



证券研究报告·互联网消费行业深度

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(一)

中美国互联网视频行业现状及差异化发展路线

互联网视频消费发展决定因素：人口基数及内容消费观念的渗透
内容消费观念以及教育消费者的过程提升内容价值，人口基数决定了互联网视频的市场规模。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，而更大的市场规模，能满足细分行业龙头的共生与发展。

● 发展路径的海内外差异：

各环节基于行业的投入产出比，以及消费观念渗透进度的可行性分析，在初始阶段至盈亏平衡点的爬坡期，用户数以及内容价值的提升进度成为资本投入的主要考量标准。

(1) 人口基数不但决定了市场规模，也决定了互联网视频的发展路径。在海外发展的路径中，由于人口基数的限制（美国总体家庭数量不超过 1.26 亿户，Netflix 渗透率不足 40%），较快面临用户增速下降，企业不得不进行国际化扩张，但也需面对众多不确定因素。中国家庭户数达到 5 亿户，同时 20-29 岁人口就超过 2.28 亿人，充足的消费人群基数具备内生发展的潜力。

(2) 海外消费观念教育较早，订阅付费习惯已经形成，决定了海外在线视频更早的爆发，随着消费者观念的逐步教育改变，基于更大的人口基数和版权保护的改善完善，中国市场规模支撑更强，爆发时点到来将有更高增长空间，能更快速跨越盈亏平衡点。

● 发展路径的海内外共同特点：

(1) 国外版权保护观念的渗透较完善，中国因互联网发展过程中混乱导致的版权问题仍在整治过程中，但保护趋势一致。

(2) 内容质量和用户体验成为未来互联网付费视频产业中成功的关键因素，而版权费用（包括外购版权、播放许可和自制内容等）将成为最大的成本，盈利的波动显著增加。

(3) 本土内容的外销和海外内容的本土化是发掘内容潜力的重要方式，但是国内外观众的观看习惯不同，成为长期发展的挑战。

(4) 产业链中不同参与者在产业链里进行延伸发展，追求协同价值最大化。

中国特色的围城：却闻烧钱深似海，只缘身在此山中

目前，行业形态上，上游内容制作和下游硬件服务之间跨界发展成为新生态，并相互强调内容精品及硬件入口价值，未来多元化发展的路径下，互联网视频行业流量已经呈现出向龙头公司集中的态势。2017 年伊始，爱奇艺、腾讯、优酷土豆月度活跃人次纷纷超过 2 亿，而日均活跃人次达 2000 万级别。同时年轻用户（30 岁以下）占比上，腾讯视频占比为 60.2%，爱奇艺为 62.7%，优酷土豆达到 63.9%。
中国市场的特殊性：由于中国资本市场活跃度，基于市场潜力角度，加之互联网近年渗透率大幅提升。一级市场中，TMT 行业估值增速也成为近年最快的行业，尤其是龙头企业的融资估值提升幅度在一级市场处于相对重要地位。

请参阅最后一页的重要声明

互联网消费

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 4 月 20 日

市场表现



相关研究报告

- | | |
|----------|--|
| 17.04.19 | 空调行业：前两月低基数下高成长，持续推荐格力电器 |
| 17.04.10 | 【中信建投 家电行业】周观点：2017Q1 业绩预期偏差小，谨慎面对纠结的 2017Q2 |
| 17.04.10 | 【中信建投家电】冰洗 2 月数据点评：冰洗数据符合预期，持续推荐冰箱产业链及竞争格局改善标的 |



目录

美国互联网视频的发展路径及中国特色	1
(一) 美国互联网视频发展的层层递进	2
1、1940-1980 年：广播电视网（Broadcast network）主导时期	2
2、1980-2000 年：有线电视网络（Cable Network）的大成长	2
3、2000-至今：流媒体等互联网在线视频网络的爆发	3
(二) 重点案例分析：Netflix	5
1、Netflix：互联网时代的后起之秀	5
2、快速扩张的收入及难以预测的盈利	5
3、收入扩张：国际化发展不可或缺	6
4、收入扩张：局部优势后的价量齐升，成为收入增长的重要方式	9
5、公司特点：互联网大数据和强力渗透自制剧	9
(三) 其他佼佼者：Amazon Prime、Hulu	13
1、Amazon prime：电商的上下游一体化之路	13
2、Hulu：传统电视的求变之旅	14
(四) 中国在线视频发展洞察：复制与追赶	15
1、2005 年及之前：江湖初现	15
2、2006-08 年：格局变迁	16
3、2009-10 年：向成熟模式发展	17
4、2011-13 年：在线视频的资本大时代	17
5、2014 年至今：在线视频的多元化发展	18
6、互联网视频产业链：群雄必争的重要战场	19
(五) 背靠 BAT 的三大视频龙头—腾讯视频、爱奇艺、优酷土豆	21
龙头对比：以内容摇旗呐喊，围绕用户运营提升	21
附录：视频相关领域的一级市场融资估值：高成长高风险	24

图表目录

图 1：监管要求导致海外、国内互联网视频发展路径的不同	1
图 2：广播电视网时代的四强垄断	2
图 3：有线电视网时代的内容繁荣	3
图 4：流媒体提供的差异化服务	4
图 5：Netflix 的收入规模变化（单位：万元，USD）	5
图 6：2014 年-2016 年 Netflix 收入规模	5
图 7：介入原创剧后，Netflix 的盈利规模及利润率变化波动性增大（单位：万元，USD）	6
图 8：2002 年-2016 年 Netflix 会员在美国本土渗透率反而有所提升	7
图 9：Netflix 的本土会员数量在 2011 年后增速逐步下降	7
图 10：Netflix 的国际化扩张路径	8
图 11：Netflix 的总体会员数量在 2011 年开始国际化后增速依然保持高位	8



图 12: 2014 年-2016 年 Netflix 会员规模	8
图 13: Netflix 现行的多种定价组合	9
图 14: 基于大数据的精准推荐及自制剧	10
图 15: 2013 年自制剧的合作伙伴	11
图 16: Amazon Prime 与电子商务网站的深度整合	13
图 17: Hulu 作为有线电视网的补充, 提供带广告视频服务	14
图 18: 视频江湖初现	15
图 19: 中国大陆网民人数在 2005 年达到 1 亿	16
图 20: 格局变迁, 拨乱反正	16
图 21: 多重因素促使行业向成熟模式发展	17
图 22: OTT 盒子销售快速提升	18
图 23: 移动视频流量占比已经达到高位	18
图 24: 全维度多屏竞争	18
图 25: 各个细分领域均存在激烈竞争	19
图 26: 传统视频产业链条存在内容垄断性	19
图 27: 在线视频内容产业结构	20
图 28: 2016 年我国视频网站付费自制剧数量 (部)	22
表 1: Netflix 发展历史	10
表 2: Netflix 内容运营特点	10
表 3: Netflix 自制内容类型	11
表 4: 第 68 届艾美奖剧情类剧集和喜剧类剧集提名	11
表 5: Netflix 国际化及小语种制作	12
表 6: Amazon prime 视频服务种类	13
表 7: Amazon prime 视频内容类型	13
表 8: Amazon 自制剧《透明人生》获奖情况	13
表 9: Hulu 视频内容提供商类型	14
表 10: Hulu 自制内容类型和代表作	14
表 11: 腾讯视频、爱奇艺、优酷土豆特点对比	21
表 12: 腾讯视频、爱奇艺、优酷土豆的内容运营对比	21
表 13: 2016Q4 网台联播电视剧播放量 TOP10	22
表 14: 腾讯视频、爱奇艺、优酷土豆的运营策略对比	22
表 15: 腾讯视频、爱奇艺、优酷土豆会员对比	23
表 16: 主要视频网站的融资情况	24
表 17: 主要视频相关公司的估值情况	25

