交银国际研究

首次覆盖

互联网

收盘价	目标价	潜在涨幅
美元 23.17	美元 32.70	+41.1%

2018 年 10 月 24 日

爱奇艺 (IQ US)

自制内容创新力强，推动付费会员高速增长，首予买入评级

- **付费会员业务带动营收高速增长，视频付费用户增长天花板较高：**我们认为视频内容为刚需，拉动付费会员强劲增长，预计 2018-20 年爱奇艺主营业务收入同比增 43%/29%/19%，主要受付费会员业务驱动。我们预计 2018 年付费会员业务收入将和在线广告收入基本持平，同比增 58%，付费会员数达到 8300 万，付费率上升至 14%。
- **信息流广告增长较快：**品牌广告受益于自制内容提升拉动广告赞助收入增长，而信息流广告增长主要受益于 1）CPM 价格增长，2）短视频 app 增加信息流广告位。我们预计 2018 年广告收入同比增 30%，其中信息流广告收入增 147%，占比 20%。
- **内容成本仍高企，受制于自制内容投资加剧和竞争环境，内容成本占收入比重 2018 年小幅上涨。**我们预计 2018 运营亏损约 70.7 亿美元，运营亏损率同比增加，但预计未来三年随着付费收入增加，自制内容占比逐步提升，2019 年毛利或可基本打平。
- **与 Netflix 比较：**爱奇艺的收入/会员数/会员 ARPU/内容摊销成本为 Netflix（NFLX US)的 24%/54%/18%/30-40%，目前市值为 Netflix 的 12%。我们认为二者的内容自制策略一致，但两个平台所处的市场环境和用户环境不同，目前爱奇艺仍处于内容投资增速高于收入增速的阶段，而 Netflix 经历 2-3 年较为激进的内容投资周期后，已实现内容投入产出的边际效应，即单用户付费金额增长高于内容成本增长，我们认为爱奇艺面临的国内市场竞争更为激烈，我们预计其内容投资周期将比 Netflix 长。
- **主要风险：**内容成本继续提升，扭亏时点不确定；政策、内容监管风险。
- **评级和估值：**我们根据 10 年 DCF 模型（2019-27 年），假设 12.4%的 WACC 及 2%的永续增长率，对爱奇艺的估值为 230 亿美元，目标价为 32.7 美元，首次覆盖给予**买入**评级。

财务数据一览

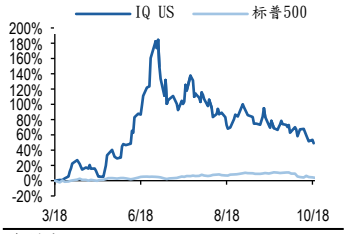
年结12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入(百万人民币)	11,237	17,378	24,806	32,083	38,309
同比增长(%)		54.6	42.7	29.3	19.4
净利润(百万人民币)	(3,012)	(3,504)	(8,000)	(6,243)	(3,604)
每股盈利(人民币)			(11.35)	(8.85)	(5.11)
同比增长(%)				-22.0	-42.3
市盈率(倍)			NA	NA	NA
每股账面净值(人民币)			(2.80)	4.55	16.37
市账率(倍)			(57.48)	35.36	9.82

资料来源：公司资料, 交银国际预测　^净利润和每股盈利基于 Non-GAAP 基础

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位(美元)	44.20
52周低位(美元)	15.55
市值(百万美元)	6,998.50
日均成交量(百万)	13.12
年初至今变化(%)	na
200天平均价(美元)	27.21

资料来源: FactSet

周喆
zhe.zhou@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8041

谷馨瑜, CPA
connie.gu@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8045

孙梦琪
mengqi.sun@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8048

目录

投资亮点 3
投资风险 4
估值及业务概况 6
爱奇艺是国内领先视频平台之一 19
广告行业：爱奇艺原创多种广告形式 26
爱奇艺付费会员数继续增长，2019 年超广告收入 30
内容行业 38
视频平台内容为王，自制内容是拉动流量及会员数的核心 44
爱奇艺网剧制作首创 PGC 模式，资金占用少 56
视频平台内容成本 2018 年增速 60%+ 65
参考个案：美国付费电视市场与 Netflix 70
附录 85

投资亮点

国内视频付费会员增长强劲，天花板较高；我们认为视频内容刚需，独家内容将拉动付费率提升，爱奇艺付费会员收入行业第一。在线视频平台通过多年的付费摸索，视频付费会员 2016 年开始高速增长，我们估算 2016/17 年整体视频付费会员数为 1.06 亿/1.67 亿，付费率为 20%/29%。我们预计 2018 年底付费会员数为 2.52 亿，爱奇艺付费会员数达到 8300 万，付费率 14%。对标 Netflix 付费率 96%，我们相信国内视频平台付费率还有很大的成长空间。目前爱奇艺自制内容数量占比 7%，我们认为未来自制内容占比提升，将有效提升付费转化率。对比腾讯视频和优酷，爱奇艺的付费会员 ARPU 更高，爱奇艺 2017 年会员 ARPU 为 161 元（人民币，下同），腾讯视频为 127 元，优酷为 87 元。我们认为爱奇艺的会员粘度更高，平均购买周期更长。

未来视频平台的核心竞争要素在于自制内容，爱奇艺内容自制能力强，善于创新和发掘年轻群体喜好，爆款内容产出率稳定，是爱奇艺的核心竞争力。爱奇艺在三大平台中最早打造出成功自制内容，2014 年开发《奇葩说》IP，目前已出品五季，是国内上线 400 多部网络综艺中唯一出品到第五季的超级 IP，随后打造了现象级网剧《盗墓笔记》、《老九门》、《最好的我们》等内容，引发主流平台争相打造自制内容的趋势。从爆款率来看，《中国有嘻哈》、《偶像练习生》、《奇葩说》等综艺都是顶级流量和口碑的综艺产品，网络综艺基本上是爱奇艺工作室员工打造完成，外包比例较低，因此我们认为网络综艺的制作水准比较好的反映了平台的自制能力，我们看到爱奇艺对年轻人文化的把控非常到位，可以持续制作出受欢迎的爆款内容，是公司的核心竞争力。

广告主预算向视频平台倾斜，自制内容拉动品牌广告收入，爱奇艺增加原生视频广告，创可贴等创新广告模式增加广告展示位。公司过去广告收入主要靠贴片广告贡献，随着去年《中国有嘻哈》带动了网络综艺的火热，今年网络综艺的招商金额已经和传统电视综艺持平，多部网综招商金额超过 6 亿元，我们认为广告主的预算进一步向互联网倾斜。另一方面，随着会员付费率的提升，视频平台在自制内容中加入原生视频广告（小剧场）等广告形式，我们认为未来会员收看的广告内容也会逐步增加。

爱奇艺作为独立公司运营，管理层和员工更聚焦，战略协同性强，有利于业务长期发展。相比腾讯视频和优酷，我们认为爱奇艺的运作更为独立，受百度制约小，管理层和员工比较聚焦业务。龚宇（持股比例 1.5%）在爱奇艺品牌成立之初就加入，对行业趋势把握准确，是爱奇艺的核心资产。对比腾讯视频负责人孙忠怀和优酷负责人杨伟东（附录-图表 186），孙忠怀在 2013 年接管腾讯视频业务，目前兼任企鹅影视的 CEO，而杨伟东则身兼多职，2013 年加入优酷土豆，头衔包括阿里巴巴文化娱乐集团轮值总裁，兼任大优酷事业群总裁，并兼任阿里音乐 CEO。腾讯视频和优酷虽然背靠腾讯文娱和阿里巴巴文娱生态，但也受整体文娱战略的发展制约：举例来看，优酷在被阿里巴巴收购前曾是视频行业的老大，成为阿里巴巴子公司后，受制于阿里整体资源统筹的约束，市场份额被腾讯视频和爱奇艺分割。腾讯视频的发展战略也受制于腾讯整体的战略部署，目前腾讯对视频业务保持较高的投入，但是如果腾讯内部资源向其他业务倾斜，则会影响视频业务的长期发展。例如阅文集团今年在腾讯战略向微视倾斜后，阅文从手机 QQ 和 QQ 浏览器获得的流量导入降低，导致付费用户增长放缓。

投资风险

从内容采购方面看，爱奇艺面临未来内容成本继续提升的压力。腾讯视频有腾讯系流量及资金支持，视频内容采购及制作的资金压力小，从平台新片数量上看，腾讯视频上线新片数量最高，且腰部网剧数量高于爱奇艺。阿里系的优酷由于发展早，平台内容数量多，加上阿里近年的支持，虽然平台内容的创新程度和丰富度不及前两家，但数量也没有落后，加上与阿里系产品的交叉营销（如 88VIP 推出后，每 100 个 88VIP 会员激活 38 个新优酷会员），我们认为协同效应强。

但爱奇艺自身优势强：1）从内容库新旧内容比例看，爱奇艺占比最高，达到 29%，腾讯/优酷只分别为 17%/15%；2）爆款内容出现几率大，如 2018 年的《延禧攻略》播放量大于 150 亿次，自制网综《偶像练习生》播放量超过 30 亿次；3）平台出现多款原创综艺，如《中国新说唱》、《机器人争霸》、《奇葩说》等节目形式，创新能力强。

公司扭亏转盈没有时间点。爱奇艺内容成本仍然高企，2016、17 年分别增长 104%及 67%，我们预计 2018 年仍有 66%的增长，2015-18 年内容成本占收入比重分别为 67%、73%、85%，2014-18 年的复合增长率为 85%，相比腾讯、优酷 2017 年占视频收入比重为 131%/82%。我们预计未来 1-2 年三大平台内容成本占收入比重仍会继续增长（详见图表 137），爱奇艺短期内扭亏为盈的可能性小。

但是，视频平台的变现方式多样，如广告收入，从品牌广告贴片广告模式逐渐扩充，包括中插广告、原生广告等模式，同时基于超过 5 亿 MAU 的大流量平台，我们认为信息流广告收入占比逐渐提升，未来广告收入仍有提升空间。同时，视频平台的付费率仍有提升空间，目前爱奇艺付费用户约 6700 万，我们预计未来可达到 2-3 亿，每用户拥有 1.5-2 个视频平台会员账号，未来提升空间大。爱奇艺未来如果能持续推出优质内容吸引用户，同时提升平台自制内容比例以降低内容成本，我们预计爱奇艺或将在 2021-22 年扭亏为盈。

视频内容成功的不确定性。目前，爱奇艺内容采购成本中，70-80%来自外采剧集，10%来自于自制内容，以上内容均有较大现金支出，未来 3-5 年公司目标为提升自制内容占比至 30%。同时，根据行业惯例，一般电视剧的投资期在 18 个月左右，投资周期较长，且剧集的成功及爆款几率不确定，若自制内容占比提升，对公司现金流或有影响。我们回顾过去爱奇艺平台内容表现，每年爱奇艺均可推出 1-2 款爆款内容，3-5 款头部剧，5-10 款原创优质综艺，播放量均为行业领先水平。

政策风险。由于网剧数量不断提升，我们认为未来政策对网剧的监管将继续加强。近期也不断出现网剧在播放期间或播放后被下架的情况，如《镇魂》、《河神》等 20 多部网剧由于内容不合规等原因暂时下架，目前多部剧集仍未重新上线。

我们归纳了历年来视频行业的相关政策（附录-图表 207），自 2007 年起，视频行业即明确视频网站的牌照制度，之后经过多轮内容审核通知的颁布及对电视剧内容的监管管理办法，视频行业政策发展已趋于成熟，从网剧题材内容，

剧集质量及制作成本等方面做出详细规定，我们认为视频平台政策风险将越来越小。

自从 2015 年开始实行“一剧两星”政策后，电视台购买电视剧价格提升，我们认为由于视频网站可集合多家电视台内容，可播放更多电视台无法购买或播放的剧集，利好视频网站。同时，政策对网络原创节目，即网络剧、微电影、网络大电影等明确审核和监管要求，强调先审后播，对网络内容进行把控，逐步规范原创作品的制作和发行流程，原创内容质量大大提升。2017 年，政策对网剧内容进一步把控，从题材上要求与电视剧、电影统一标准，我们认为网剧创作水平继续提高，不合规剧集将越来越少。关于政府的影视剧制作成本意见中，规定演员片酬比例，逐渐控制影视剧制作成本及视频平台内容采购成本。

估值及业务概况

估值

我们根据 10 年 DCF 模型（2019-27 年），假设无风险收益率为 3.05%，市场溢价为 10%，贝塔系数为 1，债务成本为 4.5%，永续增长率为 2%，WACC 为 12.4%，得出爱奇艺的估值为 230 亿美元，目标价为 32.7 美元，对应 2018/19 年市销率为 6.4 倍/5.0 倍（对比 Netflix 2018/19 年 9.1/7.2 倍市销率），首次覆盖给予**买入**评级。

图表 1：基于 10 年 DCF 估值模型，给予爱奇艺 32.7 美元目标价

（百万 人民币）	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
息税前利润	-7,067	-6,783	-3,791	-1,128	1,650	3,602	5,132	6,485	7,265	8,098	8,958
税	0	0	0	0	-248	-540	-770	-973	-1,090	-1,215	-1,344
资本性支出	-12,493	-15,259	-17,977	-20,049	-21,434	-22,485	-23,644	-24,736	-26,037	-27,673	-29,713
折旧摊销	16,034	20,797	23,955	26,592	27,562	28,391	31,112	33,833	37,141	40,727	44,497
运营资金变化	2,328	2,659	2,639	3,112	4,367	4,673	5,002	5,281	5,249	5,533	6,039
自由现金流	-1,199	1,414	4,827	8,527	11,898	13,641	16,832	19,890	22,528	25,470	28,437
折现自由现金流		1,258	3,818	5,999	7,445	7,592	8,332	8,757	8,821	8,870	8,808
自由现金流-净现值	69,702										
剩余价值	86,107										
企业价值	155,809										
‘续净现金	3,162										
股权价值（百万人民币）	158,970										
股权价值（百万美元）	23,039										
发行股数（百万）	704										
每股价格（人民币）	225.7										
每股价格（美元）	32.7										

基本假设	
无风险利率（%）	3.05
市场溢价（%）	10
贝塔系数	1
股本成本（%）	13.1
债务成本（%）	4.5
%股本融资	93
%债务融资	7
加权平均资本成本（%）	12.4

敏感性分析

	永续增长率						
WACC	1.25%	1.50%	1.75%	2.00%	2.25%	2.50%	2.75%
9.4%	47.1	48.1	49.2	50.3	51.5	52.8	54.2
10.4%	40.7	41.4	42.2	43.0	43.8	44.8	45.7
11.4%	35.5	36.1	36.7	37.3	37.9	38.6	39.3
12.4%	31.4	31.8	32.2	**32.7**	33.2	33.7	34.2
13.4%	28.0	28.3	28.7	29.0	29.4	29.8	30.2
14.4%	25.1	25.4	25.7	25.9	26.2	26.5	26.8

资料来源：交银国际预测

图表 2: 估值表

公司名称	股票代码	评级	目标价	收盘价	— 每股盈利 —			每股盈利(市场预测)			—— 市盈率 ——			—— 市销率 ——			股息率
					FY18E	FY19E	FY20E	FY18E	FY19E	FY20E	FY18E	FY19E	FY20E	FY18E	FY19E	FY20E	
			(本地货币)	(本地货币)	(美元)	(美元)	(美元)	(美元)	(美元)	(美元)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(%)
爱奇艺	IQ US	买入	32.70	23.87	-11.35	-8.85	-5.11	-9.46	-6.16	-2.99	N/A	N/A	N/A	4.8	3.5	2.8	0.0
奈飞	NFLX US	N/A	N/A	329.54	N/A	N/A	N/A	3.10	4.58	7.44	106.2x	71.9x	44.3x	9.1	7.2	5.9	0.0
百度	BIDU US	买入	291.00	196.19	57.78	62.05	71.72	68.89	78.65	96.19	19.8x	17.3x	14.1x	4.6	3.8	3.3	0.0
腾讯控股	700 HK	买入	445.00	277.80	7.96	9.42	11.32	8.41	10.76	13.82	29.2x	22.8x	17.8x	7.3	5.5	4.4	0.4
阿里巴巴	BABA US	买入	235.00	148.80	30.29	44.65	62.49	33.41	37.16	49.87	30.9x	27.8x	20.7x	10.8	6.8	4.9	0.0
阅文集团	772 HK	中性	70.00	43.90	1.16	1.66	2.23	1.07	1.54	2.15	36.5x	25.2x	18.1x	6.8	5.0	3.8	3.1
搜狐	SOHU US	N/A	N/A	17.81	N/A	N/A	N/A	-6.37	-2.89	-3.42	N/A	N/A	N/A	0.4	0.3	0.3	0.0
乐视网	300104 CH	N/A	N/A	3.04	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
芒果超媒	300413 CH	N/A	N/A	32.72	N/A	N/A	N/A	0.95	1.21	1.57	34.6x	27.0x	20.8x	3.3	2.7	2.2	0.7
虎牙	HUYA US	N/A	N/A	22.52	N/A	N/A	N/A	1.45	3.46	6.06	107.6x	45.2x	25.8x	7.0	4.5	3.3	N/A
哔哩哔哩	BILI US	N/A	N/A	13.05	N/A	N/A	N/A	-1.65	0.27	2.56	N/A	331.6x	35.4x	6.4	3.9	2.7	N/A

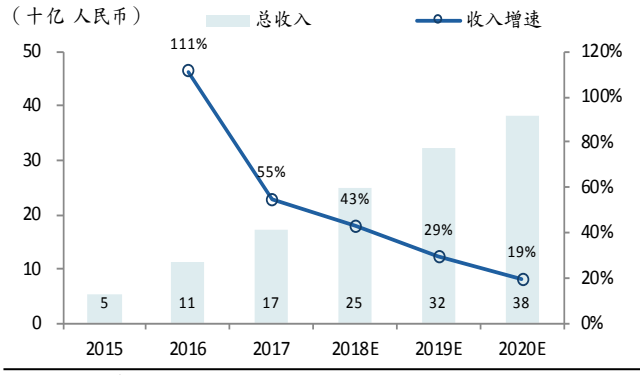
资料来源: 彭博，交银国际预测

主营业务

我们预计爱奇艺主营业务收入在 2018-20 年同比增速为 43%/29%/19%，付费会员业务为最主要的收入增长动因，预计 2018 年付费会员业务收入将和在线广告收入基本持平。

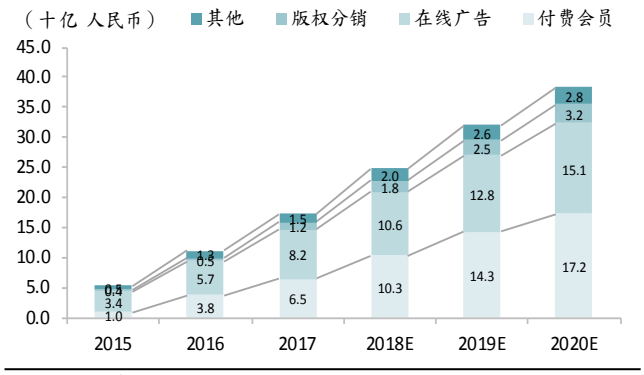
2018 年受制于内容投资增加，我们估计爱奇艺运营亏损约 70.7 亿美元，运营亏损率同比增加，我们预计未来三年随着付费收入增加，自制内容占比逐步提升，爱奇艺的亏损将会收窄，预计 2019 年毛利或可基本打平。

图表 3: 爱奇艺总收入及增速 2015-20E



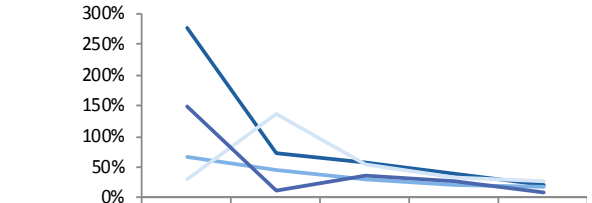
资料来源: 爱奇艺，交银国际预测

图表 4: 爱奇艺分业务收入 2015-20E



资料来源: 爱奇艺，交银国际预测

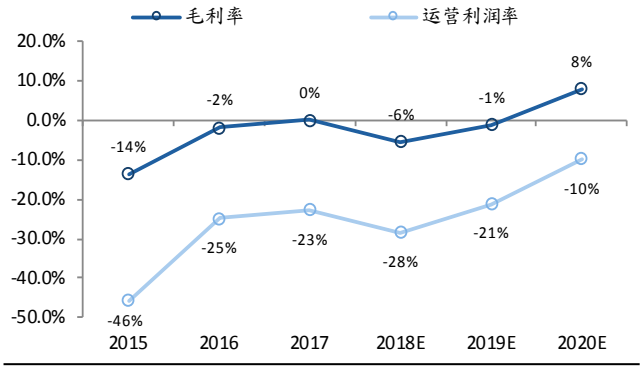
图表 5: 分业务收入增速，付费会员为主要增长动因



	2016	2017	2018E	2019E	2020E
付费会员	277%	74%	58%	38%	21%
在线广告	66%	44%	30%	21%	18%
版权分销	29%	138%	55%	33%	29%
其他	148%	13%	37%	26%	8%

资料来源: 爱奇艺，交银国际预测

图表 6: 我们预计未来三年运营亏损逐渐收窄，2019-20 年或毛利层面盈利



资料来源: 爱奇艺，交银国际预测

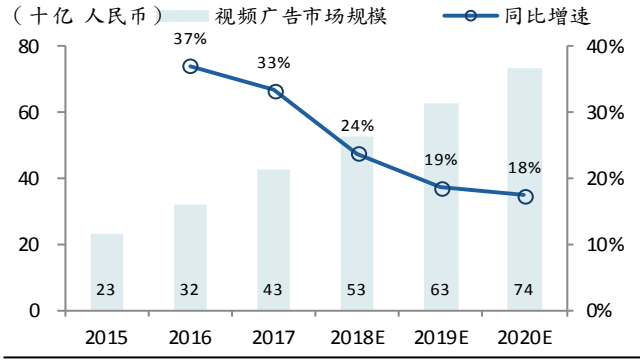
在线广告业务

根据艾瑞估算，2018 年我国在线视频广告收入 530 亿元。我们估算主要视频平台的广告收入份额，腾讯视频为 27%、爱奇艺 20%、优酷 17%。我们预计未来三年爱奇艺的广告收入市场份额小幅提升至 21%。

爱奇艺的广告收入分为品牌广告和信息流广告，2017 年品牌广告占比为 90%，信息流广告占 10%。品牌广告主要包括视频贴片广告和品牌植入广告。过去爱奇艺的品牌广告主要为贴片广告，随着近两年自制内容数量和质量的提升，植入广告占品牌广告的比例逐步提升至一半。爱奇艺在广告形式上也不断创新，包括在自制剧播放中间加入“小剧场”原生视频广告，以及在视频画面中加入“创可贴”、“角标”和“红包”等广告形式。信息流广告位在爱奇艺主 app 和旗下短视频 app 如“纳逗”中都有，“纳逗”中每个频道的第六个和十一个信息流的位置是广告位。

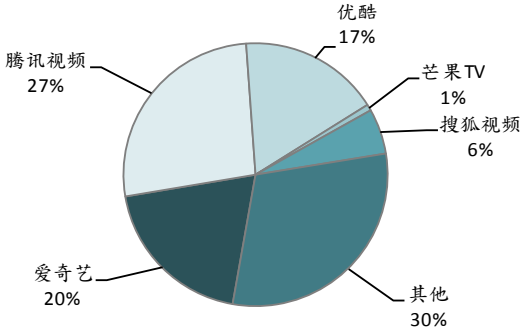
我们认为品牌广告受益于自制内容提升拉动广告赞助收入增长，而信息流广告增长主要受益于 1）CPM 价格增长，2）短视频 app 增加信息流广告位。我们预计 2018 年广告收入同比增速为 30%，信息流广告收入同比增 147%，占比达到 20%。

图表 7: 我国在线视频广告市场规模, 2015-20E



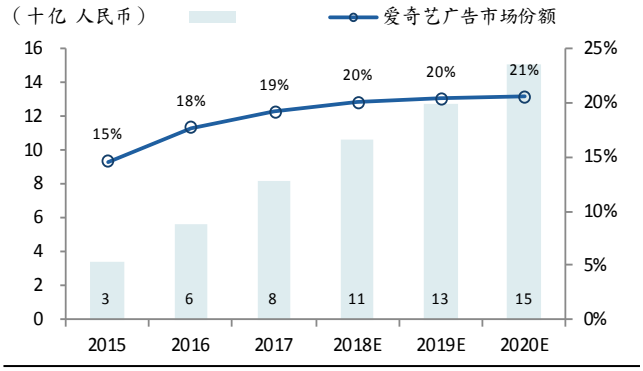
资料来源: 艾瑞，交银国际

图表 8: 2018 年主要视频平台广告收入份额



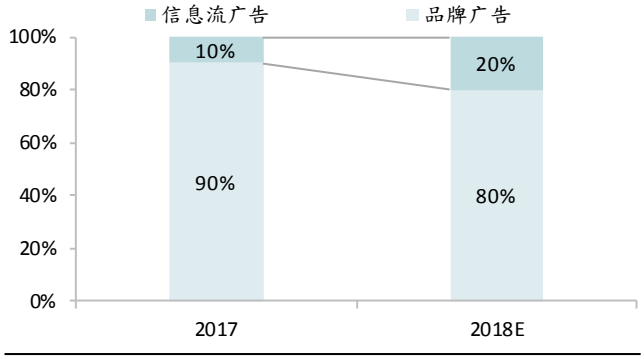
资料来源: 爱奇艺，交银国际预测

图表 9: 爱奇艺广告收入及市场份额, 2015-20E



资料来源: 爱奇艺，交银国际预测

图表 10: 信息流广告收入增长较快，占比 20%



资料来源: 爱奇艺，交银国际预测

会员付费业务

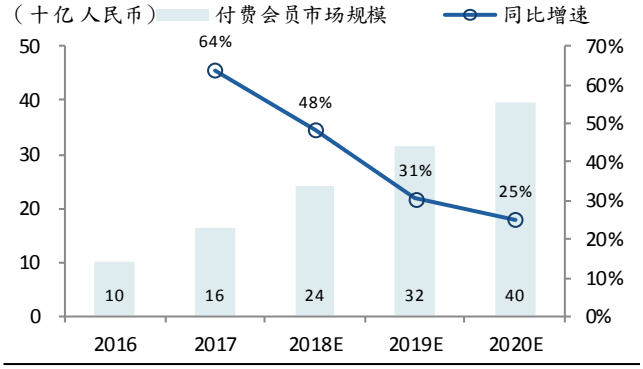
我们估算 2018 年整体在线视频付费会员收入为 240 亿元，其中爱奇艺份额为 44%，腾讯视频为 33%，优酷为 16%。我们估计爱奇艺的会员收入份额高于另外两个平台，而爱奇艺的付费会员数和腾讯视频相当，我们认为主要由于爱奇艺付费用户的 ARPU 高于腾讯视频，因会员的粘性增加提高了每年的付费周期（平均 8 个月）。

我们预计 2018 年底整体视频付费会员数（付费账号数，非去重）为 2.5 亿，其中爱奇艺 8300 万，腾讯视频 8200 万，优酷 4900 万。根据爱奇艺调研显示，平均每个视频付费用户拥有 1.5 个视频平台的付费账号。Questmobile 调研显示，用户付费转化的主要驱动因素为抢先看优质内容以及独家内容需要付费收看，说明视频用户的付费行为主要受内容驱动，已经产生付费习惯的用户会购买多个视频平台的会员服务。

针对外采版权内容，视频平台自主排播权较低，通常要和电视台同步播放或晚于电视台播放，且通常为多家视频平台引进以降低版权成本，因此我们认为外采版权内容对用户付费转化作用较小。2017 年，外采版权内容占爱奇艺摊销成本的~80%，自制内容和合作伙伴制作内容（PGC）占~20%。未来，随着自制内容和 PGC 占比提升，爱奇艺平台独家内容供用户付费观看，将有助于提高付费转化率。我们预计爱奇艺 2018-20 年的付费率分别为 14%、16%和 18%。

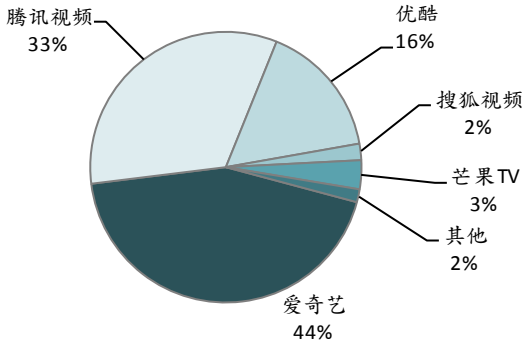
现时爱奇艺会员包月费（19.8 元/月）和有线电视价格差不多（歌华有线 18 元/月），我们认为套餐单价上涨有难度。我们预计付费会员年度 ARPU 短期内有小幅下滑，预计 2018 年为 154 元，主要因拉新用户促销（首月 6 元）及新转化付费用户购买周期较短拉低整体付费用户平均花销，但长期来看，我们认为爱奇艺的付费用户 ARPU 仍有上升空间，主要受益于购买周期的增加，对标歌华有线目前的付费用户 ARPU 为 190 元。

图表 11: 会员付费业务市场规模, 2016-20E



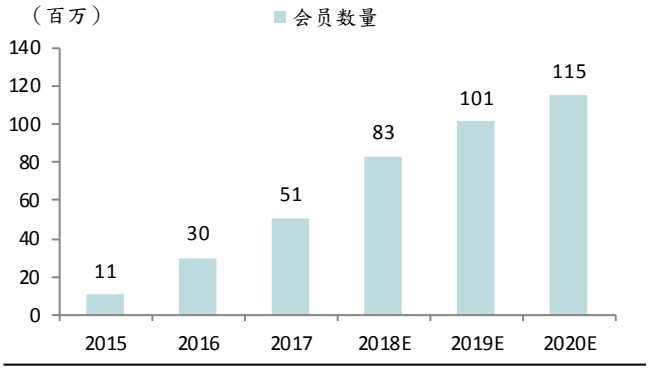
资料来源: 爱奇艺，交银国际预测

图表 12: 2018 年主要视频平台会员收入份额



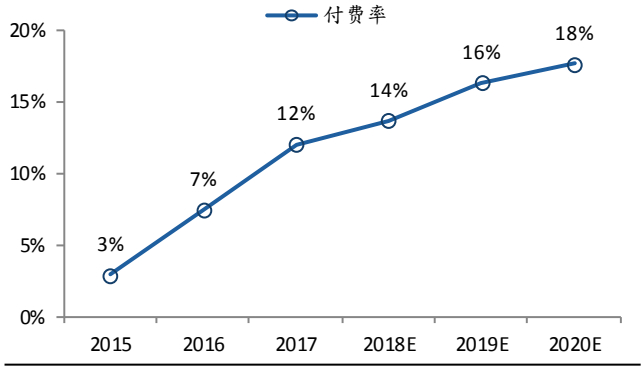
资料来源: 爱奇艺，交银国际预测

图表 13: 爱奇艺付费会员数, 2015-20E



资料来源: 爱奇艺，交银国际预测

图表 14: 爱奇艺付费率, 2015-20E



资料来源: 爱奇艺，交银国际预测

版权分销及其他业务

版权分销业务初期主要以与其他视频平台的内容互换为主，2017 年开始，由于自制优质内容逐渐被认可，已有超过 10 部网剧/电影开始向国内及海外电视台授权播放。如 2017 年底，Netflix 购买了爱奇艺网剧《河神》、《无证之罪》以及网络大电影《杀无赦》的版权。根据搜狐报道，2018 年，爱奇艺更多网剧版权向海外发售，如《延禧攻略》、《你好，旧时光》、《河神》第二季、《同学两亿岁》、《剑王朝》等。2018 年，深圳卫视与爱奇艺达成深度合作，2018 年有 10 部优质网剧会在深圳卫视播出，如《最好的我们》于 2016 年已在爱奇艺平台独家播出，2018 年浙江卫视、深圳卫视先后播出该剧，同时有多部剧实现网台同播，如《小情人》等。

自制剧再次分发提升自制内容的受众面，但短期内对收入影响小。我们认为，该模式对于视频平台来说，通过与电视台合作播出优质网剧，一方面将优质剧集再次推向观众，获得收入，另一方面通过电视台的播出，或可获得一批非网络视频用户的关注，帮助视频平台提升受众面。未来，我们预计网剧上星的趋势会继续，但是对于视频平台，由于上星题材及排播不确定性的限制，平台仍

将聚焦于自制剧在平台的独播权利，首先通过会员及广告收入变现。同时，根据 21 世纪经济报道，《延禧攻略》向越南电视台的单集销售价格较低（几千元人民币/集），我们认为海外版权收入目前仍在试水及品牌创立阶段，短期内收入贡献有限。我们估算 2018 年爱奇艺该业务收入增速 56%至 18.5 亿元，占收入约 7.5%，2019 年占比基本持平，约 7.6%。

直播、游戏占其他收入 60%，但 IP 授权收入占比快速提升。爱奇艺其他业务收入包括直播、游戏、IP 授权、在线文学及电商，2017 年该部分收入为 14.9 亿元，同比增长 13%，占爱奇艺总收入为 9%。其中奇秀业务（直播）收入占比最高，我们估计占其他收入约 35%，游戏收入次之，占其他收入约 30%，电商收入主要以 OTT 盒子销售为主，占其他收入约 24%，我们估算 2017 年 OTT 盒子（电视果）销量约 180 万台，市场份额约 1.7%。但由于 OTT 盒子市场趋于饱和，未来亦有智能电视及较多 OTT 盒子品牌的竞争，我们预计未来销量相对稳定。IP 授权收入由于爱奇艺原创 IP 的数量提升，开始从 IP 相关产品授权及周边产品获得收入，如《The Rap of China》等。我们预计 2018 年其他收入约为 20.4 亿元，增速 37%，主要受到 IP 授权收入的带动，2019 年增速 26%，至 25.7 亿元。

游戏是 IP 衍生业务的重要部分之一，2 季度开始合并 Skymoons 报表。爱奇艺于 2018 年 7 月 17 日宣布收购成都天象互娱及其海外品牌 Skymoons Inc（天象互娱），爱奇艺初期支付 12.7 亿元，两年后若业绩达到协议要求，爱奇艺将额外支付 7.3 亿元。按照合计 20 亿元的估值，我们估算 Skymoons 估值对应 2018 年市销率约 5 倍，市盈率 15 倍。

Skymoons 曾制作并与爱奇艺联合发行了《花千骨》的手游，月流水最高超 2 亿。爱奇艺近两年开始发力影视剧 IP 的衍生业务，而游戏正是其中重要的一部分。随着爱奇艺自制剧比重提升，爱奇艺的 IP 资源将会不断增多，而收购天象互娱将会丰富爱奇艺的 IP 价值发展生态链，推动更多样化的变现模式。

图表 15：爱奇艺自制剧版权分销个案梳理

剧名	类型	豆瓣评分	爱奇艺首播时间	国内卫视播出时间	海外电视台播出时间
《蜀山战纪》	网剧	5.7	2015 年 9 月	安徽卫视（2016 年 1 月）、江西卫视（2016 年 1 月）	N/A
《最好的我们》	网剧	8.8	2016 年 4 月	浙江卫视（2018 年 4 月）、深圳卫视（2018 年 7 月）	越南
《老九门》	网剧	5.8	2016 年 7 月	东方卫视（2016 年 7 月）	马来西亚 Astro（2016 年 9 月）
《美人为馅》	网剧	5.8	2016 年 10 月	N/A	越南
《小情人》	网剧	5.4	2017 年 5 月	深圳卫视（2017 年 5 月）	N/A
《河神》	网剧	8.2	2017 年 7 月	N/A	Netflix（2018 年 1 季度）、香港/澳门 TVB、马来西亚/汶来 Astro、新加坡 StarHub
《无证之罪》	网剧	8.2	2017 年 9 月	N/A	香港 TVB（2017 年 9 月）、Netflix（2018 年 1 季度）
《你好旧时光》	网剧	8.7	2017 年 11 月	深圳卫视（2018 年 7 月）	即将登陆海外市场
《凤囚凰》	网剧	3.5	2018 年 1 月	湖南卫视（2018 年 1 月）	越南、韩国中华 TV（2018 年 6 月）
《同学两亿岁》	网剧	6.5	2018 年 5 月	N/A	即将登陆海外市场
《泡沫之夏》	网剧	5.3	2018 年 5 月	浙江卫视（2018 年 5 月）	N/A
《再创世纪》	网剧	6.9	2018 年 8 月	中央 8 台（2018 年 8 月）	香港 TVB（2018 年 9 月）
《剑王朝》	网剧	未播出	2019 年	N/A	即将登陆海外市场
《河神第二季》	网剧	未播出	未播出	N/A	即将登陆海外市场
《功夫机器侠》	大电影	3.1	2017 年 2 月	中央 6 台（2017 年 2 月）	韩国、北美、日本发行
《杀无赦》	大电影	5	2018 年 1 月	N/A	Netflix 全球多地发行（2018 年 1 季度）

资料来源：公开信息，交银国际

爱奇艺体育

2018 年 8 月，爱奇艺联合新英体育传媒宣布成立新爱体育传媒，打造体育在线平台，爱奇艺持股 49%。公司成立后，将统一运营爱奇艺体育频道旗下 IP，同时合并新英体育旗下各体育 APP 平台，全部更名为“爱奇艺体育”。新爱体育此前于 2018 年 9 月宣布完成 A 轮融资，共计融资金额为 8.5 亿元，投资方来自 IDG、汇盈博润、健腾体育产业基金（华人文化及红杉资本）、曜为资本。

爱奇艺体育拥有多个优质体育版权，如英超、澳网、PGA 锦标赛、ATP 男子网球巡回赛、WTA 女子网球等，同时通过爱奇艺体育会员（15 元/月）进一步打开内容变现通道。我们认为，对体育行业的布局，一方面转变视频用户女性占比较高的现状，另一方面，通过多样化内容提升货币化。

财务预测及基本假设

图表 16：主要财务指标预测

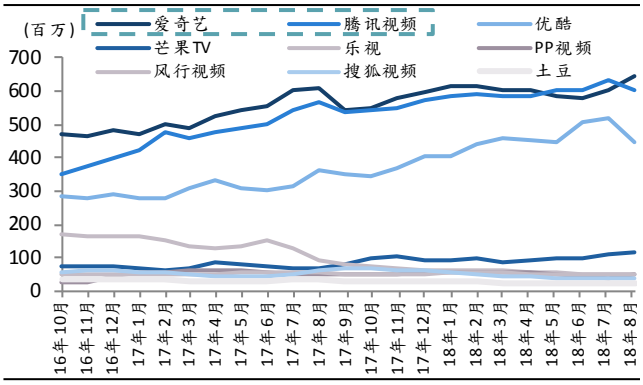
	单位：百万 人民币					同比增速（%）			
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E
总收入	**11,237**	**17,378**	**24,806**	**32,083**	**38,309**	55	43	29	19
1）付费会员	3,762	6,536	10,332	14,274	17,250	74	58	38	21
MAU	405	421	608	619	652	4	44	2	5
付费会员数（百万）	30.2	50.8	83.1	101.1	115.1	68	64	22	14
付费率（%）	7	12	14	16	18				
平均 ARPU（人民币）	184	161	154	155	160	-12	-4	0	3
2）在线广告	5,650	8,159	10,579	12,767	15,107	44	30	21	18
品牌广告	5,481	7,343	8,564	9,733	11,242	34	17	14	16
信息流广告	170	816	2,015	3,034	3,866	381	147	51	27
3）版权分销	501	1,192	1,848	2,467	3,175	138	55	33	29
4）其他	1,324	1,492	2,046	2,575	2,777	13	37	26	8
成本	(11437)	(17387)	(26361)	(32499)	(35315)	52	52	23	9
版权摊销成本	(7541)	(12617)	(20982)	(26996)	(29947)	67	66	29	11
带宽成本	(1875)	(2190)	(2756)	(2937)	(3069)	17	26	7	5
其他	(2021)	(2579)	(2623)	(2567)	(2299)	28	2	-2	-10
毛利润	(199)	(8)	(1555)	(417)	2994	-96	18831	-73	-819
毛利率（%）	-2	0	-6	-1	8				
运营利润	(2789)	(3953)	(7067)	(6783)	(3791)	42	79	-4	-44
运营利润率（%）	-25	-23	-28	-21	-10				
净利润	(3074)	(3737)	(8266)	(6587)	(4015)	22	121	-20	-39
净利润率（%）	-27	-22	-33	-21	-10				

资料来源：交银国际预测

竞对分析

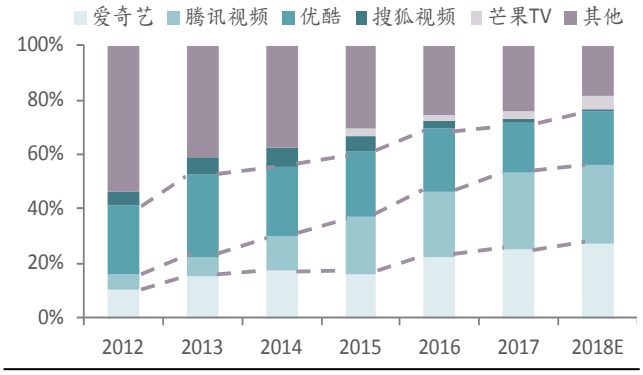
行业竞争呈"2+1"，腾讯视频和爱奇艺齐头并进的态势持续，优酷体量落后，但仍有较大份额。根据艾瑞数据，2018 年 7 月，爱奇艺、腾讯视频、优酷的 MAU 分别为 6.4 亿、6 亿和 4.45 亿，对移动网民的渗透率分别为 82%、76%、56%。三大以外的平台中，除了芒果 TV 的 MAU 超过 1 亿，其他平台 MAU 都在 5 千万以下。2012 年三大平台的整体份额为 41%，2017 年逐步整合到 71%，我们预计 2018 年该比例达到 76%。过去优酷领先优势较为明显，2012 年优酷市场份额为 26%，远高于爱奇艺的 10%、腾讯视频的 5%。到 2017 年，腾讯视频的市场份额达 28%，爱奇艺达 25%，优酷为 18%。2018 年，我们预计腾讯视频、爱奇艺、优酷的市场份额分别为 29%、27%和 20%。

