

## 2000 亿蓝海市场持续高成长，版权运营行业迈向黄金时代

——版权运营系列报告序章

行业专题研究

胡皓（分析师）

huhao@xsdzq.cn

证书编号：S0280518020001

姚轩杰（分析师）

010-69004656

yaoxuanjie@xsdzq.cn

证书编号：S0280518010001

马笑（联系人）

maxiao@xsdzq.cn

证书编号：S0280117100011

推荐（维持评级）

行业指数走势图



### ● 版权运营商业模式从单链条转为多链条，重构价值链促产业规模扩张：

过去传统的内容产业主要呈现为单链条模式，内容生产方与购买方直接对接实现价值交换。但在新媒体时代下的内容产业上下游参与主体出现了爆发式增长。这对于内容生产方和内容使用方来说都面临着巨大的冲击：对于前者来说，它们的首要问题是如何将内容产品卖给尽可能多的下游客户；对于后者，如何高效率地对接供应商是核心诉求。因此，内容运营平台应运而生，内容行业由此逐渐演变为多链条模式，即“内容生产商-内容运营商-内容需求方”的模式。

版权变现的商业模式从单链条到多链条的转变，恰恰说明了版权运营的价值不可替代：重构上下游产业链价值，让上下游企业的需求得到有效满足，市场活力充分爆发，进而推动整个版权产业规模及增长节节攀升。

### ● 行业的竞争壁垒在于是否拥有“内容+渠道”的双重护城河：

由于内容创作是非标准品，其最大的特点是具有唯一性。因此，内容版权在其授权使用、流转交易上具有明显的排他性，这也是版权商业价值的基础，即只有支付权益金才能享有版权使用权或所有权等权利。我们认为版权运营平台的竞争壁垒主要由上游内容库的丰富度、质量和下游变现渠道的多样化等方面构成，即“内容+渠道”的双重护城河，这也是版权运营行业集中度较高、龙头企业强者恒强的重要原因。

### ● 2000 亿版权运营蓝海市场待挖掘，各子领域成长性持续：

由于版权运营行业的各类子领域没有统一的市场规模分析，我们根据“图文视听”四个板块的版权市场规模来逐项分析，并加总归纳，得出 2017 年版权行业规模在 2000 亿元左右，2018 年有望接近 2500 亿元。各个子板块的市场规模具体为：网络视频（600-700 亿元，增速 40% 左右）、网络音乐（180 亿元左右，增速 25% 左右）、图书零售（2017 年传统图书零售规模为 803.2 亿元，增速 15% 左右）、移动阅读（132.2 亿元，增速 25% 左右）、图片（138 亿元，增速 40% 左右）。

### ● 版权保护力度加大，付费率及 ARPU 值提高孕育行业长期红利：

版权产业的发展取决于两个因素，一个是外部因素，也就是知识产权保护力度以及正版化环境的成熟；另一个是用户对优质版权内容的付费率及付费金额的提升。目前，这两个因素都在持续增加利好，形成正向循环。前者，相关政府部门将会进一步建立完善法律法规；后者，年轻一代对优质内容的付费意愿明显提高，这从视频、游戏、数字阅读的付费用户和付费金额的高速增长就可以窥见其发展趋势非常良好。

● 受益标的：视觉中国、捷成股份、快乐购、新经典、掌阅科技、阅文集团、腾讯音乐、安妮股份、光一科技

● 风险提示：版权保护加大力度不及预期，内容付费发展进度不及预期。

### 相关报告

《视觉中国深度报告 2：相信“小”的力量，解密图片业“独角兽”成长记》  
2018-05-30

《知识产权保护获最高层加持，IP 龙头股迎长期发展利好》  
2018-04-11

《图片行业深度报告：一图品万物，潮来值千金》  
2018-03-19

《视觉中国深度报告 1：十八载芳华专注图片市场 缔造图片交易第一平台》  
2018-02-07

## 目 录

1、 版权运营行业概况.....	4
1.1、 基本概念：“运营”区别于“分销”，平台属性彰显独特商业价值.....	4
1.2、 产业链价值：商业模式从单链条转为多链条，促产业规模扩张.....	4
1.3、 竞争壁垒：构建“内容+渠道”的双重护城河.....	5
1.4、 行业空间：市场规模超 2000 亿元，多方测算数据相互验证.....	7
1.5、 发展趋势：版权保护力度加大，付费率及 ARPU 值提高孕育行业长期红利.....	9
1.5.1、 版权保护力度加大，行业迎长期政策利好.....	9
1.5.2、 内容付费经济尚出起步阶段，付费率及 ARPU 值持续增长.....	10
2、 版权运营子领域分析.....	12
2.1、 图片行业：具有十倍的成长空间，视觉中国一枝独秀.....	12
2.1.1、 图片库版权运营的商业模式.....	12
2.1.2、 国内图片行业是具有 10 倍增长空间的朝阳行业.....	12
2.1.3、 视觉中国：业绩持续高增长的图片行业“独角兽”企业.....	13
2.2、 影视剧行业：视频渠道内容支出促行业高增长，看好捷成股份.....	14
2.2.1、 数字技术变革消减盗版，视频网站推动行业正版化.....	14
2.2.2、 视频渠道内容成本支出持续高增长，支撑影视剧版权行业千亿规模.....	15
2.2.3、 捷成股份：低调的影视版权运营商，渠道变现优势明显.....	16
2.2.4、 快乐购：版权分销收入高速增长，营收占比逐年上升.....	18
2.3、 阅读行业：全民阅读时代，数字阅读开启图书市场增量空间.....	22
2.3.1、 国家倡导全民阅读，图书网络零售市场持续高增长.....	22
2.3.2、 在线阅读场景打开图书行业增量空间，移动阅读市场持续高增长.....	23
2.3.3、 阅文集团、掌阅科技：差异化布局的移动阅读领域头部玩家.....	25
2.3.4、 新经典：经典文学版权运营商的翘楚.....	26
2.4、 音乐行业：BAT 各平台占据垄断地位，付费市场空间广阔.....	28
2.4.1、 在线音乐用户超 6 亿，市场规模已近 200 亿.....	28
2.4.2、 腾讯音乐：拟赴美上市的音乐版权运营巨头.....	30
2.5、 数字版权综合服务商：版权全链条的大管家.....	31
2.5.1、 安妮股份：国家级版权综合服务平台，成长空间广阔.....	31
2.5.2、 光一科技：以互联网内容安全建设为目标，布局版权云生态产业链.....	32
3、 风险提示.....	33

## 图表目录

图 1： 内容产业参与主体的爆发式增长.....	4
图 2： 版权行业产业链“单链条”与“多链条”模式.....	5
图 3： 2014-2017 年影视版权运营行业三大公司净利润规模比较（亿元）.....	6
图 4： 2006-2016 年我国网络核心版权产业规模.....	7
图 5： 2012-2016 年网络版权结构.....	7
图 6： 2013-2017 年广告业规模及增速.....	8
图 7： 2013-2020e 网络视频行业内容成本规模.....	8
图 8： 2011-2019e 中国移动阅读市场交易规模.....	8
图 9： 2013-2017 年中国在线音乐市场规模及增长率.....	8
图 10： 2015-2018Q1 爱奇艺会员付费数据.....	11
图 11： 2013-2020e 中国网络文学市场规模.....	11
图 12： 图片库商业模式.....	12

图 13:	2017 年中国图片市场空间测算.....	13
图 14:	2013-2020e 网络视频行业内容成本规模.....	15
图 15:	2017 年捷成股份主营业务结构.....	16
图 16:	华视网聚内容储备及渠道资源.....	17
图 17:	2014-2017 年影视版权运营行业三大公司收入规模比较 (亿元) .....	18
图 18:	快乐购新收购公司主营业务简介.....	19
图 19:	芒果传媒集团全媒体生态图.....	19
图 20:	视频网站行业因徒困境.....	20
图 21:	爱奇艺&快乐阳光版权分销业务占比.....	21
图 22:	2015-2017 年快乐阳光版权分销收入规模及增速.....	21
图 23:	2015-2017 年爱奇艺版权分销收入规模及增速.....	21
图 24:	2001-2017 年中国图书零售市场销售码洋总规模.....	22
图 25:	2014-2020E 中国图书网络零售 B2C 市场交易规模.....	22
图 26:	2009-2017 年我国成年国民阅读率及人均纸质图书阅读量.....	23
图 27:	丰富的线上+线下阅读场景.....	23
图 28:	2009-2017 年我国数字化阅读接触率及人均每天阅读时长.....	24
图 29:	2011-2019e 中国移动阅读市场交易规模.....	24
图 30:	2011-2019e 中国移动阅读用户规模.....	25
图 31:	移动阅读市场三大梯队.....	25
图 32:	2017 年中国移动阅读行业产业链图谱.....	26
图 33:	2017 年新经典在头部图书市场占比超五成.....	27
图 34:	新经典公司上下游资源一览.....	27
图 35:	2013-2017 年中国在线音乐用户规模及增长率.....	29
图 36:	2013-2017 年中国在线音乐市场规模及增长率.....	29
表 1:	视觉中国各主要竞争对手资源对比.....	5
表 2:	知识产权保护的相关法律法规及主要内容.....	9
表 3:	侵犯著作权的赔偿标准及惩罚性规定.....	10
表 4:	国内图片库市场格局.....	13
表 5:	影视剧版权运营行业三大公司资源对比.....	17
表 6:	2017 年新收购五家公司业绩承诺完成情况.....	18
表 7:	2017 年线下渠道文艺畅销书排行榜.....	28
表 8:	2017 年线上渠道文艺畅销书排行榜.....	28
表 9:	各大音乐平台版权资源对比.....	29
表 10:	2018 年上半年音乐类 APP 排行榜 (数据区间: 2018.06.26-2018.07.01) .....	30
表 11:	畅元国讯主要业务分类及盈利模式.....	31

## 1、版权运营行业概况

### 1.1、基本概念：“运营”区别于“分销”，平台属性彰显独特商业价值

版权又称著作权，是知识产权的三大类型之一（另两类为商标权和专利权）。我们所讲的版权运营，“运营”这个词要区别于“分销”，运营带有增值、服务的性质，而分销偏向于赚取差价，从商业模式上看较为简单粗暴。

版权运营处于内容产业的中游，连接上游的内容生产者（内容供应方）和下游的内容购买者（需求方），由于内容产业上下游高度分散以及信息不对称等多种因素，版权运营的平台属性创造了不可替代的商业价值，并且在互联网技术的推动下呈现出明显的“赢家通吃”集聚效应和“强者恒强”的马太效应。

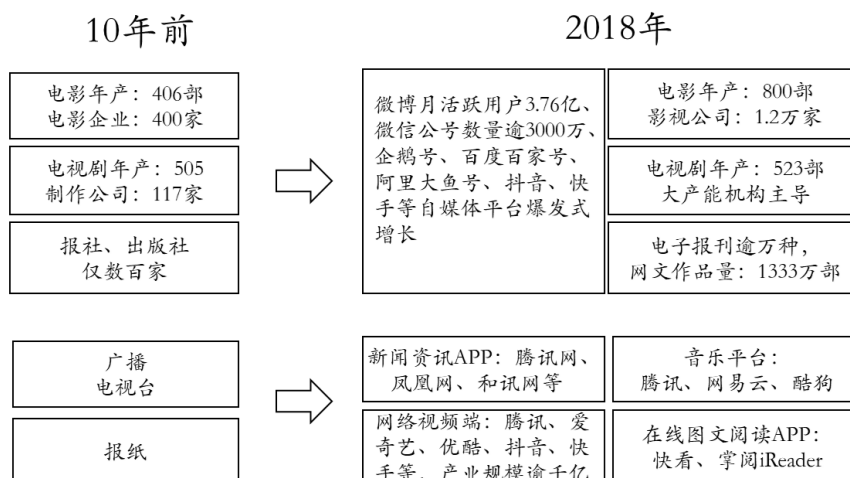
### 1.2、产业链价值：商业模式从单链条转为多链条，促产业规模扩张

过去传统的内容产业主要呈现为单链条模式，内容生产方与购买方直接对接实现价值交换。在互联网尚未盛行之前，内容产业对应的消费场景较为单一，最大的数字内容产业即为广电媒体，通过电视机观看新闻、电视剧、电影等数字内容是大众日常最主要的信息摄入和娱乐休闲方式，而电视广告也是广告主的主要广告投放媒介。

新媒体时代，人人都是内容生产者、消费者和传播者。在互联网技术的驱动下，各大内容平台纷纷上线，包括自媒体平台（微博、微信公众号、腾讯企鹅号、百度百家号、阿里大鱼号等）、新闻APP（腾讯网、凤凰网、今日头条等）、视频播放平台（爱奇艺、优酷土豆、腾讯视频、抖音、快手等）等各大平台上的内容数量持续被引爆。

以微信公众号为例，2012年下半年上线，短短5年时间里已达到3000万个（微信官方2017年公布的数据），月活跃公众号约350万个。相比电视台（数千个）、出版社（数百个）等传统内容产业的弄潮儿，新媒体时代下的内容产业上下游参与主体在数量上出现了前所未有的爆发式增长。

**图1：内容产业参与主体的爆发式增长**



资料来源：国家统计局，公司公告，新时代证券研究所整理

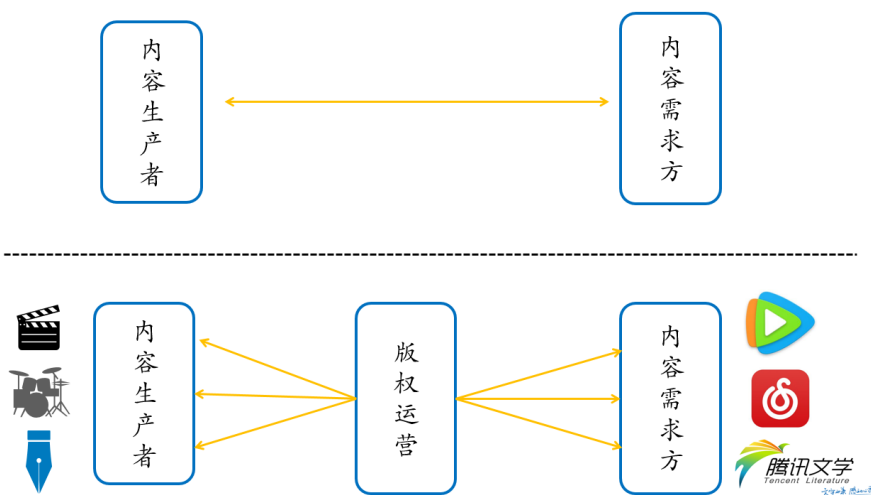
技术变革带来的产业升级，对于内容生产方和内容使用方来说都面临着巨大的冲击：对于前者来说，它们的首要问题是如何将内容产品卖给尽可能多的下游客户，