美国互联网视频的发展路径及中国特色

互联网视频是一种全球现象，人口基数决定了互联网视频的市场规模。虽然由于用户视频消费习惯，海外互联网视频爆发时间点更早，但是市场最终还是市场规模将由决定。

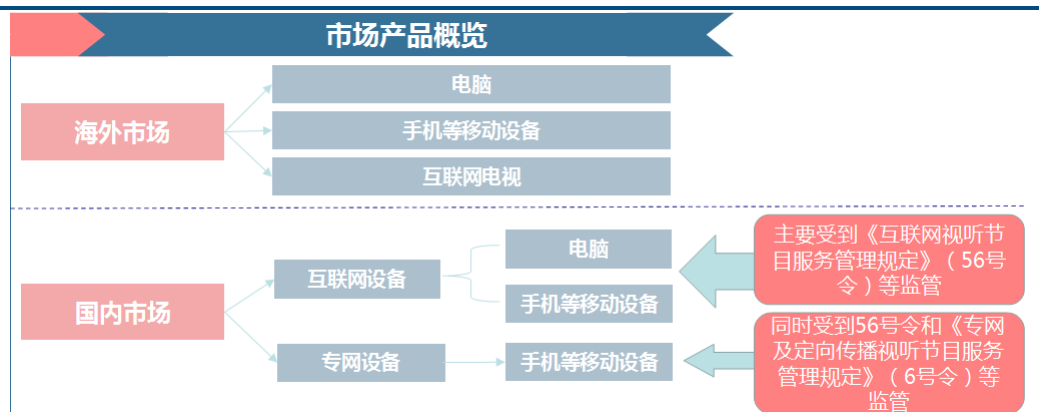
海内外发展的差异：

(1) 人口基数决定了市场规模，并决定了互联网视频的发展路径。在海外发展的路径中，由于人口基数的限制（美国总体家庭数量不过 1.26 亿户），互联网视频订阅或付费用户在本土渗透率达到高位后，不得不进行国际化扩张，国际化运营想要转化为成长的新土壤，也面临着海外不同的监管要求、用户观影习惯的不同以及海外本土企业的竞争等多种不确定因素，制约着盈利能力；

(2) 用户消费习惯的形成，决定了海外在线视频更早的爆发，也意味着中国市场爆发时点即将到来。在互联网视频的价值公式中，互联网视频的价值=用户价值（用户消费习惯）*市场规模（人口基数），用户价值（用户消费习惯）因素是重要影响因子，而市场规模（人口基数）具备决定性作用。

(3) 国内内容监管的方式决定了产业链空间并不集中，硬件和内容都有相对的市场空间。由于在互联网设备（电脑端、手机端等）和专网设备（互联网电视端）间存在不同的监管要求，尤其是对于播控平台牌照的要求，使得两者产业链环节产生了较大的变化。

图 1：监管要求导致海外、国内互联网视频发展路径的不同



资料来源：中信建投证券研究发展部整理

我们预期，虽然互联网视频产业在中国大陆与海外发展存在监管体系不同的差异，但在以下方面海内外发展具备共同特点：

(1) 内容质量和用户体验成为未来互联网付费视频产业中成功的关键因素，而版权费用（包括外购版权、播放许可和自制内容等）将成为最大的成本，如何达到平衡是最重大的议题；

(2) 本土内容的外销和海外内容的本土化是发掘内容潜力的重要方式，但是国内外观众的观看习惯不同成为长期发展的挑战；

(3) 不同纬度的竞争对手参与进入互联网视频市场成为短期的常态，而用户成为最为宝贵的资源；

(4) 网络接入设备具备多样化特点，而内容播出又是同质化，使得不同终端设备间（电脑等娱乐中心、手机等可移动设备、互联网电视等家庭中心）发展方式较为一致。

（一）美国互联网视频发展的层层递进

从全球范围内来看，目前从事互联网视频且能够在财务上也获取成功的公司，大多数采用订阅付费服务的模式，最为知名的均来自美国，包括 Netflix（其中 Netflix 在 2016 年全球范围内收入水平达到 88.31 亿美元，净利润为 1.87 亿美元）与 Amazon Prime Video（Amazon 2016 年净利润达到了 24 亿美元，但未公布流媒体服务财务数据）。

而代表了上世纪视频信息服务翘楚的美国广播电视和有线电视网络，塑造了截止今日的视频用户消费习惯、观看习惯，但在内容的丰富程度和用户参与程度上限制重重，技术变革使得互联网视频服务崛起成为必然。

1、1940-1980 年：广播电视网（Broadcast network）主导时期

在美国电视产业发展早期，电视节目仅可以通过无线广播在部分区域进行传播。内容发行渠道被广播电视网垄断，作为仅有可以选择的内容整合发布者，诞生了那个时代下垄断红利赢家：四大广播电视网（CBS、ABC、NBC、FOX），以及各个地方电视台。

各大广播电视网母公司均为综合性传媒集团，如康卡斯特集团、新闻集团、迪斯尼集团等，母公司旗下拥有影视剧制作和发行机构，为各大广播电视网提供电视节目。

阶段特点：有限的内容发布平台，导致电视内容端一直受到压制，多余的内容无法变现，因此该时期以综合性节目为主。

图 2：广播电视网时代的四强垄断

广播电视网络	母公司	创立时间	擅长电视剧类型
	康卡斯特集团	1938	政治剧
	新闻集团	1986	科幻剧
	迪士尼集团	1948	生活剧
	CBS 集团	1939	罪案剧

资料来源：中信建投证券研究发展部整理

2、1980-2000 年：有线电视网络（Cable Network）的大成长

在 1980 之前的 30 年间，美国大城市中有有线电视普及率不断提升，其可承载的电视频道较无线广播大幅提

升，有线电视频道大量涌现，而随着美国《1984 有线电视法案》的通过，代表着有线电视网络跨时代增长的到来，打破了广播电视网的分发垄断瓶颈。观众可选择观看的频道大幅提升，使得对于内容的需求大幅提升，内容端的繁荣开始出现。这一时期，成就了 CNN、ESPN、MTV 和 HBO 的发展和壮大。

图 3：有线电视网时代的内容繁荣

有线电视网络	母公司	创立时间	擅长节目类型
	康卡斯特集团	1980	独家现场实况报道
	维亚康姆 (Viacom)	1981	音乐的新闻与娱乐节目
	迪士尼集团	1979	24小时体育播放
	时代华纳	1972	独立电视剧集

资料来源：中信建投证券研究发展部整理

同时由于内容信号输送依托 80 年代出现的有线电视、90 年代出现的卫星传输或 21 世纪之后的光纤网络，用户无法直接通过无线网络免费观看，而是需要付费传输的电视频道。根据 Leichtman Research 调研数据，美国有线电视网络平均订阅价格从 2011 年的 73.63 美元一路攀升，达到了 2016 年的 103.10 美元，在 5 年间平均价格上涨了近 40%。

电视运营商的相对垄断地位，为他们在有线电视网络服务中赚取超额收益，这其中包括美国主要的有线电视运营商（运营有线电视网络）包括：康卡斯特（Comcast）、时代华纳有线（Time Warner）；主要的卫星电视运营商：DirecTV 和 Dish Network 公司；提供光纤网络的电信运营商：美国电话电报公司（AT&T）和贝尔公司（Verizon）

阶段特点：用户付费收看电视服务的商业模式也在这一阶段逐步成熟，相对垄断的电视传播服务导致订阅费用竞争力较低和同时电视频道不得不进行较多广告植入，给市场后入者留下了可乘之机。

3、2000-至今：流媒体等互联网在线视频网络的爆发

互联网传播媒介的普及，出现了以 Netflix 为主的流媒体内容整合平台，和以 Youtube 为主的用户原创内容发布平台。虽然 Youtube 等以用户内容为主的凭条并没有给有线电视网络造成实质性的变化，但是 Netflix、Amazon、Hulu 等流媒体给用户提供了完全不同的内容获取渠道，使得其直接与有线电视网络产生竞争。

图 4：流媒体提供的差异化服务

流媒体	母公司	创立时间	特点
	Netflix	1997	低价DVD租赁和视频流服务，提供高质量剧集
	Google	2005	强调用户的视频内容分享，近年也开始进行电视流媒体服务
	迪士尼集团、康卡斯特集团、福克斯公司	2007	有线电视网的在互联网时代的补充。提供有广告的便宜订阅费
	Amazon 亚马逊	2011	与亚马逊会员服务绑定，同时提供音乐和 Kindle 电子书服务

资料来源：中信建投证券研究发展部整理

并且更多美国互联网性质企业在付费视频上不断推陈出新，角力付费订阅服务，YouTube 推出 YouTube TV，而视频消费在 Facebook 上不断增长，苹果公司付费视频服务也越发成熟。如 Molotov.tv 和 Hulu 等新兴公司在法国直接参与建设电视网络的本地互联网接口。

而另一方面，美国视频产业链上的传统企业也正在转型，分享互联网视频的大蛋糕，例如有线时代的卫星电视运营商：美国卫讯公司 ViaSat 成立 ViaPlay，DISH Network 公司成立 SlingTV，DirecTV 成立 DirecTV Now。而老牌广播电视网 CBS 也正准备发行一款专门针对美国本土订阅视频点播服务的主要原创系列-星际迷航。

阶段特点：不同纬度的竞争对手参与进入互联网视频市场成为短期的常态，而用户成为最为宝贵的资源。通过互联网减少了内容向用户传输环节，使用成本下降。而有限电视网络的抗衡，是进一步把控电视剧内容。迫使流媒体平台面临外购内容的不足，而需要通过自制电视剧内容补上，促使了视频网站自制剧得爆发。