图表 17: 移动端 MAU，爱奇艺、腾讯视频和优酷对移动网民渗透率分别为 82%、76%、56%



资料来源: 艾瑞，交银国际

图表 18: 主要视频平台收入份额 2012-18E，爱奇艺和腾讯视频后来居上



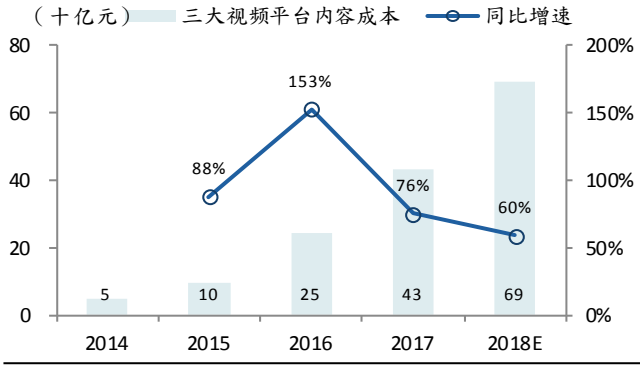
资料来源: 艾瑞，交银国际

内容制作行业规模近千亿元，非常分散，头部十家公司市场占有率不足 40%，上游分散的现状有利于视频平台有效整合内容资源。 2017 年整体播放渠道对电视剧和综艺版权的采购成本为 700 亿-800 亿元，网络渠道贡献了 500 亿元，是电视台渠道花费的 2 倍。目前我国内容制作行业较为分散，共有 1.8 万家制作单位，美国该数量仅为 751 家，我们估计国内头部十家影视公司的收入占市场份额 37%，而美国五大电视台贡献了 80%的连续剧制作。

我们整理主要视频平台内容库发现，优酷视频总片库资源数最多，近三年上线内容来看，腾讯视频上线电视剧最多，爱奇艺上线电影最多，爱奇艺内容库中新片占比高于另外两家。

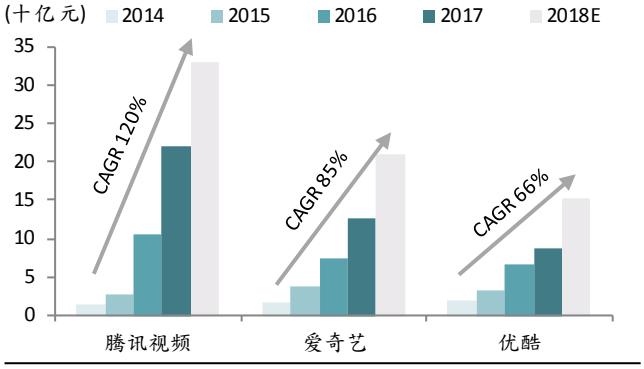
因加大自制内容投资抢占会员，我们预计主要三家平台的内容成本同比增速均不低于 60%，内容成本占收入比今年仍会小幅上涨。我们估算国内主要在线视频平台的内容成本在 2016 年和 2017 年分别为 300 亿元和 500 亿元，预计 2018 年三大平台整体内容支出同比增速仍不低于 60%，其内容成本占广告和会员收入比重仍会小幅上升（2017 年爱奇艺为 73%，腾讯视频为 131%，优酷为 82%）。

图表 19: 腾讯视频、爱奇艺和优酷三大平台总内容成本及增速, 2014-18E



资料来源: 各家公司资料，交银国际预测

图表 20: 腾讯视频、爱奇艺和优酷三大平台的内容成本及增速, 2014-18E



资料来源：各家公司资料，交银国际预测

自制内容是未来视频行业的核心竞争要素，爱奇艺创新能力最强，但内容丰富度不及腾讯。我们评估了三大平台的内容自制能力，综合来看，我们认为爱奇艺和腾讯视频的制作能力更强，爱奇艺的优势在于创新能力强，善于把握年轻用户喜好，爆款率高，但内容丰富度不足。腾讯视频内容成本预算更高，提供更多的腰部内容满足不同层次用户的需求。

图表 21: 自制水平评估，爱奇艺和腾讯视频

平台	自制剧		综艺		整体打分
	内容打分	点评	制作水平打分	点评	
爱奇艺		爆款率较好，腰部内容丰富度不足		创新能力最佳，把握年轻人喜好	
腾讯视频		腰部内容丰富，满足多层次观众需求		跟随策略较为成功	
优酷		对 PGC 依赖度较高		主要靠模仿市场已出现爆款	

资料来源：交银国际

对比 Netflix

Netflix 的成功因素：低价策略、内容自制和国际化。截至 2018 年 2 季度，Netflix 的全球付费会员数达到 1.24 亿，付费率为 96%，公司在 2012 年即实现盈亏平衡，目前毛利率为 41%，净利润率为 10%，内容成本占收入的比重为 54%。

我们认为 Netflix 的成功因素包括：

1）先发优势进入流媒体市场，低价策略（1/10 的定价）抢占传统渠道付费电视用户，而传统媒体巨头反应缓慢，让 Netflix 快速获取用户，在流媒体市场一家独大。

2）打造极致自制内容，成功获取用户忠诚度和粘性。Netflix 最早并不自制内容，而是购买内容在平台上独家播放，获得更强的排播话语权，拉动用户付费观看。在《纸牌屋》大获成功后，Netflix 开始认定内容自制策略，加大投入，付费用户因此高速增长。我们认为 Netflix 的独家内容品质非常高，每年投入剧集数量不多，但每部投资都在 1 亿美元以上，极致内容有效获得了用户忠诚度和平台口碑。今年 Netflix 自制内容获得的艾美奖提名和获奖数量都已经反超 HBO。

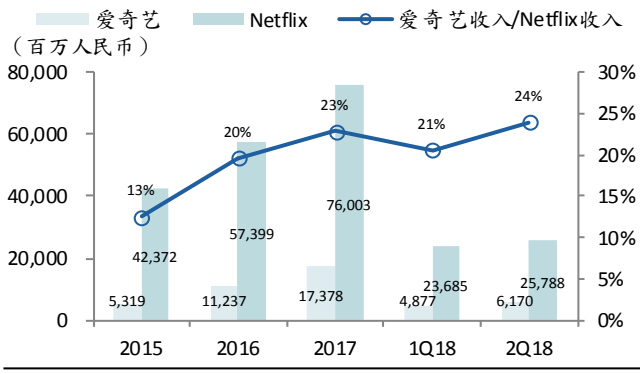
3）2010 年开始，Netflix 将流媒体业务拓展至加拿大，目前已经为超过 190 个国家和地区提供服务。截至 2018 年 2 季度，Netflix 全球付费会员数 1.24 亿，其中，美国本土 5600 万，国际 6800 万，国际付费会员在 2017 年 3 季度首次超过美国本土付费会员，是拉动平台收入快速增长的板块。

爱奇艺与 Netflix 比较，收入/会员数/ARPU/内容摊销成本为后者的 24%/54%/18%/30-40%；利润情况较已经盈利的 Netflix 差；市值为 Netflix 的 12%。我们认为爱奇艺和 Netflix 的内容自制策略一致，但市场和用户环境不同。

美国用户主要在客厅通过电视收看视听产品（调研显示 Netflix 用户 70%通过电视收看，仅 10%通过手机观看），而中国在线视频用户主要习惯在手机观看（爱奇艺用户 70%在手机上观看，仅 15%在 OTT 渠道观看）。Netflix 在美国对传统付费电视冲击显著，用的是低价策略获取市场。而中国的情况来看，在线视频对传统电视有分流作用，但因观看渠道不同，对传统有线电视的付费用户规模影响不显著（歌华有线的付费会员数仍在小幅上涨），但对用户在电视端的收视和活跃度有影响，抢占了用户的观看时间，但定价来看，我们认为国内在线视频平台的价格和有线电视比并没有优势。

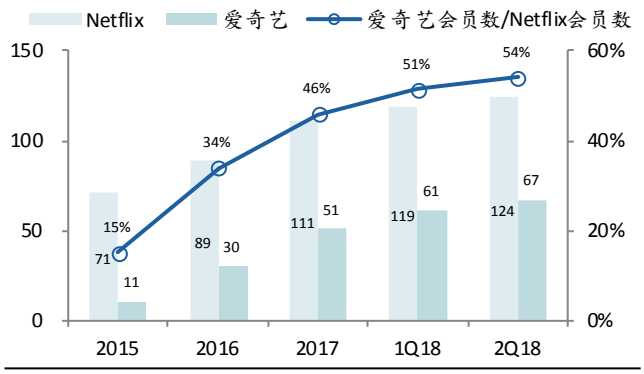
竞争环境来看，Netflix 在美国的流媒体中一家独大，用户渗透率 75%，比第二名 Amazon 高出 20 多个百分点。我们认为 Netflix 内容优势也非常明显，2018 年获得艾美奖提名和获奖量都超过了传统电视台，Netflix 高额的内容投入形成了边际效应，即单用户的付费金额增长高于单用户的内容成本增长。中国在线视频平台经过十多年的发展，形成了爱腾优 2+1 的竞争格局，各平台仍处于高投入抢占会员付费的阶段，我们预计内容成本占收入比短期内还会上浮，目前内容投入的边际效应还没有形成。而 Netflix 在高投入 2-3 年的周期便实现会员收入增长快于内容投入的边际效应，但考虑到国内的竞争较为激烈，腾讯视频比爱奇艺的内容投入预算更高，我们预计爱奇艺的盈利收窄周期可能会比 Netflix 更长。

图表 22: 爱奇艺收入规模是 Netflix 的 24%



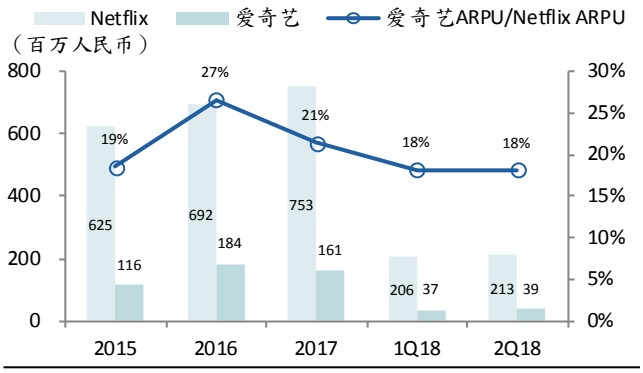
资料来源: 公司年报，交银国际

图表 23: 爱奇艺会员规模达到 Netflix 的 54%



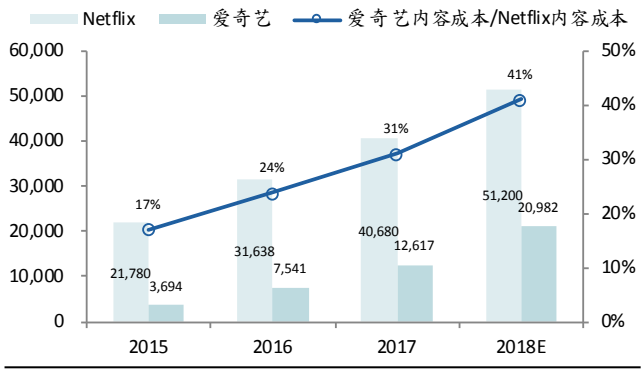
资料来源：公司年报，交银国际

图表 24: 爱奇艺 ARPU 是 Netflix 的 18%



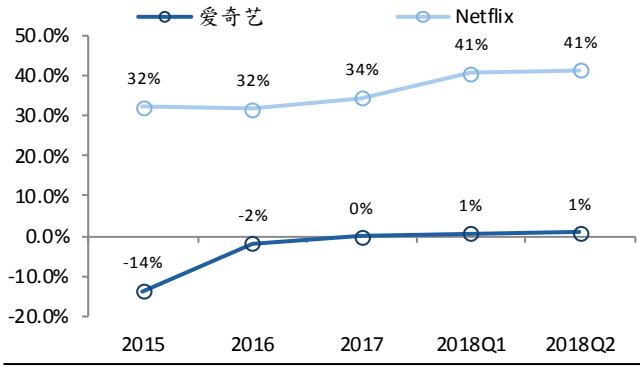
资料来源: 公司年报，交银国际

图表 25: 爱奇艺内容摊销成本为 Netflix 的 30-40%



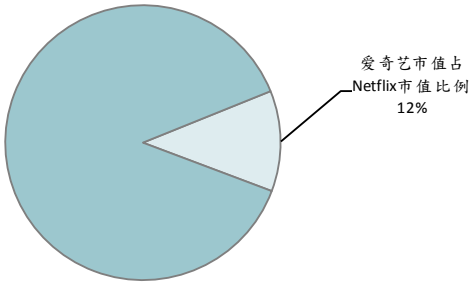
资料来源：公司年报，交银国际预测

图表 26: 爱奇艺和 Netflix 毛利率比较



资料来源: 公司年报，交银国际预测

图表 27: 爱奇艺市值为 Netflix 的 12%



资料来源: 彭博，交银国际
注：市值根据 2018 年 10 月 23 日市值对比

财务数据

损益表 (百万元人民币)

年结12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入	11,237	17,378	24,806	32,083	38,309
主营业务成本	(11,437)	(17,387)	(26,361)	(32,499)	(35,315)
毛利	**(199)**	**(8)**	**(1,555)**	**(417)**	**2,994**
销售及管理费用	(1,766)	(2,675)	(3,746)	(4,145)	(4,214)
研发费用	(824)	(1,270)	(1,766)	(2,221)	(2,571)
经营利润	**(2,789)**	**(3,953)**	**(7,067)**	**(6,783)**	**(3,791)**
财务成本净额	(93)	(194)	22	(60)	(300)
应占联营公司利润及亏损	(0)	(0)	(3)	(4)	(4)
其他非经营净收入/费用	(178)	403	(1,214)	260	80
税前利润	**(3,061)**	**(3,744)**	**(8,261)**	**(6,587)**	**(4,015)**
税费	(13)	8	(5)	0	0
非控股权益	0	0	0	0	0
净利润	**(3,074)**	**(3,737)**	**(8,266)**	**(6,587)**	**(4,015)**
作每股收益计算的净利润	(7,949)	973	(8,565)	(6,587)	(4,015)
Non-GAAP标准的净利润	(3,012)	(3,504)	(8,000)	(6,243)	(3,604)

资产负债简表 (百万元人民币)

截至12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	964	733	3,015	(5,255)	(7,421)
有价证券	903	780	780	780	780
应收账款及票据	1,780	2,235	3,195	4,578	5,963
其他流动资产	1,507	1,952	5,529	13,218	19,568
总流动资产	**5,154**	**5,701**	**12,519**	**13,321**	**18,890**
物业、厂房及设备	539	1,249	1,225	1,217	1,182
其他有形资产	2,630	5,126	7,319	7,930	12,177
无形资产	383	428	450	449	448
其他长期资产	4,925	7,697	11,054	14,777	18,913
总长期资产	**8,477**	**14,500**	**20,048**	**24,373**	**32,719**
总资产	**13,632**	**20,201**	**32,567**	**37,695**	**51,609**
短期贷款	100	299	349	399	449
应付账款	4,185	7,041	7,403	7,556	8,892
其他短期负债	7,605	4,285	3,898	3,655	3,800
总流动负债	**11,890**	**11,626**	**11,650**	**11,610**	**13,142**
长期贷款	0	284	274	264	300
其他长期负债	7	9	9	9	9
总长期负债	**7**	**293**	**283**	**273**	**309**
总负债	**11,897**	**11,918**	**11,933**	**11,883**	**13,451**
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	(15,305)	(14,323)	(1,971)	3,206	11,553
股东权益	**(15,305)**	**(14,323)**	**(1,971)**	**3,206**	**11,553**
记作权益的金融工具	17,039	22,602	22,602	22,602	26,602
非控股权益	0	4	4	4	4
总权益	**1,734**	**8,283**	**20,634**	**25,812**	**38,159**

现金流量表 (百万元人民币)

年结12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	(3,061)	(3,744)	(8,261)	(6,587)	(4,015)
合资企业/联营公司收入调整	0	0	0	0	0
折旧及摊销	5,019	8,765	15,438	19,909	22,723
营运资本变动	556	(735)	(6,137)	(8,470)	(9,004)
利息调整	0	112	0	0	0
税费	0	(12)	0	0	0
其他经营活动现金流	97	(374)	(547)	1,492	1,723
经营活动现金流	**2,612**	**4,012**	**492**	**6,345**	**11,427**
资本开支	(5,733)	(10,220)	(12,492)	(15,258)	(17,976)
投资活动	(4,663)	(14,323)	(1)	(1)	(1)
其他投资活动现金流	3,733	13,882	0	0	0
投资活动现金流	**(6,663)**	**(10,661)**	**(12,493)**	**(15,259)**	**(17,977)**
负债净变动	3,412	(4,013)	533	643	383
权益净变动	0	46	13,750	0	0
其他融资活动现金流	0	10,528	0	0	4,000
融资活动现金流	**3,412**	**6,561**	**14,283**	**643**	**4,383**
汇率收益/损失	15	(143)	0	0	0
年初现金	**1,589**	**964**	**733**	**3,015**	**(5,255)**
年末现金	**964**	**733**	**3,015**	**(5,255)**	**(7,421)**

财务比率

年结12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	NA	NA	(12.154)	(9.339)	(5.687)
全面摊薄每股收益	NA	NA	(12.154)	(9.339)	(5.687)
Non-GAAP标准下的每股收益	NA	NA	(11.352)	(8.851)	(5.105)
每股账面值	NA	NA	(2.797)	4.546	16.367
利润率分析(%)					
毛利率	(1.8)	(0.0)	(6.3)	(1.3)	7.8
EBIT利润率	(24.8)	(22.7)	(28.5)	(21.1)	(9.9)
净利率	(27.4)	(21.5)	(33.3)	(20.5)	(10.5)
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	(1.8)	(0.0)	(6.3)	(1.3)	7.8
净利率	(26.8)	(20.2)	(32.3)	(19.5)	(9.4)
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	22.9	21.4
流动比率	0.4	0.5	1.1	1.1	1.4
应收账款周转天数	58.4	42.6	40.0	44.0	50.0
应付账款周转天数	133.6	117.8	100.0	84.0	85.0

资料来源: 公司资料，交银国际预测

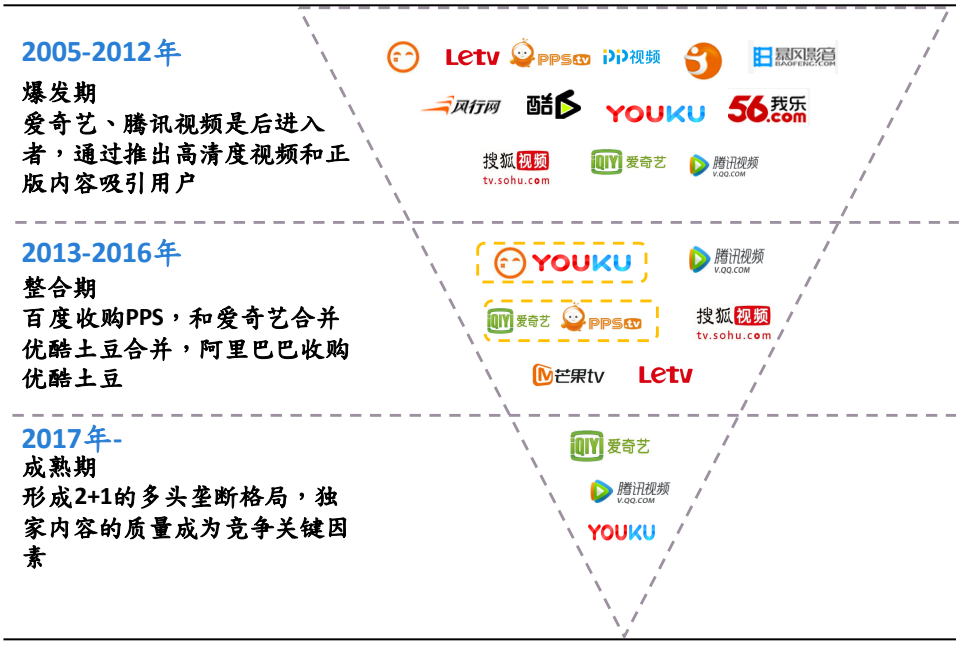
爱奇艺是国内领先视频平台之一

2010 年百度入局在线视频行业，成立独立视频公司“奇艺”，由龚宇出任 CEO，2011 年，品牌升级为“爱奇艺”。在线视频行业从 2005 年在国内兴起，经历了 10 多年的发展，目前已经形成爱奇艺、腾讯视频和优酷并立“2+1”的竞争格局。根据艾瑞数据，我们估计爱奇艺、腾讯视频和优酷对移动网民渗透率分别为 82%、76%、56%。

我们预计 2018 年在线视频行业规模（主要为广告和会员收入）达 770 亿元，前三大平台市场份额为 76%，腾讯视频、爱奇艺、优酷的市场份额分别为 29%、27%和 20%。

我国在线视频网站发展历程

图表 28：在线视频行业发展的三个阶段，目前形成 2+1 的竞争格局



资料来源：公开资料，交银国际

兴起：2004-06 年，国内兴起了一批在线视频网站，代表性平台包括乐视网、土豆网、激动网、PPS、优酷、PPTV 等。按内容和技术特点主要有提供内容的长视频播放网站、依靠用户上传分享，以及通过点对点技术下载视频内容的播放器。在这阶段，视频行业的版权意识和保护环境还非常薄弱，盗版内容充斥，且受制于网速较慢及拍摄工具等因素，长视频的画质清晰度较低。

监管：2008 年起，政府开始对视频行业监管，发放经营牌照，整治盗版。搜狐视频 2008 年开始推出正版及高清视频内容，2010 年百度入局，成立独立视频公司“奇艺”，由龚宇出任 CEO，爱奇艺也以高清和正版内容树立品牌理念。2010-11 年出现三家上市视频网站：美国上市的优酷（YOKU US）、土豆网（TUDO US），以及在中国创业板上市的乐视视频（300104 CH）。

合并：随着版权保护加强带来内容成本上升，资本壁垒提升加剧了行业整合，如爱奇艺和 PPS 合并，优酷和土豆合并。2013 年 5 月，百度以 3.7 亿美元收购 PPS 视频业务，并将其与爱奇艺合并。同年 8 月，优酷与土豆以换股形式合并，合并后土豆退市。2015 年阿里巴巴入局，宣布收购优酷土豆，作价 45 亿美元，该交易在 2016 年 4 月完成私有化，优酷成为阿里巴巴全资子公司。

行业已形成腾讯视频、爱奇艺、优酷多头垄断的 2+1 竞争格局。我们认为 2017 年是自制内容爆发元年，标志着视频平台将以独家内容为竞争要素获取用户并进行付费转化，爱奇艺、腾讯视频和优酷三家占据市场份额 71%，中小平台在资金能力和内容自制上都难以和三大平台抗衡，2+1 的多头垄断格局基本形成。

图表 29：在线视频平台介绍，爱奇艺、腾讯视频进入时间较晚

	土豆网于 **2004 年**成立，2005 年正式上线，创始人为王微，最早是由用户制作视频上传分享内容，是全球最早的视频网站之一，在 2011 年纳斯达克上市（NASDAQ: TUDO），市值为 8.22 亿美元。2012 年与优酷合并为优酷土豆，随后退市。阿里巴巴在 2016 年收购优酷土豆，2017 年土豆转型为短视频平台。
Letv	乐视视频成立于 **2004 年**，2010 年在中国创业板上市，因经营不善，2017 年公司亏损 138.78 亿元，创始人关联方仍有 72.8 亿欠款未偿还。
搜狐视频 tv.sohu.com	搜狐视频，前身是搜狐宽屏，是搜狐旗下的视频平台，创立于 **2004 年**底，是国内较早推崇正版优质内容的平台，于 2008 年底推出正版高清影视剧，2011 年开始发力自制剧，打造著名 IP 包括《屌丝男士》、《无心法师》和《法医秦明》等。
PPS.tv	PPS 创办于 **2005 年**，由雷量、张洪禹完成研发，基于网络 P2P 技术传输各类视频内容，2012 年覆盖 1/3 视频用户，2013 年被百度以 3.7 亿美元收购，与爱奇艺合并。
PP视频	PPTV 成立于 **2005 年**，2013 年获得苏宁和弘毅战略投资，2015 年宣布进入手机行业，2017 年改名"苏宁体育"，未来将重点发展体育业务。
风行网 WWW.FUN.TV	风行网成立于 **2005 年**，是 SMG 旗下影视点播平台。
酷6	酷 6 于 **2006 年**成立，主打 UGC 内容，2009 年被盛大集团收购，和友华世纪合并上市。
YOUKU	优酷在 **2006 年**由古永锵创立，2010 年 12 月纽交所上市（NYSE: YOKU），2012 年和土豆合并为优酷土豆，2016 年完成私有化成为阿里巴巴全资子公司。
iQIYI 爱奇艺	百度在 **2010 年**成立"奇艺"独立视频公司，2011 年品牌升级为"爱奇艺"，龚宇任 CEO，2018 年 3 月 29 日，在美国纳斯达克上市（NASDAQ: IQ）。
腾讯视频 V.QQ.COM	腾讯旗下腾讯视频是 **2011 年**正式上线运营，2016 年推出品牌理念"不负好时光"，目前是国内最大的视频平台之一，截至 2018 年 8 月，拥有付费会员 7400 万。
芒果tv	芒果 TV 是湖南广播电视台旗下的网络视频平台，提供湖南卫视所有栏目内容，在 **2014 年** 4 月上线。

资料来源：百度百科，交银国际

在线视频网站用户规模

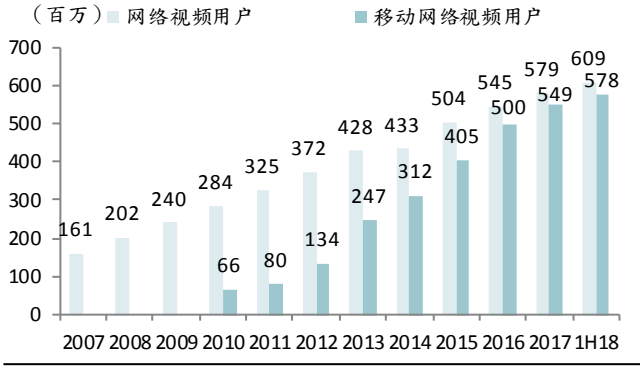
2018 年上半年，我国互联网用户规模达到 8 亿（CNNIC 资料），较 2005 年的 1.1 亿增长了 7 倍，2018 年上半年移动互联网用户数达 7.9 亿，对互联网用户的渗透率高达 98%，较 2005 年的 5000 万用户规模增长了近 15 倍。

互联网视频用户在 2018 年上半年达到 6 亿，对互联网用户的渗透率达 76%，较 2007 年 1.6 亿上涨了~4 倍。移动视频在 2010 年智能机涌现后开始普及，2018 年上半年移动视频用户为 5.8 亿，占移动网民 73%，较 2010 年的 6600 万用户上涨了~9 倍。

视频用户的增长受益于网络基础设施提升、光纤宽带普及、智能机及移动 4G 网络普及，以及下载速度改善等因素。根据 CNNIC，2018 年上半年光纤宽带的普及率达 87%，较五年前提升了 65%，20M 以上宽带接入用户占比近半。移动互联网接入流量在 2018 年上半年达到 266 亿 GB，同比增 200%，移动 4G 网络平均下载速率和宽带持平。

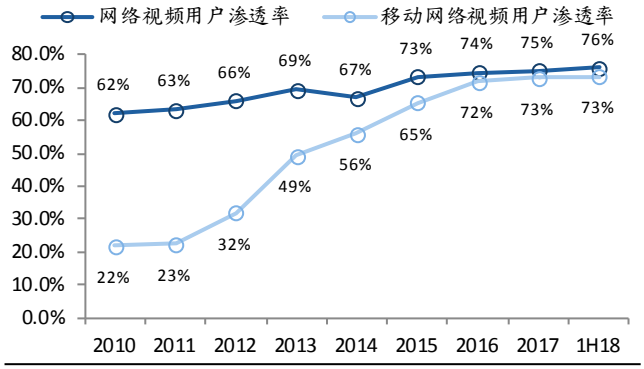
网络视频的普及一定程度上分流了传统电视受众，抢占了电视用户时间。根据 CSM 数据显示，近几年我国电视观众的用户规模呈下滑趋势，电视观众到达率（即每天打开电视的用户）由 2014 年上半年 64.5%下滑至 2018 年上半年 52.5%，下降了 12 个百分点，同时，CSM 调研显示电视观众每日收看时长也在下降，2014 年上半年用户每日观看 163 分钟，2018 年上半年每日观看 132 分钟，而分年龄段收看时长来看，只有 65 岁以上群体的老人收视时长保持稳定，其他年龄段的用户收视时长均小幅下滑。

图表 30: 2018 年上半年网络视频用户为 6.1 亿，移动视频用户为 5.8 亿



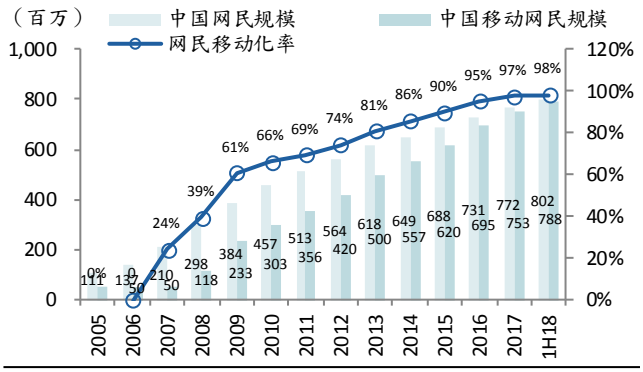
资料来源: CNNIC，交银国际

图表 31: 视频用户对网民渗透率达 76%，移动视频用户渗透率达 73%



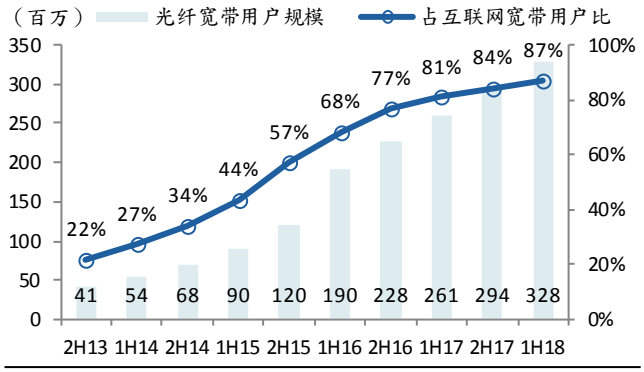
资料来源: CNNIC，交银国际

图表 32: 互联网用户 8 亿，移动网民达 7.9 亿



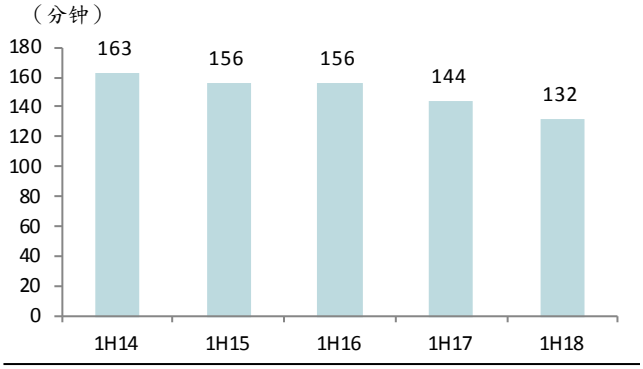
资料来源: CNNIC，交银国际

图表 33: 光纤宽带的普及率



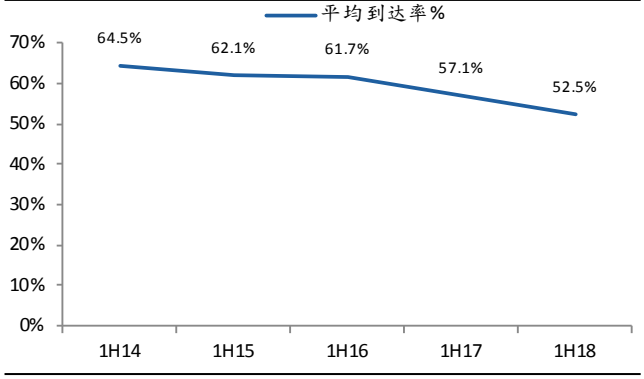
资料来源: CNNIC，交银国际

图表 34:电视观众平均每日收视时长逐年减少



资料来源: CSM 媒介研究，交银国际
注：该数据为抽样调查显示的观众每日人均收视时长

图表 35：电视观众规模（到达率）呈下滑态势



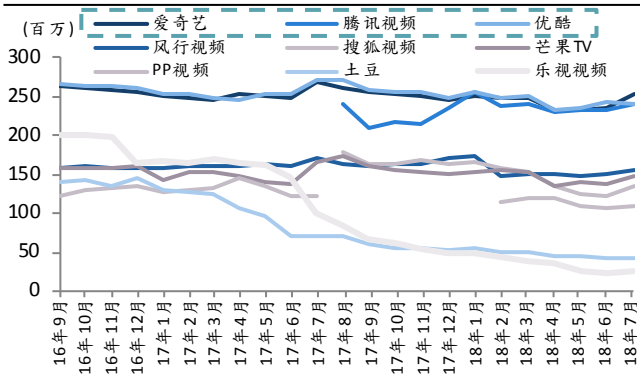
资料来源: CSM 媒介研究，交银国际
注：均到达率为每日打开电视的用户占整体电视用户的比例

主要在线视频网站用户数据

头部的视频网站 PC 端 MAU 保持平稳，根据艾瑞数据，三大平台爱奇艺、腾讯视频、优酷的活跃用户数（2018 年 7 月）分别为 2.5 亿、2.4 亿、2.4 亿，对网民的渗透率分别为 31%、30%、30%。第二梯队的网站如风行视频、芒果 TV、搜狐视频、PP 视频的 MAU 达 1.56 亿、1.47 亿、1.34 亿和 1.09 亿，对网民的渗透率为 19%、18%、17%、14%。土豆因为转型做短视频网站，乐视视频因为欠款等因素，两个平台的用户流失较为明显。

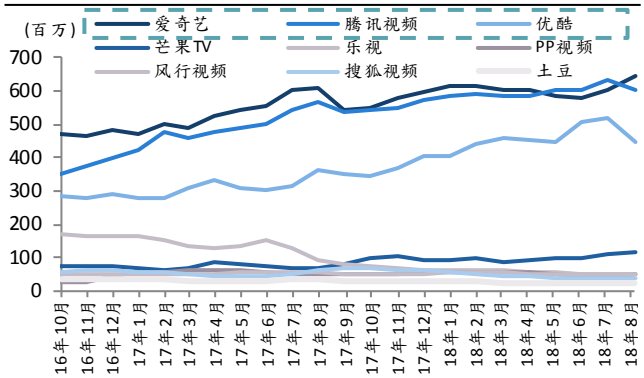
头部平台的移动端 MAU 保持小幅增长趋势，特别是爱奇艺和腾讯视频，优酷在 2018 年 2 季度流量有所下滑。根据艾瑞数据，2018 年 7 月，爱奇艺、腾讯视频、优酷的 MAU 分别为 6.4 亿、6 亿和 4.45 亿，对移动网民的渗透率分别为 82%、76%、56%。三大以外的平台中，除了芒果 TV MAU 超过 1 亿（渗透率为 15%），其他平台都在 5000 万以下。

图表 36: PC 端 MAU 基本平稳，三大视频网站对网民渗透率达 91%



资料来源: 艾瑞，交银国际

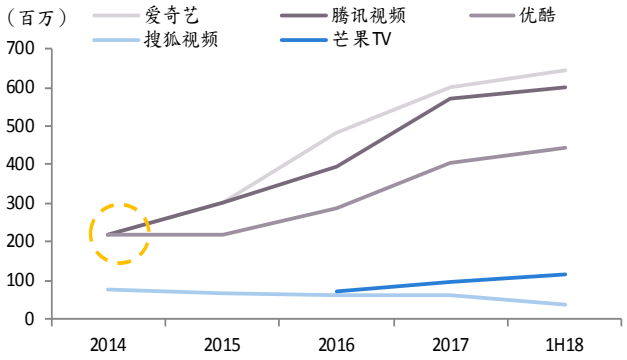
图表 37:移动端 MAU 小幅增长，爱、腾、优移动网民渗透率分别为 82%、76%、56%



资料来源: 艾瑞，交银国际

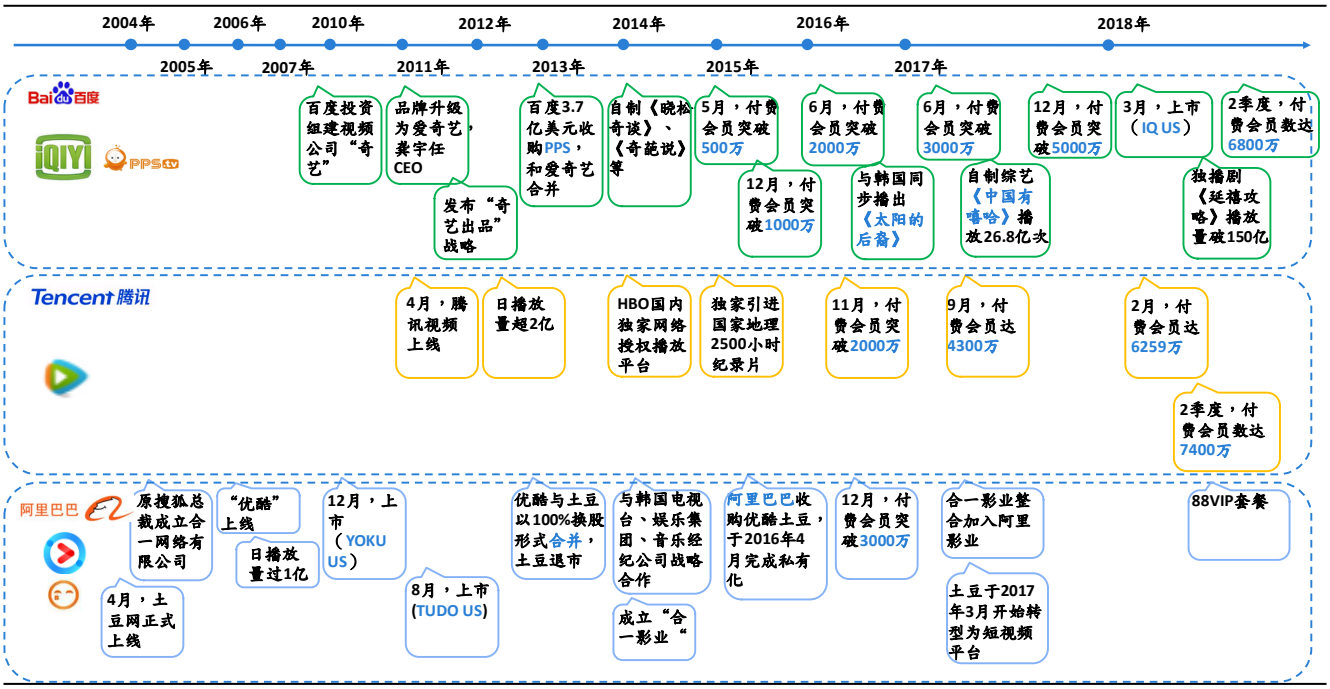
优酷土豆凭借先发优势曾是行业第一，但市场地位逐渐被后进入的爱奇艺和腾讯视频替代。我们看到 2014 年，三大平台移动端用户数相当，而经过近几年的发展，最早美股上市的优酷土豆在被收购和退市之后，领先优势逐渐被后进入者爱奇艺和腾讯视频取代。

