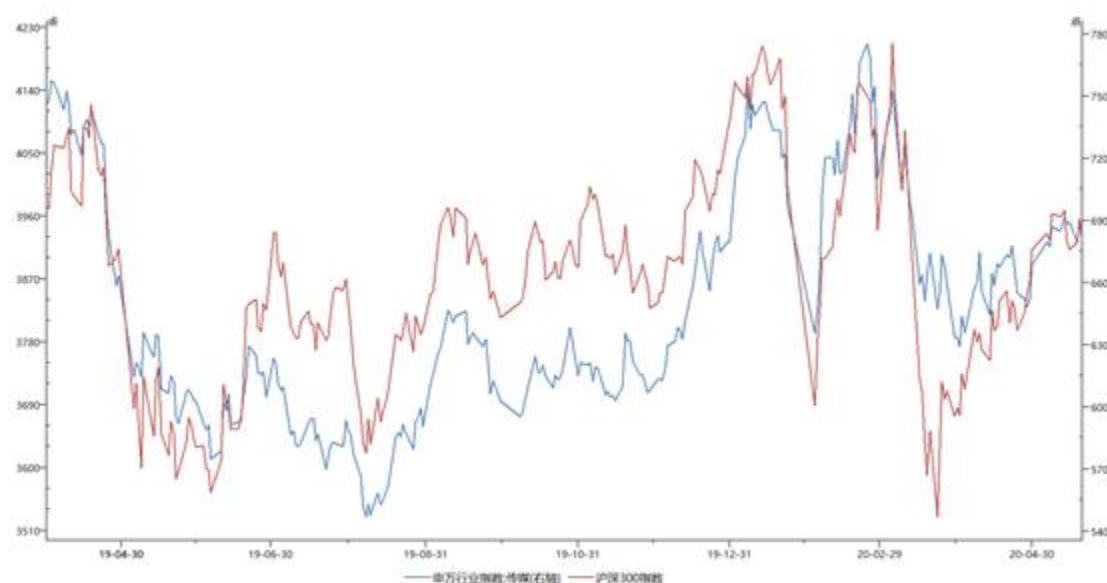


文化传媒产业链梳理：核心赛道与资产是哪些？

今天我们研究的这个行业，在突发卫生事件中，一些细分赛道受到重大冲击，而另一些赛道则受益明显。受卫生事件的影响，行业指数从 2020 年 2 月 24 日的 775 点下降至 4 月低位的 629 点左右，降幅为 18.84%。比较来看，这个跌幅程度，其实要小于沪深 300。



图：传媒行业 VS 沪深 300 来源：wind

其中，细分领域龙头，一路下挫：比如这家龙头，从 22.71 元跌至 14 元，跌幅超 38.35%。



图：代表公司 1 走势表现 来源：wind

再比如另一家龙头，从上市后的高点 18 元，跌至区间低点 8 元，峰值跌幅达到 55%。然后，突然就开始 V 型反弹。



图：代表公司 2 走势表现 来源：wind

这个行业，就是文化传媒。这条产业链，作为一个广度较大的赛道，包含众多细分赛道，当中的差异也极大。

接下来，有几个需要我们思考的问题：

- 1) 这条产业链上，核心赛道、核心资产分别是哪些？
- 2) 行业的增长方向和未来的发展趋势究竟是什么？有哪些指标可以参考？

对近期的行业研究主线，昨天已经说过，主要有四大领域：光伏、家居家电、汽车零配件、教育。光伏、家居之前已经出过报告，接下来还有智能家居、汽车零配件（锂电、智能汽车细分方向）、教育行业的研究正在路上。

需要注意的是，我们的研究分为“主线研究”和“结构研究”，需要注意其中的差别。对主线，我们会全行业覆盖，而对“结构研究”，则主要是为了弄明白某一个细分产业链节点的逻辑。今天研究的这个领域，不是近期主线，而是“结构性研究”。主要是为了弄明白两件事：一是其中智能电视行业某公司的内容分发逻辑，二是某电影分发平台是否有逆向思考的逻辑。

(壹)

我们将整个传媒领域，按照付费群体划分，内容付费领域包括三大节点：

内容输出：游戏、影视、广电、出版、院线、直播，表现为不同的内容输出形态；

广告商：为广告主服务，在不同输出形态上做广告营销；

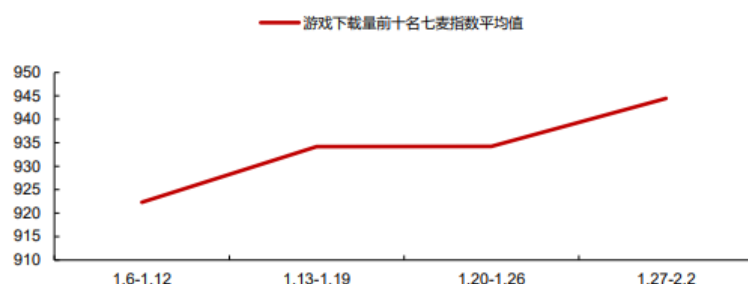
平台商：集合不同内容，向用户集中输出。如视频平台、直播平台、音乐平台等，处于前面两者的交叉点。

从基础数据来看，游戏领域整体表现长期位于内容付费各赛道龙头梯队，影视内容领域整体回报表现较差。或者换句更直白的话说，在内容付费领域，几乎只有游戏行业比较赚钱，其他细分赛道都比较难赚钱。

		ROE	ROIC	营业收入	营业成本	净利润	成本率	净利率
游戏	三七互娱	32.53	33.53	132.27	17.76	24.17	13.43	18.27
	完美世界	16.74	13.35	80.39	31.42	14.47	39.08	18.00
	巨人网络	9.62	8.41	25.71	4.34	8.54	16.87	33.22
	网易	39.81	30.96	592.41	276.86	214.31	46.73	36.18
影视内容	中国电影	9.16	8.94	90.68	71.10	12.41	78.41	13.68
	华策影视	-24.09	-16.81	26.31	21.33	-14.75	81.09	-56.08
	光线传媒	10.78	10.06	28.29	15.63	9.47	55.24	33.46
	欢瑞世纪	-18.18	-18.04	5.40	5.74	-5.51	106.33	-102.06
广告营销	华谊兄弟	-60.95	-30.63	21.86	16.25	-40.23	74.3	-184.02
	分众传媒	13.40	12.14	121.36	66.50	18.55	54.79	15.29
	蓝色光标	9.46	7.93	281.06	256.00	7.23	91.08	2.57
	利欧股份	4.10	3.62	140.33	125.19	3.09	89.21	2.20
广电	华扬联众	12.67	9.46	105.07	92.75	1.95	88.28	1.85
	思美传媒	1.45	1.87	29.97	24.85	0.57	82.9	1.90
	东方明珠	7.11	6.30	123.45	94.31	22.29	76.4	18.06
	广电网络	-2.93	-1.18	26.30	19.71	-1.13	74.94	-4.29
出版	电广传媒	1.05	2.62	70.77	52.81	3.00	74.62	4.25
	江苏有线	1.54	1.22	76.50	57.38	3.75	75	4.90
	新华传媒	0.78	-0.03	13.47	8.85	0.20	65.71	1.50
	南方传媒	12.73	12.19	65.25	46.00	7.42	70.49	11.37
互联网	时代出版	5.07	4.27	64.71	57.08	2.25	88.21	3.47
	中国出版	10.99	7.70	63.15	42.64	7.42	67.53	11.75
	浙数文化	6.43	7.14	28.27	8.75	6.90	30.93	24.41
	芒果超媒	16.03	14.73	125.01	82.85	11.58	66.27	9.26
院线	新媒股份	27.33	25.83	9.96	4.52	3.95	45.33	39.70
	视觉中国	7.35	6.36	7.22	2.66	2.17	36.9	30.11
	掌阅科技	13.68	10.04	18.82	11.75	1.47	62.42	7.80
	哔哩哔哩	-18.41	-14.80	67.78	55.88	-13.04	82.44	-19.23
院线	爱奇艺	-74.79	-39.23	289.94	303.48	-102.77	104.67	-35.44
	欢聚	10.27	11.87	170.1509	84.921	29.7089	67.05	14.47
	陌陌	21.96	24.29	83.745	68.9258	4.6817	49.91	17.40
	虎牙直播	5.39	6.53	26.9	22.3249	3.0951	82.3	5.59
院线	万达电影	-35.80	-22.44	154.35	111.95	-47.22	72.53	-30.59
	横店影视	13.52	13.06	28.14	22.32	3.10	79.35	11.00
	上海电影	5.71	4.46	11.07	9.15	1.27	82.72	11.49
	金逸影视	5.44	5.17	20.69	16.02	1.07	77.45	5.16