实现经济利益最大化，而对于后者，如何高效率地对接供应商，在一定的成本范围内获得尽可能多的产品则是他们需要重点考虑的。因此，内容运营平台应运而生，内容行业由此逐渐演变为多链条模式，即“内容生产商-内容运营商-内容需求方”的模式。

版权变现的商业模式从单链条到多链条的转变，恰恰说明了版权运营的价值不可替代：重构上下游产业链价值，让上下游企业的需求得到有效满足，市场活力充分爆发，进而推动整个版权产业规模及增长节节攀升。

**图2：版权行业产业链“单链条”与“多链条”模式**



资料来源：新时代证券研究所整理

### 1.3、竞争壁垒：构建“内容+渠道”的双重护城河

由于内容创作是非标准品，其最大的特点是具有唯一性。因此，内容版权在其授权使用、流转交易上具有明显的排他性，这也是版权商业价值的基础，即只有支付权益金才能享有版权使用权或所有权等权利。

我们认为版权运营平台的竞争壁垒主要由上游内容库的丰富度、质量和下游变现渠道的多样化等方面构成，即构建“内容+渠道”的双重护城河，对应的是平台的议价、资金占用等方面的能力。

内容端的壁垒，例如图片行业的龙头视觉中国，一方面自有的内容素材库拥有大量稀缺图片版权，占据了40%以上的图片库市场份额，另一方面通过收购经营摄影师社区500px，与图片创作者直接对接，并与240余家知名图片社等机构独家合作，目前拥有2.9亿张图片、1000万条视频素材，是全球第二大图片库企业。

**表1：视觉中国各主要竞争对手资源对比**

公司	素材品牌	资源量
视觉中国	华盖创意、汉华易美、东星娱乐、和240余家知名图片社等机构	
	Gettyimage、Cobisimage、500px	独家合作、超过2亿张图片、1000万条视频素材
全景网络	Panoramastock	100多家著名图片品牌、8000万张正版图片和20万张免费设计素材

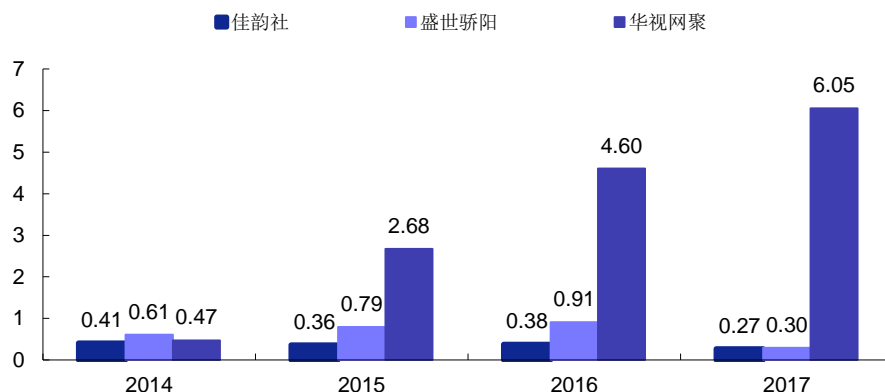
公司	素材品牌	资源量
东方 IC	图虫创意、美联社、法新社、马格南	独家代理全球 300 多家通讯社和顶尖图片社资源, 签约 2 万多合作摄影师、超过 1 亿图片和视频素材、服务上千家中外媒体及广告客户
高品图像 (原 Cobis 中国)	高品创意	创意图片 800 多万精品图片
台湾达志影像	欧洲新闻通讯社(EPA)代理全世界最大的影视素材公司 T3media, Framepool。在线超过百万小时以上的素材。	在线提供超过七千万张的创意图片及新闻图片及百万笔新闻影像及视频素材。国内外合作的厂商超过 200 家, 逾千名的记者及摄影师
新华社	新华社图片中心及其杭州子公司、成都子公司和新华影廊公司	库存照片 1500 余万张, 包括 500 余万张珍贵的历史档案图片

资料来源: 全景网络, 东方 IC, 新华社官网, 智研咨询, 新时代证券研究所整理

同样的例子是网络文学市场。阅文集团一枝独秀, 根据公司公告, 截至 2017 年底, 其旗下的网文平台共有作者 6900 万人, 占中国全部网络文学作者的 88.01%。在影视剧版权市场方面, 华视网聚在内容端也是独占优势, 2017 年采购的优质院线电影占据国产院线电影 60% 的市场规模, 采购的卫视黄金档同步剧数量占了市场 40% 的份额, 目前华视网聚内容库规模已经超过其他两个竞争对手盛世骄阳、佳韵社的内容库之和。根据各公司公告, 截至 2018 年上半年, 在电视剧方面, 华视网聚的储备已超过 50000 集, 佳韵社在 15000 集左右, 盛世骄阳在 11000 集左右。

渠道端的优势, 同样以影视剧版权市场为例, 华视网聚与佳韵社、盛世骄阳两位主要竞争对手在内容库规模的差别上仅数倍, 然而在经营业绩的差别上却超过十倍, 2017 年华视网聚的净利润超过后两者利润之和的十倍, 原因就在于渠道端的优势。华视网聚下游客户几乎覆盖了最主要的影视内容播放渠道, 与包括爱奇艺、优酷土豆、腾讯视频在内的国内主流视频网站平台都建立了良好的合作关系; 与国内主要数字电视、IPTV、OTT 运营商建立长期合作关系, 根据其母公司捷成股份 2017 年年报披露的数据, 以上各平台内容累计约 60% 的份额由华视网聚提供。

图3: 2014-2017 年影视版权运营行业三大公司净利润规模比较 (亿元)



资料来源: 捷成股份、皇氏集团、佳韵社公告, 新时代证券研究所整理

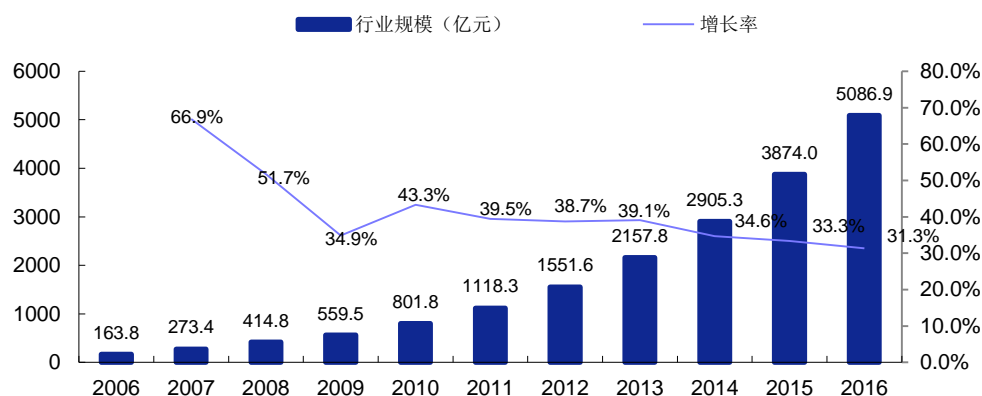
同样的逻辑，版权运营方在其他领域同样存在“内容+渠道”壁垒。我们认为“内容”与“渠道”双重壁垒，是版权运营行业集中度较高、龙头企业强者恒强的重要原因。

#### 1.4、行业空间：市场规模超 2000 亿元，多方测算数据相互验证

由于版权运营行业的各类子领域没有统一的市场规模分析，我们根据“图文视听”四个板块的版权市场规模来逐项分析，并加总归纳，得出 2017 年版权行业规模在 2000 亿元左右，2018 年有望接近 2500 亿元。

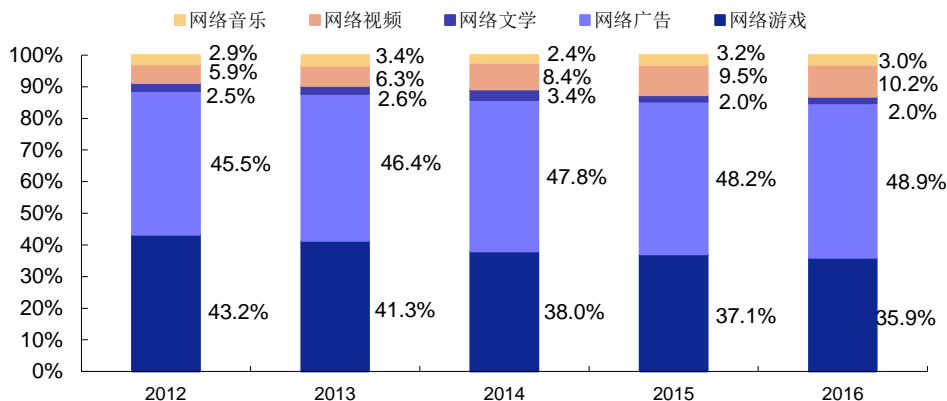
根据腾讯研究院测算的数据，2016 年我国网络核心版权产业规模为 5086.9 亿元，同比增速 31.3%；2006-2016 年，网络核心版权产业规模的年复合增速为 41.00%。

图4： 2006-2016 年我国网络核心版权产业规模



资料来源：腾讯研究院，新时代证券研究所

图5： 2012-2016 年网络版权结构

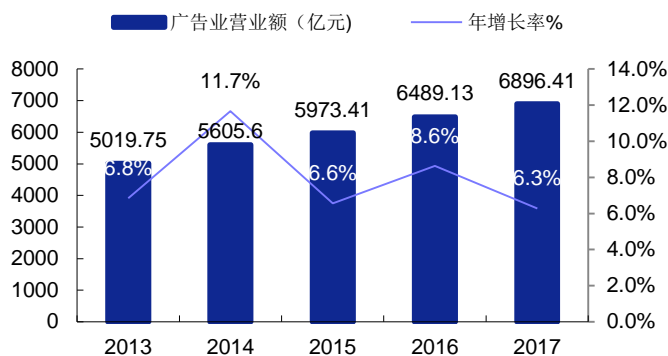


资料来源：国家版权局，新时代证券研究所

根据国家版权局公布的 2012-2016 年网络版权结构数据，结合各个子板块的规模及增速，我们估算 2017 年网络广告与网络游戏市场占比在 85% 左右（网络广告 50% 左右，网络游戏 35% 左右），剩余约 15% 的市场份额分别由网络文学、网络视频、网络音乐瓜分，其中网络视频占比在 10.2%-10.5% 之间，网络音乐占比在 2.8%-3% 之间（由于 2017 年增速下降，由 2016 年的 35.40% 降至 25.60%），网络文学在 2% 左右。

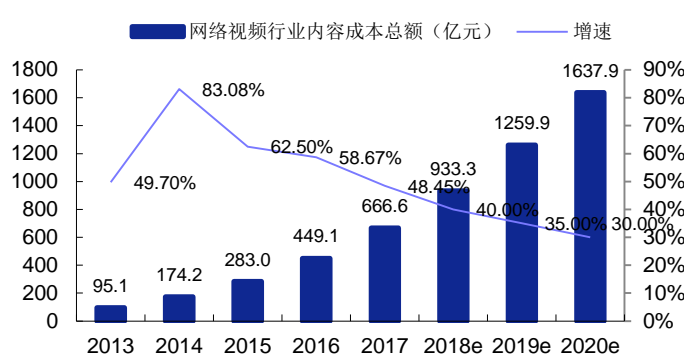
根据国家版权局网络版权产业研究基地于2018年4月23日发布的《中国网络版权产业发展报告(2018)》内容显示,2017年中国网络版权产业的市场规模达6365亿元,相较2016年增长27.2%。那么根据上述比率可算得网络视频版权市场规模在600-700亿元之间(6365亿元乘“10.2%-10.5%之间”),网络音乐版权市场规模在180亿元左右(6365亿元乘“2.8%-3%之间”),网络文学版权市场规模在127亿元左右(6365亿元乘“2%左右”),网络广告与网络游戏的市场规模在5400亿元左右(6365亿元乘“85%左右”)。

图6: 2013-2017年广告业规模及增速



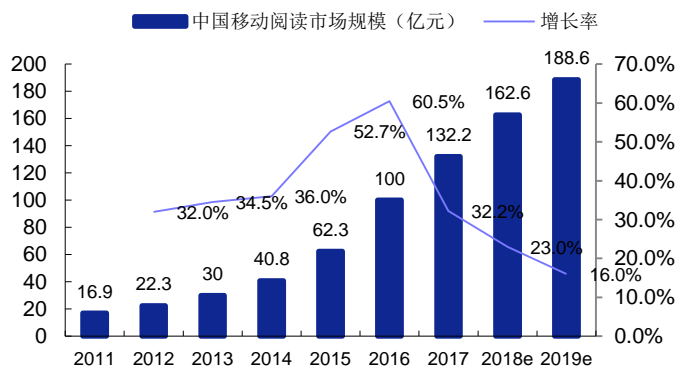
资料来源: 国家工商行政管理总局, 新时代证券研究所

图7: 2013-2020e网络视频行业内容成本规模



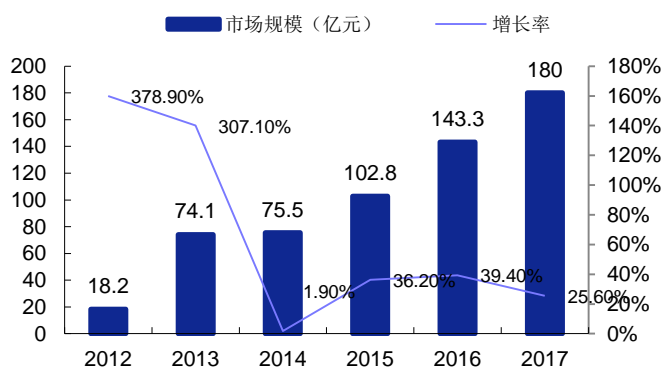
资料来源: 艾瑞咨询, 新时代证券研究所测算

图8: 2011-2019e中国移动阅读市场交易规模



资料来源: 艾瑞咨询预测, 新时代证券研究所

图9: 2013-2017年中国在线音乐市场规模及增长率



资料来源: 比达咨询, 新时代证券研究所

根据上述测算数据,我们再参照市场各研究主体发布的网络视频、图书、音乐等行业的市场规模和测算依据加以验证,同时做出补充。

首先,网络视频版权市场规模在600-700亿元,这个结果与我们测算的基本一致。我们参照艾瑞咨询发布的网络视频行业收入规模数据,通过研究爱奇艺财报披露的内容支出占营业收入的比率,并以此作为当前行业内容成本占比营业收入的参照数据,从而测算得2017年网络视频行业的内容成本支出为666.6亿元。我们认为2017年作为短视频行业爆发的元年,短视频版权环境尚处于建设阶段,版权市场整体不大,然而随着短视频行业正版化建设和市场规模的不断加大,未来应将短视频行业的内容成本重点纳入网络视频版权规模的统计当中。