图表 38：移动端 MAU 变化趋势来看，后来者爱奇艺、腾讯视频逐步超越曾经最大的视频平台优酷土豆



资料来源：艾瑞，交银国际

图表 39：三大视频网站发展历程，优酷土豆最先上市，后被阿里收购私有化，爱奇艺在 2018 年 3 月纳斯达克上市

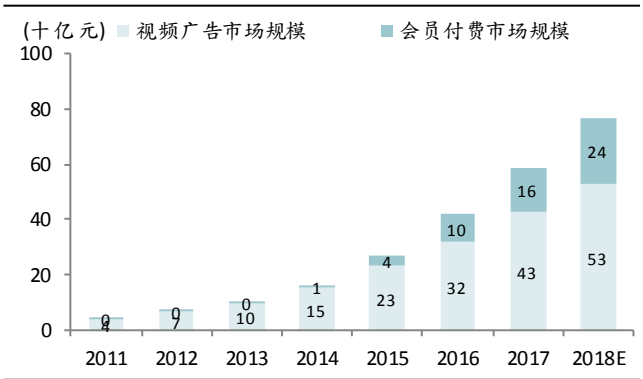


资料来源：公开资料，交银国际

国内在线视频网站市场规模预计 2018 年达 770 亿元

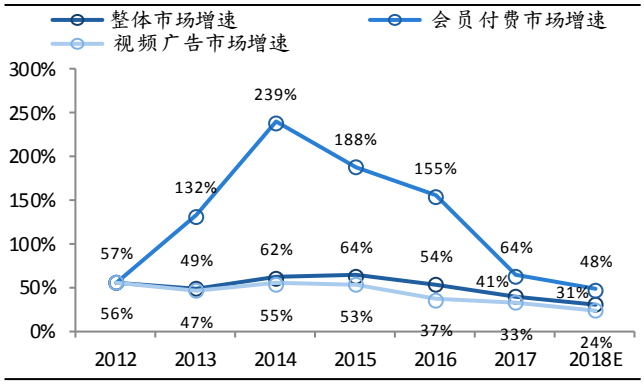
预计整体视频行业收入 2018 年达 770 亿元，会员付费收入增长快于在线广告。广告和会员付费是在线视频平台最主要的两种变现模式，其他变现形式还包括版权分销及衍生、游戏联运、硬件销售以及直播等。此处视频行业规模主要纳入广告和会员收入作为考量，我们预计整体视频行业收入在 2018 年达 770 亿元，过去 8 年保持 51%的复合增长。艾瑞预计 2018 年在线视频广告行业规模为 530 亿元，在过去 7 年保持 43%的复合增长。根据我们的估算，视频会员付费行业规模在 2018 年将达到 240 亿元，在过去 4 年间保 106%的复合增长。未来，我们预计付费会员收入增速将快于广告收入。

图表 40：预计 2018 年视频行业收入 770 亿元



资料来源: 艾瑞，交银国际预测

图表 41: 2018 年会员付费规模同比增速达 48%，广告收入增速达 24%



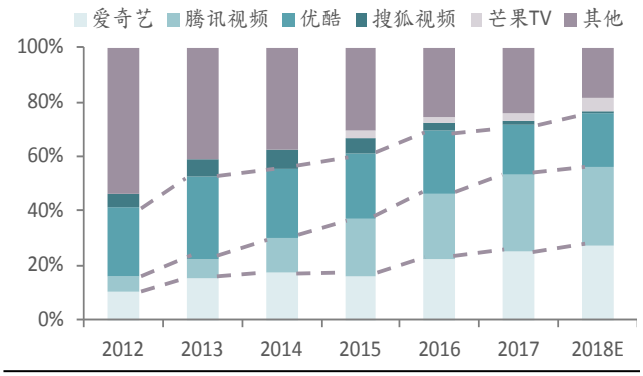
资料来源: 艾瑞，交银国际预测

主要视频网站的市场份额，爱腾优占 76%

前五大平台逐步整合市场，我们预计 2018 年份额将达到 82%。我们估算了各视频平台广告和会员收入的总和来考量各自的市场份额，2012 年到 2017 年，前五家视频平台的收入份额从 46%逐步提升至 76%（芒果 TV 在 2014 年上线，收入从 2015 年开始产生），我们预计 2018 年市场进一步整合，该比例将达到 82%。

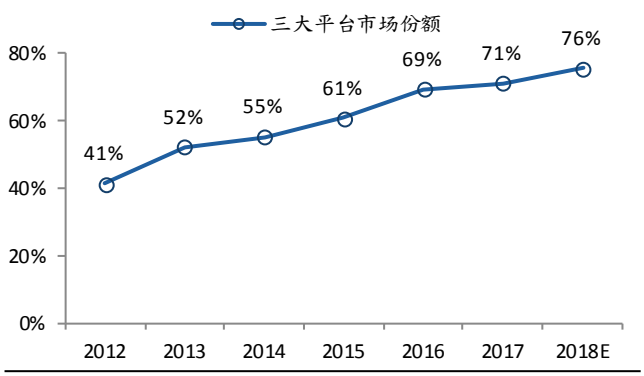
我们预计 2018 年爱腾优三大平台市场份额为 76%。2012 年三大平台的整体份额为 41%，2017 年逐步整合市场达到 71%，我们预计 2018 年该比例将达到 76%。过去优酷领先优势较为明显，2012 年优酷市场份额为 26%，爱奇艺 10%，腾讯视频 5%。到 2017 年，腾讯视频的市场份额达 28%，爱奇艺达 25%，优酷为 18%。2018 年，我们预计腾讯视频、爱奇艺、优酷的市场份额分别为 29%、27%和 20%。

图表 42:前五大平台市场份额为 76%，预计 2018 年达到 82%



资料来源: 爱奇艺，搜狐，芒果超媒，交银国际预测
注:此处收入仅考虑了广告和会员付费收入，爱奇艺的版权分销及其他业务收入未纳入计算

图表 43： 2017 年三大视频平台市场份额 71%，预计 2018 年增加至 76%



资料来源: 爱奇艺，搜狐，芒果超媒，交银国际预测

广告行业：爱奇艺原创多种广告形式

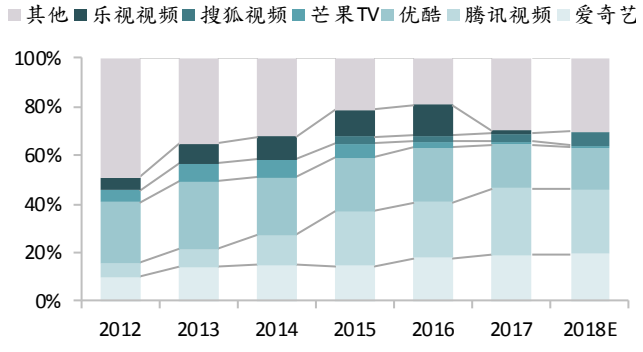
艾瑞预计 2018 年在线视频广告行业规模为 530 亿元，我们预计 2018 年市场份额，爱奇艺/腾讯视频/优酷各占 20%/27%/17%。2017 年爱奇艺广告收入为 82 亿元，我们预计 2018 年达到 106 亿元，同比增 30%。2017 年广告收入 90%来自于品牌广告，10%为信息流广告，我们预计 2018 年信息流广告增速快于前者，主要受益于短视频 app“纳逗”中增加的信息流广告位及广告单价增长，对广告收入贡献提升至 20%。

我国整体广告营业额增速较为平缓，占 GDP 比重 0.8%。艾瑞预测互联网广告未来两年仍保持 20%以上的同比增速，其他媒介广告收入增长乏力。2017 年视频广告收入为 430 亿元，艾瑞预测 2018 年增速为 24%，低于社交网站 51%和电子商务平台 41%。BAT 三家的广告收入占互联网广告市场份额总和在 2016-18E 年分别为 52.8%、53.8%和 55.6%，持续缓慢整合市场。按 2017 年收入份额来看，爱奇艺占比 2.1%，我们预计 2018 年爱奇艺占比为 2.0%）。

预计视频网站广告市场 2018 年增 24%，腾讯占 27%，爱奇艺占 20%

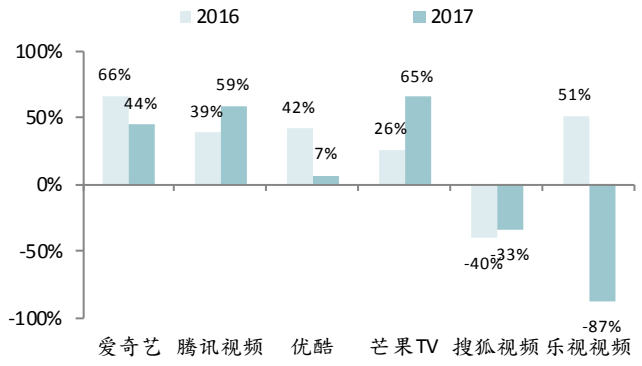
我们估算腾讯视频广告收入全行业最高，其次为爱奇艺、优酷。2017 年各视频网站的市场份额排序依次为腾讯视频（27%）、爱奇艺（19%）、优酷（18%）、芒果 TV（3%）和搜狐视频（1%）和乐视视频（1%）。我们预计 2018 年，腾讯视频份额为 27%，爱奇艺为 20%，优酷为 17%。从 2012 年到 2017 年，随着流量向头部集中，三大平台广告收入份额从 41%提升至 64%。从增速来看，芒果 TV、腾讯视频和爱奇艺在 2017 年的同比增速最高，分别为 65%、59%和 44%，高于行业增速（33%）。

图表 44: 腾讯视频、爱奇艺和优酷广告收入份额在 2017 年达 64%



资料来源: 交银国际预测

图表 45: 芒果 TV、腾讯视频、爱奇艺收入增速最高



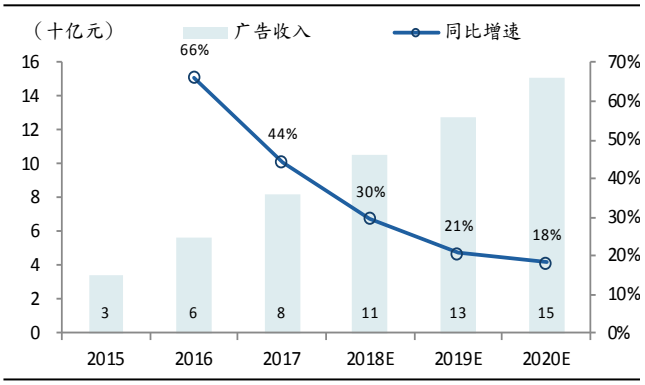
资料来源: 交银国际预测

预计 2018 年爱奇艺广告收入同比增 30%，广告位增加是推动力

2017 年爱奇艺广告业务收入为 82 亿元，我们预计 2018 至 2020 年广告收入同比增速分别为 30%/21%/18%。

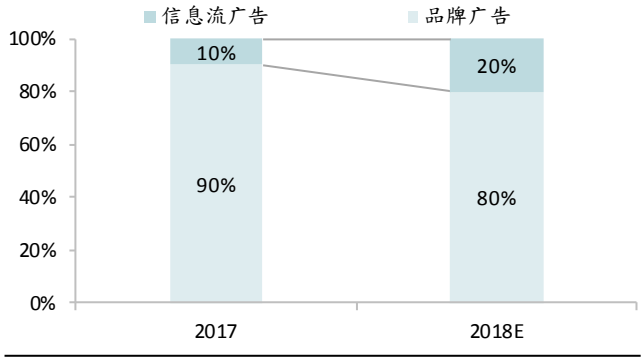
爱奇艺将广告收入分为品牌广告和信息流广告两类，2017 年品牌广告占 90%，信息流广告占 10%。过去品牌广告主要是贴片广告，随着自制和独家内容占比提升，目前爱奇艺品牌广告中一半收入来自贴片，一半来自赞助植入类广告（包括视频内容中的角标、创可贴广告，以及自制综艺广告冠名）。我们预计 2018 年信息流广告增速较快，主要来自短视频 app“纳逗”中增加的信息流广告位及信息流广告价格的增长，信息流广告收入对整体广告业务的贡献将达到约 20%。

图表 46: 爱奇艺广告业务收入及增速, 2015-20E



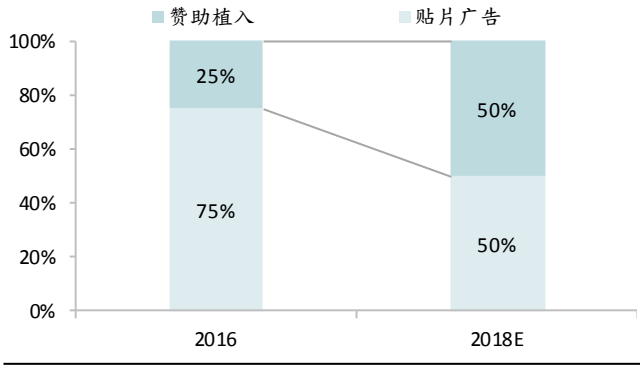
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 47: 预计 2018 年品牌广告占 80%，信息流广告占 20%



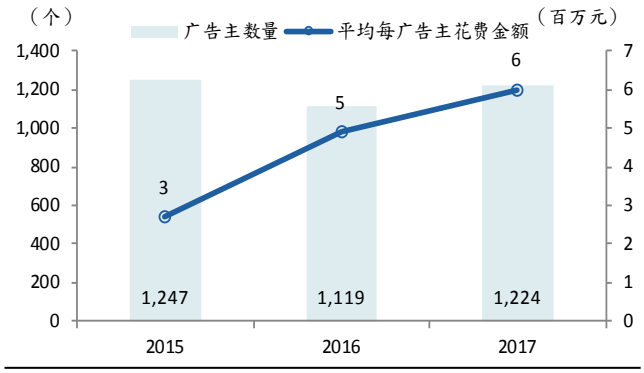
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 48: 爱奇艺品牌广告 50%为贴片，50%为赞助植入



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 49: 品牌广告主数量基本稳定，平均花费在上升



资料来源: 公司资料, 交银国际

所有非信息流广告都被计入品牌广告中，主要包括用户在观看视频时接收到的广告，如图表 50 所示，有 1）贴片广告，包括非会员在观看视频前需要收看 120 秒的视频广告；2）中插广告，在视频播出过程中插入的视频广告；3）在视频画面中的暂停页面广告、角标广告、创可贴（在画面中间出现）及红包广

告；4）部分网络剧还会拍摄小剧场广告，广告内容通过影视剧演员在电视剧场景中进行展现。还包括用户在观看视频内容以外可能接收到的广告，如开屏广告、焦点图广告，如图表 50 所示。

信息流广告主要在 1）爱奇艺主 app 的推荐页和频道页，如图表 51 所示。以及短视频 app“纳逗”的推荐页和频道页中，如图表 53 所示。

图表 50: 爱奇艺视频相关广告为主要包括贴片、中插、创可贴、角标等



资料来源: 爱奇艺 app, 交银国际

图表 51: 爱奇艺非视频相关广告有开屏广告和信息流广告

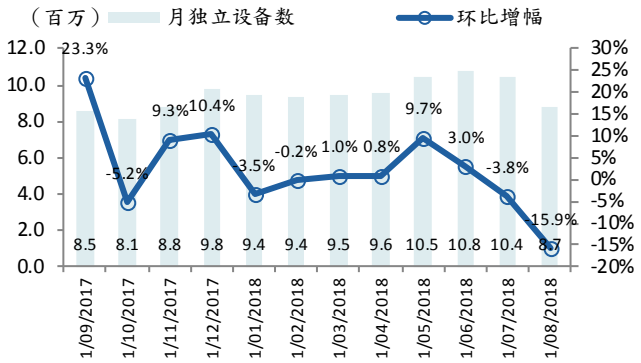


资料来源: 爱奇艺 app, 交银国际

纳逗短视频 app 提升信息流广告收入。纳逗是爱奇艺于 2016 年 11 月推出的短视频 app，最初命名为“爱奇艺头条”，主要以资讯为主，同时提供影视、热点、八卦等信息，主要内容为 PGC 和 PUGC 剪辑短视频。2018 年 3 月改名为“纳逗”，并进一步拓展到目前的 27 个频道。纳逗 app 内每个频道下都设有信息流广告位，是目前拉动爱奇艺信息流广告增长的主要产品。爱奇艺在短视频方面采取矩阵模式，旗下短视频平台包括娱乐向的“纳逗”、短视频制作 app“吃鲸小视频”以及 9 月份刚刚上线的面向中老年群体的“爱奇艺锦视”。

纳逗主要是靠其自有渠道和“邀请收徒”的模式拉新，用户大部分来源于爱奇艺。根据艾瑞的数据，截至 2018 年 8 月的一年中，纳逗的 MAU 基本维持在 800 万到 1100 万之间。

图表 52: 纳逗 MAU 最高达到 1100 万



资料来源: 艾瑞, 交银国际

图表 53: 广告位在各频道第 6 和第 11 个信息流



资料来源: 纳逗 app, 交银国际

腾讯视频广告刊例价格高于爱奇艺和优酷。根据公开信息，我们整理了爱奇艺、腾讯视频和优酷的广告刊例价格，如图表 54 所示，整体来看，爱奇艺和优酷广告定价在相同水平，腾讯视频高于另外两个平台。例如，15 秒贴片广告定价，爱奇艺和优酷价格一致，腾讯视频提供保证曝光量和不保证曝光量的价格，保证曝光量的贴片广告收费更高，最高达到 215 元/CPM，比爱奇艺和优酷最高价格高出 50%。

实际价格约为刊例价格的 2-3 折。刊例价为公司定价，行业内普遍会提供不同程度的折扣，我们估算视频平台收取的实际价格是刊例价格的 2-3 折。

爱奇艺广告类型更创新和多元化，例如创可贴、角标等广告位是爱奇艺首创。爱奇艺的广告位置更多元化，较为创新的广告位包括创可贴、红包、角标广告等，结合视频内容的爆点传播广告。但我们认为过多的广告内容也一定程度上影响了付费用户的观看体验，目前会员除了可以过滤 120 秒的前贴片广告，仍需要接收中插、创可贴等广告。

图表 54：三大视频平台 2018 年广告刊例价格

		爱奇艺	腾讯视频	优酷
15 秒前贴片	**常规**	40-140 元/CPM	50-215 元/CPM	45-140 元/CPM
	版权大剧/版权综艺/自制剧	70-180 元/CPM		80-180 元/CPM
	自制综艺	90-300 元/CPM		90-300 元/CPM
15 秒后贴片		NA	30-120 元/CPM	NA
中插		15 秒贴片*110%	50-215/CPM	NA
暂停		15 秒贴片*70%	15 秒贴片*75%	15 秒贴片*60%
角标	**静态**	15 秒贴片*40%	15 秒贴片*70%	15 秒贴片*55%
	动态	15 秒贴片*60%	NA	
创可贴		15 秒贴片*70%	NA	NA
红包		15 秒贴片*50%	NA	NA
精准产品		80-100 元/CPM	NA	60-180 元/CPM
开屏		20-70 万元/CPD	130-295 元/CPM（约 200-500 万/CPD）	130-170 万元/CPD
巨幕		150-250 万元/CPD	NA	NA
通栏广告		5-100 万元/CPD		
焦点图		35-80 元/CPM	175-325 元/CPM	80 万元/CPD

资料来源：公开资料，交银国际

爱奇艺付费会员数继续增长，2019 年超广告收入

2014 年至 2016 年是视频付费的起步阶段，期间视频付费收入规模增长 10 倍至 100 亿元，2017 年达到 160 亿元，我们预计未来三年市场仍会受益于会员数量的增加而持续高速增长，预计到 2022 年视频付费收入将达到 560 亿元，仍有 2.3 倍上升空间。2017 年视频付费用户数达到 1.67 亿，我们预计 2018 年增至 2.52 亿。

视频付费市场份额来看，三大平台逐步抢占了中小平台份额，2015 年爱腾优的份额为 74%，我们预计 2018 年达到 93%。我们估算 2017 年，爱奇艺份额为 40%，腾讯视频为 32%，优酷为 17%。我们预计 2018 年爱腾优三家的会员收入份额分别为 44%、33%和 16%。

我们估算到 2018 年底，爱奇艺付费会员规模为 8300 万，腾讯视频为 8200 万，优酷为 4900 万，付费率分别 14%、14%和 11%。各平台都在通过内容自制提高独家内容供应以吸引用户付费，内容库收费观看比例逐年提高。2017 年电视剧内容库收费观看比例，爱奇艺为 51%，腾讯视频为 29%，优酷为 64%。

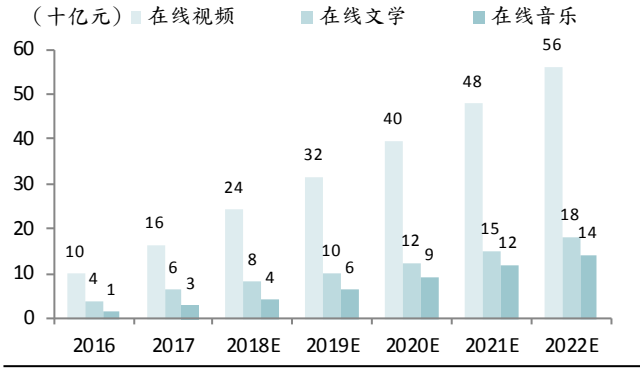
2017 年爱奇艺付费会员收入为 65 亿元，同比增长 74%，付费用户为 5100 万，付费率为 12%。我们预计 2018 年至 2020 年付费会员收入同比增 58%/38%/ 21%，主要为付费会员数量增长拉动，我们预计 2018 年至 2020 年，爱奇艺用户的付费率为 14%/16%/18%。2018 年用户平均付费金额预计为 154 元，短期内有小幅下滑，主要因新用户花费金额低于整体用户，长期我们认为用户付费金额仍有上升空间，对标歌华有线的 190 元。

付费会员市场仍有 1 倍以上的增长空间

相较于网络文学和在线音乐，我国视频付费市场规模最大，付费转化率最高，主要因用户对需付费观看的视频内容需求更为强烈。2017 年，在线视频、文学和音乐会员付费市场规模分别为 160 亿元、60 亿元和 30 亿元。我们预计今年在线视频、文学和音乐会员付费收入将达到 240 亿元、80 亿元和 40 亿元，受益于付费率的持续提升，我们预计到 2022 年将分别达到 560 亿元、180 亿元和 140 亿元。

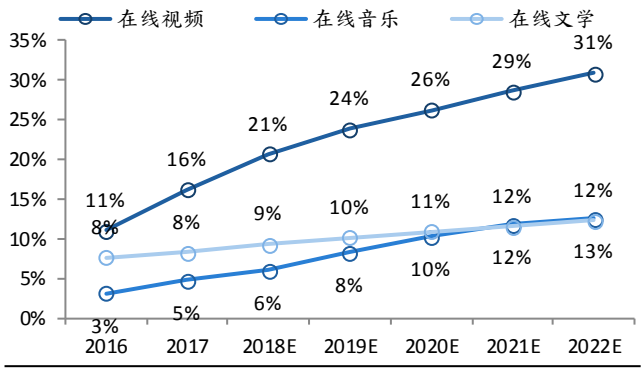
国内用户整体付费习惯较差，月度付费用户口径，2017 年视频行业付费率为 16%，文学 8%，音乐 5%。目前国内付费率仍较低，从月度付费用户数口径来看，2017 年视频行业付费率为 16%，文学为 8%，音乐为 5%，我们认为未来付费率将继续受益于独家优质内容的付费化、版权环境的改善，和用户付费意识的加强，国内内容付费会员还有较大的增长空间。我们预计到 2022 年，视频、文学和音乐付费率（月度付费用户数/MAU）将达到 31%、12%和 13%。

图表 55: 在线视频、文学、音乐付费市场规模在 2018 年预计为 240 亿、80 亿和 40 亿元



资料来源: 交银国际预测

图表 56: 月度付费用户付费率，2018 年视频、文学和音乐预计为 21%、9%和 6%

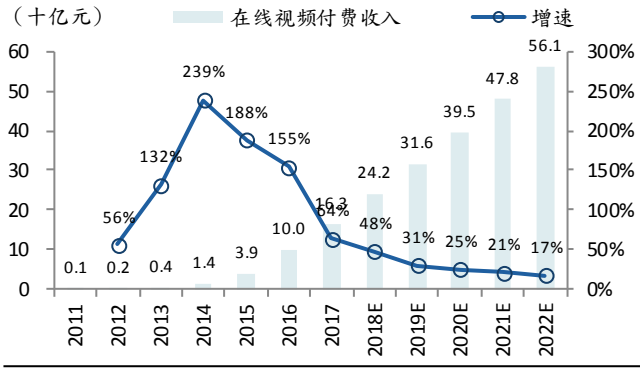


资料来源: 交银国际预测
注：文学和音乐为月度付费用户数口径，为方便比较，此处视频付费率计算将存量口径转化为月度付费用户数口径计算得出

我们预计未来 4 年视频付费市场规模还有 1 倍多的增长空间。我们认为国内用户相对缺乏对内容付费的习惯，在线视频平台在过去 7-8 年对内容付费进行了探索和用户教育，实现了不错的成果，2014-16 年是视频付费的起步阶段，视频付费收入增长 10 倍至 100 亿元，我们预计近三年视频付费市场仍会受益于会员数量的增加而持续高速增长，我们预计到 2022 年视频付费收入将达到 560 亿元，是今年的 2.3 倍。

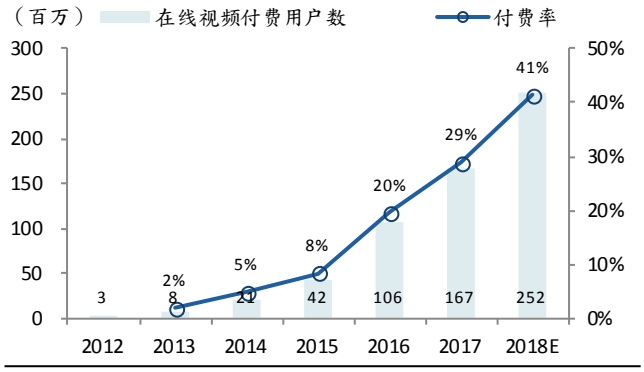
国内视频用户数天花板较高，预计 2018 年整体付费会员规模将达到 2.5 亿。过去几年，视频付费会员数和付费率都保持不错的增长态势，2017 年视频付费会员达到 1.67 亿，对视频用户的渗透率（付费率）为 29%，我们预计 2018 年会员规模增长至 2.5 亿（非去重），对视频用户的渗透率达到 41%。对标美国 Netflix，全球付费会员数在 2018 年 2 季度达到 1.3 亿（2012 年为 3300 万），付费率为 96%（2012 年为 91%）。

图表 57: 在线视频付费市场在 2014-16 年间增长近 10 倍，我们预计到 2018-22 年仍有翻倍的潜力



资料来源: 交银国际预测

图表 58: 2017 年视频付费用户数[1]达到 1.67 亿，我们预计 2018 年增至 2.52 亿

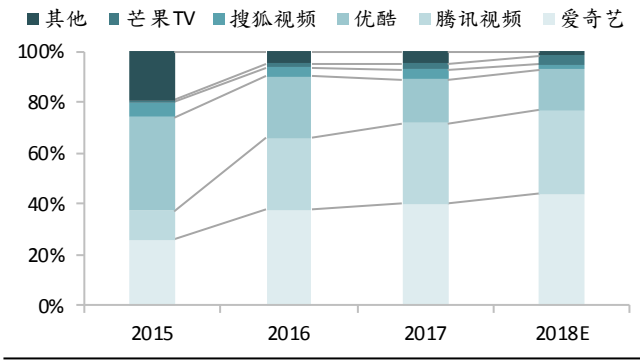


资料来源: 交银国际预测
注：1.此处计算口径为年底存量视频付费用户数（为平台间非去重的付费会员账号数），是通过计算主要平台视频付费用户数加总得出

2018 年，爱腾优付费会员收入份额分别为 44%、33%和 16%

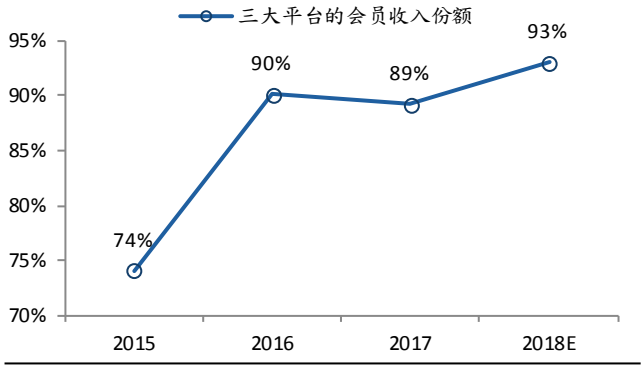
我们预计 2018 年爱腾优三家的付费会员收入占市场 93%。三大平台逐步抢占了中小平台的份额，2015 年爱腾优三家平台的份额为 74%，到 2018 年，我们预计达 93%。2017 年，爱奇艺份额为 40%，腾讯视频为 32%，优酷为 17%。我们预计 2018 年爱腾优三家的会员收入份额分别为 44%、33%和 16%。

图表 59: 在线视频会员收入份额，爱奇艺领先，腾讯视频和优酷次之



资料来源: 各家公司资料，交银国际预测

图表 60：三大平台的会员收入市场份额预计在 2018 年达到 93%，基本垄断市场



资料来源: 各家公司资料，交银国际预测

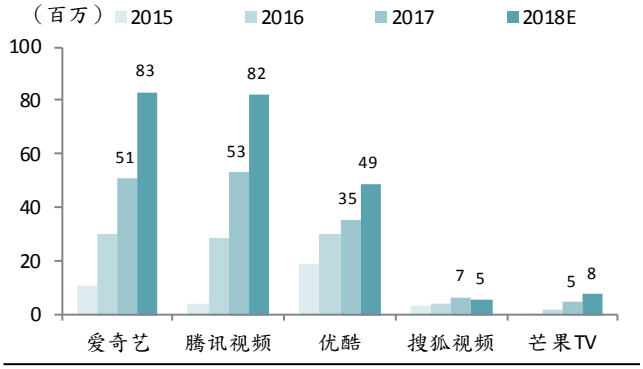
主要视频平台付费率：爱奇艺、腾讯 2018 年超 14%，Netflix 为 96%

腾讯视频和爱奇艺的付费会员规模齐头并进，爱奇艺调研显示其付费会员平均有 1.5 个视频平台付费账号。付费会员规模来看，优酷在 2017 年被爱奇艺和腾讯赶超，目前腾讯和爱奇艺的付费会员规模相近，2018 年 2 季度爱奇艺付费会员数为 6900 万，腾讯也宣布其在 2 季度会员数达到 7400 万，我们估算 2018 年底爱腾优三大平台的视频付费会员为 8300 万、8200 万和 4900 万。

预计 2018 年爱奇艺和腾讯视频的付费率均能达到 14%。平台付费用户数占整体 MAU 的比例来看，2017 年爱奇艺为 12%，腾讯视频为 9%，优酷为 9%，搜狐视频为 11%，芒果 TV 为 5%，我们预计到 2018 年底，各平台的付费率持续提升，爱奇艺将达到 14%，腾讯视频 14%，优酷 11%。

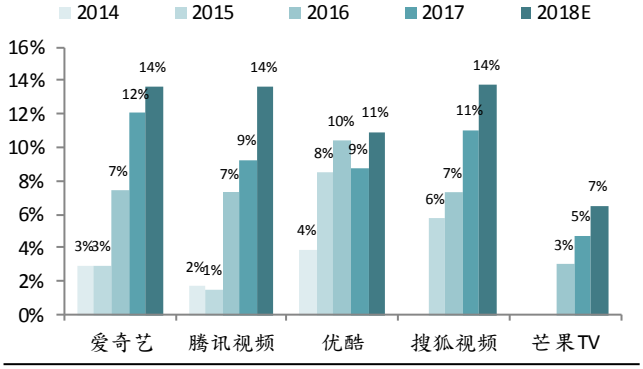
从付费率来看，付费会员的增长空间较高。由于国内互联网用户基数庞大，目前爱奇艺和腾讯视频付费率仅 11%和 12%，但其付费用户规模（爱奇艺 6900 万和腾讯视频 7400 万）已经赶超了 Netflix 在美国本土的付费会员数量（5300 万）。

图表 61: 我们预计 2018 年爱、腾、优付费会员达 8300 万、8200 万、4900 万



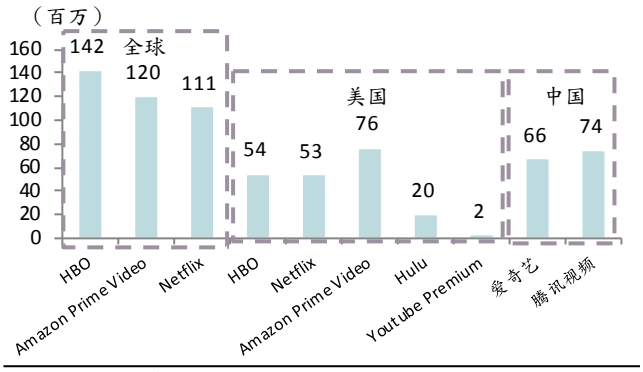
资料来源: 各家公司资料，交银国际预测

图表 62: 2018 年爱、腾、优付费率预计为 14%、14%、11%



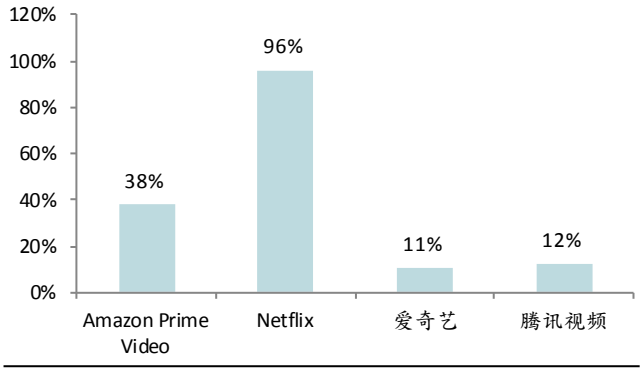
资料来源: 各家公司资料，交银国际预测

图表 63: 国内视频平台的付费会员规模已超 Netflix 美国本土会员数



资料来源: 公开信息，交银国际
注：Netflix、Hulu、爱奇艺、腾讯视频为 2018 年 2 季度数据，其他平台为 201[illegible] 年底数据

图表 64: 对标美国，国内视频平台付费率增长空间巨大



资料来源: 各家公司资料，交银国际预测
注：Netflix、爱奇艺、腾讯视频付费率为 2018 年 2 季度数据，其他为 2017 年底数据

我们整理了国内在线视频平台会员付费业务的发展历程（如附录-图表 196 所示），主要有三个阶段：2010-11 年，在线视频平台陆续开设会员付费业务，付费内容以电影为主，付费模式包括会员包月（30 元/月）和按次收费（2-3 元/影片）。2012-14 年，在线视频网站主要通过获取海外精品影视内容吸引用户购买会员。2015 年开始，限外令及打击盗版大大提升版权内容成本。三大平台中，爱奇艺是最早开启内容自制策略，2014 年推出自制综艺《奇葩说》，2015 年推出首部网络剧《盗墓笔记》，2016 年《老九门》成为首部播放量破百亿的自制剧。独家内容的品质和数量不断提升，有效拉动了视频会员数量的激增。

独家内容和过滤广告是用户付费的主要动因。我们认为爱奇艺付费会员的付费因素最重要的为 1）跳过广告；2）提前收看剧集；3）为独家内容付费。付费用户购买套餐占比来看，最多的是购买单月的会员，占 43%，连续包月会员占 27%。

视频平台付费内容占比逐年提升，优酷最高，爱奇艺次之

视频平台付费内容占比逐年提升，其中优酷最高，爱奇艺其次，腾讯视频最低。我们整理了三大视频平台内容库付费内容的比例，发现占比在过去几年逐年提高。电视剧方面，2018 年上线内容中，优酷的付费内容占比达 64%（同比提升 15 个百分点），爱奇艺为 51%（同比提升 24 个百分点），腾讯视频为 29%（同比提升 11 个百分点）。电影付费内容占比方面，腾讯为 87%（同比提升 45 个百分点），优酷为 81%（同比提升 49 个百分点），爱奇艺为 71%（同比提升 49 个百分点）。综艺付费内容占比较低，腾讯和优酷该比例都在 11%。

图表 65：三大视频平台付费内容占比 2015-18

		2015 (%)	2016 (%)	2017 (%)	2018 (%)
爱奇艺	电视剧	NA	16	27	51
	电影	NA	27	22	71
腾讯视频	电视剧	4	20	18	29
	电影	29	35	41	87
	综艺	4	6	10	11
优酷	电视剧	27	30	49	64
	电影	31	21	32	81
	综艺	2	4	11	11

资料来源：爱奇艺，腾讯视频，优酷，交银国际
注：2018 年数据截至 9 月 12 日

视频平台会员定价差异不大，估算 2017 年爱腾优 ARPU 为 161 元/127 元/87 元

三大平台包月套餐权益和价格没有差异。我们比较了爱奇艺、腾讯视频和优酷的会员包权益和定价，基本没有差异，如图表 66 所示，适用于电脑、手机和平板三屏的会员包月价格 20 元，包季度价格为 58 元，包年价格为 198 元（16.5 元/月），如果包含在电视端的四屏通用会员，价格需要翻倍。

爱奇艺推出新用户首月 6 元的优惠吸纳付费用户。在会员拉新促销上，爱奇艺推出了新用户首月 6 元的优惠计划；腾讯视频在每年 12 月份会提供相当于五折的会员充值优惠，例如充值 6 个月，多赠送 6 个月；阿里巴巴则为支付宝、天猫用户给与积分兑换优酷会员权益的优惠政策，运营阿里生态流量。

三家平台均结合内外部资源推出联合会员，腾讯视频和优酷背靠生态产品更多，有助于生态流量转化。爱奇艺和京东合作推出联合会员；腾讯视频则是在外部和喜马拉雅合作推出联合会员，内部和 QQ 会员体系打通推出 SVIP 加腾讯视频的联合会员包；阿里则推出了 88VIP 服务，针对天猫超级用户提供打通优酷、饿了么等阿里生态产品的联合会员卡。从这一点来看，腾讯视频和优酷分别背靠腾讯大文娱和阿里生态体系资源，在会员体系打通和流量导入方面更有内部优势，例如阿里巴巴介绍其 100 个 88 会员中，有 38 个会员使用了优酷会员。

图表 66：三大视频平台会员包月价格表

平台	会员类型	适用设备	会员权益	12 个月	3 个月	1 个月
爱奇艺	黄金 VIP 会员	电脑、手机、平板	跳广告、1080P、杜比全景声、独家综艺、下载加速、免费片库、尊贵身份、免费点播	198 元	45 元 原价 58 元	19.8 元 新用户首月 6 元
	钻石 VIP 会员	TV、电脑、手机、平板	四屏通用	360 元	120 元	49.8 元
	体育会员	手机、电脑、H5 端	送观赛券、赛事直播、1080P、专享解说	168 元 原价 298 元	40 元 原价 98 元	15 元 原价 30 元
	京东会员+爱奇艺会员	电脑、手机、平板	享受京东会员和爱奇艺会员权益	178 元	NA	NA
腾讯视频	VIP	电脑、手机、平板	跳广告、1080P、杜比全景声、院线新片、独家美剧、全球纪录片、热剧看全集、赠送影券	198 元	58 元	20 元
	超级影视 VIP	TV、电脑、手机、平板	四屏通用，电视端云视听极光 APP 观看	330 元 原价 600 元	85 元 原价 150 元	30 元 原价 50 元
	SVIP+腾讯视频 VIP	电脑、手机、平板	针对 QQ 用户推出，购买后可享受 QQ 会员福利，腾讯视频 VIP 会员福利，以及 2 个月红钻，500 书券和 500 萌点	448 元	118 元	40 元 原价 70 元
	喜马拉雅+腾讯视频 VIP	电脑、手机、平板	购买联合会员的用户可以享受喜马拉雅 VIP 和腾讯视频 VIP 权益	198 元	NA	NA
优酷	优酷 VIP	电脑、手机、平板	免广告、1080P、海量大片、观影券	198 元	56 元	20 元
	酷喵 VIP	TV、电脑、手机、平板	四屏通用	199 元	60 元	39 元
	天猫 88VIP	电脑、手机、平板	针对天猫淘气值 1000 以上超级会员，可享 88 元成为 88VIP，天猫精选、天猫超市、国际直营 9.5 折，优酷 VIP、饿了么超级会员、淘票票全国卡、虾米超级 VIP 等权益	88 元	NA	NA

资料来源：公开资料，交银国际

我们估算 2017 年爱奇艺、腾讯视频和优酷的付费用户年度 ARPU 分别为 161 元、127 元和 87 元，计算方法是用收入除以年初和年末会员数的平均值得出。对比有线电视 ARPU，以歌华有线为例，单月价格为 18 元，2017 年歌华有线披露订阅用户为 856 万户，计算得出每付费用户年度 ARPU 为 190 元，比爱奇艺高 20%。

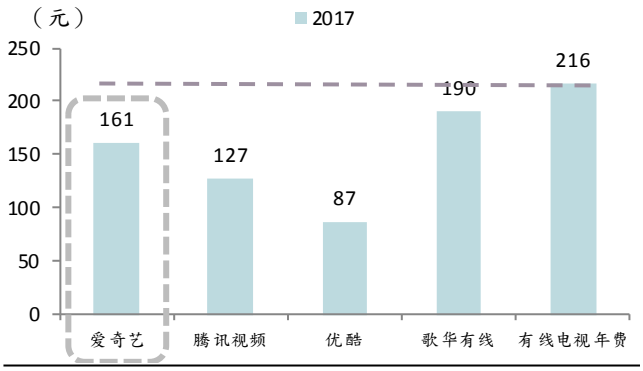
单月定价来看，目前爱奇艺等视频平台的单月费用（20 元）已经略高出有线电视（18 元），包年费用还有一定差距，歌华有线 216 元略高于爱奇艺 198 元，但如果用户买的是含电视端播放的视频会员套餐，则价格是有线电视的 2 倍。

爱奇艺付费用户购买周期长于其他两家。我们用付费会员年度 ARPU 除以单月套餐价格，估算每个付费用户在一年中购买会员服务的月数，得出图表 68 的数据，歌华有线电视的用户平均购买 11 个月的套餐，爱奇艺用户购买了 8 个月，高于腾讯视频 6 个月，和优酷 4 个月。

我们认为长期来看视频会员的套餐定价上升空间有限，基于以下因素：1）单月价格已经和有线电视套餐价格持平，2）在线视频行业仍为 2+1 多头竞争的格局，提价意味着付费会员的潜在迁移。

