光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

付费“亿”时代，内容创新与重估

行业深度

◆行业趋势：2016 年全网视频付费用户规模上亿

2015 年底各大视频平台付费用户数量达到千万量级；目前全网视频付费用户约 1 亿。付费用户数爆发与各平台对于差异化精品内容的投入有高度相关性。少量头部内容贡献多数流量，拉动大量付费增长的“二八效应”非常显著。

◆内容格局：精品剧拉动付费，网综、网络大电影爆发

1.院线电影、热播剧、独播网络剧、独播网络电影、综艺位列付费内容吸引力前 5；其中电视剧日均使用时长近 2 小时，居于首位。

2.差异化精品剧为培育付费的关键内容。多部网络剧的播放量破 10 亿，已经可以与头部版权剧比肩，且网络剧独家自制的特点更易于拉动付费。

3.2016 年 11 月，各平台在架自制综艺达 828 部，优酷土豆、芒果 TV 借助多元化综艺内容形成差异化优势。

3.网络大电影：各大平台付费分成模式清晰，有望孵化精品。2015 年，爱奇艺 612 部网络大电影，分账超百万的已达 35 部，并有少量千万级分账收入的网络大电影出现，打造精品网大孵化优秀主创团队成为可能。

◆市场空间：视频付费潜力巨大，内容价值将重估

1.国内视频付费市场约 80 亿，2016 年美国家庭视频支出可达 190.9 亿美元。

2.测算爱奇艺网络剧分账政策下，15 集 A 级网络剧 10 亿播放量，内容分成收入可过 3 亿；为当前版权售卖模式的 4-5 倍。

3.2016 年 8 家大直播平台上线“直播+”综艺 60 余档，打开了打赏、边看变买等 C 端付费可能。“双 11”《九牛与二虎》直播综艺已成超级 IP。

◆制作格局：龙头精品剧公司具先发优势，综艺制作将趋于多元化

1.文学性、粉丝效应、互联网化奠定 IP 剧头部优势。在精品大剧制作成本不断上升，下游视频与电视台收视集中度提升，类型化生产优势强化的背景下，龙头精品剧制作公司已奠定持续出品大作的先发优势。

2.大型网络综艺仍富含传统电视台综艺基因；因此知名广电背景综艺制作团队主导了当下的综艺节目制作格局。但随着“直播+综艺”等创新节目不断涌现，未来制作格局将趋于多元化。

◆投资建议：付费用户规模化，精品内容价值重估潜力较大；龙头精品剧公司在头部剧市场份额领先，给予星美联合、慈文传媒“买入”评级。

◆风险分析：行业竞争加剧，下游集中度提升，内容制作不稳定性等。

证券代码	公司名称	股价	EPS			PE			投资评级
			15A	16E	17E	15A	16E	17E	
000892	星美联合	13.92	-	0.27	0.33	-	51	42	买入
002343	慈文传媒	44.10	0.63	0.96	1.35	70	46	33	买入
002502	骅威文化	12.52	0.14	0.37	0.48	89	34	26	增持
300426	唐德影视	27.90	0.28	0.56	0.83	100	50	34	增持
300291	华录百纳	21.25	0.33	0.47	0.60	64	45	35	增持

买入（维持）

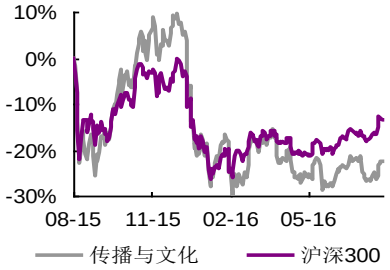
分析师

王铮 (执业证书编号：S0930514070006)
021-22169115
zhengwang@ebscn.com

联系人

侯帅楠
021-22169168
houshn@ebscn.com

行业与上证指数对比图



相关研报

目 录

1、 趋势：2016 年全网视频付费用户规模上亿 6
1.1、 2015 年以来网生内容爆发拉动付费用户规模化 6
1.2、 TOP 视频平台付费率领先，流量“二八效应”显著 8
2、 内容格局：精品剧拉动付费，网生内容爆发 9
2.1、 影视剧、综艺、网生内容支撑视频平台打造品牌 9
2.2、 电视剧：差异化精品剧成为培育付费的关键内容 11
2.2.1、 爱奇艺：头部自制剧培育付费用户，龙头地位持续夯实 12
2.2.2、 腾讯视频：发力国内外独播剧采购培育付费用户 15
2.3、 综艺：助力视频平台差异化，“直播+”培育付费 16
2.3.1、 网络综艺成为优酷、芒果 TV 打造差异化内容品牌的法宝 17
2.3.2、 网络综艺内容多元化，与直播、VR 结合有望拉动付费 18
2.4、 网络大电影：付费分成模式清晰，有望孵化精品 20
2.4.1、 网络大电影野蛮生长，独播化与付费趋势初现 20
2.4.2、 网大以小博大特点显著，政策规范趋紧步入良性发展 22
2.4.3、 网络大电影付费分成模式清晰，有望孵化精品内容主创团队 23
3、 市场空间：视频付费潜力巨大，内容价值重估 24
3.1、 国内付费市场 80 亿，美国家庭视频支出 191 亿美元 24
3.2、 付费模式下电视剧商业模式变革，价值重估与分化 25
3.3、 “直播+”打开综艺 C 端付费空间 28
4、 制作格局：龙头精品剧公司已树立先发优势 29
4.1、 头部剧 IP 化，龙头精品剧公司具备先发优势 29
4.1.1、 文学性、粉丝效应、互联网化奠定 IP 剧头部优势 29
4.1.2、 制作成本不断上升，龙头精品剧公司具备先发优势 31
4.2、 广电背景团队主导综艺制作，未来将趋于多元化 32
5、 投资建议 34
5.1、 投资逻辑：头部剧重估，网综、网大具创新空间 34
5.2、 星美联合：深耕新媒体渠道的 IP 精品剧龙头 37
5.3、 慈文传媒：网络剧龙头，率先“触网”，快速成长 38
5.4、 骅威文化：全面转型 IP 运营，优质 IP 资源丰富 39
5.5、 唐德影视：产品线丰富，IP、艺人资源两手抓 40
5.6、 华录百纳：内容、营销、体育三支柱驱动新成长 41
6、 风险提示 42
7、 附录：上市公司 2017 年电视剧拍摄计划 43

图表目录

图表 1：我国网络视频平台付费用户规模和增速（万人） 6
图表 2：网络视频付费模式逐步成熟的背景原因分解 6
图表 3：2015.6 以来主要网络视频平台付费用户数爆发式增长（万人） 6
图表 4：2013-15 年华语片院线上映时间与网络院线窗口期大幅缩短(天) 7
图表 5：三类付费网生内容会员/非会员权益 8
图表 6：2015 中国网络视频行业主要品牌渗透情况(%) 8
图表 7：2016 年 Q2 中国网络视频广告市场份额(%) 8
图表 8：2015 年中国网络视频行业市场份额和付费用户比例 8
图表 9：付费意愿集中于想看的内容而非更丰富的资源 9
图表 10：2015-16 年网络自制剧流量区间分布 9
图表 11：主要视频网站内容成本高速增长（亿元） 9
图表 12：2010-16 各平台自制剧数目变化（部） 9
图表 13：付费视频内容兴趣比例排行榜（%） 10
图表 14：付费会员日均时长频道分布（小时） 10
图表 15：各家视频网站吸引付费会员的内容优势 10
图表 16：三大视频平台内容成本高速增长（亿元） 11
图表 17：主流视频网站版权支出与自制投入（亿，%） 11
图表 18：2010-16 各平台电视剧数目变化（部） 11
图表 19：2010-16 各平台自制剧数目变化（部） 11
图表 20：网络自制剧发展历程 12
图表 21：2015&2016Q1 网络剧播放量 TOP10 12
图表 22：爱奇艺行业地位变化 13
图表 23：爱奇艺会员增长三个阶段 13
图表 24：2015 年网络剧播放量 TOP30 各家数量（部） 13
图表 25：2016 年 1-10 月各平台网络剧播放量（万） 13
图表 26：各平台 TOP5 自制剧播放总量对比（亿） 13
图表 27：爱奇艺主要自制剧概览 14
图表 28：2017 年各平台自制剧计划数量分布（%） 14
图表 29：2017 爱奇艺主要自制剧目 14
图表 30：腾讯视频 2014 年版权剧目采购大幅提升（部） 15
图表 31：总播放量 TOP20 电视剧各家网站分布情况（%） 15
图表 32：各平台海外剧目总量对比（部） 15
图表 33：各平台 2016 年海外新剧数量对比（部） 15
图表 34：2015 版权剧付费模式比例（%） 16
图表 35：2015 版权剧付费类型分布比例（%） 16
图表 36：传统电视媒体 2004-2015 年三大类节目收视比重（%） 16

图表 37：20-29 岁群体占视频网民 37%（%）..... 16
图表 38：热门综艺受众中 90 后占比约 60%（%）..... 16
图表 39：2010-16 各平台综艺节目数目变化（部）..... 17
图表 40：2010-16 各平台自制综艺节目数目变化（部）..... 17
图表 41：网络综艺发展历程..... 17
图表 42：各平台在架自制综艺总数（部）..... 18
图表 43：2015 年网综 TOP10 各家数量分布比例（%）..... 18
图表 44：2016.5-11 月独播网综 TOP10 各家分布（%）..... 18
图表 45：2015&2016Q1 网络综艺播放量 TOP10..... 18
图表 46：多个网络综艺反向输出电视台..... 19
图表 47：70、80、90 后付费内容兴趣比例调研（%）..... 19
图表 48：2016 年代表性“综艺+直播”节目..... 19
图表 49：网络大电影的四个阶段..... 20
图表 50：网络大电影的四个标准..... 20
图表 51：2014-2016 年网大、院线电影上映数量对比（部）图表 52：2014-2016 网大、院线电影公司数量对比（家）..... 21
图表 53：2015 年网络大电影六大播放平台 TOP10（各平台点击量单位：万）..... 21
图表 54：2016 年 2 季度 Top10 网大..... 22
图表 55：2016H1 独播、非独播网大播放占比（%） 图表 56：2016 年 1-5 月独播、非独播网大增速（部，%）..... 22
图表 57：有历史网大作品的演职人员比例均在 20%以下（%）..... 23
图表 58：网络大电影制作成本区间分布比例（%）..... 23
图表 59：主要视频网站网络大电影分账方式..... 24
图表 60：五大主流视频网站会员资费比较..... 25
图表 61：2011-15 年中国网络视频行业收入构成（%）..... 25
图表 62：电视剧产业链..... 25
图表 63：电视剧网络版权主要交易模式..... 26
图表 64：传统电视剧与网络自制剧商业模式对比..... 26
图表 65：网台合作分账：以爱奇艺为例..... 27
图表 66：2015TOP10 网络剧分账收益估算..... 27
图表 67：网络综艺产业链..... 28
图表 68：2016 年出品的直播综艺节目..... 28
图表 69：2015 年 20%的 IP 剧贡献 80%的播放量（%）..... 30
图表 70：2015 年、2016 年上半年各视频平台主要独播剧播放量..... 30
图表 71：2015 年部分 IP 价格..... 31
图表 72：部分精品剧制作成本（亿）..... 31
图表 73：传统龙头制作公司网络剧制作能力依然不凡..... 31
图表 74：已播网络剧及对应上市公司..... 32
图表 75：广电系综艺制作人投身网络综艺..... 32

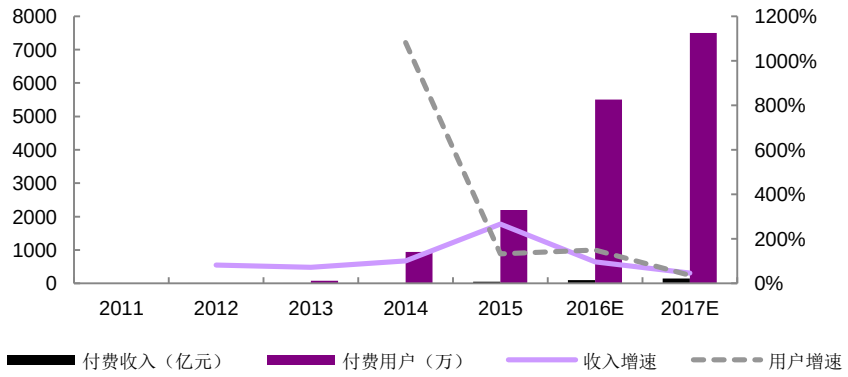
图表 76：2014 年来多项台综限制政策施行 33
图表 77：网络综艺富含台综基因 34
图表 78：1997-2015 年观众人均每日收视时长变化（分钟） 35
图表 79：视频用户规模、使用率、增速（万，%） 35
图表 80：移动视频用户规模、使用率、增速（万，%） 35
图表 81：主要上市公司 IP 储备情况 35
图表 82：2017 年版权剧、自制剧分布比例（%） 36
图表 83：2017 计划剧目总数（部） 36
图表 84：2017 年主要版权剧前瞻 36
图表 85：2017 年主流视频网站由上市公司参与制作的自制剧片单 36
图表 86：2017 年主流视频网站由上市公司参与制作的网络综艺片单 37

1、趋势：2016 年全网视频付费用户规模上亿

1.1、2015 年以来网生内容爆发拉动付费用户规模化

我国网络视频平台大多在 2010-2011 年间推出视频付费业务（2010 年乐视、PPS、优酷开通付费业务，2011 上半年爱奇艺、搜狐视频相继开通付费业务）。早期受盗版泛滥、精品正版内容不足等影响，付费用户数增长缓慢；2014 年剑网行动打击盗版推动付费用户数快速增长；2015 年以后，由于网络自制内容的快速发展，迎来了付费用户数的规模化。

图表 1：我国网络视频平台付费用户规模和增速（万人）



资料来源：艺恩、艾瑞

图表 2：网络视频付费模式逐步成熟的背景原因分解



资料来源：企鹅智酷，光大证券研究所

根据各大网络视频平台官方公布的数据，主流视频平台的付费用户数量均已在千万量级。至 2016 年底全网视频付费用户已经上亿。

图表 3：2015.6 以来主要网络视频平台付费用户数爆发式增长（万人）

爱奇艺			
	2015.6	2015.12	2016.6
	500	1000	2000

乐视			
		2015.12	2016 年初	2016.11

1220	2000	5000

腾讯	
2015.12	2016.11
1000	2000

优土
2015.12
1000

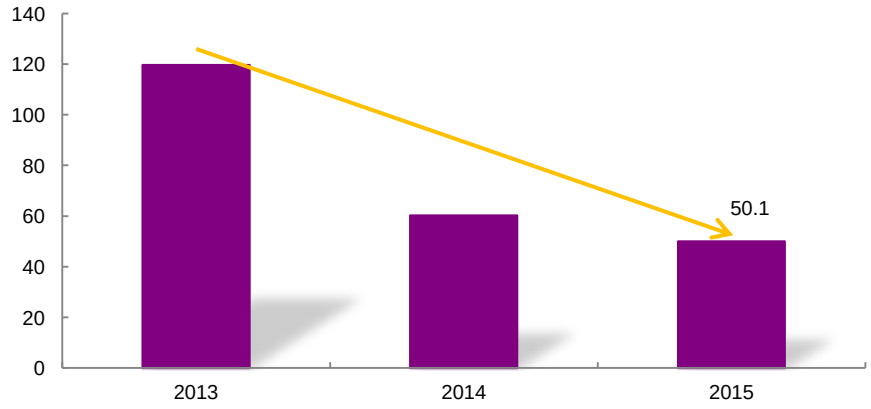
资料来源：各公司官方新闻；注：乐视会员增长很大程度增长源于电视销售赠送会员

国内网络视频付费业务发展的三个阶段详解：

第一阶段（2011 到 2013 年年底），这一时期由于我国视频网站成立初期，多采用 UGC（用户产生内容）模式，版权匮乏，付费主要依靠的电影版权资源窗口期很长，且盗版严重，多方面因素造成该时期付费增长十分缓慢。

第二阶段（2014 年到 2015 年 6 月），这一时期我国视频网站付费进入了快速成长期，主要原因有二：首先是 2013 年年底起的剑网行动打击盗版，市场环境有所改善；其次是电影付费窗口期的缩短。该时期付费用户提升依赖于付费电影。

图表 4：2013-15 年华语片院线上映时间与网络院线窗口期大幅缩短(天)



资料来源：艺恩智库

以好莱坞经验来看，好莱坞院线、网络点播电影间的窗口期大约是 6 个月至 1 年。合理的窗口期设置，可以保证影片长时间逐渐分阶段释放商业价值，从而保证电影公司持续获得收益，将影片的商业价值最大限度发挥。我国过短的窗口期一定程度上对付费用户拉动起到一定的效果，**但长期来看，回归合理的窗口期是多方面利益最大化的趋势。**

第三阶段（2015 年 6 月至今），这一时期我国视频网站付费会员进入爆发性增长时期，主要得益于付费内容的增长以及电视剧制播模式的创新。**爱奇艺自制剧《盗墓笔记》，采用会员抢先看模式，有效拉动 500 万付费用户；而爱奇艺《蜀山战纪》开始试水 VIP 会员“先网后台”模式，新播映模式有效拉动付费用户大规模增长。**

