较好又叫座的精品剧集。例如, 由爱奇艺出品的《无证之罪》主演为秦昊和邓家佳, 豆瓣评分高达 8.2 分, 总播放量突破 5 亿次; 由张一山, 常戎出演的《余罪第一季》豆瓣评分高达 8.2 分, 总播放量高达 21 亿次。

表 2: 2016-2017 年头部网剧详细信息列表

剧名	播放平台	主演	类型	出品方	豆瓣评分	总播放量 (亿)
白夜追凶	优酷土豆	潘粤明, 王泷正, 梁缘等	悬疑、罪案、推理、剧情	优酷、公安部金盾文化影视中心北京凤仪传媒、五元文化传媒	9.0	58.4
一起同过窗	腾讯视频	武雨泽, 徐晓璐, 庞瀚辰等	校园、青春、励志、喜剧	上海见独影视有限公司	8.9	8
最好的我们	爱奇艺	刘昊然, 谭松韵, 王栎鑫等	青春、校园、情感	北京爱奇艺科技有限公司	8.8	33.1
小戏骨·白蛇传	腾讯视频	陶奕希, 周芷莹, 刘戴恩等	爱情, 神话, 古装, 少儿	湖南广播电视台	8.4	-
无证之罪	爱奇艺	秦昊, 邓家佳, 姚橹等	犯罪、悬疑	爱奇艺、北京华影欣荣影业有限责任公司	8.2	5.1
河神	爱奇艺	李现, 张铭恩, 王紫璇等	传奇、探案、悬疑	爱奇艺, 工夫影业	8.2	20.3
余罪第 1 季	爱奇艺	张一山, 常戎, 吴优等	悬疑、犯罪、剧情、刑侦	爱奇艺、新丽传媒、天神娱乐	8.2	21.9

画江湖之不良人	爱奇艺, 搜狐视频, 乐视网, 腾讯视频, PPTV		大型三维成人 武侠动画连续 剧	北京若森数字科技有限公司	8.1	-
大军师司马懿 之军师联盟	优酷视频	吴秀波, 李晨, 刘涛等	古装、历史	盟将威影视、华利文化传媒、 不二文化、印纪娱乐传媒	8.1	70.1
鬼吹灯之精绝 古城	腾讯视频	靳东, 陈乔恩, 赵达等	冒险、悬疑、惊 悚	企鹅影视、梦想者电影、东阳 正午阳光影视有限公司	8.0	48

