

## 传媒行业

## 长视频提价的逻辑基础及 UE 模型下的商业化演进

分析师： 旷实

分析师： 朱可夫



SAC 执证号: S0260517030002



SAC 执证号: S0260518080001



010-59136610



0755-23942152



kuangshi@gf.com.cn



zhukefu@gf.com.cn

请注意，朱可夫并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

## 核心观点：

- **事件：**爱奇艺在 5 月 23 日宣布推出全新的会员套餐：“星钻 VIP”会员，定价约为 40 元/月（连续续费）。我们认为新套餐的核心权益有二。一是主要在可以免费观看爱奇艺的所有超前点播剧集；二是可以实现手机、平板、电脑、电视、VR 五端通用。该套餐是对此前黄金 VIP 套餐的一种升级。从消费者侧进行测算，星钻提前点播免费权益隐含假设约为“黄金 VIP+2 个内容超前点播”。
- **长视频行业短期会员提价顺势而为，中期取决于竞争格局演化。**我们认为其他视频平台或将逐步跟进爱奇艺的提价动作，主要原因有三。第一是流量格局逐渐稳固，存量深度商业化变现时代已开启；第二是会员数增速已经开始放缓，未来将进入会员数和 ARPU 值双驱动阶段；第三是内容库的丰富，我们发现长内容呈现出头部集团集中、但 Top1 的集中度下降的情况（这类情况是最有利于视频网站去提高会员定价的，因为如果只是消费 1 部剧集，则用户单点付费即可；而如果是大量平庸内容，则用户则只选用基础会员套餐即可）。长视频网站能否对会员持续提价则决定了长期的盈利能力；短期年内的提价我们认为会较为顺利，但中期价格仍是由竞争格局变化决定的，特别是在腾讯视频亏损额明显低于另外两家的背景下，价格同盟的持续时间有待观察。
- **UE 模型下的商业模式探讨与推演，三家公司侧重点迥异。**横向比较爱奇艺、芒果和哔哩哔哩的 UE 模型（单元经济模型）可以发现：芒果通过自制模式已经开始盈利，内容资本运转效率最高；B 站仍然处于发展早期，未来有望大幅度抬高各项收入摊薄成本；爱奇艺目前内容成本占比过高。在未来发展路径上，爱奇艺收入依赖会员提价，成本端需要严控；芒果超媒主要需要在保证 ROI 情况下尝试进一步扩张，同时继续精细化运营收入端 ARPU 值；B 站则是通过用户扩张来摊薄各类成本（同期销售费用压力或较大），同时直播收入高速发展，进一步多元化收入结构。
- **投资建议：**我们认为这次爱奇艺的新会员套餐给出了积极信号：长视频行业或逐步进入到提价时代。在这个时点上进行提价，说明视频网站外部的竞争压力有所缓和，内部或有望逐渐形成价格同盟。当前提价的方式有减少折扣、打造全新 VIP 体系和提升票面价格三种方式。今年我们或将见到其他视频网站跟进 VIP 体系的建设，同时减少会员打折行为，我们认为短期整体视频网站的会员 ARPU 值均会上升。我们认为会员定价或许在短期由爆款内容驱动，而中期由竞争结构决定，下一次提价联盟是否能够形成将是竞争格局是否真实改善的决定性信号，我们目前对此保持乐观态度。推荐芒果超媒、哔哩哔哩和爱奇艺。
- **风险提示：**提价带来的会员数量下滑的风险，广告低于预期的风险，上游价格无法降低的风险。

## 相关研究：

传媒行业:广视角 | 三人行: 数字营销驱动增长, 品牌广告主服务经验丰富

2020-05-25

传媒行业:爱奇艺推出提价会员新套餐; TikTok 引入前迪士尼高管

2020-05-24

4 月图书畅销榜数据跟踪:线上营销表现出色, 新书恢复出版和上榜

2020-05-24

### 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
芒果超媒	300413.SZ	人民币	53.00	2020/4/26	买入	48.18	0.86	1.02	61.63	51.96	11.58	7.92	15.0	15.4
哔哩哔哩	BILI.O	美元	32.43	2020/5/24	买入	31.78	-5.02	-2.75	-	-	-	15.95	-	-
爱奇艺	IQ.O	美元	16.59	2020/5/21	买入	22.49	-10.17	-5.68	-	-	-	-	-	-

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

## 目录索引

一、事件：爱奇艺推出“星钻 VIP”会员，重塑长视频的会员体系 .....	5
（一）星钻 VIP 会员连续订阅单价提升至 40 元/月，会员权益持续增多 .....	5
（二）星钻提前点播免费权益隐含假设：黄金 VIP+2 个内容超前点播 .....	7
二、星钻 VIP 提价或只是开始，我们预计其他视频网站将逐步跟进 .....	9
（一）提价的理由有三：流量格局、会员增速、内容库 .....	9
（二）提价能力决定远期的盈利时点和盈利空间 .....	13
（三）短期观察留存，中期提价幅度则取决于竞争格局 .....	16
三、再论视频未来：三种商业模式和不同的竞争格局 .....	18
（一）框架：增长因子中会员 ARPU 值或许中期是外生决定的 .....	18
（二）爱奇艺：收入端依赖中期的提价能力，成本端依赖上游降价 .....	20
（三）芒果超媒：成本端已跑通自制模型，精细化运营拓展内容优势 .....	22
（四）哔哩哔哩：收入端拓展多样化收入，成本端有足够的摊薄空间 .....	24
四、投资建议 .....	25
五、风险提示 .....	25

## 图表索引

图 1: 爱奇艺目前的会员体系 .....	5
图 2: 2019 年以来提前点播内容的播放剧数量图 .....	7
图 3: 19-20 年不同时期在线视频行业日均活跃用户规模 .....	9
图 4: 19-20 年不同时期在线视频行业日人均使用时长 .....	9
图 5: 2020 年春节假期前后在线视频行业头部 APP 日活跃用户规模 .....	10
图 6: 前五大长视频网站月度时长绝对值推移及增速 .....	10
图 7: 爱奇艺付费会员季度推移及增速 .....	11
图 8: 腾讯视频付费会员季度推移及增速 .....	11
图 9: 爱奇艺的内容版权库逐步丰富 .....	12
图 10: 头部视频 TOP10 内容有效市占率 .....	12
图 11: 头部视频 APP TOP3 占 TOP10 内容占比 .....	12
图 12: Netflix 历史上四次提价对于总收入的影响概览 .....	13
图 13: Netflix 历史上四次提价对于美国付费会员的影响概览 .....	14
图 14: 爱奇艺新增用户留存情况 .....	17
图 15: 腾讯视频新增用户留存情况 .....	17
图 16: 爱奇艺单季度运营亏损和亏损率 .....	17
图 17: 阿里大文娱单季度运营亏损和亏损率 .....	17
图 18: 阿里大文娱、爱奇艺、腾讯视频 19 年亏损和亏损比率亏损率 .....	18
图 19: 长视频网站经营模型 .....	20
图 20: 爱奇艺的单个用户的经济模型 .....	21
图 21: 爱奇艺会员服务收入及会员 ARPU 推移 .....	21
图 22: 芒果 TV (去除电商业务) 的单个用户的经济模型 .....	22
图 23: 芒果 TV 自制了情感、生活和悬疑品类的多个头部项目 .....	23
图 24: Top3 自制综艺数量推移 .....	23
图 25: Top3 自制综艺市占率推移 .....	23
图 26: B 站的单个用户 (去除电商) 的经济模型 .....	24
图 27: B 站收入构成图 .....	25
图 28: B 站分成成本及内容成本率推移 .....	25
 表 1: 爱奇艺星钻会员和黄金会员权益对比 .....	6
表 2: 爱奇艺会员所有会员套餐和收费一览 .....	7
表 3: 爱奇艺提前点播剧集一览 .....	8
表 4: 历史上 Netflix 的四次提价对于美国本土订阅用户增量的影响简表 .....	14
表 5: 爱奇艺会员 ARPU 提升和会员增量对 2020 年会员增速的敏感性测试 .....	15
表 6: 爱奇艺黄金会员 ARPU 值和星钻会员渗透率对收入增量的敏感性分析 .....	15
表 7: 爱奇艺黄金会员 ARPU 值和星钻会员渗透率对会员 ARPU 值的敏感性分析 .....	16

## 一、事件：爱奇艺推出“星钻VIP”会员，重塑长视频的会员体系

爱奇艺在5月23日宣布推出全新的会员套餐：“星钻VIP”会员，定价约为40元/月（连续续费）。我们认为新套餐的核心权益有二。一是主要可以免费观看爱奇艺的所有超前点播剧集。二是可以实现手机、平板、电脑、电视、VR五端通用。该套餐是对此前黄金VIP套餐的一种升级。

### （一）星钻VIP会员连续订阅单价提升至40元/月，会员权益持续增多

爱奇艺推出“星钻VIP”会员升级原有权益，挖掘高价值用户付费空间。爱奇艺于5月23日正式推出一项新的会员服务“星钻VIP”会员，支持免费观看爱奇艺超前点播剧集和星钻影院点映，手机、电视、电脑、Pad及VR五端通用，包含更丰富的会员权益。我们根据爱奇艺的会员官网信息，其会员体系的丰富度进一步提升，形成了“两个VIP会员（黄金+星钻）+两个特色会员（体育+FUN）”的多层级会员体系，此前原“钻石VIP”会员被取消（相比黄金会员主要能够多看电视端的权益）。为保证良好过渡，已购钻石VIP会员自动转换成星钻VIP，在原有各终端播放权益基本不变的情况下，增加了超前点播等权益，提升用户对新VIP品类的接受度。

图1：爱奇艺目前的会员体系



数据来源：爱奇艺官网，广发证券发展研究中心

我们整理目前爱奇艺的众多会员权益，主要包括内容、观影、身份、生活等20种细分权利。“星钻VIP”的推出并没有新设权力，而是在老权益方面进行了大规模的整合打包。比如在内容方面主要侧重电影点播，观影特权方面支持免费超前点播，身份特权方面开放五类客户端通用，同时给予奇异果、Fun、体育、文学、VR等多会员特权。在会员权益升级的同时，“星钻VIP”的推出一方面为视频平台端的“超前点播”等逐步推广的创新变现途径进行用户意识层面的过渡，为该模式的未来普及及做足用户行为层面的准备；另一方面也为电影登陆流媒体平台做出良好铺垫，培