其次,上文根据比率估算网络音乐版权市场规模在180亿元左右,基本上与腾



讯研究院和比达咨询发布的数据规模一致，前者统计的数据为 175 亿元，后者为 180 亿元。而对于网络文学的版权市场规模，我们对此作了补充，根据 Frost & Sullivan 研究报告数据，2017 年网络文学市场规模将超 60 亿元，而根据艾瑞咨询发布的数据，2017 年移动阅读市场交易额为 132.2 亿元，我们认为将移动阅读市场替换版权局统计口径中的“网络文学”版权市场会更加合适，并且移动阅读市场包含了纯网文版权市场，除此之外，传统图书内容也在移动阅读市场占据了很重要的市场份额。因此，132.2 亿元的数据也与上文通过比率测算的 127 亿元左右接近。

需要注意的是，通过上述比率算出的网络游戏和网络广告的市场规模数据，网络游戏的市场规模数据与艾瑞咨询发布的数据基本一致（6365 亿元乘 35% 得 2227.8 亿元，艾瑞咨询的数据为 2354.9 亿元），而网络广告的市场规模与艾瑞咨询发布的数据存在一定的差异（6365 亿元乘 50% 得 3182.5 亿元，艾瑞咨询的数据为 3828.7 亿元），对于网络广告的统计可能需要进一步研究不同研究主体对应的统计口径及统计方法之间的差异。

此外，我们认为图片版权市场有望在未来以高增速持续增长，根据图片行业龙头视觉中国 2017 年的营收规模除以其市场份额，我们测算得 2017 年图片市场规模在 15 亿元左右（5.8 亿元/40%）。通过参照欧美图片市场交易额占其广告市场总额的比率（2%-2.5%），我们根据 2017 年我国广告市场总额数据（6896.41 亿元）测算得当前图片市场空间为 138 亿元，说明我国当前的图片正版化市场空间广阔。

综上，我们剔除网络广告、网络游戏，将网络视频（600-700 亿元，增速 40% 左右）、网络音乐（180 亿元左右，增速 25% 左右）、移动阅读（132.2 亿元，增速 25% 左右）、图片（138 亿元，增速 40% 左右）作为我们所研究的版权行业主体。此外，我们将传统图书纳入到阅读领域的研究当中，根据开卷信息发布的的数据，2017 年传统图书零售规模为 803.2 亿元，增速 15% 左右。因此，2017 年，我们所研究的版权行业规模在 2000 亿元左右，2018 年有望接近 2500 亿元。

## 1.5、发展趋势：版权保护力度加大，付费率及 ARPU 值提高孕育行业长期红利

版权产业的发展取决于两个因素，一个是外部因素，也就是知识产权保护力度以及正版化环境的成熟；一个是用户对优质版权内容的付费率及付费金额的提升。

### 1.5.1、版权保护力度加大，行业迎长期政策利好

2018 年 4 月 10 日国家最高领导人在博鳌论坛着重提出中国将加强知识产权保护，拟在年内重新组建国家知识产权局，完善执法程序，加大执法力度，把违法成本显著提上去，把法律威慑作用充分发挥出来。

知识产权是文化创意产业的核心，没有有力的知识产权保护，文化创意产业的发展就是无水之源、无本之木。文化创意产业是我国重点支持的新兴支柱性产业，而保护知识产权是重要的基础性工作，因此，国家持续加大对知识产权保护力度是大势所趋。

自 2009 年起，国家陆续出台了一系列法律法规来加强知识产权的保护：

**表2： 知识产权保护的相关法律法规及主要内容**

时间	政策名称	部门	主要内容
2009 年 12 月	《中华人民共和国侵权责任法》	全国人大常委会	网络用户、网络服务提供者利用网络侵害他人民事权益的，应当承担侵权责任。

时间	政策名称	部门	主要内容
2010 年 2 月	《中华人民共和国著作权法》	全国人大常委会	侵犯著作权的赔偿标准上限提高到 50 万元； 明确了著作权集体管理组织的功能。
2012 年 11 月	《最高人民法院关于审理侵害信息网络传播权民事纠纷案件适用法律若干问题的规定》	最高人民法院	规定了涉及网络著作权纠纷案件的管辖； 规定了著作权人享有的通过网络传播作品的权利、网络传播作品行为的性质、网络环境下的法定许可使用作品； 规定了侵权行为的认定、权力管理信息保护和侵权损害赔偿的责任范围等问题。
2013 年 1 月	《信息网络传播权保护条例》	国务院	明确规定了使用者可以无偿使用版权的情形； 版权人发现被侵权维护自身利益的方式； 定义了合理使用、法定许可、避风港原则、版权管理技术等一系列内容。
2013 年 1 月	《中华人民共和国著作权法实施条例》	国务院	著作权侵权非法经营额难以计算的，赔偿上限提至 25 万； 进一步明确了著作权侵权行为的范围
2014 年 8 月	《关于在北京、上海、广州设立知识产权法院的决定》	全国人大常委会	标志着中国知识产权司法保护进入一个全新的发展阶段。
2014 年 10 月	《最高人民法院关于审理利用信息网络侵害人身权益民事纠纷案件适用法律若干问题的规定》	最高人民法院	结合互联网技术的发展，合理确定管辖法院和诉讼程序； 明确了网络服务提供者是否“知道”侵权的认定问题； 明确了利用自媒体等转载网络信息行为的过错及程度认定问题； 明确了非法删帖、网络水军等互联网灰色产业的责任承担问题。

资料来源：全国人大、国务院、最高人民法院官网，新时代证券研究所

在版权领域，我们认为国家打击侵权盗版的力度同样还将继续加强，清理整顿违法侵权企业、组织和个人的举措还将继续强化，社会正版化的环境将持续改善。

对于公众最为关心的侵权赔偿责任问题，根据此前国家版权局公布的《著作权法》修改草案，侵权赔偿标准拟将由原来的 50 万元提高到 100 万元。此外，对于两次以上故意侵权的增加了 1-3 倍的惩罚性赔偿规定。

**表3：侵犯著作权的赔偿标准及惩罚性规定**

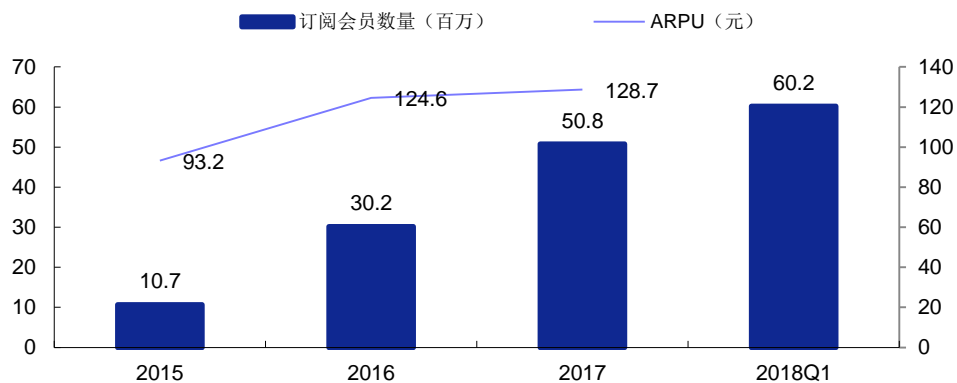
项目	原第二次法案规定	修改草案规定
赔偿标准	上限为 50 万	或大幅提升至 100 万
惩罚性赔偿	无	两次以上故意侵权 处 1-3 倍惩罚性赔偿

资料来源：国家版权局，新时代证券研究所

### 1.5.2、内容付费经济尚出起步阶段，付费率及 ARPU 值持续增长

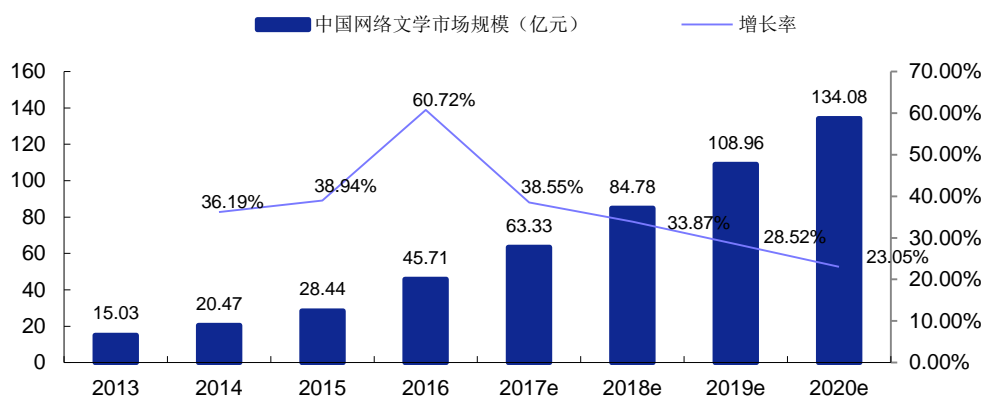
内容付费是继广告、电商之后互联网领域重要的盈利模式，并成为内容行业变现重要的发展趋势。内容付费模式的兴起，大大提升了内容产业下游端的变现空间。从实际情况来看，年轻一代对优质内容的付费意愿明显提高，愿意为优质内容掏钱埋单。这从视频、移动阅读等领域的付费用户和 ARPU 值的快速增长就可以验证其发展趋势良好。

目前内容付费经济尚处于起步阶段，用户的付费意愿和付费习惯存在较大的提升空间。以视频行业的用户付费为例，根据爱奇艺公告披露的数据，2015-2017 年，爱奇艺付费用户增速迅猛，从 1070 万增至 5080 万，年复合增速超过 100%，ARPU 值持续攀升，分别为 93.2、124.6、128.7 元。2018 年 2 月份爱奇艺的付费用户已超过 6000 万，结合各阶段的 APP 月活数据，我们估算得出，2015 年至 2018 年初，爱奇艺用户付费率由 3% 左右提升至超过 10%。

**图10: 2015-2018Q1 爱奇艺会员付费数据**

资料来源: 爱奇艺公司公告, 新时代证券研究所

根据 Frost & Sullivan 研究报告数据, 2017 年网络文学市场规模将超 60 亿元, 未来三年年复合增速有望保持在 30% 左右。根据阅文集团招股书披露的数据, 2016 年盗版网络文学内容的存在给市场带来大约 114 亿元的价值损失, 是当年网络文学市场收入的两倍以上。在 2017 年一季度对网络文学内容调查中, 有 43.8% 的受访者表示愿意在线支付受版权保护的内容, 2013-2016 年, PC 端的付费率由 1.3% 提升至 2.0%, 移动端的付费率由 3.3% 提升至 7.0%, 预计 2020 年, PC 端的付费率有望提升至 4.8%, 而移动端的付费率有望提升至 14.5%。

**图11: 2013-2020e 中国网络文学市场规模**

资料来源: Frost & Sullivan 预测, 新时代证券研究所

## 2、版权运营子领域分析

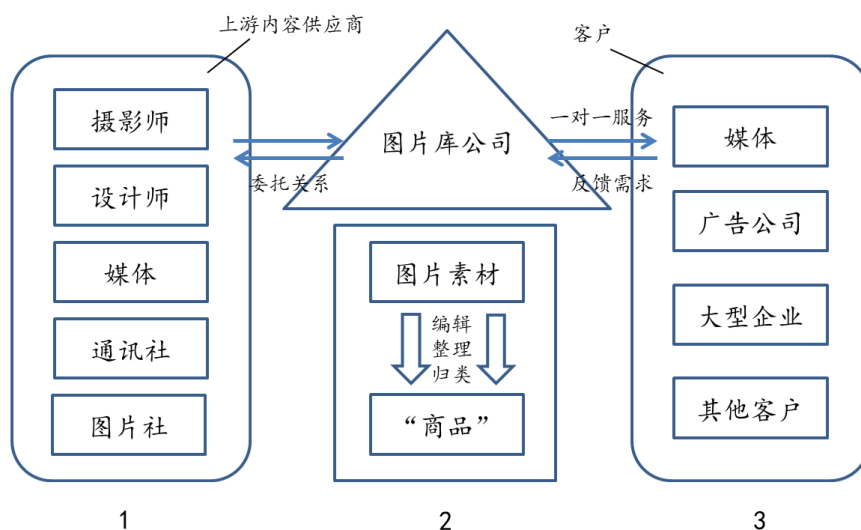
我们对版权运营行业的研究主要包括图片类、影视类、音乐类、文学类以及综合类等子领域的版权运营研究。

### 2.1、图片行业：具有十倍的成长空间，视觉中国一枝独秀

#### 2.1.1、图片库版权运营的商业模式

图片行业的版权运营方——图片库的由来已久，最早可追溯至 20 世纪初。图片行业的内容生产方——摄影师，应该是早期内容行业上游分布最分散的群体，由于大部分摄影师忙于拍摄影像，无暇去从事图片经营活动。而随着积累的图片越来越多，除了少量图片能用于参加摄影比赛或被媒体选用之外，大部分的图片没能创造价值。同时，媒体一方面不可能大量雇佣摄影师来满足其全部的需要，另一方面，对于图片的需求量却越来越大，需求本身也越来越多样。因此，图片库便产生了。摄影师只需将自己的大量图片交给图片库来经营，而图片使用者无需雇佣大量摄影师，只需到图片库挑选合适的图片即可。

图12： 图片库商业模式



资料来源：视觉中国公司公告，全景网络公告，新时代证券研究所整理

在互联网时代，图片交易市场由一个专业的小众市场变成了一个更大的市场，“池塘变大海”，这个更大的市场空间来自于互联网媒体的裂变，比如以微信公众号、微博为代表的自媒体平台，由此衍生出了千万级的内容发布者及使用者。因此互联网技术给媒体行业的发展带来了前所未有的变革，也为图片行业带来了更多的应用场景和更广阔的变现空间。

#### 2.1.2、国内图片行业是具有 10 倍增长空间的朝阳行业

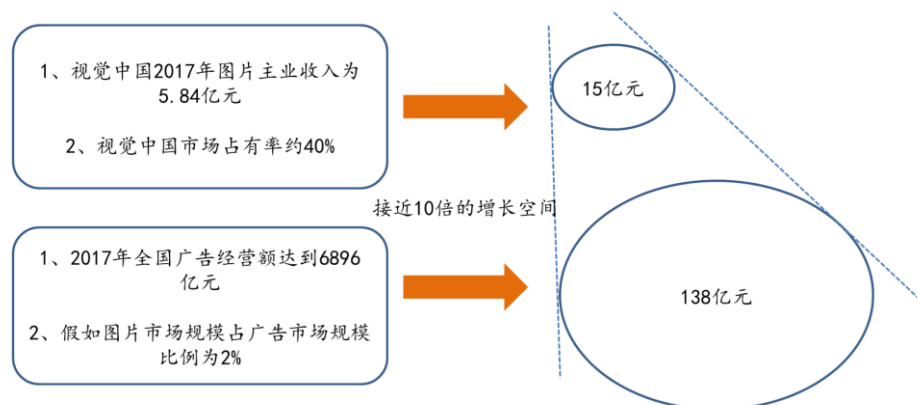
由于图片的用途主要是商业传播、广告营销，欧美广告界将其认定为广告行业的一种素材成本支出，占广告产业规模的一定比例。目前，欧美成熟市场的视觉素材行业市场规模占广告市场规模比例为 2%-3%。