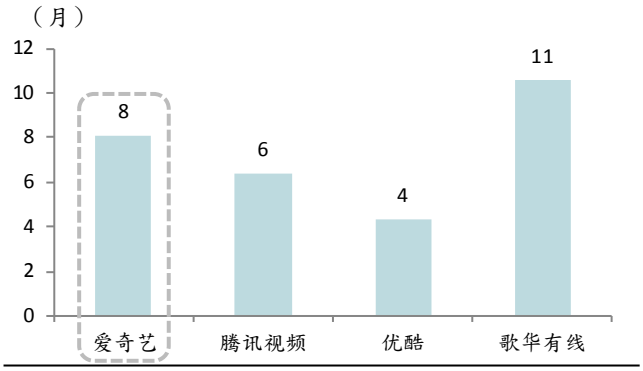
视频会员 ARPU 短期内因拉新导致小幅下滑，但长期受益于购买周期拉长有提升空间。我们看到视频会员 ARPU 在今年会有同比小幅下滑的趋势，主要是因为 1）新增用户的付费周期短于老付费用户；2）针对新客低价促销情况，拉低了整体用户的 ARPU。但我们认为长期来看，随着用户付费周期的拉长，视频会员的年度 ARPU 仍有小幅上升空间。

图表 67: 2017 年视频网站和有线电视用户 ARPU 比较



资料来源: 歌华有线，交银国际预测

图表 68: 2017 年视频网站和有线电视每付费用户平均付费周期比较



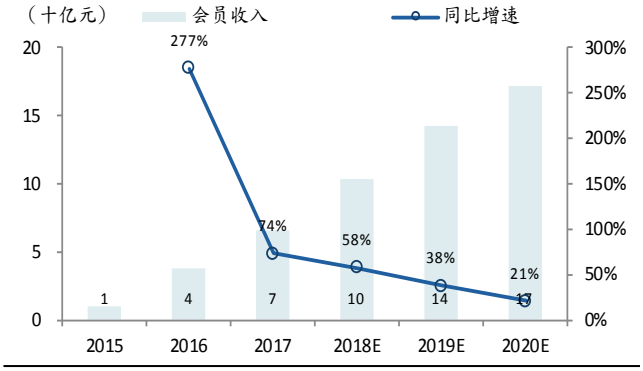
资料来源: 歌华有线，交银国际预测

预计 2018 年爱奇艺会员付费收入达 100 亿元，付费率 14%

2017 年爱奇艺付费会员收入为 65 亿元，同比增长 74%，付费用户为 5100 万，付费率为 12%。我们预计 2018 年至 2020 年付费会员收入同比增速为 58%/38%/21%，主要为付费会员数量增长拉动，受独家内容拉动用户付费转化，我们预计 2018 年至 2020 年，爱奇艺用户的付费率为 14%/16%/18%。

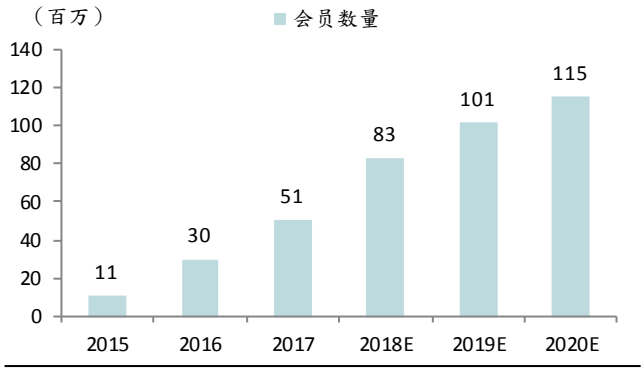
用户平均付费金额短期内有小幅下滑，主要因新用户花费金额低于整体用户，影响整体用户平均花费导致。但长期，我们认为用户付费金额仍有上升空间，主要受平台内容吸引力提升和用户粘性增加拉长付费周期，对标有线电视歌华有线用户年度付费金额为 190 元。

图表 69: 爱奇艺付费会员收入增长强劲



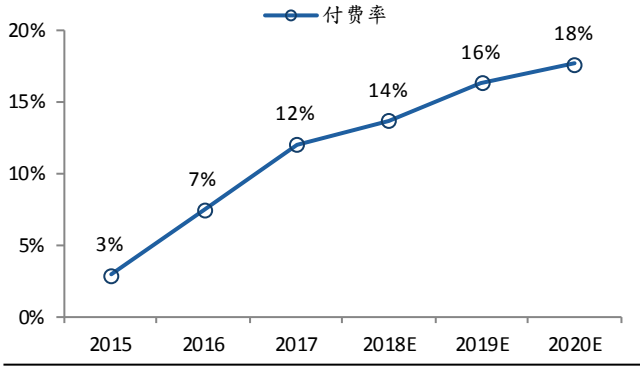
资料来源: 爱奇艺，交银国际预测

图表 70: 我们预计 2018 年付费会员数达到 8300 万



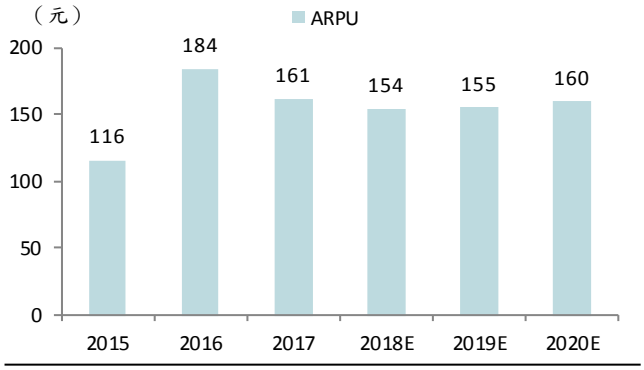
资料来源: 爱奇艺，交银国际预测

图表 71: 2018 年预计付费率 14%



资料来源: 爱奇艺，交银国际预测

图表 72: 预计 18 年会员 ARPU 154 元，小幅下滑



资料来源: 爱奇艺，交银国际预测

内容行业

根据广电总局数据，国内电视剧产量较为稳定（314 部/年），网剧在过去井喷式增长，近期政策管控下数量有所回落（307 部/年）。2017 年整体播放渠道对电视剧和综艺版权的采购成本为 700-800 亿元，其中，互联网渠道采购金额为 500 亿元，电视台渠道为 200-300 亿元。互联网渠道中，腾讯视频采购额占比为 44%，爱奇艺为 25%，优酷为 11%。

我国内容制作行业较为分散，共有 1.8 万家制作单位，美国该数量仅为 751 家，国内头部十家影视公司的收入占市场份额 37%，而美国五大电视台贡献了 80%的连续剧制作。

我们认为政府限酬令利好视频平台，2018 年头部版权价格保持平稳，网络剧受益于视频平台预算倾斜，成本增长较快，同等质量的内容，平台自制成本较采购剧价格便宜 30%。

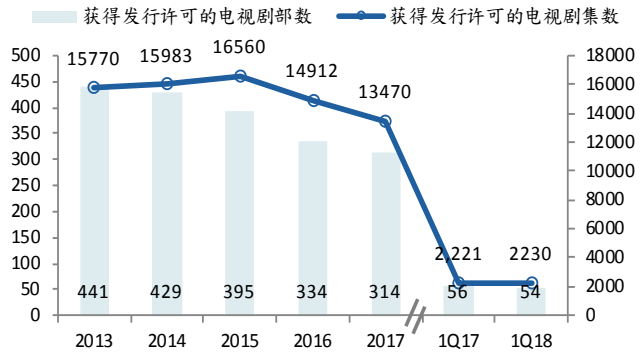
影视剧/电影产量

新发行电视剧和网剧近两年都呈现总量下滑趋势，我们认为一方面是市场趋于饱和，另一方面是政策审核收紧导致。2013-14 年，每年电视剧发行数量在 400 部以上，自从 2015 年“一剧两星”政策发布后，电视台购买电视剧价格上升，发行量开始减少。根据广电总局发布数据来看，2017 年获得发行许可证的电视剧有 314 部，2018 年 1 季度公布数据为 54 部，同比减少 2 部。平均每部剧的集数在 2015 年被拉长，主要因集数较长的古装题材充斥市场，近年来电视剧集数整体上有所控制，平均一部剧 40 集。

受政策管控和内容向精品化提升，近期网剧上线数量有所回落。网剧从 2014 年兴起以来，在 2016 年到 2017 年开始精品化，2017 年 2 季度开始，网剧的点击量和口碑都有所飞跃，经历了几年爆发式增长，也受到了政策管控，经历题材控制和内容下架整顿后，近期的上线网剧数量有小幅下滑。根据骨朵的数据，2017 年新上线网剧数量为 307 部，2018 年上半年新上线网剧数量为 145 部。从播放量来看，平均单部网剧获得的点击量为 6 亿次，较 2016 年 1 亿次的量级提升明显。

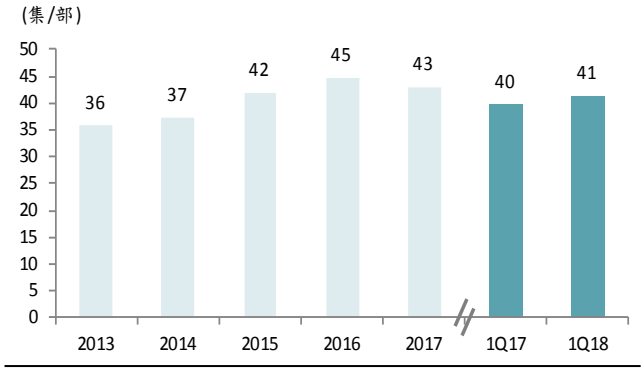
我国每年上映电影数量仍在增长，根据艺恩数据 2017 年上映部数为 474 部，其中国产片占比 80%。

图表 73: 获得发行许可证的电视剧部数



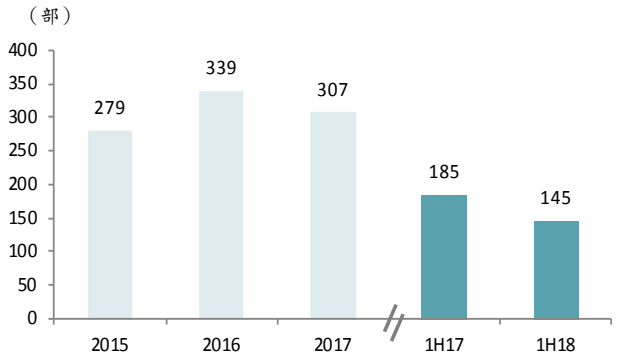
资料来源: 广电总局，交银国际

图表 74: 平均单部电视剧集数



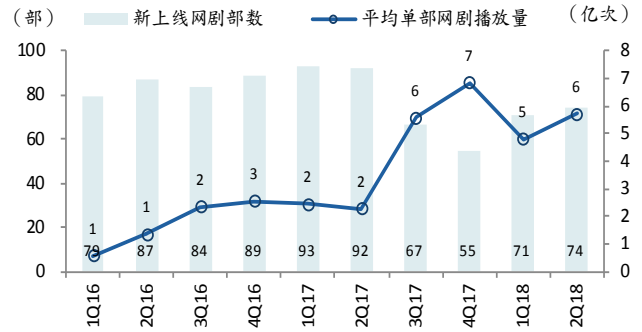
资料来源: 广电总局，交银国际

图表 75: 新上线网剧数量



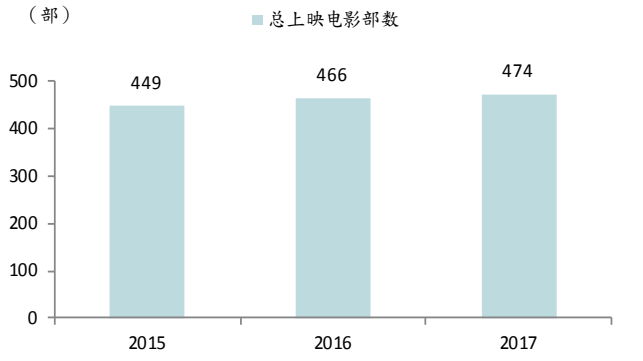
资料来源: 骨朵传媒，交银国际

图表 76: 平均单部网剧点击量



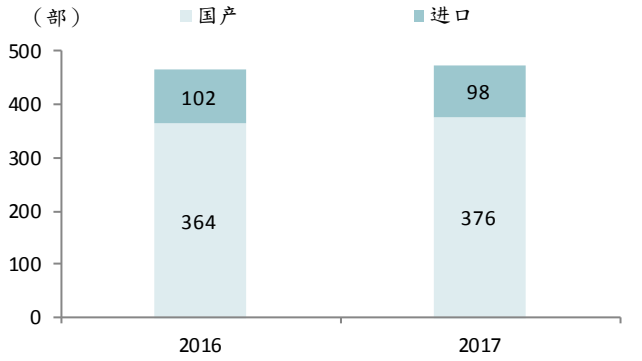
资料来源: 骨朵传媒，交银国际

图表 77: 上映电影数量 ，2017 年达 474 部



资料来源: 艺恩，交银国际

图表 78: 国产电影占比 80%

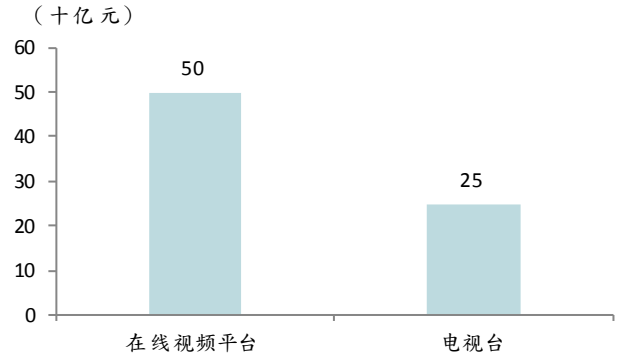


资料来源: 艺恩，交银国际

2017 年整体播放渠道对电视剧和综艺版权的采购成本为 700 亿-800 亿元，根据易凯资本数据，2017 年电视台渠道的版权采购成本在 200 亿-300 亿元区间，我们估算主要在线视频平台的版权采购成本为 500 亿元，是电视台渠道花费的 2 倍多，其中版权采购成本份额最高的是腾讯（44%），爱奇艺占 25%，优酷占比 11%。

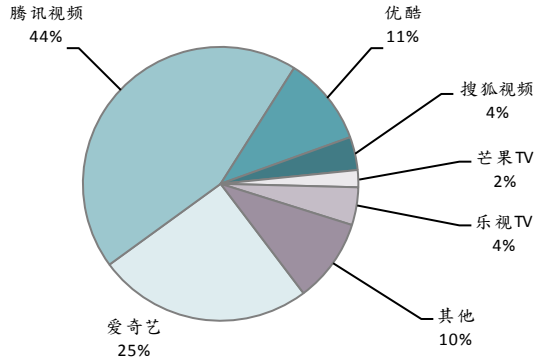
80%的采购内容为国产内容，则国产部分版权成本约为 640 亿元，假设影视剧制作方通常获得 30%的毛利率，我们估算国产电视剧和综艺的制作成本在 450 亿元。

图表 79: 2017 年国内影视剧和综艺版权采购成本 700 亿-800 亿元 ，其中 500 亿为视频平台采购



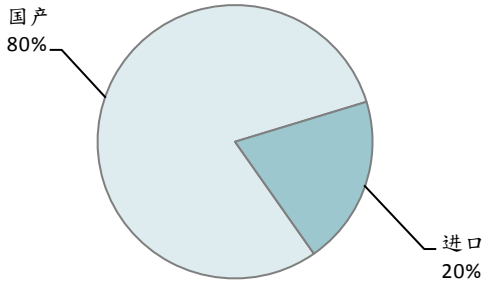
资料来源: 易凯资本，交银国际估算

图表 80: 视频平台中，腾讯视频、爱奇艺、优酷的内容采购花费份额分别为 44%、25%和 11%



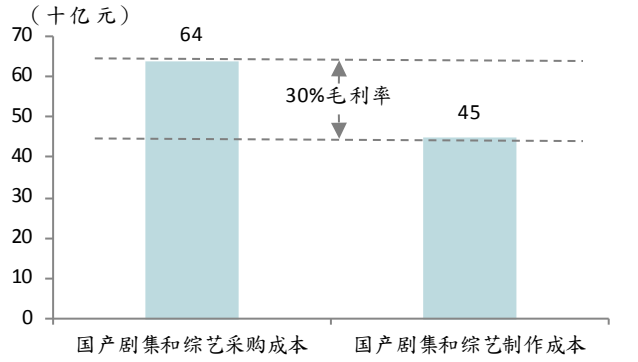
资料来源: 易凯资本，交银国际估算

图表 81: 80%采购内容为国产



资料来源: 易凯资本，交银国际估算

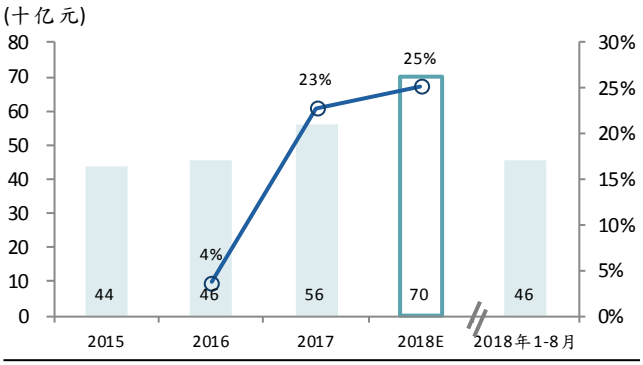
图表 82: 国产剧集/综艺制作成本估算为 450 亿元



资料来源: 易凯资本，交银国际估算

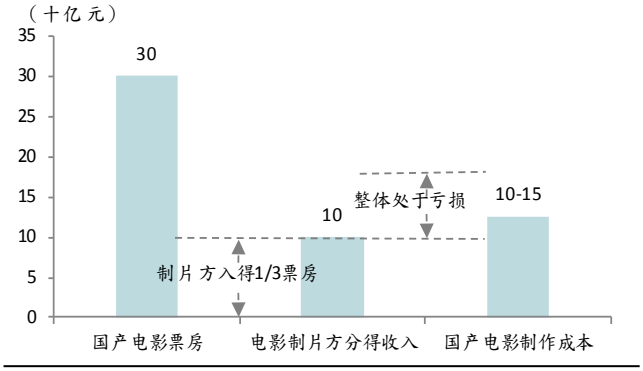
我国电影票房近两年增速较快，2017 年达到 560 亿元，今年前八个月实现票房收入 458 亿元，艺恩数据估计今年全年票房有望达到 700 亿元，同比增 25%。国产电影在 2017 年的票房达到 300 亿元，占整体票房的 55%，根据电影行业票房分账比例，制片方通常可以拿到三分之一的票房收入，国产制片方录得收入 100 亿元。易凯资本数据显示，整体电影制片成本在 100 亿至 150 亿元区间，电影制作行业处于亏损状态。

图表 83: 2017 年电影票房达到 560 亿元，预计今年达到 700 亿元



资料来源: 艺恩，交银国际估算

图表 84: 国产电影占票房比重为 55%，制片方的制作成本在 100-150 亿元区间，整体呈亏损状态

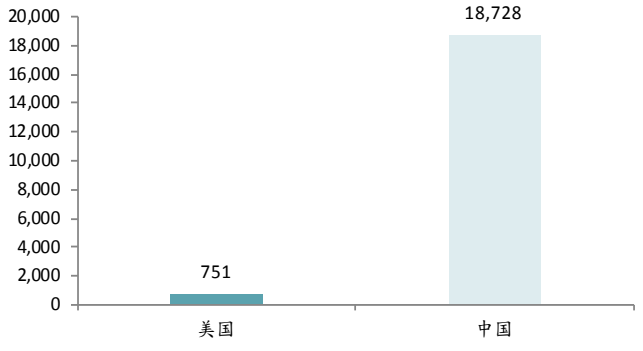


资料来源: 易凯资本，交银国际估算

影视剧制作行业集中度

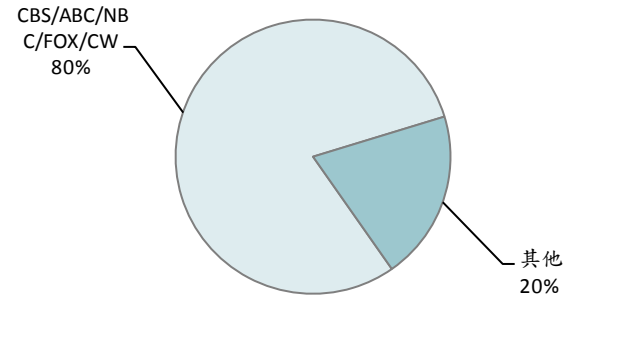
国内内容制作行业较为分散，头部十家收入份额为 37%。根据 Logopedia，美国获得影视制作许可的机构 751 家，中国获得《广播电视节目制作机构经营许可证》的合格机构共 18728 家。美国系列剧有 80%的产量是由五大电视网完成制作，即 CBS、ABC、NBC、FOX 和 CW。在中国，我们看到 A 股上市的前几家影视公司收入规模相对于整体市场都较小，最头部的华策影视 2017 年收入为 52 亿元，占整体市场份额为 12%，我们估计前十家的收入占内容市场的比例仅为 37%，较为分散。

图表 85:美国和中国的影视制作机构数量对比



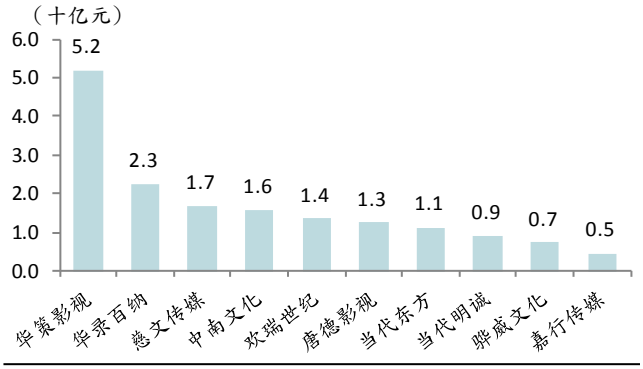
资料来源: Logopedia，广电总局，交银国际

图表 86:美国五大电视网贡献了 80%的剧集制作



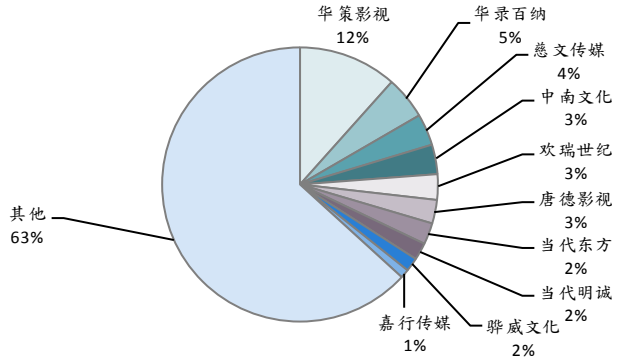
资料来源: 新闻，交银国际

图表 87: 中国影视制作公司中，头部的华策影视 2017 年收入为 52 亿元



资料来源: 各家公司资料，交银国际

图表 88: 国内上市的的前十家影视制作公司市场份额仅为 37%



资料来源: 各家公司资料，交银国际

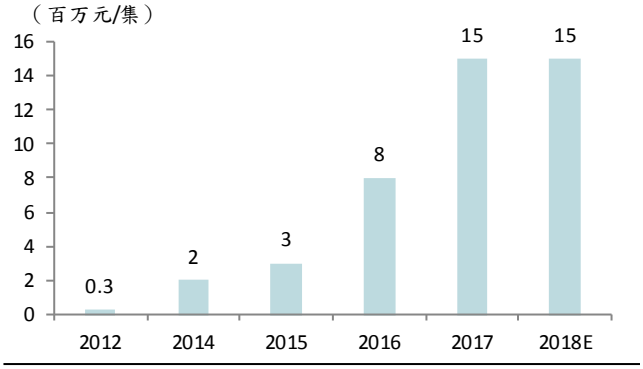
头部 IP 价格趋于平稳

今年整体版权价格保持上涨，但头部大 IP 剧版权价格较为平稳，平均在 500 万到 800 万元一集，最贵的不超过 1500 万元一集。去年头部 IP 剧如《楚乔传》、《择天记》、《三生三世十里桃花》的单集销售价格在 500 万-900 万元，《那年花开月正圆》单集价格为 1200 万元，最贵的《如懿传》单集为 1500 万元。今年的大 IP 剧《扶摇》、《知否知否硬是绿肥红瘦》单集价格均未超过 800 万元。

视频平台内容预算向自制剧倾斜，网剧制作成本涨幅较快。我们认为网剧的制作成本在过去几年不断提升，越来越多的电影制作团队加入网剧产业，加速整体网剧向工业化和精品化转型，内容平台也将预算向网剧倾斜。三年前，比较成功的网剧如《无心法师》、《法医秦明》单集制作成本不超过 200 万元，以 20 集计算，单部剧总投入约 3,000 万元，2016 年开始《老九门》、《法医秦明 2》的单集制作成本都超过 300 万元，2017 年爱奇艺自制剧《河神》，投入金额超过 1 亿元，单集制作成本为 550 万元。我们预期网剧的制作投入还会不断提升，新文化公告披露，爱奇艺以 2.8 亿元投资拍摄《西游降魔篇》，由新文化承制。

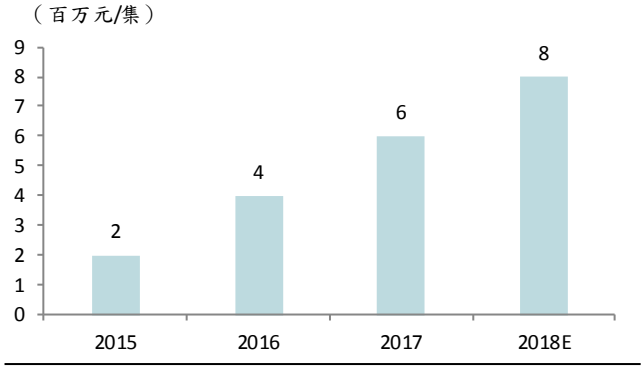
同等质量的内容，平台自制成本较采购剧价格便宜 30%。我们认为网剧和电视剧的边界会逐渐模糊，例如在卫视大热的《琅琊榜》的续集《琅琊榜之风起长林》是由爱奇艺自制（单集价格 1 千万元），网络平台投资自制剧的成本，相较于购买相同品质的采购剧，会有 30%的价格节约优势，因整体内容行业的销售毛利通常在 30%。

图表 89: 版权大 IP 剧价格



资料来源: 公开信息，交银国际

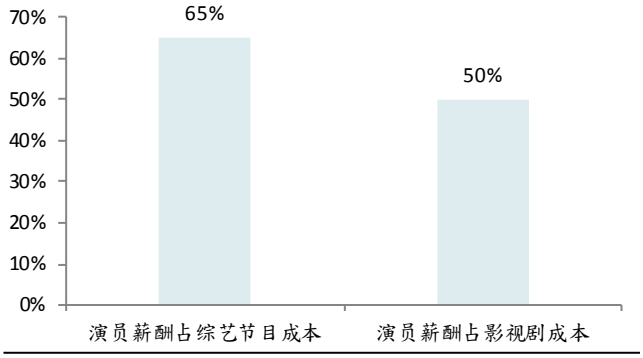
图表 90: 网剧制作价格



资料来源: 公开信息，交银国际

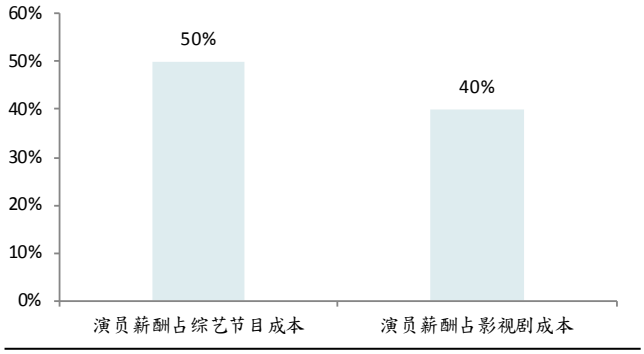
限酬令有助于控制内容成本增速，对视频平台利好。政府限酬令于去年 9 月发布，规定影视剧演员片酬应在合理范围内，单部影视剧的全部演员薪酬不能超过制作成本的 40%。艾瑞咨询的数据显示，目前演员薪酬占影视剧制作成本的 50%，占综艺节目成本的 65%，其预计在“限酬令”的调控下这一比例分别下调至 40%和 50%。我们认为，该调控政策有利于内容制作成本的结构趋于健康化发展，节目制作预算向服化道和特效倾斜，也可以有效控制因明星片酬上涨导致的制作成本上浮。

图表 91: 目前演员薪酬占节目制作成本的比重，综艺为 65%，影视剧为 50%



资料来源: 艾瑞，交银国际

图表 92: 未来演员薪酬占节目制作成本的比重，综艺预计为 50%，影视剧预计为 40%



资料来源: 艾瑞，交银国际

视频平台内容为王，自制内容是拉动流量及会员数的核心

我们整理主要视频平台内容库发现，优酷视频总片库资源数最多，但近三年上线内容中，腾讯视频上线电视剧最多，爱奇艺上线电影最多，爱奇艺内容库中新片占比高于另外两家。

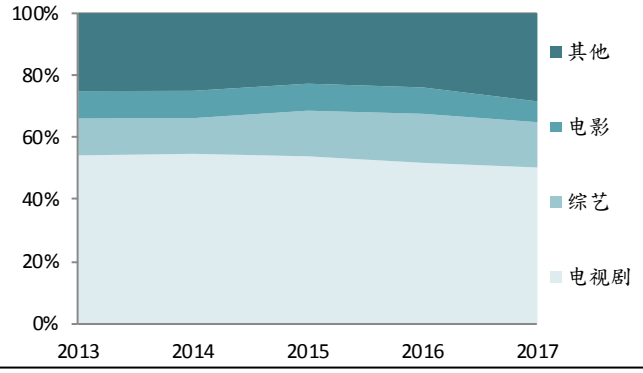
我们认为采购内容难以差异化，视频平台上线电视剧部数（284 部/年）已经基本覆盖当年新片数量（314 部/年），用户流量向头部剧集中的趋势明显，2017 年头部 10 部电视剧的流量占整体电视剧流量的 45%（2016 年为 39%）。针对头部电视剧，视频平台通常共同引进播放以减轻成本负担，2018 年前九个月的数据显示，腾讯视频在头部内容覆盖率和播放量份额上都领先另外两家。

自制内容在 2017 年实现口碑和流量双收，目前三大平台均靠打造自制内容吸引用户。根据骨朵数据，2018 年上半年，爱奇艺上线网剧 76 部，腾讯视频 35 部，优酷 25 部。根据艺恩统计的播放量排名来看，今年头部网剧内容，爱奇艺占 20%，播放量份额为 35%，主要由爆款内容《延禧攻略》拉动。腾讯占 50%的头部内容，流量份额为 39%，而今年前九个月爆款网综，爱奇艺占 30%，流量份额为 24%，腾讯视频占 40%，流量份额为 49%。

视频平台内容库中电视剧数量最多，爱奇艺新片占比最高

电视剧占用户观看时间的一半。从内容类型来看，根据艾瑞对用户观看时长的监测数据显示，我国用户有一半的时间用于观看电视剧，近年来电视剧的观看时间占比有小幅下滑趋势，主要是受到综艺和动漫等视频内容挤占导致。

图表 93：2013-17 年不同类型视频播放时长占比，电视剧占一半



资料来源：艾瑞，交银国际

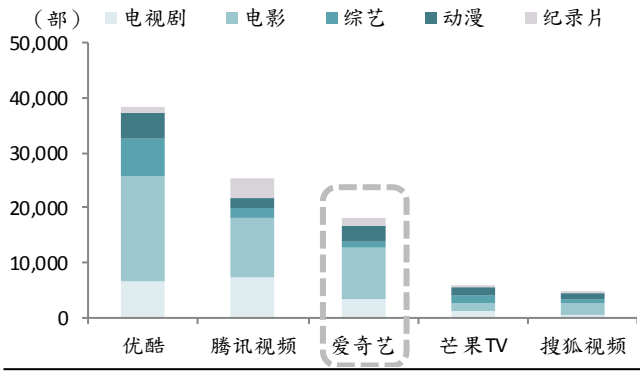
优酷的总片库数量大，其次为腾讯视频、爱奇艺。我们将主要视频平台的内容库进行了梳理，根据各视频网站陈列的内容数量来看，包含电视剧、电影、综艺、动漫和纪录片几大品类，优酷的总内容库最高，其次为腾讯视频和爱奇艺，而芒果 TV 和搜狐视频相对较少。

爱奇艺新片占比最多。我们定义 2015 年以前的内容为旧片，2016 年至今上线的内容为新片，从新片占内容库的比例来看，爱奇艺占比最高，为 29%，腾讯该比例为 17%，优酷为 15%。

腾讯视频上线电视剧最多。三大平台近三年上线的电视剧数量来看，腾讯视频最高，爱奇艺次之，优酷最少，从趋势来看，2018 年 1-9 月爱奇艺上线的电视剧数量与腾讯视频数量差距缩小，优酷最近三年上线电视剧数量呈逐年下滑趋势。总体电视剧内容库新片占比的情况来看，爱奇艺新片占比最高，为 23%，腾讯视频为 18%，优酷为 7%。

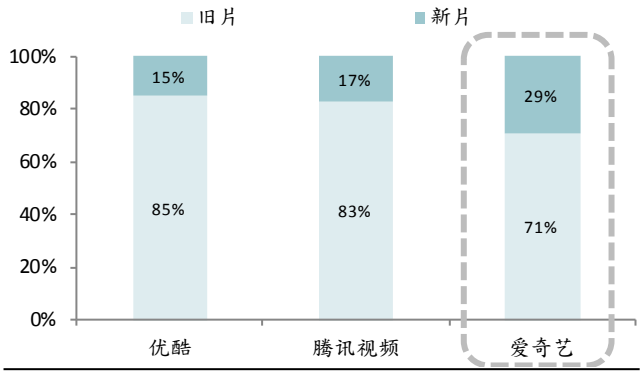
爱奇艺上线电影数量最多。近三年上线的电影数量来看，爱奇艺和优酷最高，腾讯视频购买的影片数量低于前两家，趋势来看，今年 1-9 月爱奇艺上线的影片数量高于另外两家，优酷和腾讯视频都在缩减新上线电影数量。整体电影库的新片占比来看，爱奇艺 31%，优酷 13%，腾讯视频 10%。

图表 94: 整体内容库数量，前三名依次为优酷、腾讯视频和爱奇艺



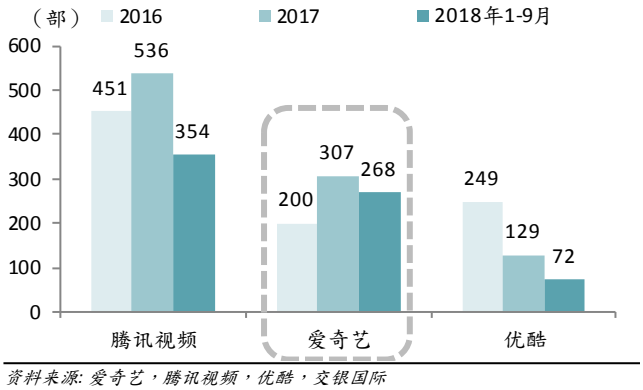
资料来源: 爱奇艺，腾讯视频，优酷，芒果 TV，搜狐视频，交银国际

图表 95: 从新旧内容看来，爱奇艺新内容占比最高，为 29%，腾讯 17%，优酷 15%



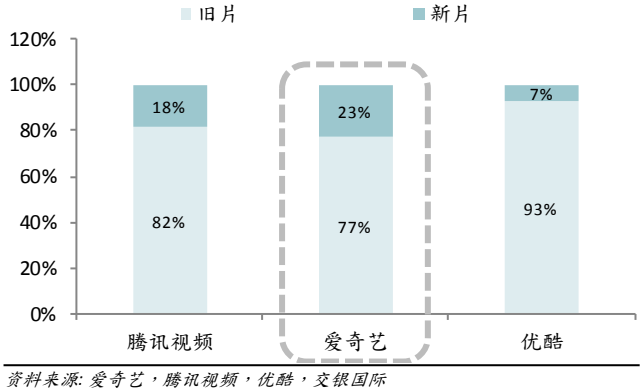
资料来源: 爱奇艺，腾讯视频，优酷，交银国际
注：旧片是指 2015 年及以前上线的内容库，新片是指 2016、2017 和 2018 年上线内容

图表 96: 近三年上线电视剧中，腾讯视频最多，爱奇艺次之



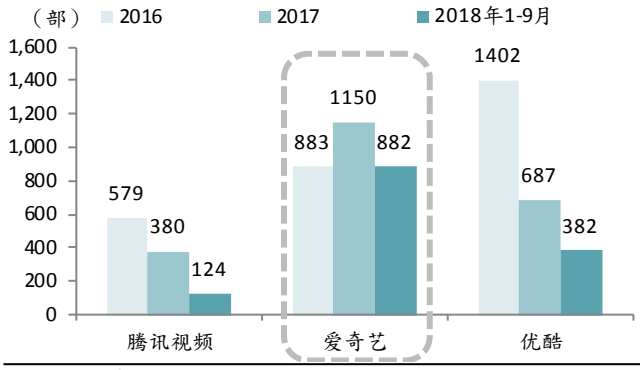
资料来源: 爱奇艺，腾讯视频，优酷，交银国际

图表 97: 全部电视剧库，新剧内容占比，爱奇艺最高



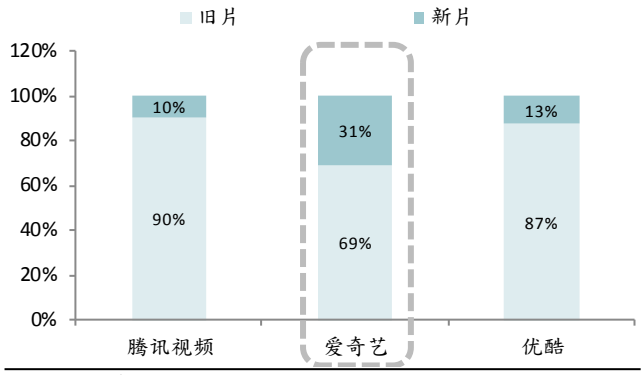
资料来源: 爱奇艺，腾讯视频，优酷，交银国际

图表 98: 近三年电影内容库来看，爱奇艺和优酷最高



资料来源: 爱奇艺，腾讯视频，优酷，交银国际

图表 99: 整体电影内容库中，爱奇艺新片占比最高，优酷次之

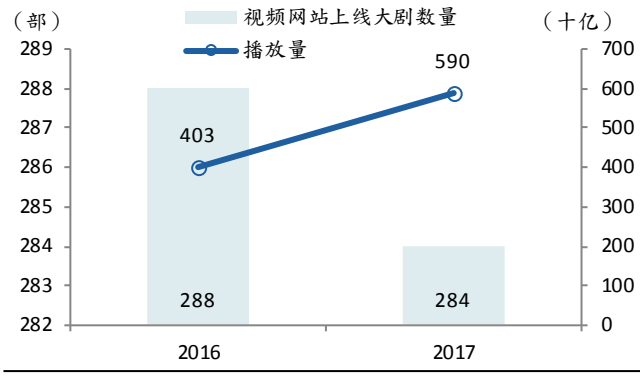


资料来源: 爱奇艺，腾讯视频，优酷，交银国际

采购内容难以差异化，腾讯由于资金优势，头部剧集、综艺覆盖率领先

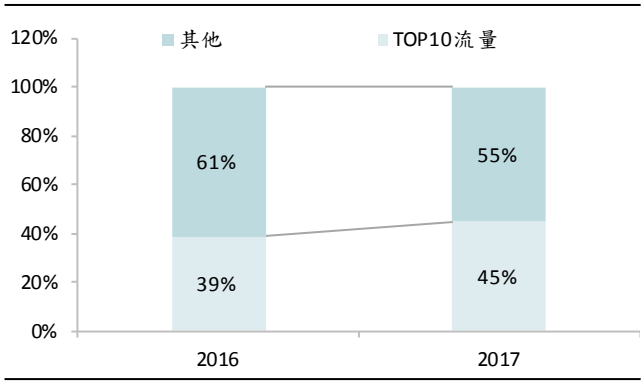
视频网站每年上线电视剧 280-290 部，基本上覆盖了每年新发行电视剧数量，总播放量持续高速增长，根据艺恩数据，2017 年网络平台 284 部剧总播放量接近 6 千亿次，从流量集中度来看，流量最高的前十部占整体播放量的 45%，较 2016 年 39%进一步提升。根据艺恩数据显示，2017 年播放量在 100 亿次以上的剧目占整体数量比为 4%（约 11 部），但流量占比高达 47%，而播放量 10 亿次以下的剧占数量比为 67%，流量比仅 7%，观众流量向头部内容集中的趋势越发明显。