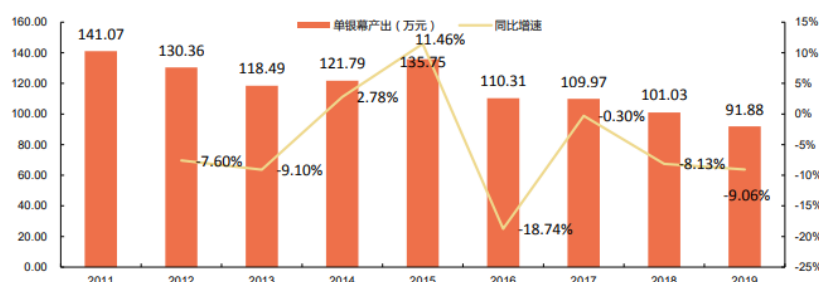
图：基本数据 来源：并购优塾

我们把细分赛道拆开来看：**游戏**——受益于版号恢复、产品周期以及下游需求稳定，是整个内容付费产业链中首选的领域。此外，卫生事件使得“宅”娱乐项目收益，不论是手游还是端游，玩家活跃度提升显著，下载量增多。整体来说，游戏行业值得长期研究。其中腾讯、网易、三七互娱是佼佼者，此外还有心动公司等。对游戏领域，我们后续会单列做分析。



图：App Store 及国内安卓市场下载量综合指数 来源：七麦数据、西部证券

影视内容——主要受商誉减值、行业监管严（如限古令、明星片酬）对业绩有一定影响，行业本身就处在下滑通道中。此外，卫生事件期间暂停所有影视拍摄，刚性支出仍存，但无收入产生，并且存在无法按时拍摄完成导致制作公司违约等情况，因此，当前处于明显的困境中，且无反转迹象。



图：单银幕产出情况 来源：申港证券

院线方面——其票房收入等于全国票房与其市占率的成绩，而成本绝大多数来自于旗下电影院的分账成本、折旧摊销与运营成本，成本较高。随着影院市场新玩家的持续加入，市占率下滑，单银幕产出收益持续下滑，院线毛利率、净利率承压。此外，卫生事件使得春节档取消，影院关门，其票房收入几乎为零。而成本方面，影院的刚性支出包括租金、员工薪资、放映设备等。因此，对院线影响颇大，尤其对小型连锁影院，其资金链可能会面临紧缺的问题。虽然在春节档期，代表作品《囧妈》由院线转线上播出，这属于个

例。一般来说，院线影片与网络大电影界限非常分明，当前，影视作品的主要发行窗口，仍为院线。院线影片需将票房收入的 5% 作为国家电影专项资金上交，且影院对商场消费等实体经济的拉动效应非常明显，从政策层面来说院线权益会受到保障。其次，头部影片的制作成本较大，只做在线视频端播出很难收回成本；第三，目前视频网站购买的院线电影都是已过放映窗口期的影片，类似《囡妈》这样的首播放映权价格非常高昂，大多数视频网站仍处亏损状态，无法长期负担。[2] 整体来说，影视领域只能研究上游 IP 平台（如阅文），以及分发平台（如爱奇艺、腾讯视频）。

出版行业——大多为国有企业，其主要收入是图书的出版和发行，对于省级出版集团来说，教材教辅的出版与发行占据了 60%-70% 收入。整体来看，图书的线下销量受影响较大，需求转移至线上销售和电子书，并且线上图书折扣率更高，电子书价格相对更便宜。出版行业太传统，基本可以忽略。

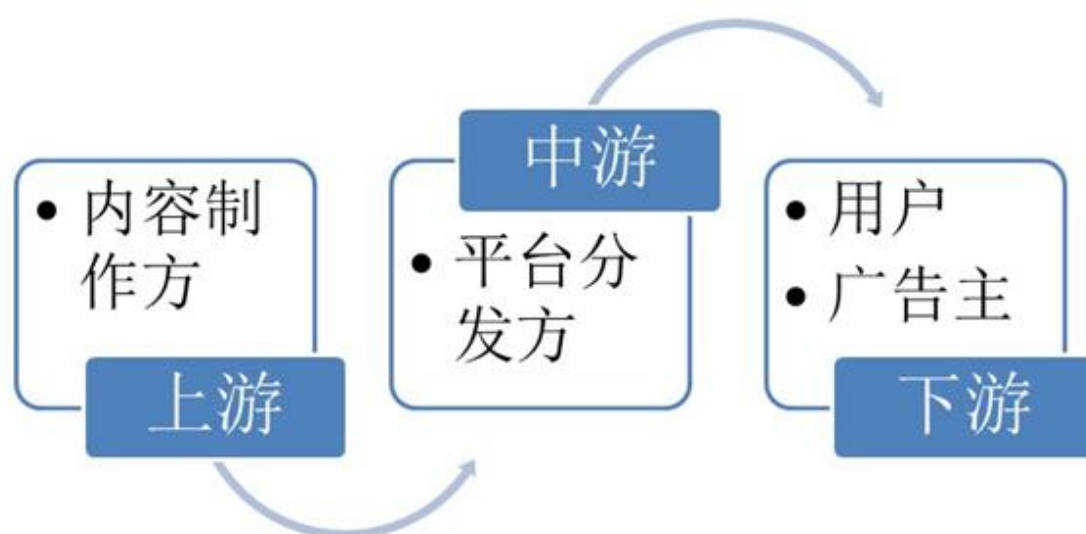
广电行业——利润下滑源于经营压力。与互联网在线视频相比，它的内容相对匮乏，对用户吸引力不够。不过，由于突发卫生事件影响，大家宅在家里，对有线电视的观看也有所回升，但整体竞争力仍偏弱。不过，全网整合加上 5G 牌照授权，将提升其内在价值，推动大屏高清视频的发展。这个领域，有结构性的增长机会，一是互联网电视，二是未来的超高清。

广告营销——该领域与宏观经济相关性较大。整体行业增速明显放缓，传统媒体眼球关注度下滑，互联网媒体广告得益，且仍在增长。广告营销领域，长期逻辑还是在互联网广告上面。包括梯媒在内，传统平台都是存量逻辑，没有增量。

互联网分发平台——包括在线视频、数字阅读、门户网站等多业态公司。其中，在线视频与游戏同具有“宅”属性。利用剧集、综艺的优质内容持续吸引用户，并且引入超前点映等方式来增加会员及付费习惯的养成。这个领域长期增长逻辑比较多，尤其需要重点研究具备垄断效应的平台，单用户付费会逐步提升。不论从短期还是长期的维度，当前景气度状况较好的为游戏、互联网视频平台，以及其他平台商，本次产业链研究，我们重点覆盖的是互联网视频平台。

(贰)

在线视频这条产业链，从上至下依次为：上游为内容制作方，包括专业制作公司、视频平台、电视台、联合出品方、UGC、原作者版权方，代表公司有阅文集团、华策影视、光线传媒、华谊兄弟等；中游为平台分发端，包括电视台、其他平台、互联网平台，代表公司有爱奇艺、腾讯视频、优酷、芒果 TV、哔哩哔哩等；下游为用户及金主广告商，为用户提供内容，为广告主提供广告转化。



图：在线视频产业链 来源：并购优塾

大致了解了产业链结构之后，我们来看这个产业链上的具体情况。

(叁)

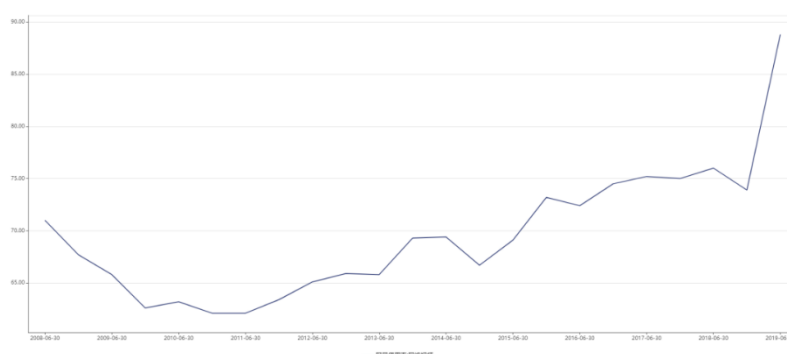
从自上而下的增长逻辑来看，观测互联网视频这条产业链的主要宏观和行业指标为：

- 1) 中国互联网普及率——反映我国互联网用户占总人口的比例情况；
- 2) 网民网络视频使用率——指互联网用户中观看网络视频的比例情况； 先来看这个指标——中国互联网普及率。

根据中国互联网络信息中心的报告显示，截至 2020 年 3 月，我国网民规模为 9.04 亿人，这个数字已经较高，原因在于，我们观察中国的人口结构，能够发现 15-59 岁之间的青年、中年人群已经基本覆盖完成。2019 年，0-14 岁的人口数量为 2.35 亿，15 岁到

59 岁的人口数量为 9.11 亿，而 60 岁以上人口数量为 2.54 亿。由于互联网崛起时间为近 20 年，因此，我们将 15 到 59 岁人口作为互联网网民的基数来看，其实，已经这一年龄段群体中，互联网的渗透已经基本完成，因此，接下来的互联网的创新方向，大概率会集中面向 14 岁以下和 60 岁以上的“非主力网民”群体。

因此，对于当前的在线教育，以及养老等主题，我们仍能以总量成长赛道的思维去看待，但对于常规的互联网传媒赛道，则很难再有这样全行业高速增长。通过观察网民网络视频使用率，截止 2019 年 6 月，使用率已经高达 88.9%，基本已经趋于顶部。2018 年下半年之后，互联网视频的使用率开始暴涨。这一波涨幅正是由于短视频的爆发。