（二）重点案例分析：Netflix

根据市场研究公司 **Parks Associates** 的统计，在美国本土约有一半的宽带家庭订阅 **Netflix**。其次是亚马逊，约有四分之一的家庭订阅，最后是 **Hulu**。

1、Netflix：互联网时代的后起之秀

（1）**Netflix 2002 年上市，2007 年开始在线视频流媒体服务，2016 年收入规模达到 88.31 亿美元，净利润达到 1.87 亿美金。收入规模已经超过行业老牌 HBO 在视频订阅服务上 50 亿美金的水平。**

（2）**美国本土市场规模的限制，决定了公司必须采取海外扩张的方式发展。公司 16 年会员数量达到 9379.6 万，其中本土会员 4943.1 万，海外会员 4436.5 万。其中，国际化运营提供了更广大的会员增量，收入成长空间能够得到加强，但是也面临着海外不同的监管要求、用户观影习惯的不同以及海外本土企业的竞争，是长期发展的重要挑战；**

（3）**局部优势带来的价量提升，将成为收入持续增长的动力。**从 2014 年开始，随着纸牌屋的热播，公司在实现局部优势格局后，连续提高会员计划价格，同时对现行的会员计划采取分层定价的方式，进一步提升收入水平，**价量的同步提升。**

（4）**内容投入成为最大负担，对于盈利水平有重大影响。**无论本土或海外发展都离不开优质内容，购买版权或播放需求、投资原创剧集，都离不开大量的资金投入，公司 2016 年原创内容投入超过 50 亿元，由此带来的成本上涨。

2、快速扩张的收入及难以预测的盈利

Netflix 公司收入规模保持持续的高速增长，但是 2012 年开始的原创剧集投入直接挤占了利润空间。2016 年，Netflix 公司收入达到创纪录的 88.28 亿美元，收入增速达到近 5 年的新高，为 30.26%。海外收入的高速增长，是推动公司收入增速创纪录的最关键因素。2016 年海外收入达到 32.11 亿元，增速超 64%。

图 5：Netflix 的收入规模变化（单位：万元，USD）

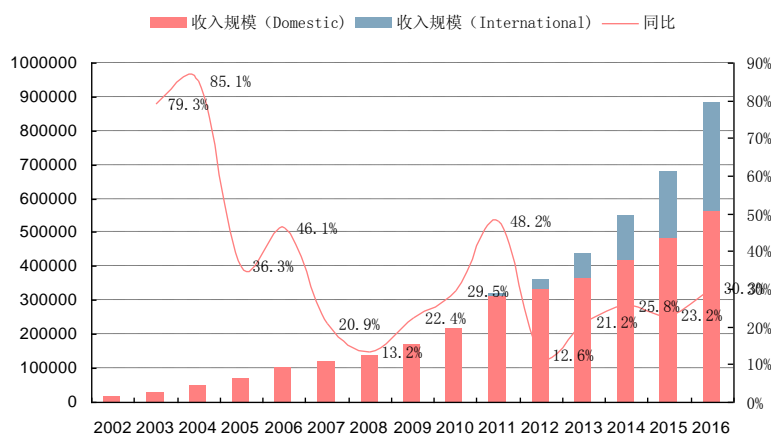
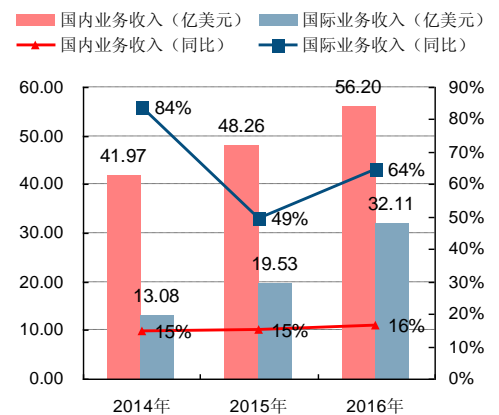


图 6：2014 年-2016 年 Netflix 收入规模



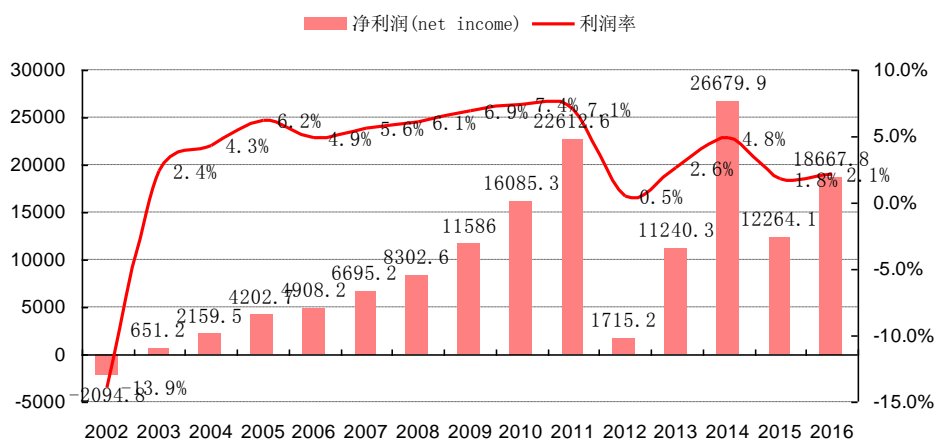
资料来源：Netflix 年报、中信建投证券研究发展部

介入精品原创剧集，成本压力下的盈利波动

公司开始介入原创剧集投资，成本的大幅上涨，对于公司盈利规模及利润率影响显著，波动明显放大。2012年，正是公司开始大笔投入原创剧集的时点，该公司推出了第一部原创剧集《利勒哈默尔》（Lilyhammer）。

对于精品原创剧的大资金投入，直接导致概念营业成本比重提升了近 10 个百分点，公司从 12% 左右的毛利率水平大幅度下滑至不足 2%。而净利润率跟下滑至 0.5%，该年仅实现净利润 1715.2 万元美金，大幅下降。但是随着 2013 年《纸牌屋》等热门剧集的播出，盈利快速好转，但是第一季《纸牌屋》单集的价格高达 450 万美元，阻碍了公司 2013 年净利润的回复至 2011 年的水平。而在一年之后的 2014 年净利润达到 2.67 亿元美金的顶峰。

图 7：介入原创剧后，Netflix 的盈利规模及利润率变化波动性增大（单位：万元，USD）



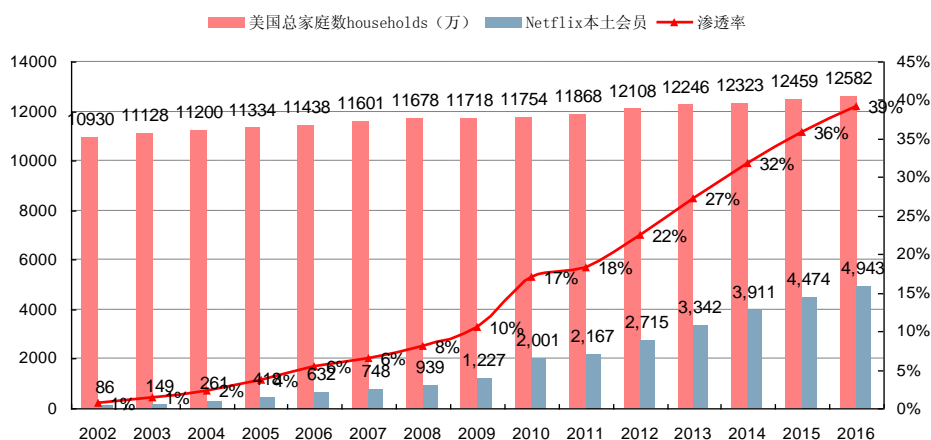
资料来源：Netflix 年报、中信建投证券研究发展部整理

从公司目前的成本结构来看，内容费用（包括流媒体内容资产的摊销、流媒体内容的许可和获取相关资产其他费用）占成本比例最高，其次是其他收入成本（如流媒体传输费用、客户服务费用和支付处理费用）。

3、收入扩张：国际化发展不可或缺

人口基数决定市场规模有限，本土会员的逐步饱和。本土会员数量增长下滑是所限于美国家庭总量仅为 1.26 亿户左右的必然结果。2011-2016 年间，虽然渗透率由 18% 提升到 39%，而到 2016 年，会员增速已经下滑至 10.5%，大幅低于 37.4% 的平均水平。