养新的观影习惯。整合+Fun、体育、文学、VR等细分领域会员于一体，重点在于打通爱奇艺平台内的各功能区、贯通手机、电视、Pad、VR等各类终端，使用户在平台内的使用时长得到提升，推动视频娱乐传播。

表 1：爱奇艺星钻会员和黄金会员权益对比

总项目	细分项目	星钻会员	黄金 VIP 会员	普通用户
内容特权	大众剧集等内容	有	有	有
	影片、剧集、独家综艺演唱会	有	有	无
	电影点播券	星钻会员 VIP 等级成长分更快	VIP1-4=2 张/月，此后每 1 级每月+1 张	无
观影特权	超前点播	全部免费	购买观看	无
	广告特权	手动关闭广告	手动关闭广告	强制观看
	蓝光 1080P、杜比等	有	有	无
	下载加速、并行下载	有	有	无
	专属弹幕	有	有	无
	音频模式	有	有	无
	视频加长截屏	有	有	无
身份特权	客户端	手机、PC、平板、电视、VR	手机、PC、平板，电视另算	
	多会员特权	Fun、体育、文学、VR 会员	无	无
	尊贵皮肤、标识	有	有	无
	明星会、综艺录制等	有	有	无
	专属客服	有	有	无
	奇享会员卡、权益红包	有	有	无
生活特权	每日福利	有	有	无
	生日礼包	有	有	无
	明星周边、电影票优惠	有	有	无
	购物折扣、联名卡	有	有	无
	Fun 会员按天赠送	包含	7-60 天不等	无
	体育会员按天赠送	包含	1-30 天不等	无
	VIP 会员按天赠送	包含	1-30 天不等	无

资料来源：爱奇艺 iOS 客户端，广发证券发展研究中心

更大的意义在于，爱奇艺通过会员权益的整合实现了价格体系的重塑，“星钻VIP”进一步拓宽了爱奇艺的会员价格区间。“星钻VIP”当前定价为60元/月，连续包月40元/月，连续包年价398元（33.2元/月）。与黄金VIP会员相比，星钻VIP在“连续包月/季/年”“1/3/12个月”等不同时间项目下的价格均提升了69%-111%不等，其中，连续包月提价幅度最高，约为原黄金VIP的2.11倍；连续包年约为原黄金VIP的1.83倍。价格从低到高形成了“专业会员”（动画、漫画、体育）→“黄金会员”→“黄金会员+付费点播”→“星钻会员”的权益带。



表 2：爱奇艺会员所有会员套餐和收费一览

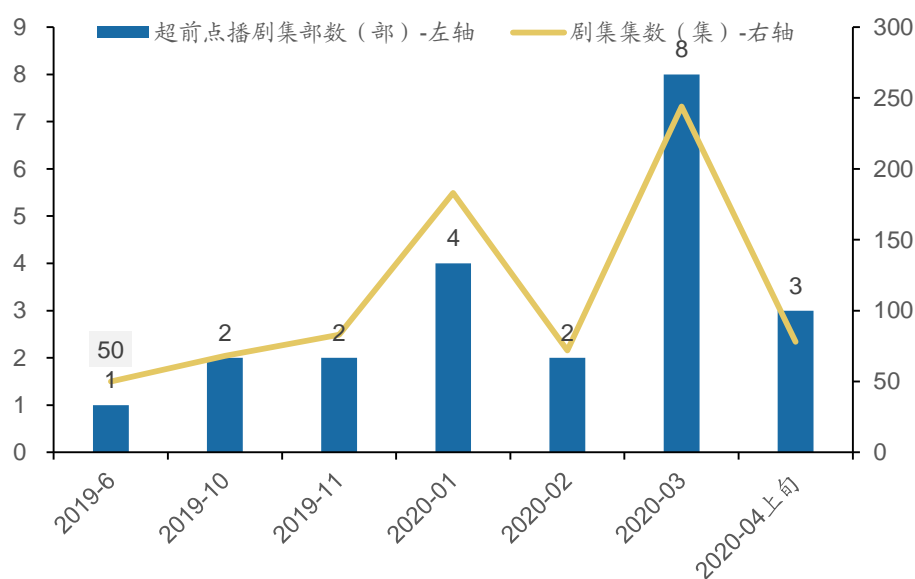
会员项目 (元)	黄金 VIP 会员	星钻 VIP 会员	提价幅度	Fun 会员 (动画漫画)	体育大众 (专业) 会员
连续包年	首年 218 元, 次年 218 元	首年 398 元, 次年 398 元	83%	158 元	
连续包季	首季 58 元, 次季 58 元	首季 118 元, 次季 118 元	103%	40 元	
连续包月	首月 6 元, 次月 19 元	首月 12 元, 次月 40 元	111%	首月 1 元 次月 12 元	首月 3 元 次月 6 元
12 个月	248 元	418 元	69%	248 元	西甲 168 元/年 网球 198 元/年
3 个月	68 元	138 元	103%	68 元	
1 个月	25 元	60 元	140%	25 元	

资料来源：爱奇艺 iOS 客户端，广发证券发展研究中心

## (二) 星钻提前点播免费权益隐含假设：黄金 VIP+2 个内容超前点播

“星钻VIP”能够成功推出的背景主要是超前点播已经成功了半年。我们此前已经提到了星钻VIP会员最核心的权益升级在于付费点播免费权益。自2019年6月《陈情令》试水“超前点播”开始，全网超前点播剧集数量逐月增长，截至目前，已有超过20部电视剧采取该模式进行部分剧集的放映，其中2020年3月单月达8部，集数总和增长至244集，较2019年6月增长205%。头部视频网站的独占剧或者大热剧集要求提前点播已经成为常态。

图 2：2019 年以来提前点播内容的播放剧数量图



数据来源：各平台客户端，广发证券发展研究中心

爱奇艺本身的超前点播也已经常态化，Q1已经对会员ARPU值产生正向效果。爱奇艺CEO龚宇曾在今年年初的19Q4业绩交流会上指出，未来将把超前点播模式常态化。公司在20Q1的业绩交流会沟通上提到了公司的付费会员已经进入到了一个新阶段，过去的会员业务增长主要是由用户数驱动的，而未来将由用户数和ARPU值双驱动为主。公司在20Q1进一步优化了会员系统，部分减少了会员折扣和免费会员。用户付费优先观看的套餐在20Q1已经推行了超过10部作品（包括《爱情公寓5》，《大主宰》，《鬓边不是海棠红》等），《爱情公寓》超过3800万第一周的付费观看人次中有部分人群即是通过提前点播进行观看，因此公司Q1的会员ARPU值也环比上升2.77元至39.3元/季。

我们梳理爱奇艺的点播剧集，公司已经累计推出了超过15部提前点播剧集。一般1集电视剧的提前点播价格为3元/集居多，因此星钻VIP高出黄金VIP的25元钱，基本上相当于8集电视剧的超前点播价格（约为1-2部剧集更新的量）。从爱奇艺过往实施超前点播的剧集来看，超前点播集数占总集数的比例自2020年以来基本稳定在30-40%之间，每集价格稳定在3元，同时设置“打包购买”项以期在超前点播中再做出定价差异；如果考虑打包购买，则星钻VIP相当于黄金VIP+固定每个月购买一部超前点播剧集。

表 3：爱奇艺提前点播剧集一览

年月	剧名	集数	收费方式	超前点播的集数	集数占比 (%)	播出平台
2019-06	陈情令	50	最后 6 集，6 元每集，30 元打包	6	12%	腾讯、爱奇艺
2019-11	从前有座灵剑山	37	最后 5 集，12 元打包	5	14%	爱奇艺、腾讯
2019-11	庆余年	46	3 元/集，50 元打包始终提前看 6 集	25	54%	腾讯、爱奇艺
2020-01	爱情公寓 5	36	最后 12 集，3 元每集，25 元打包	12	33%	爱奇艺
2020-01	北灵少年志之大主宰	48	最后 12 集，3 元每集，25 元打包	12	25%	爱奇艺
2020-02	谁都渴望遇见你	36	最后 12 集，3 元每集，25 元打包	12	33%	爱奇艺
2020-02	两世欢	36	最后 12 集，3 元每集，25 元打包	12	33%	爱奇艺
2020-03	猎心者	30	最后 12 集，3 元每集，25 元打包	12	40%	爱奇艺
2020-03	鬓边不是海棠红	49	最后 12 集	12	24%	爱奇艺
2020-03	民国奇探	36	最后 10 集，每集 3 元	10	28%	爱奇艺
2020-03	不完美的她	22	最后 8 集，每集 3 元	8	36%	爱奇艺、腾讯
2020-04	成化十四年	48	最后 18 集，每集 3 元，40 元打包	18	38%	爱奇艺
2020-04	我是余欢水	12	最后 4 集，每集 3 元	4	33%	爱奇艺、优酷
2020-04	天醒之路	48	最后 16 集，每集 3 元，30 元打包	16	33%	爱奇艺、芒果 TV
2020-05	彼岸花	50	最后 24 集，每集 3 元	24	48%	爱奇艺、腾讯

资料来源：爱奇艺 iOS 客户端，各剧集官微追剧日历，广发证券发展研究中心



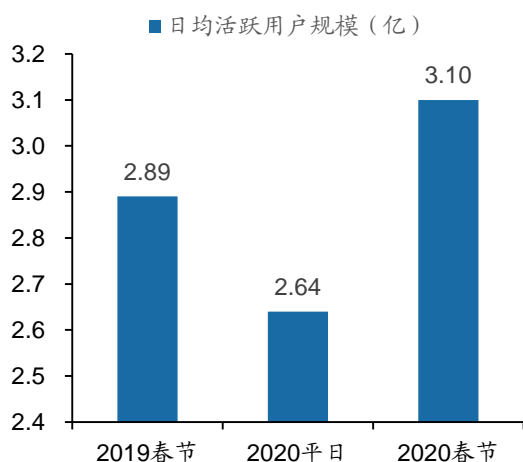
## 二、星钻VIP提价或只是开始，我们预计其他视频网站将逐步跟进

我们认为其他视频平台也或将逐步跟进爱奇艺的提价动作，主要原因有三：流量格局逐渐稳固、会员数增速已经开始放缓、内容库的丰富和头部内容热点细分。长视频网站能否对会员持续提价则决定其长期盈利能力；短期今年年内的提价我们认为并不存在很大的障碍，但是中期的提价仍是由竞争格局变化决定，特别是在腾讯视频亏损额明显低于另外两家的背景下，价格同盟的持续时间仍有待观察。