根据普华永道发布的《2012-2016 年全球娱乐及媒体行业展望》，美国的图片行业市场规模占广告市场规模比例为 2.4%。根据国家统计局发布的数据，2017 年全国广告经营额已达到 6896 亿元，假设未来中国图片市场规模占广告市场规模比例



能达到 2%，则图片市场空间约 138 亿元。然而，实际情况是，2017 年中国图片市场规模仅 15 亿左右。正版图片市场规模占广告市场规模的比例仅有 0.22%。因此，从正版化空间来看，15 亿元与 138 亿元，从 0.2% 到 2%，中国的图片市场规模还有接近 10 倍的增长空间，潜力巨大。

**图13: 2017 年中国图片市场空间测算**



资料来源：《2012-2016 年全球娱乐及媒体行业展望》，国家统计局，新时代证券研究所测算

### 2.1.3、视觉中国：业绩持续高增长的图片行业“独角兽”企业

视觉中国的商业模式我们称之为“版权运营服务”，通过上文图片库的商业模式我们可以看到，公司与上游内容供应商是委托关系而非买卖关系，公司并非从内容供应商处买断图片版权再销售出去，而是建立了合作分成模式，图片进入公司内容库经过进一步的编辑处理，一旦通过平台实现销售收入，摄影师将得到一定比例的分成。公司与下游客户的关系也不仅仅是买卖的关系，更多的是服务关系。由于图片行业的强内容属性、数量大、内容高度分散等特性，一方面，视觉中国通过归类整理建立图片库，利用大数据标签化图片内容以便于图片购买方挑选目标产品，另一方面也为客户提供一对一拍摄、制作等服务，不断通过客户的需求反馈来提升自身的服务质量。

内容端，公司经过十八年的积累和发展，具有先发优势，抢占了海量的内容资源，后来者再想进入难度非常大。公司先后与全球第一大图片库 Getty Images 建立独家代理合作关系、收购大中华区领先的娱乐图片库东星娱乐、收购比尔·盖茨创办的全球第三大图片库 Corbis Images，优质图片内容达到全行业领先水平。根据视觉中国 2017 年年报披露数据，截至 2017 年 12 月 31 日，公司已经拥有超过 2 亿张图片、1,000 万条视频素材和 35 万首各种曲风的音乐或音效的内容资源，是全球仅次于 Getty Images 的第二大视觉素材库公司，建立了强大的内容护城河。2018 年 2 月，公司收购摄影师社区 500px，内容资源的壁垒被进一步强化。

正因如此，视觉中国在行业竞争格局中保持垄断地位，综合市占率超过 40%，且其他竞争对手难以超越。

**表4: 国内图片库市场格局**

	全景视觉	视觉中国	东方 IC	台湾达志影像	新华图片社
有效市场份额（商业类）	20%	50%	5%	<5%	-
有效市场份额（媒体类）	5%	30%	<10%	<1%	50%

	全景视觉	视觉中国	东方 IC	台湾达志影像	新华图片社
特点	中国成立较早的图片版权交易机构,在国际客户和本土客户中均占有较高的市场份额。	中国综合性视觉影像产品和服务提供商。	东方 IC 新闻图像是目前国内少有的拥有官方新闻发布资质的图像平台。	台湾最大的图片库企业之一,丰富的内容合作机构和高质量的摄影团队。	新中国历史最早的官方图片社。

资料来源：全景网络，视觉中国，新时代证券研究所

下游渠道端，公司战略性布局企业大 B 端和自媒体小 B 端市场，带动业绩增长加速。目前，公司通过自主研发的图片版权追踪系统“鹰眼”发掘大企业客户，通过与 BAT 等互联网平台公司合作打开其背后的超过 3000 万个海量的小 B 自媒体客户。截至 2017 年底，获得公司视觉内容授权的国内客户已达 10 万个，直接付费客户 1 万个，通过 BAT 连接的自媒体和中小企业客户数量已有 9 万个。近年来，随着盗版打击力度的不断提高，以及付费经济的兴起，视觉中国通过“鹰眼”系统对下游潜在客户的开发效率和签约率也在提升。2017 年公司直接付费客户数比 2016 年同期增长 24.7%，企业客户数较上年新增 48.7%。2018 年，公司先后与百度、淘宝、南方报业集团战略合作，进一步扩大小 B 端渠道未来的变现空间。

综上，我们认为视觉中国坐拥“内容+渠道”竞争壁垒，无论是在图片行业上游内容储备还是下游渠道的开拓布局上都与竞争对手拉开明显的差距，随着正版化进程和付费经济推动的图片行业空间的不断释放，我们看好公司作为行业龙头将受益于行业高速增长及付费用户迅速扩张的长期红利。

## 2.2、影视剧行业：视频渠道内容支出促行业高速增长，看好捷成股份

### 2.2.1、数字技术变革消减盗版，视频网站推动行业正版化

影视剧版权运营市场起步于互联网视频网站的出现，各个视频网站主要为用户提供各种视频内容点播服务。早期的影视剧版权交易价格较低，乐视网是最早大规模购买和储备影视剧版权的视频网站，版权分销收入对其是很重要的一块业务收入。影视剧版权市场规模真正开始高速增长大概始于 2011 年前后，当时最具有标志性的事件是奇艺网的成立（百度旗下的视频网站，爱奇艺前身），率先推出高清正版播放，提升了用户体验，也推动了视频播放行业的正版化进程。

随着互联网技术走向成熟以及移动互联网的兴起，内容行业呈现爆发式增长态势，视频播放行业也不例外，一方面，视频网站行业开始洗牌，各大平台争相通过购买优质影视剧内容留存用户，另一方面，国产剧制作成本、演员出场费的飙升，也提高了影视剧版权的价格，从而提高了视频网站平台的竞争门槛，推动了行业的优胜劣汰。在互联网尚未普及之前，我国影视剧盗版猖獗，各种盗版光盘横行市场，由于长期版权打击力度不大、版权维护意识不强、相关法律法规不够完善等各种因素，影视剧版权一直未能在市场上表现出应有的价值。

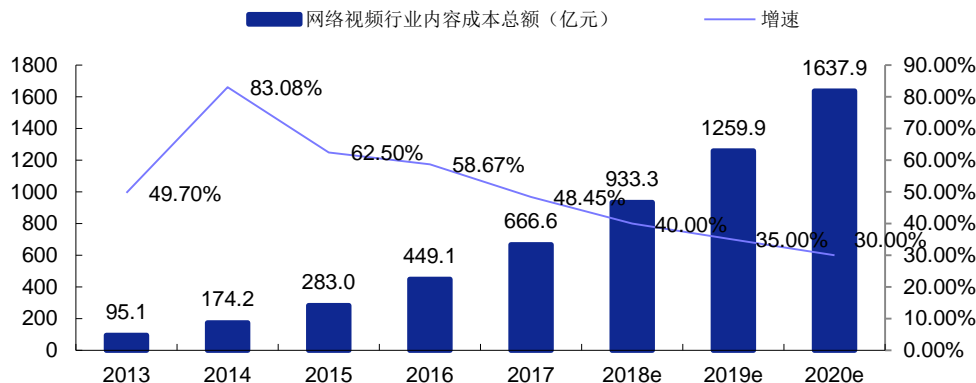
互联网技术孕育了视频网站，推动了影视剧版权交易市场走向成熟，加上盗版成本及盗版打击力度的逐年上升，传统盗版光盘的市场生存空间受到了严重的挤压。在当前内容数量呈指数式增长、内容质量良莠不齐的市场环境下，用户对优质视频内容的诉求越来越高，对正版优质视频内容的付费意愿也越来越高。因此，传统视频盗版市场的衰落和用户优质正版内容付费意愿的提升共同推动了影视剧版权

市场的良性增长。

### 2.2.2、视频渠道内容成本支出持续高增长，支撑影视剧版权行业千亿规模

由于当前诸如腾讯视频、爱奇艺、优酷土豆等网络视频平台是影视剧版权市场的主要买家，我们认为通过测算网络视频行业的内容成本规模，可以获得影视剧版权运营市场的规模与空间。

图14： 2013-2020e 网络视频行业内容成本规模



资料来源：艾瑞咨询，新时代证券研究所测算

根据艾瑞咨询发布的网络视频行业收入规模和爱奇艺招股书披露的内容成本占比营收（70%左右）等数据，并假设网络视频行业整体的内容成本占比收入与爱奇艺一致，由此得出 2017 年网络视频行业内容成本总额在 666.6 亿元，同比增速高达 48.45%。我们认为，目前各大视频网站烧钱购买内容抢占用户流量的囚徒困境未有改善，网络视频行业内容成本增速很难降下来，我们预计未来三年将以 30%-40% 的增速持续增长。

视频网站的内容成本支出主要包括三块，其一是自制剧制作成本，随着各网站自制剧口碑的逐年增长，各大视频网站自制剧制作的成本占比在提高，近年来，包括《最好的我们》、《白夜追凶》和《扶摇》等来自爱奇艺、优酷土豆和腾讯视频的自制剧赢得市场良好口碑，其中部分自制剧成功登陆卫视；其二是头部剧的购买成本，过去几年头部剧单集价格持续暴涨，各大视频网站对头部内容的争夺推高了头部剧的价格，也加大了自身的内容成本支出，导致亏损的规模也持续增加。近十年来，头部剧网络播放权价格翻了数千倍，根据各公司公告整理的的数据，2006 年的市场头部剧《武林外传》网售价为单集 1250 元左右，2011 年的头部剧《甄嬛传》网络播放权价格为单集 30 万元左右，而 2018 年的头部剧网售价单集在 800 万元以上（《琅琊榜 2》《如懿传》《赢天下》）。其三是中小长尾剧内容库的购买，这部分主要由影视剧版权运营平台为其提供服务，也是属于影视剧版权运营商的市场空间。

根据影视剧版权运营领域三大主要公司华视网聚、盛世骄阳和佳韵社 2017 年的营业收入（三者营收总和为 23.28 亿元，且基本占据了整个版权运营市场），我们推算当前视频网站对中小长尾剧内容库的购买支出比例低于视频网站整体内容成本支出（上文提到 666.6 亿元）的 5%。这反映了当前视频内容需求方大部分的内容支出直接流向影视剧制作公司，向他们购买头部剧版权或者合作出品自制剧。然而这并不意味着中游版权运营平台的市场空间不大。需要注意的是，版权分销业务收入一直占视频网站营业收入约 7% 的比例（根据爱奇艺财报数据），前文一直强调版权运营平台的竞争壁垒在于内容库与变现渠道的壁垒，我们认为影视剧版权运营方与视频网站相比，内容优势在于中长尾版权储备，而最大的优势在于下游渠道

端的壁垒。由于运营平台方拥有更多的变现渠道（其他互联网视频网站、IPTV、OTT、电视台、手机运营商等）和服务形式（比如将视频网站的头部剧、自制剧版权结合运营方内容库已有的同类型中长尾影视剧版权进行内容库打包销售给各大内容需求方），而视频网站通过与版权运营平台合作可以增加版权分销业务的收入。

此外，随着短视频社区版权保护的逐渐成熟以及更加多样化内容的引入，影视剧版权在短视频领域的变现空间也是值得关注的。

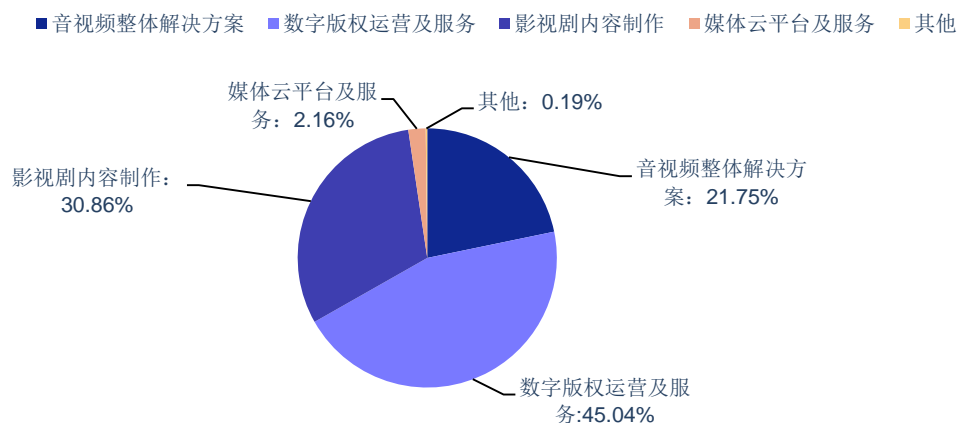
### 2.2.3、捷成股份：低调的影视版权运营商，渠道变现优势明显

捷成股份上市初期，主要从事音视频整体解决方案的设计、开发与实施等业务，由于长期为媒体行业提供技术服务的经历背景，公司管理层提前捕捉到新媒体内容产业的发展机遇，同时获益于原主营业务长期在媒体行业的资源积累，使得公司在切入内容端业务之后在下游分发、变现渠道的开发上具有很大的优势，各主营之间体现出良好的协同效应。

从 2014 年起，公司着手在原有技术端主营业务的基础积极谋划内容端增量（参股影视剧版权运营行业翘楚华视网聚 20% 股份，当初华视网聚尚处于起步阶段，如今已经是行业龙头），并在 2015 年至 2017 年通过多次外延式并购叠加了内容制作、新媒体发行和版权运营等内容端业务（全资收购中视精彩、瑞吉祥、星纪元三家影视剧制作公司以及收购华视网聚剩余 80% 股份），通过成立捷成文化产业集团，对新收购的内容制作端业务在公司原有的媒体行业资源基础上进行产业协同和业务整合，形成了“技术+内容”的数字文化业务环链布局。

根据公司 2017 年年报披露的数据，公司占比营收 10% 以上的三项业务——音视频整体解决方案、影视剧内容制作与影视剧版权运营及服务，营收占比分别为 21.75%、30.86% 和 45.04%。

图 15： 2017 年捷成股份主营业务结构



资料来源：捷成股份公告，新时代证券研究所

在内容端采购端，华视网聚拥有的影视剧版权内容规模明显高于同行业主要竞争对手盛世骄阳、佳韵社之和，根据 2017 年年报数据，公司 2017 年集成采购了 200 部优质院线电影，占据国产院线电影 60% 的市场规模，海外采购优质电影 850 部，卫视黄金档同步剧采购占市场 40% 的市场规模，采购动画片 10 万分钟。截至 2018 年 3 月 31 日，公司拥有新媒体电影版权 4803 部；电视剧 1724 部，48816 集；动漫 682 部，329777 分钟。根据皇氏集团公告，截至 2017 年末，其前子公司盛世骄阳（2018 年 7 月份被皇氏集团以 7.31 亿元出售给宁波智莲）购置的影视剧经典