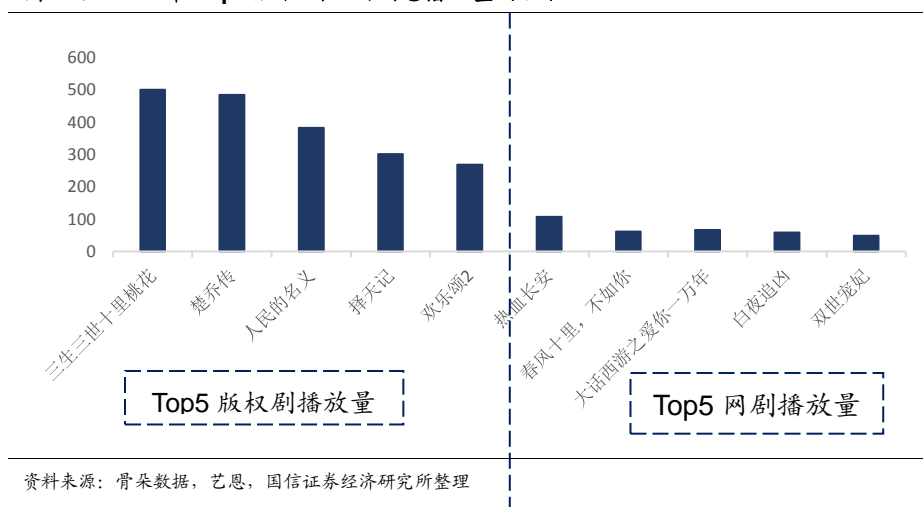
资料来源: 各视频平台, 国信证券经济研究所整理

### 受益环节: 具备优质头部制作内容的公司短期内仍将受益

**优爱腾与 Netflix 的自制剧差异主要体现在利益分配和工业化制作水平两大方面。**利益分配方面, 2017 年 9 月, 中国广播电影电视社会组织联合会电视制片委员会、中国广播电影电视社会组织联合会演员委员会、中国电视剧制作产业协会、中国网络视听节目服务协会联合发布了《关于电视剧网络剧制作成本配置比例的意见》,《意见》规定,“全部演员的总片酬不超过制作总成本的 40%, 其中, 主要演员不超过总片酬的 70%, 其他演员不低于总片酬的 30%。我们认为, 头部明星片酬需要主要是由市场需求及其流量号召能力所决定, 短期内“限酬令”并不能立即改变剧组全部投资向头部明星倾斜的现状。而影视剧的工业化制作水平包含服装、道具、化妆、灯光、摄制、后期等多个环节, 整体水平提升所需时间较长, 短期内难以发生质的飞跃。

**头部剧是优爱腾巩固付费会员数量的关键, 短期内自制网剧仍无法取代头部版权剧的流量汇集能力。**通过回顾 Netflix 的崛起之路, 我们发现, 除时代及技术红利外, 优质独播内容是其崛起的必要条件, 受限于制作团队、制作流程等因素, 头部网剧的流量汇集力度与头部版权剧仍有较大差距。2017 年 Top 网络自制剧《热血长安》、《春风十里不如你》等播放量显著低于同一排名的版权剧《楚乔传》、《三生三世十里桃花》、《人民的名义》等。在优爱腾的胶着竞争下, 具备优质头部内容制作能力的公司仍将持续受益。

图 25: 2017 年 Top5 版权剧及网剧总播放量 (亿)



资料来源: 骨朵数据, 艺恩, 国信证券经济研究所整理

## 5、投资建议：看好国内视频网站及影视剧龙头长期成长空间

我们认为，国内视频网站对优质内容的需求主要两个方面：头部版权剧（流量聚集）和独播自制剧（付费渗透）。对于上游影视剧制作公司而言，一方面，视频平台对外购版权内容投入规模的持续增长，为影视内容公司带来收入总量规模成长空间；我们以爱奇艺为代表测算，2018-2020 年外购版权内容规模复合增速约在 32%。另一方面，视频网站自制内容以外包模式为重，影视剧内容公司分享视频网站长期成长红利。

因此投资建议上，我们看好具备头部精品剧打造能力的影视剧龙头公司成长空间：一方面，2017 年头部电视剧 TOP10 播放量同比增速高达 168%，该增速远超网络自制剧 83% 的同比增速和整体剧集网络播放量 20% 的同比增速，头部精品剧与传统普通剧价格将持续分化；另一方面，影视剧龙头公司制作产能、制作水准市场领先，未来有望持续分割视频网站自制内容规模成长蛋糕。推荐头部内容打造能力强、市场地位不断优化的影视剧龙头**华策影视**、**慈文传媒**，以及稀缺视频平台标的**芒果超媒**。