### （一）提价的理由有三：流量格局、会员增速、内容库

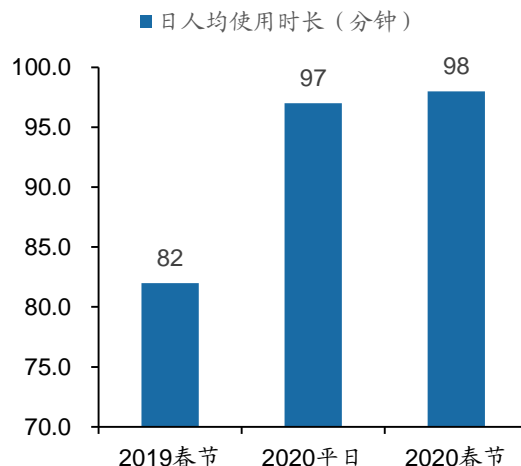
春节疫情监管下，整体长视频的流量迎来高光期。根据Quest Mobile的数据，2020年春节在线视频的日活用户达到了3.1亿人，相比2020年平日平均的2.64亿DAU增长17.4%，相对于2019年春节同期的2.89亿DAU增长了7.3%；同时日均使用分钟也是创下新高的98分钟左右。由于疫情压制了人口的流动性，线上娱乐时长普遍上涨，长视频的流量有了显著的回暖。

图3：19-20年不同时期在线视频行业日均活跃用户规模



数据来源：Quest Mobile，广发证券发展研究中心

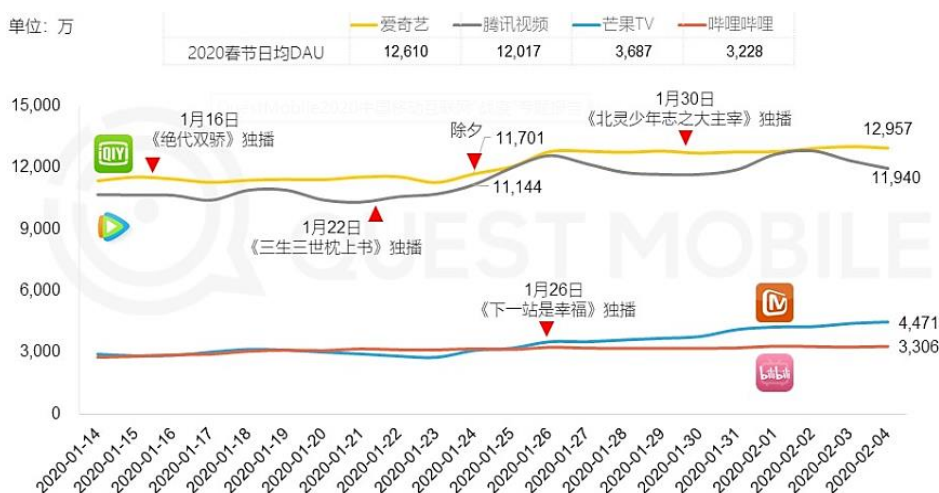
图4：19-20年不同时期在线视频行业日人均使用时长



数据来源：Quest Mobile，广发证券发展研究中心

考虑到春节期间各个长视频平台并未推出特别头部的内容，这样的流量上涨更加显得尤为可贵。春节期间日均DAU上，爱奇艺、腾讯、芒果TV和哔哩哔哩分别为1.26亿、1.20亿、3687万和3228万人，其中芒果TV增长最快，主要系公司在春节之前推出了爆款网剧《下一站是幸福》。除此之外爱奇艺、腾讯视频在春节期间主打剧集分别是《北灵少年志之大主宰》和《三生三世枕上书》，两款剧集均未能在市场上引发较大的声量，但两家公司的DAU整体都保持得较为稳定，我们认为这或许说明头部长视频网站的流量已经开始进入稳定期，而垂类的芒果TV、哔哩哔哩仍有一定的成长空间。

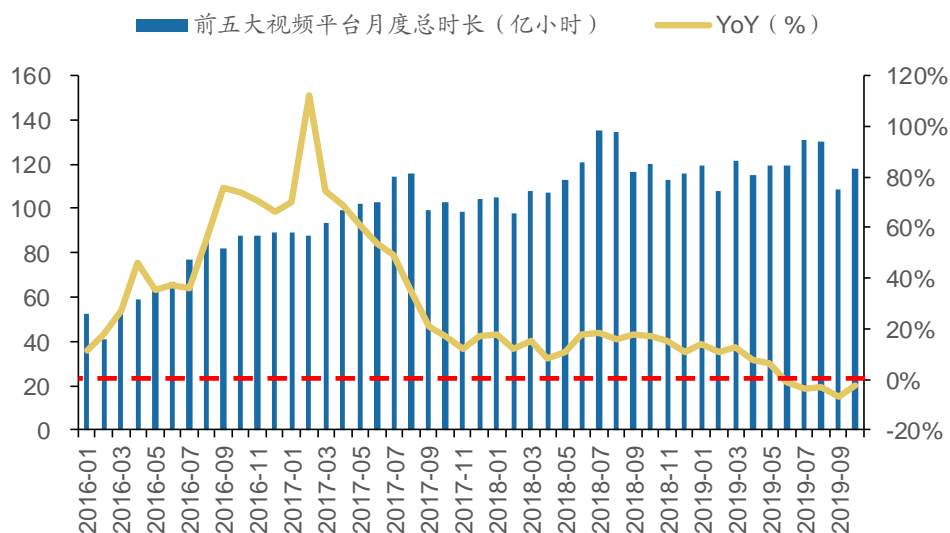
图5：2020年春节假期前后在线视频行业头部APP日活跃用户规模



数据来源：Quest Mobile，2020年2月，广发证券发展研究中心

从短视频冲击当中恢复过来的长视频时长开始稳定，存量深度商业化的时代或已开启。我们加总了爱奇艺、腾讯视频、优酷、芒果TV、哔哩哔哩5家视频网站的月度使用时长，发现5家公司的媒体时间在2019年的5月进入个位数增长阶段，并在19Q2末开始进入负增长阶段，我们推测主要与同时期的短视频强势增长有关，但从2019年年底开始长视频整体的时长开始逐渐稳定，2019年12月-3月的同比时长增速分别是5%、8%、41%和3%。说明短视频对于用户需求的分流已经开始减弱，今年Q1整体因为疫情影响，长视频的流量能力还出现了复苏迹象。在流量能力下滑的过程当中，公司是很难加码商业化的，但目前来看似乎已经可以开启深度优化存量用户价值的阶段了。

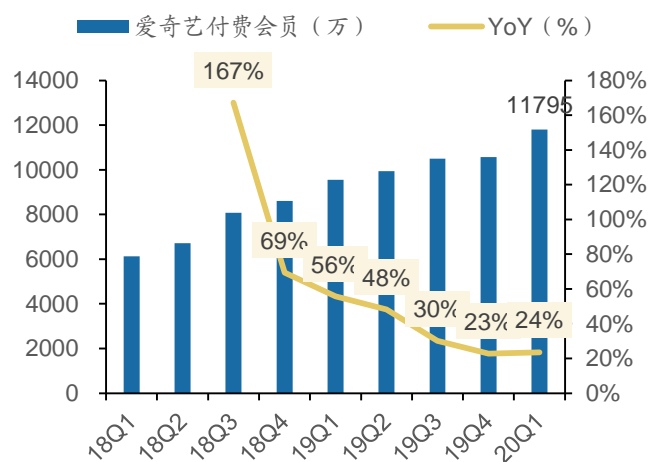
图6：前五大长视频网站月度时长绝对值推移及增速



数据来源：QuestMobile，广发证券发展研究中心

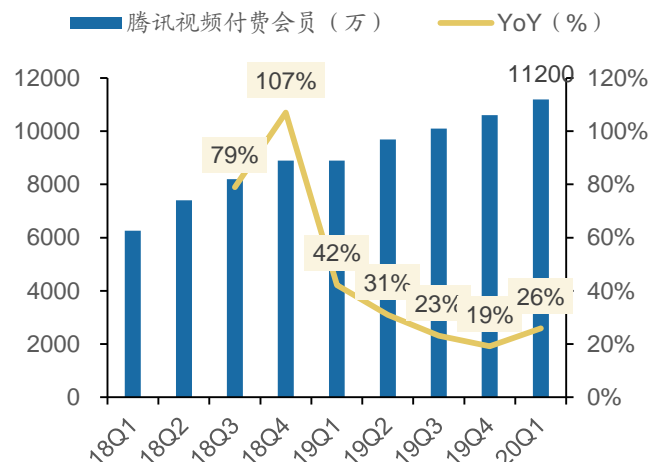
第二点提价理由来自于会员收入驱动力的变化。爱奇艺、腾讯等头部视频网站的付费会员业务从2015-2016年开始起步，会员数量一直呈现快速增长趋势，但随着会员数量突破1亿，爱奇艺和腾讯的付费会员均呈现增速放缓的趋势。19Q3-19Q4爱奇艺、腾讯视频两家会员数量的增速分别为30%、23%和23%、19%。20Q1由于疫情整体的会员增速有所上扬。但2020年开始，会员季度增量逐渐开始从600万以上回落至500万以下基本上是确定性事件。因此我们预计未来会员收入的增长将逐步进入到会员数和ARPU值双驱动的阶段。