图表 100: 视频网站播放大剧数量和流量，2017 年 284 部剧播放量接近 6 千亿次



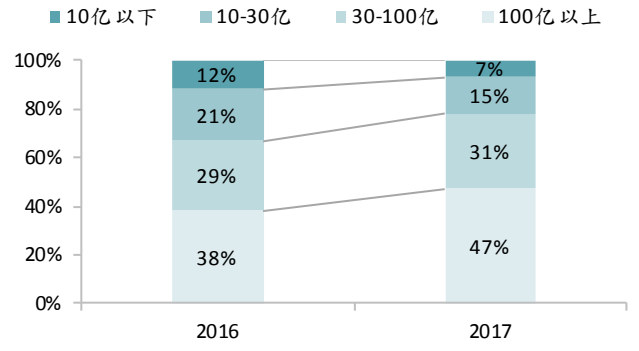
资料来源: 艺恩，交银国际

图表 101: 流量向头部内容集中度，10 大剧播放量占比 45%，同比提升 6 个百分点



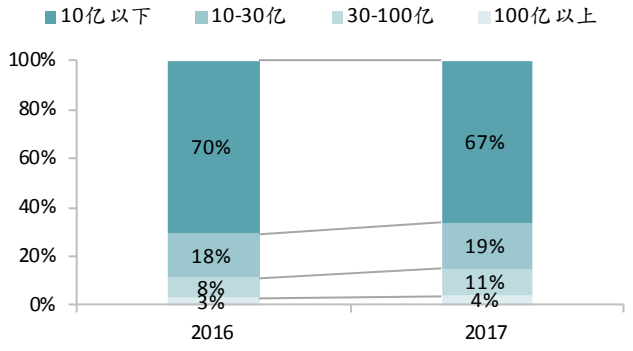
资料来源: 艺恩，交银国际

图表 102: 各播放量区间的剧目流量占比，100 亿次以上的剧占流量 47%



资料来源: 艺恩，交银国际

图表 103: 各播放量区间的剧目数量占比，100 亿次以上的剧占数量 4%



资料来源: 艺恩，交银国际

都市爱情和古装题材的大剧是带动流量的主要内容，也是各大视频平台争先储备的内容资源，这类剧目的版权成本较高，大部分平台都采用共同引进的方式获取大剧播放权。从趋势来看，近两年腾讯视频、爱奇艺、优酷和芒果 TV 仍是版权大剧的追逐者，乐视、搜狐视频、聚力视频等中小平台逐渐退出。

从 2018 年 1-9 月的播放量排名来看，今年大剧的流量数据没有去年表现抢眼，去年《楚乔传》在 6 家视频网站共同播出获得 467 亿全网播放量，今年目前排名第一的《恋爱先生》三家播放量为 161 亿。古装大 IP 剧由于政策因素受到电视台渠道的冷落，转向网络平台独播的趋势明显。

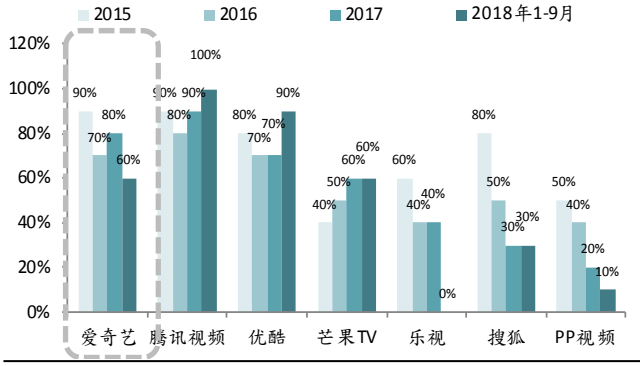
腾讯视频在头部内容覆盖率和播放量份额上都领先另外两家。我们整理了各平台在头部内容的覆盖率份额，今年 1-9 月播放量最高的 10 部剧，腾讯视频覆盖率为 100%，优酷 90%，爱奇艺为 60%。播放量份额来看，腾讯视频优势较为明显， 1-9 月播放量份额占比为 47%，较去年 28%进一步提升，其次为优酷 28%，爱奇艺为 13%。

图表 104: 10 大电视剧, 2016-18 年

2018 年 1-9 月			2017 年			2016 年		
剧名	播放量(亿)	播放平台	剧名	播放量(亿)	播放平台	剧名	播放量(亿)	播放平台
恋爱先生	161		楚乔传	467		青云志	260	
扶摇	142		三生三世十里桃花	451		锦绣未央	228	
香蜜沉沉烬如霜	131		人民的名义	369		欢乐颂	186	
谈判官	127		择天记	295		幻城	166	
归去来	102		欢乐颂 2	256		微微一笑很倾城	165	
猎毒人	90		猎场	219		好先生	143	
温暖的弦	83		孤芳不自赏	193		麻雀	118	
一千零一夜	78		我的前半生	158		老九门	115	
甜蜜暴击	75		那年花开月正圆	130		武神赵子龙	112	
一路繁花相送	66		醉玲珑	112		芈月传	104	

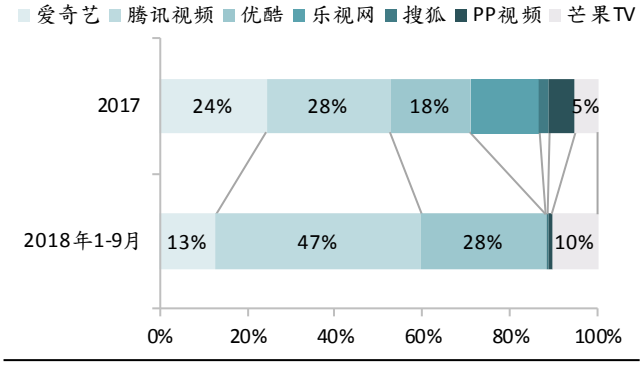
资料来源: 艺恩，交银国际

图表 105: 10 大电视剧内容的覆盖比



资料来源: 艺恩，交银国际

图表 106: 10 大电视剧流量份额



资料来源: 艺恩，交银国际

从电视综艺采购偏好来看，爱奇艺和腾讯视频比较重视最头部的综艺节目，例如国民综艺《奔跑吧》和《极限挑战》，优酷倾向于购买音乐和喜剧类真人秀。

电视综艺的 IP 延续性较强，湖南卫视、浙江卫视等地方卫视是传统电视综艺制作大台，对于头部电视综艺如《奔跑吧》、《极限挑战》、《中国好声音》等内容，视频平台多为 2-3 家共同引进，芒果 TV 凭借湖南卫视的内容优势，掌握了比较多的头部综艺内容，部分也将版权授权给腾讯视频和优酷，例如《中餐厅》和《我是歌手》。

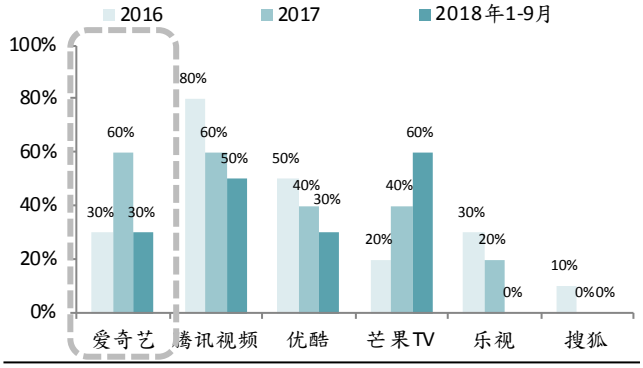
腾讯视频对头部综艺的覆盖率和播放份额较为领先。头部综艺的覆盖率份额，今年 1-9 月播放最高的 10 部综艺，腾讯覆盖率为 50%，优酷 30%，爱奇艺为 30%。播放量份额来看，腾讯视频占比为 36%，优酷 15%，爱奇艺为 14%。

图表 107: 10 大电视综艺, 2016-18 年

2018 年 1-9 月			2017 年			2016 年		
剧名	播放量(亿)	播放平台	剧名	播放量(亿)	播放平台	剧名	播放量(亿)	播放平台
奔跑吧第二季	68.0		奔跑吧	89.6		奔跑吧兄弟第 4 季	50.1	
极限挑战第四季	35.9		王牌对王牌第二季	54.3		中国新歌声	44.1	
向往的生活第二季	31.6		极限挑战第三季	44.3		中国好声音第 3 季	38.9	
快乐大本营 2018	31.3		快乐大本营 2017	36.0		挑战者联盟第二季	29.6	
歌手 2018	29.3		中餐厅	28.8		真正男子汉第二季	26.6	
王牌对王牌第三季	25.1		亲爱的客栈	28.1		中国好声音第 4 季	26.4	
我是大侦探	23.7		歌手	26.2		喜剧总动员	24.6	
欢乐喜剧人第四季	19.3		中国新歌声	25.9		极限挑战第二季	22.0	
中餐厅第二季	16.9		欢乐喜剧人第三季	24.6		全员加速中第二季	21.3	
我想和你唱第三季	16.8		青春旅社	24.0		笑傲江湖第 3 季	20.2	

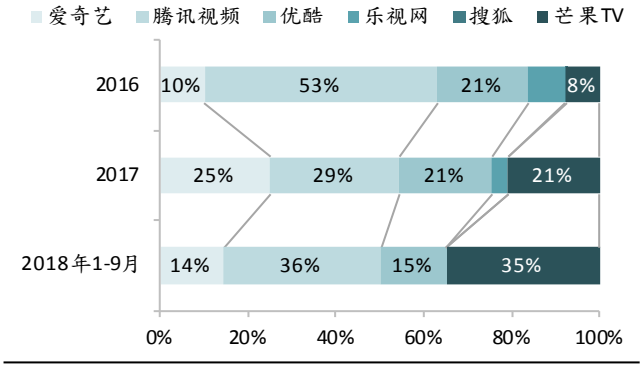
资料来源: 艺恩，交银国际

图表 108: 10 大电视综艺流量的覆盖比例



资料来源: 艺恩，交银国际

图表 109: 10 大电视综艺剧目流量份额



资料来源: 艺恩，交银国际

自制内容是平台拉动付费的核心要素

2017 年是视频平台自制内容口碑流量爆发的元年。我们认为在线视频平台的自制内容主要经历了四个阶段，第一阶段是 2010 年以前，主要代表作《嘻哈四重奏》、《Mr.雷》，以喜剧为主，影响力甚微，内容画质较差。第二阶段是 2010 年至 2013 年，网剧开始有成功案例，以搜狐视频打造的《屌丝男士》为代表的短剧，是低成本收获口碑和关注度的成功尝试，形成了自有 IP，《屌丝男士》在 2012 年至 2015 年一共出品了五季。第三阶段是 2014 年至 2016 年，网剧和网综都出现了题材和形式上的创新，以《奇葩说》为代表的网络综艺，引发了网民讨论，微博话题阅读量破 10 亿，并形成了超强 IP，《奇葩说》是上线 400 多部网络综艺里面唯一出品到第五季的网综，五季招商总额达 15 亿元。网剧方面，《无心法师》和《太子妃升职记》都凭借制作、题材实现口碑流量双收。第四阶段为 2017 年至今，网生内容开始超越台播内容，《白夜追凶》豆瓣评分 9.0 是当年评分最高的电视剧之一，《延禧攻略》爱奇艺独家播放量破 150 亿，但日播放量破 7 亿，《中国有嘻哈》、《偶像练习生》和《创造 101》等网综影响力赶超传统综艺。

图表 110: 网生内容发展史

	年份	平台	类型	剧目名称	介绍
阶段一	2008 年	优酷	自制剧	《嘻哈四重奏》	优酷推出的第一部网剧，为办公室喜剧题材，是国内首部观看量超过 1 亿次的网剧
	2010 年	土豆	自制剧	《Mr.雷》	是土豆网推出的一部网络连续剧，共 10 集，每集长度 5-6 分钟
阶段二	2011 年	搜狐视频	自制剧	《屌丝男士》	董成鹏导演的轻喜剧，第一季共 8 集，每集长度 15 分钟，是低成本打造网生内容的成功尝试，该系列从 2012 年至 2015 年共播出了五季
	2013 年	优酷	自制剧	《万万没想到》	是优酷出品，由叫兽易小星导演的喜剧，讲述屌丝王大锤的故事，共 10 集，每集播放量在 2-3 千万
阶段三	2014 年	爱奇艺	自制综艺	《奇葩说》	由米未制作的脱口秀节目，由马东、蔡康永、高晓松参与主持，上线后点击量破亿，微博话题阅读量破 10 亿，目前已经出品至第五季，五季总招商金额达到 15 亿元，并衍生出《奇葩大会》、《好好说话》等内容，是 IP 价值最高的网络综艺
	2014 年	爱奇艺	自制剧	《盗墓笔记》	是由欢瑞世纪和爱奇艺联合出品，南派三叔同名小说改编，李易峰、杨洋和唐嫣主演，会员可观看全集，创网剧播放记录
	2015 年	搜狐视频	自制剧	《无心法师》	唐人影视和搜狐联合出品，题材为民国悬疑剧，收获了 7 亿播放量，豆瓣评分 8.7，为低成本打造口碑剧的典范
	2015 年	乐视网	自制剧	《太子妃升职记》	由北京乐漾影视承制，侣皓吉吉导演的，题材涉及古装穿越及性别互换，以轻松和独特的剧情走向吸引观众付费收看，引发了网剧制作潮，并捧红了主演张天爱和盛一伦
	2016 年	爱奇艺	自制剧	《老九门》	爱奇艺参与出品的民国悬疑剧，改编自南派三叔同名小说，是首部网络播放量破 100 亿的自制剧
阶段四	2017 年	爱奇艺	自制综艺	《中国有嘻哈》	是爱奇艺自制的国内首个 Hip-hop 音乐选秀节目，播出后获得极大关注度，播放量破 10 亿，热度超过了同期播出的传统王牌音乐综艺《中国新歌声》
	2017 年	优酷	自制剧	《白夜追凶》	是优酷联合出品，五元文化制作的刑侦悬疑剧，播放量破 40 亿，豆瓣评分 9.0，版权出售给 Netflix
	2018 年	爱奇艺	自制综艺	《偶像练习生》	爱奇艺出品，鱼子酱打造的男子养成类真人选秀节目，播放量达到 30 亿，成功出道的 9 人中，热度最高的蔡徐坤微博粉丝数突破 1 千万，成为新晋流量小生
	2018 年	腾讯视频	自制综艺	《创造 101》	腾讯视频和腾讯音乐娱乐集团联合出品，女子养成类真人选秀节目，101 位选手最后选出 11 名组团出道，该节目热度超过偶像练习生，播放量达到 48 亿，微博话题量 100 亿
	2018 年	爱奇艺	自制剧	《延禧攻略》	于正监制，东阳欢娱影视出品在爱奇艺独播的古装戏，是 2018 年最火的电视剧，150 亿播放量，单日最高播放量超过 7 亿次，打破网络播放记录，于 8 月在香港 TVB 播放，成为收视冠军

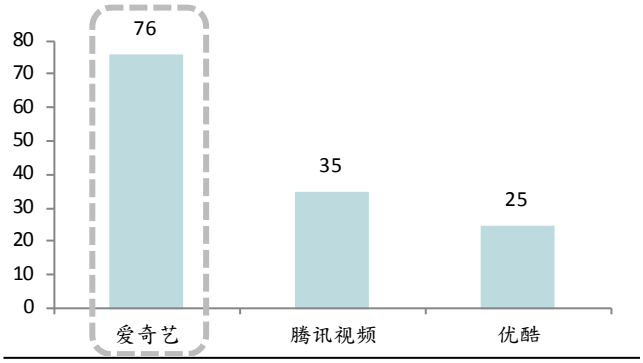
资料来源：艺恩，交银国际

网络剧：爱奇艺网剧最多，爆款拉动流量

爱奇艺网剧上线数量最多。根据骨朵数据统计，2018 年上半年在线视频平台共上线网剧 147 部，三大平台占比 94%，从数量上来看网剧上线部数最多为爱奇艺（76 部），占比过半，腾讯视频（35 部）和优酷（25 部）位列第二和第三。

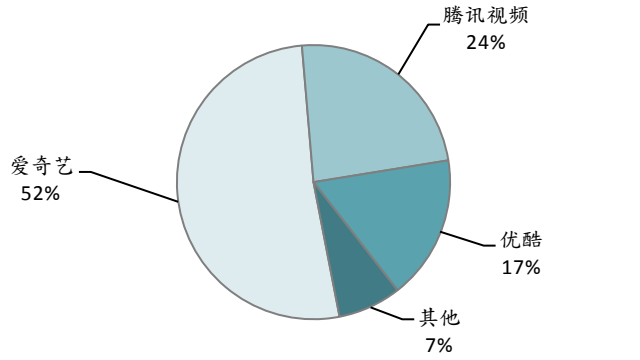
平均单剧流量来看腾讯和优酷较高，三大平台点击量最高的 10 部剧中，平均每部流量来看，腾讯视频 28 亿次，优酷 24 亿次，爱奇艺 5 亿次。流量集中度来看，优酷最高，优酷点击量最高的 10 部网剧占平台网剧点击量比重为 87%，腾讯视频为 77%，爱奇艺为 72%。

图表 111: 2018 年上半年三大平台上线网剧数量



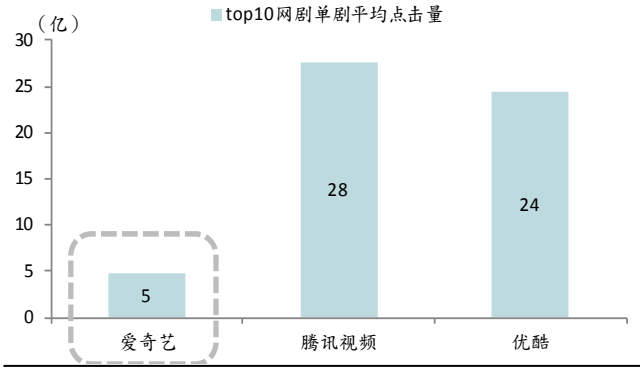
资料来源:骨朵，交银国际

图表 112: 三大平台网剧份额



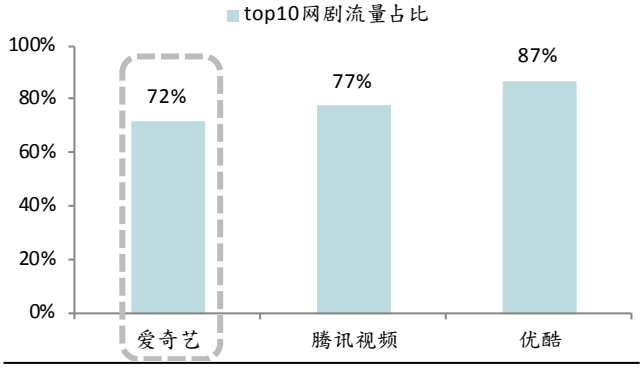
资料来源：骨朵，交银国际

图表 113: 2018 年上半年三大平台 10 大网剧单剧平均点击量



资料来源: 骨朵，交银国际

图表 114: 2018 年上半年三大平台 10 大网剧点击量占平台网剧点击量比重



资料来源：骨朵，交银国际

今年前九个月的网剧播放量数据排名，爱奇艺凭借 3 季度上线的爆款古装戏《延禧攻略》实现了流量逆袭，该剧截至 9 月 12 日累计播放量达到 174 亿，是排名第二的《烈火如歌》的 2 倍，该剧播放量也超过了网台联播剧第一名《恋爱先生》全网 161 亿次的播放量。

播放量最高的 10 部剧的覆盖率来看，爱奇艺在 2018 年前九个月的覆盖率为 20%，腾讯视频 50%，优酷为 30%。头部网剧的播放量数据逐年上升明显，2015 年播放量最高的《盗墓笔记》（爱奇艺）为 27.5 亿，2016 年《太阳的后裔》（爱奇艺）为 42.2 亿，2017 年《热血长安》为 106.2 亿，今年的《延禧攻略》达到 174 亿。

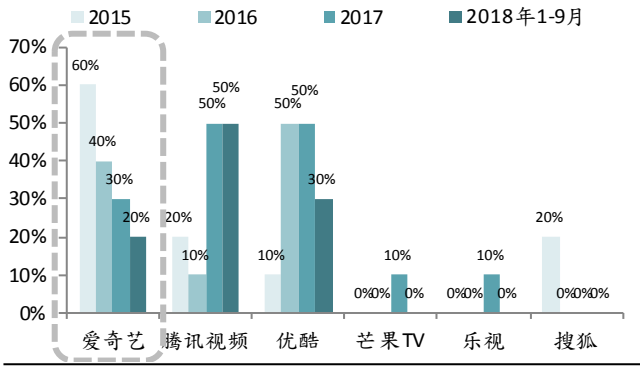
今年前九个月的头部网剧播放量份额来看，腾讯视频为 39%，爱奇艺为 35%，优酷为 27%，我们看到爱奇艺虽然覆盖率较低，但是可以依靠顶部爆款内容获取用户流量和口碑，腾讯则是广撒网，依靠多部中腰部内容获得较高份额，优酷则是少而精，上线剧目数量最低，但是流量集中度最高。

图表 115: 10 大网剧，2016-18 年

2018 年 1-9 月			2017 年			2016 年		
剧名	播放量(亿)	播放平台	剧名	播放量(亿)	播放平台	剧名	播放量(亿)	播放平台
延禧攻略	174.0		热血长安	106.2		太阳的后裔	42.2	
烈火如歌	81.3		海上牧云记	79.5		任意依恋	40.2	
独孤天下	61.8		大话西游之爱你一万年	63.0		太子妃升职记	34.7	
如懿传	52.8		春风十里，不如你	58.7		最好的我们	27.0	
沙海	44.6		将军在上	54.8		欢喜密探	27.0	
飞虎之潜行极战	44.6		白夜追凶	48.5		步步惊心·丽	25.5	
宫心计 2 深宫计	35.5		双世宠妃	42.4		极品家丁	23.1	
萌妻食神	35.1		鬼吹灯之精绝古城	35.6		余罪第一季	21.7	
芸汐传	33.1		天泪传奇之凤凰无双	31.1		余罪第二季	20.7	
镇魂	32.3		致我们单纯的小美好	30.9		如果蜗牛有爱情	20.1	

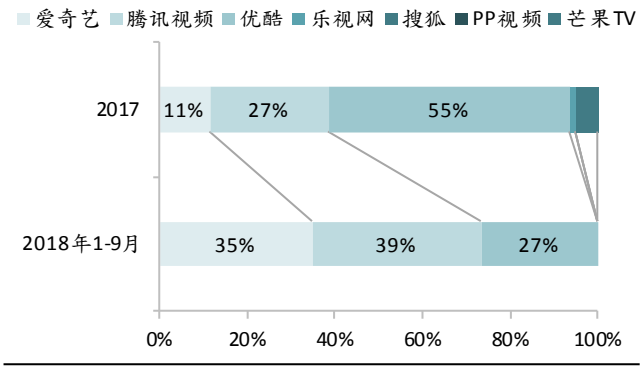
资料来源：艺恩截至 2018 年 9 月 12 日，交银国际

图表 116: 10 大网剧流量的覆盖比例



资料来源: 艺恩，交银国际

图表 117: 10 大网剧剧目流量份额



资料来源：艺恩，交银国际

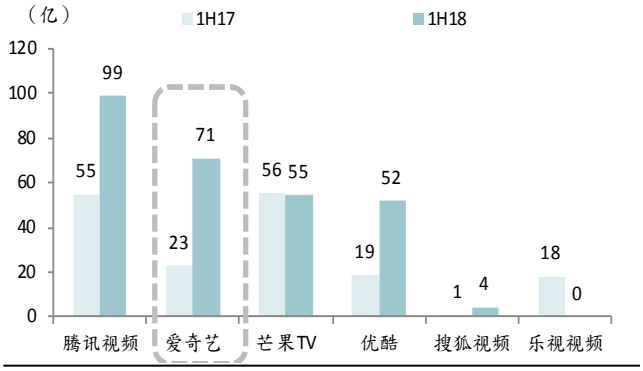
网络综艺：爱奇艺创新能力最强，腾讯数量多，跟随策略

受爆款拉动，2018 年网综流量增长迅猛。根据骨朵数据，从 2017 年《中国有嘻哈》爆款网综引发市场关注以来，我们认为 2018 年是网络综艺全面开花的元年。2018 年上半年网剧上线数量同比保持稳定，为 62 部，整体流量增长迅猛，主要是受头部爆款综艺如《偶像练习生》、《创造 101》、《这就是铁甲》等带动了三大视频平台播放量上升。播放量和数量的排序相对一致，按体量大小依次为腾讯视频、爱奇艺、优酷和芒果 TV。

四家平台在内容口碑和流量份额的竞争较为焦灼，过去芒果 TV 凭借传统电视台业务的优势，拥有《爸爸去哪儿》等优质综艺 IP，播放量全网第一，今年爱奇艺和腾讯视频分别打造的在偶像养成系选秀《偶像练习生》和《创造 101》热度超越传统综艺，播放量分别为 35.8 亿和 47.7 亿。虽然和传统王牌综艺《奔跑吧》第二季 68 亿播放量仍有距离，但已经赶超第二名《极限挑战》第四季 35.9 亿的水平。

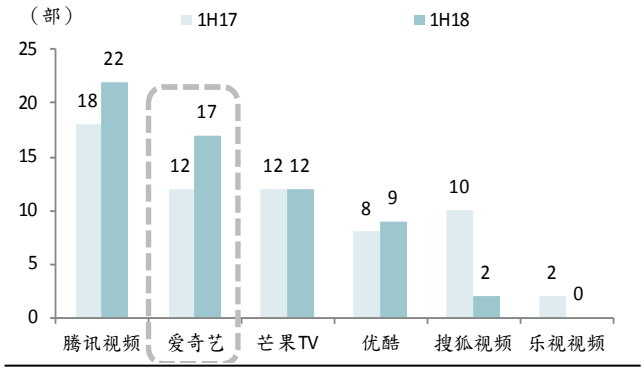
根据骨朵数据，平均单部网综的点击量，优酷为 5.8 亿，芒果 TV 和腾讯视频为 4.5 亿，爱奇艺 4.2 亿，搜狐视频 2.1 亿。流量集中度来看，爱奇艺播放量最高的 5 部综艺节目占整体播放量的 99%，优酷为 89%，芒果 TV 为 85%，腾讯视频为 80%，可见各平台的内容策略来看，爱奇艺内容创新能力强，善于把握年轻受众的喜好，引发市场爆款，腾讯视频内容最为多元化，用户观看流量最为分散。

图表 118: 2017/18 年上半年各平台网综点击量



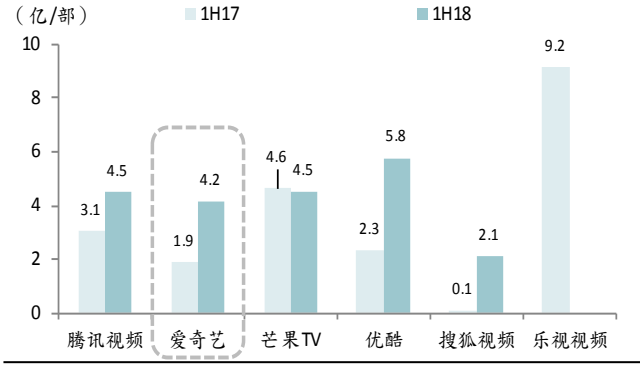
资料来源: 骨朵，交银国际

图表 119: 2017/18 年上半年各平台网综上线数量



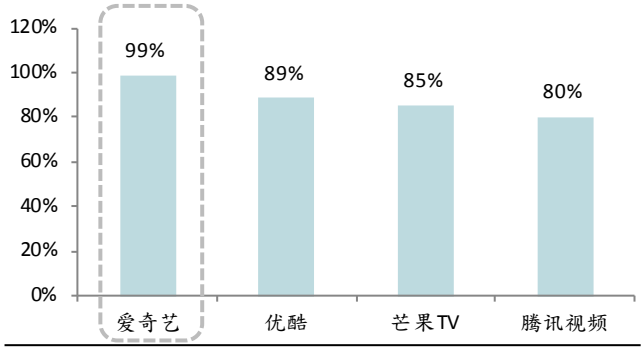
资料来源：骨朵，交银国际

图表 120: 2017/18 年上半年各平台平均单部网综点击量



资料来源: 骨朵，交银国际

图表 121: 2018 年上半年各平台 5 大网综点击量占整体比重



资料来源：骨朵，交银国际

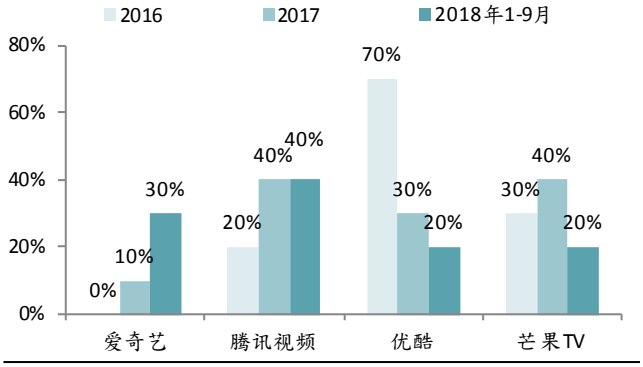
我们根据艺恩历年网综播放量排行榜，整理了各大在线视频平台的爆款内容覆盖率，2018 年前 9 个月，播放量前十的内容中，腾讯视频占 40%，爱奇艺占 30%，优酷和芒果 TV 各占 20%。头部内容流量份额来看，腾讯视频占 49%，爱奇艺占 24%，优酷占 14%，芒果 TV 占 13%，芒果 TV 的份额下滑明显。

图表 122: 10 大网综， 2016-18 年

2018 年 1-9 月			2017 年			2016 年		
剧名	播放量(亿)	播放平台	剧名	播放量(亿)	播放平台	剧名	播放量(亿)	播放平台
创造 101	47.7		爸爸去哪儿第五季	55.3		有料 2015	38.7	
明日之子第二季	41.0		明日之子	31.4		爸爸去哪儿第四季	34.0	
偶像练习生	35.8		中国有嘻哈	29.5		暴走大事件第四季	11.9	
妈妈是超人第三季	20.0		2017 快乐男声	27.4		火星情报局第一季	9.8	
热血街舞团	18.6		Big 磅 来 了 2017	25.3		明星大侦探	9.0	
这！就是铁甲	18.2		明星大侦探第二季	21.0		黄金单身汉	9.0	
这！就是街舞	16.4		明星大侦探第三季	20.4		Running Man	8.9	
明星大侦探第三季	15.7		所谓娱乐 2017	17.9		火星情报局第二季	7.6	
吐槽大会第二季	15.3		吐槽大会	17.5		暴走发条君	7.3	
放开我北鼻第三季	13.9		全娱乐早扒点 2017	17.5		拜拜啦肉肉	7.1	

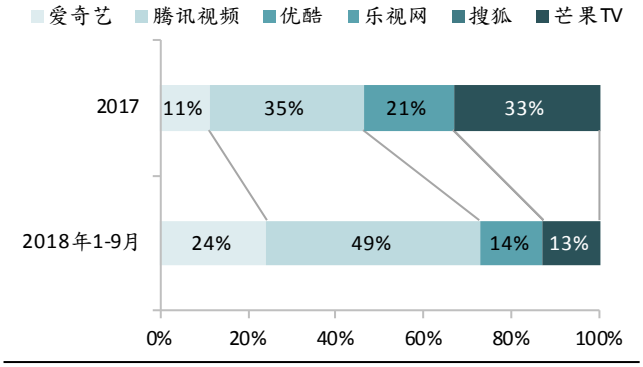
资料来源：艺恩，交银国际

图表 123: 10 大网综流量的覆盖比例



资料来源: 艺恩，交银国际

图表 124: 10 大网综剧目流量份额



资料来源：艺恩，交银国际

爱奇艺网剧制作首创 PGC 模式，资金占用少

我们认为网剧按 IP 归属权可以分为两种，1）自制模式，平台负责投资且 IP 归属平台；2）PGC 模式，不占用平台现金流，但 IP 不归平台所有。爱奇艺网剧中 PGC 占比较高。2018 年上半年 76 部网剧，10 部为自制，66 部为 PGC；同期，腾讯视频 16 部自制剧，19 部 PGC 剧，优酷 12 部自制剧，13 部 PGC 剧。

爱奇艺是最先制定 PGC 分账规则的平台，按会员有效播放次数和剧集单价计算收入，独播剧分成比例为 70%，非独播剧分成比例为 50%。腾讯视频和优酷跟随爱奇艺推出 PGC 分账机制，腾讯也为按会员有效点击次数计费，优酷为按观看时长计费。

平台自制内容方面，爱奇艺的自制内容以工作室的模式推进，目前共有 10 多个工作室，其中 3-4 个工作室负责综艺节目，10 个工作室负责自制剧。腾讯视频有 4 个工作室制作内容，其中 3 个负责网剧项目，1 个负责网综项目。优酷内容自制的战略重点向综艺倾斜，优酷预计在下一财年对于原创综艺内容的内容摊销成本将会上升到整体内容摊销成本的 70%。爱奇艺对自制剧的全周期参与度较高，即从一个 IP 的孵化到立项、筹拍及选择导演、编剧和演员，都是由爱奇艺制作网剧的工作室负责统筹。

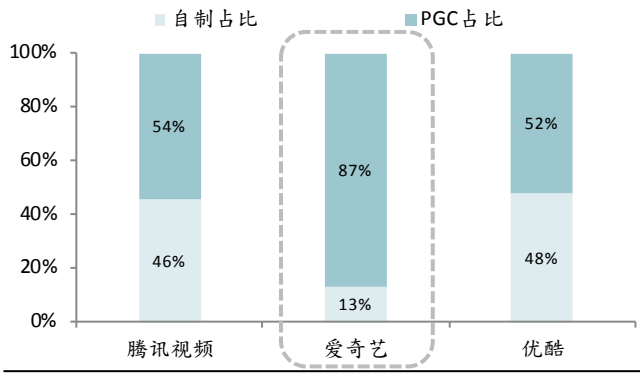
综合来看，我们认为爱奇艺和腾讯视频的制作能力更强，爱奇艺的优势在于创新能力强，善于把握年轻用户喜好，爆款率高，但内容丰富度不足；腾讯视频内容成本预算更高，提供更多的腰部内容满足不同层次用户的需求。

网剧类型分为平台自制和 PGC 两种

网剧按 IP 归属权可以分为 1）平台自制和 2）PGC 两种，平台自制的网络剧是由平台出资筹拍，委托第三方进行制作，制作成本由平台承担；PGC 制作的网剧不占用平台的现金流，由 PGC 自行承担制作费用，但在平台播出后制作方可以按比例分得产生的收入。

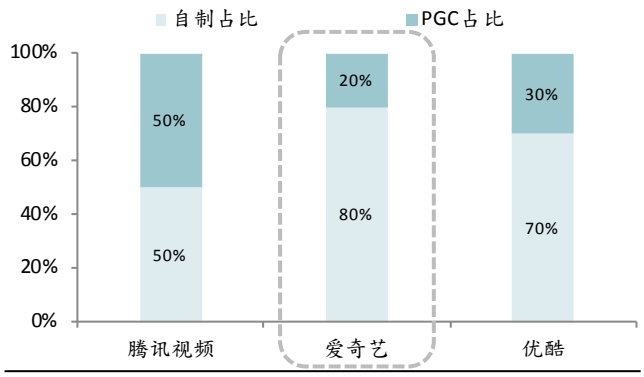
爱奇艺网剧大部分为 PGC，腾讯视频和优酷 PGC 和自制大约各占一半。今年上半年平台以自制形式出品的网剧数量，爱奇艺为 10 部，腾讯视频为 16 部，优酷为 12 部，委托 PGC 承制的内容数量，爱奇艺为 66 部，腾讯视频为 19 部，优酷为 13 部。爱奇艺的高产量主要是靠吸纳 PGC 内容实现，各平台自制剧数量都不超过 20 部，头部内容中自制占比，爱奇艺是最高的，达 80%，优酷为 70%，腾讯视频为 50%。

图表 125: 2018 年上半年三大平台网剧自制和 PGC 占比



资料来源: 骨朵，交银国际

图表 126: 三大平台的 10 大播放量内容自制和 PGC 占比



资料来源：骨朵，交银国际

三大平台与 PGC 的分账模式：爱、腾按观看次数，优酷按观看时长

吸纳 PGC 制作内容的模式，平台承担的风险低，且前期不占用平台自有资金，爱奇艺第一个推出 PGC 分账机制，按等级定价，计价基础为会员有效观看次数，独播剧的分账比例为 70%。爱奇艺最早将网络大电影的付费分账模式应用到与 PGC 的收入分账中，并在 2016 年 5 月推出了网剧付费分账模式规则。如下表所示，爱奇艺的第一部付费分账网剧《超级快递侠》在 2016 年 6 月上线，到 2017 年 9 月，与爱奇艺进行网剧发行合作的 PGC 数量超过 500 家，申请的项目数量超 400 个。2016 年至 2018 年上半年，和爱奇艺进行分账的网剧项目有 31、77 和 66 个。2018 年 4 月，爱奇艺将独家合作的 A/B 级网剧的分账比例由原定的 50%水平提升到 70%。

腾讯视频、优酷跟随爱奇艺推出 PGC 分账机制，腾讯也为按会员有效点击次数计费，优酷为按观看时长计费。腾讯视频和优酷效仿了爱奇艺的 PGC 分账机制，即采用爱奇艺为内容进行定级定价模式作为分账基础，例如爱奇艺将 A 级网剧的单季定价设为 25 元，腾讯视频设置为 10 元，优酷设置为 25 元。腾讯视频是在 2017 年 1 月开始实行网剧分账模式，计费和分成比例和爱奇艺基本一致，另外针对每部剧的拉新会员数量，给予 3.5 元-5 元每拉新会员的提成。优酷是在 2018 年 5 月开始推出网剧收入分成机制，和爱奇艺、腾讯视频不同的是，优酷的计费是基于观看总时长进行分成，鼓励创作者以吸引用户持续收看作为首要动力。

图表 127: 爱奇艺、腾讯视频和优酷与 PGC 的收入分账模式

平台	分成模式		内容级别	合作条款	是否独家合作
爱奇艺	保底+分成		S	800 万保底价+50%收入分成	独家合作
			A+	500 万保底价+50%收入分成	独家合作
			A	300 万保底价+50%收入分成	独家合作
	分成	会员付费分账期	A	VIP 有效播放次数*定级单价（25 元/季）*70%	独家合作
			B	VIP 有效播放次数*定级单价（8 元/季）*70%	独家合作
			C	VIP 有效播放次数*定级单价（6 元/季）*50%	可非独家
			D	VIP 有效播放次数*定级单价（4 元/季）*50%	可非独家
		广告分账期	A/B	贴片广告收入*（1-运营成本比例）*70%	独家合作
			C/D	贴片广告收入*（1-运营成本比例）*50%	可非独家
腾讯视频	会员付费分成		S/A	有效付费点播次数*优先付费点播单价（10 元）*70%	腾讯视频参与出品的网络剧或者优质网络剧成片
			B	有效付费点播次数*优先付费点播单价（10 元）*60%	达到腾讯视频付费播出标准
			C	不分成	片方可选择独播或者非独播
	拉新会员			每个拉新会员给予 3.5-5 元提成	
优酷			S	合作剧集会员观看总时长/剧集总时长*定级单价（25 元）*集数奖励系数	独家合作
			A	合作剧集会员观看总时长/剧集总时长*定级单价（20 元）*集数奖励系数	独家合作
			B	合作剧集会员观看总时长/剧集总时长*定级单价（10 元）*集数奖励系数	独家合作
			C	合作剧集会员观看总时长/剧集总时长*定级单价（5 元）*集数奖励系数	非独家合作

资料来源：公开信息，交银国际
注：爱奇艺的有效点播是指单集观看超过 6 分钟，腾讯视频的有效点播是指单集观看超过 5 分钟

爱奇艺以工作室制度推进，对剧集制作流程参与度高

平台自制内容方面，爱奇艺的自制内容以工作室的模式推进，目前共有 10 多个工作室，其中 3-4 个负责综艺节目，10 个负责自制剧。对制作的参与度来看，爱奇艺工作室员工在综艺制作的参与度非常高，通常一个工作室为 200 人左右，制片人、导演、台词脚本编写和设计等工作都由爱奇艺员工完成，只有少部分内容外包，如灯光舞美等，工作室同一时间段只制作一部综艺，每年产量在 1-2 部。自制剧工作室的员工主要承担制片人的角色，负责整个项目的立项制作流程，协调各项资源和外包团队，每个工作室人员规模在 10-20 人左右，但人效较高，通常一年可以推进 5-8 个项目。

图表 128: 爱奇艺自制剧和自制综艺运作模式

	自制剧	自制综艺
工作室数量	10 个	3-4 个
每个工作室人数	10-20 人	~200 人
每个工作室产量	5-8 部剧/年	1-2 部综艺/年
自制化程度	低	高
工作室承担的角色	爱奇艺员工扮演制作人的角色，同时负责多个影视剧项目的推进、立项、剧本、选导演和演员	参与整个节目的制作过程，大部分工作由爱奇艺员工完成，承担制片人、导演、包括台词脚本编写和设计等工作，只有少部分内容外包，如灯光舞美等

资料来源：爱奇艺，交银国际

腾讯视频有 4 个工作室制作内容，其中 3 个负责网剧项目，1 个负责网综项目。工作室以制作人为中心负责不同项目。网剧工作室主要包括制片人和编剧、编审角色。网综工作室有 30 多位制片人，分成 3 组，分别由 3 位资深制片人带领负责不同领域的综艺制作。一般一个节目由三个制片人负责，一个做总体把控，一个做制作、运营、对接和具体跟进，另外一个做基础沟通。其中，高级别的制片人可以同时负责多个项目。

优酷内容自制的战略重点向综艺倾斜，阿里巴巴投资者大会披露，优酷预计下一财年原创综艺内容的内容摊销成本将上升到整体内容摊销成本的 70%。优酷工作室的自制内容不局限于剧集和综艺，也包括纪录片、动漫、音乐等其他品类。优酷预计 2018 年工作室数量将会上涨 100%。制作剧集的工作室主要有星空、天行、元气、MAD 等。去年元气工作室负责打造口碑剧《白夜追凶》，团队规模为十个人。网综生产周期较短，优酷从 2017 年底开始大力发展网综。