图表 5：三类付费网生内容会员/非会员权益

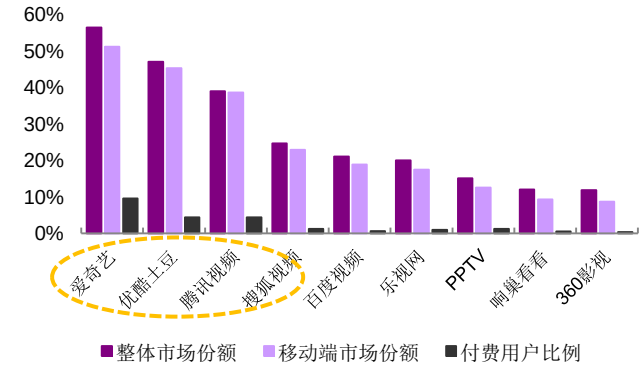
电视剧（网络剧）	网络综艺	电影/网络大电影
• 会员免广告 • 会员独享或会员抢先看 • 会员可下载 • （非会员不能看、推迟看或不能下载）	• 会员免广告 • 会员提前看（2小时） • 会员享受未删减 • （非会员看广告）	• 会员免费 • 会员用券看（会员每月获得2-20张免费券） • （非会员付5-8点播）

资料来源：光大证券研究所

1.2、TOP 视频平台付费率领先，流量“二八效应”显著

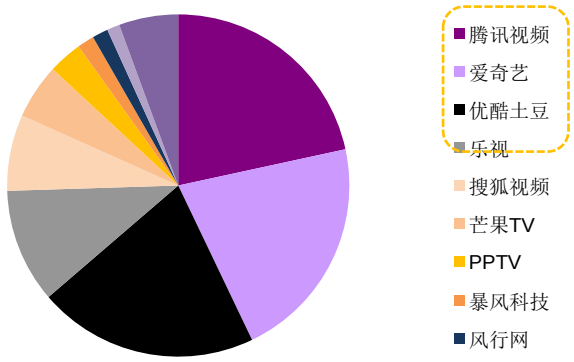
我国网络视频平台经过多年发展集中格局已经形成，爱奇艺、优酷土豆、腾讯视频在渗透率、广告市场份额均处于行业领先地位。当网络视频进入付费时代，TOP3 平台的付费用户渗透率也明显领先。

图表 6：2015 中国网络视频行业主要品牌渗透情况(%)



资料来源：CNNIC

图表 7：2016 年 Q2 中国网络视频广告市场份额(%)



资料来源：易观智库

图表 8：2015 年中国网络视频行业市场份额和付费用户比例

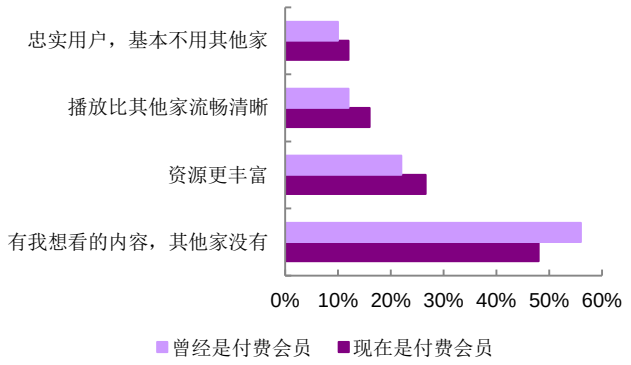
	整体市场份额	移动端市场份额	付费用户比例
爱奇艺	56%	51%	10%
优酷土豆	47%	45%	4%
腾讯视频	39%	39%	4%
搜狐视频	25%	23%	1%
百度视频	21%	19%	1%
乐视网	20%	17%	1%
PPTV	15%	13%	1%
响巢看看	12%	9%	1%
360 影视	12%	9%	0%

资料来源：CNNIC

企鹅智库调查显示，影响用户付费的主要因素在于内容与其喜好的匹配程度，而非内容丰富度；而据艺恩统计，视频网站出品的自制剧中，TOP10%

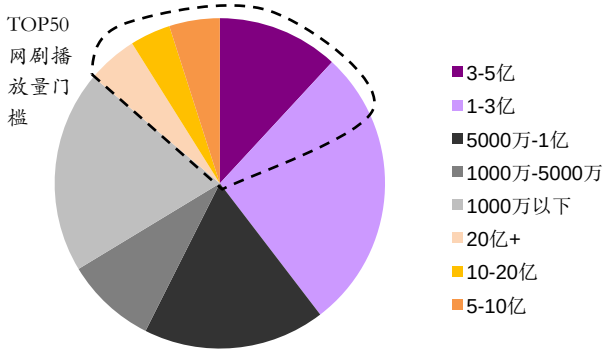
的剧目的播放流量占比高达 85%。**少量头部内容贡献多数流量，拉动大量付费增长的“二八效应”非常显著。**

图表 9：付费意愿集中于想看的内容而非更丰富的资源



资料来源：企鹅智库 2015 调查

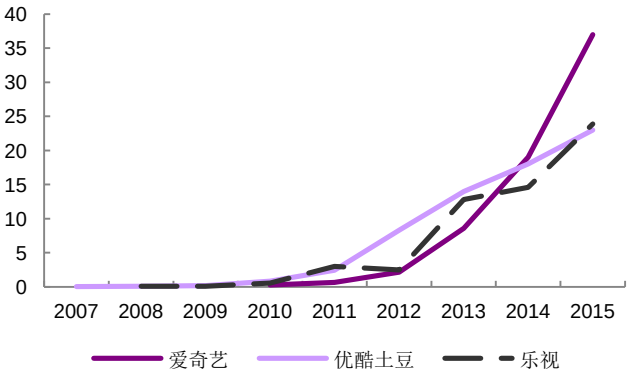
图表 10：2015-16 年网络自制剧流量区间分布



资料来源：艺恩

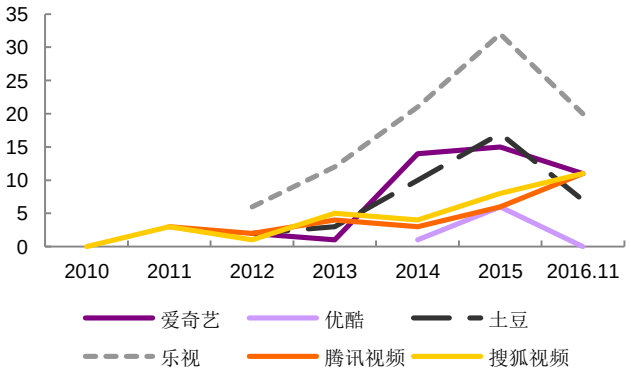
网络视频付费用户数的爆发与各视频平台对于差异化精品内容的投入有高度相关性。随着网络视频付费习惯不断养成，用户渗透率持续提升，无论视频平台还是精品内容都面临盈利前景与价值重估的机遇。

图表 11：主要视频网站内容成本高速增长（亿元）



资料来源：各公司年报

图表 12：2010-16 各平台自制剧数目变化（部）



资料来源：光大证券研究所整理

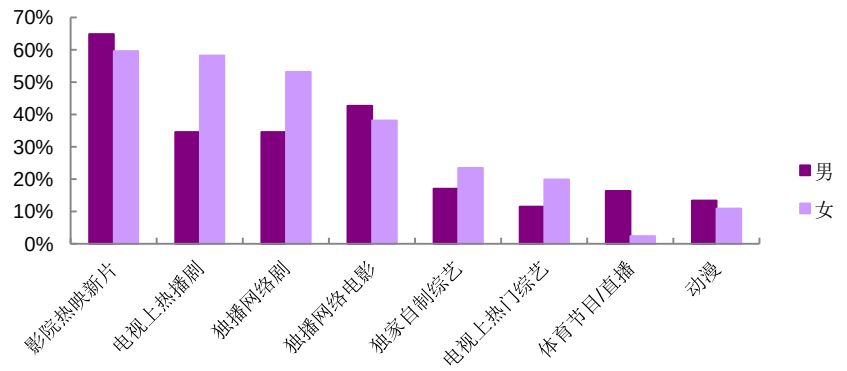
2、内容格局：精品剧拉动付费，网生内容爆发

2.1、影视剧、综艺、网生内容支撑视频平台打造品牌

国内网络视频用户对于付费内容的偏好中，影院热映电影与电视台热播剧仍然占据头两位，但独播网络剧、独播网络电影的吸引力已经可以比肩传统的影视内容；此外综艺、动漫与体育也是吸引付费用户的重要内容，其中网络自制综艺的吸引力已经超过电视台热播综艺。

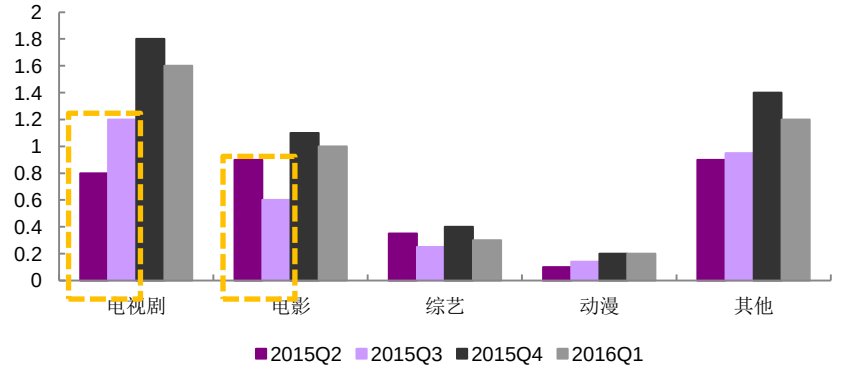
就付费会员日均时长分布而言，观看电视剧居于首位。**电视剧日均使用时长居首始于 2015 年二季度，爱奇艺上线独播网络剧《盗墓笔记》，成为现象级内容，拉动爱奇艺付费数量快速增长至 500 万；自此以后，网络自制剧收到追捧，无论内容供给还是商业模式都持续创新，成为发展最快最为成熟的网生内容。**

图表 13：付费视频内容兴趣比例排行榜（%）



资料来源：企鹅智库调查

图表 14：付费会员日均时长频道分布（小时）



资料来源：企鹅智库

精品电视剧、综艺节目、电影及网络大电影的差异化运营成为各大视频平台打造品牌的关键。视频平台集中度趋高，爱奇艺、腾讯视频、优酷土豆成为 TOP3 寡头的格局日益明朗。其中爱奇艺通过独播自制剧拉动付费用户规模化，腾讯视频则在购买国内外优质版权剧有突出优势，优酷土豆基于 UCG 的基础，并进一步通过季播综艺等多元化内容打造品牌。

图表 15：各家视频网站吸引付费会员的内容优势

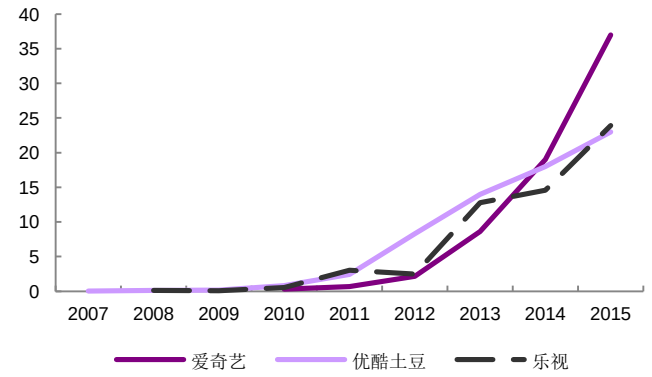
爱奇艺	•网络自制剧和独家版权剧拉动付费会员量增长明显 •会员代表剧：《盗墓笔记》《老九门》《太阳的后裔》
腾讯视频	•独家版权剧、国内外院线新片、北美经典电影吸引付费 •会员代表剧：《权利的游戏》《乡村爱情8》
优酷	•独家版权剧（韩剧）、独家动漫、差异化综艺内容 •会员代表剧：《一拳超人》《奶酪陷阱》
乐视	•网络自制剧、网络大电影、体育直播吸引付费 •会员代表剧：《太子妃升职记》

资料来源：企鹅智库

2.2、电视剧：差异化精品剧成为培育付费的关键内容

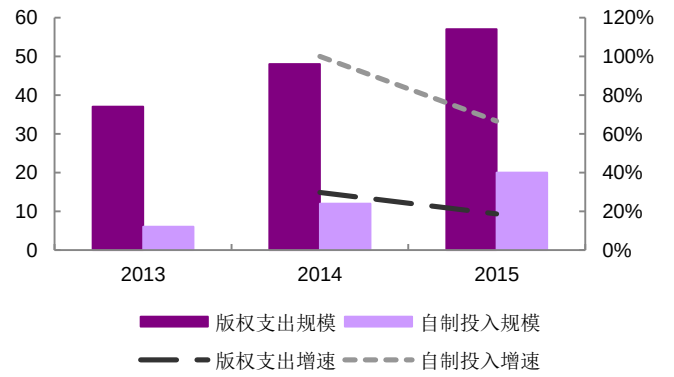
2013 年以来，主流视频平台的内容投入高速增长，电视剧采购与自制力度空前。尤其是网络自制剧，从早期低成本、剧情短模式走向了主流精品剧，网络视频平台在播放地位上对传统电视台形成冲击，且培养了付费习惯。

图表 16：三大视频平台内容成本高速增长（亿元）



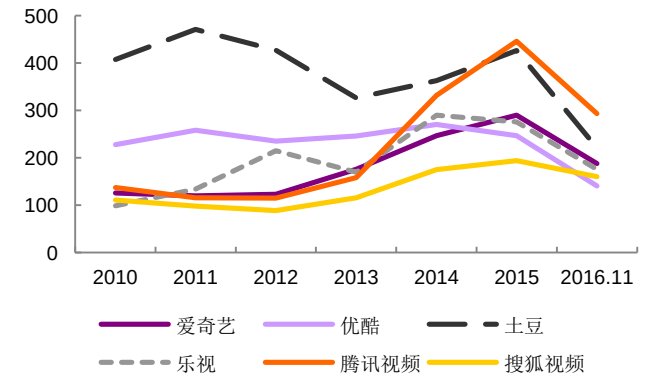
资料来源：各公司年报

图表 17：主流视频网站版权支出与自制投入（亿，%）



资料来源：企鹅智库

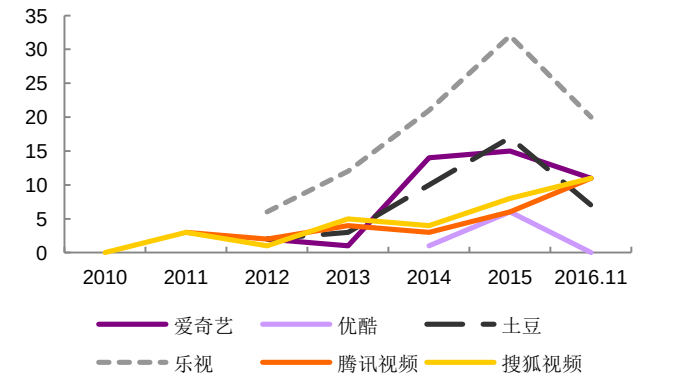
图表 18：2010-16 各平台电视剧数目变化（部）



资料来源：光大证券研究所整理

注：包含自制剧、版权剧

图表 19：2010-16 各平台自制剧数目变化（部）



资料来源：光大证券研究所整理

网络自制剧发展历程详解：

六大视频网站自制剧基本起步于 2011-2012 年间，早期自制剧特征主要是成本低、剧情短、特色各异，制作来源于新兴“原创+制作”团队，如搜狐视频的《屌丝男士》、优酷的《万万没想到》等代表作品。

2014 年，爱奇艺《灵魂摆渡》、腾讯视频《暗黑者》等可与传统电视剧媲美的完整剧情、完整制作的网络剧的出现，可谓是真正意义上的自制剧元年。

2015 年，爱奇艺《盗墓笔记》以总播放量 24 亿震撼收官引爆市场热度，多个视频网站大力发展自制剧，自制剧目逐渐主流化、多元化，网台联动的模式持续创新。

经历了 2015 年自制剧市场爆发性野蛮生长后，2016 无论从监管和自律角度，都进入精品化时代，2016 年 1-11 月，各平台上线自制剧数量有所下滑，但出现了更多的网台联动精品剧。

图表 20：网络自制剧发展历程



资料来源：光大证券研究所

头部网络剧的播放量已经可以与头部版权剧比肩，且网络剧独家自制的特点比分销的热播版权剧更具备拉动付费用户的优势。

图表 21：2015&2016Q1 网络剧播放量 TOP10

2015 年网络剧播放量 TOP10					2016 年 Q1 网络剧主要平台网络播放量 TOP10				
排名	节目	播放平台	播放量（亿）	单集播放量（万）	排名	节目	播放平台	播放量（亿）	单集播放量（万）
1	太子妃升职记	乐视视频	31	8611	1	都市妖奇谈	爱奇艺视频	4.3	2135
2	盗墓笔记	爱奇艺视频	28.7	23933	2	睡我上铺的兄弟	乐视视频	4.2	1556
3	花千骨 2015	爱奇艺视频	16.1	5041	3	极品模王	乐视视频	4.1	1367
4	暗黑者 2	腾讯视频	14.5	2847	4	重生之名流巨星	腾讯视频	4	5045
5	他来了请闭眼	搜狐视频	12.7	5292	5	百变五侠之我是大明星	爱奇艺视频	4	1667
6	屌丝男士 4	搜狐视频	11.9	14875	6	苏冉冉追夫记	乐视视频	3	600
7	灵魂摆渡 2	爱奇艺视频	11.6	5775	7	匆匆那年：好久不见	搜狐视频	2.9	1813
8	校花的贴身高手	爱奇艺视频	10.8	4492	8	天才在左疯子在右	乐视视频	2.1	700
9	无心法师	搜狐视频	10.3	5135	9	微笑来了 2	腾讯视频	1.5	1262
10	执念师	搜狐视频	9.1	4550	10	假如我有超能力	爱奇艺视频	1.4	1725