图7：爱奇艺付费会员季度推移及增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

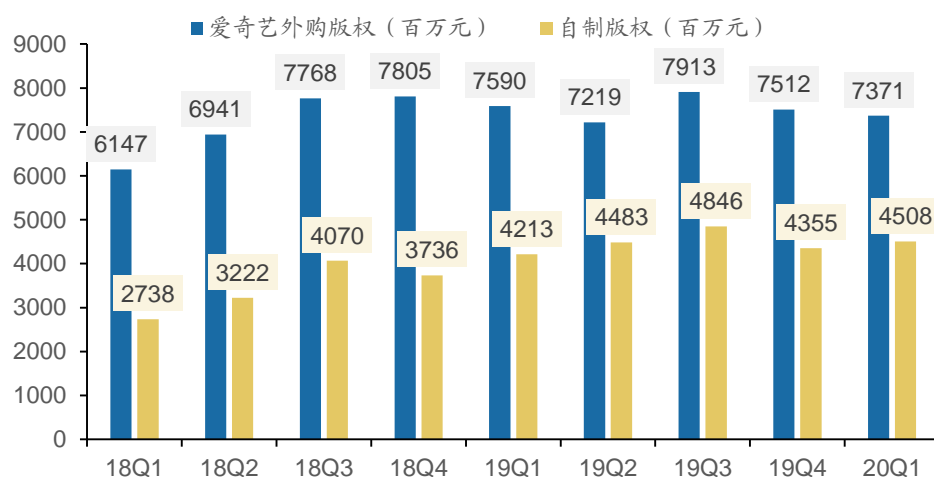
图8：腾讯视频付费会员季度推移及增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

第三点来自于内容版权库的丰富和头部内容集中度的下降。会员费的本质还是为优质内容付费，而非公司主观意愿提价。视频网站最重要的资产内容库是需要时间积累的，随着头部版权的积累逐渐变多，公司生产当季爆款头部独占剧集的能力越强，就能满足各个圈层、不同偏好用户的内容消费需求，在会员定价上也能够通过单点付费、高价套餐得以体现。如果将版权拆分来看，自制版权因为一般有独播性更加重要。根据爱奇艺的财务报表，20Q1公司的外采版权约为73.7亿元，自制版权达到45.1亿元，自制版权的占比进一步上升至38%。我们如果考虑到2018年年中开始，影视剧内容的采购成本一致随着明星价格的下滑而下降，那么同样的版权成本下储备的内容库毫无疑问是更加丰富的。

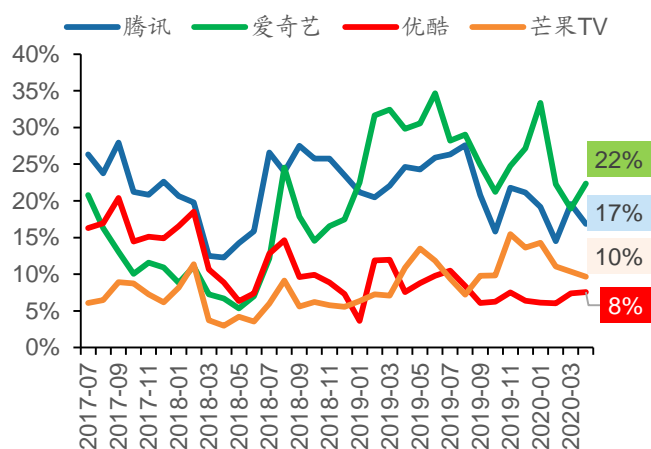
图9：爱奇艺的内容版权库逐步丰富



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

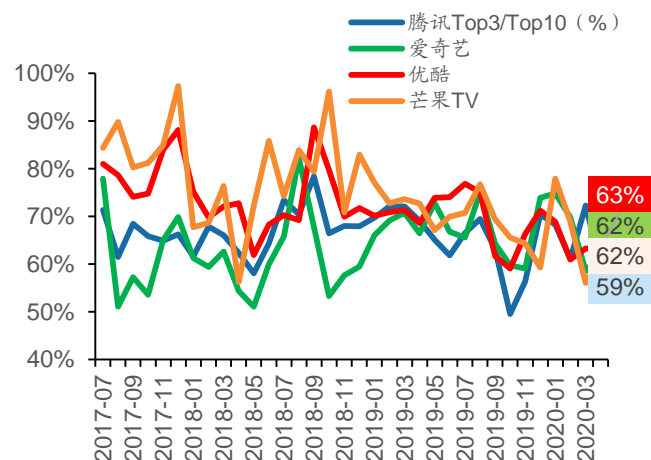
除了丰富之外还有内容集中度的下降。内容资产的制作门槛主要来自于人才和资金，但是本身由于是创意产业，因此最头部的内容很难持续保持大幅度领先。如果我们回顾历史的内容集中度，会发现一般是呈现出头部集团集中、但Top1、Top2的集中度下降的情况。而这类情况是最有利于视频网站去提高会员定价的，因为如果只是消费1-2部剧集，则没法提供组合定价套餐，单点付费即可；如果是大量平庸的内容，则用户并不会认为视频网站提供了额外的头部内容，因此只选用基础的会员套餐即可。根据云合数据，我们首先看到Top10的剧集有效市占率在2019年之后确实呈现出了高集中度迹象。爱奇艺、腾讯视频、芒果TV、优酷的Top10占整个内容市场有效播放的比率分别为22%、17%、10%和8%。而我们如果看Top3占Top10有效播放量的比重则可以发现确实呈现出下降趋势，2020年4月，爱奇艺、腾讯、芒果TV和优酷分别为62%、59%、62%和63%。而在2017年和2018Q3前后Top3占比Top10往往能够达到70%以上。

图10：头部视频TOP10内容有效市占率



数据来源：云合数据，广发证券发展研究中心

图11：头部视频APP TOP3占TOP10内容占比



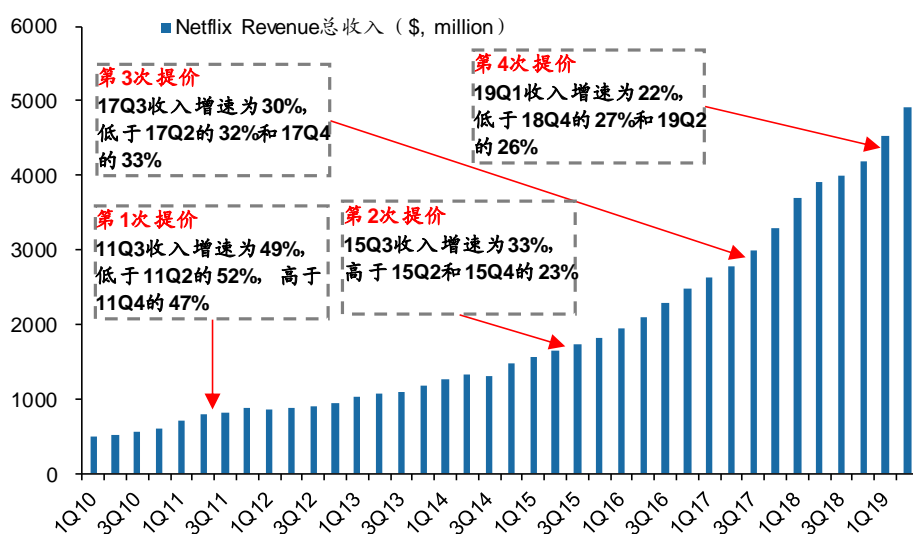
数据来源：云合数据，广发证券发展研究中心

## （二）提价能力决定远期的盈利时点和盈利空间

我们参考Netflix的发展过程来看，提价是长视频平台的必然选择，对于会员的影响需要分不同的发展阶段讨论。回顾来看，Netflix历史上在美国国内有四次比较明显的提价行为，虽然Netflix有著名的祖父条款（grandfather clause），部分用户有保持老合同价格的权力，但综合来看，历次提价对于Netflix的收入增速均有较大的增益：

1. 2011年7月：11Q2的收入增速52%超过了11Q3的49%的增速；但主要与当时的会员套餐更换有关；
2. 2015年5月-10月：2015年提价时间不明确，但15Q1-Q4分别保持了23%、33%和23%的高增长；
3. 2017年10月：17Q4收入增速33%高于17Q3的30%；19Q2的增速26%也高于19Q1的22%；
4. 2019年1月：值得一提的是19Q1标准套餐价格每月提升了2美元也是历年最大幅度的一次提价。

图12：Netflix历史上四次提价对于总收入的影响概览



数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

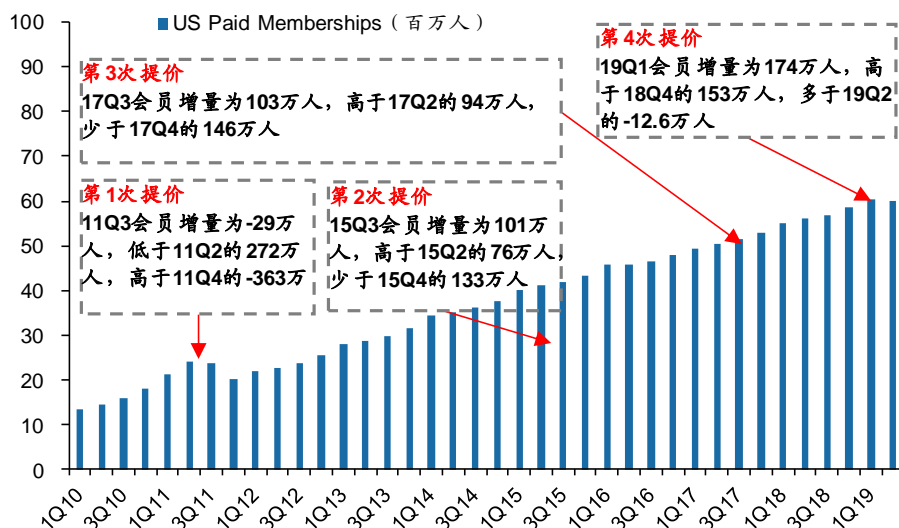
Netflix的用户增长在成长阶段对提价并不敏感，但成熟阶段表现出了明显的负相关性（我们只考虑美国国内的会员增量更有参考价值）：

1. 由于2011年主要系Netflix将DVD邮寄服务和视频流媒体服务拆分开带来的提价，因此与之后纯粹的流媒体服务提价并不一样，在提价后的2个季度11Q3、11Q4净增加量分别为-29万和-363万，且连续三个季度负增长。
2. 第2次和第3次提价并未对会员增长有明显负面影响。15Q2提价之后，15Q3-Q4的会员增量分别为101万人和133万人；17Q2提价之后，17Q3-Q4会员增量分别为103万和146万人。
3. 第4次提价明显影响了美国国内会员的增长。19Q1提价之后，19Q2的会员增量