图：网民网络视频使用率 来源：wind

自上而下的梳理到这里，逻辑比较明确：在线视频这一环节，总量增长的驱动力已经较弱，接下来只有结构性的机会。一方面，关注新产生的创新内容形式，另一方面则是要重点思考，在总量趋近稳态的情况下，巨头如何提升盈利能力、获得增长？

(肆)

盈利能力提升，首先，看广告主付费意愿。

按广告主和用户的维度分别来看，广告主支出的意愿，和**用户使用时长**有关。从网民移动端使用时长来看，视频、社交、资讯的占比较高，分别达到 25.44%、23.32%、18.99%，其次是输入法（5.88%）、移动阅读（5.09%）、移动游戏（4.91%）。



图：中国移动互联网用户时长分布 来源：国海证券

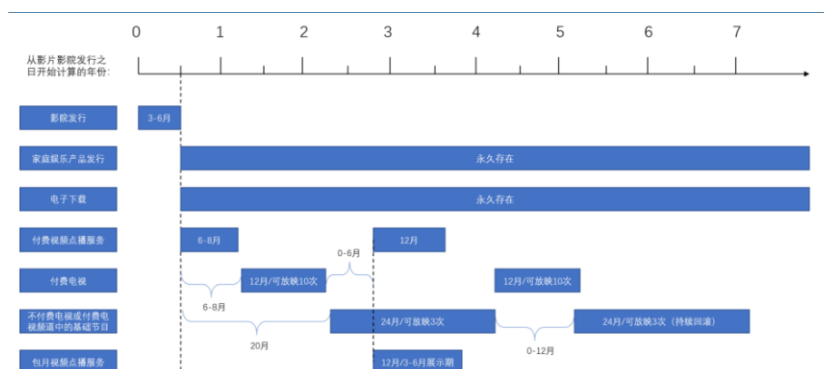
从使用时长来看，广告主付费意愿较强的三个赛道分别为**视频、社交、资讯**。其次，还需要看用户付费率。从娱乐方式的付费率来看，首位梯队为视频（付费率在 15%以上）；其次是直播平台（付费率 8%以上）；而在线音乐和阅读的则相对偏弱（付费率 5%左右）；社交软件如 QQ、微信、短视频本身则无需付费。游戏和移动阅读这两个赛道中，游戏本身的付费率较高，而在线阅读行业因为版权保护等问题，很难提升自身付费率，因此，目前只能通过 IP 运营等其他方式来变现。

比如，我们之前研究过的阅文集团，其历史付费率（2015 年至 2019H1）为 3.2%、4.9%、5.8%、5.1%、4.5%，付费率呈现上升后跌落趋势，付费率较难提升。（未打击盗版，并加大了平台上的免费阅读占比）在线阅读的具体问题，我们在阅文集团的建模报

告中有过详细分析，可查询专业版研报库。明确了行业逻辑后，我们可以发现，视频这个赛道，其实已经是传媒赛道中变现更为友好的赛道，平台两端的用户，广告主和点播用户的付费意愿均较强——然而，有一个重要的问题：为什么不论是内容制作，还是下游平台，增速和回报均比较差？

(伍)

先看上游 IP 运营、影视制作。这个环节的主要矛盾，我们在对阅文的研究中有过详细阐述，一方面，持续的优质内容产出较为困难，另一方面，当前我国影视内容的变现机制存在缺陷。梳理海外 IP 运营巨头的发展，其成功的核心主要分为两点，一是丰富的 IP 资源，二是健全丰富的变现场景（发行窗口期）。IP 资源的丰富，比如迪士尼经典的童话故事系列（美女与野兽、阿拉丁神灯、狮子王等）、漫威系列（复仇者联盟、蜘蛛侠、钢铁侠、神奇队长等）。健全的丰富变现场景，即发行窗口期制度，指同一部影片，在不同的时间段，放映在不同渠道上，以获得做大化收益。这样的制度，平衡了多个下游分发渠道的利益，能够防止各渠道进行恶性竞争，尽量做大整个蛋糕，我们具体来看好莱坞的发行体制。



图：好莱坞影片发行窗口 来源：中信建投

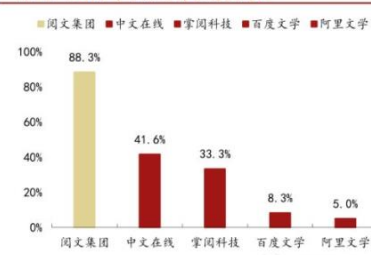
以好莱坞为例，其对于窗口期的发行严格执行，一鱼多吃。首先是院线发行，维持 3-6 个月。第二步是家庭娱乐产品碟片和电子付费窗口。付费视频点播，顾名思义就是每次点播都要支付单次费用，好莱坞将这个窗口期一般限制在 6-8 个月。第三步，付费电视平台，维持 12 个月，作为有线电视的付费用户，可在电视上观看影片。在这个窗口期，好莱坞通常做法是协同六大公司和一个频道一起，将近期可放映的影片编排在一起，做出一个节目单。第四步，接下来一个窗口期，是包月视频点播服务，其中代表公司是奈飞。用户每个月花费不到 10 美元，即可在平台上无限观看影片。

注意，对比美国的四步窗口期分发，我国在分发上差距极为明显。 根据中信建投证券披露，好莱坞的一部电影，大概院线窗口期的票房收入占据总收入的 30%-40%。对比国内，由于目前并未有严格的窗口期制度，粗略统计，票房收入占总收入的 80%以上。我国的院线基本占据了影视作品的全部票房，因此，如果我国影视市场的窗口发行制度逐步完善，完善后端分发渠道制度，整个市场做大的可能性极大。因此，目前，在发行制度还在逐步改进的情况下，我们能关注的还是 IP 资源。这方面，阅文的优质 IP 资源几乎垄断上游。截至 2019 年年报，阅文作品总数达 1220 万部；百度搜索排名，前 30 部占 25 部。此外，2019 年百度和今日头条的电视剧及网络剧搜索指数榜首的《庆余年》，也正是阅文旗下改编的人气小说之一。

图 31: 2016 年各公司文学作品总数对比



图 32: 2016 年各公司作家总数对比



图：网络文学平台的内容存量情况 来源：招商证券

综上所述，参照好莱坞的体制，我国目前在窗口发行期仍显不足，暂时还不能保障“一鱼多吃”的局面。而作品内容 IP 方面，平台厂商的存量和质量更为充足、优质，护城河更深。

(陆)

下游平台，分为三个方向：电视、影院、互联网。 **先看电视方面——**注意，电视在过去几年的增长风口中，属于被技术迭代的一环，因此，其改善需要依赖于技术进步，当前这条产业链上当前两个主要的增长方向：超高清和互联网电视。

超高清方面，我们认为当前仍然还是在概念阶段，推进会较为缓慢。超高清概念由 5G 的推行带来，由于 4K 和 8K 的像素点数量分别是全高清的 4 倍和 16 倍，因此在 65 英寸的超高清视频电视上，肉眼几乎感觉不到颗粒感。超高清不仅仅是分辨率这一单一维度的提升，还是高帧率（更高的刷新频率能够使得动作场景更加流畅逼真）、高色深（色彩深度越高，不同颜色种类之间的过渡色越多，图像上显示的色彩过渡会因此展示得更加平滑）、宽色域（色域越宽，代表能够显示出的颜色种类就越多，也将更接近自然界的色彩）、高动态范围（合成不同曝光时间下的图像，能够同时呈现图像中高光处和黑暗处的细节，以更好的反映出真实环境中的视觉效果）、三维声（营造多方位的声音源，塑造更加真实的临场感）的多维度提升。

目前来看，4K 电视机在国内开始普及，2019 年其出货量渗透率已达 67%。但是，其保有量仅占现有家庭电视机数量的 20%，还处于较低水平。这个领域，未来空间仍有很大，我们认为，其替代目前进展较慢的主要原因，就在于：**与之匹配的 4K 内容相对匮乏，8K 内容更是凤毛麟角**。以国内龙头的 4K 内容版权方 4K 花园为例，其储备了市场上近 80% 的 4K 内容，通过为内容生产商提供技术支持等方式，累计获取了将近 6000 小时的 4K 内容。但这一数字与市场目前需求的 3 万小时 4K 内容依旧相差甚远。

所以，问题在哪呢？因为，需要整个上游内容制作方在拍摄设备方面进行全面更新换代，这样的成本压力短期内很难让上游接受。再看互联网电视，互联网电视的渗透率已超 85%。我们认为，这个赛道在接下来的后半场中可能仍然存在一些付费率方面的增长逻辑，原因在于人口结构。在针对 15-59 岁人群的内容投放上，电视相较电脑、手机存在较为明显的劣势，但对于 59 岁以上老人和 15 岁以下儿童而言，未必存在明显的劣势，因此，互联网电视中的**教育、养老**内容，值得重点关注。

目前，IPTV 和 OTT，就是“三网融合”的产物，IPTV 和 OTT 机顶盒子分别是电信运营商和互联网技术公司两大主体，利用互联网技术将互联网视频内容呈现在电视屏幕上的硬件设施（因监管分化分为两个阵营）。注意，IPTV 和 OTT 这门生意，其实门槛还相对较高，门槛主要在于牌照和内容。