资料来源：易观智库

2.2.1、爱奇艺：头部自制剧培育付费用户，龙头地位持续夯实

爱奇艺是近年来发展最为迅猛的网络视频平台，作为后起之秀（成立于 2010 年，其他多成立于 2006 年左右）迅速成长为行业龙头，且地位持续夯实；观察其发展路径，**“差异化精品化”的内容策略是不断扩大用户与品牌份额的关键。尤其是爱奇艺通过独播剧与自制剧拉动付费用户规模化，引领了网络视频商业模式与精品内容价值重估的趋势。**

爱奇艺的付费业务历经三个阶段：第一阶段（2011 到 2013 年年底）共发展了 20 万的用户数，两年多的时间里面主打电影版权内容；第二阶段（2013 年到 2015 年 6 月）进入快速成长期，受益于两大外部因素：1.2013 年年底的剑网行动打击盗版；2.移动支付（支付宝+微信）的快速普及；第三

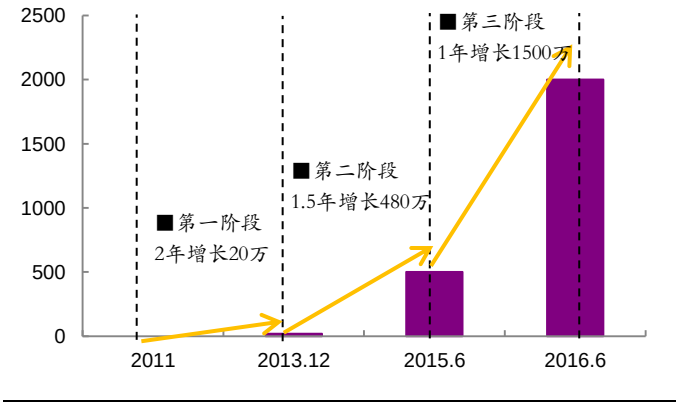
个阶段则是**依靠独播电视剧\自制剧，拉动了付费用户的爆发性增长，并培养了用户付费习惯。**

图表 22：爱奇艺行业地位变化

	2012	2013	2014	2015
1	优酷土豆	优酷土豆	优酷	爱奇艺
2	爱奇艺 PPS	爱奇艺 PPS	爱奇艺	优酷土豆
3	腾讯视频	腾讯视频	腾讯视频	腾讯视频
4	迅雷看看	搜狐视频	百度视频	搜狐视频
5	搜狐视频	乐视网	土豆	百度视频

资料来源：CNNIC

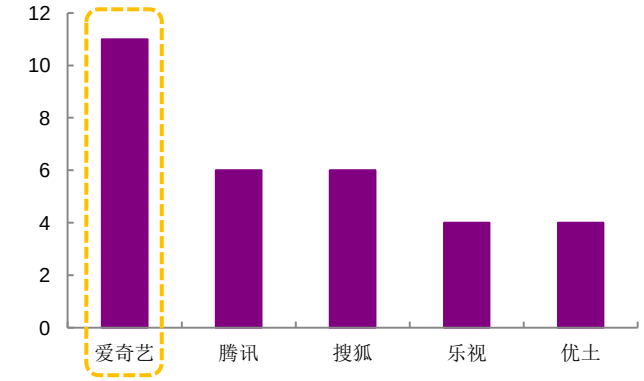
图表 23：爱奇艺会员增长三个阶段



资料来源：光大证券研究所整理

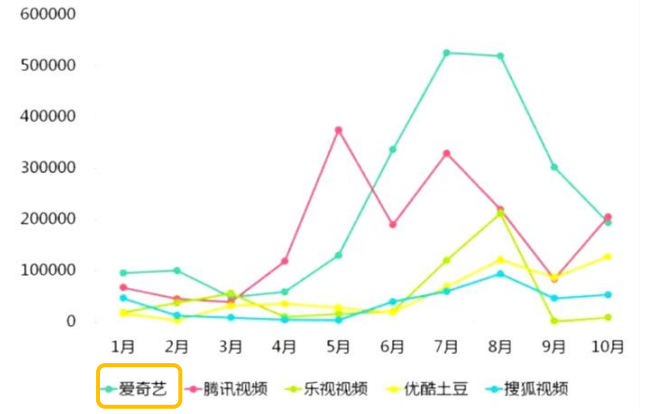
爱奇艺对“头部”独播剧与自制剧的开发与运营领先业内。数据显示，爱奇艺、乐视、腾讯三大平台 TOP5 自制剧平均播放量分别为 45.9 亿次、11.6 亿次和 1.5 亿次，爱奇艺剧集热度遥遥领先。且 2015-16 年度爱奇艺平台自制剧播放量均遥遥领先。

图表 24：2015 年网络剧播放量 TOP30 各家数量（部）



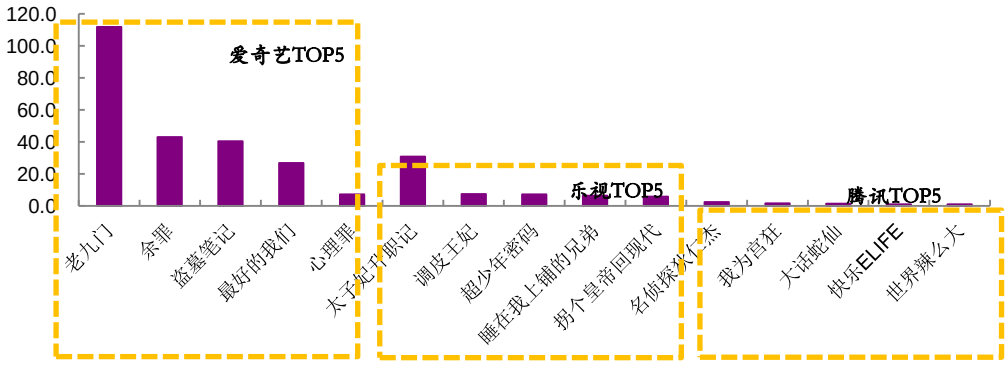
资料来源：娱乐资本论

图表 25：2016 年 1-10 月各平台网络剧播放量（万）



资料来源：骨朵传媒

图表 26：各平台 TOP5 自制剧播放总量对比（亿）



资料来源：各平台网站，光大证券研究所整理；截至 2016.11.9；注：参与出品，并在本平台独播认定为“自制剧”

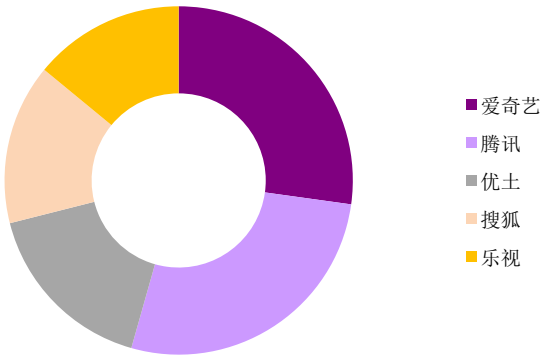
与各大平台相比，爱奇艺并非以量取胜。五大平台中，乐视的自制剧目数量在 2012-2016 年间均保持第一，爱奇艺自制爆发于 2014 年，主打“差异化精品化”造就了诸多现象级大剧，促进其付费用户的爆发、市场份额快速提升。**在爱奇艺的平台经营中，少数“头部”内容带动规模化的用户爆发特征十分明显。**

图表 27：爱奇艺主要自制剧概览

首播时间	片名	出品	人员	IP	IP 来源	豆瓣	播放量（亿）
2016 年 11 月 4 日	灵魂摆渡 3	爱奇艺、北京完美建信影视文化有限公司、北京完美影视传媒有限责任公司出品	巨兴茂执导，于毅、刘智扬、肖茵领衔主演	-	编剧小吉祥天		2.9
2016 年 10 月 24 日	美人为馅	爱奇艺，欢娱影视承制	李达超、梁辛全执导，杨蓉、白宇等主演	丁墨同名小说	百花洲文艺出版社	5.3	5.3
2016 年 8 月 22 日	校花的贴身高手 3	爱奇艺、世像文化、沃影传媒	张修诚执导，李宗霖，黄一琳，陈雅丽，熊玉婷，王姿允，陆怡旋，黄心娣	鱼人二代同名小说改编	小说频道出版社		1.9
2016 年 7 月 20 日	灭罪师	爱奇艺、无锡中联传动文化传播有限公司，北京壹酷文化传媒有限公司出品	五百、杨苗联合执导，杨奇鸣、蔡文静、安圣浩、黄以娜等出演		编剧 冷小张、杨苗、白洁、卢文莹	6.5	4.6
2016 年 7 月 4 日	老九门	慈文传媒、爱奇艺、南派投资、国奥影业、乐道互娱	梁胜权、何澍培、黄俊文联合执导，南派三叔担任监制，陈伟霆、张艺兴、赵丽颖领衔主演	改编自南派三叔所著同名小说《老九门》		5.7	111.8
2016 年 6 月 7 日	我的朋友陈白露小姐	爱奇艺和喜天影视联合出品	滕华涛监制，陈昆晖执导，陈娅安、张天爱、屈楚萧、李子峰主演	改编自海棠的同名小说	中信出版社	7.1	6.2
2016 年 5 月 23 日	余罪	爱奇艺、新丽传媒、天神娱乐联合出品	张睿执导，沈唏、张仕栋等担任编剧，张一山、常戍、吴优、张锦程等主演	改编自常书欣的同名小说	起点中文网、创世中文网签约作品	7.5	43.0
2016 年 4 月 8 日	最好的我们	爱奇艺，小糖人文化传媒有限公司承制	刘畅导演，李嘉编剧，刘昊然、谭松韵、王栎鑫、董晴等主演。	八月长安的同名小说改编	湖南文艺出版社，2013	8.5	26.8
2016 年 5 月 9 日	废柴兄弟 4	爱奇艺，北京金品源文化传媒有限公司	尹琪编剧导演、开心麻花的王宁和修睿搭档主演	-	-	6.9	4.7
2016 年 4 月 27 日	乾隆秘史	京都世纪发行	尤小刚执导的古装传奇剧，由王耀庆、李成儒、舒畅、迟帅等主演	楚曰小说	晋江文学网	4.3	2.3
2016 年 3 月 18 日	假如我有超能力	爱奇艺、元纯传媒联合出品，元纯魔盒电影工作室制作	刘迪洋执导，王子睿、刘语乔、杨卿、张歌、杨舒枫等主演的超能夺宝网剧	-	-	7.9	1.9
2016 年 3 月 11 日	穿越谜团	海润影视集团	沈严、刘海波执导的都市情感悬疑剧，由张歆艺、袁弘、江珊、孙淳领衔主演	-	-	7.6	1.2
2016 年 2 月 26 日	都市妖奇谈	爱奇艺	演张力执导，杨世瀚、张彬彬、郑雅文、王艺嘉、郑旭东主演，王皓祯特别出演	可蕊所著同名小说改编	文化艺术出版社出版，2010	8.8	5.5
2016 年 2 月 1 日	百变五侠之我是大明星	爱奇艺、上海世像传媒、TVBC，上海世像文化传播有限公司制作	由沈凌、贾玲、大张伟、翟颖、白凯南等主演	-	-	4.8	4.0
2015 年 6 月 12 日	盗墓笔记	欢瑞世纪	郑保瑞和罗永昌联合导演，李易峰、唐嫣、杨洋、刘天佐、张智尧、魏巍等主演	南派三叔所著的同名小说	中国友谊、时代文艺、上海文化	8.4	40.5
2015 年 5 月 8 日	心理罪	爱奇艺、凤凰联动影业	五百执导，顾小白编剧，陈若轩、付枚、王泷正、温心等联袂主演	雷米	2007 年重庆出版社出版的图书	8.3	7.2

资料来源：光大证券研究所整理；截至 2016.11

图表 28：2017 年各平台自制剧计划数量分布（%）



资料来源：前景广告

图表 29：2017 爱奇艺主要自制剧目

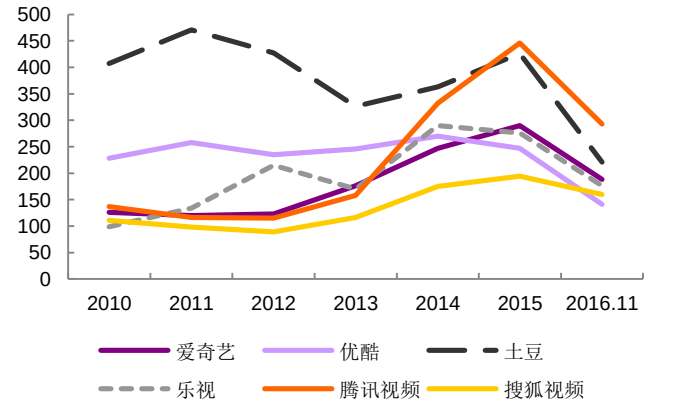
自制剧	合作制作公司
鬼吹灯之牧野鬼事	向上影业（华谊兄弟合作方）
寻找前世之旅	中汇影视（新三板）
明星志愿、仙剑奇侠传 4	新文化
秘果	彼岸春天传媒（台基股份收购暂停）
河神	功夫影业（北京文化全资子公司合作方）
蜀山战纪 2	稻草熊影业（暴风集团收购暂停）
灵魂摆渡 3	完美建信（完美环球全资子公司）
余罪 3&4	天神娱乐
射雕英雄传	华策影视、完美建信

资料来源：光大证券研究所整理

2.2.2、腾讯视频：发力国内外独播剧采购培育付费用户

腾讯视频在电视剧内容的竞争中优势在于精品剧购买，并持续提升海外优质内容的采购力度。依靠强大的资本实力，腾讯视频 2014 年发力采购大量剧集，平台电视剧丰富度大幅提升。总播放量 TOP20 剧目中，腾讯视频拥有 15 部，占据首位。

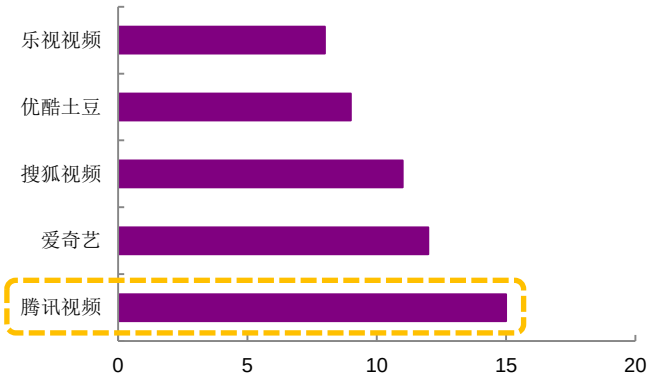
图表 30：腾讯视频 2014 年版权剧目采购大幅提升（部）



资料来源：光大证券研究所整理

注：包含自制剧、版权剧

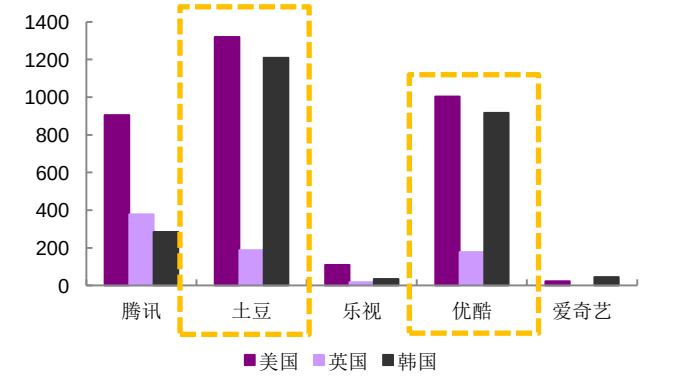
图表 31：总播放量 TOP20 电视剧各家网站分布情况(%)



资料来源：艺恩

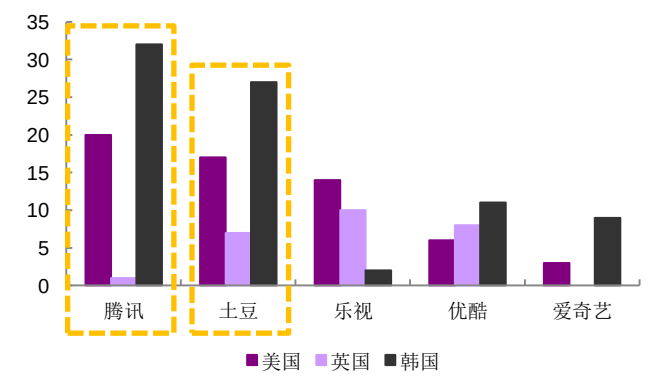
美国、英国、韩国三大剧集引进类目中，腾讯在“美剧、韩剧”引进量优势明显。腾讯视频的美剧优势主要源于 2014 年 11 月 25 日，腾讯视频开始与 HBO 开展战略合作，此后独家引进《权力的游戏》、《新闻编辑室》、《兄弟连》、《大西洋帝国》、《真探》等多部获奖剧集，让腾讯视频成为 HBO 在中国大陆互联网视频上独家官方授权播放平台。