仅为-12.6万人，远低于19Q1的174万人，且为2012年以来Netflix流媒体服务首次出现国内会员数的环比负增长。

图13: Netflix历史上四次提价对于美国付费会员的影响概览



数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

因此我们认为提价对于会员增长的正面或者负面影响主要与会员渗透率直接相关。考虑到19Q1时Netflix在美国国内已经有6023万会员, 按照美国1.26亿家庭计算, 渗透率已经达到了48%处于较高阶段; 加上2019年除了原有的Hulu、Amazon Prime等流媒体竞争之外, 传统的传媒巨头如Disney也宣布将自建流媒体服务; 且本次提价幅度达到18%为历次之最; 众多因素造成了19Q1提价之后的19Q2客户资源分流。

表 4: 历史上 Netflix 的四次提价对于美国本土订阅用户增量的影响简表

序号	提价时间	套餐	提价前价格 (美元/月)	提价后价格 (美元/月)	提价幅度 (美元/月)	当季美国订阅 用户量(百万人)	当季美国订阅 用户增量(百万人)	下季美国订阅 用户增量(百万人)
1	2011.7.21	DVD+流媒体*	9.99	15.98	5.99	25	-1.0	-3.0
2	2015.5	标准套餐	7.99	8.99	1	42	1.0	1.0
	2015.10.9	标准套餐	8.99	9.99	1	45	2.0	2.0
3	2017.10.5	标准套餐	9.99	10.99	1	55	2.0	2.0
		高级套餐	11.99	13.99	2			
4	2019.1	基础套餐	7.99	8.99	1	62	1.0	-0.3
		标准套餐	10.99	12.99	2			
		高级套餐	13.99	15.99	2			

数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

注: \*第一次提价幅度较高主要原因系 DVD+流媒体打包服务后变成每项服务 7.99 美元/月, 打包价格导致了变相提价 5.99 美元左右



国内当前的会员价格和会员渗透率均处于低位，我们认为提价带来的会员增量负面影响不大。按照2018年数据计算，爱奇艺全年会员的ARPU值仅约为123元/年（全年会员收入/年末会员数），芒果TV的会员ARPU值仅为78元/人，总体来说仍处于较低水平。这一ARPU值不仅只相当于Netflix的1/7不到，低于有线电视和IPTV的年费（200元以上/年），也远低于二者会员套餐全年价格的票面价（198元/年和178元/年），因此我们认为整体会员价格确有一定的提升空间。

我们以爱奇艺为例对其会员提价进行了敏感性分析。考虑到爱奇艺2018年全年新增会员数量为3529万人、2019年新增会员约1964万人、20Q1新增会员数量为1222万人，我们保守中性估计2020年爱奇艺会员增量约为1800万人的情况下，其余假设不变，则爱奇艺明年2020年会员增速约为27.9%。由于爱奇艺本身存量会员已经破亿，因此提高套餐价格对于爱奇艺来说对于收入的影响要远多于多一部分会员增量的影响，换句话说对于当下的爱奇艺，战略重点已经开始逐步由会员新增移向了存量会员挖掘价值。

表 5：爱奇艺会员 ARPU 提升和会员增量对 2020 年会员增速的敏感性测试

2020 年会员 ARPU 值提升幅度 (%)	0%	5%	10%	15%	20%
会员净增量 (万)	下方为对应 2020 年会员收入增速 (%)				
1400	13.8%	19.5%	25.2%	30.9%	36.6%
1600	15.0%	20.8%	26.5%	32.3%	38.0%
1800	16.2%	22.0%	27.9%	33.7%	39.5%
2000	17.5%	23.3%	29.2%	35.1%	40.9%
2200	18.7%	24.6%	30.5%	36.5%	42.4%

数据来源：公司季报，广发证券研究发展中心

而星钻会员到底会对会员收入产生多大的影响，我们亦进行了敏感性测算。我们认为爱奇艺中期会员或稳定在1.5亿人次左右，相比当前1.18亿的会员还有约3200万人的增量空间；我们认为其中星钻会员的渗透率中性可以达到30%的渗透率，我们按照当前的基础会员年度ARPU值不变（2019年为142元/年），星钻VIP的提价幅度相比黄金会员约为100%（参考表2），因此中性假设下，能够在未来每年产生63亿元的收入增量。考虑到本身黄金会员的基础套餐价格也将有提升空间，我们认为3年后星钻VIP产生的会员收入增量大概率落在63-100亿元中间区间。

表 6：爱奇艺黄金会员 ARPU 值和星钻会员渗透率对收入增量的敏感性分析

黄金会员 ARPU (元/年)	100	120	140	160	180
星钻 VIP 渗透率 (%)	1.5 亿存量会员对应数量	在 1.5 亿会员基础下的收入增量 (百万元)			
20%	30	3000	3600	4200	4800
25%	38	3750	4500	5250	6000

30%	45	4500	5400	6300	7200	8100
35%	53	5250	6300	7350	8400	9450
40%	60	6000	7200	8400	9600	10800

资料来源：广发证券发展研究中心

对应我们可以计算星钻会员对于综合VIP年度ARPU值的提升幅度。对应我们刚刚的中性假设（1.5亿的会员数量、30%的渗透率、140元黄金VIP的ARPU值）下，星钻会员将整体ARPU值提升至182元，对应涨幅30%。而3年后182元/年的ARPU值相比我们此前提到的海外流媒体视频网站的ARPU值也并不算贵。而2019年爱奇艺的经营亏损额约为92.6亿元，我们考虑到内容采购成本的进一步下滑、经营效率的改善、广告和其他业务的自然增长，星钻会员VIP带来的60-100亿的会员收入增量足以让爱奇艺扭亏为盈。但具体的盈利水平仍取决于爱奇艺本身的最终提价幅度。

表 7：爱奇艺黄金会员 ARPU 值和星钻会员渗透率对会员 ARPU 值的敏感性分析

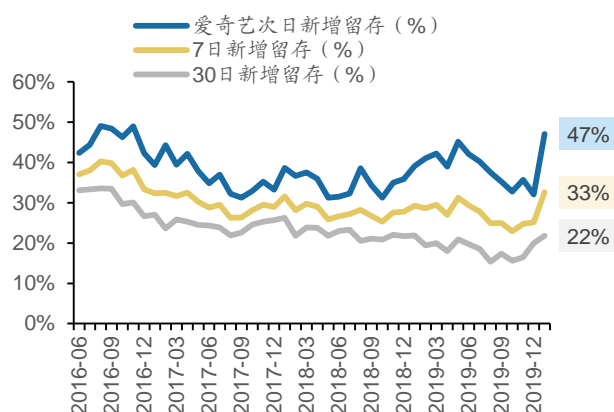
黄金会员 ARPU（元/年）		100	120	140	160	180
星钻 VIP 渗透率（%）	1.5 亿存量会员对应数量	在 1.5 亿会员基础下的会员 ARPU 值（元/年）				
20%	30	120	144	168	192	216
25%	38	125	150	175	200	225
30%	45	130	156	182	208	234
35%	53	135	162	189	216	243
40%	60	140	168	196	224	252

资料来源：广发证券发展研究中心

### （三）短期观察留存，中期提价幅度则取决于竞争格局

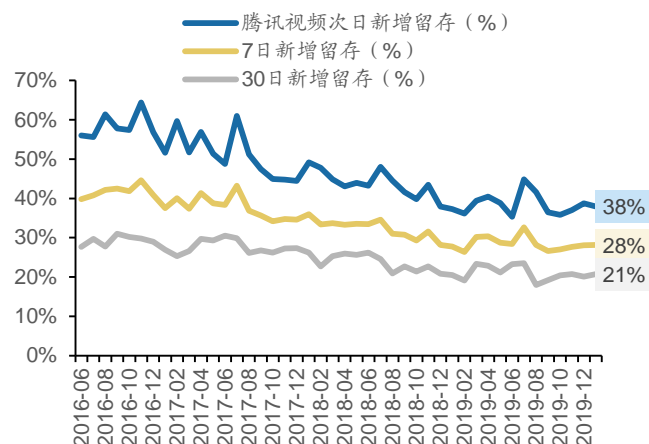
提价的负面影响主要体现在付费会员续费率上。因为我们没法通过第三方检测会员的续费情况，因此我们主要通过跟踪月活留存率来看具体情况。根据Quest Mobile数据，视频网站的留存此前在2019年逐渐变差，爱奇艺和腾讯视频的30日留存已经从2016年年中的30%左右逐步下滑至2019年年中的20%左右；但进入2020年后开始逐步企稳，由于春节疫情因素，爱奇艺的新增用户留存次日、7日、30日分别上升至47%、33%和22%，腾讯的新增留存在2020年也较为稳定。

图14: 爱奇艺新增用户留存情况



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

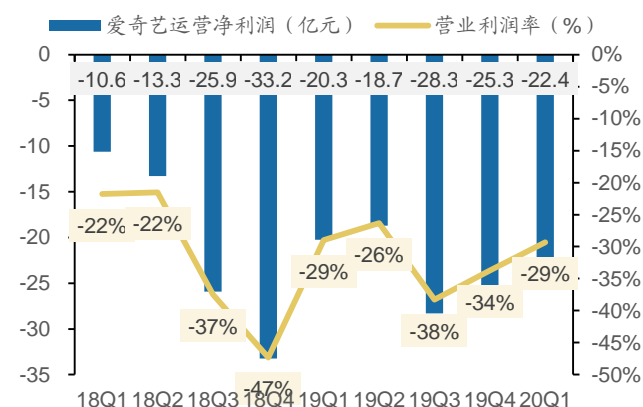
图15: 腾讯视频新增用户留存情况



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

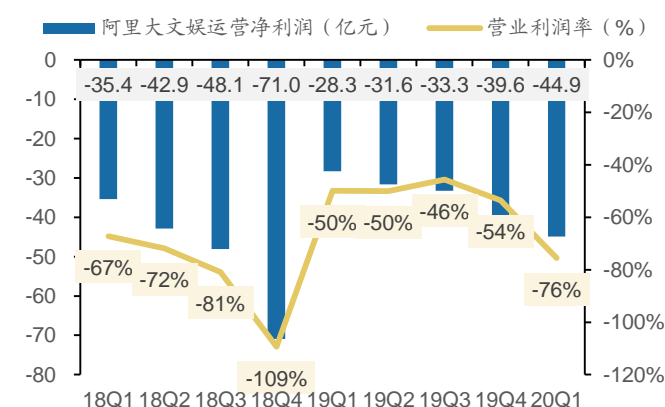
我们对此次提价保持乐观, 但关键可能在于下一次的提价, 这取决于竞争格局的持续改善。当前爱奇艺的20Q1的运营亏损额约为22.4亿元, 阿里大文娱单季度的亏损额约为44.9亿元, 而腾讯在2019年的年报当中提到腾讯视频的运营亏损额低于30亿元。我们如果假定三家视频网站的付费会员提价幅度一致, 芒果TV目前已经实现了盈利我们暂且不论, 首先盈利的是腾讯视频、其次是爱奇艺、最后是阿里大文娱。而如果我们按照我们上面的计算, 腾讯如果跟进爱奇艺本次提价, 则有望在2021年实现盈利, 行业里面将有两家龙头公司腾讯和芒果处于盈利状态, 这时候能否进行下一步顺利的提价仍然有待商榷。