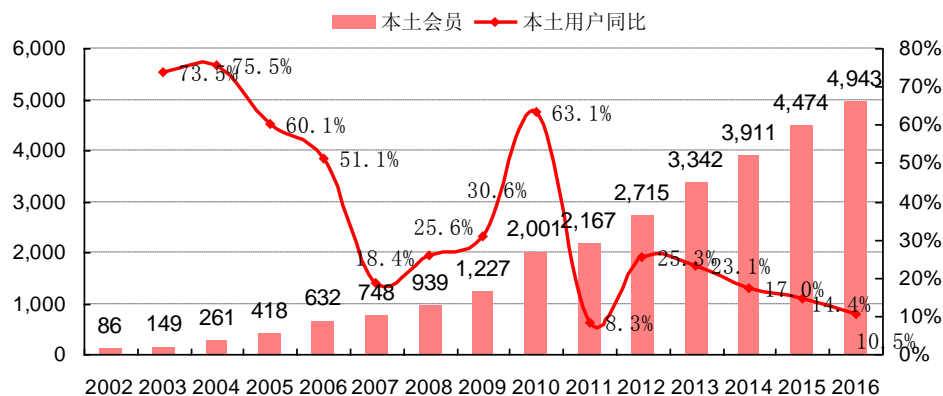
图 8：2002 年-2016 年 Netflix 会员在美国本土渗透率反而有所提升



资料来源：Netflix 年报、美国统计局和美国人口审查局、中信建投证券研究发展部整理

在 2010 年前，公司坚持本土运营。除在 2007-08 年金融危机期间，会员数量均保持了 30% 以上的增长。而 2010 年推出的 1 个月的免费试用，较原来 2 周免费试用期延长 1 倍，一方面，免费会员数量从 2009 年的 37.6 万人增长到 174.2 万人，同比增 363.3%，另一方面，免费试用策略有效带动了付费会员的增长，付费会员数量也从 1189.2 万人增长到 1826.8 万人，同比增 53.6%。但是延长免费期策略的推行，也相当程度上透支了 Netflix 本土会员的潜力，其增速在 2011 年大幅下滑，并开始了漫长的下滑过程。

图 9：Netflix 的本土会员数量在 2011 年后增速逐步下降



资料来源：Netflix 年报、中信建投证券研究发展部整理

因此公司从 2010 年加拿大开始推动国际化运作，截止目前国际化成长显著，已经在全球超过 190 个地区开展业务。从国际化战略的目的而言，发掘潜在市场，弥补会员增长放缓的趋势是不言自明的。

图 10: Netflix 的国际化扩张路径

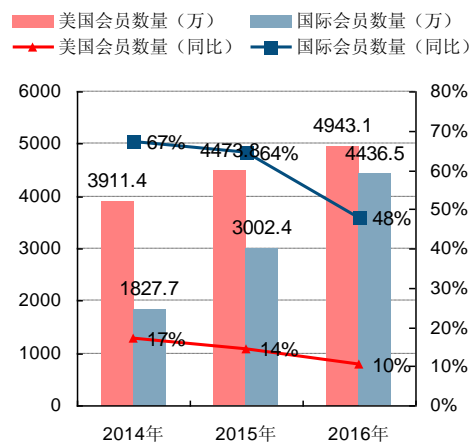
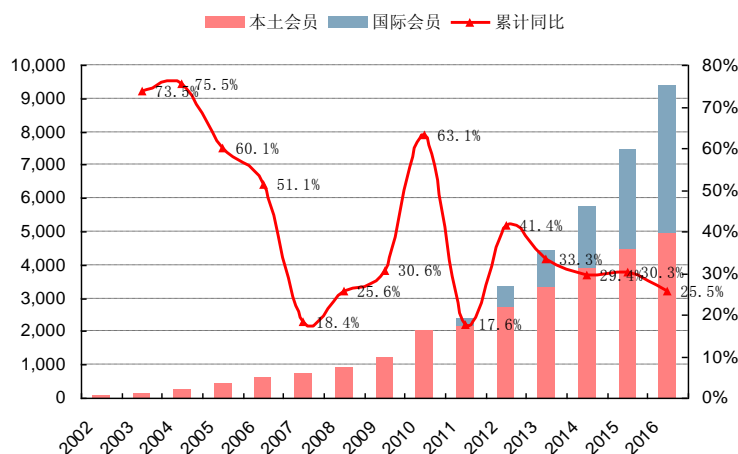


资料来源: Netflix 年报、中信建投证券研究发展部整理

从近 3 年的数据来看, Netflix 国际业务的快速扩张带动国际会员数量增长速度明显快于国内会员增长速度, 在本土会员增速已经下滑到 10% 的情况下, 国际会员增速依然保持着接近 50% 左右的高速。

其中, 2016 年, 国际会员同比增长 48%, 达到 4436 万人, 国外业务收入规模同比增长 64%, 达到 32.11 亿美元。2016 年海外收入达到 32.11 亿元, 增速超 64%。国际付费会员服务成为 Netflix 新的收入增长点。

图 11: Netflix 的总体会员数量在 2011 年开始国际化后增速依然保持高位 图 12: 2014 年-2016 年 Netflix 会员规模



资料来源: Netflix 年报、中信建投证券研究发展部

海外业务中, Netflix 也面临着一系列的挑战, 其中包括用户观看习惯、各国对流媒体服务不同的监管规则, 更为重要的是来自不同国家类似服务的激烈竞争:

(1) 在欧盟地区共有 28 个成员国, 许多监管要求存在对 Netflix 内容的限制, 同时从用户习惯上, 当地语言节目客户群体更为显著, 地方性倾向强。

(2) 另一方面, 视频点播模式并没有门槛或专利限制, 英国 Sky 和意大利 Mediaset 等公司已经在欧洲境内提供美国节目, 同时还能提供需求量更大的当地语言节目。

4、收入扩张：局部优势后的价量齐升，成为收入增长的重要方式

在最近的 3 年间，公司不断提高会员计划价格，同时对现行的会员计划采取分层定价的方式，进一步提升收入水平，可以预见在实现局部的优势格局后，价量的同步提升，将成为收入持续增长的动力。

Netflix 于 2014 年 5 月将针对本土用户的标准计划（Standard plan）价格从每月 7.99 美元提高到每月 8.99 美元，会员资格为两年。而在 2015 年 10 月，公司又将同一标准计划（Standard plan）的价格从每月 8.99 美元增加到每月 9.99 美元，会员资格缩短为一年。

在 2016 年，公司逐步淘汰了定价，给成员们选择每月 7.99 美元的基本流计划（Basic plan），继续按照每月 9.99 美元的标准计划（Standard plan），或选择每月 11.99 美元的高级会员计划（Premium Plan）。

图 13：Netflix 现行的多种定价组合

	BASIC	STANDARD	PREMIUM
Monthly price after free month ends on 4/11/17	\$7.99	\$9.99	\$11.99
HD available	×	✓	✓
Ultra HD available	×	×	✓
Screens you can watch on at the same time	1	2	4
Watch on your laptop, TV, phone and tablet	✓	✓	✓
Unlimited movies and TV shows	✓	✓	✓
Cancel anytime	✓	✓	✓
First month free	✓	✓	✓

资料来源：Netflix 官网、中信建投证券研究发展部整理

虽然公司提高了定价，不过在 2014-2016 年间，本土会员从 3911.4 万增长到了 4943.1 万，会员数量保持了高速增长，这两次涨价并没有对 Netflix 的订阅数量带来负面影响，一方面，9.99 美元的资费相对于美国现有的有线电视订阅费依然具备竞争力，例如 HBO 每月的订阅费为 15 美元，另一方面，标准计划定价与竞争对手基本一致，在服务体验和部分内容更优的情况下，公司会员保持的增长势头。

在目前的定价模式中，针对本土用户，内容计划价格：分别为 7.99、9.99、11.99 美元/每月，所有的服务均可以为用户提供完全无广告的在线视频服务，唯一的区别仅仅是可选分辨率和同时支持的屏幕数量。

针对国际用户，内容计划价格：会员计划的结构类似于美国，价格范围从美元相当于每月约 5.00 美元到 18.00 美元，部分地区拥有更高的毛利率

5、公司特点：互联网大数据和强力渗透自制剧

截止 2016 年底，超过 9300 万 Netflix 流媒体成员在 190 多个国家享受超过 1.25 亿小时的电视节目。公司的主营业务最初仅为 DVD 出租，向在线流媒体播放与制作的转换，公司实现了盈利模式的重大转变。目前公司既专注版权内容的独播性，与迪士尼等热门版权商建立独家合作关系；也着力发展自制内容，脱离版权束缚。