片库版权数为 10949 集，预计 2018 年度影视剧可销售的有效片库数为 35568 集。根据佳韵社官网最新数据，公司目前拥有电视剧 570 部，共计 15682 集，电影 865 部，动漫 366 部，共计 212173 分钟，综艺 59 部，共计 42179 分钟。

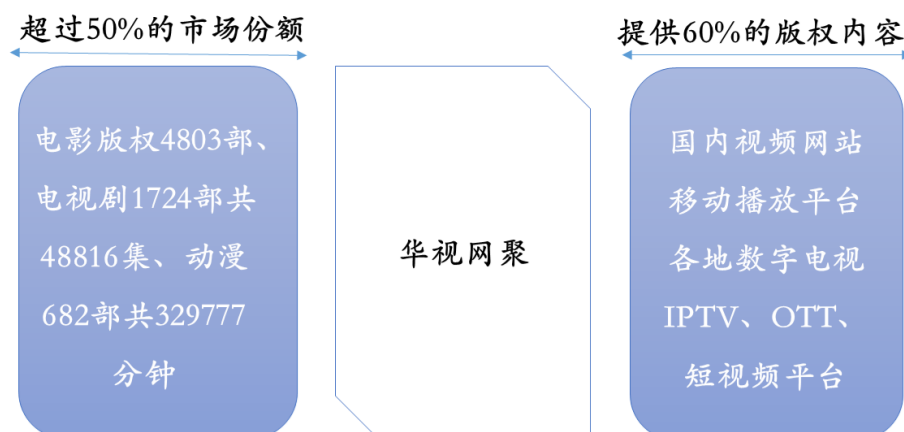
**表5：影视剧版权运营行业三大公司资源对比**

公司	成立时间	相关简介	内容储备
华视网聚	2010 年	捷成股份全资子公司	截至 2018 年一季度，电影 4803 部；电视剧 1724 部，48816 集；动漫 682 部，329777 分钟
盛世骄阳	2009 年	2018 年 7 月份刚被皇氏集团以 7.31 亿出售	截至 2018 年 6 月，电视剧 10949 集
佳韵社	2007 年	华策影视全资子公司	公司官网数据显示，电影 865 部；电视剧 570 部，15682 集；动漫 366 部，212173 分钟；综艺 59 部，42179 分钟；纪录片 41 部，191804 分钟

资料来源：捷成股份公告，皇氏集团公告，佳韵社官网，新时代证券研究所整理

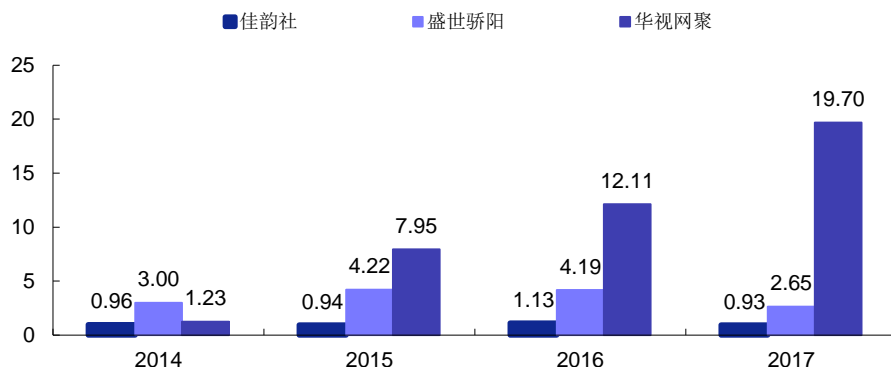
下游销售渠道端，华视网聚下游客户主要有互联网视频渠道、TV 端渠道和移动运营商渠道三大类，几乎覆盖了最主要的影视内容播放渠道。在互联网视频渠道端，公司和包括爱奇艺、优酷土豆、腾讯视频在内的国内主流视频网站平台都建立了良好的合作关系；在 TV 端渠道，公司与国内主要数字电视、IPTV、OTT 运营商建立长期合作关系，根据 2017 年公告数据，以上各平台非独家内容累计约 60% 的份额由华视网聚提供；在移动端渠道，公司与移动、电信、联通三大通信运营商以及华为、小米等手机产商进行内容合作，还与咪咕视讯（中国移动旗下的视频播放平台）达成战略合作关系，双方将在内容运营合作、渠道分发、内容版权、频道运营、技术合作、影视投资等领域全面展开深度合作绑定。

**图16：华视网聚内容储备及渠道资源**



资料来源：捷成股份公告，新时代证券研究所

此外，根据凤凰网新闻，华视网聚有望与今日头条旗下另一个短视频平台西瓜视频达成版权合作，这样的合作不仅能够为西瓜视频带来海量的优质内容资源，也为华视网聚方提供全新的分发渠道，随着短视频内容社区的不断成熟，短视频平台的版权保护和视频内容运营也使得产业链各参与主体面临着新的发展机遇与挑战。

**图17: 2014-2017年影视版权运营行业三大公司收入规模比较(亿元)**

资料来源: 捷成股份、皇氏集团、佳韵社公告, 新时代证券研究所整理

华视网聚 2016、2017 年业绩承诺完成率分别为 141.64%、143.28%，营收规模由 2014 年 1.23 亿猛增至 2017 年的 19.70 亿元，营业收入年复合增长率超过 150%。对比同行业其他公司的业绩水平，可以看到原来的行业老大盛世骄阳（成立于 2009 年，2015 年初被皇氏集团以 7.8 亿元收购，2018 年 7 月份被以 7.31 亿元亏本卖给宁波智莲）近几年业绩增长停滞，2017 年更是出现超过 30% 的负增长。近四年佳韵社（华策影视全资子公司）的营收规模一直在 1 亿元上下，2017 年同样出现超过 10% 的负增长。

因此，无论从内容端的储备和下游渠道的开发，还是从业绩端的规模和增速来看，华视网聚都处于行业绝对领先的地位。在知识产权保护力度持续加强的外部有利环境以及视频行业（特别是短视频社区的兴起）版权购买需求不断提升的行业内部需求持续提升的双重积极因素驱动下，我们持续看好公司的影视剧版权运营业务未来的高速增长。

#### 2.2.4、快乐购：版权分销收入高速增长，营收占比逐年上升

2017 年 4 月，快乐购启动了重大资产重组，拟向芒果传媒等交易方收购快乐阳光、芒果互娱、芒果影视、芒果娱乐、天娱传媒 5 家公司 100% 股权，交易规模在 115 亿元左右；同时，向不超过 5 名特定投资者非公开发行股份募集配套资金 20 亿元，用于芒果 TV 版权库扩建项目和云存储及多屏播出平台项目。本次重大资产重组在 2018 年 6 月 22 日通过证监会核准，并于 6 月 30 日完成工商过户。

快乐购原主营业务主要包括家庭消费、内容电商、O2O 电商及消费金融业务。通过本次重大资产重组，公司形成了包括内容、平台、服务在内的互联网媒体生态系统和产业布局，构筑符合新媒体发展趋势的商业模式、体制架构，将自身打造成为集流媒体内容、新媒体平台、互联网信息及电商服务一体共生的芒果媒体生态。

**表6: 2017年新收购五家公司业绩承诺完成情况**

公司	业绩承诺额 (万元)	实际完成额 (万元)	业绩承诺完成率
快乐阳光	31549	48921	155%
芒果互娱	4133	4696	114%
天娱传媒	9549	11985	126%
芒果影视	4150	4422	107%
芒果娱乐	2774	3057	110%
总计	52155	73081	140%

资料来源: 快乐购公司公告, 新时代证券研究所整理

根据快乐购公开披露的公告数据，新收购的五家公司 2017 年均超额完成业绩承诺，其中最重要的一块资产快乐阳光业绩承诺完成率为 155%，业绩增长强劲，其他四家公司芒果互娱、天娱传媒、芒果影视、芒果娱乐的业绩承诺完成率分别为 114%、126%、107%、110%，五家公司整体的业绩承诺完成率为 140%。

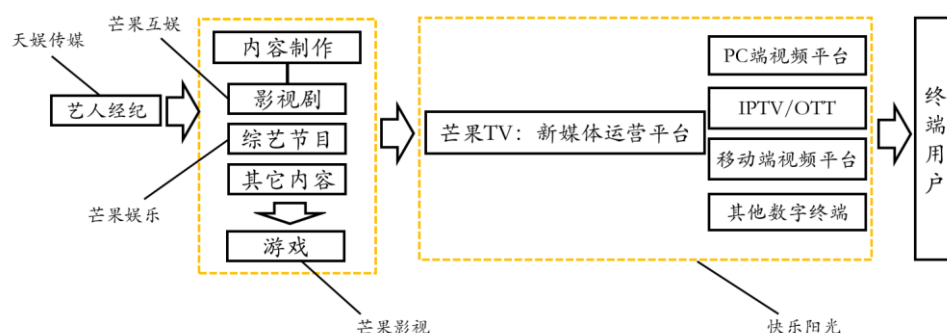
**图18：快乐购新收购公司主营业务简介**



资料来源：快乐购重组报告书，新时代证券研究所整理

在五家新收购的公司当中，快乐阳光的体量最大，盈利规模占了五家公司盈利和的 60%，其主要资产包括芒果 TV（互联网电视、PC、Phone、Pad、手机电视）、湖南 IPTV、移动增值等多项业务，打通电脑、电视、手机、平板等全终端，是湖南台旗下的全媒体运营主体。其他四家公司芒果互娱、芒果娱乐、天娱传媒、芒果影视分别主营电视剧制作、综艺节目制作、艺人经纪、游戏开发业务。可以从下图看到，上述五家公司，构成了芒果传媒集团的全产业链媒体生态。

**图19：芒果传媒集团全媒体生态图**



资料来源：快乐购重组报告书，新时代证券研究所整理

从内容端来看，芒果传媒集团在上游布局了芒果互娱、芒果娱乐、天娱传媒等优质视频内容（影视剧、综艺等）生产商，为其下游端的全媒体播放渠道（电视台、IPTV、OTT、移动端 APP、PC 端视频平台）提供优质自制内容。可以说，正是由于芒果传媒准确的自我定位以及持续生产、打造面向年轻人（特别是年轻女性）的优质内容产品的实力奠定了湖南卫视在国内省级电视台领域的龙头地位。同时，为了提高播放平台的内容质量和丰富度，作为中游的新媒体运营平台，快乐阳光也会

外购一定数量的头部剧。总的来说，自制内容、湖南电视台和外购头部剧构成了芒果传媒集团的视频内容资源。

从渠道端来看，芒果传媒集团依托湖南卫视独家节目版权和自身优质内容生产能力，主要面向年轻用户群体，由旗下芒果TV提供湖南卫视综艺节目点播服务，并同步推送热门电视剧、电影、综艺节目、动漫、音乐等视频内容以及部分电视台、网络同步直播节目。目前已完成“一云多屏”总平台构建，产品线覆盖PC端、移动端、OTT端等多类新媒体渠道。近年来，互联网视频平台用户规模及业务量迅速增长。

而在中游的新媒体运营平台，快乐阳光作为芒果传媒集团最重要的资产，如同整个芒果传媒生态的心脏，保障并维持着内容与渠道两端的正常运作。其内容运营服务主要包括两部分：第一部分是影视剧及综艺节目的投资、制作。快乐阳光基于芒果传媒集团的内容制作优势，通过投资、制作综艺、影视剧等自制内容，为芒果传媒集团下游的全媒体视频播放平台提供优质内容，同时通过外购一定数量的头部剧，以此保障和提升视频平台的用户流量；第二部分是版权分销，主要是自制剧、头部剧的体外分销，主要模式为IPTV、OTT版权分发收入及电信移动端增值业务收入等。

**图20： 视频网站行业囚徒困境**

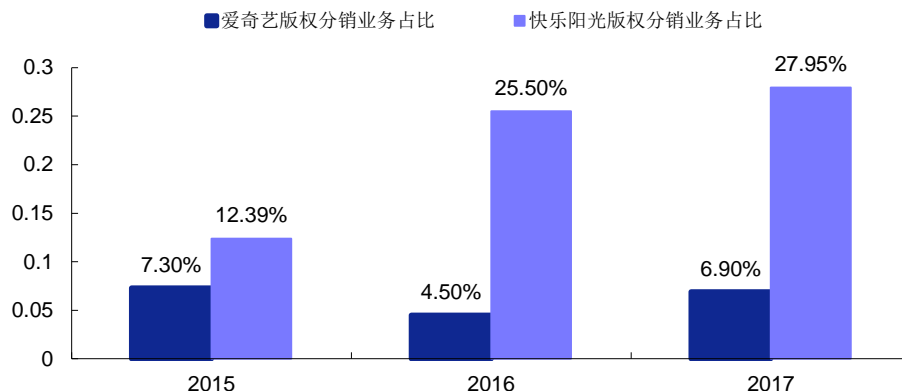
BAT的视频网站 博弈矩阵		视频网站2	
		投入	不投入
视频网站1	投入	均持续亏损，但均享有收获流量的能力及未来变现的可能	网站1：获得优质内容及巨大流量 网站2：损失流量及未来变现机会
	不投入	网站1：损失流量及未来变现机会 网站2：获得优质内容及巨大流量	均不亏损，但也均无法收获流量及未来变现

资料来源：新时代证券研究所整理

事实上，快乐阳光的版权分销是当前影视剧行业版权运营的另一种模式。网络视频平台的内容成本支出主要分为三块，前已述及。华视网聚主要是为视频网站等视频播放平台提供中长尾端影视剧内容库的打包销售服务。而购买中长尾端影视剧版权仅占了网络视频行业内容成本的一小部分，绝大部分内容成本都花在自制剧制作和头部剧购买上，从而形成了视频网站行业竞争格局中的囚徒困境。