图表 32：各平台海外剧目总量对比（部）



资料来源：各平台网站，光大证券研究所整理

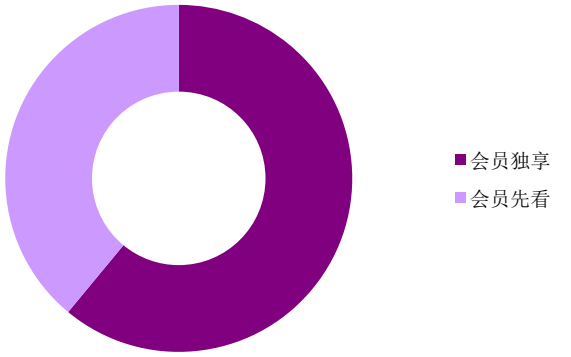
图表 33：各平台 2016 年海外新剧数量对比（部）



资料来源：各平台网站，光大证券研究所整理

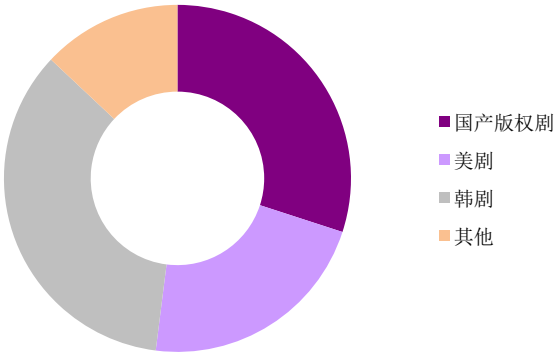
版权剧也有较强的拉动付费能力。2015 年网络平台上映 262 部新版权剧的总点击量高达 2136.8 亿，占当年新播出全网剧点击量的 88.6%，版权剧依然是网络视频媒体的主要内容来源。版权剧通过“会员独享”和“会员先看”等差异化权益培育付费用户。

图表 34：2015 版权剧付费模式比例（%）



资料来源：艺恩

图表 35：2015 版权剧付费类型分布比例（%）

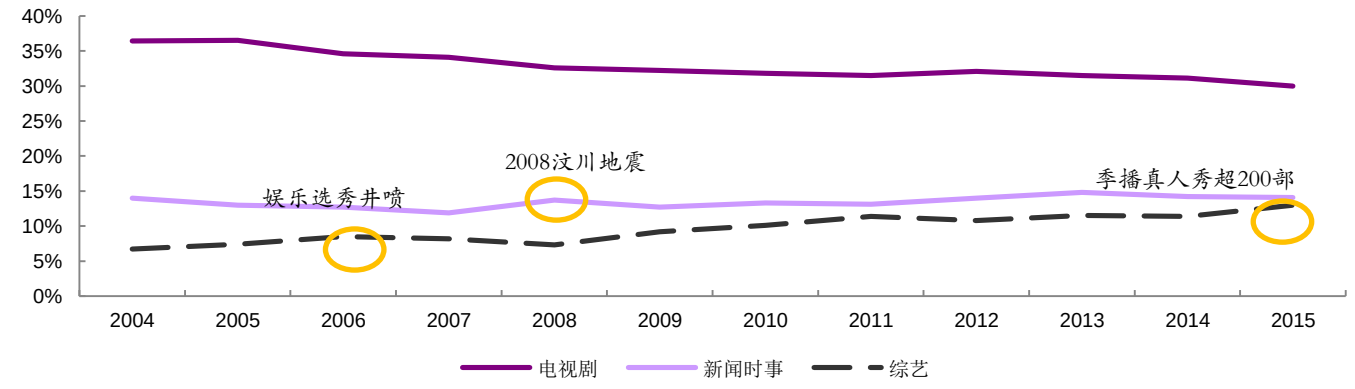


资料来源：艺恩

2.3、综艺：助力视频平台差异化，“直播+”培育付费

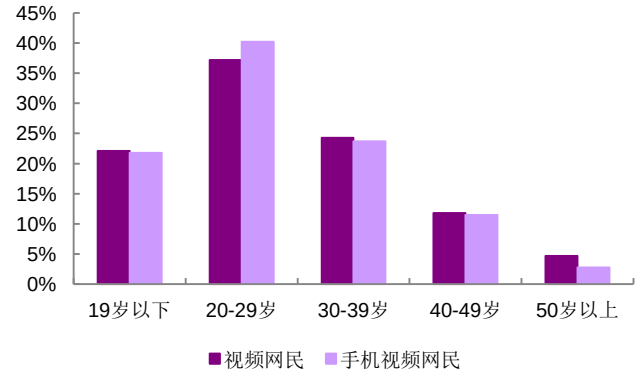
综艺节目在国内电视媒体为第三大收视比重的节目；2004 年以来经历季播真人秀从无到有、从少及众、从粗至精的发展历程，综艺节目的收视比重从 5%提升至 10%以上。其中热门综艺受众 90 后占比在 60%以上；综艺节目对互联网主流用户有较强的吸引力，在网络视频平台也不断创新发展。

图表 36：传统电视媒体 2004-2015 年三大类节目收视比重（%）



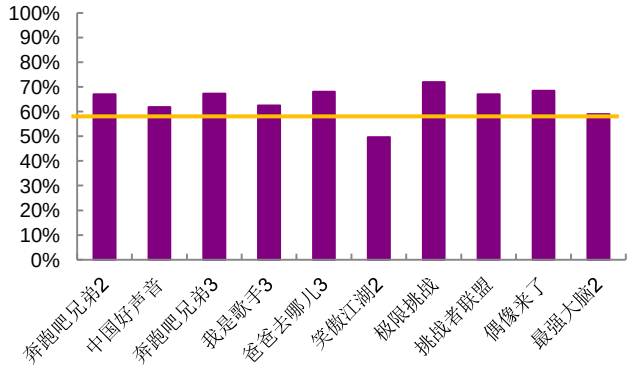
资料来源：CSM，光大证券研究所；注：2006 年《超女》《加油好男儿》《绝对唱响》热播

图表 37：20-29 岁群体占视频网民 37%（%）



资料来源：CNNIC

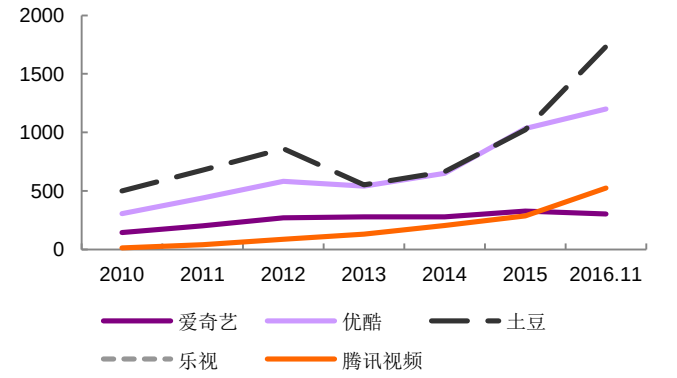
图表 38：热门综艺受众中 90 后占比约 60%（%）



资料来源：企鹅智库

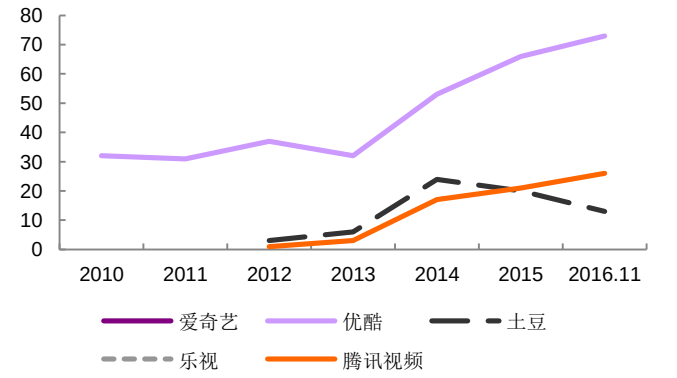
2014 年以来，各大网络视频平台综艺节目数量快速增加，网络自制综艺从萌芽走向主流化。

图表 39：2010-16 各平台综艺节目数目变化（部）



资料来源：光大证券研究所整理

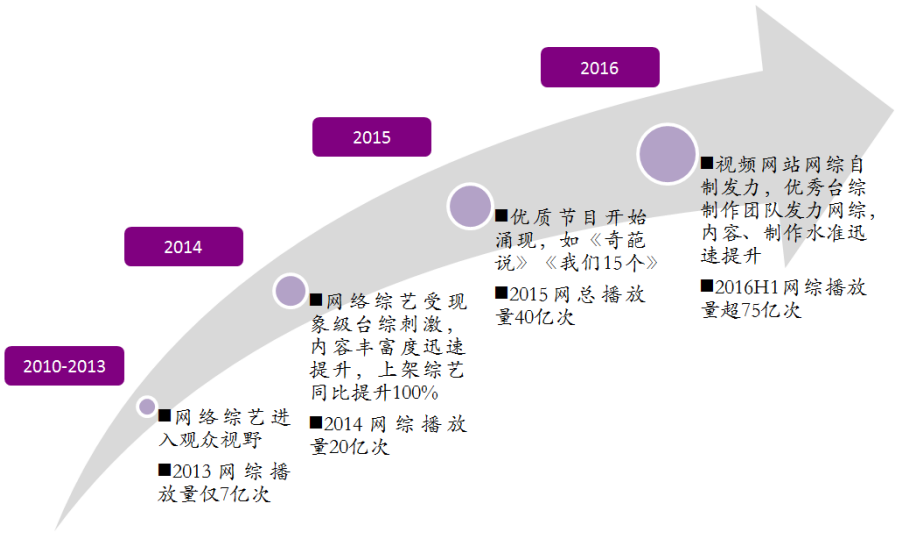
图表 40：2010-16 各平台自制综艺节目数目变化（部）



资料来源：光大证券研究所整理

网络自制综艺起步于优酷，早期自制节目多数时间较短、“播报”性质强，精品化大片化程度不足。2014 年制播分离确立以后制度红利释放，传统电视台领域精品综艺井喷，也拉动了网络综艺的爆发。2014 年全年累计上线网络综艺节目 150 档，一年时间增长了 200%。**至 2015 年，自制网络综艺节目已走向“大片化精品化”，《我们 15 个》、《奇葩说》、《你正常吗》等一系列网络综艺节目成为“现象级”内容。**

图表 41：网络综艺发展历程



资料来源：光大证券研究所

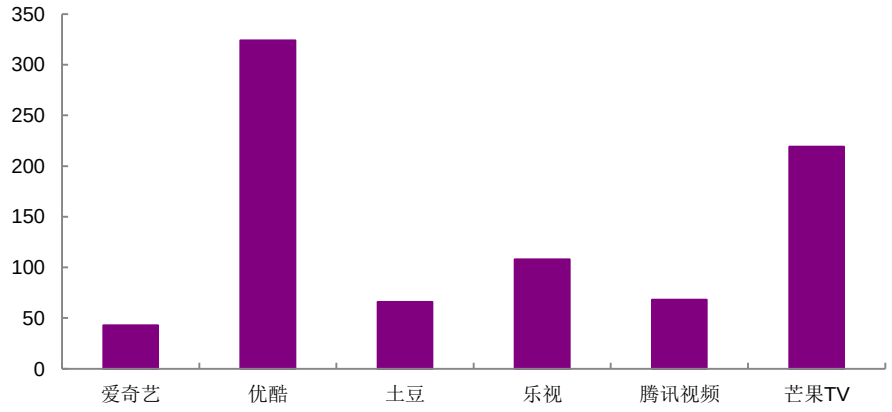
2.3.1、网络综艺成为优酷、芒果 TV 打造差异化内容品牌的法宝

截至 2016 年 11 月，各平台在架自制综艺达 828 部，其中优酷、芒果 TV 在架综艺数目较为突出。

作为曾经 UGC 时代的龙头网络视频运营商，优酷和土豆 2010-2015 年度在播综艺数目一直遥遥领先；在自媒体趋于繁荣的阶段，大量的自媒体内容强化了优酷的差异化定位。

芒果 TV 作为湖南卫视独播战略下唯一版权内容播放平台，更像一个网络版湖南台，其自制网络综艺基本均来自湖南广电；而背靠湖南广电的强大内容生产优势，2016 年起发力“大片化”纯网综艺能力更强，如引入韩国节目模式，由何炅、撒贝宁领衔主持的《明星大侦探》等。

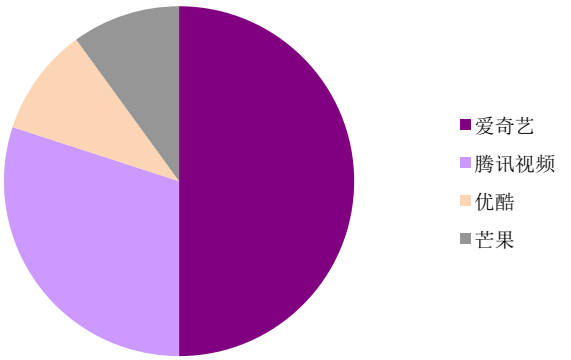
图表 42：各平台在架自制综艺总数（部）



资料来源：各平台网站，光大证券研究所整理

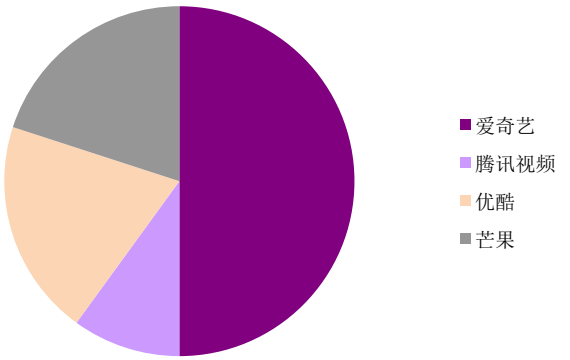
网络综艺对于视频平台打造差异化内容品牌有巨大价值，未来还具备衍生开发产业链价值。优酷与芒果通过丰富而精彩的综艺内容形成自身特色，在视频平台的竞争中确立了差异化的优势。

图表 43：2015 年网综 TOP10 各家数量分布比例（%）



资料来源：2015 腾讯娱乐白皮书

图表 44：2016.5-11 月独播网综 TOP10 各家分布（%）



资料来源：Vlinkage，光大证券研究所整理

2.3.2、网络综艺内容多元化，与直播、VR 结合有望拉动付费

头部网生综艺的播放量也已经与头部版权综艺接近，且具备反向输出至电视台的品质。**网络综艺虽然流量也集中于头部内容，但集中度与梯队差距低于电视剧。这与综艺节目内容、定位、选题及形式更为多元化有关。**

图表 45：2015&2016Q1 网络综艺播放量 TOP10

2015 年网络综艺播放量 TOP10					2016 年 Q1 网络综艺主要平台网络播放量 TOP10				
排名	节目	播放平台	播放量（亿）	单集播放量（万）	排名	节目	播放平台	播放量（亿）	单集播放量（万）
1	我们 15 个	腾讯视频	11.3	334	1	对口型大作战	搜狐/土豆/优酷	3.8	3,220
2	歌手是谁	优酷土豆	10.3	8607	2	国民美少女	土豆/优酷	3.5	3,198
3	奇葩说 2	爱奇艺视频	8.7	3630	3	奇葩说 3	爱奇艺视频	3.1	2,195
4	我去上学了	爱奇艺视频	7.1	5043	4	你看起来很好	乐视视频	2.4	2,688

						吃			
5	完美假期	芒果 TV	6.9	3146	5	奇葩来了	爱奇艺视频	1.5	1,842
6	尖叫吧路人 1	腾讯视频	6	4986	6	你好是鹿晗吗	土豆/优酷	0.8	1,638
7	偶滴歌神啊 1	爱奇艺视频	5.9	4939	7	颜值大战	乐视视频	0.7	1,799
8	带你去见 TA	腾讯视频	5.7	3358	8	超级女声主战场云海选	芒果 TV	0.5	205
9	你正常吗 2	腾讯视频	5	5043	9	惊喜旅程	腾讯视频	0.15	218
10	拜托了冰箱	腾讯视频	4	4006	10	蒙面大咖	搜狐视频	0.06	48

资料来源：易观智库

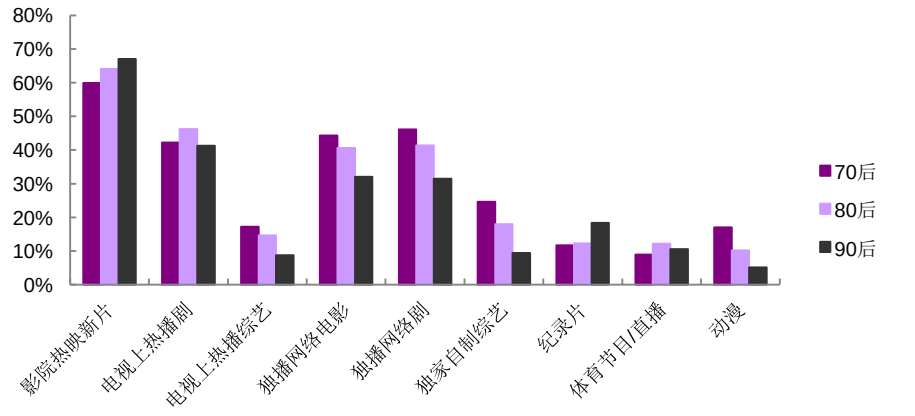
图表 46：多个网络综艺反向输出电视台

节目名称	播放平台	反向输出电视台
我们 15 个	腾讯	东方卫视
歌手是谁	优酷土豆	北京卫视
晓说	优酷土豆	浙江卫视、东方卫视
侣行	优酷土豆	央视一套
侣行 3	优酷土豆	美国 A+E 电视网
谁是歌手	优酷土豆	北京卫视
十周嫁出去	乐视	安徽卫视
大牌驾到	腾讯	星空卫视
爱上超模	爱奇艺	湖北卫视
晓松奇谈	爱奇艺	加拿大国家电视台
时尚江湖	爱奇艺	加拿大国家电视台
吴晓波频道	爱奇艺	加拿大国家电视台
不可思议的夏天	爱奇艺	日本富士电视台
搭讪大师	芒果 TV	泰国 GMM 公司