图 14：基于大数据的精准推荐及自制剧



资料来源：中信建投证券研究发展部整理

表 1：Netflix 发展历史

时间段	特点	代表性事件
1997 年-2001 年	Netflix 建立并提供 DVD 出租服务	1997 年 Reed Hastings 及 Marc Randolph 建立 Netflix；1999 年 Netflix 提供 DVD 网上出租服务；2000 年 Netflix 根据用户大数据，定制化向用户推荐 DVD
2002 年-2006 年	Netflix 融资扩张	2002 年 Netflix 在纳斯达克上市；2005 年 Netflix 会员规模已经达到 420 万人
2007 年-2011 年	Netflix 发展流媒体并开拓国际业务	从 2007 年到 2010 年，Netflix 已经实现在电视、互联网连接设备、苹果产品等多种设备上播放；2010 年，Netflix 开始拓展加拿大业务
2012 年至今	Netflix 发展自制内容并扩大国际业务规模	2013 年，Netflix 获得 31 次艾美奖提名，自制剧的代表《纸牌屋》更是获得了 3 次艾美奖；2016 年 Netflix 实现了全世界绝大多数国家可收看

资料来源：公司官网、中信建投证券研究发展部

（1）内容运营：重视独播内容及自制内容

Netflix 注重内容的独播性，包括独播版权内容和自制内容。公司在 2012 年开始推出了原创节目，根据 Google 趋势，截止 2016 年底，公司原创系列电视节目占全球 2016 年排名前 10 的最受欢迎的电视节目中的五个。在 2016 年，Netflix 在内容上的支出超过 50 亿美元。而目前的计划来看，公司希望在此基础上，计划 2017 年花费 60 亿美元创造 1000 小时的新内容。

表 2：Netflix 内容运营特点

类型	特点
版权内容	专注版权内容的独播性，停止与 Hulu 等平台共享 Epix 的版权，与迪士尼、皮克斯等建立独家合作
自制内容	版权内容是内容运营的重点，生产电视剧、动画、纪录片等多种类型的自制内容

资料来源：中信建投证券研究发展部

2013 年是公司原创内容的突破之年，与独立制片公司合作，另辟蹊径的结果逐步显现，通过《纸牌屋》和其他的首播剧集，Netflix 实现了向热门原创剧集的首播平台的转化。而由纸牌屋带来的流媒体火热，使得另一个流媒体播放平台 Hulu 重新获得了原股东 20 世纪福克斯、NBC 环球、迪斯尼的新注资，三家集团宣布将为 Hulu 继续注资 7.5 亿美金，用于提升其内容竞争力。

图 15：2013 年自制剧的合作伙伴



资料来源：凡道资本、中信建投证券研究发展部整理

但是随着参与自制剧制作，凭借用户数据的积累分析，Netflix 自制内容呈现精品化趋势，所需支付成本也极高，其中，第一季《纸牌屋》单集的价格达到 450 万美元，而《女子监狱》、《铁杉树丛》也要接近单集 400 万，短剧集《发展受阻》预算也超过每集 250 万美元。

表 3：Netflix 自制内容类型

类型	代表作
电视剧	《纸牌屋》、《铁杉树丛》、《橙子是新的黑色》
动画	《以后高》、《turbo fast》、《VeggieTales 在房子里》
脱口秀	《切尔西》
纪录片	《冲突艺术：北爱尔兰的壁画》、《广场》、《极端》

资料来源：中信建投证券研究发展部

但精品自制剧的投资策略带来的优势是多部剧集获得艾美奖、金球奖等奖项和提名。

表 4：第 68 届艾美奖剧情类剧集和喜剧类剧集提名

播放平台	剧名
Netflix	《纸牌屋》、《无为大师》、《我本坚强》
HBO	《权力的游戏》、《副总统》、《硅谷黑历史》
Amazon	《透明家庭》
FX	《美国谍梦》
PBS	《唐顿庄园》
AMC	《风骚律师》
USA	《黑客军团》
Showtime	《国土安全》
ABC	《摩登家庭》、《喜新不厌旧》

资料来源：互联网、中信建投证券研究发展部整理

（2）海外内容发力：重视小语种和美国价值观

公司原创剧集也开始进行国际化探索，衍生出既有美国观感又有国际化实力的内容。在目前的形成的海外



英语剧和小语种剧上，一方面，内容题材和创作环境，都是服务于海外观众的观看习惯；另一方面，小语种代表的文化细分，是对本土市场的深度挖掘，通过海外文化的好莱坞式深度定制，衍生出既有美国观感又有国际化实力的内容。

表 5：Netflix 国际化及小语种制作

已开播剧集	代表作
海外英语电视剧	英国王室题材《王冠》
海外小语种电视剧	墨西哥题材西班牙语剧《毒枭》 针对拉美葡萄牙语剧《3%》 日本漫画题材日语剧《火花》
17 年计划投产剧集	代表作
海外小语种电视剧	西语剧《接线女孩》 日语剧《吉米》 德语剧《黑暗》 阿根廷西语剧《艾达》

资料来源：中信建投证券研究发展部整理

从国际化创作带来的益处而言，不仅仅有会员数量的增长，还有文化交互中，美国价值观在海外的输送，以及海外题材的好莱坞式加工产生的影视内容，成为了反哺美国本土的优质内容。这在 Netflix 已经投放市场的小语种剧集中已经有所反映，而未来，即将投产的日、法、西、葡、挪威语在内的十几部非英语剧集，或许将带来更多的国际化看点。

（3）电影投资：战略缺乏弹性，发展受阻

公司对于“0 窗口期”的政策坚持，大幅缩减了院线合作的可能性，市场影响十分有限。

在院线内容的制作中，Netflix 原创电影发展并不顺利，虽然在电影内容战略上，Netflix 基本遵循了：一方面，注重电影评选，以优质电影发行商的角色增强影响力，同时关注相对低成本独立电影的购买；另一方面，与一线电影人合作，提供具备市场号召力的题材，扩大市场影响力。

（三）其他佼佼者：Amazon Prime、Hulu

1、Amazon prime：电商的上下游一体化之路

（1）电商的上下游一体化之路

公司通过 Amazon 会员体系与互联网视频服务的高度整合，同时推出 Amazon Fire TV 互联网机顶盒，其向上开放的系统支持 Amazon prime、Hulu、Netflix 等流媒体渠道，加强上下游一体化的运营方式。**核心为 Prime 会员群体形成的产业生态，提升会员可以使用的服务范围，增强用户粘性，从而达到对内容、销售、播放端的全产业链布局。**

表 6：Amazon prime 视频服务种类

名称	特点	会员价格
Amazon prime video	用户可以享受在线观看视频服务	30 天免费试用，30 天后每个月\$8.99
Amazon prime	用户不仅可以享受视频服务，也可享受免费送货、在线音乐等其他服务	30 天免费试用，30 天后每个月\$10.99

资料来源：Amazon 官网、中信建投证券研究发展部

图 16：Amazon Prime 与电子商务网站的深度整合

amazon Prime	Prime Video \$8.99/month	Prime (monthly) \$10.99/month	Prime (annual) \$99/year Equivalent to \$8.25/month
Free Two-Day shipping		✓	✓
Unlimited movies and TV shows Including HD, Ultra HD & HDR (when available)	✓	✓	✓
Unlimited music streaming		✓	✓
Unlimited reading on any device		✓	✓
Free unlimited photo storage		✓	✓
Free Same-Day Delivery in eligible areas		✓	✓
Save 25% on Prime with our annual plan			✓

资料来源：Amazon 官网、中信建投证券研究发展部整理

基于用户反馈的自制内容制作，是公司进行自制剧探索的新方式。公司通过拍摄试播剧集，在 Amazon Instant Video 服务中播出，以试探观众的反应，最终根据用户的喜好决定是否正式拍摄。

表 7：Amazon prime 视频内容类型

服务名称	内容类型	细分类别	代表作
Amazon prime video	版权	电影、电视剧等	《黑道家族》、《火线》、《朽木》等
	自制	电影、电视剧等	《透明人生》、《阿尔法屋》、《高堡奇人》等
Amazon video direct	用户上传	短视频	

资料来源：中信建投证券研究发展部

表 8：Amazon 自制剧《透明人生》获奖情况

奖项	类别
第 67 届美国导演工会奖	最佳喜剧类电视剧导演
第 67 届艾美奖	最佳导演
第 72 届美国电影电视金球奖	电视剧音乐/喜剧类最佳男主角

资料来源：百度、中信建投证券研究发展部

2、Hulu：传统电视的求变之旅

(1) 背靠传媒巨头，获得丰富版权资源

Hulu 的股东均是美国无线广播电视及有线电视时代的巨头，有迪士尼、拥有 21 世纪福克斯的新闻集团、NBC 环球集团的母公司康卡斯特及时代华纳。四大巨头集团把握了大量的视频内容资源，是 Hulu 竞争的最大助力。与此同时，Hulu 采用广告合作的方式转授权，建立传播推广渠道，为其他网站提供免费视频内容，从而获取更大的用户量。