图16: 爱奇艺单季度运营亏损和亏损率



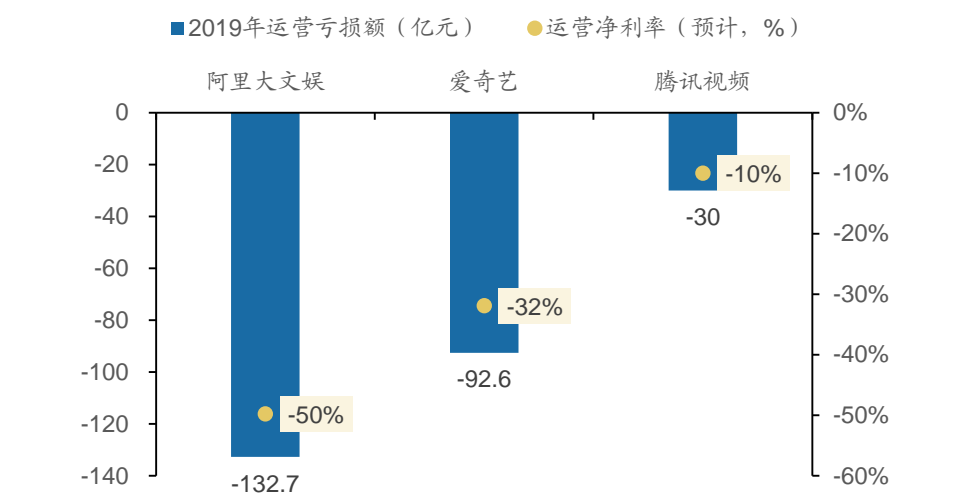
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图17: 阿里大文娱单季度运营亏损和亏损率



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图18: 阿里大文娱、爱奇艺、腾讯视频19年亏损和亏损比率亏损率



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

注: 腾讯的运营亏损率为估计值

### 三、再论视频未来：三种商业模式和不同的竞争格局

我们将视频网站的业务收入主要可以分为四类：广告、会员、版权销售和其他。成本端可以分拆为内容成本、销售费用和其他成本。而我们会发现不同的商业模式侧重的增长重点并不一致，而能够把控的内生增长因素是极为稀缺的，大部分增长因子是由公司本身和市场一起决定的。我们横向比较了爱奇艺、芒果和哔哩哔哩的经营模型可以发现，芒果通过自制模式已经开始盈利，内容资本运转效率最高；而B站仍然处于发展早期，未来有望大幅度拔高各项收入摊薄成本；爱奇艺目前内容成本占比过高，未来将主要依赖会员提价，但会员价格或许是外生定价的。

#### （一）框架：增长因子中会员 ARPU 值或许中期是外生决定的

我们将各个视频网站的核心经营模型进行了拆分，可以了解到各个因子的驱动逻辑如下，其中收入侧是：

- 1. 会员收入：由会员数和会员价格共同决定。**会员数主要取决于本身视频网站的流量池规模和转化率，转化率本身依赖公司提供的独占内容库对于用户的吸引能力。我们认为长期来看市场消费习惯的养成是趋势无疑，公司能够取得的Alpha式增长短期依赖爆款内容拉动。会员价格主要是由市场竞争格局决定的，单一公司或难以形成提价趋势。
- 2. 广告收入：由用户流量和广告单价共同决定。**目前的长视频流量受到了短视频的冲击，整体流量的增长很难实现，只有垂类的视频网站如芒果、B站等仍有较大的流量增长空间。广告的单人单价仍是由需求端的广告主预算和流量供给格局共同决定的，由于短视频行业在短期释放了大量的广告库存，因此我们预计长视频广告提价仍较难。

**3. 版权收入：**这是由自有版权数量、自有版权出售数量和出售价格共同决定。但因为版权价格的定价是完全外部市场化，单一公司无法垄断创意资源导致，拉长来看公司的版权组合是不可能长久保持市场溢价的。因此版权收入主要取决于自身自制版权的数量和对外出售的比例，这两点是内生决定的。而从过去版权收入占比情况而言，反倒是非龙头公司的版权外售比例会比较高。

**4. 其他收入：**主要是依托于主站流量衍生出来的其他收入。比如对于B站来说主要是游戏、电商、直播收入；对于芒果TV主要是运营商收入、媒体电商收入；对于爱奇艺来说主要是游戏收入、直播收入、IP授权等。总体来说，其他收入一般和主站的流量呈正比，仍是对于主站流量的一种变现复用。

而成本侧则主要有：

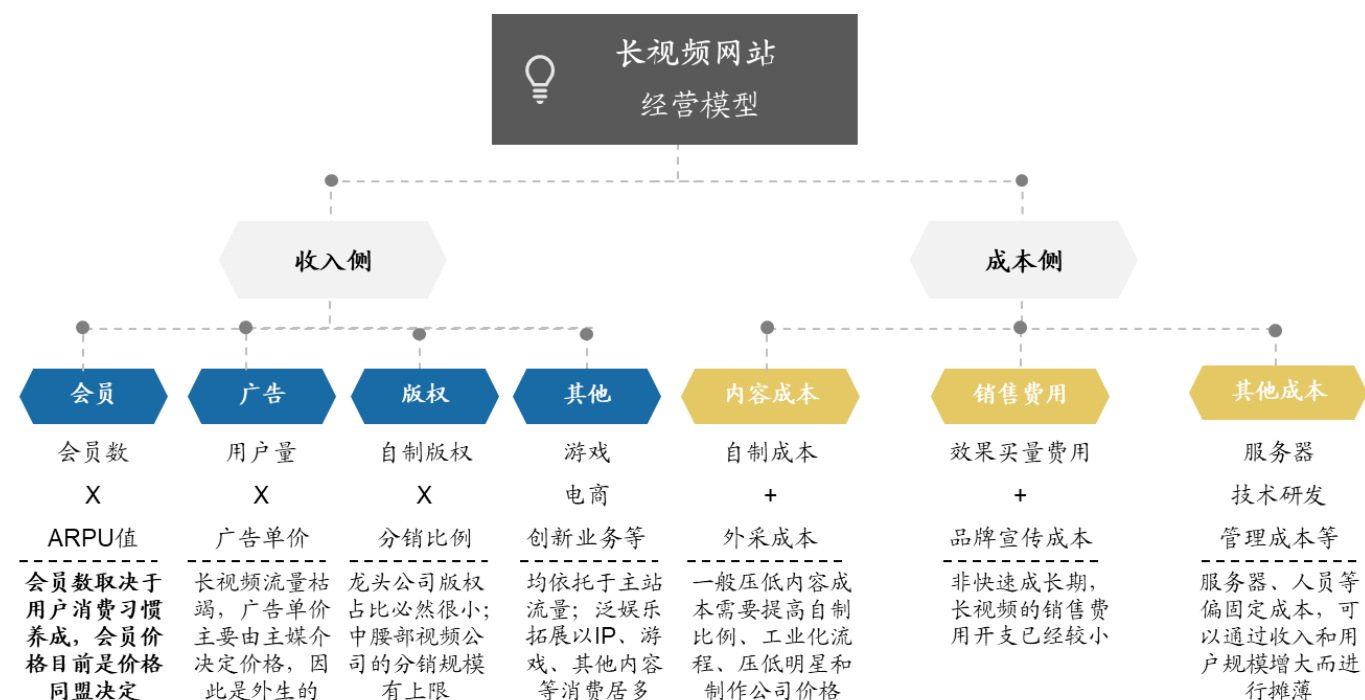
**1. 内容成本：**由自制成本和外采成本两部分成本构成。我们将内容切分为自制和外采是因为外采的数量由公司把控，但是价格是市场化定价的；相对来说自制内容在价格上自己的把控能力会更强，但是相对产能受限。因此视频网站需要在这两部分保持平衡，目前来看视频网站仍然在自制比例上有所不足。

**2. 销售费用：**效果买量费用和品宣成本两部分构成。相比电视媒体天然有特定地域的受众，视频网站需要在互联网进行主动获客，对于偏向于社交的视频社区，销售费用往往占比较高，如B站20Q1的销售费用占收入比重高达26%。其中主要又可以分成效果买量和品宣两类销售费用。

**3. 其他成本：**在视频网站的成本结构中，其他的很多成本性质偏向固定成本，可以被规模效应摊薄。其他成本当中主要包括服务器、技术研发、管理人员工资等成本，由于向新用户提供服务的边际成本极低，所以能够随着用户规模的上涨而摊薄单位成本。

总结来看，我们认为在收入侧每个视频网站选择的核心驱动因子是不一样的，而相对来说内生驱动的因子会比外生决定的因子效果更好；而在成本端由于最大占比项是内容成本，因此各个视频网站对于内容成本的控制是最核心因素。