资料来源：光大证券研究所整理

综艺节目仍主要以广告为收入模式，作为付费内容的吸引力不及影视剧；但 2016 年以来综艺节目已频频与直播、VR 等新技术及模式相结合，有望培育创新的付费模式。

图表 47：70、80、90 后付费内容兴趣比例调研（%）



资料来源：企鹅智库

图表 48：2016 年代表性“综艺+直播”节目

节目	类型	直播特点	播出平台
十三亿分贝	音乐/选秀	国内首档在录制现场就增加直播视	爱奇艺

		角的音乐节目	
饭局的诱惑	脱口秀/游戏	每周六晚在斗鱼直播明星参与的狼人杀游戏	腾讯视频
茜你一顿饭	美食/脱口秀	直播美食节目，并与明星畅聊八卦，与观众互动	优酷

资料来源：光大证券研究所整理

2.4、网络大电影：付费分成模式清晰，有望孵化精品

2.4.1、网络大电影野蛮生长，独播化与付费趋势初现

网络大电影还处于发展初期，前身为“网络微电影”，以明星摄制、企业定制短片为主，并不具有真正意义上电影的性质，收入模式完全以广告分成为主。网络大电影自 2011 年《青春期》系列开创付费，到 2014 年“网络大电影”之称由爱奇艺确立，标志着真正意义的网络电影时代开启；2015 年《道士出山》创造 3 亿网络点击，多家视频平台发力网络大电影这一全新的网生内容市场。

图表 49：网络大电影的四个阶段



资料来源：艺恩

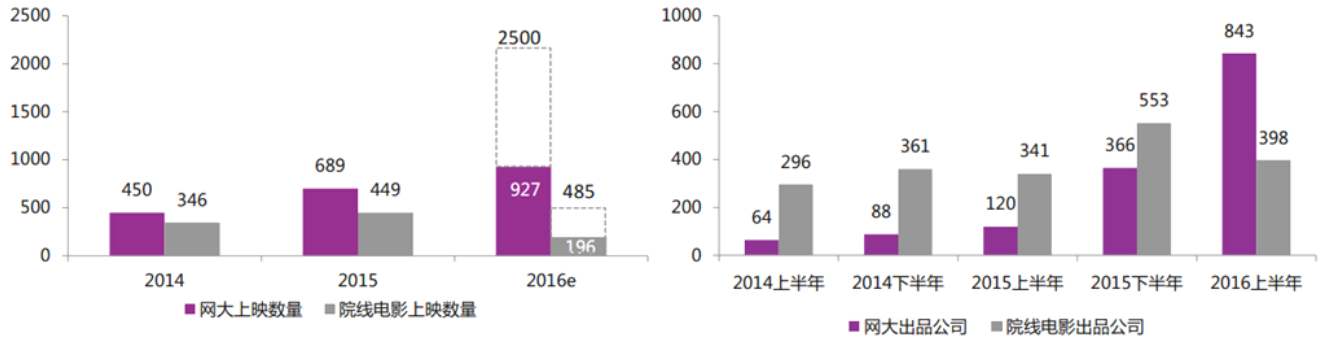
图表 50：网络大电影的四个标准



资料来源：光大证券研究所

2016 上半年网大出现爆发式增长，预计全年上映网大有望达到 2500 部，而 2016 年上映院线电影数量预计在 485 部左右。截至今年 6 月，网大出品公司达 843 家，是院线电影出品公司的 2.1 倍。可见 **2016 年是网络大电影野蛮生长的一年。**

图表 51：2014-2016 年网大、院线电影上映数量对比（部）图表 52：2014-2016 网大、院线电影公司数量对比（家）



资料来源：艺恩、光大证券研究所

2015 年，网大市场独播剧目较为稀缺。通常网大为了提高影片影响力，常常在多家平台同时上映。2015 年，爱奇艺、优酷、腾讯、乐视、搜狐、土豆六大网络大电影播放平台中，爱奇艺平台初露优势，是 2015 年唯一一个平台独播网大进入 TOP10 的视频网站。

图表 53：2015 年网络大电影六大播放平台 TOP10（各平台点击量单位：万）

	类型	网络点击	爱奇艺	优酷	腾讯	乐视	搜狐	土豆	出品
道士出山	惊悚、悬疑	2.19 亿	9389	6530	-	918	3483	1583	淘梦网络、七娱乐
道士出山 2	惊悚、悬疑	1.2 亿	8077	2535	-	1155	-	280	淘梦网络、七娱乐
阴阳先生	惊悚、悬疑	1.16 亿	6073	2986	1061	-	994	552	利十影业
校园风骚是之舞动青春	爱情喜剧	1.12 亿	8471	1874	-	-	994	552	七娱乐
疯狂试爱	喜剧	0.9 亿	4189	-	973	743	3104	-	宇庭影视、薛少电影
山炮进城	喜剧	0.87 亿	8783	-	-	-	-	-	七娱乐、本山传媒、华谊营业、一响天开文化
一夜疯狂	喜剧	0.83 亿	5647	723	414	229	1136	199	创辉投资
18 爱不爱之怦然心动	喜剧、爱情	0.80 亿	1096	288	3222	271	3024	109	18 姐工作室、光影华视文红番茄联众
玩的就是艳遇	喜剧、爱情	0.78 亿	3889	1013	1441	185	1192	66	互联网电影集团、光影华视
异能女友	喜剧、爱情	0.77 亿	4615	2211	482	-	-	416	淘梦网络、新合艺影视

资料来源：娱乐资本论、光大证券研究所整理

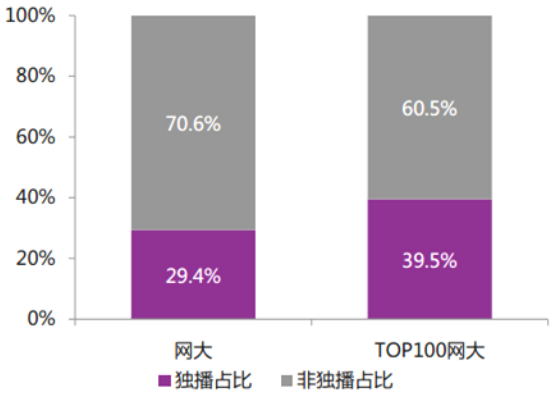
2016 年，独播优势渐渐显现，未来独播付费网大是趋势。2016 年上半年，非独播网大仍占主导地位，播放量占比 70.6%，不过 top100 中独播网大比例高出网大总体独播比例 10 个百分点，优质网大已经更倾向于独播。伴随各个视频平台发力网络大电影，各平台独播网大崛起，2016 年独播网大 TOP5 已不输多平台网大播放量。

图表 54：2016 年 2 季度 Top10 网大

排名	影片	上线时间	平台	总播放量（万）
1	老妖天使	2016/6/2	多平台	5819.6万
2	我的老婆未成年2	2016/6/12	乐视视频	5728.4万
3	超能太监2黄金右手	2016/5/6	爱奇艺	5257.0万
4	乒乓侠	2016/5/27	腾讯视频	5056.3万
5	大风水师	2016/4/29	乐视视频	4845.8万
6	首席的夜妻	2016/5/26	乐视视频	4817.7万
7	僵尸英雄之魔王与公主	2016/5/19	乐视视频	4640.6万
8	大内密探王二狗	2016/4/8	腾讯视频	4276.5万
9	宠灵实验室之狸奴艾莉	2016/4/2	腾讯视频	4155.3万
10	阴阳先生之末代天师	2016/4/13	爱奇艺	3742.0万

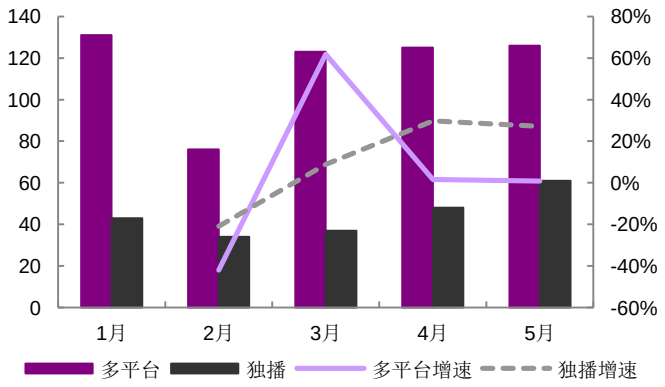
资料来源：骨朵传媒

图表 55：2016H1 独播、非独播网大播放占比（%）



资料来源：艺恩

图表 56：2016 年 1-5 月独播、非独播网大增速（部，%）



资料来源：骨朵传媒

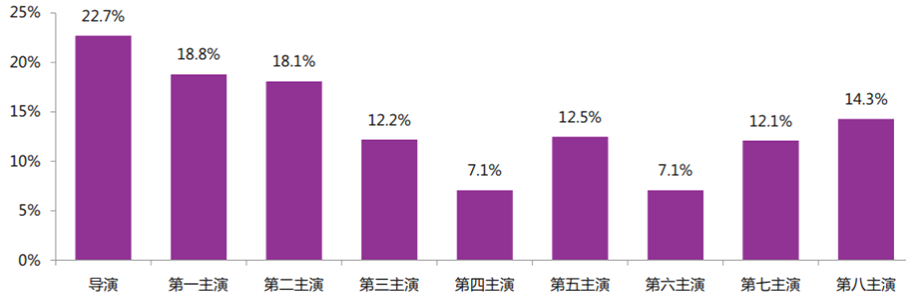
2.4.2、网大以小博大特点显著，政策规范趋紧步入良性发展

2015-16 年间，网大之所以在短短两年多时间里近乎疯狂地增长，在于其以小博大且有较好的回报率。以 2015 年网大《道士出山》为例，该片从剧本创作到最后制作完成，历时不足两个月，制作成本仅有 28 万元，却在网络上斩获了 2.2 亿的点击量，创造出了至今被网大界奉为互联网 IP 票房神话的 2400 万元的收入。

网大主创人员以无经验的新人为主，为大量青年影视制作人员与爱好者提供了锻炼与学习的机会，主创团队往往成本较低。

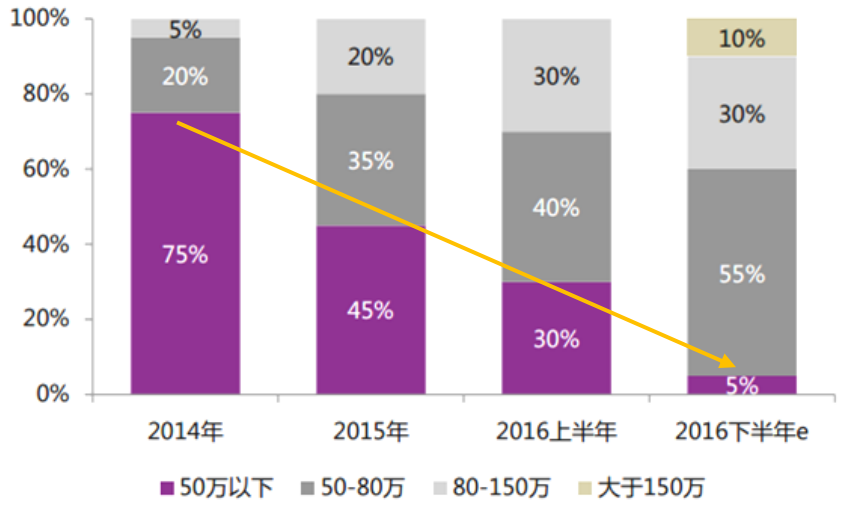
进入 2016 年以后网大成本提升，且在政策趋紧后走向精品化。截至 2016H1，据艺恩统计，50 万元以下投资的网大数量在急速减少，占比仅为 5%；竞争加剧、成本快速提升。

图表 57：有历史网大作品的演职人员比例均在 20%以下（%）



资料来源：艺恩调研，截至 2016.7

图表 58：网络大电影制作成本区间分布比例（%）



资料来源：艺恩行业调研；注：不包含宣发成本

网络大电影爆发式野蛮增长过程中，同网络剧一样，伴随着粗制滥造、黄暴擦边球、蹭 IP、过度炒作等问题。**随之而来的必然是政策趋紧：**

——2016 年 10 月 31 日，十二届全国人大常委会第二十四次会议上，审议了《电影产业促进法（草案）》，会上首次提出，将**网络电影纳入监管范围**（就市场公平机制来说，传统电影必须获得公映许可证方可在影院放映和传播；网络电影自审自播，处于无序发展状态，对守法拍摄的影院电影也是不公平的。）

——2016 年 11 月 4 日-13 日，多部网大陆续下架，如《超能太监 2》、《大风水师》、《绝色之战》等 60 余部网络大电影因违反相关下架，包括《大风水师》《催乳大师》《消灭大学生》《超能太监之黄金右手》《绝色之战》等热门网大。

2.4.3、网络大电影付费分成模式清晰，有望孵化精品内容主创团队

网络大电影的盈利模式主要由 3 种：

1、播出之前的广告植入；2、在网络平台付费点播的分账；3、付费期过后的贴片广告分账。

与网络剧及综艺相比，网络大电影内容制作公司与视频平台收入分成模式清晰；主流视频网站都已经推出明确的分账政策鼓励发展。与院线电影相比，网络大电影在视频平台分账政策下，回收成本培育粉丝的优势更为明显。小成本院线电影通常 3000 万票房下才能覆盖成本，排片率低的情况下“院线一日游”成为常见现象。而网络大电影 333 万会员点击即可收回成本（按照内容 2.5+营销 0.5 元的分成模式）。

2013 年爱奇艺正式推出网络大电影战略时，影片最高分账月 10 万，2014 年最高分账近百万，2015 年，爱奇艺 612 部网络大电影，分账超百万的已经达到了 35 部，其中《山炮进城 1》通过与爱奇艺视频平台进行按有效付费点击分成，其片方获得分帐超过 1000 万。**随着少量千万级分账收入的网络大电影出现，打造精品网大孵化优秀主创团队成为可能。**

图表 59：主要视频网站网络大电影分账方式

	内容分级	播映类型	付费分账（元）	付费期间	营销奖励（元）	分成模式	有效付费点播
爱奇艺	A	独播	2.5	6-12 个月	0.5-1	有效付费点击分成	6min
	B		2	6-12 个月	0.5-1	有效付费点击分成	6min
	C	全网	1.5	3-12 个月	无	有效付费点击分成	6min
	D		0.5	3-12 个月	无	有效付费点击分成	6min
优酷土豆	S	独播	2.5	1-6 个月	1	保底\分成	6min
	A		2	1-7 个月	0.5	有效付费点击分成	6min
	B		1.5	1-8 个月	0.5	有效付费点击分成	6min
	A	全网	1	1-9 个月	无	有效付费点击分成	6min
	B		0.5	1-10 个月	无	有效付费点击分成	6min
乐视	S（90min）	独播	2.5	评级决定	0.5-1	有效付费点击分成	6min
	S（60min）		2.5	评级决定	0.5-2	有效付费点击分成	6min
	A（90min）		2.5	评级决定	0.5-3	有效付费点击分成	6min
	A（60min）		2.5	评级决定	0.5-4	有效付费点击分成	6min
	A	全网	1	6 个月	无	有效付费点击分成	6min
	B		1	6 个月	无	有效付费点击分成	6min
	C		1	3 个月	无	有效付费点击分成	6min
搜狐	-	独家	2		0.5-1	保底+分成	8min
	-	全网	0.5/1		无	保底+分成	8min
腾讯视频	S\A\B	百部计划	3.5		无	一次性买断播出权\保底分成	6min
		独播	3		无	有效付费点击分成	6min
		全网	1.5		无	有效付费点击分成	6min

资料来源：光大证券研究所

3、市场空间：视频付费潜力巨大，内容价值重估

3.1、国内付费市场 80 亿，美国家庭视频支出 191 亿美元

目前国内五大主流视频网站付费用户单月 ARPU 约 20 元，年 ARPU 约 174 元。2015 年国内视频网站广告收入达 231 亿元，根据艾瑞及艺恩统计，付费收入仅 50 亿左右。**以 2016 年 11 月底各大视频网站官方公布的付费用户共计 1 亿左右，ARPU 为 80 元测算(假设均付费半年)，市场规模约 80 亿。**

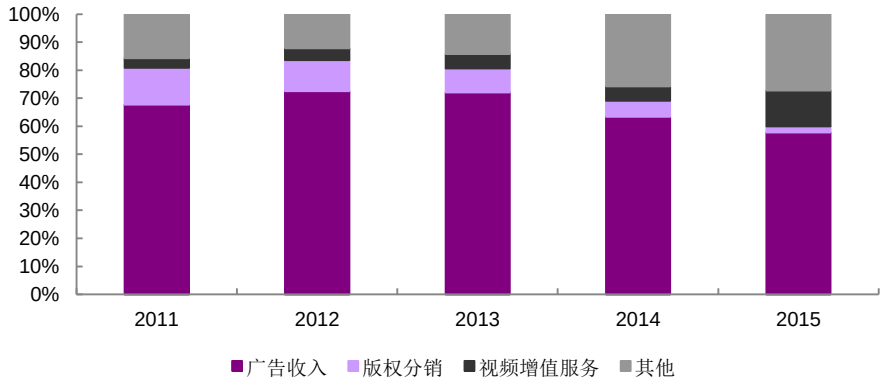
根据 Strategy Analystics 统计，2016 年美国人的家庭视频支出可达 190.9 亿美元，其中流媒体付费收入将达 66.2 亿美元，占比 35%；另外付费视频点播的广告营收将达 88.2 亿美元。与美国付费视频点播及广告 279 亿美元市场规模相比，国内观众付费意识处于培育初期，视频付费市场仍有巨大的发展空间。