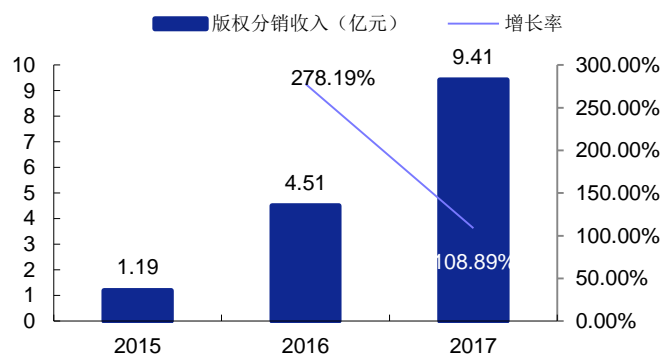
自制剧、头部剧的版权分销经营主体主要为以视频网站为主的头部内容购买方。视频网站一般会在自制剧、头部剧首播期（视频播放量最大，平台流量最火爆的时期）结束之后，将版权分销给其他播放渠道，以回收部分内容成本。因此，版权分销也是各大视频网站主营业收入中重要的一部分。根据爱奇艺招股书披露的数据，2015-2017年，爱奇艺的版权分销业务的营收占比分别为7.30%、4.50%、6.90%，可见爱奇艺的版权分销业务营收占比较低且波动性较大，而根据快乐购重组报告书披露的数据，2015-2017年快乐阳光的版权分销业务的营收占比分别为12.39%、25.50%、27.95%，快乐阳光的版权分销业务营收占比呈现逐年上升的趋势。



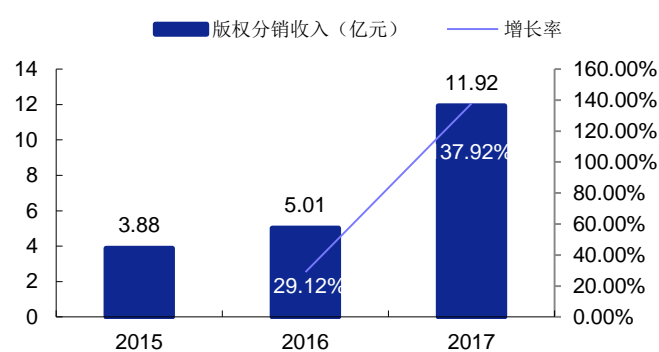
**图21: 爱奇艺&快乐阳光版权分销业务占比**

资料来源: 爱奇艺招股书, 快乐购重组报告书, 新时代证券研究所整理

2015-2017 年, 快乐购版权分销业务收入分别为 1.19、4.15、9.41 亿元, 年复合增速高达 181.07%, 爱奇艺版权分销业务收入分别为 3.88、5.01、11.92 亿元, 年复合增速为 75.28%。无论从营收占比变化趋势还是收入增速来看, 快乐阳光的版权分销业务明显优于爱奇艺, 原因在于相比背靠芒果传媒集团的快乐阳光, 爱奇艺在下游分销渠道上明显处于劣势, 作为视频播放终端, 爱奇艺在分发渠道端资源单薄, 版权变现能力弱, 上文已提到, 版权分销渠道需要经营积累, 而各大视频网站之间存在强烈的竞争关系, 这决定了视频网站版权分销业务受到内外多方牵制, 难以稳定发展, 将版权委托给华视网聚等版权运营平台以更加多样化的形式进行销售, 反而可能提高版权变现收入。

**图22: 2015-2017 年快乐阳光版权分销收入规模及增速**

资料来源: 快乐购重组报告书, 新时代证券研究所

**图23: 2015-2017 年爱奇艺版权分销收入规模及增速**

资料来源: 爱奇艺招股书, 新时代证券研究所

近三年, 快乐阳光的版权分销收入实现高速增长以及营收占比逐年攀升主要有如下两个原因: 第一, 影视剧新媒体版权价格的提升, 快乐阳光分销的版权为自制剧及头部剧, 头部内容涨价幅度更大; 第二, 快乐阳光持续开拓下游版权分发渠道, 通过深度挖掘版权价值、拓宽版权销售渠道和创新销售模式等方式, 如开拓海外市场、不同版权打包销售、同时销售节目及音频版权等方式, 最大化实现版权的价值。快乐阳光的版权销售业务主要包括国内版权销售、国外版权销售和 content 销售。

综上, 我们认为快乐购的版权分销业务得以高速增长, 正是由于坐拥了“内容+渠道”壁垒。随着芒果传媒旗下上游制作端优质内容的持续出炉, 以及下游分发渠道端的进一步开拓, 我们认为版权分发业务收入有望保持高速增长, 营收占比有望进一步提升。

## 2.3、阅读行业：全民阅读时代，数字阅读开启图书市场增量空间

### 2.3.1、国家倡导全民阅读，图书网络零售市场持续高增长

近年来，国家接连出台政策倡导全民阅读，同时伴随着数字阅读的发展脚步，推动了整个图书阅读市场的增长。从2012年至今，“全民阅读”相继被写入党的十八大报告、“十三五”规划纲要，国务院相关职能部门陆续出台相关的指导意见、发展报告、法律法规来支持“全民阅读”。

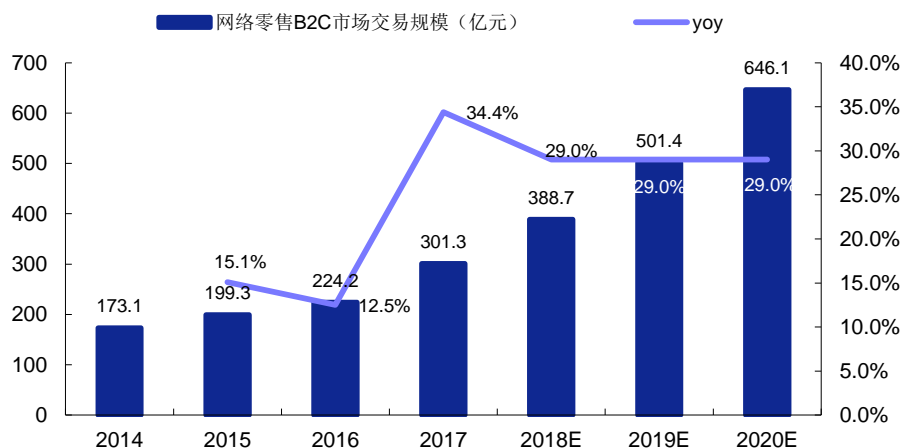
据开卷信息统计，2017年中国图书零售市场同比增长14.55%，总体销售额为803.2亿，其中线下销售渠道零售规模达344.2亿，线上渠道零售规模达459亿。就大众阅读方面，各大电商发布的年度阅读报告，均显示购书行为与读书人数持续增长，阅读习惯和阅读氛围逐步形成。

图24： 2001-2017年中国图书零售市场销售码洋总规模



资料来源：北京开卷，新时代证券研究所

图25： 2014-2020E 中国图书网络零售 B2C 市场交易规模



资料来源：《2018年中国图书阅读市场专题分析报告》预测，新时代证券研究所

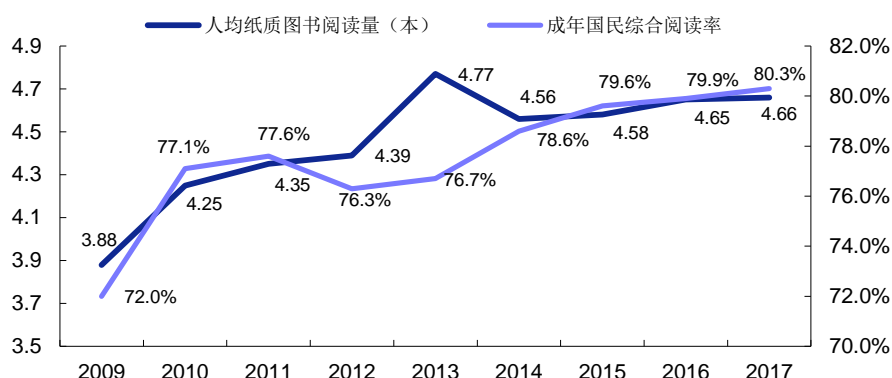
根据当当网与易观国际联合发布的《2018年中国图书阅读市场专题分析报告》，截至2017年末，中国网络零售B2C市场图书出版物交易规模达到301.3亿元，增

速达到 34.4%，线上图书销售显著提升，根据发布双方一致预测，未来三年网络零售 B2C 市场图书出版物交易额增速有望维持在 29% 的高增速。

2009 年至 2017 年，我国国民人均纸质图书阅读量总体呈现缓慢上升趋势，由 2009 年的 3.88 本提升至 2017 年的 4.66 本，其中 2013 年曾达到 4.77 本。成年国民综合阅读率从 2009 年的 72.0% 提升至 2017 年的 80.3%。总体来看，我国公民的人均纸质图书阅读量与综合阅读率近九年内一直保持增长趋势。

在全面放开二胎生育的时代背景下，未来我国儿童、青少年的人口基数及总人口占比有望双提升，同时又由于新一代父母对子女教育的重视，我们预计少儿、文学等图书领域有望长期实现高于行业平均增速的发展。

**图 26： 2009-2017 年我国成年国民阅读率及人均纸质图书阅读量**

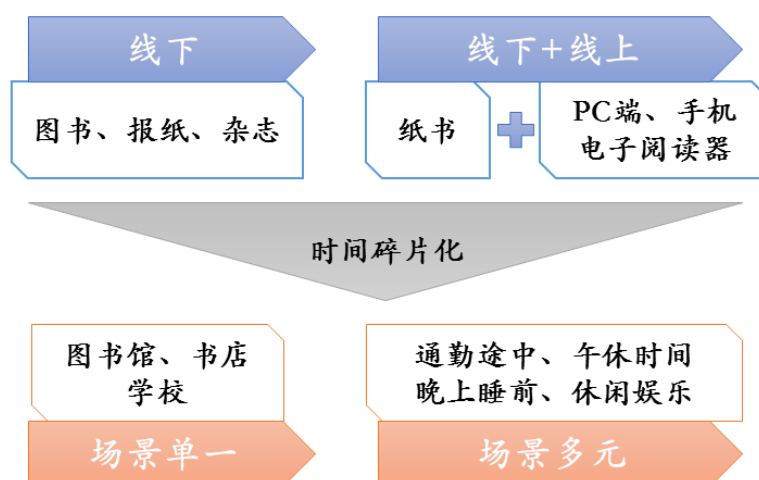


资料来源：《2017 年新闻出版产业分析报告》，新时代证券研究所

### 2.3.2、在线阅读场景打开图书行业增量空间，移动阅读市场持续高增长

在智能手机、移动互联网尚未普及之前，由于纸质图书的重量体积、储藏与携带便利性等因素的限制，图书阅读的线下场景较为单一，大多集中在图书馆、书店、学校等场景。随着智能手机、移动互联网的普及以及存储、通讯等技术的提升，人们通过 PC、手机、电子阅读器就可以触达众多图书内容，线上阅读场景随之形成。

**图 27： 丰富的线上+线下阅读场景**

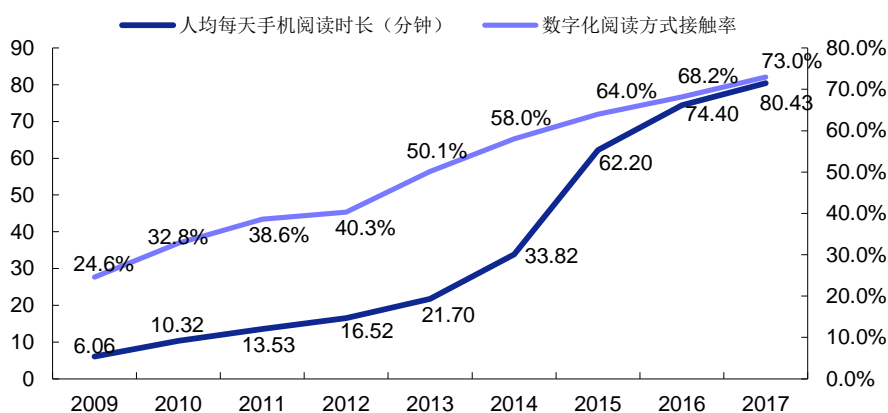


资料来源：新时代证券研究所整理

移动互联网时代用户时间是高度碎片化的，而人们每日接受的信息数量及密度不断在提高，用于阅读、自我充电的时间也在增加，线上阅读场景的多元化为图书阅读场景带来了更多的可能性，人们可以随时随地利用碎片化时间，打开电子设备进行阅读，大众的阅读习惯由此被进一步培养。因此，我们认为，基于线上场景的图书行业增量市场空间是非常广阔的。

根据《2017 年新闻出版产业分析报告》发布的数据，我国国民人均每天手机阅读时长呈现大幅增长趋势，由 2009 年的 6.06 分钟一路提升至 2017 年的 80.43 分钟；在手机阅读时长大幅增长的背景下，数字化阅读方式接触率也呈现出迅猛的增长，从 2009 年的 24.6% 逐年提升至 2017 年的 73.0%。电子设备在日常生活中占有的地位日益重要，其影响力亦体现在对人们阅读方式与习惯的改变上，时至今日，数字化的阅读方式已逐渐成为主流，在阅读市场上具有举足轻重的地位。

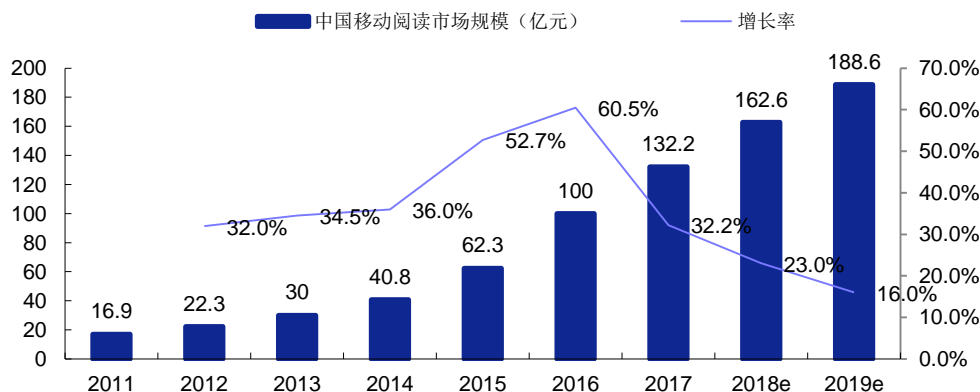
**图28： 2009-2017 年我国数字化阅读接触率及人均每天阅读时长**



资料来源：《2017 年新闻出版产业分析报告》，新时代证券研究所

根据艾瑞咨询发布的数据，2017 年我国移动阅读市场规模稳步上升至 132.2 亿元，同比增长 32.1%，增长速度相比去年有所放缓。2015 年整个移动阅读行业处于泛娱乐生态初显期，优质的 IP 开始迸发出较大的经济附加值，外加移动支付技术的日益成熟，大众的移动支付习惯开始逐渐受到培育，移动阅读市场也是付费经济兴起的代表领域之一。