爱奇艺对自制剧的全周期参与度较高，即从一个 IP 的孵化到立项、筹拍及选择导演、编剧和演员，都是由爱奇艺制作网剧的工作室负责统筹。腾讯视频和优酷自制内容更倾向于收购市场上已经在运作的影视项目。从自制内容的出品方来看，见图表 129，腾讯视频和优酷也是引入了较多第三方公司参与自制，其中有的第三方是腾讯和阿里巴巴投资企业，例如哇唧唧哇和东阳小宇宙影视。

图表 129: 三大视频平台自制剧一览表（2018 年上半年）

平台	剧名	豆瓣评分	出品公司
爱奇艺	钟馗捉妖记	4.1	愚恒影业/**爱奇艺**
	飘香剑雨	6.3	**爱奇艺**
	以你为名的青春	7.2	**爱奇艺**
	芸汐传	6.6	**爱奇艺**/上海丝芭影视有限公司
	同学两亿岁	6.5	**爱奇艺**
	冒险王卫斯理之支离人	4.1	**爱奇艺**
	热血狂篮	4.7	**爱奇艺**/芒果娱乐/北京天浩盛世影业
	冒险王卫斯理之蓝血人	5.1	**爱奇艺**
	亲爱的活祖宗	7.9	**爱奇艺**
	冒险王卫斯理之无名发	6.5	**爱奇艺**
腾讯视频	结爱·千岁大人的初恋	7.2	**企鹅影视**/芒果影视/造梦机影视
	乡村爱情 10	6.8	**企鹅影视**/本山传媒有限公司/凡达影业
	忽而今夏	8.1	**企鹅影视**/完美世界
	骨语	5.6	**企鹅影视**/旭东雨辰文化传播
	乡村爱情 10(下)	6.8	本山传媒/**企鹅影视**
	哦!我的皇帝陛下	5	哇唧唧哇/**企鹅影视**/五谷圆丰文化传媒
	哦!我的皇帝陛下第二季	5	哇唧唧哇/**企鹅影视**/五谷圆丰文化传媒
	来自海洋的你	NA	**企鹅影视**/上海红圈影业
	糅头糅脑 3	NA	**腾讯**/凡达影业
	来到你的世界	7.4	蓝港影业/**腾讯视频**
	幸福，近在咫尺	6.4	**企鹅影视**/和力辰光国际文化传媒/星力天际
	幽兰湖之御厨驾到	NA	新微笑/**企鹅影视**
	快把我哥带走	7.4	**企鹅影视**/中汇影视
	我的女友要上天	NA	派格华创影视传媒/**企鹅影视**
	东方华尔街	7.7	**企鹅影视**/福斯传媒集团
	幽兰湖之御厨驾到第二季	NA	**企鹅影视**/新微笑影视
优酷	飞虎之潜行极战	6	**优酷**/邵氏兄弟国际影业有限公司
	天意	4.8	**优酷**/天津磨铁娱乐有限公司/天津青春你好文化传播
	寻秦记	2.3	**优酷**
	北京女子图鉴	6.3	**优酷**/雄孩子传媒/大将传媒
	内衣先生	5.4	**优酷**/北京多美数字娱乐/嘉博影视投资/华录新媒信息技术/北京德佳德文化传媒/捷成瑞吉祥影视传媒
	我才不会被女孩子欺负呢	6	**优酷**/北京拉近影业/青岛年青时候影视文化传媒/天津世纪鲲鹏新媒体
	上海女子图鉴	6.8	**优酷**
	镇魂	6.4	上海时悦影视文化有限公司/**优酷**
	萌妃驾到	6.9	**优酷**
	最强男神	NA	东阳小宇宙影视/**优酷**/天猫技术有限公司
	单恋大作战	7.3	磨铁影视娱乐/聚禾影画影业/**优酷**
	S.C.I.谜案集	7.6	中汇影视文化传播/**阿里巴巴影业**/**优酷**/兴格文化传媒

资料来源：骨朵，豆瓣，交银国际
注：哇唧唧哇和东阳小宇宙影视分别为腾讯和阿里投资企业

自制能力以网综制作能力评估，爱奇艺创新力强，腾讯内容覆盖广

各平台对自制综艺的把控和参与度更高，我们认为自制综艺的水平更能反映平台自制内容的能力，网剧主要由第三方承制和 PGC 完成，平台能力主要体现在内容甄选和统筹方面。

综合来看，我们认为爱奇艺和腾讯视频的制作能力更强，爱奇艺的优势在于创新能力强，善于把握年轻用户喜好，爆款率高，但内容丰富度不足，腾讯视频内容成本预算更高，提供更多的腰部内容满足不同层次用户的需求。自制综艺水平来看，爱奇艺的爆款率较高，2017 年打造《中国有嘻哈》，体现了团队对年轻人品味的精准把控，2018 年 1 季度成功推出《偶像练习生》，随后腾讯视频在 2 季度推出《创造 101》，获得了更高的热度，我们认为爱奇艺在内容创新上有一定优势，腾讯视频凭借资本优势，跟随策略也较为成功。

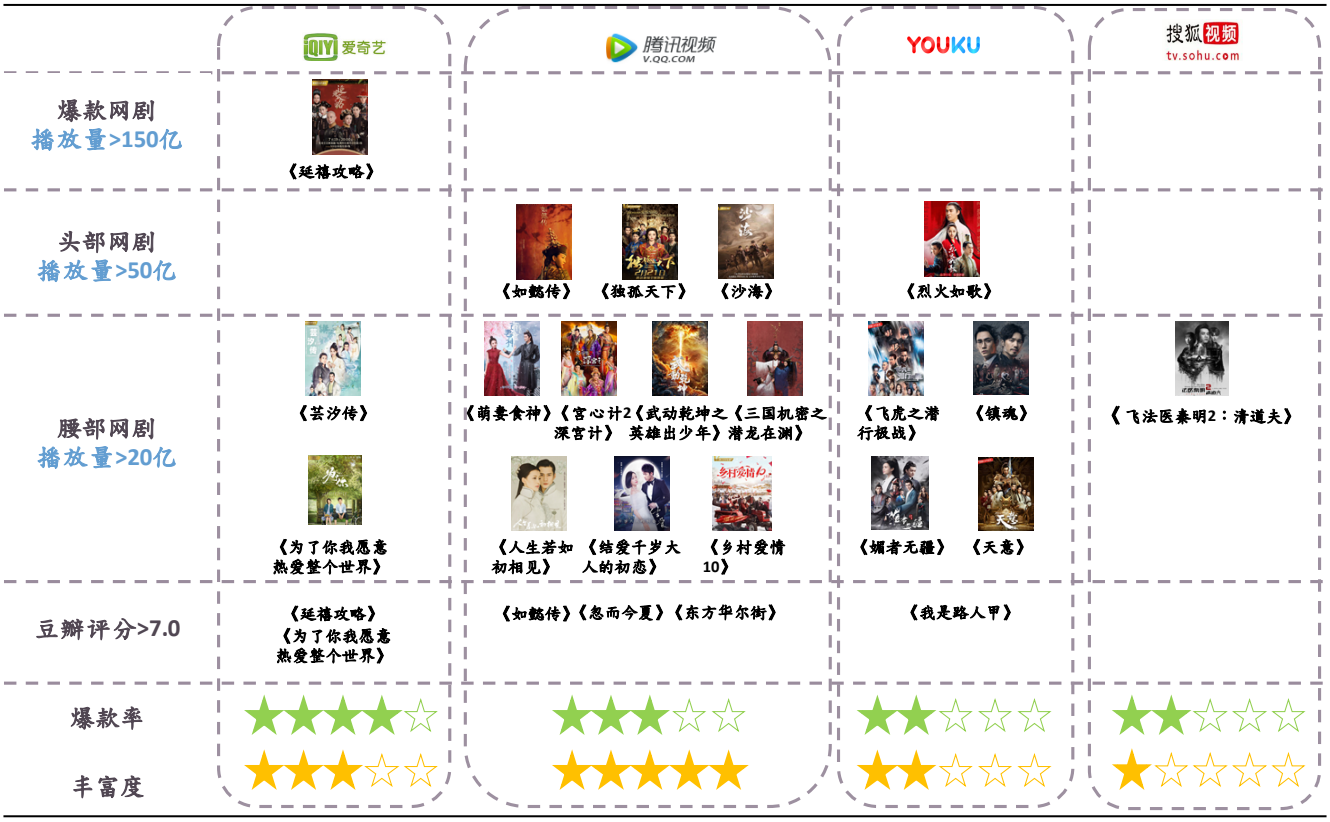
图表 130: 自制水平评估，爱奇艺和腾讯视频

平台	自制剧		综艺		整体打分
	内容打分	点评	制作水平打分	点评	
爱奇艺		爆款率较好，腰部内容丰富度不足		创新能力最佳，把握年轻人喜好	
腾讯视频		腰部内容丰富，满足多层次观众需求		跟随策略较为成功	
优酷		对 PGC 依赖度较高		主要靠模仿市场已出现爆款	

资料来源：交银国际评估

我们看到今年爆款网剧《延禧攻略》来自爱奇艺，同期腾讯视频推出《如懿传》热度也不错，但影响力难以超越《延禧攻略》。但从腰部内容来看，我们认为腾讯视频的内容优势较为明显，满足不同年龄段用户的喜好，包括阅文 IP 打造的《武动乾坤之英雄出少年》，和本山传媒合作的《乡村爱情 10》，和 TVB 合作打造的《宫心计 2 深宫计》，见表 131。

图表 131: 2018 年网剧头部、腰部，各平台列举，网剧自制能力比较



资料来源：骨朵，交银国际
注：豆瓣评分选取的是打分人数超过 1 万人的评分数据

今年热度最高的两部网综为《偶像练习生》和《创造 101》，我们认为爱奇艺在网综上无疑有较强的创新能力和爆款打造能力，继嘻哈音乐之后又推出街舞类选秀节目《热血街舞团》，腾讯视频的网综题材更丰富，除了迎合年轻人口味的选秀节目，还推出了比较慢生活类综艺，如《幸福三重奏》、低成本高产出的谈话类节目《拜托了冰箱》系列，见表 132。

图表 132: 2018 年网综头部、腰部、长尾，各平台列举，网综自制能力比较



资料来源：骨朵，交银国际

目前网综的招商规模已经赶超传统电视台综艺招商金额，2018 年多部网综的招商金额超过 6 亿元。爱奇艺 2014 年最先制作的《奇葩说》到今年已经出品第五季，根据新闻数据显示，奇葩说五季的招商总额达到 15 亿元，奇葩说也是目前 IP 价值最高的网络综艺，也是唯一一部出品到第五季的网络综艺。图表 133 所示，今年多个平台的头部网络综艺招商金额都达到 6 亿元，超过传统电视综艺招商金额。

图表 133: 三大视频平台自制综艺招商金额

平台	节目	季	招商金额	播放量（亿次）	豆瓣评分
爱奇艺	奇葩说	第一季	5 千万	2.6	9.1
		第二季	1 亿元	6.4	NA
		第三季	3 亿元	5.0	8.6
		第四季	4 亿元	6.0	7.8
		第五季	6.5 亿元	NA	7.1
	中国有嘻哈	第一季	5.4 亿元	27.0	7.2
		第二季	超 6.5 亿元	13.3	4.7
	偶像练习生		6 亿元	30.0	6.0
	热血街舞团		6.5 亿元	18.0	4.7
腾讯视频	明日之子	第一季	3 亿元	40.0	5.5
		第二季	7 亿元	50.6	5.3
	创造 101		6 亿元	48.6	5.7
	吐槽大会	第一季	近 1 亿元	14.5	7.4
		第二季	3 亿元	17.0	6.9
优酷	这就是街舞		6 亿元	12.3	8.6
	这就是铁甲		NA	16.0	8.0

资料来源：公开信息，豆瓣，交银国际
注：播放量为节目收官时的播放量

视频平台内容成本 2018 年增速 60%+

我们估算 2016 年和 2017 年国内主要在线视频平台的内容成本分别为 300 亿元和 500 亿元，预计 2018 年三大平台整体内容支出同比增速仍不低于 60%，其内容成本占广告和会员收入比重 2018 年仍会小幅上升，2017 年爱奇艺为 73%，腾讯视频为 131%，优酷为 82%。

我们估算爱奇艺目前自制内容占总体内容库的比例为 7%（Netflix 为 13%），2017 年，爱奇艺的内容成本中，大约 80%为采购版权成本，15%为自制内容成本，PGC 分成成本占不足 10%，我们认为未来采购版权比例将逐步下降。

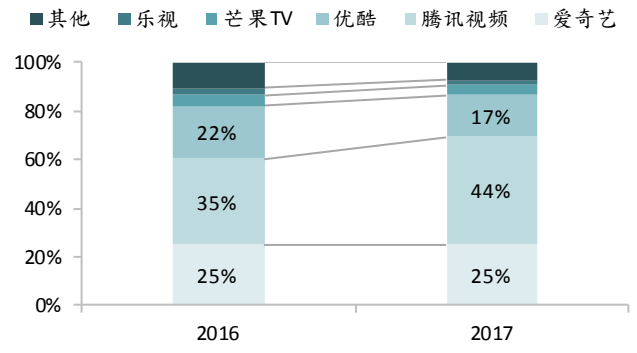
我们预计爱奇艺 2018 年至 2020 年内容成本的同比增速分别为 66%/29%/11%，内容成本占收入的比重为 85%/84%/78%，长期来看该比例会有所回落。对标 Netflix 内容成本在 2017 年为 63 亿美元，占收入 54%。从收入增速和内容成本增速来看，我们认为目前爱奇艺所处的阶段还是内容成本增幅高于收入增幅，而 Netflix 经过 2-3 年时间，收入增速在 2017 年超过了内容成本增速。

爱腾优内容成本 2014-18 年复合增长率 85%/120%/66%，2018 年占收入 85%/150%/116%

影视剧 IP 价格自 2015 年暴涨后，视频平台的内容成本也在 2016 年开始高速增长，我们估算国内主要在线视频平台的内容成本在 2016 和 2017 年分别为 300 亿元和 500 亿元。我们估算 2017 年三大视频平台的内容成本为 430 亿元，预计三大平台整体内容支出同比增速在 2018 年仍不低于 60%。三大平台在 2016 年和 2017 年的内容成本占收入 82%和 87%。爱奇艺的内容支出份额两年均为 25%，腾讯视频投资加剧，分别为 35%和 44%，优酷 22%和 17%。分平台来看，过去四年间，腾讯视频的内容成本增速最高，2014 年到 2018 年的复合增长率为 120%，爱奇艺为 85%，优酷为 66%。

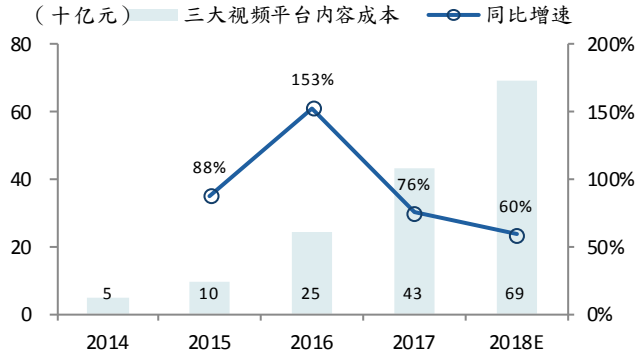
从版权投入的毛利情况来看，我们预计 2018 年三大平台的内容成本占广告和会员收入比重仍会小幅上升。2017 年爱奇艺该比重为 73%，腾讯视频为 131%，优酷为 82%，2018 年成本占收入比重均小幅上升，主要受自制内容的投资加剧及竞争影响，我们预计爱奇艺比重为 85%，腾讯视频为 150%，优酷为 116%。

图表 134: 主要平台内容成本占在线视频内容成本份额, 2016-17



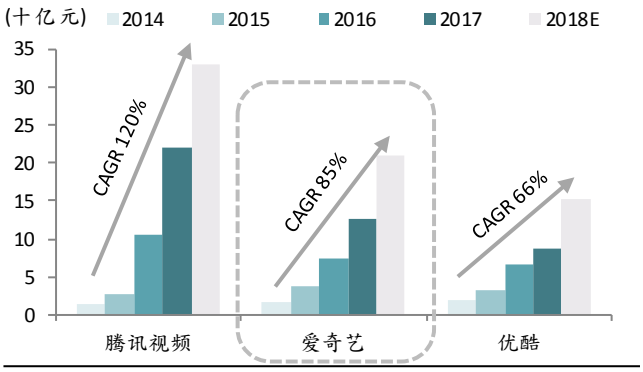
资料来源: 各家公司资料，交银国际估算

图表 135: 腾讯视频、爱奇艺和优酷三大平台总内容成本及增速, 2014-18E



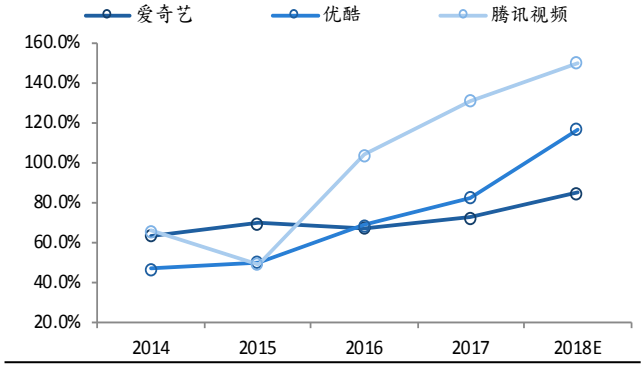
资料来源：各家公司资料，交银国际预测

图表 136: 腾讯视频、爱奇艺和优酷三大平台的内容成本及增速, 2014-18E



资料来源: 各家公司资料，交银国际预测

图表 137: 腾讯视频、爱奇艺和优酷三大平台的内容成本占广告和会员收入比例, 2014-18E



资料来源：各家公司资料，交银国际预测

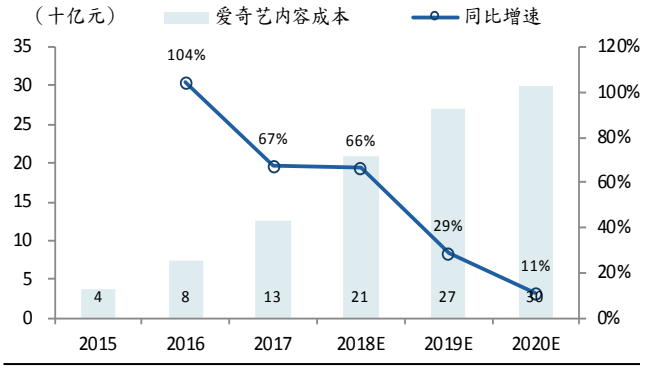
爱奇艺内容成本短期仍加速增长，长期逐渐回落

爱奇艺 2017 年的内容成本为 126 亿元，同比增 66%，公司用于购买版权剧的现金支出为 91 亿元，用于支付自制内容制作成本的现金支出约 20 亿元，同比增速分别为 72%和 125%，内容成本占收入的比重为 73%。

我们预计近两年内容成本仍会保持较高的增长，主要因 1）各平台都在加大自制内容的投入发展会员付费，2）版权内容采购成本整体仍呈上浮趋势；3）竞争加剧稀缺内容的市场溢价。

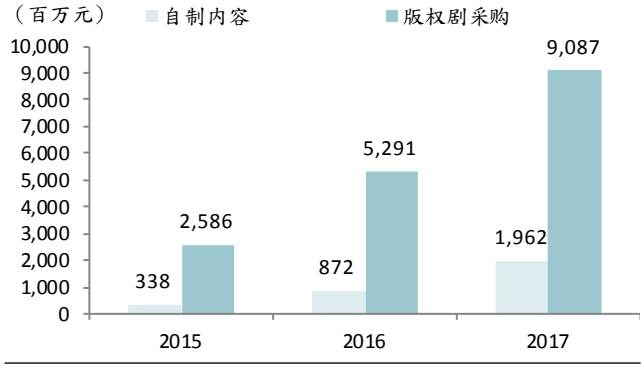
我们估计 2018 年至 2020 年，内容成本的同比增速分别为 66%/29%/11%，内容成本占收入的比重为 85%/84%/78%，长期来看该比例会有所回落，理由是：1）付费会员收入持续增长拉动营收规模，2）自制内容和 PGC 内容数量占比的提升，降低内容成本增幅。对标 Netflix 内容成本在 2017 年为 63 亿美元，占收入比为 54%。

图表 138: 爱奇艺内容成本及同比增速, 2015-20E



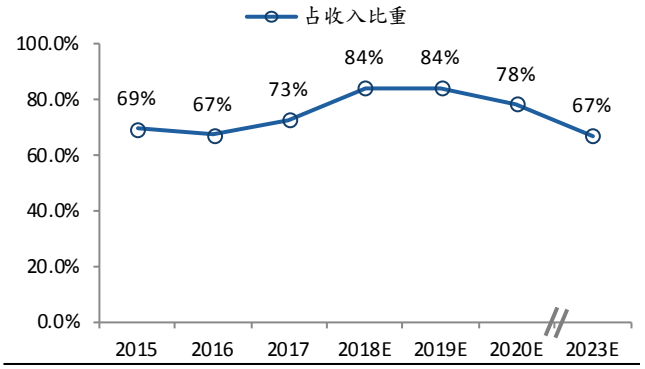
资料来源: 公司年报，交银国际预测

图表 139: 爱奇艺现金流中的内容支出, 2015-17



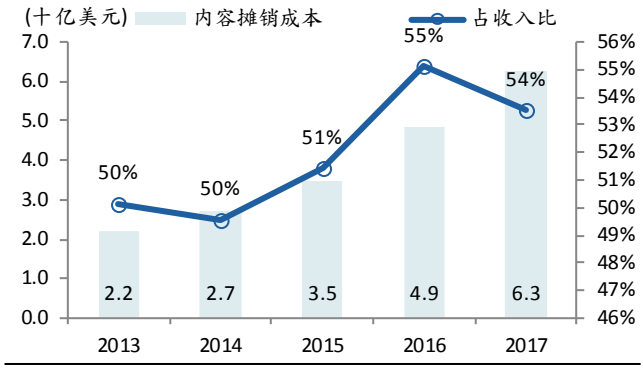
资料来源：公司年报，交银国际

图表 140: 爱奇艺内容成本占收入比, 2015-23E



资料来源: 公司年报，交银国际预测

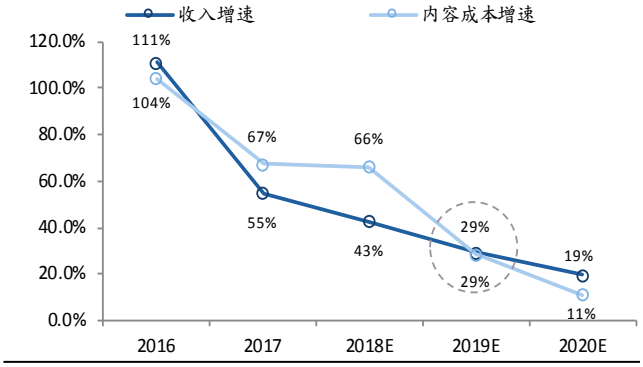
图表 141: Netflix 内容成本及占收入比, 2013-17



资料来源: 公司年报，交银国际

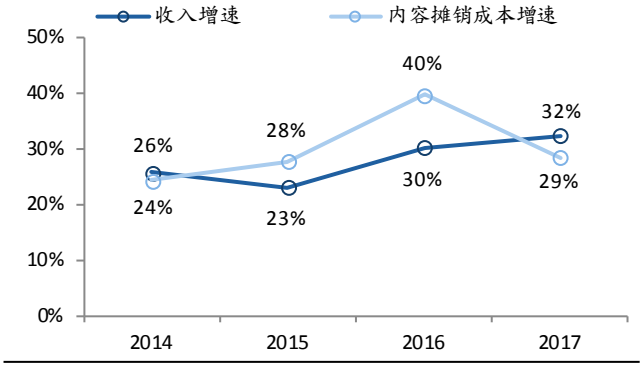
从收入增速和内容成本增速来看，目前爱奇艺所处的阶段还是内容成本增幅高于收入增幅，而 Netflix，经过 2-3 年时间，在 2017 年收入增速超过了内容成本增速。我们预计 2018 年爱奇艺收入同比增 43%，而内容成本同比增 66%，我们预计到 2020 年，内容成本增幅将会首次低于收入增幅。

图表 142: 爱奇艺收入增速和内容成本增速比较，2016-20E



资料来源: 爱奇艺，交银国际预测

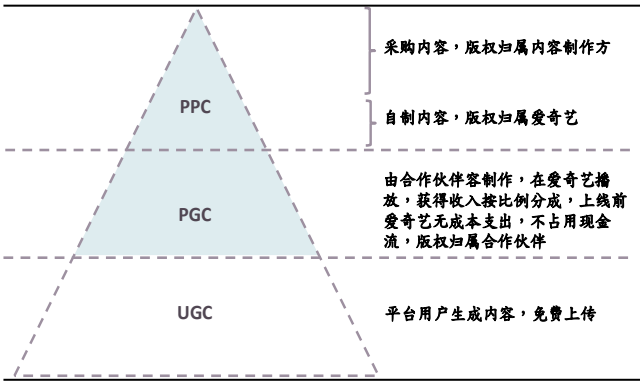
图表 143: Netflix 收入增速和内容成本增速比较，2014-17



资料来源：Netflix，交银国际

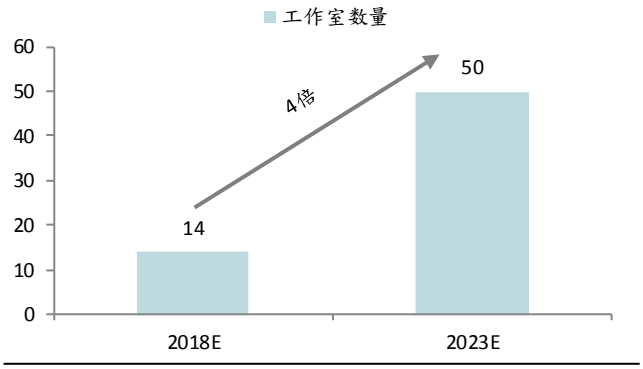
爱奇艺将平台内容分为三类，1）专业制作内容（PPC），包括 a）外采版权内容和 b）爱奇艺自制内容。针对外采版权内容，爱奇艺在合约期内享有内容的播放权，如果是独家播放内容（爱奇艺独家内容约占整体版权内容的 10%），爱奇艺还享有版权分销权益；针对自制内容，爱奇艺负责出资，第三方承接制作，制作好的内容在爱奇艺播放，版权归属于爱奇艺。PPC 内容需要占用较大的现金流，投资周期较长，电视剧通常为 18 个月，综艺为 6-8 个月。2）合作伙伴制作内容（PGC），主要是由合作伙伴制作的影视剧，通常为较小的影视公司，由合作伙伴投资，在爱奇艺平台播放，爱奇艺将内容产生的收入和合作伙伴进行分成（分成比例：独播内容为 70%，非独播内容为 50%），爱奇艺不享有 PGC 内容的版权，但 PGC 的好处是不需要占用爱奇艺的现金流，在视频上线前不产生费用。3）用户生成内容（UGC），是平台用户免费上传的内容。

图表 144: 爱奇艺内容分类



资料来源: 爱奇艺，交银国际

图表 145: 自制内容工作室数预计未来增长 4 倍



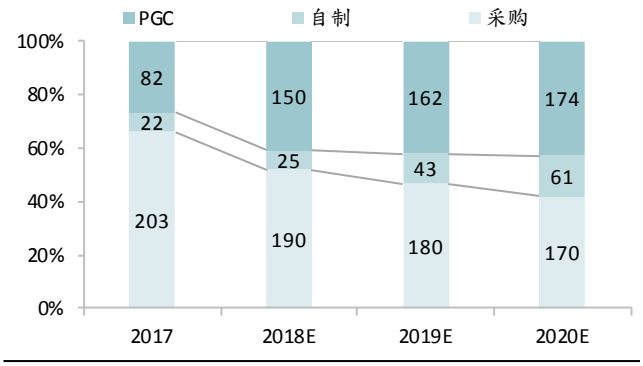
资料来源：爱奇艺，交银国际

我们估算爱奇艺目前自制内容占总体内容库的比例为 7%，目前公司有 13-14 个工作室负责自制内容，公司预计 到 2023 年工作室数量会翻 4 倍。目前

Netflix 自制内容占内容库的比例为 13%，根据公开信息，Netflix 预期到 2020 年自制内容比例达到 50%。

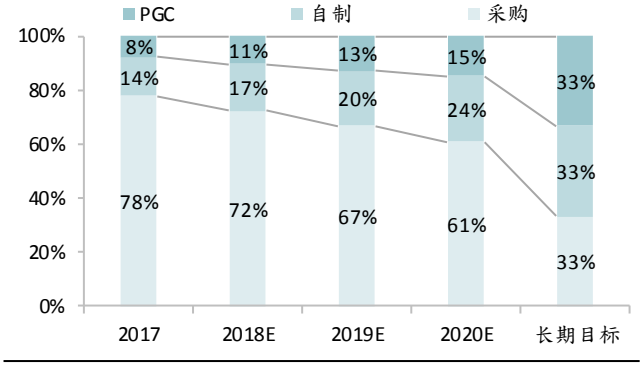
2017 年，爱奇艺的内容成本中，~80%为采购版权成本，15%为自制内容成本，PGC 分成成本占不足 10%，未来采购版权比例将逐步下降。我们预计到 2020 年，版权采购成本占比~60%，自制剧成本占 24%，PGC 分成成本占 15%。长远而言，公司的目标是将三类内容的成本分布控制在各占 1/3。

图表 146: 爱奇艺内容数量按类型占比, 2016-20E



资料来源: 爱奇艺，交银国际预测

图表 147: 爱奇艺内容成本按类型占比, 2017-20E



资料来源：爱奇艺，交银国际预测

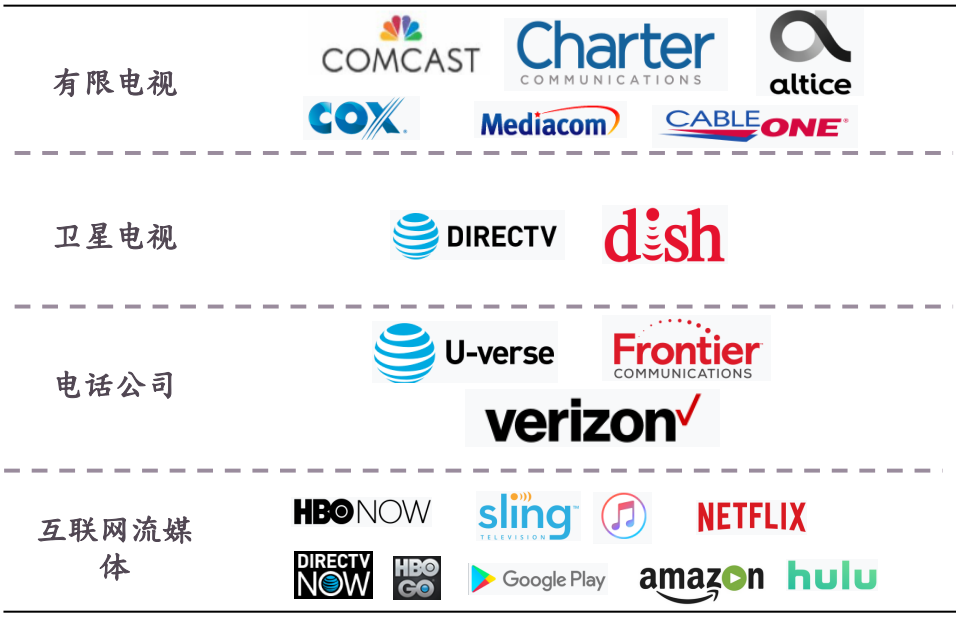
参考个案：美国付费电视市场与 Netflix

美国主要付费电视服务商

美国传统的付费电视服务商主要包括以下三类，1）有限电视，最大的服务商包括 Comcast（CMCSA US）和 Charter（CHTR US）；2）卫星电视，用户通过安装卫星锅盖接收卫星传输的预编程节目，主要有 Direct TV（隶属于 AT&T）和 DISH TV；3）电话公司，基于光纤网络提供有线视频服务，如 AT&T U-verse、Frontier 和 Verizon。有线电视服务商和电话服务商通常都提供入户的宽带、电话等基础网络服务，为用户提供电视节目则可通过收取电视订阅费和售卖广告变现。

新兴的付费电视服务包括，1）虚拟多频道视频分销商，将传统电视节目内容通过互联网直接触达观众，如 HBO Now、Direct TV Now 和 SlingTV，2）基于互联网的流媒体产品，第一类为按需订阅形式的产品，如 Netflix 和 Amazon Prime 及 Hulu Plus，这类平台没有广告，主要靠收取会员订阅费用变现；第二类为按次收费的流媒体平台，如 Apple iTunes 和 Amazon Instant；第三类为靠广告变现给观众免费观看的视频产品如 YouTube、Google 和 Hulu。

图表 148: 主要付费电视服务商分类



资料来源：维基百科，交银国际

根据 LRG 的统计数据，2018 年 1 季度，主要美国传统付费电视服务商会员数为 8809 万：1）有线电视拥有 4779 万会员，其中最大的两家 Comcast 和 Charter 占比分别为 47%和 35%；2）直播卫星拥有 3112 万，Direct TV 拥有 2027 万会员，DISH TV 拥有 1085 万会员；3）电话公司拥有会员数 919 万，Verizon 拥有 460 万会员，AT&T 拥有 366 万会员。

图表 149: 传统渠道付费电视会员数量下滑（2Q16-1Q18）

(百万)	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18
有线电视								
Comcast	22.4	22.4	22.5	22.5	22.5	22.4	22.4	22.3
Charter	17.3	17.3	17.2	17.1	17.1	17.0	17.0	16.9
Cox	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	4.1
Altice	3.6	3.6	3.5	3.5	3.5	3.4	3.4	3.4
Mediacom	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
Cable One	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
其他主要非上市公司	4.3	4.3	4.3	4.3	4.2	4.2	4.2	0.0
加总	**48.9**	**48.8**	**48.7**	**48.6**	**48.4**	**48.1**	**48.1**	**47.8**
卫星电视								
Direct TV	20.5	20.8	21.0	21.0	20.9	20.6	20.5	20.3
DISH TV	13.6	13.6	12.5	12.2	11.9	11.7	11.0	10.8
加总	**34.0**	**34.4**	**33.5**	**33.2**	**32.7**	**32.3**	**31.5**	**31.1**
电话公司								
Verizon FiOS	4.9	4.7	4.7	4.7	4.7	4.6	4.6	4.6
AT&T U-verse	4.6	4.5	4.3	4.0	3.9	3.7	3.7	3.7
Frontier	1.3	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0	0.9
加总	**10.8**	**10.5**	**10.1**	**9.8**	**9.5**	**9.3**	**9.2**	**9.2**
传统渠道总付费会员数	**93.8**	**93.7**	**92.3**	**91.6**	**90.7**	**89.8**	**88.8**	**88.1**
互联网渠道								
Sling TV			1.2	1.4	1.4	1.7	2.2	2.3
Direct TV Now			0.2	0.4	0.5	0.8	1.2	1.5
加总			1.4	1.7	1.9	2.5	3.4	3.8

资料来源：Leichtman Research Group，交银国际

高度集中的美国传媒产业

美国的娱乐传媒行业较为集中，主要是由几家传媒业巨头控制内容生产到内容分发环节，按市值高低依次为 AT&T（T US），Comcast（CMCSA US），迪士尼（DIS US），Viacom（VIA US）**和 Charter**（CHTR US）。我们看到美国电视服务商经历了横向并购整合后，如 Charter 横向收购了另外两家有限电视服务商 Time Warner Cable 和 Bright House。随着近年来互联网流媒体平台的崛起，传统付费电视渠道用户数呈逐年下滑的趋势，电视运营商为了提升竞争力，开始介入上游内容制作环节，主要案例包括 AT&T 收购时代华纳，以及迪士尼和 Comcast 争相收购 21 世纪福克斯。

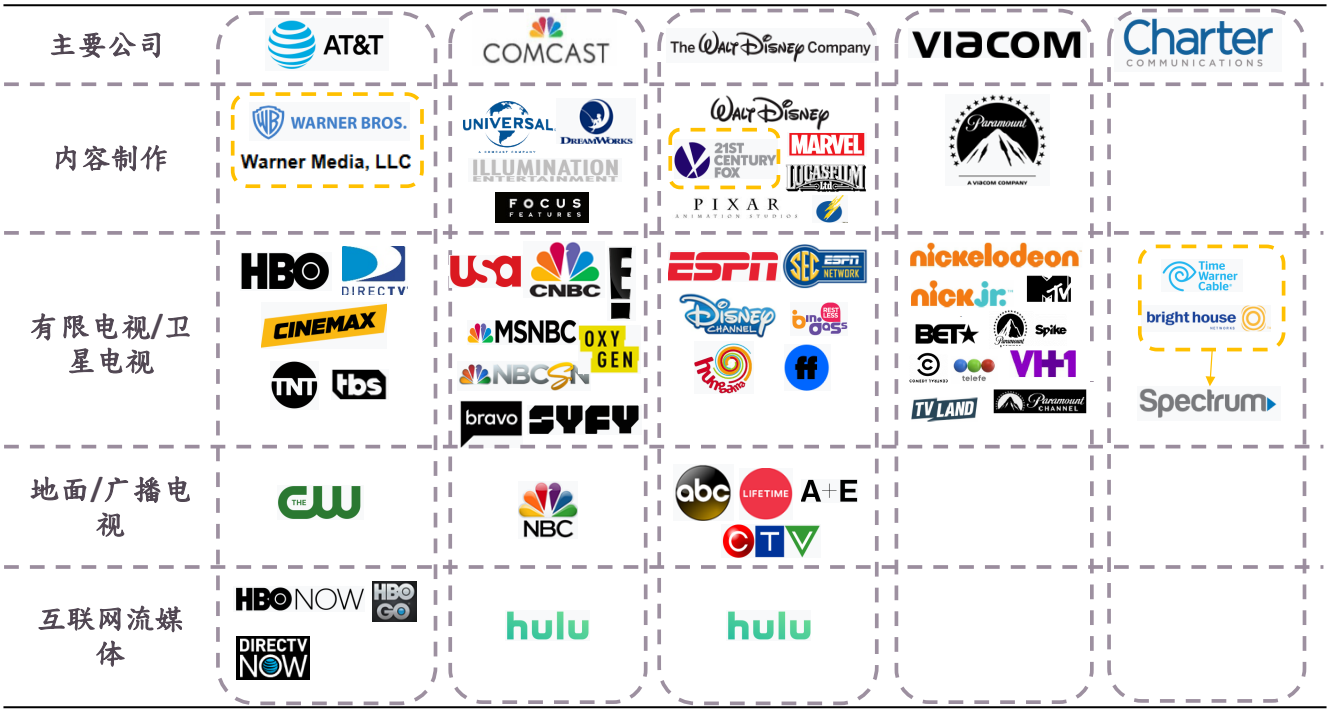
AT&T（T US）以 854 亿美元收购时代华纳（TWX US）成为市值最高的传媒公司。该收购案于 2016 年 10 月宣布，在 2018 年 6 月得到正式批准。AT&T 原有业务主要为有线电视（TNT、TBS）、地面电视（CW）、宽带和电话服务，通过收购时代华纳，获得了华纳旗下 HBO、华纳兄弟等内容资产。

迪士尼（DIS US）收购 21 世纪福克斯，进一步整合 IP 资源，发展流媒体业务。2017 年 12 月，迪士尼提出以 524 亿美元收购 21 世纪福克斯，随后最大的有线电视服务商 Comcast 也介入竞购出价 650 亿美元，迪士尼提高了福克斯

收购价至 713 亿美元，最后迪士尼对 21 世纪福克斯的收购要约在 2018 年 6 月得到正式批准，7 月该交易案以 851 亿美元总价值落定。迪士尼作为美国最大的内容制作商，通过收购获得了一系列经典 IP 制作公司，包括皮克斯、漫威和卢卡斯影业等，旗下业务还包括有线电视（体育频道 ESPN、迪士尼频道等）、地面电视（ABC、A&E 等）、主题公园。收购 21 世纪福克斯后，迪士尼将获得 21 世纪福克斯旗下的 20 世纪福克斯电影、电视公司、FX 有线电视网络、国家地理、流媒体 Hulu 30%股份等。

Comcast（US CMCSA）作为美国最大的有线电视服务商，坐拥环球、梦工厂等内容资产。Comcast 主要业务包括有线电视网络、电影制片和娱乐（环球）、广播电视网络。Comcast 有线电视付费电视会员数占主要有线电视服务商会员总数的 47%，是全美最大的有线电视服务商，提供有 U、CNBC 等电视网和 NBC 广播电视网，拥有环球、梦工厂等内容制作公司，并持有流媒体 Hulu30%的股份。 Comcast 也参与了竞标收购 21 世纪福克斯以扩展自身的内容储备，但最后该标的由迪士尼购得。