表 9：Hulu 视频内容提供商类型

内容提供商类型	内容提供商代表	视频内容类型
四大股东	迪士尼、21 世纪福克斯、NBC 和时代华纳	新闻、访谈、连续剧、音乐、演唱会、电影等
传统媒体内容提供商	索尼、米高梅、华纳兄弟等	电影等
小众领域的提供商	Comedy Central、PBS 等	喜剧等
网络内容提供商	电视频道官方网站、娱乐网站等	电影等

资料来源：百度、中信建投证券研究发展部

(2) 开始发展自制内容的转型

2012 年，Hulu 开始发展自制内容，截止目前，Hulu 能引领潮流的自制内数量较少，仍处于起步阶段。而由纸牌屋带来的流媒体火热，使得 Hulu 获得了原股东 20 世纪福斯、NBC 环球、迪斯尼的新注资，三家集团宣布将为 Hulu 继续注资 7.5 亿美金，用于提升其内容竞争力。

表 10：Hulu 自制内容类型和代表作

内容类型	代表作
戏剧	《East Los High》、《The Path》等
喜剧	《Quick Draw》、《Deadbeat》等
惊悚剧	《Freakish》、《Crow's Blood》等
纪录片	《RocketJump: The Show》等

资料来源：Wikipedia、中信建投证券研究发展部

2016 年 8 月，Hulu 停止带广告的免费视频服务，只保留了 7.99 美元每月含广告的订阅服务和 11.99 美元每月的无广告订阅服务。相较而言，Hulu 作为传统电视的补充，在收入模式中，更加注重从传统广告收入的过渡。

图 17：Hulu 作为有线电视网的补充，提供带广告视频服务

	Limited Commercials \$7.99/month	No Commercials \$11.99/month
Commercial Free		✓
Unlimited Access to Hulu's Library of Great TV and Hit Movies	✓	✓
Current-Season Episodes - Available Next Day	✓	✓
Watch on TVs, Phones, Tablets, Game Consoles, and PCs	✓	✓
SHOWTIME® Add-on Available	✓	✓
HD Available*	✓	✓
Switch Plans at Any Time	✓	✓

资料来源：Hulu 官网、中信建投证券研究发展部整理

（四）中国在线视频发展洞察：复制与追赶

过去十余年间，互联网在线视频经历的是复制与追赶的过程。

（1）2005 年及之前是江湖混战，用户规模并没有达到规模经济拐点，中国网民人数超过 1 亿人，但仍有 48% 用户采取拨号方式上网。**大量内容版权不合规，行业亟待清理。**

（2）2006-08 年间，行业野蛮生长，伴随着严重的盗版侵权问题，扰乱了市场秩序，政府开始加强视频版权监管，带动行业格局变迁。2008 年的视频网站抽查中，25 个视频网站被责令停止视听节目服务，包括土豆网等 32 个网站被给予警告处罚

（3）2009-10 年间，资本密集流入，促使向行业快速由发展期向成熟期过渡阶段。2009 年盛大集团收购酷 6 网，2010 年乐视网创业板上市、优酷网纽交所上市、爱奇艺前身百度奇艺网成立、酷 6 网借壳华友世纪上市，2011 年土豆网纳斯达克上市、奇艺网更名爱奇艺





（4）2011-13 年，资本大时代下，在线视频市场上市与并购成为常态，资本力量更是带动着大型网络视频服务商的出现。2012 年优酷土豆合并；2013 年 PPS 视频业务与爱奇艺进行合并、苏宁投资 PPTV 成为第一大股东。

（5）2014 年至今：在线视频的多元化发展，渠道互动，内容 IP 崛起。行业形态上，上游内容制作和下游硬件服务之间跨界发展成为新生态，形成了以爱奇艺、腾讯视频、优酷土豆为主的第一梯队。

1、2005 年及之前：江湖初现

互联网视频刚刚进入市场化运营，经营分散，也没有形成行业巨头。成立较早的有 2000 年九州岛梦网、2003 年迅雷看看网。而到了 2004-05 年，后来为市场所共知的视频公司纷纷出现。2004 年乐视网注册成立，彼时主要方向仍是手机电视领域。2005-06 年，优酷网、土豆网、56 网、PPTV、PPS 等纷纷成立上线，**但是用户规模并没有达到规模经济拐点，行业巨头尚未出现；视频分享或点对点播放的模式逐步清晰，但是运营模式建立在内容版权不合规的基础上，行业亟待清理。**而在同年，美国 YouTube 成立，在短期内，成为了最为全球成功的视频分享网站。

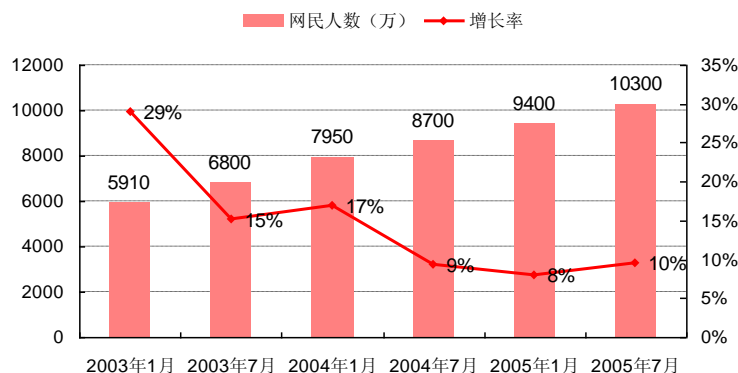
图 18：视频江湖初现

视频网站	网站特点
	定位为微视频分享C2C服务平台
	定位为原创音视频播客门户
	与PPS直接竞争，定位为P2P传输模式下的影视视频直播+点播
	与PPTV直接竞争，定位为P2P传输模式下的影视视频直播+点播

资料来源：中信建投证券研究发展部整理

互联网视频大时代的用户基础已经达到规模拐点，但硬件配套设施仍旧阻碍着互联网视频的发展。2005 年 7 月，中国网民人数超过 1 亿人，但是根据 CNNIC（中国互联网信息中心）统计数据，仍有 48% 用户采取拨号上网的方式，互联网建设还难以承载互联网视频的大流量。

图 19：中国大陆网民人数在 2005 年达到 1 亿



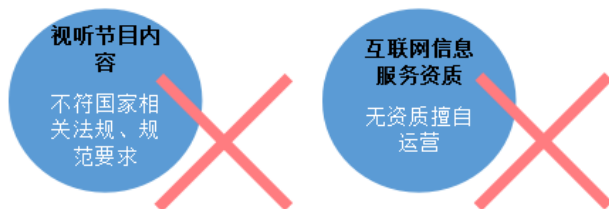
资料来源：CNNIC、中信建投证券研究发展部

2、2006-08 年：格局变迁

2006 年 10 月，谷歌以 16.5 亿元收购成立不到 2 年的 YouTube，并购发生后，让更多人看到了视频网站发展潜力。视频网站数量暴涨，竞争激烈的环境中，优酷、暴风影音、PPlive、PPS 等知名度快速提升，搜狐、网易等门户网站开始接触视频业务，成就了未来一批市场中坚。

行业的野蛮生长，视频内容平台在网民中影响快速加提升，视频网站的高速发展以及伴随的严重的盗版侵权问题扰乱了市场秩序，我国政府开始加强视频版权监管。2007 年 12 月，广播电影电视主管部门出台《互联网视听节目服务管理规定》，确立了从事互联网视听服务的《信息网络传播视听节目许可证》要求。在 2008 年的视频网站抽查中，25 个视频网站被责令停止视听节目服务，包括土豆网等 32 个网站被给予警告处罚，引发行业优胜劣汰。

图 20：格局变迁，拨乱反正



资料来源：中信建投证券研究发展部整理

3、2009-10 年：向成熟模式发展

2008 年金融危机更是对缺少资金能力视频企业的最大挑战，小型网站退出市场，大型玩家通过并购、投资不断涌入，迫使行业快速由发展期向成熟期过渡阶段。

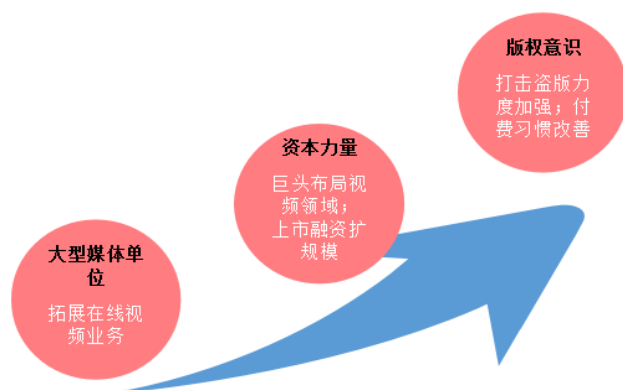
1) 大型媒体单位开始拓展在线视频业务，如央视网推出中国网络电视台（CNTV），行业吸引力和服务水平得到提升；