**图29： 2011-2019e 中国移动阅读市场交易规模**



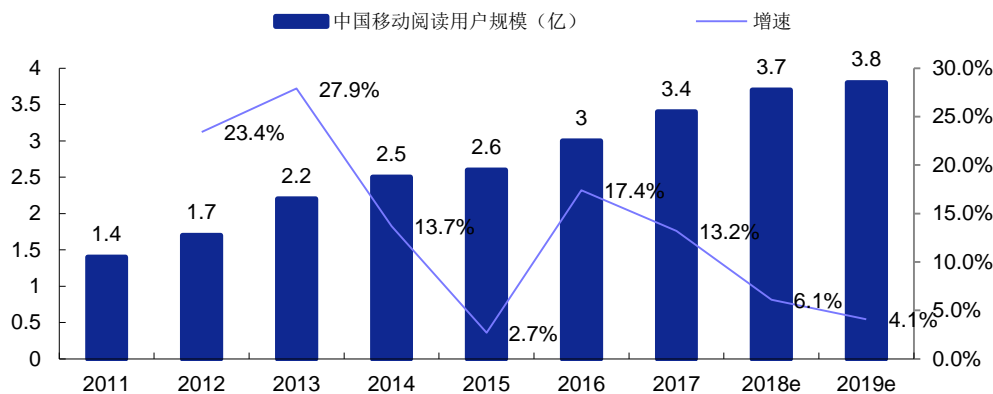
资料来源：艾瑞咨询预测，新时代证券研究所

2017 年移动阅读行业用户规模达到 3.4 亿人，同比增长 13.2%，增长速度相比



去年有所下降。用户规模增速低于交易额规模增速，由此可知 ARPU 在不断提升，体现了用户付费意愿在提升。我们认为未来随着移动阅读用户规模趋于饱和、用户增长率逐年减小，移动阅读市场规模的增长看点在于付费用户的开发和 ARPU 值的提升，而驱动用户付费意愿的因素我们认为更多还是在内容端。

**图30: 2011-2019e 中国移动阅读用户规模**



资料来源：艾瑞咨询预测，新时代证券研究所

### 2.3.3、阅文集团、掌阅科技：差异化布局的移动阅读领域头部玩家

阅文集团与掌阅科技主要为用户提供移动阅读服务，它们向出版社（发行人）、版权机构（版权分销商）、文学网站（网文原创平台）、作家（版权所有人）等购买图书的数字版权，对数字图书内容进行编辑制作和聚合管理，面向互联网发行数字阅读产品。移动阅读行业领域主要的盈利模式为用户的内容付费，也是当下最受关注的“To C”商业模式。阅文集团、掌阅科技分别通过各自旗下的 APP 产品 QQ 阅读（由腾讯文学与盛大文学合并）、掌阅 iReader 圈存用户，为用户提供丰富的阅读内容和高质量的阅读体验，进而培育和提升用户的付费行为。

**图31: 移动阅读市场三大梯队**



资料来源：艾瑞咨询，新时代证券研究所

在下游用户渗透率（活跃用户数量占总用户数量比率）方面，根据艾瑞咨询数据，目前移动阅读市场的第一梯队主要为阅文集团、掌阅科技、阿里文学、咪咕文学等。根据 2018 年 1 月智察大数据披露的移动阅读 APP 市场渗透率数据，2017 年四季度移动阅读市场掌阅 iReader 以 23.7% 的用户渗透率排名第一位，QQ 阅读以 20.6% 紧随其后。考虑到阅文集团旗下还有起点图书、潇湘书院等热门网络文学阅读 APP，我们预计掌阅科技与阅文集团两家公司的用户渗透率为 50% 左右，即在移

动阅读用户市场上占领了一半的市场份额。

**图32: 2017年中国移动阅读行业产业链图谱**



资料来源：艾瑞咨询，新时代证券研究所

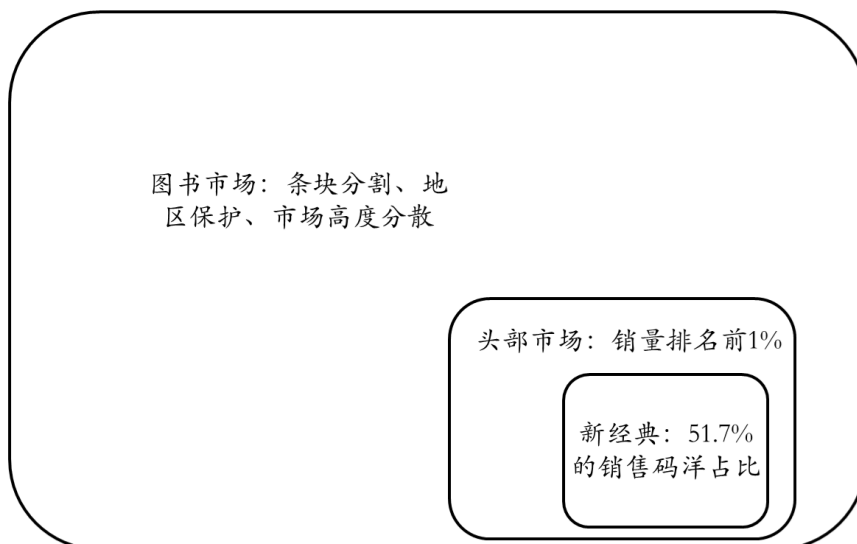
从内容端布局来看，掌阅科技与阅文集团采取不同的发展战略，阅文集团更注重IP为源头的互联网泛娱乐产业的开发，在网文作家的孵化、内容平台运营（起点中文网、创世中文网均为阅文旗下网文内容平台）、阅读渠道均有布局，截至2017年年底，阅文集团的网文平台共有作者6900万人，占中国全部网络文学作者的88.01%。相比之下，掌阅科技的内容大部分来自于版权采购，旗下作者数量较少，数字内容仅50余万册，约为阅文集团的6%左右。掌阅科技强调用户体验及内容方面的极致，在硬件开发方面有技术优势，而在内容采购方面拥有先发优势，公司在长期与出版社、版权机构、文学网站、作家等版权方的合作中积累了丰富的内容资源储备。

我们认为掌阅科技与阅文集团虽然同为移动阅读行业的头部玩家，但各自的业务侧重点均具有差异化布局，且坐拥各自领域的“内容+渠道”壁垒优势，我们看好二者未来有望受益于移动阅读产业链发展的马太效应。

### 2.3.4、新经典：经典文学版权运营商的翘楚

由于我国传统出版行业条块分割、地区保护、资源高度分散的状况长期存在，对于传统出版图书版权内容的大规模获取和高效率整合仍然存在一定难度，因此，传统图书版权市场仍处于高度分散状况。

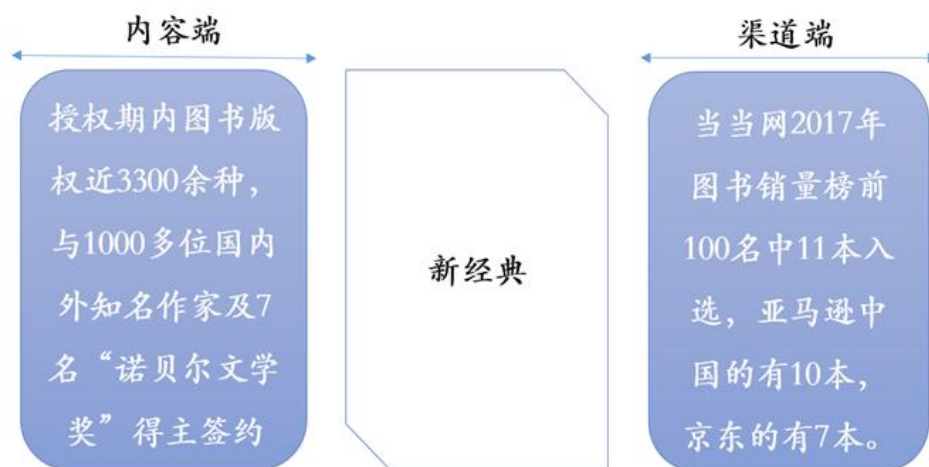
然而，图书市场的头部内容却常年集中于头部企业，例如优质图书内容的头部运营商新经典，这是一家立足于版权资产管理、以内容创意为核心的文化传媒企业，主营业务包括图书策划与发行、图书分销、影视剧策划业务。根据公司公告，2017年全年，图书市场中销量排名前1%的图书新经典为整个市场贡献了51.7%的码洋；据开卷信息统计，2017年度新经典以0.16%的动销品种取得了1.36%的市场占有率。也就是说，新经典在整个图书行业的市场占有率不到1.5%，但是在头部图书市场（上文所讲的图书市场中销量排名前1%）的占有率却超过50%。公司成立至今，始终持守严选态度和专业精神，专注于中外经典文学和高品质少儿读物等大众图书领域的内容策划及发行，致力成为国际化的“优质内容的发现者、创造者、守护者”。

**图33: 2017年新经典在头部图书市场占比超五成**

资料来源：新经典公司公告，新时代证券研究所整理

在上游内容端，相较于单部作品的运作，新经典更注重运营作者，签下其主要作品版权，分批次列入出版计划，长线运作。通过同一作者的作品持续推出，可以真正树立作者的品牌，使得经典的作品能“畅销且长销”。截止2017年末，公司拥有授权期内图书版权近3300余种，与1000多位国内外知名作家包括多位“诺贝尔文学奖”得主及其版权代理公司建立了良好且稳固的合作关系，包括“小豆豆”作品系列和路遥、三毛、张爱玲、东野圭吾、马尔克斯等重要作家的作品系列。作品的畅销，不仅让公司获益，也使得公司更易取得作者的信赖，建立了新经典品牌对作者的巨大吸引力。

优质的内容储备和头部内容运营能力构成了新经典上游内容端的竞争壁垒，我们认为新经典的市场占有率在当前高度分散的图书市场领域有望进一步提升，其主打的优质图书版权有望在移动阅读端获得更大的变现空间，公司未来有望与更多的头部作家合作，从而积聚更多的优质内容，不断筑高竞争壁垒。

**图34: 新经典公司上下游资源一览**

资料来源：新经典公司公告，新时代证券研究所整理

下游销售渠道端，公司与网上书店、新华书店、民营分销商三类渠道成员建立了长久共赢的合作关系，形成了覆盖广泛、协作积极的发行渠道网络。公司是当当

网、亚马逊、京东等网上书店的重要供应商，根据三大电商平台官网数据，当当网2017年图书销量榜前100名中公司旗下图书有11本入选，亚马逊中国的有10本，京东的有7本。线下渠道中，公司是较早与各省新华书店建立直接业务关系的民营图书发行商，在供货价格、回款条件等方面具有竞争优势。在移动阅读渠道端，公司与亚马逊kindle、当当读书、掌阅等主流数字阅读平台建立了稳固的合作关系。公司推出的《第七天》数字版，夺得了2013年中国电子书销量冠军；成功推出东野圭吾《解忧杂货店》数字版，2014年、2015年、2016年连续三年亚马逊纸电双榜前三名，其中2015年和2016年连续两年夺得Kindle年度付费电子书畅销榜的冠军。

根据开卷信息统计数据，新经典在2017年动销品种中，9本进入“2017年线下渠道图书零售市场畅销书排行榜TOP100”；6本进入“2017年线上渠道图书零售市场畅销书排行榜TOP100”；24本进入“2017年线下渠道文艺畅销书排行榜前100名”（前5占据4席）；15本进入“2017年线上渠道文艺畅销书排行榜前100名”（前5占据2席）。

**表7：2017年线下渠道文艺畅销书排行榜**

排名	新书时间	书名	出版社
1	2017年8月	《习近平的七年知青岁月》（平装）	中共中央党校出版社
2	2014年4月	《解忧杂货店》	南海出版社
3	2013年1月	《白夜行》	南海出版社
4	2014年6月	《嫌疑人X的献身》	南海出版社
5	2017年1月	《人民的名义》	北京十月文艺出版社

资料来源：开卷信息，新时代证券研究所整理

**表8：2017年线上渠道文艺畅销书排行榜**

排名	新书时间	书名	出版社
1	2014年4月	《解忧杂货店》	南海出版社
2	2006年4月	《追风筝的人》	上海人民出版社
3	2013年1月	《白夜行》	南海出版社
4	2015年5月	《摆渡人》	百花洲文艺出版社
5	2017年8月	《我不》	湖南文艺出版社

资料来源：开卷信息，新时代证券研究所整理

综上，我们认为新经典的核心竞争力在于内容端优质图书的版权储备、运营能力和下游端打通线上（线上零售和移动阅读）线下的销售模式，有望长期在传统阅读行业借助“内容+渠道”壁垒不断扩大自身的市场份额及影响力。

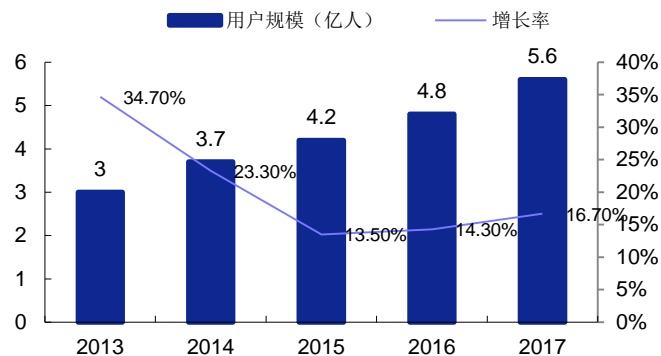
## 2.4、音乐行业：BAT各平台占据垄断地位，付费市场空间广阔

### 2.4.1、在线音乐用户超6亿，市场规模已近200亿

根据Questmoblie数据，2018年4月在线音乐用户达到6.1亿。2017年数字音乐市场规模达到180亿元，同比增长25.60%，其中在线音乐占比为75%，达到135亿元。2013-2017年，在线音乐市场规模年复合增速为24.84%，由2013年的74.1亿元增长至2017年的180亿元，用户规模年复合增速为16.89%，由2013年的3亿人增长至2017年的5.6亿人。

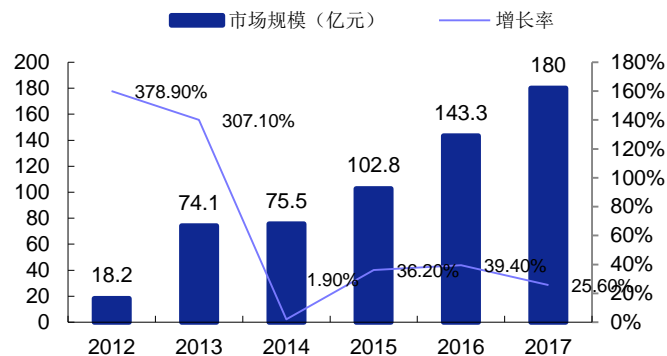


图35: 2013-2017年中国在线音乐用户规模及增长率



资料来源: 比达咨询, 新时代证券研究所

图36: 2013-2017年中国在线音乐市场规模及增长率



资料来源: 比达咨询, 新时代证券研究所

根据格隆汇整理的数据库, 当前音乐市场上三大唱片公司索尼音乐 (音乐版权库存 400 万首)、环球唱片 (320 万首)、华纳音乐 (120 万首) 三分天下, 几乎囊括了世界上所有主流音乐的版权, 旗下音乐版权数量均超过百万首, 其余唱片公司、明星音乐工作室等音乐版权市场参与主体拥有的版权量级只在万级。截至 2016 年 7 月各大音乐平台的版权数量为 QQ 音乐、网易云音乐、酷狗音乐、虾米音乐、百度音乐的版权分别为 1500 万首、650 万首、400 万首、400 万首、210 万首。