业务	IPTV	OTT
传输网络	IPTV 专网	公共互联网
接收终端	TV+机顶盒	TV+机顶盒/TV+一体机
内容提供	IPTV集成播放平台内容	互联网电视内容服务平台内容
主要业务形态	电视台直播、回看、视频点播及增值服务等	视频点播、增值服务和应用商城服务等
流畅清晰度	无滞后、清晰度高	主要取决于网络带宽
业务开展范围	省级播控分平台仅限于本省区域内，全国内容服务牌照可向全国范围内的省级播控分平台提供内容	全国
业务平台	集成播控总分平台和全国内容服务平台	集成服务平台和内容服务平台
牌照情况	全国IPTV集成播控服务总平台1个，31个省级播控分平台。目前，已有4家广电机构获得IPTV分平台业务许可	集成服务牌照7个，内容服务牌照16个
经营资质	信息网络传播视听节目许可证（IPTV全国内容服务牌照和集成播控牌照）	信息网络传播视听节目许可证（互联网电视集成服务牌照和内容牌照）

图：IPTV、OTT 对比 来源：华西证券

目前，各省有线电视由本省的广电网络运营商运营；IPTV 实行二级播控制度，全国 IPTV 集成播控服务总平台 1 个，由中国网络电视台和上海广播电视台合资公司爱上传媒负责运营，省级播控分平台 31 个，其中 4 家获得 IPTV 分平台业务许可，包括辽宁广播电视台、广东广播电视台、重庆网络广播电视台、湖南广播电视台。OTT 采取“集成服务+内容服务”的管理模式，相关运营平台需分别持有集成服务牌照和内容服务牌照，获得互联网电视集成服务牌照的机构共计 7 家，获得互联网电视内容服务牌照的机构 16 家。

IPTV 与 OTT 牌照持有机构		
IPTV 牌照	IPTV 总平台 (1)	爱上传媒 (中国网络电视台和上海广播电视台合资公司)
	IPTV 分平台 (4)	湖南广播电视台、重庆网络广播电视台、辽宁广播电视台、广东广播电视台
OTT 牌照	OTT 集成服务牌照 (7)	湖南广播电视台、中国网络电视台、上海广播电视台、中央人民广播电台、浙江电视台和杭州市电视台联合开办、广东广播电视台、中国国际广播电视台
	OTT 内容服务牌照 (16)	湖南广播电视台、中国网络电视台、上海广播电视台、广东广播电视台、山东电视台、浙江电视台和杭州市电视台联合开办、贵州广播电视台、北京广播电视台、云南电视台、中国国际广播电视台、中央人民广播电台、重庆网络广播电视台、江苏电视台、国家广电总局电影卫星频道节目制作中心、湖北广播电视台、城市联合网络电视台

图：IPTV/OTT 牌照方 来源：华西证券

目前，国内仅两家公司同时拥有 IPTV 和 OTT 双牌照，分别是：芒果超媒、新媒股份。根据政策要求，内容平台在大屏提供视听内容需要与互联网电视牌照方合作，通过牌照方提供内容和运营服务。主流内容平台合作现在大致是：东方明珠、芒果超媒牌照自用，爱奇艺和银河电视排他合作，优酷和国广东方、华数传媒合作，腾讯和未来电视、新媒股份合作。所以，在这个领域，牌照是很强的护城河。

牌照方	产品	牌照方分成情况
未来电视	云视听New TV	收入15%
银河电视	银河奇异果	电信专网收入
国广东方	酷喵	5.00%
东方明珠	百视通	不适用
芒果超媒	芒果TV	不适用
华数传媒	优酷盒子	不适用
新媒股份	云视听极光	7.50%

图：OTT 牌照商内容产品及分成情况 来源：华西证券

据勾正数据统计，2019 年上半年，芒果 TV 借助内容优势实现家庭智慧大屏的覆盖达到 0.6 亿台，APP 的下载覆盖占比达 85%。新媒则是以云视听极光为核心产品，覆盖 1.15 亿台，APP 下载覆盖占比为 31%。

2019H1有效覆盖装机量 (万台)

爱奇艺 (银河·奇异果)	腾讯视频 (云视听·极光)	优酷 (CIBN酷喵影视)	芒果TV
			
总覆盖量: 11,164 100%	11,464 100%	9,856 100%	6,581 100%
Launcher 覆盖量: 6,704 60%	7,954 69%	3,116 32%	984 15%
APP下载 覆盖量: 4,461 40%	3,510 31%	6,740 68%	5,597 85%

图：超高清家庭智慧大屏覆盖情况 来源：国海证券

因此，电视产业链的核心，看牌照+内容。芒果超媒在综艺内容制作上较为领先，新媒股份目前内容制作能力有待考察，后续可重点观察其在少儿教育和养老内容方面的布局。电

视看完后，我们来看影院方面。

(柒)

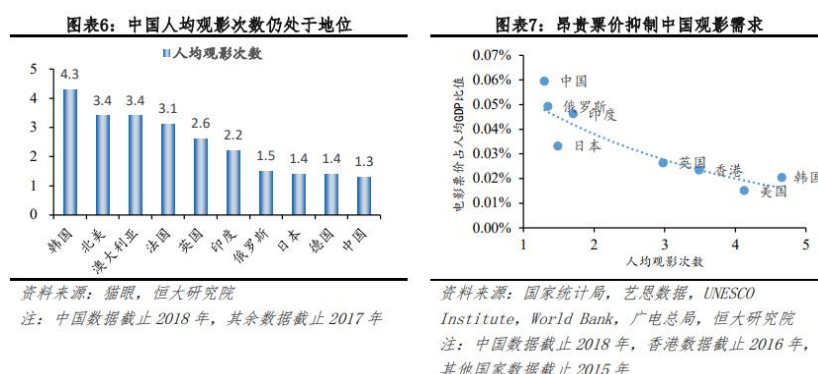
影院方面，为单点复制的增长逻辑，因此，我们重点关注新开影院数量。根据猫眼，2018 年月均新开影院数量约 120 家，而 2019 年 1-10 月月均不足 100 家。主要是因为大部分地区影院加密已经到了饱和阶段，导致新开影院投资回收期过长。以全国十大票仓中的上海和成都为例，上海半径 1 公里内平均影院数量 1.1 家，3 公里内平均影院数量 6.7 家，成都半径 1 公里内平均影院数量 1.0 家，3 公里内平均影院数量 6.0 家。从人均拥有银幕数量来看，上海和成都均超过 0.91 块/万人，和美国相比偏低，但已经达到澳洲水平，远超韩国；根据业内共识，国内人均万人拥有一块银幕是比较合理的状态，因此，上海和成都两地影院继续加密的空间已经不大。所以，影院行业也是存量逻辑，增量比较少了。

	常住人口数量 (万)	理想银幕数量 (块)	目前银幕数量 (块)	目前影院数量 (家)	影院数量空间 (家)	目前人均拥有银幕数量 (块/万人)
上海	2,420	2,420	2,274	341	22	0.94
成都	1,633	1,633	1,489	196	19	0.91
美国	32,600	NA	40,759	5,747	NA	1.25
澳洲	2,499	NA	2,277	528	NA	0.91
韩国	5,164	NA	2,700	NA	NA	0.52

图：人均拥有银幕情况对比 来源：西部证券

根据猫眼数据，截至 2019 年 10 月底，银幕数量 6.4 万块，同比增长不到 12%。相对比，2018 年年底中国银幕数量 6 万块，同比增长 18%。2013 年至 2017 年五年间中国银幕数量复合增速 31%。我们预计银幕和影院数量增速将持续放缓。此外，中国的票价占人均可支配收入的比例和美国相比，也处于较高区间。2018 年中国票价占人均可支配收入比例为 0.09%，而美国近 3 年平均只有 0.02%。也就是说，电影票涨价，也比较难了。

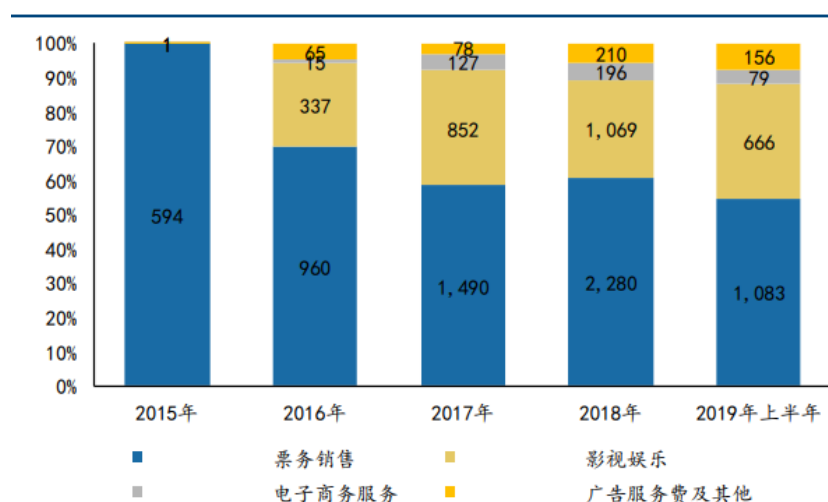
电影行业唯一的成长来源，就是人均观影次数——根据相关统计，全球前 10 大票房地区中，韩国、北美、澳大利亚和法国的人均观影次数超 3 次/年，而中国内地以 1.3 次/年位居末尾。同为亚洲地区的印度也超过 2 次/年（2017 年）。