2) 更多资本力量加入，巨头也开始慢慢布局视频领域，其中 2009 年盛大集团收购酷 6 网，2010 年乐视网创业板上市、优酷网纽交所上市、爱奇艺前身百度奇艺网成立、酷 6 网借壳华友世纪上市，2011 年土豆网纳斯达克上市、奇艺网更名爱奇艺；

3) 视频版权意识提升，打击盗版力度加强。09 年展开的互联网整顿活动，推动了内容正版化的进度，视频网站购买内容成为新趋势；

4) 由于正版内容的推广，付费服务成为一种新收入补充，其中付费点播模式的出现开始缓慢改变用户习惯。

图 21：多重因素促使行业向成熟模式发展



资料来源：中信建投证券研究发展部整理

4、2011-13 年：在线视频的资本大时代

市场空间逐步饱和，上市与并购成为进一步发展的必然选择，资本力量更是带动着大型网络视频服务商的出现。

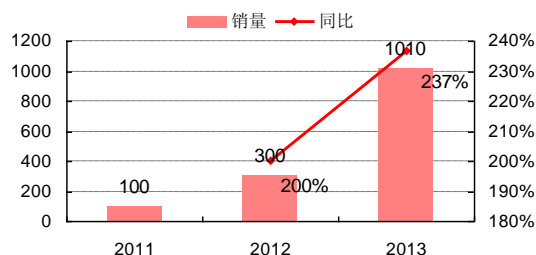
- 1) 2011 年 4 月，腾讯视频上线；
- 2) 2012 年 8 月，优酷土豆两者通过 100% 股权交换的方式合并；
- 3) 2013 年 5 月，PPS 视频业务被百度 3.7 亿美元收购，与爱奇艺进行合并；
- 4) 2013 年 10 月，苏宁向 PPTV 投资 2.5 亿美元，成为持股 44% 的第一大股东。

同时，OTT TV 服务重视程度快速提高，互联网机顶盒厂商开始尝试与互联网视频网站进行合作推出机顶

盒，根据奥维云网统计，此期间 OTT 盒子销量从 2011 年的 100 万台左右，迅速提升到 2013 年的 1010 万台，逐步成为一种新的盈利模式。

广电总局也对于盒子及互联网电视终端的监管迅速跟进，2011 年推出了 181 号文，强化互联网电视集成牌照和互联网电视内容服务牌照要求。

图 22：OTT 盒子销售快速提升

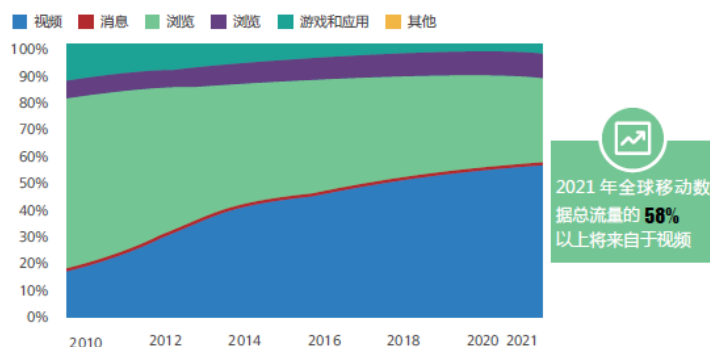


资料来源：奥维云网、中信建投证券研究发展部整理

5、2014 年至今：在线视频的多元化发展

移动（手机、ipad 等）视频、互联网电视、OTT 盒子的多屏互动概念的涌现，内容 IP 崛起，如何保持用户的稳定成为重点。由于移动视频流量消费已经达到高位，根据 strategy analytics 的调研数据及预测，移动视频流量在 2016 年已经接近 50%，且未来 5 年成长空间将面临瓶颈。

图 23：移动视频流量占比已经达到高位



资料来源：Strategy Analytics、中信建投证券研究发展部

图 24：全维度多屏竞争



另一方面，互联网马太效应越来越明显，爱奇艺、腾讯视频、优酷土豆、乐视视频在市场份额占比上有绝对优势，同时在不同屏幕间均有布局，汇聚了移动终端、互联网电视和 OTT 盒子最大份额的流量。

第二、三梯队，或通过细分领域展开竞争，或提供独占资源。行业形态上，上游内容制作和下游硬件服务之间跨界发展成为新生态，并相互强调内容精品及硬件入口价值，未来多元化发展的路径，对于硬件厂商、对于互联公司的后续影响值得期待。

图 25：各个细分领域均存在激烈竞争



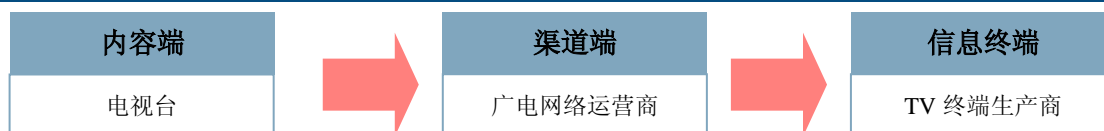
资料来源：中信建投证券研究发展部整理

6、互联网视频产业链：群雄必争的重要战场

互联网视频产业在互联互通的使用交互中，围绕用户体验为核心的多维度竞争。在更加广泛的用户覆盖和更强的用户直达能力下，实现直接广告收入、付费视频收入、电视购物、应用分发等多种变现方式，使得产业链从终端设备到内容渠道均能拥有更强的盈利能力，为产业链上不同公司创造新的盈利增长点。

传统电视作为孤立视频信息输出源的限制，在智能网络化时代将不再存在，互联网打破了传统电视产业闭环。由于在互联网设备（电脑端、手机端等）和专网设备（互联网电视端）间存在不同的监管要求，尤其是对于播控平台牌照的要求，使得两者产业链环节产生了较大的变化。互联网电视端不但强调互联网传输的属性，同时对输出终端进行绑定编号控制、内容需由国家新闻出版广电总局批准的播控平台提供播出。

图 26：传统视频产业链条存在内容垄断性

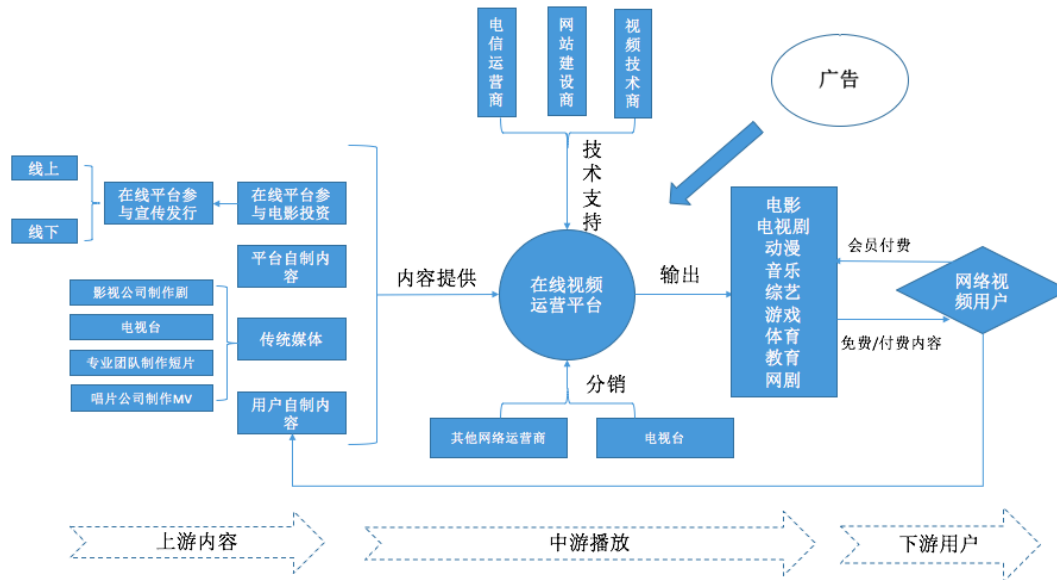


资料来源：互联网整理、中信建投证券研究发展部整理

互联网视频产业链的参与性更强，带来的是各个产业链条的交互更为明显。具体而言在线视频产业链分为内容制作、播放平台、广告投放、内容播放四个核心环节，以及技术支持环节。