图表 150:美国传媒巨头在内容制作和放送渠道的布局



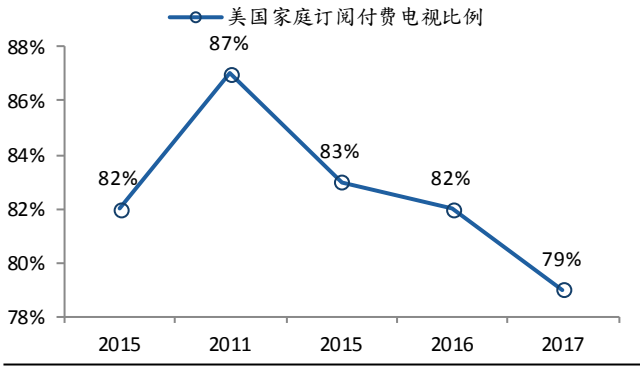
资料来源：公司财报，交银国际

传统付费电视受流媒体冲击

根据 Nielson 的数据显示，美国拥有电视的家庭总数为 1.2 亿，约为 1/3 的美国人口。根据 LRG 统计，美国家庭订阅付费电视（包括有线电视、直播卫星等）的比例由 2011 年 87%逐渐降至 2017 年 79%，按此比例，传统付费电视每年流失 2-3 百万付费用户。美国家庭订阅基于互联网的流媒体平台（SVOD）服

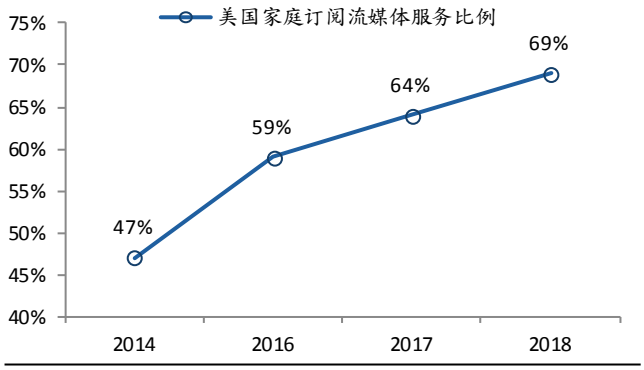
务的比例在过去几年快速提升，从 2014 年的 47%达到 2018 年 69%，4 年间渗透率提升了将近 20 个百分点。

图表 151: 美国家庭订阅付费电视比例 2017 年降至 79%



资料来源: Leichtman Research Group，交银国际

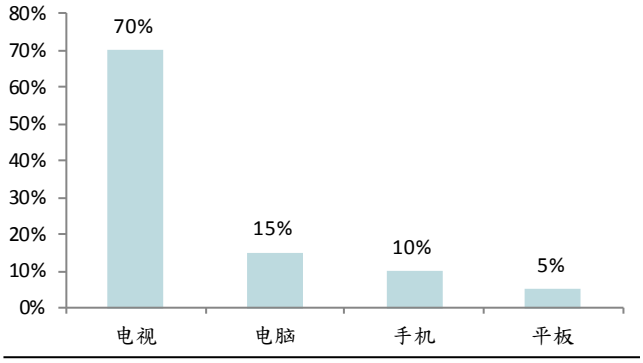
图表 152: 美国家庭订阅流媒体服务比例在 2017、2018 年达到 64%、69%



资料来源: Leichtman Research Group，交银国际

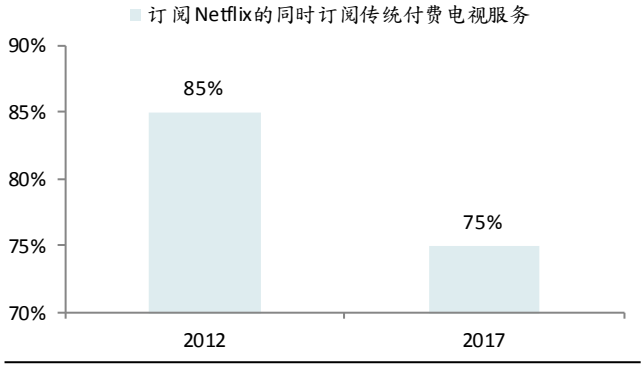
70%的 Netflix 用户通过电视终端收看订阅节目，直接抢占用户收看传统电视渠道节目的时间。虽然互联网流媒体允许客户通过 PC、iPad、手机和电视端点播视频，美国用户观看节目的场景主要还是为居家环境时通过电视点播，根据新浪科技报道数据，2016 年，70%的 Netflix 用户通过电视终端收看订阅节目。LRG 调研同时也显示了 Netflix 用户中同时订阅付费电视的用户比例在逐步下滑，从 2012 年的 85%下调至 2017 年 75%。用户仍然习惯通过电视观看流媒体渠道视频内容，因此对传统电视服务的时间抢占比较明显。

图表 153: 电视是 Netflix 用户最主要的观看渠道，占 70%，手机仅为 10%



资料来源: : 新浪科技，交银国际

图表 154: 过去 5 年间，订阅 Netflix 的用户同时订阅付费电视的比例下滑了 10 个点

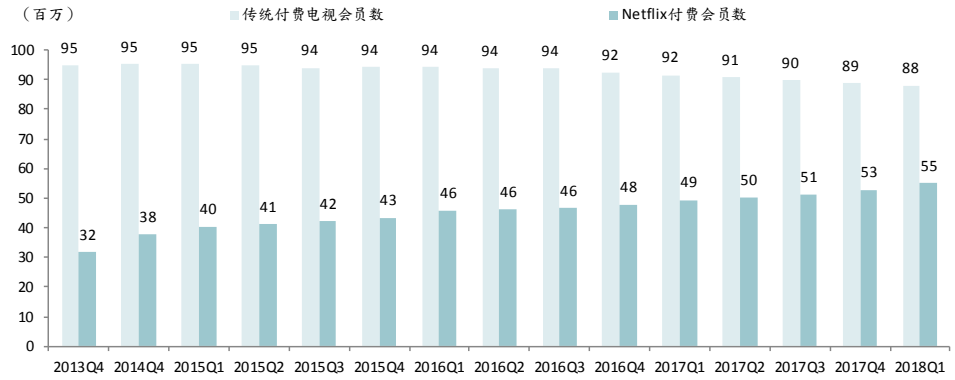


资料来源: : Leichtman Research Group，交银国际

互联网流媒体如 Netflix、Amazon、Hulu 等新兴观看渠道的兴起，对在客厅观看电视节目的用户起到了较明显的分流效应，我们看到美国传统付费电视的订阅用户数呈现逐年下滑的趋势。根据 LRG 数据显示，美国传统渠道（包括有线电视、直播卫星和电话公司）的付费电视会员数在过去几年呈逐渐下滑趋势，从 2013 年 4 季度的 9500 万，下滑至 2018 年 1 季度 8800 万，而 Netflix 在美

国本土的付费会员数从 2012 年 1 季度 2200 万逐渐上涨至 2018 年 1 季度的 5500 万。根据美国联邦通信委员会 2016 年年报统计，美国有线付费电视占视频行业的份额在过去二十年从 89%下滑至 53%。

图表 155：美国付费电视会员数和 Netflix 付费会员数比较



资料来源：Leichtman Research Group, Netflix, 交银国际

根据迪士尼公司年报披露，对公司收入贡献超过 40%的媒体业务收入在 2017 年出现了小幅下滑，主要是因 ESPN 等频道付费会员数降低导致，根据公司披露的付费会员数据来看，ESPN、迪士尼等频道过去三年间每年减少两百万订阅会员。

图表 156: 迪士尼旗下 ESPN 等频道付费会员数逐年减少

(百万)		年度付费会员数			净增加	
		2015	2016	2017	2016	2017
ESPN 国内频道	ESPN	92.0	90.0	88.0	-2.0	-2.0
	ESPN2	92.0	89.0	87.0	-3.0	-2.0
	ESPNU	72.0	71.0	67.0	-1.0	-4.0
	ESPNEWS	70.0	70.0	66.0	0.0	-4.0
	SEC Network	62.0	62.0	60.0	0.0	-2.0
Disney 国内频道	Disney Channel	95.0	93.0	92.0	-2.0	-1.0
	Disney Junior	74.0	74.0	72.0	0.0	-2.0
	Disney XD	78.0	78.0	74.0	0.0	-4.0
	Freeform		91.0	90.0		-1.0

资料来源：尼尔森，迪士尼，交银国际

Netflix 发展历程

成立于 1997 年，Netflix 是一家总部位于美国加州的视频流媒体平台，最早以租赁 DVD 为主营业务，通过提供比竞对更为灵活的租赁返还政策获取用户，在 2002 年纳斯达克上市。从 2007 年开始，Netflix 在提供 DVD 租赁服务之外，开展基于互联网的流媒体业务，主要商业模式通过收取会员订阅费变现，并在 2010 年开始国际化业务。目前，Netflix 的流媒体业务已经扩展至全球超 190 个国家和地区，截至 2018 年 2 季度，拥有全球/美国会员数 1.3 亿/5700 万，全球/美国付费会员数 1.24 亿/5600 万，平台付费率达 96%。

回顾 Netflix 的发展历程，公司发展的第一个阶段为 1997 年至 2006 年，在 DVD 租赁业务兴盛期通过差异化的服务获取了第一批用户，第二阶段则是在 2007 年在流媒体领域拓展业务，经历了国内业务的高速增长后在 2010 年拓展海外业务；为了提高用户粘性，公司 2012 年开始扩大自制内容投资，实现流媒体业务持续增长。

图表 157: Netflix 发展历程

年份	大事记
1997 年 8 月	Netflix 公司成立，主要从事线上家庭影碟租赁业务
1999 年 9 月	推出"无逾期日"的 DVD 租赁包月服务
2002 年 5 月	纳斯达克上市
2005 年 6 月	取消逾期费，以包邮、无逾期费、无到期日的三大优点吸引了大量用户
2007 年 2 月	推出流媒体服务，上线时有 1000 部作品
2009 年 10 月	以加拿大为第一站开始拓展国际市场
2010 年 12 月	DVD 租赁+流媒体总用户数超过 2000 万
2011 年 3 月	与 Miramax 签订版权授权协议，1 亿美元竞购《纸牌屋》版权
2011 年 7 月	拆分 DVD 租赁业务和流媒体订阅，每项业务包月 7.99 美元，导致三个月内流失了 80 万用户
2011 年 9 月	在拉丁美洲开启流媒体服务
2012 年 1 月	在欧洲市场开启流媒体服务
2012 年 1 月	第一部自制剧《莉莉海默》上线
2012 年 10 月	Carl Icahn 收购奈飞 10%的股份，奈飞为反收购启动"毒丸计划"
2013 年 2 月	《纸牌屋》第一季上线，大受好评，带动用户迅速增长
2014 年 5 月	标准套餐价格从每月 7.99 美元上调到 8.99 美元
2015 年 3 月	先后在澳大利亚、新西兰、日本、西班牙和意大利等开启流媒体服务
2015 年 10 月	标准套餐价格从每月 8.99 美元上调到 9.99 美元
2017 年 6 月	DVD 租赁+流媒体总用户数超过 1 亿
2017 年 10 月	标准套餐价格从每月 9.99 美元上调到 10.99 美元；高级套餐价格从每月 11.99 美元上调到 13.99 美元

资料来源：维基百科，交银国际

国际化和内容自制是 Netflix 脱颖而出的两个成功战略

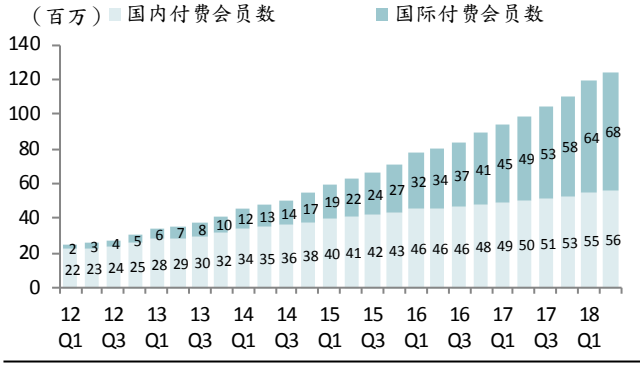
2010 年，Netflix 开始了国际化探索，首先将业务拓展至加拿大，随后在 2011 年进入拉美地区，2012 年进入英国、爱尔兰、芬兰、丹麦、瑞典、挪威等地，2013 年进入荷兰，2014 年拓展至欧洲其他国家包括德国、奥地利、法国等。2014 年进入澳大利亚和新西兰，2015 年打开西班牙，葡萄牙和意大利市场，2016 年开始陆续进入世界其他地区，目前已经为超过 190 个国家和地区提供流媒体服务（中国大陆地区除外）。

从渗透率来看，我们认为 Netflix 的国际会员数量仍有较大的增长空间。Netflix 的国际付费会员数从 2012 年 1 季度 200 万人，飞速增长至 2018 年 2 季度 6800 万人，在 2017 年 3 季度首次超过了美国本土付费会员数。根据 We are Social Digital 数据，全球其他地区（除去美国和中国）共有 25 亿互联网用户，目前 Netflix 国际付费会员对全球其他地区互联网用户的渗透率仅为 3%，而美国本土付费会员数对整体美国互联网用户（2.8 亿）的渗透率则为 20%。

采购版权的弊端包括 1）价格不可控；2）排播权和电视台相比没有优势。为了获取精良的内容以提高用户对平台的忠诚度，平台需要提供独家播放的精良内容，Netflix 采购过的独家版权包括《广告狂人》、《行尸走肉》、《绝命毒师》、《神探夏洛克》、《老友记》、《欢乐一家亲》、《绯闻女孩》等热门剧集。根据新闻数据，《广告狂人》全 7 季的独播权价格达 1 亿美元（单集价格为 1 百万美元），其他流媒体平台为了争夺这类热门内容，使得版权价格水涨船高，Amazon Prime 获取的热门剧集的独家版权包括《纽约重案组》、《火线》和《星际迷航》，Hulu 则拥有《宋飞正传》的全系列独家版权。由于美国传媒行业高度集中，各大制作方在内容制作和发行流程上已经非常规范成熟，上游内容制作方会优先将制作内容在电视台渠道播放，Netflix 这类流媒体平台处于产业链的末端，排播时间和电视渠道相比并没有优势，例如《广告狂人》第 5 季需要等 AMC 电视台全部播完才可以上线 Netflix。

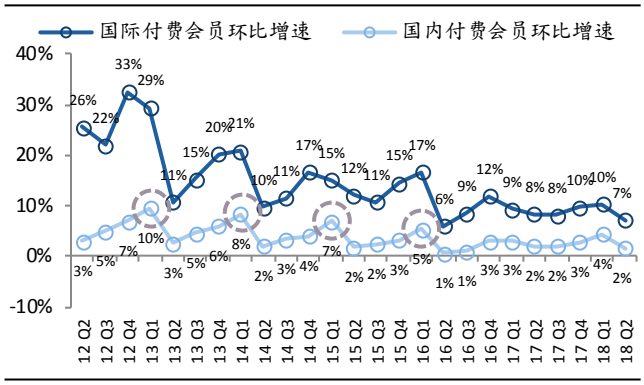
从 2011 年开始，Netflix 开始试水自制剧业务，绕开传统大厂和一些独立的内容工作室合作，买下了 MRC 公司制作的《纸牌屋》首播权作为一项尝试，希望能够拥有内容的优先播放权。《纸牌屋》在 2013 年 1 季度首次播出获得了加速平台口碑建立和会员数量的增长，使得 Netflix 在接下来的几年不断加强对原创内容的投资。

图表 158: Netflix 国际付费会员数在 17 年 3 季度首次超过国内付费会员数



资料来源: :Netflix，交银国际

图表 159: 纸牌屋 1-4 季在每年 1 季度播放，有效拉动平台付费会员增长提速



资料来源: : Netflix，交银国际

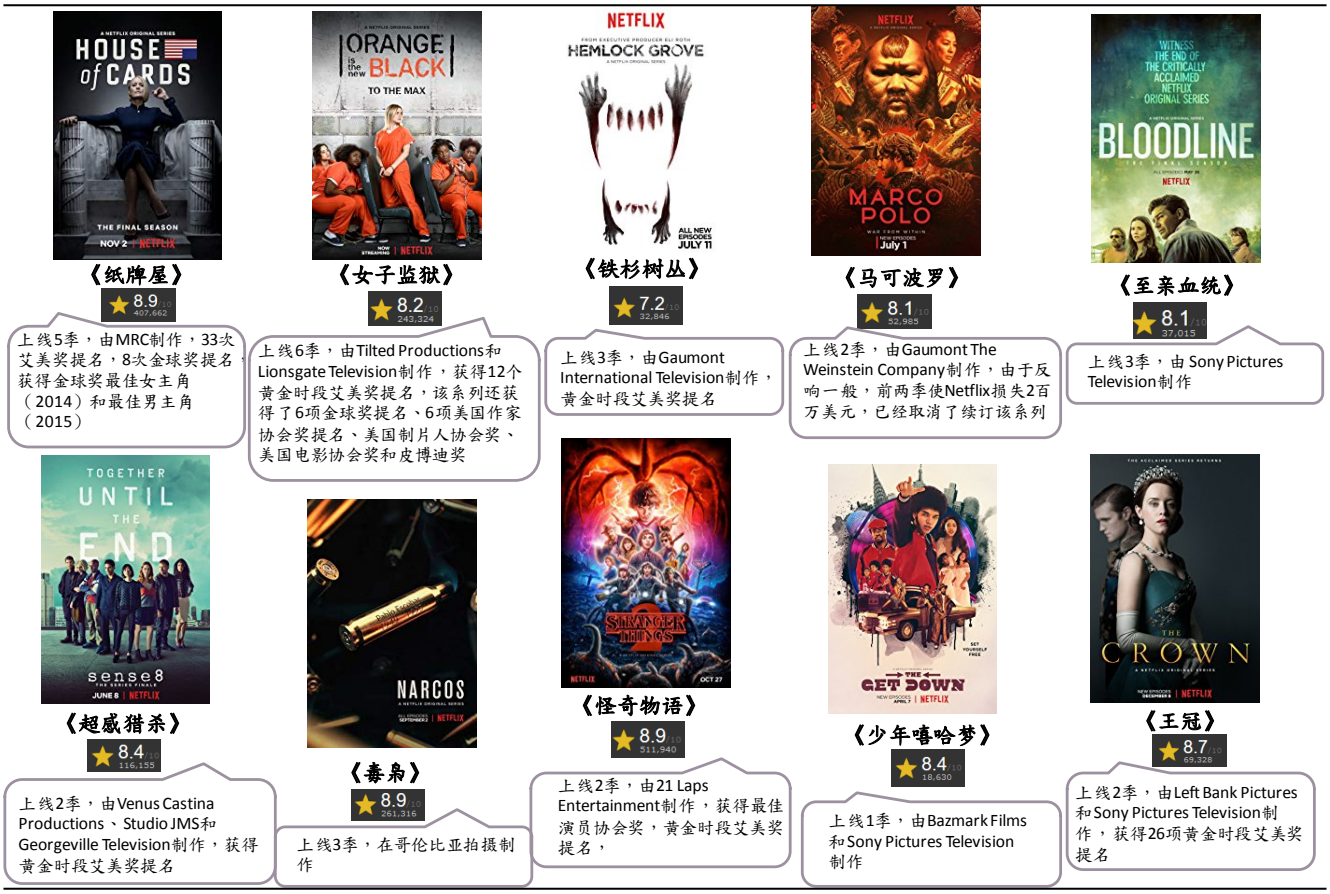
Netflix 自制剧主要由 Netflix 出资并享有版权，交由第三方公司制作，并根据剧集的市场反应决定是否和第三方续订下一季的制作。Netflix 定制自制剧为许多独立制作公司提供了发展平台。在播放节奏上，不同于电视台周播的形式，Netflix 通常是一次性发布整季内容，让用户可以连续追剧。

在电视剧内容方面，根据维基百科统计，Netflix 自制的剧目有 23 部，其中发行超过 1 季以上的剧目有 11 部。比较有代表性的作品包括《纸牌屋》，该系列已经发布了第五季，IMDb 评分 8.9，豆瓣评分 9.2（前两季），是由 MRC（Media Rights Capital）制作完成，该独立制片公司也为 HBO、Lifetime 和 CW 等电视台制作内容。《纸牌屋》播出后获得了很好的口碑，并有效拉动会员付费，2013 年 1 季度付费会员数达到 2800 万，较上一个季度增加 300 万，此前

每个季度会员增长数量为 100 万。该系列也获得了奖项认可，包括 33 次艾美奖提名，8 次金球奖提名，男女主各获得过一次金球奖最佳男/女主角。

《纸牌屋》获得成功后，Netflix 加大了对自制内容的投资，之后上线的电视剧内容也保持了较高的水准，如《王冠》、《女子监狱》、《怪奇物语》、《超感猎杀》等内容，详见图表 160。

图表 160: Netflix 自制电视剧



资料来源：维基百科，IMDb，交银国际

根据 What's on Netflix 的统计，截至 2018 年 9 月底，Netflix 上共有可观看内容 5748 部，57%为电视节目，24%为电影，电视剧是平台最主要的内容，根据 Netflix 内容官透露 66%的付费用户没有在平台上看过电影，而 Netflix 通过分析用户行为发现，有部分用户喜欢在追完一部电视剧之后选择点播一部电影。

Netflix 自制内容为 759 部，占总片库 13%。自制内容中有 126 部电视剧，112 部喜剧，143 部电影和 74 部少儿剧集。Netflix 上仍有大部分内容是采购获得，总量在 5 千部左右，我们看到从 2014 年开始，Netflix 逐渐不再续约 ABC、AMC、FOX 等渠道播放的节目，根据新闻数据显示，Netflix 已经放弃了美国内容库 30%的 IP 续约，公司希望在 2020 年自制内容的占比可以逐步达到 50%。

图表 161: 截至 2018 年 8 月，Netflix 片库内容达 5748 部，自制内容占 13%

总内容库	部
电视节目	3,249
电影	1,361
总内容数	5,748
自制内容	
电视剧	126
喜剧	112
特别节目	163
电影	143
纪录片	44
少儿	74
动漫	24
总内容数	759
自制内容占总内容库比例 (%)	13

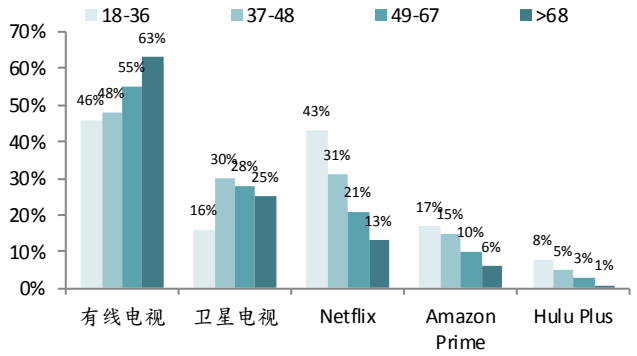
资料来源：What's on Netflix 截至 2018 年 8 月数据，交银国际
注：该网站将 Netflix 上多季发行的剧集记为一部

Netflix 在流媒体中的竞争格局

传统观看渠道在中老年人群中的渗透率更高。根据 Statista 数据显示，美国不同类型的付费电视渠道用户画像也有所不同，有线电视对 49 至 67 岁和 68 岁以上年龄段群体的渗透率为 55%和 63%，而互联网流媒体的受众群体中年轻人的比例更高，Netflix 在 18-36 岁年龄段群体中有 43%的渗透率，仅次于有线电视的 46%。

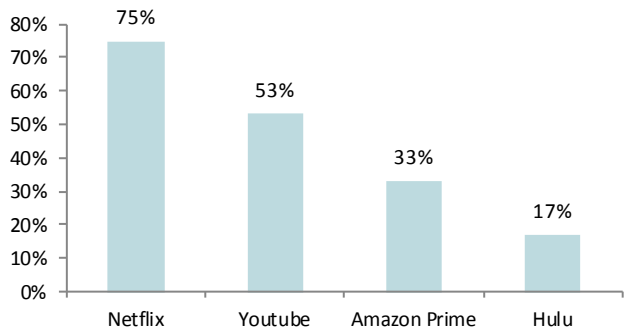
Netflix 在流媒体中用户渗透率领先优势明显。单独看流媒体对用户的覆盖情况，根据 comScore 在 2017 年的统计显示，Netflix，YouTube，Amazon Prime 和 Hulu 的用户覆盖率依次为 75%，53%，33%和 17%。

图表 162: 不同观看渠道对各年龄段用户渗透率



资料来源: Statista，交银国际

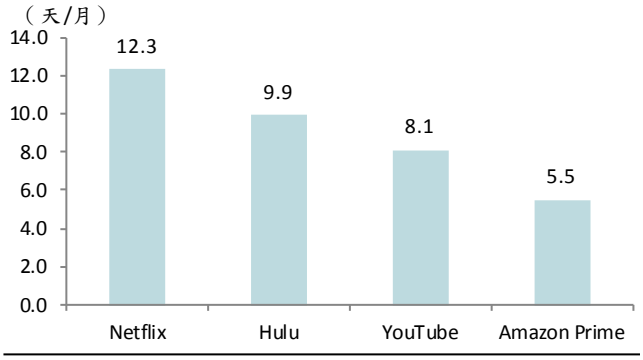
图表 163: 2017 年美国流媒体平台用户覆盖率



资料来源: comScore2017，交银国际

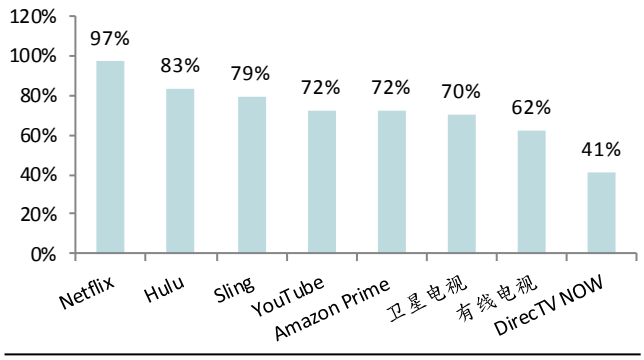
各流媒体平台的用户粘度来看，Netflix 和 Hulu 最高。根据 Statista 在 2017 年的数据，各平台用户每个月平均观看天数，Netflix 为 12.3 天，Hulu 为 9.9 天，YouTube 为 8.1 天，Amazon 为 5.5 天。用户对各渠道内容付费性价比的评分来看，流媒体渠道高于卫星电视（70%）和有线电视（62%），流媒体渠道中用户认为性价比最高的是 Netflix（97%）和 Hulu（83%）。

图表 164: 各流媒体平台用户月度观看天数



资料来源: :Statista，交银国际

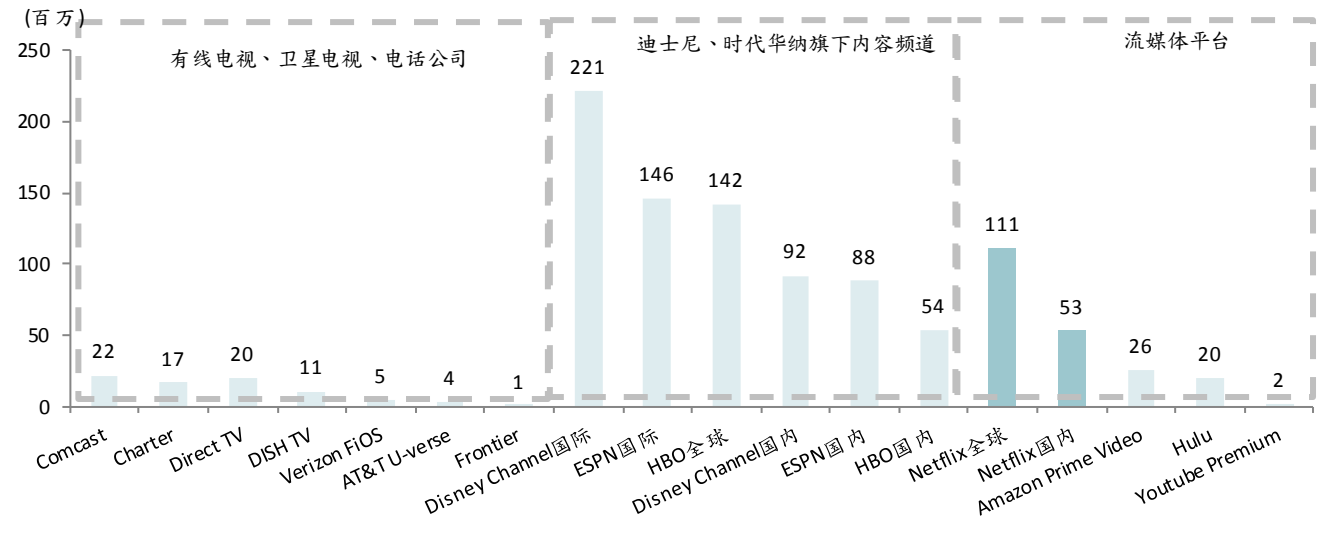
图表 165:用户对付费内容性价比打分



资料来源: : Statista，交银国际

Netflix 在美国本土的付费会员数达到 5300 万，和 HBO 在美国的订阅用户数 5400 万相近，和 ESPN 等知名内容频道覆盖的美国用户数仍有差距，但已经远超过了单家有线电视、卫星电视等付费会员数规模，详见表 166。

图表 166:主要内容平台付费用户数



资料来源：公司年报，Statista，交银国际
注：Netflix 和 Hulu 数据为 2018 年 2 季度，有线电视、卫星电视、电话公司数据为 2018 年 1 季度，其他数据为 2017 年年度数据。

定价策略来看，Netflix 和 Hulu 的包月价格也是所有流媒体平台中最低的，单月价格在 7.99 美元至 13.99 美元区间。

图表 167:主要流媒体平台服务定价，Netflix 和 Hulu 最便宜

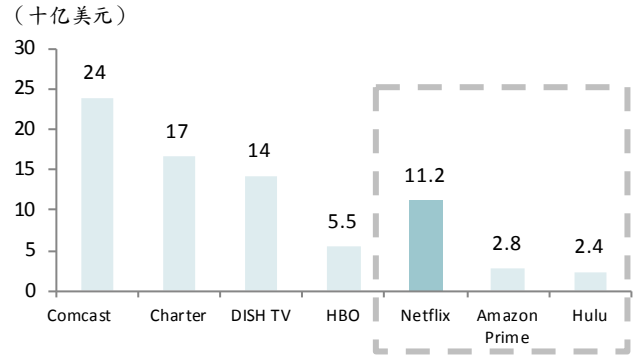
Netflix	7.99-13.99 美元/月
Amazon Prime	含视频服务的会员套餐价：10.99 美元/月。视频会员套餐：8.99 美元/月
Hulu	7.99-11.99 美元/月
Direct TV Now	35 美元/月
Sling TV	20-40 美元/月
YouTube Premium	9.99 美元/月
HBO Now	14.99 美元/月

资料来源：FCC，交银国际

Netflix 收入仍低于付费电视服务商。虽然 Netflix 的付费用户规模远超付费电视，但比较收入规模，Netflix 在 2017 年收入为 112 亿美元，和付费电视服务商相比仍有差距，Comcast 的付费电视收入为 240 亿美元，主要是因 Netflix 的用户 ARPU 较传统付费电视较低，几乎是后者 ARPU 的 1/10。

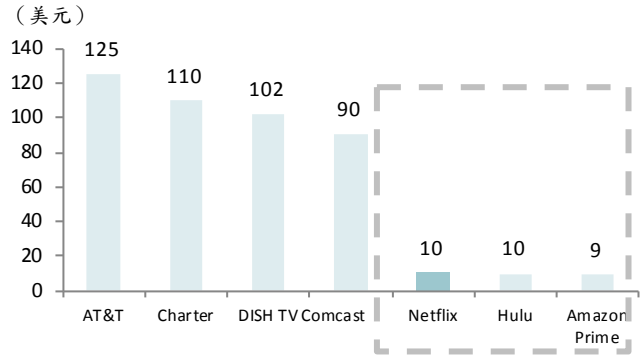
流媒体平台包月价格相当于传统电视渠道付费包月价格的 1/10，是流媒体平台快速分流传统付费电视会员的一大因素。而我们看到付费电视服务商如 Comcast，需要将用户付费收入的 50-60%分成给节目制作方，且该收入分成比例逐年上升，对于付费电视服务商来说，也将部分成本上浮通过涨价的方式转嫁给终端用户，我们认为一定程度也导致了用户流失。

图表 168: 各平台会员付费收入，2017



资料来源: 公司财报，Statista，交银国际

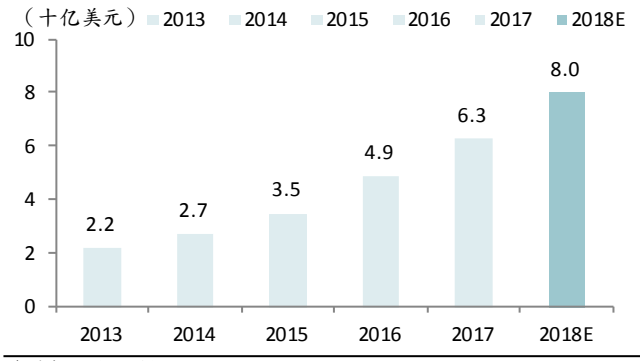
图表 169: 各平台付费用户月度 ARPU，2017



资料来源: 公司财报，Statista，交银国际

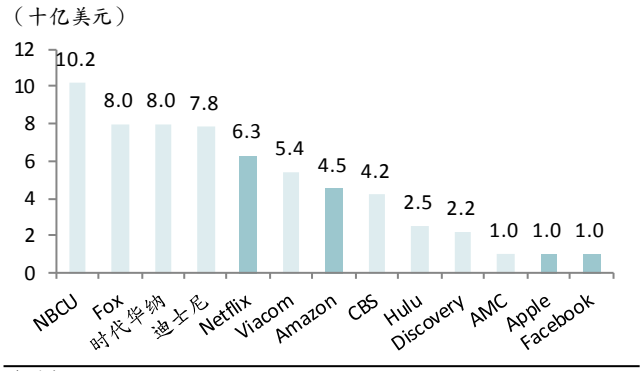
Netflix 的内容成本 2017 年为 63 亿美元，Netflix 的内容投入领先各流媒体平台，如 Amazon 为 45 亿美元，Hulu 为 25 亿美元，和传统电视台相比，Netflix 的内容成本投入仍有一定差距，NBCU、福克斯、时代华纳和迪士尼 2017 年非体育类节目的制作成本分别为 102 亿/80 亿/80 亿/78 亿美元。预计 2018 年 Netflix 将投入 80 亿美元用于内容，进一步逼近传统巨头的制作投入水平。

图表 170: Netflix 内容成本，预计在 2018 年达到 80 亿美元



资料来源: 公司财报，交银国际

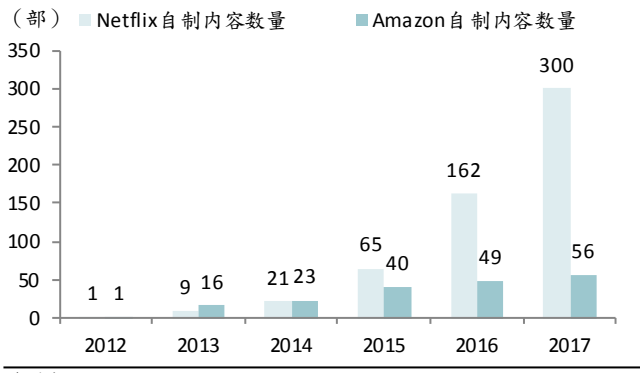
图表 171: 各平台内容制作成本（除去体育节目制作成本），2017



资料来源: MoffettNathanson，WSJ，交银国际

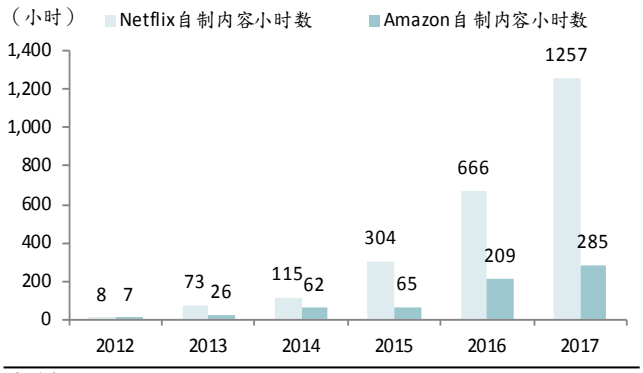
Netflix 的自制内容数量在 2017 年为 300 部，是 Amazon 自制内容数量的 6 倍，自制内容时长是 Amazon 的 4 倍。艾美奖提名来看，Netflix 的自制内容水平不断提升，今年提名数和获奖数都是第一，超过了 HBO。

图表 172: Netflix 自制内容数量是 Amazon 6 倍



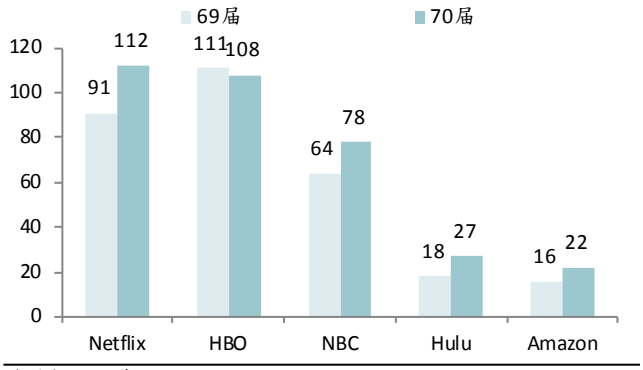
资料来源: IHS Markit，交银国际

图表 173: Netflix 自制内容时长是 Amazon 4 倍



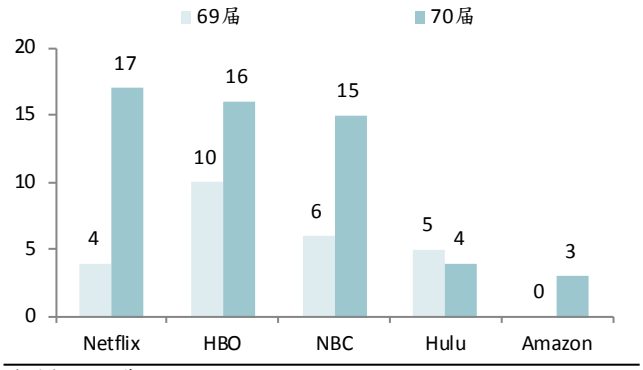
资料来源: IHS Markit，交银国际

图表 174: 今年艾美奖提名数量 Netflix 第一



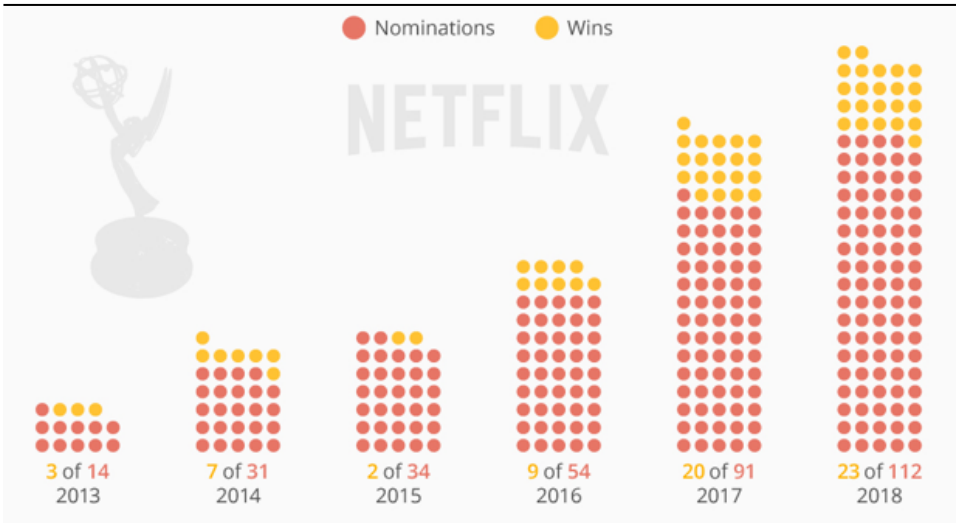
资料来源:：维基百科，交银国际

图表 175: Netflix 获奖数量力压 HBO 排名第一



资料来源:：维基百科，交银国际

图表 176: Netflix 艾美奖提名数和获奖数 2013-18



资料来源：Statista，交银国际

图表 177:美国主要传媒巨头的内容 IP

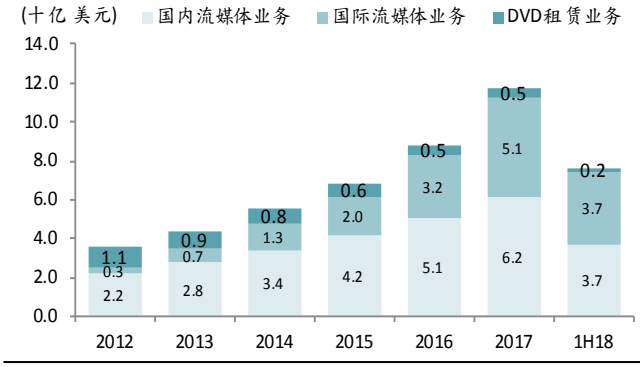
The Walt Disney Company	**迪士尼：**冰雪奇缘、加勒比海盗、玩具总动员、爱丽丝梦游奇境、美女与野兽、狮子王、汽车总动员、史莱克、人猿泰山
	漫威：钢铁侠、雷神、复仇者联盟、美国队长、银河护卫队、蜘蛛侠
	21 世纪福克斯：X 战警、阿凡达
AT&T	**华纳兄弟**：蝙蝠侠、哈利波特、霍比特人、指环王
	HBO：权利的游戏、欲望都市、黑道家族、兄弟连、血战太平洋、西部世界
COMCAST	**环球：**谍影重重、速度与激情
VIACOM	**派拉蒙：**教父、阿甘正传、变形金刚、夺宝奇兵
NETFLIX	纸牌屋、王冠、女子监狱、马可波罗、至亲血统、超感猎杀、怪奇物语
hulu	使女的故事、东洛高情事、圣路教、畸变