图：观影次数与票价 来源：恒大研究院

很明显，影院票房收入的传统驱动面临失速的困局，未来的驱动力已经不在于电影院开了多少，有多少银幕，更多的是要提升人均观影次数，此处相比海外，我国仍有较大的提升空间。那么，长期来看，如何提升观影需求？答案：取决于影片质量。

猫眼研究院数据显示，9 分及以上电影票房占比逐年提升，2018 年占比 47.5%，而 8 分及以下电影票房占比仅 10%。观众鉴赏品味提升和社交媒体裂变式传播使优质电影受到更多关注并拉动观众走进影院，从而带动大盘票房增长。注意，虽然，短期内影院的增长存在较大的不确定，但其中，仍然有一个细分领域需要注意——在线票务平台，比如猫眼娱乐。2017 年至 2019 年，猫眼娱乐的营业收入分别为 25.48 亿元、37.55 亿元、42.68 亿元，年复合增速达 29.42%。其中票务收入占比超 53% 以上，其市占率超过 60%，是国内龙头的在线票务平台。



图：猫眼收入规模情况 来源：东兴证券

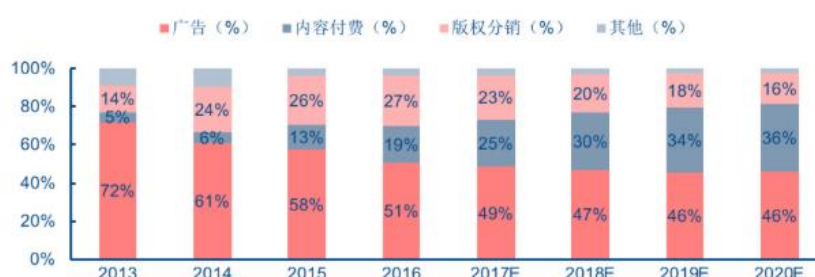
在线票务平台的崛起，形成了“线上查询购票-线下取票观影”的用户习惯，目前接近 90% 的电影票由在线票务平台出票，且猫眼、淘票票双寡头格局显现，影院对在线票务平台渠道分发的依赖度增加。曾经，票务平台以票补的方式抢占市场，也是片方宣传营销影片的重要工具，这导致在线票务的销售费用长期居高不下。为抑制平台、片方之间的恶性竞争，相关部门介入票补，推出票补“双限令”、停止线上票补、推动“互联网+电影”业务创新等等政策。但票补已经培养了观众积极的观影习惯、也是有效的电影宣发工具，因此未来票补不会完全取消，而是以相对规范的形式、范围、规模开展。

比如，2018 年 11 月 14 日阿里影业旗下的淘票票宣布启动“用户和市场扩增计划”，将投入不少于 10 亿元的品牌和营销资源，如盒马生鲜用户扫码获淘票票 8.5 折购票、赠送电影票给淘宝用户等。这相当于是变相的补贴形态。综上所述，院线方面的核心在于内容催化观影需求；在线票务平台虽格局稳定，流量大，但其变现能力目前还较差，需承担一定的“票补”成本。

整体来说，电影产业链的咽喉赛道，还是票务平台商。典型的比如猫眼娱乐和淘票票。

(捌)

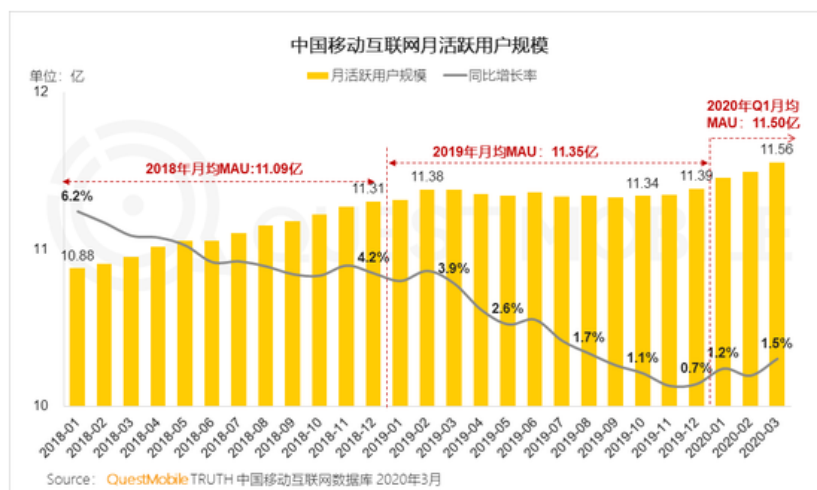
互联网视频方面，变现情况较好，收入主要来自于前端的用户付费和后端的广告营销、版权分销等。据艾瑞咨询预测，2017 年我国互联网视频市场广告收入与内容付费收入占比分别为 49%与 25%，随着内容付费收入的快速增加，预计 2020 年这一比例将为 46%与 36%。



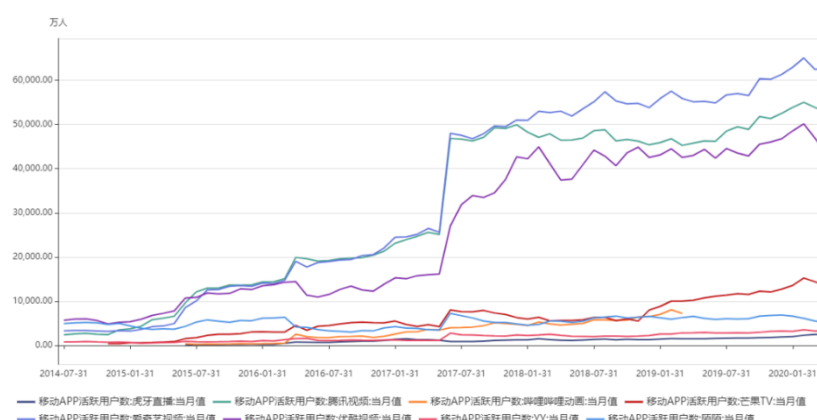
图：互联网视频市场收入占比 来源：艾瑞咨询、中信证券

由此可见，互联网视频的增长是靠 2C 用户付费及 2B 广告收入共同带动。但注意，这个行业的矛盾在于，内容收购后版权摊销成本太贵，导致常年亏损，典型的比如爱奇艺、哔哩哔哩。这样的背景下，内容平台往往需要向上游布局内容制作，但回到上游的主要矛盾：变现模式还没有完全起来。前面说过，当前，发行窗口制度建设还不完善，是上游影视制作和下游互联网平台需要共同去推进的主要痛点，这也是整个行业盈利能力提升的关键。但这样的推进，显然并不会一蹴而就，那么，如果我们持有乐观假设，假定未来这样的窗口制度推进成功，那么，从短期的增长来看，哪个平台更突出？

增长方面，首先来看量——活跃用户数、付费用户数、百度指数。其中，广告主会看重活跃用户数的规模，规模越大，广告的潜在有效转化率越高。据中国移动统计，受卫生事件影响，移动互联网同比增速反弹至 1.5%，月活跃用户规模较 2019 年末增长 1700 万。

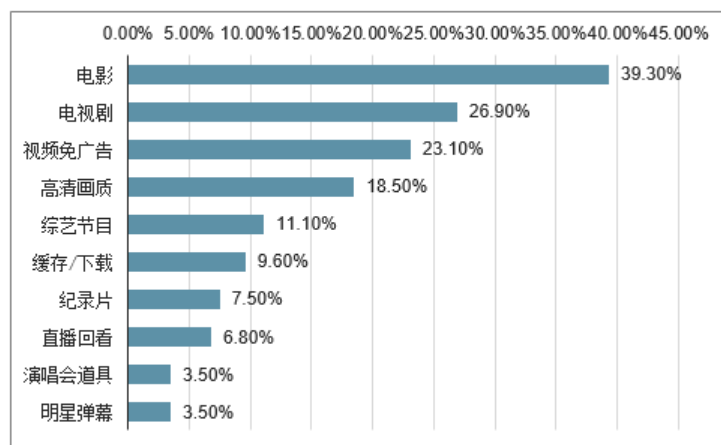


其中，BAT 体系的爱奇艺、优酷、腾讯视频在 PC 及移动端的用户规模、综合内容累计等方面显著超越其他平台。第二梯队中，则以优质内容主打的芒果 TV，以及深耕 ACG 领域的哔哩哔哩领跑。从下图中也可以看出，视频平台的用户活跃度显著高于直播平台。其中，视频平台中，BAT 体系的月活跃用户数与芒果 TV 及哔哩哔哩之间也存在显著差异。BAT 体系中又以爱奇艺居龙头、其次是腾讯视频。