表 3：核心标的投资逻辑梳理

标的	投资逻辑
华策影视	1) 精品剧行业进入门槛提升、头部精品剧与传统普通剧价格将持续分化，带动行业集中度逐步提高，具备资本实力及制作能力的电视剧龙头公司持续受益；
	2) 经过两年转型升级，公司已成长为“量+质”绝对龙头，近三年影视剧年均产量近 1000 集，2017 年头部剧市占率 30%，且工业化体系下优质内容持续造血能力强，而市场对公司剧目“头部精品化”的成功转型尚存预期差；长期逻辑上，“可品牌化”内容衍生价值探索有望打开内容公司成长天花板；
	3) 公司股权激励锁定核心内容团队并提升业绩成长确定性，2017-19 年解锁条件下业绩复合增速为 28%；
	4) 预计公司 18/19 年 EPS 分别为 0.47/0.62 元，当前股价分别对应同期 20/15 倍 PE。
慈文传媒	1) 精品剧行业进入门槛提升、头部精品剧与传统普通剧价格将持续分化，带动行业集中度逐步提高，具备资本实力及制作能力的电视剧龙头公司持续受益；
	2) 公司作为精品剧制作龙头持续打造爆款实力强，近年连续出品《花千骨》《老九门》《楚乔传》等头部剧目，未来 2 年优质 IP 剧目储备丰富（《紫川》《弹痕》《大秦帝国》等）；同时公司在网生内容商业模式创新方面树立行业标杆，持续拓展优质 IP 的盈利增长点；
	3) 17 年底公司 9 亿定增落地，有力支持公司近期乃至中期精品剧业务推进及产能扩张；
	4) 预计公司 2018/19 年 EPS 分别为 1.17/1.43 元，当前股价分别对应同期 11/9 倍 PE，估值具备较强安全边际。
芒果超媒	1) 对标海外成熟市场，国内视频网站付费渗透率尚有 5 倍空间；拥有精品内容打造能力或精品内容版权采购实力的平台将持续享受付费渗透成长空间。
	2) 芒果超媒根植湖南广电，深耕“青春+女性”细分赛道，优质细分内容自制能力、独播资源优势下平台流量/会员业务持续提升。截至 18 年 3 月，芒果超媒 MAU0.77 亿，虽然月活与优酷有一定差距，但专注细分市场具备持续成长空间；18H1，芒果超媒自制综艺《我是大侦探》（累计播放量 35.7 亿）《妈妈是超人 3》（累计播放量 19.2 亿）《萌仔萌萌宅》（累计播放量 11.3 亿）等自制综艺优势依然显著，播放量位于同期前列，18H1 会员业务超预期。
	3) 公司 18Q3 定档综艺包括超级网综《爸爸去哪儿 6》及多类型新综艺节目《妻子的浪漫旅行》《幻乐之城》《电音骑士》《勇敢的世界》等，优质内容有望持续拉动平台流量/会员业务成长。
	4) 预计公司 2018/19 年备考 EPS 分别为 0.95/1.17 元，当前股价分别对应同期 42/34 倍 PE。

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**表4：重点公司盈利预测及投资评级**

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)		PE	
					2018E	2019E	2018E	2019E
300133	华策影视	买入	9.39	16,662	1.41	2.12	6.7	4.4
002343	慈文传媒	增持	13.43	6,379	0.86	7.94	15.6	1.7
300413	芒果超媒	买入	39.88	39,482	6.23	9.40	6.4	4.2

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理预测

## 6、风险提示

行业监管政策的风险；行业竞争加剧的风险；原创剧市场表现不达预期风险等。

## 附表：中美主要视频类上市公司信息

**表 5：中美主要视频渠道类上市公司信息一览（亿元）**

	证券简称	总市值（亿元人民币）	营业收入（亿元） -2016年	营业收入（亿元） -2017年	净利润（亿元） -2016年	净利润（亿元） -2017年	订阅/付费用户数（亿）	单付费用户市值（元）
视频网站	奈飞公司(NETFLIX)	10360	607	804	13	38	1.24	8355
	爱奇艺	1431	773	1195	-211	-257	0.67	2136
	芒果超媒	394	32	30	1	1	0.05	8737
有线电视	迪士尼(WALT DISNEY)	11527	3827	3793	673	644	13.41	860
	康卡斯特(COMCAST)	11056	5531	5814	622	1575	8.80	1256
	江苏有线	178	54	81	11	11	0.26	686
	天威视讯	41	17	16	3	2	0.04	1016
	东方明珠	359	194	163	32	24	0.52	691

资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

注：迪士尼用户数为旗下 Disney Channel（International Channels）、Disney Junior（International Channels）、Disney XD（International Channels）、ESPN、ESPN2 等 13 个频道用户数的加总；康卡斯特用户数为旗下 USA Network、E!、Syfy、MSNBC、CNBC 等 12 个频道用户数的加总。

美元对人民币汇率取 2018 年 8 月 13 日汇率 6.8785



## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



## 国信证券经济研究所整理

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032