图表 60：五大主流视频网站会员资费比较

类型	爱奇艺	腾讯视频	优酷土豆	搜狐视频	乐视网
1个月	19.8	20	20	18	19
3个月	58	45	无	45	54
12个月	198	159	169	148	198
连续包月	15	15	15	无	18

资料来源：各公司官网

图表 61：2011-15 年中国网络视频行业收入构成（%）

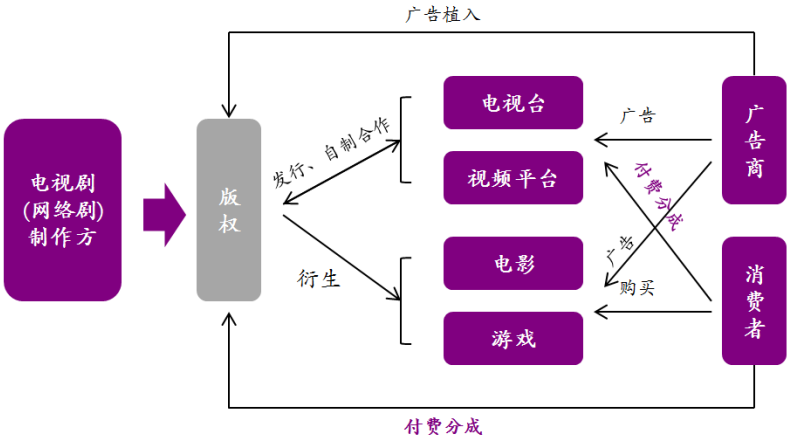


资料来源：艾瑞

3.2、付费模式下电视剧商业模式变革，价值重估与分化

网生内容拉动付费用户的增加，带来的不止是视频平台经济利益的增加，同样可刺激作品质量的提升（头部“最赚钱”），更能够带来电视剧产业商业模式的革新，电视剧内容价值走向重估与分化。

图表 62：电视剧产业链



资料来源：光大证券研究所

1、从制作方到视频平台

电视剧（网络剧）版权从制作方到视频网站的发行过程已形成三种版权交易模式：

——分销商模式：国内如盛世骄阳、优朋普乐等网络分销机构，上游购买剧集后，下游分布卖给视频网站，借此获得差价收益。

——直接购买模式：独家或多家视频网站直接一次性购买版权。如腾讯和乐视单集 300 万购买《芈月传》，《幻城》由 5 家网站联合购买，单集 400 万。《如懿传》由优酷和腾讯联合购买，单集 900 万。

——网台合作模式：由传统制作公司与视频网站深度合作完成网络剧，共担投资成本及收入分成。例如，乐视视频称今后将不再购买版权，通过“保底+分成”的新型合作模式，规模高达 40 亿元。爱奇艺发布了“网络剧创新商业模式”，即**爱奇艺将根据制作质量、故事、价值观等进行四类分级定价（10 元、8 元、6 元、4 元），将用户收入按 1:1 与制作方分成**，付费网剧的制作方将在广告之外获得更多的会员收入。

图表 63：电视剧网络版权主要交易模式



资料来源：光大证券研究所

图表 64：传统电视剧与网络自制剧商业模式对比

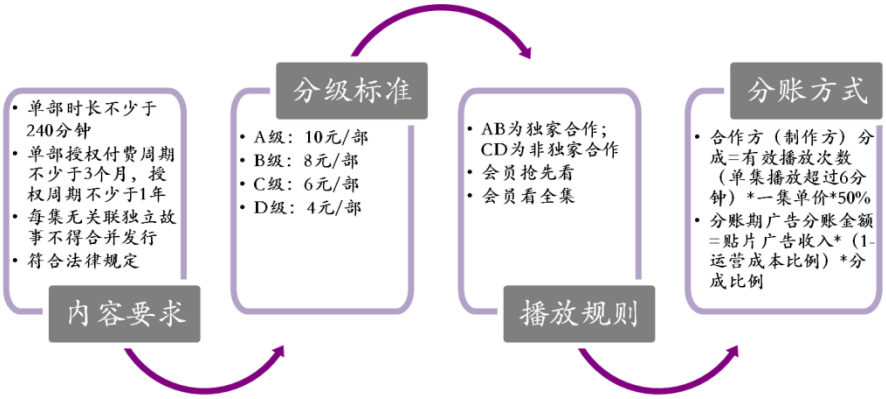
	传统电视剧	网络剧
制作方	传统影视制作公司	传统影视制作公司、新兴影视制作公司、视频网站
发行制度	审核制度	备案制度
版权交易过程	■ **一次性获得版权** ->取得发行许可证 ->讲电视剧播放权出售给电视台/视频网站 ->取得收入	■ **网台合作分成** ->与视频网站沟通选材 ->报送主管部门备案 ->制作公司与视频网站共同投资、制作方承制
收入来源	版权销售收入	版权反向输出、广告收入、会员收入、衍生品收入

资料来源：光大证券研究所整理

网台合作共同投资、共获收益的分成模式（有时视频平台会事先给付保底版权费）将为精品剧带来新的分账空间。

按照爱奇艺现有的网络剧分账政策测算：A 级网络剧分成标准，即 10 元/部、剧集 15 集计，播放量 10 亿的头部内容制作方分成=10 亿*（10/15）*0.5=3.33 亿元。而在传统版权销售模式下，按照头部剧平均成本以 4000 万、剧集 15 集计，按照电视剧行业毛利率 40%左右估算，通过版权售卖的方式，内容方仅获得收入 6667 万元。分成模式下对**“头部”与“非头部”版权的价值与收益评估将明显两极分化。**

图表 65：网台合作分账：以爱奇艺为例



资料来源：爱奇艺，光大证券研究所

图表 66：2015TOP10 网络剧分账收益估算

剧目	制作	播放平台	播放量（亿）	总成本（万）	集数	会员权利	付费分账估算（亿）	分成模式下单集价格（万）
盗墓笔记	欢瑞世纪	爱奇艺	28.4	6000	12		11.8	9,861
花千骨	慈文、视骊	爱奇艺	15.9	1000-2000	20	——	4.0	1,988
暗黑者	慈文、视骊	腾讯	15	7000	24	有	3.1	1,302
他来了，请闭眼	搜狐视频、尚视影业、山东影视、正午阳光	搜狐视频	13.8	3000-4000	52	——	1.3	255
太子妃升职记	乐漾影视	乐视	13.5	2000	20	有	3.4	1,688
执念师	聚力传媒、慈文、视骊、金狐文化	PPTV	12.1	2000	20	——	3.0	1,513
屌丝男士 4	搜狐视频	搜狐视频	11.8	350	24	——	2.5	1,024
灵魂摆渡 2	完美建信	爱奇艺	11.2	2000	35	有	1.6	457
无心法师	搜狐视频、唐人影视	搜狐视频	10.7	3000-4000	30	——	1.8	594
校花的贴身高手	世像文化、沃影传媒	爱奇艺	10.5	1000-2000	8	有	6.6	8,203

资料来源：光大证券研究所整理

2、视频网站到用户

一广告收入，包括硬广与植入。2015 年，网络剧广告的投入产出比达到了 2.56 倍，虽然付费会员收益比重的增加，广告业务占比下滑（2015 年上半年占比为 23.19%，2016 年上半年占比 15.5%），但仍是主要收益。

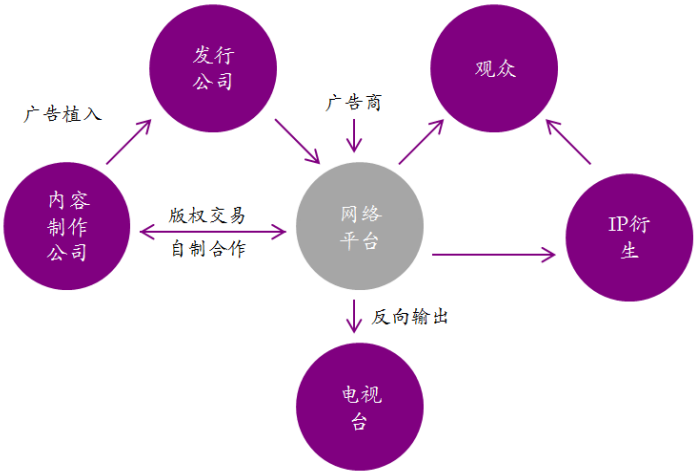
二直接的用户收入，如会员费等。

三内容版权收入，将自制剧作为独立的内容进行售卖。在近期各大视频网站公布的 2017 年自制内容计划中，有不少网络自制剧都是多平台播出。如腾讯视频网剧《鬼吹灯之精绝古城》与《鬼吹灯之黄皮子坟》将登陆东方卫视，《择天记》也将在湖南卫视周播剧场同步播放。与其说是视频网站对传统电视行业的一次逆袭，倒不如说自制剧在电视台剧场份额的增加使其在收益上显得更有保障。（预计 2018 年份额可能提升到 7 成以上）

3.3、“直播+”打开综艺 C 端付费空间

广告依然是综艺节目核心的收入模式，但相比传统的电视综艺，网络综艺已探索更多元化的盈利空间，在传统的版权、广告植入、广告的销售基础上，增加用户收费、IP 衍生品开发、品牌推广等盈利方式。

图表 67：网络综艺产业链



资料来源：光大证券研究所

2016 年直播综艺快速崛起，半年内斗鱼、优酷、熊猫直播、全民直播、芒果直播、小米直播、腾讯视频、爱奇艺等 8 家平台总计已经上线 60 余档直播综艺节目。直播综艺开始颠覆依赖广告的 toB 商业模式，打开了 C 端付费变现的更多可能。

图表 68：2016 年出品的直播综艺节目



资料来源：光大证券研究所整理

直播综艺已经尝试的盈利模式：

1. 打赏：

打赏是直播最基础的变现手段，很自然地嫁接在直播综艺中。不少直播综艺制作方都在节目机制中巧妙融入了打赏模式，这在偶像养成类节目中尤其明显：打赏、礼物相当于网友的投票权，可以决定选手去留。举例来说，《花漾大爬梯》赛制是末位淘汰，网友除了可以用礼物刷高选手的排位，还能给不喜欢的选手送负相礼物，如此一来打赏、送礼物的频次就被大幅拉高了。

2. 边看边买：

直播场景下，用户参与感很强，也容易被整体氛围带动，因此"边看边买"被不少人认为是电商的下一个出口。而 PGC 直播通过策划编排，对观众的引导性会更强。叶一茜作为主咖的美食类直播网综《茜你一顿饭》就尝试了优酷和淘宝双平台的播出方式，并打通购买环节，用户点击购物车就能购买节目的赞助商品。2016 年"双 11"天猫更是打破电商直播和综艺节目的壁垒，打造出一档名为《九牛与二虎》的直播互动综艺节目，一举成为电商直播的超级 IP。

3. 广告：

网络综艺越来越应"内容即广告"这个趋势；广告越做越"软"，趣味性越来越强。《奇葩说》开了个好头，马东直接把广告说成了段子，这种做法后来成为了不少综艺的标配。直播综艺的实时互动的现感场又能够让广告植入更加顺畅。比如嘉宾顺手拿起某品牌的饮料，从观感上给人感觉相对自然。

4. 版权：

现在不少节目的做法是同一内容，出直播、录播（或剪辑）两个版本。这意味着，内容制作方手上会有两次版权分发的权利。米未传媒《饭局的诱惑》做了这样的尝试：录播版卖给腾讯视频，而直播版则选择和斗鱼合作。版权能卖两次实际意味着——直播内容的沉淀自然放大了原本的商业价值。

其中直播综艺电商的影响力仍有巨大的提升潜力，对于综艺商业模式的升级变革意义重大。2016 年天猫和阿里鱼联合出品的官方自制节目《九牛与二虎》为双十一造势，是国内首档明星与网红 PK，实现即时互动、多方联动以及直播间竞技的三层互动的直播节目；这档直播综艺于 10 月 24 日正式开播，11 月 7 日五期内容已完美收官。该节目直播不到 3 小时，便轻松创下了 1 亿 4 千万点赞数的纪录。

4、制作格局：龙头精品剧公司已树立先发优势

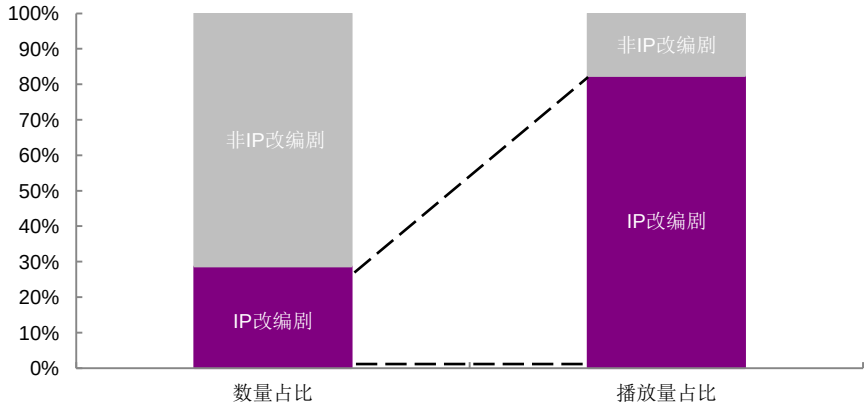
4.1、头部剧 IP 化，龙头精品剧公司具备先发优势

4.1.1、文学性、粉丝效应、互联网化奠定 IP 剧头部优势

文学/IP 改编剧成为头部内容概率较大；从国内来看，2015 年 20%的 IP 剧贡献 80%的播放量；重量级 IP 有更大的可能性成为头部内容。国外来看，2014-15 年欧美和亚洲地区电视剧获奖剧集中，文学作品改编剧集占全部奖

项比例的 40%。2015 年及 2016 年上半年国内几大视频平台独播剧播放榜前几名一半以上是 IP 改编剧。

图表 69：2015 年 20%的 IP 剧贡献 80%的播放量（%）



资料来源：新传智库

图表 70：2015 年、2016 年上半年各视频平台主要独播剧播放量

2015 年各平台主要独播剧播放量					2016 年上半年各平台主要独播剧播放量				
平台	剧名	播放量(万)	开播时间	是否 IP 剧	平台	剧名	播放量(万)	开播时间	是否 IP 剧
爱奇艺	盗墓笔记	279400	2015/6/12	是	爱奇艺	最好的我们	196700	2016/4/8	是
	花千骨 2015	156000	2015/9/15	是		余罪	127600	2016/5/23	是
	灵魂摆渡 2	106400	2015/10/30	否		余罪 2	90400	2016/6/12	是
	校花的贴身高手	100500	2015/8/10	是					
腾讯视频	暗黑者 2	148890	2015/8/3	是	腾讯视频	我的奇妙男友	253323	2016/4/25	否
	乡村爱情 8(上)	40296	2015/12/11	否		重生之名巨流星	204339	2016/3/24	是
	超级大英雄	31312	2015/3/23	否		乡村爱情 8(下)	102499	2016/1/12	否
	爱笑不笑 2	24914	2015/1/1	否					
优酷土豆	仙剑客栈	44462	2015/6/16	是	优酷土豆	风云再起	30811	2016/3/7	是
	万万没想到 3	16874	2015/11/3	否		整容季	24183	2016/3/15	否
	会痛的 17 岁	15078	2015/11/8	是		了不起的咔嚓	20462	2016/3/25	否
	天才	11796	2015/4/24	否					
	玩偶骑士	10669	2015/1/27	否					
搜狐视频	屌丝男士 4	116000	2015/5/20	否	搜狐视频	示铃录	15000	2016/2/25	是
	他来了，请闭眼	115900	2015/10/15	是					
	无心法师	104000	2015/7/6	是					
乐视视频	调皮王妃	53228	2015/8/30	是	乐视视频	极品模王	41000	2016/1/23	否
	太子妃升职记	39578	2015/12/13	是		苏染染追夫记	31000	2016/1/17	是
	我的老师是传奇	26000	2015/4/10	是		女总裁的贴身高手	23000	2016/5/20	是
	太那个了吧	17000	2015/8/25	否					
	来自未来的史密特	12136	2015/7/21	否					
	学姐知道 2	11000	2015/7/16	否					
芒果 TV	女生日记	6991	2015/8/27	是	芒果 TV	终极游侠	78372	2016/4/28	否
	古镜	4256	2015/4/30	否					

资料来源：骨朵

由于视频网站集中度趋高，爱奇艺、腾讯视频、乐视网已全面进军自制剧打造，且不断推高精品剧成本，重金打造品牌大作；互联网公司的进入强

化了电视剧制作的 IP 化、类型化。电视剧制作的“互联网化”，与文学性、粉丝效应共同奠定了 IP 剧的头部优势。

2016 年 6 月，腾讯影视发布 27 个 IP 网络剧项目计划；上半年爱奇艺也发布文学业务，大举开发文学 IP 作为影视、动漫、游戏业务的基础。

4.1.2、制作成本不断上升，龙头精品剧公司具备先发优势

在精品大剧制作成本不断上升，下游视频与电视台收视集中度提升，类型化生产优势强化的背景下，龙头精品剧制作公司已奠定持续出品大作的先发优势。

1.随着 IP 版权水涨船高，中小制作公司出品 IP 剧成本上升压力较大；且网络视频龙头倾向于与传统 IP 剧出品公司合作，如腾讯影视与欢瑞、慈文、唐人等公司合作最为密切。传统精品剧品牌公司在网络自制剧市场具备优势。