资料来源：维基百科，交银国际

Netflix 财务分析

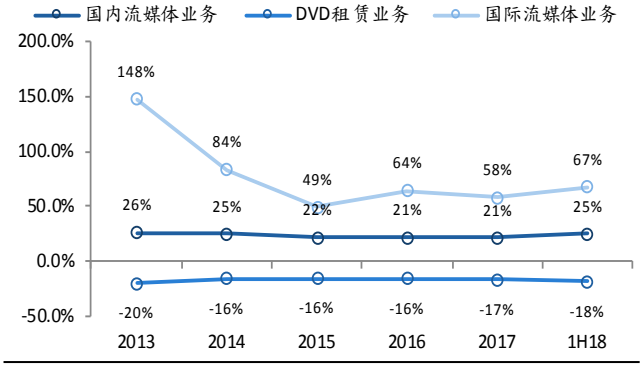
Netflix 国际流媒体业务收入增速强劲，在 2018 年 2 季度首次超过了美国本土流媒体业务收入。2017 年 Netflix 收入为 117 亿美元，其中美国本土流媒体业务收入为 62 亿美元，国际流媒体业务收入为 51 亿美元，DVD 租赁业务为 4.5 亿美元。收入增速来看，国际流媒体业务保持高速增长，2018 年上半年同比增 67%，美国本土流媒体业务同比增 25%，DVD 租赁业务持续下滑。

图表 178: Netflix 分业务收入



资料来源: Netflix，交银国际

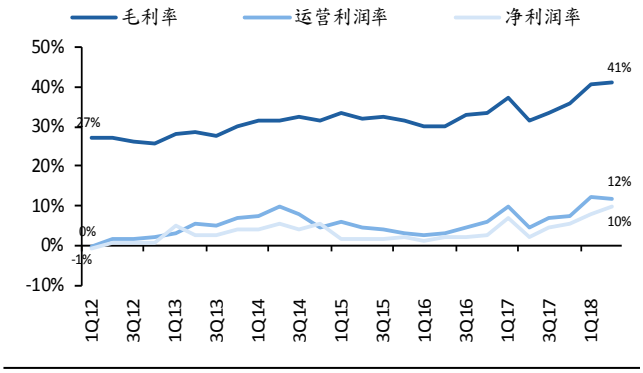
图表 179: Netflix 分业务收入增速



资料来源: Netflix，交银国际

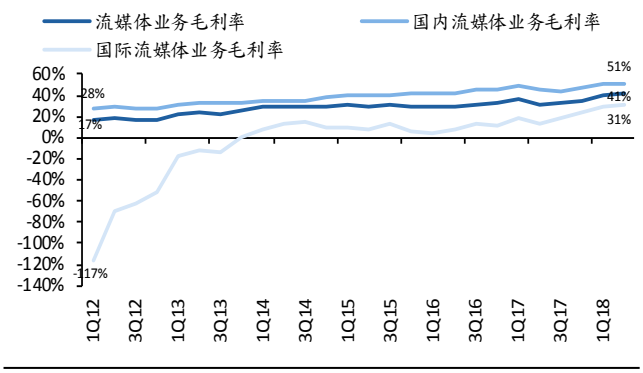
整体利润率受益于付费会员规模增长不断改善。18 年 2 季度，国内流媒体业务毛利率达到 51%，较 2012 年提升 13 个百分点，国际流媒体毛利率由 2012 年-117%逐步提升至 31%，受益于国际付费会员的高速增长。Netflix 目前的毛利率为 41%，净利润率为 10%。

图表 180: Netflix 整体利润情况



资料来源: Netflix，交银国际

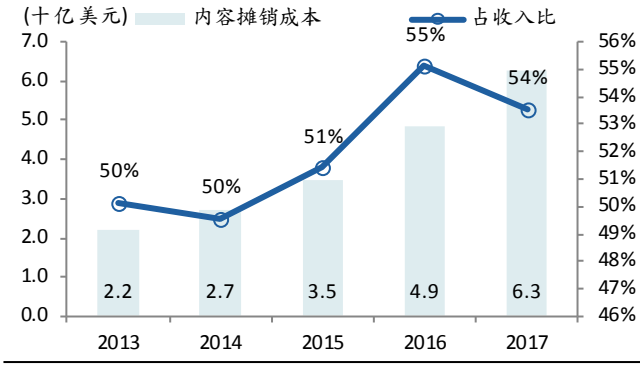
图表 181: Netflix 分业务毛利



资料来源: Netflix，交银国际

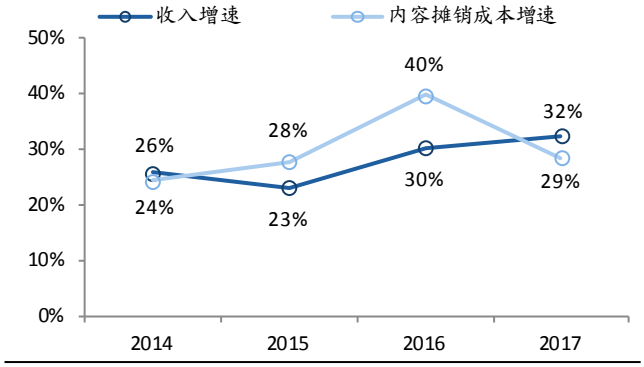
Netflix 的内容成本占收入比重在 50-55%区间，内容成本增速在 2015 至 2016 年高于收入增速，受益于国际化拉动付费会员高速增长，去年 Netflix 的内容成本增速低于收入增速，自制内容投资边际效应显现，体现为 2017 年平均每付费会员内容摊销成本增加了 2 美元，但每付费用户的收入增加了 9 美元，详见图 184。

图表 182: Netflix 内容成本及占收入比



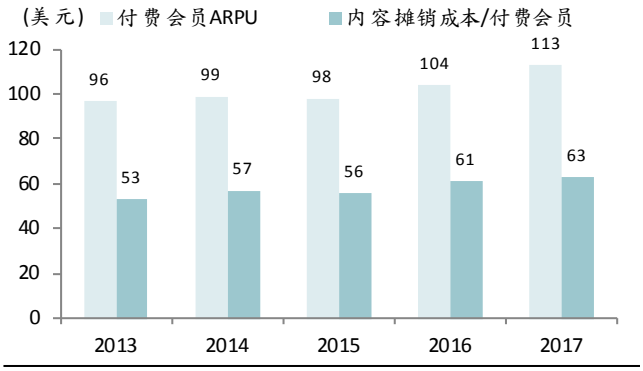
资料来源: Netflix，交银国际

图表 183: Netflix 内容成本增速和收入增速



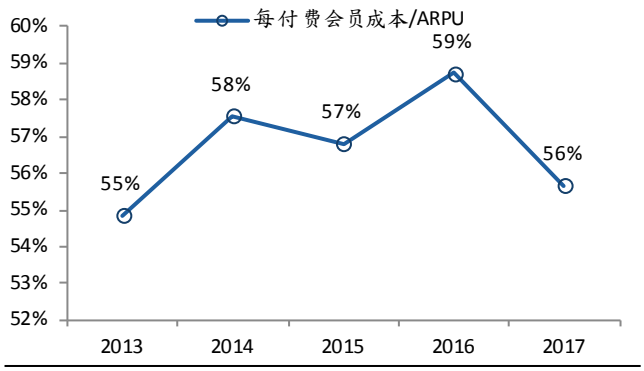
资料来源: Netflix，交银国际

图表 184: Netflix 单会员 ARPU 和内容摊销成本



资料来源: Netflix，交银国际

图表 185: Netflix 每会员内容摊销成本/ARPU 值



资料来源: Netflix，交银国际

Netflix 的快速发展迫使传统付费电视平台寻求与 Netflix 合作，如 1）宽带提供商 Comcast 等平台将 Netflix 等流媒体应用添加进自己的机顶盒等终端，通过为其终端客户提供便利性提高平台留存率。另一方面吸引了电信运营商、宽带服务提供商、内容制作商等纷纷投资或者推出自己的流媒体平台、以在流媒体市场快速增长的大趋势下分一杯羹。2）迪士尼通过福克斯的收购，将拥有 Hulu 60%的股份。且据外媒报道，迪士尼将于 2019 年上线自己的流媒体平台“Disney Play”，且为提高自有平台的竞争力，迪士尼将会放弃每年 3 亿美元的授权费，在 2019 年与 Netflix 的授权协议过期时不再续约。

AT&T 及旗下公司也推出了 HBO NOW 和 DIRECTV NOW 两个流媒体平台。苹果公司也将于 2019 年推出类似于 Netflix 的订阅服务。据外媒报道，苹果自 2017 年 10 月起已经进行了多起原创内容方面的收购，我们认为正是在为该流媒体业务做准备。这些公司的入局将会加大美国流媒体的竞争，但我们认为 Netflix 占有绝对的先发优势，并且已经具备纯熟的内容自制模式，有望继续维持其领先的市场地位。

附录

图表 186：爱奇艺、腾讯视频和优酷负责人履历表

职位	姓名	年龄	履历
爱奇艺 CEO	龚宇	50	1996 年，获得清华大学自动控制理论及应用专业博士学位； 1997 年，创立美国影立驰技术公司的中国独资公司，任总经理； 1999 年，创立中国综合门户网站“焦点网”； 2003-08 年，随着焦点网并入搜狐而加入搜狐，历任任搜狐公司副总裁兼焦点网负责人、高级副总裁，首席运营官； 2009 年，加入无限讯奇，任总裁兼首席运营官； 2010 年，百度宣布投资组建高清正版视频网站“奇艺”，被任命为首席执行官；
腾讯视频负责人、企鹅影视 CEO	孙忠怀	45	1996 年，毕业于中国人民大学，获得国民经济管理学士学位； 1999 年，进入互联网行业，历任 Tom 在线编辑部总监和网易内容总监； 2005 年，加入腾讯； 2009-12 年，获得中国人民大学工商管理学位； 2013 年，接管腾讯视频业务； 2015 年，企鹅影业成立，担任企鹅影视 CEO； 2017 年，将腾讯视频综艺、动漫等业务并入企鹅影业，并将其改名为“企鹅影视”
阿里大文娱负责人、大优酷事业群总裁	杨伟东	44	毕业于南京河海大学中文系； 2009-11 年，在诺基亚一路升任至诺基亚大中国区市场营销总监； 2011-13 年，联合创立麦特文化，任首席执行官； 2013 年，加入优酷土豆，历任优酷土豆集团高级副总裁、土豆总裁； 2015 年，担任优酷土豆 BG 联席总裁，负责优酷和土豆双平台的运营业务； 2016 年 5 月，担任合一集团总裁，负责优酷、土豆、来疯、来玩的相关平台业务； 2016 年 10 月，阿里巴巴文化娱乐集团成立后，担任大优酷事业群总裁； 2017 年 12 月，担任阿里巴巴文化娱乐集团轮值总裁，兼任大优酷事业群总裁； 2018 年 5 月，兼任阿里音乐 CEO

资料来源：公开资料，交银国际

图表 187：爱奇艺主要股东持股比例，百度持股 58.9%，管理层持股比例，龚宇持股 1.5%

主要股东	总持股	占比 (%)	A 类股持股（百万股）	占比 (%)	B 类股持股（百万股）	占比 (%)	投票权 (%)
百度	2,898	58.9	58	2.8	2,840	100	93.3
小米	342	6.9	342	16.2			1.1
HH RSV-V Holdings Limited (高瓴资本旗下公司)	232	6.0	299	14.1			1.0
管理层持股	**总持股**	**占比 (%)**	**A 类股持股（百万股）**	**占比 (%)**	**B 类股持股（百万股）**	**占比 (%)**	**投票权 (%)**
龚宇	77	1.5	77	3.5	0	0	0.3

资料来源：公开资料，交银国际

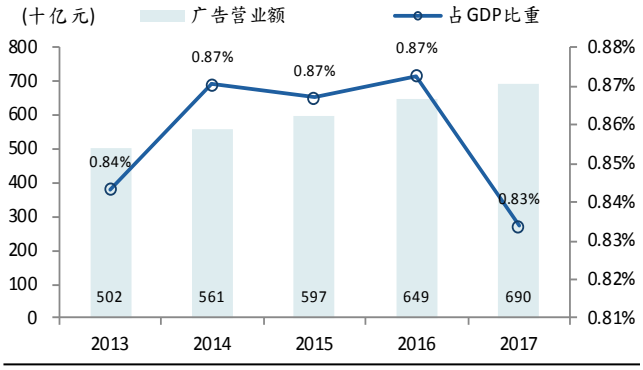
中国广告市场规模

我国整体广告营业额增速较为平缓，占 GDP 比重为 0.8%。根据国家工商总局数据显示，我国广告营业额在 2017 年达到 6900 亿元，占 GDP 比重为 0.8%，营业额增速从 2014 年的 12%逐步放缓至 2017 年的 6%。

预计未来两年互联网广告仍保持 20%以上的同比增速，其他媒介广告收入增长乏力。按广告媒介来看，根据艾瑞咨询的数据，网络广告在 2013 年首次超越电视广告规模，收入达 1200 亿元，并保持 34%的复合增长率至 2017 年的 3880 亿元，占整体广告营业额的 82%，而电视广告、广播广告、报纸广告和

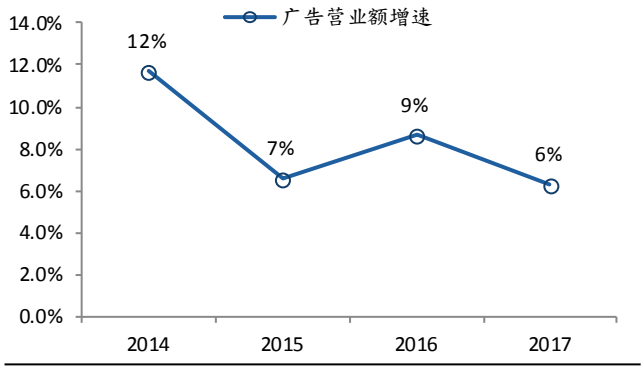
杂志广告在过去四年的复合增长率分别为-2%、2%、-31%和-27%。艾瑞预计互联网广告在 2017 和 2018 年的增速为 29%和 26%。

图表 188: 我国广告营业额 2017 年达 6900 亿元



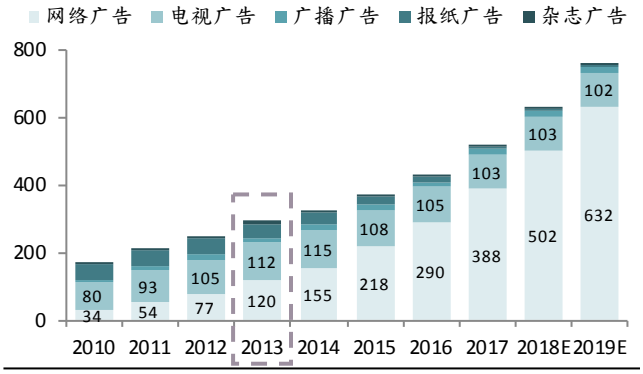
资料来源: 国家工商行政管理总局，交银国际

图表 189: 2017 年广告营业额增速放缓至 6%



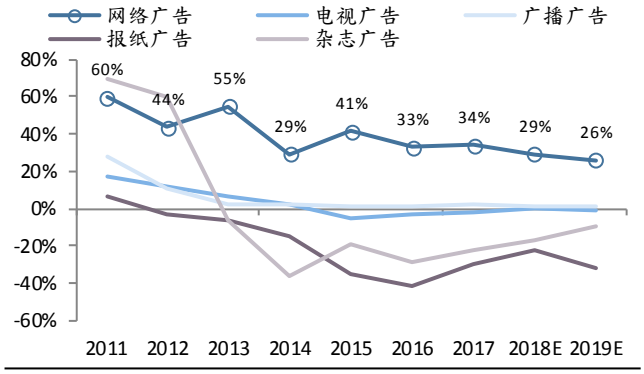
资料来源: 国家工商行政管理总局，交银国际

图表 190: 互联网广告 2013 年首次超越电视广告，2017 年互联网广告占广告营业额 81%



资料来源: 艾瑞，交银国际

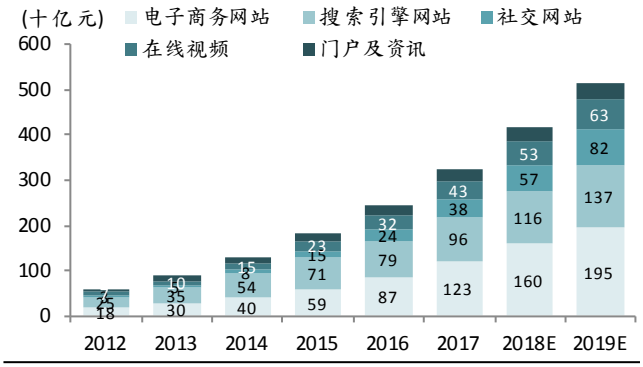
图表 191: 各类广告中，仅互联网广告保持较高增速，其他类型广告营业额均呈下滑趋势



资料来源: 艾瑞，交银国际

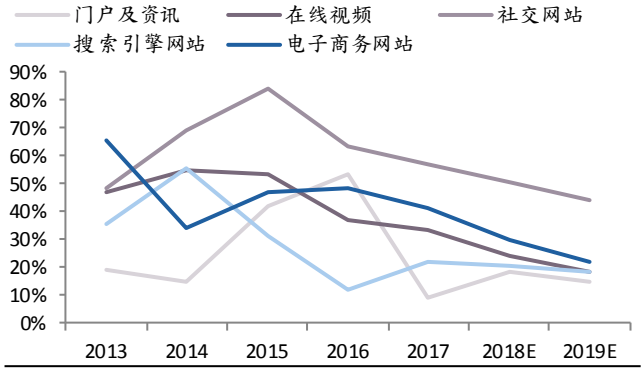
2017 年全国视频广告收入为 430 亿元，艾瑞预计 2018 年增速为 24%。互联网广告中，按广告投放平台类型来看，2017 年广告收入最高的依次为电子商务平台（1230 亿元）、搜索引擎（960 亿元）、视频平台（430 亿元）和社交平台（380 亿元），占整体互联网广告收入的比重为 32%、25%、11%和 10%。从收入增速来看，2017 年增速最快的依次为社交网站（57%）、电子商务（41%）、在线视频（33%）。艾瑞预计 2018 年，视频平台广告收入增速为 24%，低于社交网站的 51%和电子商务平台的 41%。

图表 192: 电商、搜索、视频平台为广告收入最高的三个类型



资料来源: 艾瑞，交银国际

图表 193: 2017 年增速来看，社交平台、电子商务和视频网站最高



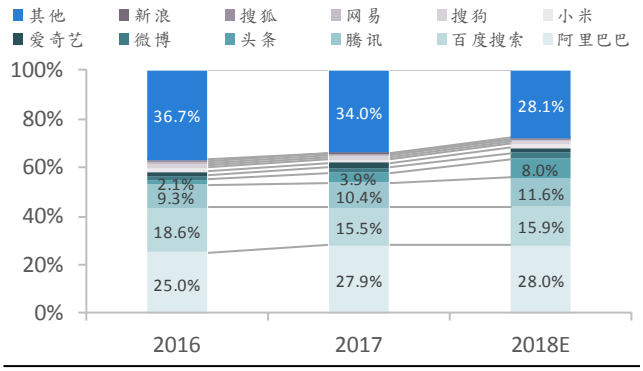
资料来源: 艾瑞，交银国际

主要互联网公司市场份额

BAT 广告收入占互联网广告市场份额总和在 2016-18E 年分别为 52.8%、53.8%和 55.6%，持续缓慢整合市场。我们整理了主要互联网企业的广告收入。2017 年收入份额排序来看，从大到小依次为阿里巴巴（27.9%）、百度搜索（15.5%）、腾讯（10.4%）、头条（3.9%）、爱奇艺（2.1%）、微博（2%）、小米（1.4%）、搜狗（1.3%）、网易（0.7%）、搜狐（0.5%，不含搜狗）、新浪（0.3%，不含微博）。

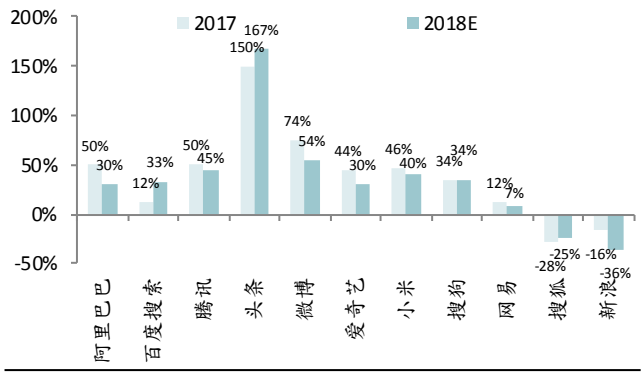
头条广告收入增速高于其他互联网公司，预计 2018 年同比增速高达 167%。从增长速度来看，头条系过去两年凭借在短视频领域快速获取用户，实现了广告收入的高速增长，我们预计头条广告收入在 2018 年将保持不低于 167%的同比增速。我们预计 2018 年阿里巴巴、百度搜索和腾讯的广告收入同比增速分别为 30%、33%和 45%；微博、爱奇艺、小米、搜狗的广告收入同比增速为 54%、30%、40%和 34%。

图表 194: 2017 年 BAT 三家广告市场份额达 53.8%，预计在 2018 年达 55.6%



资料来源: 交银国际预测

图表 195: 广告收入增速最高的为头条，2017 和 2018 年广告收入同比增速为 150%和 167%



资料来源: 交银国际预测

内容付费的发展历程

我们整理了国内在线视频平台会员付费业务的发展历程，如图表 197 所示，主要有三个阶段：2010-11 年，在线视频平台陆续开设会员付费业务，付费内容以电影为主，付费模式包括会员包月（30 元/月）和按次收费（2-3 元/影片）。

2012-14 年，在线视频网站主要通过获取海外精品影视内容吸引用户购买会员，包括搜狐视频和 21 世纪福克斯等达成战略合作，在 2012 年陆续引进大量美剧版权，成为视频网站中美剧内容库最全的平台，优酷在 2013 年，腾讯视频上线英剧频道，和六大英剧制作公司合作，成为最大的英剧内容库平台，2014 年继续引进 HBO 剧目，优酷则是和韩国三大电视台 SBS、KBS、MBC，三大娱乐公司 CJ、 E&M、YG、和三大音乐公司 JPY、SM、 C&C 达成战略合作引进内容。

2015 年开始，自制内容对用户转化付费初见成效。2015 年政府“限外令”的颁布导致海外内容引进受阻，搜狐视频在 2013 年开始倡导打击盗版链接，版权成本翻倍增长，BAT 入局提升了竞争壁垒，中小平台难以获得热门影视版权的情况下，转而向内容自制试水，搜狐视频和乐视是最早试水网络剧的平台，2012 年搜狐视频上线了轻喜剧《屌丝男士》，2015 年乐视视频推出的《太子妃升职记》有效拉动会员收看，并带动了后续网剧市场的火爆。

三大平台中，爱奇艺是最早开启内容自制策略，2014 年推出自制综艺《奇葩说》，2015 年推出首部网络剧《盗墓笔记》，2016 年《老九门》成本首部播放量破百亿的自制剧。独家内容的品质和数量不断提升，有效拉动了视频会员数量的激增。

图表 196：国内视频网站会员付费业务发展历程

时间	事件
2010 年上半年	乐视首先推出在线点播、会员付费业务
2010 年 10 月	优酷推出付费频道，分“电影”和“教育”两个频道，包月 30 每月，单个视频点播 3 月， PPS 等也相继开通付费业务
2011 年 5 月	爱奇艺推出付费会员专区
2011 年 9 月	搜狐视频与 21 世纪福克斯和狮门影业等内容巨头达成合作，计划在三年内引进福克斯旗下 400 多部新片，以及获得狮门影业 300 部影片授权。
2012 年 10 月	搜狐自制短剧**《屌丝男士》**上线。
2012 年 11 月	腾讯视频推出付费会员好莱坞专区，开始付费会员业务
2014 年 3 月	《北京爱情故事》影院下线即“零窗口期”上线爱奇艺，开启了视频网站零窗口期播放电影的先河
2014 年 11 月	上线由旗下马东工作室打造的辩论节目**《奇葩说》**
2014 年 11 月	腾讯视频成为 HBO 国内独家网络授权播放平台
2015 年 6 月	爱奇艺付费会员突破 500 万
2015 年 6 月	爱奇艺于 2015 年 6 月 12 日首播网剧**《盗墓笔记》**，播出 4 集后于 7 月 3 日推行 VIP 会员全集观看、非会员每周更新一集的差异化播放模式，当日获开通会员的支付订单请求超过 260 万次
2015 年 7 月	由搜狐视频和唐人影视联合出品的网络剧**《无心法师》**在搜狐视频独家播放，播放量口碑双收
2015 年 9 月	爱奇艺上线付费 VIP 独播剧**《蜀山战纪》**、首次开启“**先网后台**”的播放模式，上线 12 小时，获 380 万 VIP 会员观看
2015 年 10 月	优酷土豆宣布于 BBC 达成独家战略合作，将独家播放波阔《神探夏洛克》第四季在内的百余集 BBC 人气新剧
2015 年 12 月	乐视视频上线网络剧**《太子妃升职记》**，播放量和微博话题阅读均上亿
2015 年 12 月	爱奇艺付费会员突破 1000 万
2016 年 3 月	爱奇艺同步韩国上线**《太阳的后裔》**，采用**会员独播**观看，非会员推迟一周观看的差异化播放模式，带动爱奇艺付费会员数 3 个月增长 50%
2016 年 6 月	爱奇艺上线**《余罪 2》**，首次开启 VIP 会员一次性看全集的观看模式
2016 年 6 月	爱奇艺付费会员突破 2000 万
2016 年 7 月	爱奇艺参与出品并独播的民国悬疑剧**《老九门》**上线，成为全网首个播放量过 **100 亿**的网剧
2016 年 11 月	腾讯视频付费会员突破 2000 万
2016 年 12 月	优酷会员超过 3000 万
2017 年 6 月	爱奇艺付费会员突破 3000 万
2017 年 9 月	爱奇艺自制热门综艺**《中国有嘻哈》**推出“VIP 会员看更多”的模式，将网综与付费权益相结合
2017 年 9 月	腾讯视频付费会员数达 4300 万
2017 年 12 月	Netflix 买下优酷自制网剧**《白夜追凶》**、爱奇艺自制网剧**《河神》**、**《无证之罪》**海外播放版权
2017 年 12 月	爱奇艺付费会员突破 5000 万
2018 年 2 月	腾讯视频付费会员数达 6259 万
2018 年 6 月	腾讯视频付费会员数达 7400 万
2018 年 8 月	爱奇艺全网独播剧**《延禧攻略》**总播放量突破 **133** 亿

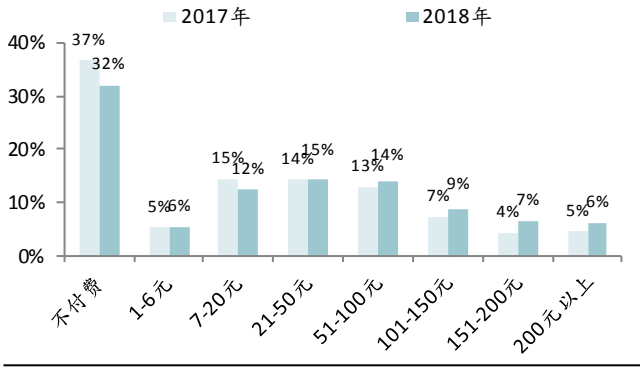
资料来源：公开资料，交银国际

付费用户画像

视频付费用户群体偏年轻，男性占比偏高，使用频次和时长高于整体用户。根据 Questmobile 数据，整体视频用户中 24 岁以下占比近 4 成，而和整体视频用户相比，付费会员更集中在青年群体，即 25-35 岁的人最多，占 50%。性别上，付费用户中男性占比略高于女性。从城市级别来看，付费用户在一线城市的占比高于整体用户，观看场景主要是在居家环境下较为整段的休息时间。付费用户对在线视频平台的粘度也明显高于整体用户，每月打开 394 次（整体为 100 次/月），观看时间为每月 40 小时（整体为每月 12 小时），相当于每天打开 13 次，每天收看 80 分钟。

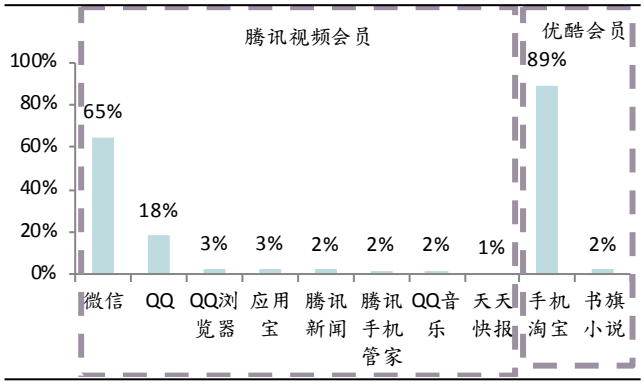
调研显示，2018 年视频用户付费意愿进一步提升。根据 Questmobile 调研数据，2018 年在线视频有付费意愿的用户占比为 68%，同比提升了 5 个百分点，而付费用户愿意支付的金额也更高。腾讯视频会员的流量 65%来自微信，18%来自 QQ，2%来自 QQ 音乐，而优酷会员流量来源中 89%为手机淘宝用户。

图表 197: 18 年用户付费意愿同比提升 5 个百分点



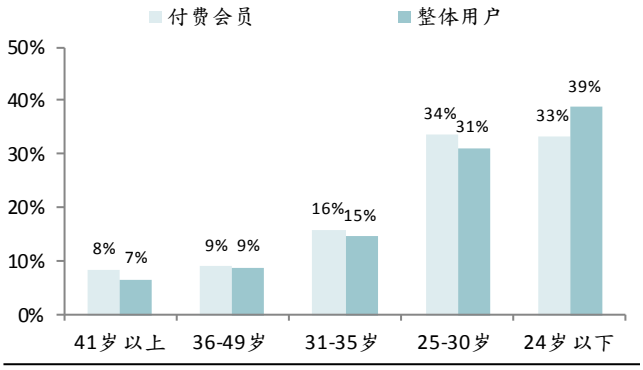
资料来源: Questmobile，交银国际

图表 198: 腾讯视频会员和优酷会员生态流量来源



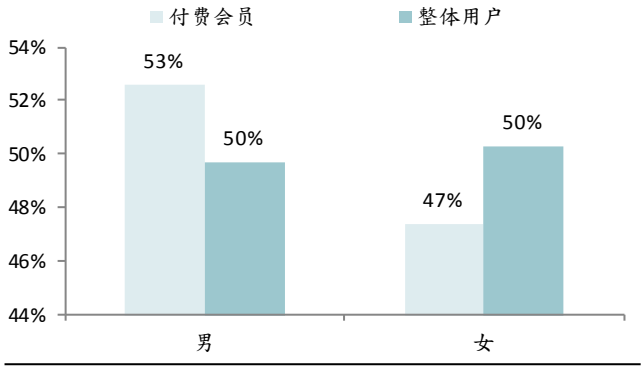
资料来源: Questmobile，交银国际

图表 199: 付费用户与整体用户年龄分布



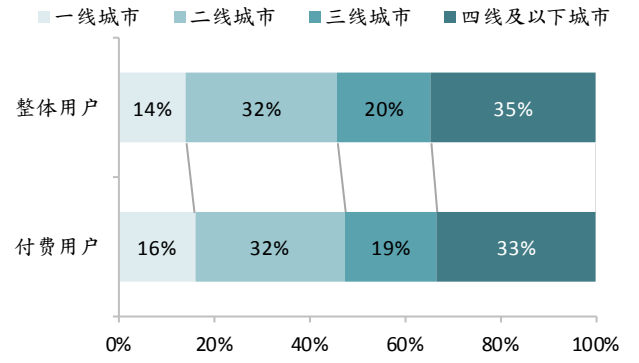
资料来源: Questmobile，交银国际

图表 200: 付费用户与整体用户性别占比



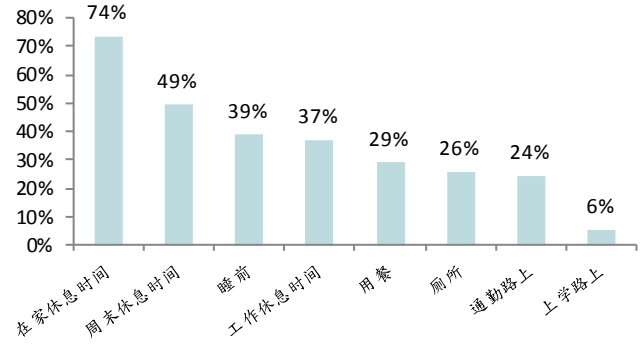
资料来源: Questmobile，交银国际

图表 201: 付费用户与整体用户城市级别分布



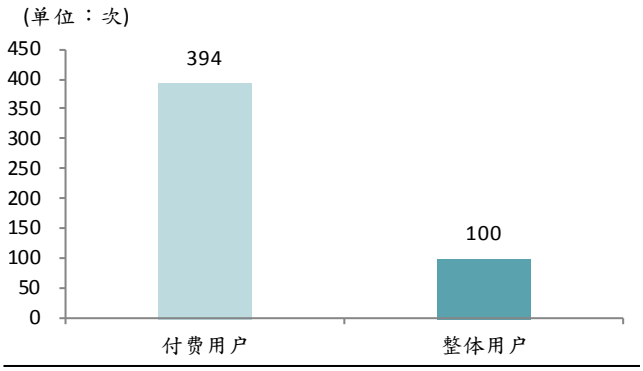
资料来源: Questmobile，交银国际

图表 202: 付费用户收看场景分布



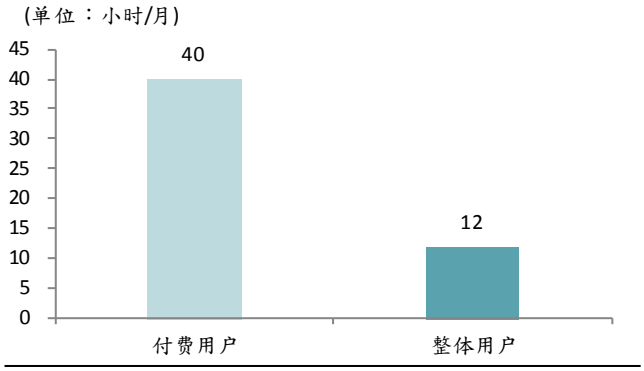
资料来源: Questmobile，交银国际

图表 203: 付费用户的打开频次是整体用户的 4 倍



资料来源: Questmobile，交银国际

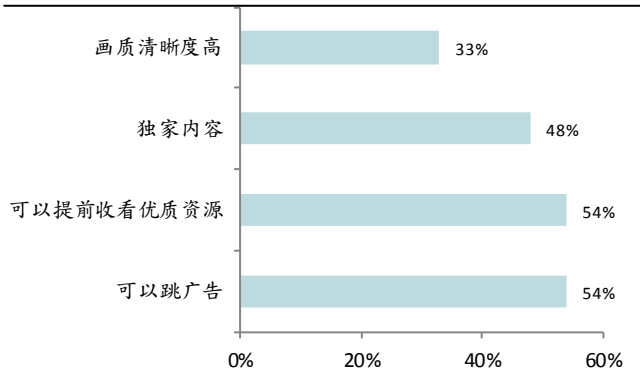
图表 204: 付费用户观看时间是整体用户的 3.3 倍



资料来源: Questmobile，交银国际估

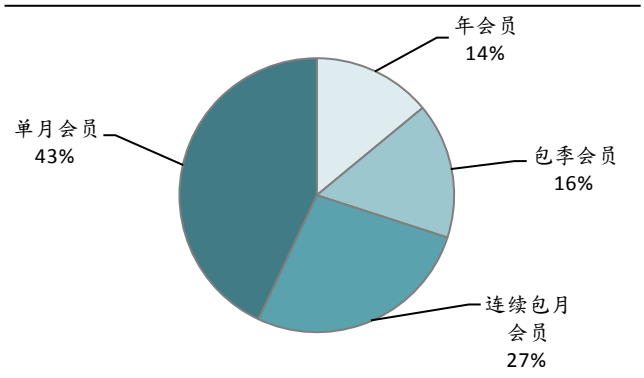
独家内容和过滤广告是用户付费的主要动因。根据艺恩数据，爱奇艺付费会员的付费因素最重要的为 1）跳过广告；2）提前收看剧集；3）为独家内容付费。付费用户购买套餐占比来看，最多的是购买单月的会员，占 43%，连续包月会员占 27%。

图表 205: 爱奇艺付费用户付费因素分析



资料来源: 艺恩，交银国际

图表 206: 爱奇艺付费会员购买套餐类型



资料来源: 艺恩，交银国际

图表 207: 视频平台政策监管整理

时间	监管政策	主要政策内容
2007 年 12 月	《互联网视听节目服务管理规定》	确立了视频网站经营的牌照制度
2009 年 1 月	整顿互联网低俗之风专项整顿行动	整治网上低俗内容，关闭三百余家违法违规视听节目网站
2010 年 7 月	剑网行动	打击网络盗版侵权，促进视频网站内容版权正版化进
2012 年 7 月	《关于进一步加强网络剧、微电影等网络视听节目管理的通知》	规定视频网站对网络剧、微电影等网络视听节目一律先审后播； 政府管理部门依法对业务开办主体进行准入和退出管理
2014 年 1 月	《关于进一步完善网络剧、微电影等网络视听节目管理的补充通知》	规范对网络原创节目制作机构的管理，明确资质要求 强化网络剧、微电影等网络视听节目内容的审核和监管
2014 年 9 月	《关于进一步落实网上境外影视剧管理有关规定的通知》	视频网站引进境外影视剧应“统一登记、先审后播”； 引进数量不得超过上一年度购买播出国产影视剧总量的 30%
2015 年 1 月	"一剧两星"，“一晚两集”	广电总局规定一部电视剧最多只能同时在两家上星频道播出，每晚黄金档播出的电视剧数量为 2 集
2015 年 10 月	《关于规范网盘服务版权秩序的通知》	要求网盘服务商不得上传、且要制止其用户上传未经授权的作品
2016 年 12 月	《关于进一步加强网络原创视听节目规划建设和管理的通知》	从事前、事中、事后等各个环节加强对网络原创视听节目的引导和管理
2017 年 3 月	《电影产业促进法》	明确了网络大电影的审核标准，统一网络大电影与院线电影审查标准
2017 年 6 月	《关于进一步加强网络视听节目创作播出管理的通知》	强调网络视听节目要符合主旋律、传播正能量； 强调网络视听节目要坚持与广播电视节目同一标准、同一尺度
2017 年 7 月	《网络视听节目内容审核通则》	重申“先审后播”；明确网络视听节目内容审核标准
2017 年 9 月	《关于支持电视剧繁荣发展若干政策的通知》	统一电视剧、网络剧管理标准； 鼓励电视剧制作机构积极投入网络剧制作，提高网络剧创作水平； 鼓励各视听节目网站投资制作、购买优质国产电视剧
2017 年 9 月	《关于电视剧网络剧制作成本配置比例的意见》	规定演员片酬比例： 全部演员的总片酬不超过制作总成本的 40%；主要演员不超过总片酬的 70%
2018 年 9 月	《境外视听节目引进、传播管理规定（征求意见稿）》	网络视听节目服务单位可供播出的境外电影、电视剧、动画片、纪录片和其他境外电视节目，不得超过该类别可供播出节目总量的 30%

资料来源: 公开资料，交银国际

交银国际
香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899　　传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：	分析员行业评级定义：
买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。	**领先**：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标竿指数**具吸引力**。
中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。	**同步**：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标竿指数**一致**。
沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业	**落后**：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标竿指数不具吸引力。
无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。	香港市场的标竿指数为**恒生综合指数**，A股市场的标竿指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标竿指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点;及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系; iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认： i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券; ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员;iii) 他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

有关商务关系之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、盈健医疗集团有限公司、河北翼辰实业集团股份有限公司、凤凰医疗集团有限公司、泸州市兴泸水务（集团）有限公司、山东省国际信托股份有限公司、交银国际控股有限公司、HPC Holdings Limited、中原银行股份有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、安乐工程集团有限公司、弘阳地产集团有限公司、51信用卡有限公司、浙江开元酒店管理股份有限公司、美团点评、山东黄金矿业股份有限公司及新城悦控股有限公司有投资银行业务关系。

BOCOM International Global Investment Limited现持有东方证券股份有限公司的股本证券逾1%。
BOCOM International Global Investment Limited现持有光大证券股份有限公司的股本证券逾1%。
BOCOM International Global Investment Limited现持有国联证券股份有限公司的股本证券逾1%。
BOCOM International Global Investment Limited现持有国泰君安证券股份有限公司的股本证券逾1%。
BOCOM International Prosperity Investment Limited现持有中国新华教育集团有限公司的股本证券逾1%。
BOCOM International Prosperity Investment Limited现持有博骏教育有限公司的股本证券逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告 (包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其联属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其联属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而并非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。