图：主要视频、直播平台月活跃用户数 来源：wind

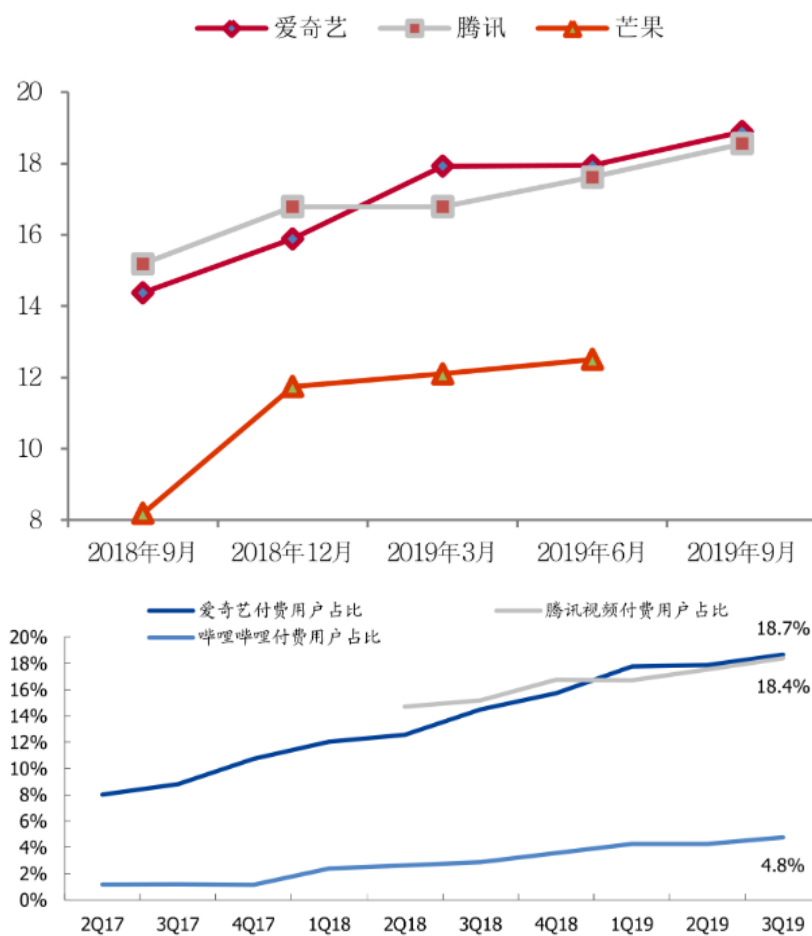
不过，在行业 MAU 增长缓慢的情况下，视频平台的用户数量也将逐渐接近天花板。再看价的指标，我们主要观察付费率。从用户付费意愿排名来看，前三分别是电影、电视剧、视频免广告。这反映用户的付费意愿集中于视频平台的内容，其次才是配套服务。



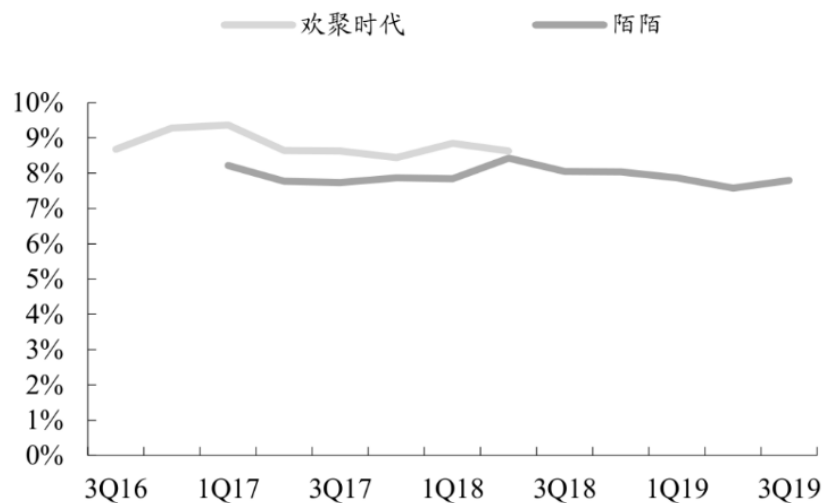
图：视频行业用户付费意愿分布 来源：中国产业信息网

从当前的数据来看，用户数量的增长有限，未来的增量主要看单用户价值的提升，即，提升付费率和客单价。这方面，超前点映等探索模式值得关注，比如，腾讯的《一人之下》提前观看最后五集，会员每集 3 元，非会员需成为会员之后，再按会员进行付费。这无形中在一方面提高了付费率，一方面在会员付费基础上每用户可多收取 15 元。主要的在线视频平台爱奇艺、腾讯视频、哔哩哔哩、芒果 TV，他们的付费率近年来在不断提升。付费率较高的为爱奇艺和腾讯视频，均有 18% 以上；其次是芒果 TV，哔哩哔哩。

注意，哔哩哔哩由于变现启动较晚，且多数为 up 主自制免费视频、付费视频受众人群具有局限性（如动漫），付费率相对较低。而对比美国成熟市场，Netflix 付费率超过 90%。注意，对在线视频公司来说，付费率提升是个长期确定性的增长大逻辑。即便达不到奈飞 90% 的水平，假设目标为奈飞的一半，以腾讯视频和爱奇艺为例，也有一倍以上的付费率空间。



图：各视频平台付费率 来源：华泰证券、国海证券



图：直播代表公司付费率 来源：东吴证券

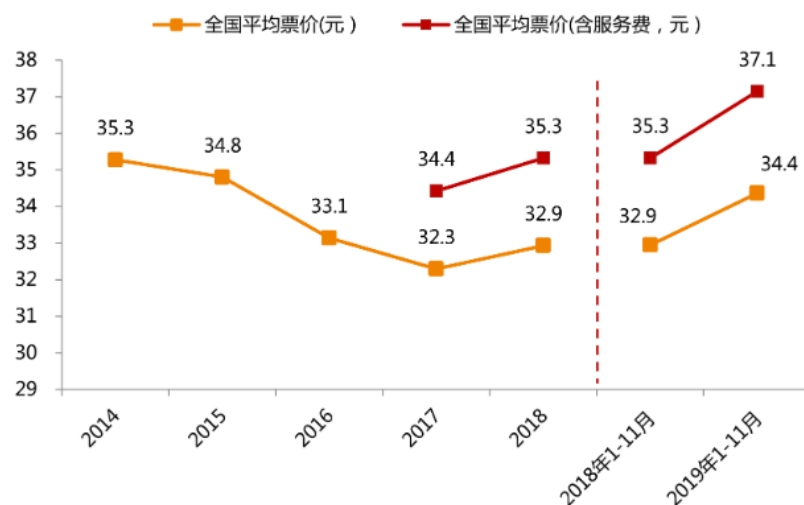
高频指标方面，我们通过百度指数进行跟踪。近半年来，整体搜索规模以哔哩哔哩、爱奇艺领先，芒果 TV 较弱；从整体增速来看，芒果 TV、哔哩哔哩的搜索增幅较快。芒果整体同比增速为 26%，环比增速为 17%；哔哩哔哩同比增速为 26%，环比增速为 4%。这反映在卫生事件期间，人们对在线视频的需求增长。其中，又以定位青春、年轻的平台增长较快。



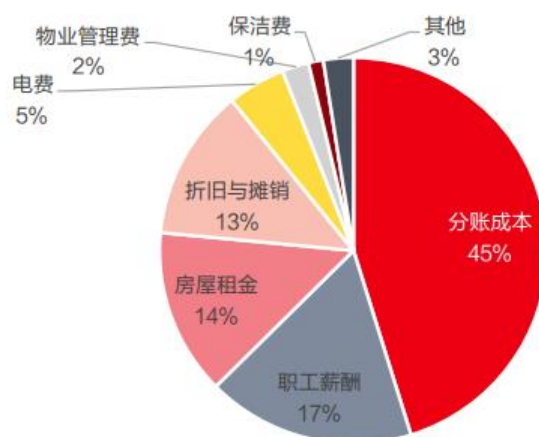
图：百度搜索指数 来源：百度指数

总结一下，当前，整个视频行业都将面临增速换挡的局面，而这样的背景下，互联网视频平台的增长驱动力在于单用户价值提升，电视平台的驱动在于互联网电视渗透率提升。院线的驱动力较为不确定，需要优质内容来创造需求。增长情况看完后，我们来看，整体产业链上，未来，谁盈利能力改善的可能性更大。

盈利能力与商业模式的关联更大，此处，我们主要看新增用户后的单位成本变化。我们以影院为例，客单价虽然高，但量的扩张依赖资本开支，并且，随着用户数量增加，单位成本变动不大；



图：全国平均电影票价 来源：天风证券



图：影院成本分解（以横店影视为例） 来源：西部证券

其他渠道中，超高清电视客单价中等，量的扩张依赖于用户的付费意愿，随着用户数量增加，单位成本会逐渐下降；互联网视频，客单价低，目前用户的付费意愿较为确定，随着用户数量增加，单位成本逐渐下降；因此，我们重点来看电视和视频，这两者的价格差异不大，TV 端会贵于移动端。

	爱奇艺	腾讯视频	优酷	芒果TV	哔哩哔哩
连续包月	19（首月6）	19	19	18（首3月每月9）	15
一个月	25	25	无	25	25
连续包季	58（首季33）	53（首季40）	53	53	45
三个月	68	68	无	68	68
连续包年	218（首年108）	208（首年158）	208	208	148
全年	248	233	228	228	233