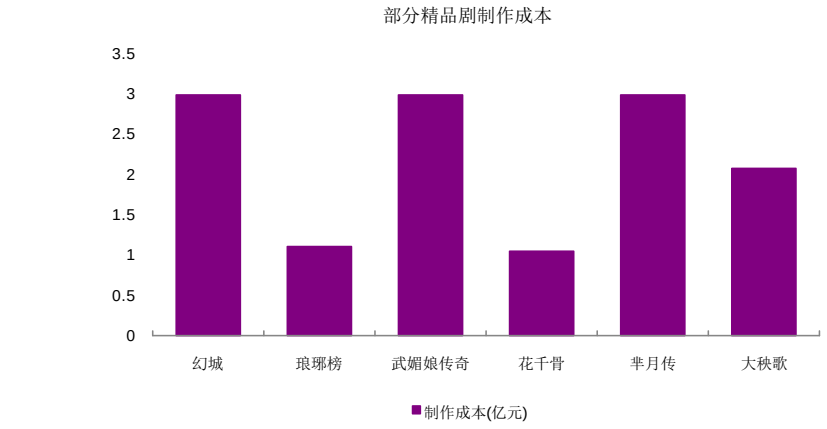
图表 71：2015 年部分 IP 价格

类型	IP	2015 年改编授权价格(元)
网络文学	莽荒记	50,000,000
网络文学	不败王座	8,100,000
网络文学	天火大道	13,400,000
网络文学	傲世九重天	9,700,000
网络文学	绝世武神	10,900,000

资料来源：光大证券研究所整理

2.由于播出平台对精品剧、头部剧的重视，优质剧成本已普遍进入“亿元俱乐部”，单集 300 万以上制作成本成为大剧常态，《盗墓笔记》等知名作品单集成本则在 500-600 万。

图表 72：部分精品剧制作成本（亿）



资料来源：光大证券研究所整理

3.传统精品制作公司在积累了多年的制作经验以后，部分公司在类型化生产、建立特定领域的竞争优势上已形成先发优势。

图表 73：传统龙头制作公司网络剧制作能力依然不凡

	产量（部）	时长（分钟）	总播放量（亿）	平均评分	播放量/时长
慈文传媒	6	8779	11764	5.5	1.3
欢娱影视	3	636	635	4.6	1.0

唐人影视	1	900	1208	8.3	1.3
欢瑞世纪	2	2340	4329	4.5	1.9
柠檬影业	1	1890	8000	6.5	4.2
乐漾影视	1	925	36	7.3	

资料来源：新传智库，截至 2016.9，不包括已下线剧目

图表 74：已播网络剧及对应上市公司

类型	剧目	对应内容上市公司
网络剧	老九门、示铃录、暗黑者、花千骨、执念师、灭罪师	慈文传媒
网络剧	余罪	天神娱乐（合润传媒）
网络剧	盗墓笔记	欢瑞世纪
网络剧	灵魂摆渡 3	完美环球（完美影视）
网络剧	假如我有超能力	东方网络（元纯传媒）
网络剧	我的其妙男友、怒江之战	华策影视
网络剧	太子妃升职记、睡在我上铺的兄弟	乐视网（乐视影业、乐漾影视）
网络剧	无心法师	唐人影视-新三板
网络大电影	道士出山、道士出山 2、校园风骚是之舞动青春；捕快血之刃、激斗魂之篮球	华谊兄弟（七娱乐、华谊创星）
网络大电影	中国超自然事件、大破阵、拔剑吧少年	中南文化（奇树有鱼-主做宣发）

资料来源：光大证券研究所整理

4.2、广电背景团队主导综艺制作，未来将趋于多元化

2013 年底，十八届三中全会明确提出“在坚持出版权、播出权特许经营前提下，允许制作和出版、制作和播出分开”；2014 年，广电体系制播分离提速，强化三大变化：节目市场化开发需求将充分激活，电视台与社会制作公司合作的商业模式趋成熟，人才等生产要素将实现市场化组合。**传统广电综艺节目制作人频频创业，成为创新型网络综艺制作力量的中流砥柱。**2016 热播网综中，如《爸爸去哪儿》系列总制片人谢涤葵为腾讯视频打造《约吧！大明星》，汪涵加盟优酷土豆《火星情报局》，谢娜加盟《偶滴歌神啊》等。

图表 75：广电系综艺制作人投身网络综艺

	原单位	代表作品	现单位	后推出作品	离开广电时间
马东	CCTV3	挑战主持人	米未传媒	奇葩说（爱奇艺）	2013
牟頔	CCTV1	喜乐街	米未传媒	奇葩说（爱奇艺）、拜拜啦肉肉（优酷）	2014
易骅	湖南卫视、深圳卫视	快乐大本营、超级女声、快乐男声、极速前进	日月星光传媒	极速前进第二季、壮志凌云、非凡搭档（均为台综）	2015
谢涤葵	湖南广电	超级女声、爸爸去哪儿总导演	暂悦传媒	约吧！大明星（腾讯视频）	2015-12
李炜	湖南卫视	-	银河酷娱	火星情报局（优酷）	-
陈晓冬	湖南卫视、青海卫视	真情、下一站，幸福	卫风传媒	非常了得、人间真情、爸爸请回答（均为台综）	2014-1
王培杰	江苏卫视	非诚勿扰	远景影视	最强大脑第二季（台综）	2014
王刚	江苏卫视	非诚勿扰	远景影视	最强大脑第二季（台综）	2014
余杭英	浙江卫视	奔跑吧兄弟、快乐蓝天下·中国梦想秀、二十四小时	-	拜托了衣橱（腾讯视频）	-

夏陈安	浙江卫视	中国梦想秀、中国好声音、奔跑吧兄弟、爸爸回来了	北京文化	花漾梦工厂（台综）、甜蜜青春（台综）	2015-6
岑俊义	浙江卫视	爸爸回来了、奔跑吧兄弟	乐禧文化	单身战争（未播）	2016

资料来源：光大证券研究所整理

近两年广电总局对电视台综艺节目频频发布规范性政策，如“限唱令”、“限真令”、“限童令”等等。相比于台综诸多政策限制，网络综艺只要通过内审即可，在不触及法律、法规及道德底线的范畴内，网综题材话题选择较为宽松，节目可以根据观众反馈，对节目内容进行调整，网综竞争力在当前市场环境下优势逐步显现。愈发趋严的台综限制政策下，《超级女声》《爸爸去哪儿 4》、《爸爸回来了》等现象级节目 2016 年纷纷转至网络平台，成为纯网综艺。

整体而言，大型网络综艺仍富含传统电视台综艺基因；因此知名广电背景综艺制作团队主导了当下的综艺节目制作格局。但随着“直播+综艺”等创新节目不断涌现，未来制作格局将趋于多元化。

图表 76：2014 年来多项台综限制政策施行

政策施行时间	政策简称	政策要求	政策影响
2014 年起	“限唱令”	每家卫视每年新引进的国外版权模式节目不得超过 1 档，而全国卫视的歌唱类节目最多保留 4 档。	1、湖南卫视《男声学院》腰斩，央视一套《梦想星搭档》、江苏卫视《全能星战》延播。 2、此后歌唱选秀类节目“一周七天唱不停”的局面开始有所改变。 3、歌唱类选拔节目被降温后，各电视台开始挖掘新型真人秀。以《爸爸去哪儿》为首的一批亲子类真人秀秀成为下一个荧屏的主角。
2014 年起	“限娱令”	1、17：00 至 22：00 黄金时段，娱乐节目每周播出不得超过三次 2、新闻、经济、文化、少儿、体育等类型节目按周时长计算不少于 30% 3、平均每天早上 6 时到次日凌晨 1 时要播放不少于 30 分钟国产纪录片 4、平均每天早上 8 时到晚上 21:30 要播放不少于 30 分钟的国产动画片。	随着限娱令的生效，2014 年卫视傍晚节目版图都趋同为：1730 动画时段、1800 新闻专题、1830 地方新闻联播、1900 转播新闻联播、1930 黄金剧场。
2015 年 7 月起	“限真令”	1、要求真人秀节目努力转型升级、改进提高，丰富思想内涵，弘扬真善美，传递正能量，实现积极的教育作用和社会意义。 2、要求真人秀节目要观照普通人，同时积极提倡原创和弘扬中华民族优秀传统文化。 3、同时也将对真人秀节目从数量到题材上进行调控。	1、素人因素开始加大，即使明星综艺在录制过程中也会适当加大素人的比例。 2、比如《极限挑战》黄磊的出租车乘客、黄渤送快递的客户等，因为融入了真实的素人元素，让普通观众更具备代入感，也让节目更加接地气。 3、湖南卫视《全员加速中》每期逃走者由 15-20 人组成，里面涵盖各类明星。而猎人则由素人来担任，通过节目组挑选而出。
2016 年 1 月起	“限童令”	1、严格控制未成年参与的真人秀节目。 2、不得借真人秀炒作、包装明星子女。 3、不得在娱乐访谈、娱乐报道等节目中宣传炒作明星子女，防止包装、造星、一夜成名。	1、《爸爸去哪儿》《爸爸回来了》等明星亲子真人秀将不再制作播出。 2、《妈妈是超人》改网播《老妈驾到》也已定档，将于 4 月 22 日起每周五 12：12 在芒果 TV 播出。

2016 年 7 月起	“限模令”	1、原创节目优先进入黄金档 2、限娱黄金档从 22:00 延长到 22:30 3、联合研发、中外合拍视同引进节目管理 4、每年引进不得超两档，新引进只有一档，首年不得进入黄金档； 5、同档真人秀一年只能播一季 6、娱乐类节目不得过度安排重播	1、一线卫视，海外合作模式节目或成新浪潮。 2、920 时段拉长，创新空间增大，10 点档综艺推后，节目竞争力削弱。 3、加速海外模式公司与视频网站合作，网综竞争力或有提升。

资料来源：光大证券研究所整理

图表 77：网络综艺富含台综基因

排名	名称	出品	电视台基因
近 180 日播放量 TOP15 网综			
1	超级女声 2016	芒果 TV、湖南卫视、天娱传媒联合出品	湖南卫视
2	爸爸去哪儿 第四季	HBS	湖南卫视
3	我去上学啦第 2 季	浙江卫视、爱奇艺以及韩国原班团队共同制作	浙江卫视
4	Big 笑工坊	-	
5	偶滴歌神啊 第三季	爱奇艺 vc 工作室制作	湖南卫视谢娜
6	暴走法条君	优酷和唯众传媒联合出品	
7	暴走大事件 第四季	暴走漫画、优酷出品	
8	娱乐猛回头	爱奇艺制作	
9	笑霸来了	爱奇艺出品	
10	偶滴歌神啊 第一季	爱奇艺自制	谢娜主持
11	火星情报局 第一季	优酷与银河酷娱联合出品	湖南卫视汪涵、李炜
12	妈妈是超人	湖南卫视	湖南卫视制作
13	奇葩说 第二季	马东工作室大型活动中心独立制作	央视牟頔
14	约吧！大明星	腾讯视频	湖南卫视谢涤葵
15	哇！大学生来了	爱奇艺 VC 工作室、台湾野火娱乐	
2016 其他富含电视台基因的网络综艺			
-	潜行者计划	袁春杰团队	东方卫视袁春杰
-	拜托了冰箱	千足传媒	湖南卫视何炅
-	拜托了衣橱	蓝巨星余杭英团队	浙江卫视余杭英
-	Run 看你往哪跑	易骅团队	湖南卫视、深圳卫视易骅

资料来源：互联网，光大证券研究所整理；注：浅黄色节目为注入电视台元素的网络综艺

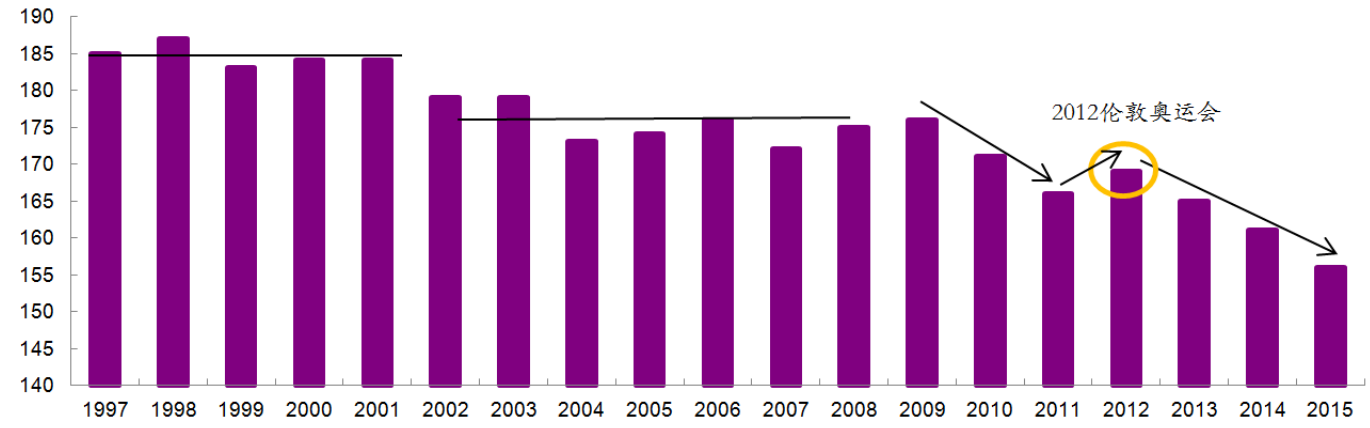
5、投资建议

5.1、投资逻辑：头部剧重估，网综、网大具创新空间

1.网络视频、移动视频已主导收视市场，头部内容价格快速提升；付费用户规模化，精品内容价值重估潜力较大。

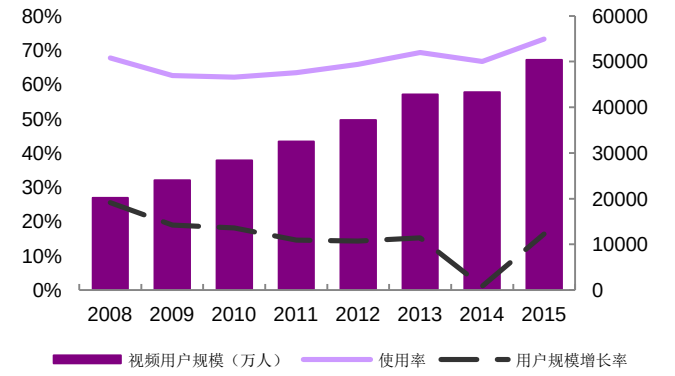
根据我们前文 3.2 节对爱奇艺内容付费分成政策对 A 级网络剧的估算，未来付费分成有望为头部精品剧带来数倍于现在的收入。由于少量头部内容贡献多数流量，拉动大量付费增长的“二八效应”非常显著；未来付费渗透率进一步提升，放大视频平台收入空间后，也将带来规模化的分成收入向少量头部内容制作公司集中。

图表 78：1997-2015 年观众人均每日收视时长变化（分钟）



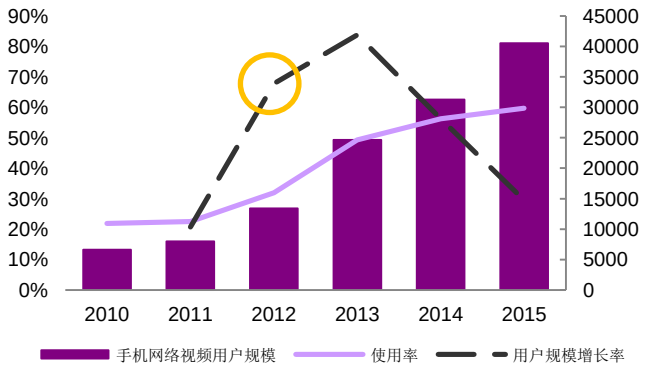
资料来源：CSM

图表 79：视频用户规模、使用率、增速（万，%）



资料来源：CNNIC

图表 80：移动视频用户规模、使用率、增速（万，%）



资料来源：CNNIC

2.IP 资源、品牌影响力、类型化生产优势使龙头精品剧公司在头部剧市场份额领先。

图表 81：主要上市公司 IP 储备情况

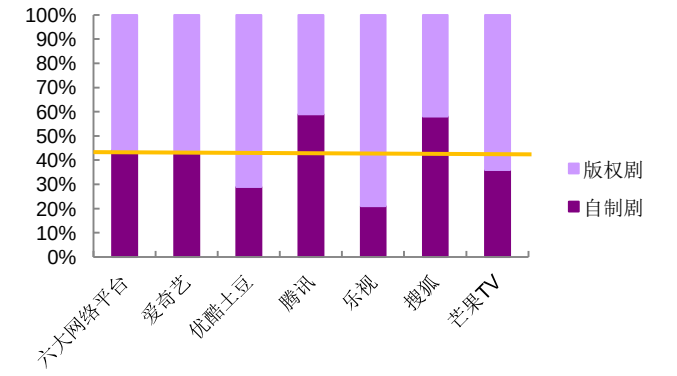
欢瑞世纪	慈文传媒	骅威文化（梦幻星生园）
大唐后妃传：珍珠传奇	花千骨	千山暮雪
诛仙	爵迹	花好月圆人长久
楼兰	亵渎	乐俊凯
谍上谍	罗布泊之咒	寂寞空庭春欲晚
十年一品温如言	死亡通知单	裂锦
失恋阵线联盟	左耳	祸国
豪门游戏 2 邪少的贴心冷秘	凉生，我们可不可以不忧伤	琥珀森林
盗情	华音流韶	被时光掩埋的秘密
当糟糠遇见黑色会	寻找爱情的邹小姐	长相思
西风凋碧树	怨气撞铃	鲜花满楼
吉祥纹莲花楼	老九门	张天师
昆仑	回到明朝当王爷	玉簟秋
仓海		庶女生存手册