图19：长视频网站经营模型



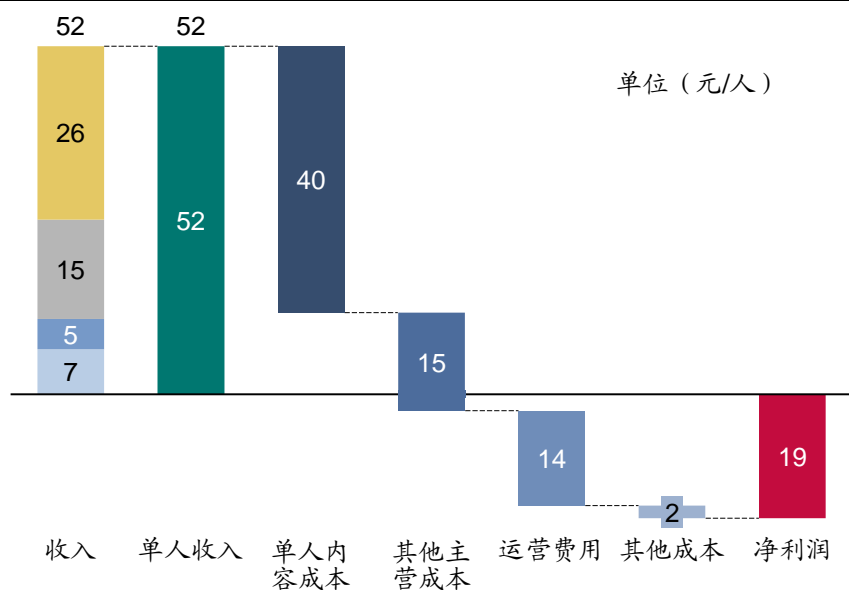
数据来源：广发证券发展研究中心

## （二）爱奇艺：收入端依赖中期的提价能力，成本端依赖上游降价

按照以上框架对爱奇艺经营模型进行拆解，我们可以发现其未来的最大增长就来自于会员持续提价。按照2019年年报对于爱奇艺的拆解，单个MAU的经营模型上，会员、广告、版权和其他收入分别是26元/年、15元/年、5元/年和7元/年。而从增速来看，会员收入为增速最快的领域，其中的驱动因子过去主要以会员数为主，我们预计未来会切换为价格因子驱动为主。成本端目前爱奇艺的问题在于52元的ARPU值当中有40元用于内容成本，内容成本占比超过76%，而其他的主营成本让毛利率为负数，其他运营费用单人亏损14元，因此公司单人净亏损约为19元/人。因此在成本端，公司的核心要点就是优化内容成本。



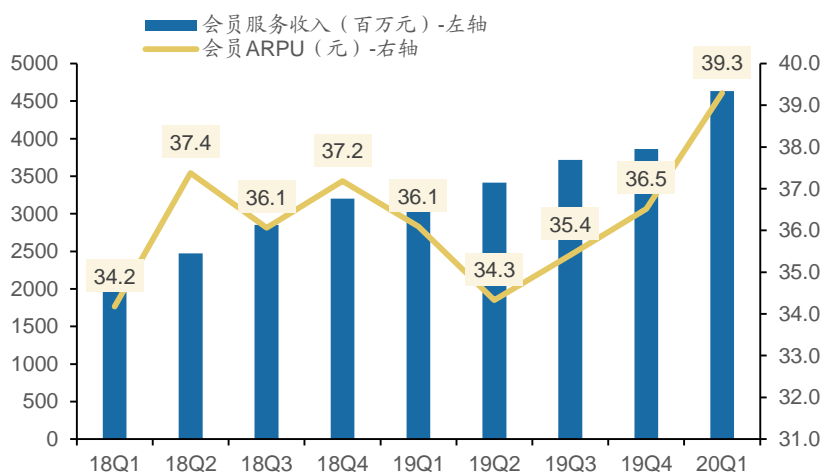
图20：爱奇艺的单个用户的经济模型



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

回溯来看，会员ARPU值确实在提升过程中。比如公司20Q1会员收入同增35%至46.2亿元，环比增速约为20.0%。20Q1的付费会员净增量达到了1222万人，创下了18Q3以来的新高，而单个会员的付费ARPU值上升2.77元至39.3元/季，管理层在电话会议上提到首先需要更多的推广普及超前点映（20Q1已经在超过10款剧集上推出），另外也将逐渐减少促销活动，今年我们或许将看到ARPU值逐步向名义价格（安卓19.8元/月、苹果为25元/月）靠拢。而现在公司推出了星钻VIP的高价会员新套餐，我们预计折扣减少和新套餐渗透率提升将是未来几个季度会员ARPU值向上的核心推动力。

图21：爱奇艺会员服务收入及会员ARPU推移

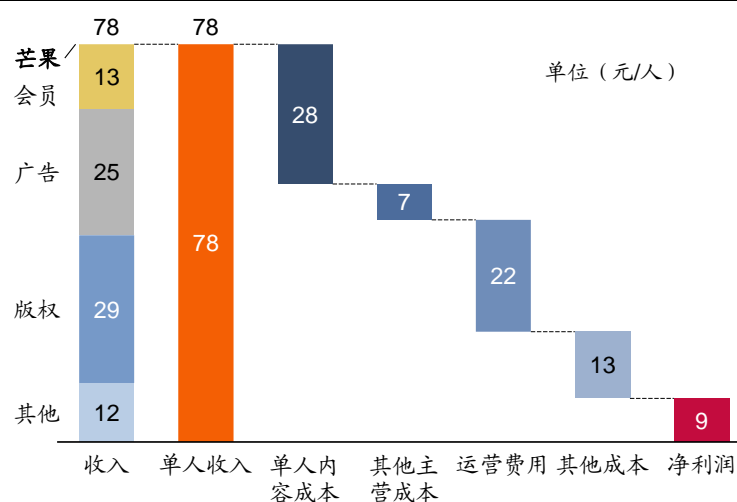


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

### （三）芒果超媒：成本端已跑通自制模型，精细化运营拓展内容优势

按照以上框架对芒果超媒的经营模型进行拆解，我们可以发现其内容的ROI要明显更加领先爱奇艺。芒果超媒单个MAU产生的收入约为78元/人，要远领先于爱奇艺的52元/人，而其中会员收入为13元/人低于爱奇艺，广告收入25元/人远高于爱奇艺，版权收入29元/人高于爱奇艺（主要系包括了几个芒果系的内容公司如天娱传媒等），另外还有其他收入12元/人。而成本端的结构则更加合理，其内容成本仅为28元/人，因此在此经营模型下，芒果超媒净利润为9元/人。其实我们通过单人经济模型比较来看，爱奇艺和芒果超媒均是花费了70元/人左右的成本费用，但芒果主要是在产生收入的效率上远高于爱奇艺，因此得以实现盈利。在未来的发展方向上，我们认为芒果首先在保证ROI的情况下可以尝试进一步的扩张，另外则是在通过不断优化精细化运营提高收入端的ARPU值。

图22：芒果TV（去除电商业务）的单个用户的经济模型



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

内容创新是由公司的自制比例高带来的制作能力比较优势。芒果TV的这一优势和电视湘军历来的内容优势是一脉相承的。从数量的角度来说，湖南卫视历年自制的节目总数保持在10个以上，其中新项目占比保持在30%以上。我们统计了18Q1-20Q1每个季度四家视频平台Top3收视的综艺制作团队情况，可以发现其中芒果TV的自制比例是最高的。按照云合的统计来看，有效市场播放率上，芒果一直以较低的投入实现了更高的综艺市场市占率。2017年公司刚搞起步时市占率不足4%，2017年底随着《明星大侦探》播出后，市占率有提升到15%的小高潮。但随后也面临内容库存不足的问题，随着产能扩张和大量新综艺IP产出（爸爸去哪儿、妻子的浪漫旅行、女儿们的恋爱、朋友请听好等），芒果系网综市占率一路提升。截至2020年3月，市占率达到了20.5%。根据云合数据，20Q1网综TOP10中，爱奇艺6部，覆盖偶像选秀、潮流经营、脱口秀、观察等类别；芒果TV3部，涉及电台、推理、观察三类；腾讯视频3部，覆盖脱口秀、情感等。

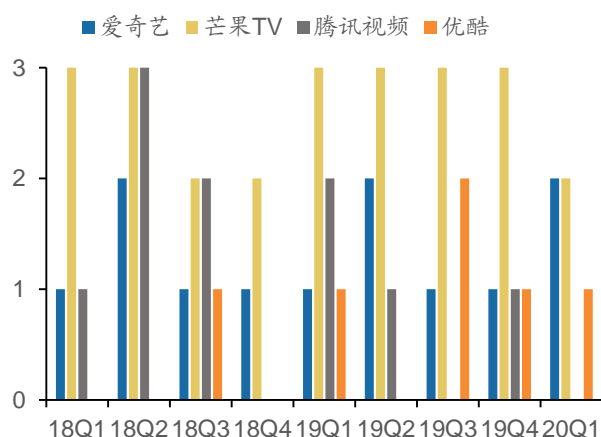
图23：芒果TV自制了情感、生活和悬疑品类的多个头部项目

品类	品类数	Top3品类	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1
真人秀	29	爱奇艺	选秀	舞蹈	音乐	文化	真人秀	音乐	真人秀	脱口秀	真人秀
脱口秀	19		舞蹈	真人秀	音乐	脱口秀	生活	音乐	真人秀	真人秀	真人秀
音乐	11		脱口秀	真人秀	脱口秀	真人秀	真人秀	生活	音乐	真人秀	脱口秀
情感	9	芒果TV	悬疑	悬疑	生活	悬疑	真人秀	悬疑	情感	悬疑	情感
生活	8		亲子	亲子	真人秀	生活	生活	真人秀	亲子	生活	悬疑
悬疑	7		亲子	情感	亲子	生活	悬疑	情感	真人秀	情感	情感
舞蹈	7	腾讯视频	脱口秀	真人秀	音乐	脱口秀	情感	真人秀	体育	体育	脱口秀
亲子	6		其他	亲子	真人秀	音乐	脱口秀	脱口秀	真人秀	脱口秀	情感
体育	4		其他	脱口秀	生活	真人秀	真人秀	真人秀	脱口秀	真人秀	情感
美食	2	优酷	舞蹈	舞蹈	音乐	脱口秀	真人秀	舞蹈	舞蹈	真人秀	脱口秀
文化	1		脱口秀	真人秀	脱口秀	其他	音乐	音乐	体育	体育	真人秀
访谈	1		真人秀	脱口秀	访谈	美食	美食	真人秀	脱口秀	真人秀	舞蹈