图：平台会员费（不含 TV 端） 来源：并购优塾

	爱奇艺	腾讯视频	芒果TV	哔哩哔哩
连续包月	12	30（首月22）	30	无
一个月	60	50	40	45
连续包季	118	88（首月78）	88	无
三个月	168	118	118	115
连续包年	398	348	328	无
全年	418	388	388	388

图：平台会员费（含 TV 端） 来源：并购优塾

主要的营业成本区别是版权购买成本、内容自制成本。其中，电视端的芒果超媒由于自制内容能力较强，因此，成本相对较低，目前已经实现盈利。因此，这条产业上，盈利能力有两个关键：**用户数量、优质内容制作**，这两者互相会形成正循环。因此，我们来对比各大平台的内容布局：电视剧布局情况——BAT 体系平台对于版权电视剧的竞争大同小异，芒果 TV 版权电视剧购买较少，且购买剧集基本匹配其平台用户定位（都市、青春、女性等）。自制剧方面则是各家平台的重点，其中 BAT 系自制题材涉猎较广，现实题材剧集是深耕的方面。芒果 TV 则仍找准自己重心，对青春校园、都市爱情剧自制较多。

剧集名称	爱奇艺	腾讯视频	优酷	芒果 TV
都挺好	✓	✓	✓	
少年派	✓	✓	✓	✓
白发	✓	✓	✓	
带着爸爸去留学	✓	✓	✓	
我的真朋友	✓	✓	✓	
招摇	✓			✓
大宋少年志	✓			✓
知否知否应是绿肥红瘦	✓	✓	✓	
延禧攻略	✓			
如懿传		✓		
恋爱先生		✓	✓	✓
香蜜沉沉烬如霜	✓	✓	✓	
你和我的倾城时光	✓	✓		
大江大河	✓	✓	✓	

图：版权剧集布局 来源：中信建投

综艺布局情况——版权综艺中，优酷采购更为激进，三大卫视的新综艺全买了，侧面反映优酷在资质综艺上的落后，需要靠大量版权采购弥补。相比之下，爱奇艺和腾讯视频则侧重于购买优质热门综艺。芒果 TV 在版权综艺有着天然优势，背靠湖南卫视，享受丰富的综艺资源，同时对于符合用户群体定位的综艺节目也会考虑购买，如浙江卫视的青春环游记。其中，芒果 TV 的综艺节目招商能力很强，单个资质综艺品牌赞助商平均数量约为 3.4 个，高于爱奇艺、腾讯、优酷，位居龙头。

综上所述，平台对于自制内容更为看重，版权投入趋于理性（因为版权内容吸引用户是短暂的效应，节目播完，可能会流失）。从题材来看，在深耕音乐、舞蹈、创作类总以外，各家视频平台均加大了对慢综艺和观察类综艺的投入。其中，芒果 TV 的综艺自制能力，较 BAT 系平台领先。对比之后，总结一下，目前，行业内，长期盈利能力比较确定的是芒果超媒，其自制综艺的优势造成其成本较低，其用户数量处于二线梯队。盈利能力想象空间比较大的是腾讯系的内容平台，典型的是阅文集团，以及短期内依靠牌照优势绑定腾讯系的新媒股份。

(拾)

以上逻辑梳理完毕后，我们来看产业链图谱。在线视频产业链上，重点在中上游，下游广告主涉及多种行业并不能相比较。其中，中游平台分发方的整体表现较好。具体情况，看以下图表：

[illegible]

图：产业链图谱 来源：并购优塾

从这个图谱来看，上游环节表现较差，其产业链的核心环节在于中游平台分发方。中游环节中，以电视、视频的场景公司整体表现较好，而影院的场景公司整体表现较差。影院场景公司之所以表现较差，主要受卫生事件冲击，这使得春节档取消，影院关门，其票房收入几乎为零。而成本方面，影院的刚性支出包括租金、员工薪资、放映设备等。因此，对院线影响颇大，尤其对小型连锁影院，其资金链可能会面临紧缺的问题。而电视、视频场景的公司表现较好，其一得益于卫生事件，大家宅在家里，其“宅”属性的特质使得用户增加，业绩增长；其二经营层面上，5G 商用之后的 IPTV 和 OTT 的牌照增加了壁垒，同时平台逐渐从版权内容转移至自制内容。

但注意，这一场景中，爱奇艺和哔哩哔哩仍处于亏损状态。一方面是由于牌照，它们需要和互联网电视牌照方合作，通过牌照方提供内容和运营服务，因此收入需要和牌照方分成；其二它们购买版权内容较多，成本率较高。同时，也体现了自制内容的质量和吸金能力仍需提升。反观芒果 TV，坐拥双牌照，其内容自制质量和吸金能力强，因此已经实现盈利。这里，我们再重点看看自 2018 年以来单季度的收入增长情况。其中，华谊兄弟、

欢瑞世纪增速较差，主要是因为影视内容质量层次不齐，影视剧确认收入的部集数量减少。

			单季度,营 业收入同 比增长率 [报告期] 2018第一 季度 [单位] %	单季度,营 业收入同 比增长率 [报告期] 2018第二 季度 [单位] %	单季度,营 业收入同 比增长率 [报告期] 2018第三 季度 [单位] %	单季度,营 业收入同 比增长率 [报告期] 2018第四 季度 [单位] %	单季度,营 业收入同 比增长率 [报告期] 2019第一 季度 [单位] %	单季度,营 业收入同 比增长率 [报告期] 2019第二 季度 [单位] %	单季度,营 业收入同 比增长率 [报告期] 2019第三 季度 [单位] %	单季度,营 业收入同 比增长率 [报告期] 2019第四 季度 [单位] %	单季度,营 业收入同 比增长率 [报告期] 2020第一 季度 [单位] %
上游 内容制作方	影视制作	华策影视	33.39	22.00	86.84	-19.37	23.79	-88.05	-72.43	-40.39	3.64
		华谊兄弟	160.50	-23.47	11.31	-53.67	-58.21	-31.29	-49.14	-19.45	-61.38
		光线传媒	-34.25	-23.73	8.50	-29.84	128.56	-20.47	128.65	78.70	-75.29
		慈文传媒	157.82	112.15	149.94	-90.49	-46.05	42.71	-95.82	205.39	-99.08
	IP、运 营	欢瑞世纪	153.06	-20.67	52.77	-29.43	-26.82	-70.84	-89.62	-49.74	-79.64
		中国电影	21.54	-11.74	8.20	-8.33	1.28	8.01	-18.13	10.68	-88.39
中游 平台分发方	电视、视 频	阅文集团		18.45		23.03		30.28		65.83	
		芒果超媒	3.16	48.09	1.05	-1.46	2.10	18.33	24.23	72.16	9.74
		新媒股份					44.88	65.92	79.81	33.13	57.79
		爱奇艺	48.52	42.62	39.67	45.87	43.32	15.23	6.98	6.68	9.44
	影院	哔哩哔哩	104.65	76.11	48.25	57.49	58.24	49.79	72.31	73.75	68.59
		Netflix	40.36	40.27	33.99	27.42	22.16	26.00	31.14	30.59	27.58
		万达电影	27.57	-5.05	-0.93	4.58	-6.98	-15.27	0.47	2.15	-70.12
		横店影视	39.91	-7.26	6.73	-10.95	-6.17	-4.07	0.47	31.84	-89.52
		金逸影视	13.14	-22.38	-5.21	-17.52	-4.54	6.58	0.81	11.63	-88.17
		上海电影	18.50	-14.63	-1.24	-23.01	-4.71	11.27	-10.40	29.50	-83.93
	直播	猫眼娱乐									
		欢聚	43.32	44.62	32.60	27.97	47.14	66.84	67.84	64.15	
		陌陌	64.05	58.31	51.21	50.45	34.67	31.72	22.04	21.96	
			虎牙直播	111.48	125.06	118.77	103.09	93.40	93.62	77.43	63.96
下游 用户广告主			不适用								

图：单季度收入增速 来源：并购优塾

通过上图，我们可以发现传媒行业上游内容制作增速波动较大，受作品质量影响；而中游盈利能力相对稳定，其中以直播、视频平台增速较猛，受 4G 普及、网速提速、流量成本降低，促进了直播和视频的发展，之后内容的付费等环节培养用户的付费习惯，使其增长仍较快。

所以，传媒行业如果要研究，核心就是一个词：平台。必须首先把视野着眼于各赛道的分发平台上，比如：爱奇艺、B 站、阅文、猫眼、腾讯音乐。

(拾壹)

分析完产业链上下游，我们再次回到本案要梳理的重点领域——平台分发方。看看，细分场景的重点公司情况。从回报层面来看，新媒股份的投资回报率较高。从经营层面来看，其之所以能保持较高的利润率水平一方面是因为它成本率较低，其本身依靠牌照壁垒与腾