表9: 各大音乐平台版权资源对比

音乐集团	腾讯		阿里	百度	网易
旗下 APP	QQ 音乐	酷狗、酷我	虾米音乐	太合音乐	网易音乐
华语	杰威尔、英皇、福茂、 乐华娱乐、梦响当然、 华谊兄弟、少城时代、 灿星文化、种子音乐、 风华秋实、时代峻峰、 王力宏工作室、李宇春 工作室		孔雀廊、天浩盛世、太 合麦田、通力唱片、极滚石、相信、华研、寰 亚	滚石、海蝶、大石	《我是歌手 4》音频版 权、KKBOX
欧美	环球、华纳、索尼、 UMG、Sony/ATV、 Warner/Chappell、 Believe Digital		环球、华纳、索尼	BMG	The Orchard Kobalt Music
日韩	YG、CUBE、LOEN、 Bugs		JPY、CJ	S.M.	N/A 爱贝克思

资料来源: 艾媒咨询, 比达咨询, 新时代证券研究所整理

2018 年 2 月 9 日, 在国家版权局积极协调推动下, 腾讯音乐与网易云音乐就网络音乐版权合作事宜达成一致, 相互授权音乐作品, 达到各自独家音乐作品数量的 99% 以上, 并商定进行音乐版权长期合作, 同时积极向其他网络音乐平台开放音乐作品互相转授权。目前阿里音乐已经与腾讯音乐娱乐集团达成版权转授权合作, 阿里将滚石、华研等版权授予腾讯, 同时获得腾讯环球、华纳、索尼等音乐版权。网易云音乐与腾讯音乐相授 99% 音乐版权; 之后阿里音乐与网易云音乐又达成音乐版权互相转授权合作。各平台间版权数量和价值都存在差异, 其中腾讯版权数量和重量级都大于其他两家平台, 预计在授权合作中腾讯音乐将获得可观的转授权收入。同时, 腾讯音乐剩余 1% 的独家版权数量在 17 万首以上 (根据 2017 年腾讯音乐公布的最新数据, 平台上的音乐数量已超过 1700 万首), 而若将头部音乐版权作为独

家版权，其变现价值不可忽视。根据 BuzzAngle 发布的《美国 2017 年度音乐消费报告》，按照洛伦茨曲线测算以单曲发行数据为例，前 1% 首单曲的销量占总销量超过 50%。

#### 2.4.2、腾讯音乐：拟赴美上市的音乐版权运营巨头

从上游内容端来看，腾讯音乐（QQ 音乐、酷狗音乐、酷我音乐）先后获得全球三大唱片公司索尼、华纳、环球版权；阿里音乐获得华研、寰亚等版权；太合音乐拥有滚石、海蝶、大石等版权；音乐版权市场呈现“一超多强”格局，腾讯音乐在版权数量及质量方面遥遥领先。

从下游变现端来看，根据猎豹大数据，2018 年上半年音乐类 APP 排行榜前 4 名均为腾讯音乐旗下 APP，通过周活渗透率（各 APP 周活量/总音乐 APP 用户量）可测算出腾讯音乐占了前十音乐类 APP 市场超过 90% 的流量份额。

**表10： 2018 年上半年音乐类 APP 排行榜（数据区间：2018.06.26-2018.07.01）**

排名	APP 名称	周活渗透率	市场份额
1	酷狗音乐	11.87%	37.64%
2	QQ 音乐	7.39%	23.43%
3	全民 K 歌	7.21%	22.85%
4	酷我音乐	2.20%	6.96%
5	网易云音乐	2.14%	6.77%
6	虾米音乐	0.21%	0.67%
7	唱吧	0.18%	0.56%
8	多米音乐	0.17%	0.55%
9	咪咕音乐	0.11%	0.35%
10	百度音乐	0.07%	0.21%

资料来源：猎豹大数据，新时代证券研究所整理

美国最大音乐流媒体平台 Spotify 于 2018 年 4 月在美国上市，根据其招股说明书，2015 年，2016 年和 2017 年度，Spotify 的运营亏损达 2.35 亿欧元，3.49 亿欧元和 3.78 亿欧元。然而，根据腾讯控股 2017 年年报披露的数据，腾讯音乐共运营着三款音乐应用程序，分别是 QQ 音乐、酷狗及全民 K 歌，其订购收入及虚拟礼品销售均实现了强劲的增长。数据显示，主要受视频及音乐流媒体服务带动，腾讯的收费增值服务注册账户同比增长 22% 至 1.35 亿，但是并没有单独列出腾讯音乐的业绩。

通过测算，腾讯音乐当前的用户付费率在 3% 左右（实际用户数接近 4 亿，付费用户 1200 万），而 Spotify 的用户付费率接近 50%（1.7 亿用户，付费用户 7500 万），可以通过用户付费率看到国内音乐付费市场相比有超过 15 倍的增长空间。

我们通过测算视频行业的用户付费率来推算音乐行业未来的付费率区间——根据 Questmobile 数据，2018 年爱奇艺 APP 月活超过 6 亿，根据爱奇艺最新披露付费用户数据，2018 年 2 月平台付费用户超过 6000 万，我们由此估算爱奇艺的用户付费率在 10% 左右，明显高于腾讯视频的 3%。随着版权打击、保护力度的不断加大以及用户付费习惯、意愿的进一步培养，我们认为爱奇艺未来的用户付费率有望在 10% 以上。因此，通过参考目前国内视频行业的用户付费情况，对比腾讯音乐目前 3% 左右的用户付费率，我们认为用户付费将是腾讯音乐未来业绩增长的一大亮点。

总的来说，同样的逻辑，“内容+渠道”的壁垒也将使得腾讯音乐长期在音乐行

业受益,即上游内容端超过17万首的独家音乐版权和下游端超过90%的音乐类APP流量份额打造的双重护城河。此外,我们还看好国内音乐行业用户付费率的提升,腾讯音乐目前仅3%左右的付费率存在很大的提升空间。

## 2.5、数字版权综合服务商：版权全链条的大管家

随着数字内容的爆发,IP衍生开发的盛行,版权关系日益复杂,各行业对版权保护的需求快速增长;同时随着版权保护利好政策逐步落地,执行力度的不断加强,日渐完备的版权保护法律体系将为版权保护产业发展提供支撑。据中国版权保护中心统计数据显示,2014年软件登记量首次突破20万件,2016年软件登记量首次突破40万件。2017年中国软件著作权登记量突破70万件,同比增长85%,创我国软件著作权登记量历史新高。

因此,建立数字版权综合服务平台,成为数字版权行业良性发展的必由之路。数字版权综合服务平台包含数字版权内容数据库建设、版权登记与查询、版权交易管理与备案等功能,并与现有的版权登记机构、版权管理机构、出版行业协会等机构开展紧密的合作。我们认为,数字版权综合服务平台未来的发展方向在于与各行业版权运营、管理主体合作,提供版权行业基础设施服务。

### 2.5.1、安妮股份：国家级版权综合服务平台，成长空间广阔

2016年9月,安妮股份通过收购畅元国讯100%股权,切入数字版权服务行业;2017年2月,设立版全家科技、全版权科技两家全资子公司,加快版权大数据平台建设;2017年12月,与蓝猫动漫合作,就知识产权保护、动漫内容分发等方面展开深度战略合作。

畅元国讯深耕数字版权领域,未来将做互联网版权综合服务平台。畅元国讯成立于2004年2月,主营业务为基于DCI(Digital Copyright Identifier,即数字版权唯一标识符,是由国家版权局旗下中国版权保护中心为数字作品提供的权属关系认证标识,具备权威性和法律效力)体系开展的版权技术业务、版权保护业务、版权交易业务与版权增值业务四种服务类型。畅元国讯深耕数字版权服务领域十余年,在数字版权服务领域积累深厚,公司是全国首家开通线上版权基础服务的技术服务商,提供版权登记认证、版权估值、版权资产评估、版权交易、内容分发、版权费结算等数字版权全产业链综合服务。

**表11：畅元国讯主要业务分类及盈利模式**

业务分类	业务简介	盈利模式
版权技术业务	为国家数字版权公共服务、监管部门,出版机构提供版权领域技术开发及咨询服务。	通过上述两项业务,收取顾问咨询及技术服务费用。
版权保护业务	1、为通信运营商及互联网企业提供版权保护、审核及DCI接口服务;2、为所有版权人提供基于DCI体系的数字版权认证、监测与维权。	收取代理服务费用。
版权交易业务	1、为版权人与版权使用者提供便捷、高效、公允的版权交易平台。按照交易额收取一定比例的佣金;2、提供带DCI版权保护服务的数字内容分发。	通过为版权人及渠道提供内容集成、排序、版权保护、支付结算与渠道管理服务,参与内容销售后的收益分成。
版权增值业务	1、基于版权大数据为版权人、文化内容企业提供IP价值评估、企业版权资产评估、收取评估费用;2、通过对大数据的分析应用收集	通过“艺百家”平台确权、托管、展示、分发、网络社交传播、衍生,产生粉丝群落,进一步进行版权衍

业务分类	业务简介	盈利模式
	创意作品，筛选其中有衍生价值的作品作为“初始版权”或“基础 IP”。	生品的生产与销售，通过衍生权利授权与衍生品销售盈利。

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

畅元国讯核心产品“版权家”版权综合服务平台将持续提升规模效应，最初于2015年12月上线，之后进行升级，数字版权服务APP及PC端的“版权家1.0”产品于2017年3月28日上线。经过快速迭代，公司于2017年四季度已经上线“版权家2.0”版本。“版权家”依托DCI体系的数字作品版权登记服务支撑，主要面向个人与企业用户提供高效的在线版权登记、版权交易、使用数据监测与结算服务，保护著作权人的相关权益并帮助著作权人实现作品版权价值。

目前，公司对“版权家”产品的诉求是快速提高版权人的资源和数量，有了海量的资源，才有规模效应，版权交易和分发才能体现价值。公司“版权家”的入库版权数量仅为150万件，公司计划2018年通过营销手段等方式迅速提高到1000万以上。有了规模效应，其版权交易平台的价值才能更好发挥，也将为公司带来更大的业绩增长可能。

2018年7月25日晚间，安妮股份发布2018年半年度业绩快报。公告显示，公司2018年上半年实现营业总收入3.48亿元，同比增长21.64%；实现营业利润0.50亿元，同比增长48.60%；实现归属于上市公司股东的净利润0.49亿元，同比增长29.98%。报告期内公司业绩同比增加，主要原因是公司子公司北京畅元国讯科技有限公司业务较上年同期有所增长、公司理财产品收益有所增加。

### 2.5.2、光一科技：以互联网内容安全建设为目标，布局版权云生态产业链

公司版权云业务以CCDI国家数字音像传播服务平台(即版权云项目)为依托，以互联网内容安全为目标，以全网监测能力建设为核心，以内容风控和版权保护为根本，围绕互联网内容合规性服务、数字版权交易保障(实时监测、内容分发、交易结算、数据分析、维权取证等)服务，以自主研发、资本合作及业务合作为路径，对版权云生态产业链的重要环节进行产业布局，目前已形成“版权云”的三个核心能力平台——版权内容监测、版权确权保护、内容分发交易。

版权云底层技术的三项核心能力及对应运营实体如下：

#### (1) 版权内容监测

子公司天擎华媒作为版权云项目指定的运作主体，主要负责版权内容监测平台的运营，依托中云文化大数据建立的全网监测能力，对全互联网(PC、Mobile、OTT端)的内容进行实时或准实时的监测，并且通过人工+智能的方式对不同的特征内容进行判别、取证，从而实现版权保护、内容管理、内容风控等商业能力。

#### (2) 版权确权保护

子公司中云文化是版权云项目指定的运营主体，负责版权云项目的开发、管理及运营，建设国家级版权数据备案库、媒资素材库及监管、版权交易等数据的存储运营和服务。

#### (3) 内容分发交易

子公司江苏数道作为设立在长三角地区的版权云项目的产业平台主体，主要负责版权云的内容分发业务和版权交易业务，对内容衍生价值进行发掘和延展，与贵州中云文化大数据形成地理位置上的有效互补，共同推进版权云的产业布局和市场



化运作。

在国家政策方面，国务院在《文化产业振兴规划》、《国家“十二五”时期文化改革发展规划纲要》中将发展数字、网络出版产业作为出版传媒产业转型升级的重要战略；2016年2月4日，国家新闻出版广电总局、工业和信息化部颁布了《网络出版服务管理规定》，将网络出版生态下的版权保护纳入常轨；2017年1月25日，国家版权局发布了《版权工作“十三五”规划》，提出要实施版权严格保护、推动版权产业发展、健全版权工作体系，加大版权执法监管力度，优化版权社会管理工作，进一步明确了版权管理工作的重要性和互联网出版的政策指引；2017年5月7日，中共中央办公厅、国务院办公厅发布了《国家“十三五”时期文化发展改革规划纲要》，在互联网+行动中提出创新网络文化产品和服务，引导支持网络文化产业基地建设，建设中国文化（出版广电）大数据产业平台（CCDI），在国家战略高度上明确了版权云项目的定位。

在市场空间方面，随着数字化出版物的日新月异，人们阅读习惯的改变，内容付费市场的形成，为数字版权提供的头部内容全生命周期交易保障和长尾内容“微版权”、“微支付”体系提供巨大的商业机会。

根据2018年6月28日晚间发布的中报业绩预测报告，公司上半年实现盈利1300-1800万元，相比去年同期扭亏为盈。

### 3、风险提示

版权保护加大力度不及预期，内容付费发展进度不及预期。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**胡皓**，传媒互联网行业联席首席分析师，擅长自上而下把握行业性机会，探究传媒行业现象本质。2009年4月加盟光大证券研究所，期间曾获2010年新财富钢铁行业金牌分析师排名第五，2011年加盟银河证券，2012、2014年新财富最佳分析师第四名，2015年转型传媒，原银河证券传媒互联网行业首席分析师。

**姚轩杰**，传媒行业分析师，2017年加入新时代证券，4年投资研究经验，曾有阳光私募机构和传媒上市公司的工作经历。

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京	<b>郝颖 销售总监</b> 固话：010-69004649 手机：13811830164 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	<b>吕筱琪 销售总监</b> 固话：021-68865595 转 258 手机：18221821684 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
深圳	<b>史月琳 销售经理</b> 固话：0755-82291898 手机：13266864425 邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>