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

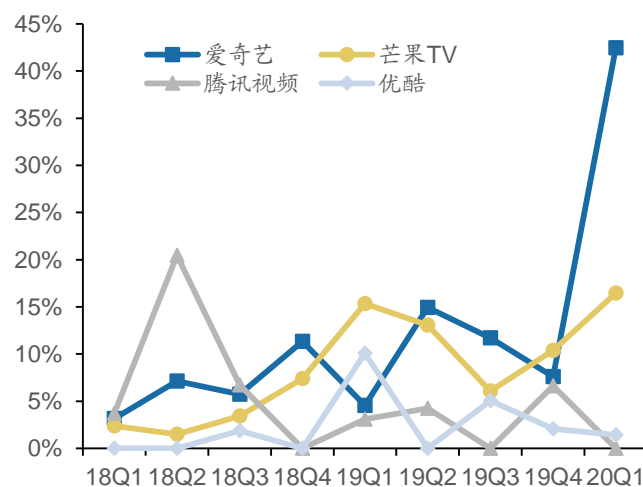
内容创新是由公司的自制比例高带来的制作能力优势。芒果TV的这一优势和电视湘军历来的内容优势是一脉相承的，从数量的角度来说，湖南卫视历年自制的节目总数保持在10个以上，其中新项目占比保持在30%以上。而我们统计了过去18Q1-20Q1每个季度四家视频平台Top3收视的综艺制作团队情况，可以发现其中芒果TV的自制比例是最高的。按照云合的统计来看，有效市场播放率上，芒果一直以较低的投入实现了更高的综艺市场市占率。2017年公司刚搞起步时市占率不足4%，2017年底随着《明星大侦探》播出后，市占率有提升到15%的小高潮，但随后也面临内容库存不足的问题，随着产能扩张和大量新综艺IP产出（爸爸去哪儿、妻子的浪漫旅行、女儿们的恋爱、朋友请听好等），芒果系网综市占率一路提升，截至2020年3月，市占率达到了20.5%。根据云合数据，20Q1网综TOP10中，爱奇艺6部，覆盖偶像选秀、潮流经营、脱口秀、观察等类别；芒果TV3部，涉及电台、推理、观察三类；腾讯视频3部，覆盖脱口秀、情感等。

图24：Top3自制综艺数量推移



数据来源：公司财报，Wind，广发证券发展研究中心

图25：Top3自制综艺市占率推移

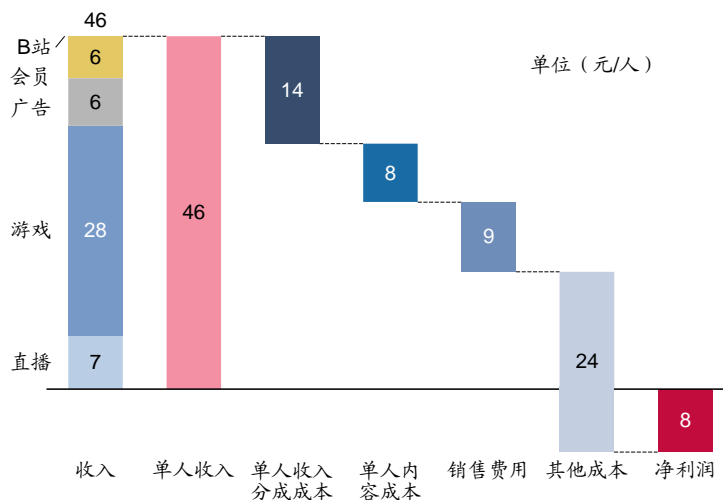


数据来源：公司财报，Wind，广发证券发展研究中心

#### （四）哔哩哔哩：收入端拓展多样化收入，成本端有足够的摊薄空间

而按照以上框架对哔哩哔哩的经营模型进行拆解，我们可以发现其问题仍然是商业化程度不够。我们剔除掉包含电商业务的其他收入后，哔哩哔哩单个MAU产生的收入约为46元/人，要远弱于芒果超媒的78元/人和爱奇艺的52元/人，而其中游戏贡献了28元/人，会员和广告收入各6元/人远低于行业的平均水平。另外还比较特殊的地方在于直播贡献了约7元/人。我们可以看出B站的收入结构相比爱奇艺和芒果来说是更加多元化的，而且也不像一个视频网站，更加近似于一个垂直社区。在成本端，B站的收入分成成本是大头，约为14元/人，内容成本约为8元/人，内容成本甚至低于销售费用的9元/人，另外还有其他的成本24元/人。其他成本占比过高说明了公司仍有着足够的摊薄空间，当前的用户量仍处于较低的水平，考虑到20Q1公司高达70%的MAU增长、多元化的收入结构和更加合理的成本结构，我们认为长期公司的盈利前景是较为明朗的。

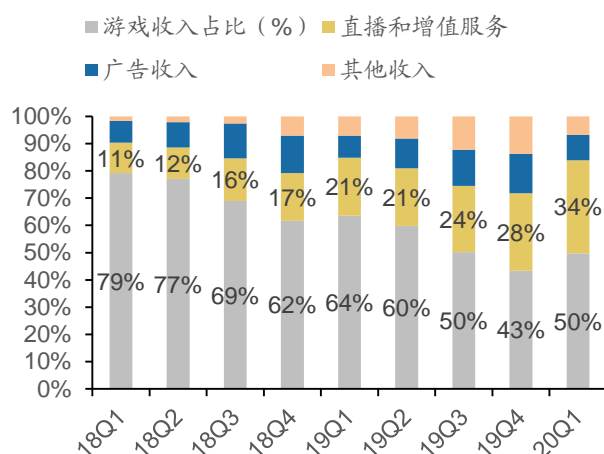
图26：B站的单个用户（去除电商）的经济模型



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

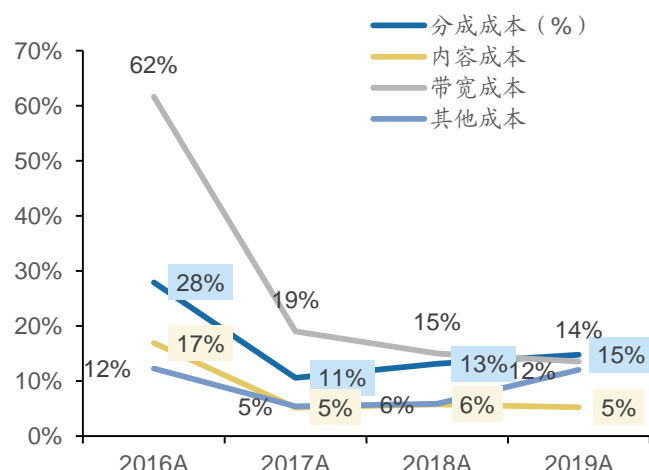
我们认为B站的收入未来将更加侧重游戏和直播，而成本端会随着用户规模上移逐渐摊薄固定成本部分。我们按照季度收入结构对B站的收入历史进行回溯可以发现，公司的收入结构正在不断多元化，我们可以将公司的收入分为两类，一类是偏流量型业务，与公司的用户数增长关系更加紧密，主要系VAS和广告收入，其中前者包括直播和大会员付费；另外一类则是游戏收入和其他电商收入等，与主站的用户数关系相对较小。20Q1因为疫情影响，公司游戏收入占比从43%重新回到了50%，直播收入占比从28%上升至34%。这二者偏受益，而广告收入比重下降5pct至9%占比，其他收入比重占比降低7pct至7%，未来我们预计游戏仍是B站业绩的压舱石，但直播的比重会迅速上升。我们刚刚提到部分偏固定成本和费用率有望被更大的用户规模摊薄，我们看到公司的带宽成本占收入比重从2017年的19%左右已经下降至占比14%左右，内容成本也仅为5%左右，而直播收入的增长导致分成比例有所提升。但长期来看，这些主营业务成本和研发、管理费用一起，都有望被更大的MAU规模摊薄。

图27: B站收入构成图



数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

图28: B站分成成本及内容成本率推移



数据来源: 公司中报&年报, 广发证券发展研究中心

## 四、投资建议

爱奇艺在5月23日宣布推出了全新的会员套餐: “星钻VIP”会员, 定价约为40元/月(连续续费)。核心权益为可以免费观看爱奇艺的所有超前点播剧集。我们认为这次爱奇艺的新会员套餐给出了一个较为积极的信号: 长视频行业或逐步进入到提价时代。我们曾经在此前的报告当中提到过会员提价为长视频网站收入扩张的唯一逻辑, 而在这个时点上进行提价, 说明视频网站外部的竞争压力有所缓和, 而内部未来或有望逐渐形成价格同盟。当前提价的方式有减少折扣、打造全新VIP体系和提升票面价格三种方式, 今年我们或将见到其他视频网站跟进VIP体系的建设, 同时减少会员打折行为, 我们认为短期整体视频网站的会员ARPU值均会上升。从商业模式上而言我们认为会员定价或许在短期由爆款内容驱动, 而中期由竞争结构决定, 因此下一次提价联盟是否能够形成将是竞争格局是否真实改善的决定性信号, 我们目前对此保持乐观态度, 长视频行业的盈利能力提升或将逐步兑现, 投资者可持续关注芒果超媒、哔哩哔哩和爱奇艺。

## 五、风险提示

1. 会员提价带来的会员数量下滑的风险。由于目前国内的视频网站用户尚未养成稳定的会员内容消费习惯, 贸然提价有可能会带来存量用户的流失。
2. 广告收入持续低于预期的风险。目前经济环境疲软背景下, 传统长视频网站平台的网络服务、互联网金融等均减弱了投放意愿, 广告业务或将持续受压制。
3. 上游价格无法降低的风险。目前整体明星资源仍然稀缺, 通过入股、分成等模式依然能够分走项目的大部分利润, 平台的内容成本有无法控制的风险。



## 广发传媒行业研究小组

旷 实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券，带领团队荣获2019年新财富传播与文化行业第一名。

朱可夫：资深分析师，香港科技大学经济学硕士，中国人民大学金融学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。

徐呈隽：资深分析师，复旦大学世界经济硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。

叶敏婷：资深分析师，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。

吴 桐：联系人，武汉大学金融学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410室
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收



入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。