讯、哔哩哔哩等内容平台进行深度合作绑定，内容成本较低；另一方面是它的控制费用能力较好。

	2019年	ROE	ROA	ROIC	ROIC（剔除现金）
电视、视频	芒果超媒	13.16	8.18	15.44	34
	新媒股份	18.12	21.24	27.33	266.7
	爱奇艺	-107.86	-20.79	-39.23	-50.9
	哔哩哔哩	-18.28	-9.39	-14.80	-36.8
	Netflix	24.62	8.97	9.84	21.4
影院	万达电影	-34.19	-17.17	-24.17	-21.5
	横店影视	12.97	12.26	13.44	31.7
	金逸影视	5.40	5.29	5.18	10.5
	上海电影	5.52	4.76	5.57	65.6
	猫眼娱乐	5.59	6.90	5.88	9.4
直播	欢聚	10.27	11.58	11.87	22.9
	陌陌	21.96	18.93	24.29	32.8
	虎牙直播	5.39	6.11	6.53	7.9

图：回报情况来源：并购优塾

		投入资本回报率ROIC [报告期] 2015年报 [单位] %	投入资本回报率ROIC [报告期] 2016年报 [单位] %	投入资本回报率ROIC [报告期] 2017年报 [单位] %	投入资本回报率ROIC [报告期] 2018年报 [单位] %	投入资本回报率ROIC [报告期] 2019年报 [单位] %
电视、视频	芒果超媒	7.34	4.10	4.35	22.93	15.44
	新媒股份	14.69	15.29	21.86	32.35	27.33
	爱奇艺	-56.62	-96.33	-69.81	-51.47	-39.23
	哔哩哔哩	-43.19	-75.88	-10.17	-12.22	-14.80
	Netflix	3.34	3.51	6.93	9.43	9.84
影院	万达电影	15.26	10.38	9.53	7.06	-24.17
	横店影视	37.12	32.85	20.03	14.67	13.44
	金逸影视	28.01	17.54	12.26	7.75	5.18
	上海电影	22.54	15.67	12.16	10.30	5.57
	猫眼娱乐	106.34	123.37	-2.55	-2.32	5.88
直播	欢聚	18.07	22.21	25.50	14.40	11.87
	陌陌	3.01	26.35	38.18	31.23	24.29
	虎牙直播		380.58	-39.94	-62.36	6.53

图：五年回报 来源：并购优塾

	2019年	营业收入	净利润	经营活动现金流	毛利率%	净利率%	销售费用率%	管理费用率%	期间费用率%	财务费用率%	销售成本率%	所得税率%
电视、视频	芒果超媒	124.04	11.56	2.93	33.21	9.33	17.26	4.92		0.13	66.79	
	新媒股份	9.93	3.96	4.62	54.51	39.83	5.13	5.79		0.00	45.49	15
	爱奇艺	289.94	-103.23	39.06	-4.67	-35.44			18.06	3.15	104.67	
	哔哩哔哩	97.78	-12.89	1.95	17.56	-19.23	17.68	8.73		0.69	82.44	
	Netflix	1406.15	130.24	-231.43	38.28	9.26	13.16			3.11	61.72	
影院	万达电影	149.59	-47.23	18.59	25.15	-31.57	6.48	8.56			1.99	74.85
	横店影视	26.90	3.10	5.81	17.01	11.51	3.74	2.42		0.03	82.99	25
	金逸影视	20.57	1.07	3.94	22.10	5.19	11.92	4.96		0.28	77.90	25
	上海电影	10.98	1.37	4.35	16.64	11.58	1.28	9.07		0.33	83.36	
	猫眼娱乐	42.68	4.63	-9.40	62.26	10.75	36.27	10.49		1.00	37.74	
直播	欢聚	255.76	34.45	45.52	32.95	14.47	14.82	5.82		1.04	67.05	
	陌陌	170.15	29.71	54.49	50.09	17.40	15.82	8.97		0.49	49.21	
	虎牙直播	83.75	4.68	19.45	17.70	5.59	5.23	4.21			82.30	

图：经营数据 来源：并购优塾

从周转率来看，直播场景的周转率普遍高于其他传媒场景。其中，虎牙直播的总资产周转

率明显高于同行，这是因为直播直接面对下游 C 端用户，且下游用户打赏的钱，一般都是预充，应收较少，导致应收账款周转率较高。而视频平台，由于近年来加大自制内容的制作，一般项目周期较长，因此应收账款周转率相对偏低。

		总资产周转率 [报告期] 2019年报	存货周转率 [报告期] 2019年报	应收账款周转率 [报告期] 2019年报 [单位] 次	固定资产周转率 [报告期] 2019年报	销售毛利率 [报告期] 2019年 [单位] %	销售净利率 [报告期] 2019年 [单位] %
电视、视频	芒果超媒	0.85	4.01	5.48	64.00	33.21	9.33
	新媒股份	0.53	5,675.56	4.56	9.83	54.51	39.83
	爱奇艺	0.65		8.90	17.19	-4.67	-35.44
	哔哩哔哩	0.52	89.44	12.68	14.88	17.56	-19.23
	Netflix	0.67			40.99	38.28	9.26
影院	万达电影	0.60	9.54	7.41	4.88	25.15	-31.57
	横店影视	0.81	48.99	48.34	2.90	17.01	11.51
	金逸影视	0.68	85.55	14.83	2.20	22.10	5.19
	上海电影	0.32	151.58	4.90	3.97	16.64	11.58
	猫眼娱乐	0.42	77.23	9.74	130.64	62.26	10.75
直播	欢聚	0.66		53.26	14.40	32.95	14.47
	陌陌	0.82		34.56	46.37	50.09	17.40
	虎牙直播	0.91		158.67	90.98	17.70	5.59

图：周转率情况 来源：并购优塾

而从资产负债表结构来看，平台分发方的核心资产是商誉及无形资产。以一单位核心资产所带来的收益能力来看（剔除其中院线公司和核心资产极小的公司），新媒股份表现较好，能达到 3.36 元的收入、1.34 元的利润、1.57 元的现金流。其次是陌陌、芒果超媒。不过，此处单年数据并不具有代表性。

资产类	芒果超媒	新媒股份	爱奇艺	哔哩哔哩	Netflix	万达电影	横店影视	金逸影视	上海电影	猫眼娱乐	欢聚	陌陌	虎牙直播
流动资产	1.81	1.12	17.54	5.16	39.45	28.51	9.09	7.65	2.39	0.34	22.56	3.46	0.97
商誉及无形资产	46.51	2.95	105.9	26.69	1709.49	80.5	0.18	0.28	0.63	53.76	164.03	54.41	1.48
存货	19.19			0.7		21.54	0.49	0.19	0.05	0.28			
应收账款	29.97	2.45	36.28	7.45	31.7	22.99	0.8	1.35	2.05	5.52	7.62	2.65	0.62
其他应收款	0.50	0.03	11.64	13.48	12.03	3.8	1.72	1.97	0.28	23.30	9.27	4.4	4.53
负债类													
芒果超媒	新媒股份	爱奇艺	哔哩哔哩	Netflix	万达电影	横店影视	金逸影视	上海电影	猫眼娱乐	欢聚	陌陌	虎牙直播	
应付账款	50.48	4.02	82.12	19.04	47.04	19.80	2.41	3.01	5.49	3.68	1.25	7.14	0.04
净营运资本	-8.88	6.96	-24.80	10.89	-397.34	14.81	4.98	2.44	3.88	21.35	178.26	105.74	70.32
带息债务	3.60	0.00	165.32	34.15	1029.64	66.44	0.00	2.00	0.82	11.62	55.66	0.00	0.00
单位效益													
收入/商誉及无形资产	2.56	3.36	2.64	2.54	0.12	1.65	149.44	79.11	17.43	0.79	1.56	3.13	56.58
净利润/商誉及无形资产	0.24	1.34	-0.94	-0.48	0.01	-0.52	17.20	4.10	2.18	0.09	0.21	0.55	8.16
现金流/商誉及无形资产	0.06	1.57	0.36	0.97	-0.02	0.21	32.26	15.17	6.91	-0.17	0.28	1.00	13.14

图：资产结构、单位效益 来源：并购优塾

(拾壹)

研究完以上信息，我们来总结一下这条产业链的基本面：

1) 增长空间——整个视频行业增速趋于放缓，接下来行业的主旋律在于结构性的机会。

其中互联网视频平台增长在于单用户价值提升（付费率、客单价等），电视平台在于互联网电视渗透率的提升（超高清大屏），而院线则需要优质内容来创造，较为不确定.....

.....

以上，为本行业报告部分内容。近期我们新开辟了基金笔记、宏观笔记、行业笔记三个研究系列。如需获取全部行业笔记、基金笔记、宏观笔记、建模笔记，请扫描下方二维码订阅**专业版报告库**。一分耕耘一分收获，只有厚积薄发的硬核分析，才能在关键时刻洞见未来。



扫码阅读优塾核心产品

专业版估值研报库

【版权与免责声明】 1) 关于版权：版权所有，违者必究，未经许可，不得以任何形式进行翻版、拷贝、复制。2) 关于内容：我们只负责财务分析、产业研究，内容观点仅供参考，不支持任何形式的决策依据，也不支撑任何形式的投资建议。本文是基于公众公司属

性，根据其法定义务内向公众公开披露的财报、审计、公告等信息整理，不为未来的变化做背书，未来发生的任何变化均与本文无关。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性。市场有风险，研究需谨慎。3) 关于主题：财务建模报告工作量巨大，仅覆盖部分重点行业及案例，不保证您需要的所有案例都覆盖，请谅解。4) 关于平台：优塾团队所有内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台内容负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。