图 27：在线视频内容产业结构



资料来源：中信建投证券研究发展部整理

对于互联网电视和 OTT 盒子而言，由于监管要求的互联网播控牌照方出现，使得产业链形成了两头大中间小的格局。互联网电视及 OTT 盒子既承担着信息显示终端的任务，同时也是一个互联互通的信息源，快速获取客户需求反馈，进行客户数据分析，成为互联网生态的一员。

对于整个互联网视频产业链而言：在内容创作上，视频网站与相关影视企业的直接参与，极大的增加了内容量；更多的互联渠道，不同硬件终端无缝连接的可能性显著提高；智能化网络终端的参与，信息反馈速度大幅提升，打通了原来单向信息流通的闭环，为内容端的快速应对创造了条件。围绕“用户体验”这个核心点，展开全产业链竞争是不得不面对的重要议题。

（五）背靠 BAT 的三大视频龙头—腾讯视频、爱奇艺、优酷土豆

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。在没有绝对垄断的市场格局下，以用户为核心的发展是最具备竞争力的。

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 11：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

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 12：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《看你往哪儿跑》等热门自制综艺	定位青春时尚风格，是爱奇艺内容运营的重点，打造了《老九门》等热门自制剧和《我去上学啦》等热门综艺	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，汇集了大量 UGC 内容	内容数量相对较少	侧重自媒体视频，开通了拍客、原创、生活、频道等多种供用户上传视频的渠道，

资料来源：官网、中信建投证券研究发展部整理

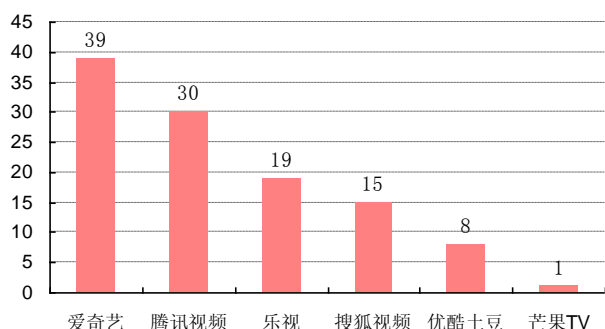
这是对热门精品内容最疯狂的时代，内容平台的争夺大幅提升溢价。热门节目往往由多家视频企业共享版权，联合播出。根据易观统计，2016 年第 4 季度网台联播电视剧前十中，只有 2 部电视剧是在一家平台独播的，其余电视剧都是被几家视频企业同时播放。

表 13：2016Q4 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 28：2016 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 14：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 15：腾讯视频、爱奇艺、优酷土豆会员对比

终端	爱奇艺		腾讯视频		优酷土豆	
	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

我们将在下一期专题中，专门讨论在线视频产业链的变革，并重点讨论渠道的成长与困境。



附录：视频相关领域的一级市场融资估值：高成长高风险

相伴随互联网视频行业高速增长的是不断的融资扩大规模，在规模增大的同时探索商业模式和盈利模式，而上市、私有化，成为了部分互联网视频内容平台的归宿。

表 16：主要视频网站的融资情况

网站	融资/上市时间	轮次	阶段	融资金额	投资机构/收购方/市值
乐视网	2008 年 7 月	A	初创期	5280 万人民币	北京汇金立方资本、深圳创新投、同创伟业等
	2010 年 8 月	上市	成熟期	7.3 亿人民币	上市市值 43 亿人民币，目前市值超 626 亿人民币左右
优酷网	2005 年 11 月	A	初创期	300 万美元	成为基金、法拉龙资本
	2006 年 12 月	B	初创期	1200 万美元	Sutter Hill、成为基金、法拉龙资本
	2007 年 11 月	C	初创期	2500 万美元	成为基金、法拉龙资本、Sutter Hill、贝恩资本
	2008 年 7 月	D	扩张期	3000 万美元	成为基金、法拉龙资本、Sutter Hill、Maverick Capital、贝恩资本等
	2009 年 11 月	E	扩张期	4000 万美元	成为基金、Maverick、Sutter Hill、贝恩资本
	2010 年 9 月	F	扩张期	5000 万美元	成为基金、法拉龙资本、贝恩资本、Maverick 和摩根士丹利等
	2010 年 12 月	上市	成熟期	2.03 亿美元	上市市值 34.3 亿美元，2012 年 3 月优酷土豆合并
	2014 年 4 月	/	战略投资	12.2 亿美元	优酷土豆：阿里巴巴(占股 16.5%)和云峰基金(占股 2%)
土豆网	2015 年 11 月	私有化		剩余股份估值 47.7 亿美元	优酷土豆完成私有化：正式成阿里子公司
	2005 年 12 月	A	初创期	50 万美元	IDG 资本
	2006 年 5 月	B	初创期	850 万美元	IDG 资本、纪源资本、集富亚洲
	2007 年 4 月	C	扩张期	1900 万美元	今日资本、General Catalyst、KTB、集富亚洲、IDG 资本、日亚投资、纪源资本
	2008 年 6 月	D	扩张期	5680 万美元	凯欣亚洲、IDG 资本、Venrock、General Catalyst、纪源资本、日亚资本
	2010 年 7 月	E	成熟期	7500 万美元	淡马锡、凯欣亚洲、IDG 资本、纪源资本、General Catalyst、Venrock
	2011 年 8 月	上市	成熟期	1.74 亿美元	上市市值 7.14 亿美元，2012 年 3 月优酷土豆合并
	2015 年 11 月	私有化		剩余股份估值 47.7 亿美元	优酷土豆完成私有化：正式成阿里子公司
迅雷	2003 年 1 月	/	种子期	未知	天使投资人周鸿祎
	2004 年 1 月	A	初创期	数百万美元	IDG 资本
	2005 年 5 月	B	初创期	1000 万美元	IDG 资本、晨兴创投
	2007 年 1 月	C	扩张期	2000 万美元	IDG 资本、晨兴创投、联创策源、富达亚洲基金等
	2011 年 4 月	D	扩张期	2940 万美元	默多克家族的 RW Investments LLC
	2012 年 3 月	E	成熟期	5000 万美元	春华资本
	2013 年 11 月	F	成熟期	未知	信中利
	2014 年 4 月	G	成熟期	2000 万美元	IDG 资本、晨兴创投



暴风科技	2014年6月	上市	成熟期	8778 万美元	上市市值 10.3 亿美元，目前市值 2.51 亿美元
	2005年8月	/	种子期	未知	天使投资人蔡文胜
	2006年10月	A	初创期	300 万美元	IDG 资本
	2007年4月	B	初创期	600 万美元	IDG 资本
	2008年11月	C	扩张期	1500 万美元	经纬中国、IDG 资本
	2011年4月	/	扩张期	亿元人民币	经纬中国和 IDG 资本（保留人民币投资）美元投资退出，金石投资和华为投资接手
	2015年3月	上市	成熟期	2.14 亿人民币	上市市值超 12 亿人民币，目前市值 100 亿人民币

资料来源：清科私募通、中信建投证券研究发展部

另一方面，部分视频相关企业仍在融资扩大规模，如乐视体育、快手等，估值也快速提升。但是互联网企业成长周期短，如果短期内无法实现用户规模的积累，也面临着估值衰减的压力。

表 17：主要视频相关公司的估值情况

公司	2016 年 企业估值（亿）	2015 年 企业估值（亿）	领域
乐视体育	238	19.2	主流赛事及资讯的视频服务
爱奇艺	195	156.6	百度旗下独立网络视频服务平台
快手	150	8.7	短视频内容服务平台
淘宝电影	135	\	阿里影业旗下电影资讯及购票平台
微影时代	74	\	基于移动社交的电影、演出、体育等文化娱乐营销与发行公司
映客	72	\	移动直播平台
斗鱼 TV	72	\	视频直播和游戏赛事直播服务平台
原力动画	63	\	自主知识产权动画电影、游戏内容制作商
乐视影业	60	\	根植互联网的电影发行制作商
微鲸科技	53	50	互联网电视硬件供应商
PPTV	33	\	大型网络视频服务平台
百度视频	30	\	百度直属网络视频服务平台
熊猫 TV	28	25	弹幕式视频直播网站
龙珠直播	24	21.5	综合游戏直播平台
优朋普乐	22	20	互动电视（IPTV、双向数字电视、互联网电视）内容平台运营服务商

资料来源：《2016 年氦估值排行榜 TOP200》、《2015 年氦估值排行榜 TOP200》、中信建投证券研究发展部整理



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

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@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

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

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

券商私募销售经理

任威 010-85130923 renwei@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