蚀心者		嫡女成长实录
盗墓笔记 1-9 册		男嫁时代
跨过千年来爱你		千妖百魅
琉璃美人煞		失业女王
		江湖异闻录
		腹黑 BOSS，你别逃！

资料来源：公司公告

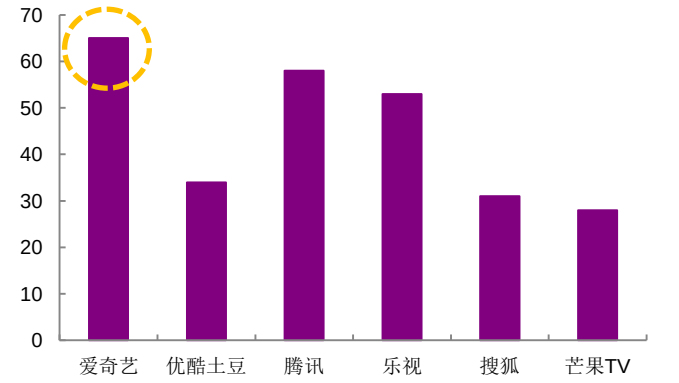
分析 2017 年六大视频网站电视剧排片分布，爱奇艺剧目数额最多，版权剧与自制剧分布均衡，头部 IP 最多；搜狐主打自制剧目；腾讯弥补自制短板，将发力自制剧目；乐视 2017 版权剧引进比例攀升。

图表 82：2017 年版权剧、自制剧分布比例（%）



资料来源：前景广告

图表 83：2017 计划剧目总数（部）



资料来源：前景广告

图表 84：2017 年主要版权剧前瞻

剧目	主演	制作方	IP 来源
三生三世十里桃花	杨幂、赵又廷	剧酷传播、嘉行传媒	唐七著古风言情小说
择天记	鹿晗、古力娜扎	腾讯影业、企鹅影业、柠萌影业	猫腻著东方玄幻小说
欢乐颂 2	刘涛、蒋欣、杨紫、王子文	东阳正午阳光	--
特工皇妃楚乔传	赵丽颖、林更新	慈文传媒、克顿传媒	潇湘冬儿著小说《11 处特工皇妃》
琅琊榜 2	黄晓明、刘昊然、佟丽娅	东阳正午阳光	--
如懿传	周迅、霍建华	新丽传媒	流潋紫所著的宫斗小说
赢天下	范冰冰	唐德影视	--
醉玲珑	刘诗诗、陈伟霆	稻草熊影业、新派系	十四夜所著穿越小说

资料来源：光大证券研究所整理

图表 85：2017 年主流视频网站由上市公司参与制作的自制剧片单

自制剧		制作公司
爱奇艺	鬼吹灯之牧野鬼事	向上影业（华谊兄弟合作方）
	寻找前世之旅	中汇影视（新三板）
	明星志愿、仙剑奇侠传 4	新文化
	秘果	彼岸春天传媒（台基股份收购暂停）
	河神	功夫影业（北京文化全资子公司合作方）
	蜀山战纪 2	稻草熊影业（暴风集团收购暂停）
	灵魂摆渡 3	完美建信（完美环球全资子公司）
	余罪 3&4	天神娱乐

	射雕英雄传	华策影视、完美建信
优酷土豆	赢天下	唐德影视
	寻秦记	稻草熊影业（暴风集团收购暂停）
	镇魂街	奥飞剧业（奥飞娱乐）
	奇星记	耀客传媒（新三板）
	愿有人陪你颠沛流离	华策影视
	最佳女配、飞刀又见飞刀	和力辰光（新三板）
	三生三世十里桃花	剧酷传播（华策克顿）、嘉行天下（欢瑞主要供应商）
	春风十里不如你	麒麟文化（新三板）
腾讯	鬼吹灯之黄皮子坟	耀客传媒（新三板）
	三体	慈文传媒
	沙海	慈文传媒
	大唐荣耀	欢瑞世纪
	十年一品温如颜	欢瑞世纪
	盗墓笔记之云顶天宫	欢瑞世纪
	梦回大清	唐人影视（新三板）
	无心法师 2	唐人影视（新三板）
乐视	雪姬	蓝港影业（蓝港互动，港股）
	阎王不高兴	花儿影视（乐视网）
	心理罪 2&3	凤凰联动影业(万达集团关联公司参与 A 轮融资)
搜狐	无心法师 2	唐人影视（新三板）

资料来源：光大证券研究所

3.关注“直播+”综艺带来的付费商业模式创新，网络大电影领域孵化精品内容团队。

图表 86：2017 年主流视频网站由上市公司参与制作的网络综艺片单

	网络综艺	制作方
爱奇艺	家有萌宠	华谊兄弟
	ICON	思美传媒
	青春演说家	能量传媒（新三板）
	十万个大猜想	能量传媒（新三板）
乐视	boy 的平方	引力传媒
腾讯	拜托了冰箱 3	千足传媒

资料来源：光大证券研究所

5.2、星美联合：深耕新媒体渠道的 IP 精品剧龙头

◆欢瑞借壳已完成过户即将改名，登陆资本市场开启新征程

11 月 9 日，欢瑞借壳星美联合获批，目前已过户完成；星美联合股本由 4.14 亿增加至 8.05 亿股。在 2016 年影视并购重组**监管趋严的市场环境下，欢瑞借壳上市成功，充分印证了并购资产的优质性。**公司从 2011-12 年《宫 1/2》引爆当年“穿越剧”市场，到 2014 年《古剑奇谭》全年收视第一开启周播剧模式，到 2015 年《盗墓笔记》全集 24 亿播放量开启付费网络剧时代，再到 2016 年《青云志》网台联播首周实现网络端 3 亿播放量，**公司强 IP、强运营能力可鉴。**

◆头部 IP 储备丰富，受益版权价值成长

欢瑞世纪拥有 20 余个 IP 储备，未来三年项目储备充足，其中 2017 年公司将推出《诛仙 2》《盗墓笔记 2》《大唐荣耀》《十年一品温如言》等部 IP 大剧。2010 年以来，版权剧售价持续攀升，2015 年版权剧新媒体平台交易额同比增长 71.1%，传统电视台交易额同比增长 64.7%。公司 2015 超级《盗墓笔记》单集收入超 700 万，2016《青云志 1》单集收入预计为 700 万。我们预计，2017《诛仙 2》《盗墓笔记 2》等 IP 剧单集收入有望继续攀升，有力带动公司业绩成长。

◆绑定腾讯视频，深度参与电视剧“保底+会员收益分账”模式

公司近期与腾讯签订《投资摄制协议》，约定自 2017-19 年双方合作拍摄 8 部电视剧（网络剧），每年不少于 256 集，每集采购价格最低不低于 250 万元，同时共享影视剧会员收益。此举不但为公司全类型剧集提供了收入稳定的发行渠道，更是直接打通制作端（欢瑞）与用户（付费会员）间收益输送的重要之举，公司将成为新媒体付费商业模式中的直接受益者。

◆盈利预测

欢瑞深度绑定新媒体付费平台，同时具备头部 IP 优势、全产业链运营优势；伴随网生内容发行业态逐渐成熟、头部版权剧价值将迎来重估，公司深度受益。预测 2016-18 年 EPS 0.27/0.33/0.39 元 ,对应 PE 51/42/36 倍。给予“买入”评级，目标价 17 元。

◆风险提示：公司影视剧市场表现不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	0	13	836	1,031	1,243
营业收入增长率	-100.00%	0.00%	6125.52%	23.31%	20.54%
净利润（百万元）	-2	1	267	322	381
净利润增长率	287.05%	-154.38%	20403.78%	20.86%	18.28%
EPS（元）	0.00	0.00	0.27	0.33	0.39
ROE（归属母公司）（摊薄）	-80.39%	30.41%	5.78%	6.53%	7.17%
P/E	-5,715	10,509	51	42	36
P/B	4,594	3,196	3	3	3

资料来源：光大证券研究所

5.3、慈文传媒：网络剧龙头，率先“触网”，快速成长

◆传统制作龙头，率先“触网”

慈文传媒创立于 2000 年，是首批被授予电视剧制作经营许可证（甲种）的民营影视制作公司之一，**传统电视剧制作行业龙头**，曾出品传统电视剧包括《神雕侠侣》《射雕英雄传》《雪山飞狐》等脍炙人口的优秀作品。**公司也是“触网”最早的传统影视剧制作公司**，2014 腾讯视频网络剧开山之作《暗黑者》、爱奇艺网络剧付费现象级大剧《盗墓笔记》《老九门》及网台联播大剧《花千骨》等“头部”网生内容均出自慈文传媒。

◆受益于全网剧价格攀高，公司头部 IP 的新媒体价值带来新成长空间

2015 年电视剧新媒体平台交易额高达 65 亿元，同比增长 71.1%，而同年电视媒体版权剧交易额为 222 亿元，**新媒体版权已占据 1/4 的电视剧版权市场份额**。同时，网络版权价格迅速上升，热播剧集 2010 前后网络版权价格不超百万，2015《花千骨》网络版权 300 万/集，2016《幻城》400 万/

集，2017《如懿传》网络版权费用已高至 900 万/集。我们预计公司 2017 拟出品的头部剧《特工皇妃楚乔传》《特勤精英》《凉生，我们可不可以不忧伤》的网络版权收入、《三体》（刘慈欣科幻小说）《沙海》（南派三叔作品）等网络剧收入将持续为公司带来新成长空间。

◆与湖南卫视签订 3.8 亿合同，2017 三部大剧即将登陆湖南卫视

11 月 10 日，公司全资子公司定坤影视与湖南卫视签署了《电视剧中国大陆独家首轮播映权转让协议》，以 3.84 亿元的价格转让一部当代都市题材电视剧之中国大陆独家首轮播映权，该协议预计在 2017 年确认收入。包含本合同剧目，公司 2017 年共将有三大版权剧登陆湖南卫视《特工皇妃楚乔传》《特勤精英》《凉生，我们可不可以不忧伤》。经验表明，头部剧出现在湖南卫视的概率往往较大，将对公司主营业绩形成巨大支持。

◆盈利预测

预测 2016-18 年 EPS0.96/1.35/1.66 元，对应 PE 44/31/25 倍。给予“买入”评级，目标价 50 元。

◆风险提示：公司影视剧市场表现不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	1,613	856	1,321	1,707	2,132
营业收入增长率	10.58%	-46.94%	54.33%	29.20%	24.90%
净利润（百万元）	54	199	303	426	523
净利润增长率	3.73%	267.04%	51.85%	40.74%	22.80%
EPS（元）	0.17	0.63	0.96	1.35	1.66
ROE（归属母公司)（摊薄）	4.54%	18.76%	24.44%	25.59%	23.91%
P/E	243	66	44	31	25
P/B	11	12	11	8	6

资料来源：光大证券研究所

5.4、骅威文化：全面转型 IP 运营，优质 IP 资源丰富

◆剥离玩具业务，全面转型 IP 运营

公司成立之初业务主要是动漫 IP 玩具销售，自 2013 年通过收购网络“白金”作家撒冷、唐家三少实际控制的网游公司“第一波”进军 IP 游戏运营(2014-15 业绩承诺均超额完成，2016 承诺利润 1.3 亿元），2015 年通过 23 亿元全资收购著名影视制作人汤攀晶、著名作家桐华实际控制的影视公司“梦幻星生园”全面升级 IP 运营业务（2015 超额完成业绩承诺，2016-17 承诺净利润分别为 1.3 亿/1.7 亿）。截至 2016H1，公司**电视剧收入占比 67%、游戏收入占比 21%，玩具收入占比 12%**；公司已完成从“消费性”业务到“文化性”业务的转型。

◆第一波、星生园标的优质，优秀 IP 运营经验丰富

1）**第一波**专注网文 IP 的精品游戏开发，成功案例包括《莽荒纪》《唐门世界》《绝世天府》等，同时公司高管付强（撒冷）、张威（唐家三少）以及多个合作作家（天蚕土豆、我吃西红柿）均为顶级网文作家，IP 来源丰富。

2）**梦幻星生园**定位年轻，曾出品、承制多部高收视言情剧，例如《千山暮雪》《最美的时光》《寂寞空庭春欲晚》等，公司创意总监任海燕（桐华）是《步步惊心》等经典剧集的创作者，已成为公司第三大股东深度绑定。**第一波、星生园的共同的优质性在于深度绑定 IP 源头作家**，头部内容奠定 IP 各个方位成功运营的重要基础。

◆影视剧、游戏储备丰富，IP 改编主导高收视剧目进军网生内容领域

星生园出品《放弃我，抓紧我》12 月 11 日湖南卫视首播，在乐视网首日开播即获得近 1 亿播放量；桐华原著的《那片星空那片海》将于 2017 年在湖南卫视和芒果 TV 首播，同时公司拟通过《英雄联萌》进入网络剧制作领域。游戏方面，2016 年《雪鹰领主》上线最高排名 iTunes TOP5,后续 IP 手游《莽荒纪 3》《校花的贴身高手》等有望陆续上线（其中《校花》网文改编网络剧播放量超 10 亿，IP 热度很高）。**2015 年 20%的 IP 剧贡献 80%的播放量，**我们认为，IP 改编剧集表现普遍较好，公司依靠强大的 IP 产出能力，为公司 IP 影视剧、游戏形成有力支撑。

◆盈利预测：我们看好公司从“消费性”业务到“文化性”业务转型的战略，认为公司具备一定的 IP 产出优势，并已初步形成影游联动的 IP 运营体系。**短期催化剂**：《放弃我，抓紧我》表现良好。预测 2016-18 EPS 分别为 0.37/0.48/0.61 元，对应 PE 35/27/21 元，给予“增持”评级，目标价 14 元。

◆风险提示： 并购标的业绩不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	477	591	1,194	1,427	1,715
营业收入增长率	6.14%	23.87%	102.11%	19.51%	20.23%
净利润（百万元）	34	120	315	415	523
净利润增长率	7.59%	250.31%	161.99%	31.53%	26.15%
EPS（元）	0.04	0.14	0.37	0.48	0.61
ROE（归属母公司）（摊薄）	3.75%	3.89%	9.24%	10.84%	12.03%
P/E	324	93	35	27	21
P/B	12	4	3	3	3

资料来源：光大证券研究所

5.5、唐德影视：产品线丰富，IP、艺人资源两手抓

◆电视剧/电影/综艺多栖民营影视公司，影视人才齐聚

公司主要从事电视剧、电影、综艺制作、宣发以及艺人经纪业务。1）电视剧发行量居市场前列，代表作品《武媚娘传奇》2014 年单剧收入高达 2.7 亿元；2）电影方面公司曾参投/发行《心花路放》《饥饿游戏》等著名电影，2016 年公司暑期档上映电影《绝地逃亡》将获得保底收入 3.1 亿元；3）另外公司已拿下 5-8 季《中国好声音》版权，公司原创综艺《筑梦中国》(C 计划)也正在筹备之中。公司旗下影视人才资源齐聚，包括范冰冰、赵薇、张丰毅等知名艺人，以及滕文骥、盛和煜、齐星、余飞、柳桦等著名编剧和导演。

◆立足电视剧业务，小成本、大成本剧相辅相成

截至 2016H1，公司电视剧业务收入占比仍高达 74.7%，2011-16H 该比值一直维持在 80%左右。2016H1，公司电视剧业务毛利率 57.8%，同比增长 32%；伴随版权价格不断攀升，《天伦》《结婚为什么》等小成本电影版权出售仍能够保障较高毛利率。2016-17 年，公司拟投资制作《赢天下》《蔓蔓青萝》《花儿与远方》等多部大成本、小成本剧目储备丰富，重磅 IP 改编的网络剧《源氏问花录》也已开机，有力构成公司业绩护城河。

◆牵手中文在线，合作爱美神，IP\艺人资源两头抓

目前，优质内容、当红艺人对于影视剧是否能够成为爆款甚至是否能够收回成本至关重要。2016.8 公司与中文在线达成合作协议。中文在线是内容

版权的龙头公司之一，旗下拥有 17K 小说网、汤圆创作等原创网文 IP 平台，签约知名作家、畅销书作者超 2000 位。另外，公司与爱美神（范冰冰未来 10 年的经纪公司）成立合资公司深度合作。受益于头部内容的网络视频版权价格攀升，公司紧密合作艺人范冰冰出演大剧《赢天下》版权预售优土独家每集价格已高达 800 万元，按照 60 集预估，2017 年仅《赢天下》网络端版权收入有望为公司带来 4.8 亿元。

◆盈利预测

预测公司 2016-18 年 EPS 分别为 0.56/0.83/1.17 元，对应 PE50/34/24，给予“增持”评级，目标价 31 元。

◆风险提示：影视剧、综艺表现不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	408	537	1,028	1,417	1,910
营业收入增长率	27.70%	31.80%	91.22%	37.85%	34.82%
净利润（百万元）	86	112	224	331	469
净利润增长率	34.24%	30.98%	99.75%	47.33%	41.94%
EPS（元）	0.21	0.28	0.56	0.83	1.17
ROE（归属母公司）（摊薄）	24.77%	12.94%	20.79%	23.65%	25.37%
P/E	131	100	50	34	24
P/B	32	13	10	8	6

资料来源：光大证券研究所

5.6、华录百纳：内容、营销、体育三支柱驱动新成长

◆主营业务不断进阶，已形成内容、营销、体育三大支柱

公司起步于内容制作（代表作如新版《红楼梦》《咱们结婚吧》），后通过并购蓝色火焰涉足内容营销，而后一方面进入电影领域不断放大 IP 价值，另一方面基于其营销、媒体资源优势进军体育，已建立起了较强的商业模式壁垒。2016H1 公司综艺/影视/营销/体育版块收入占比分别为 35%/22%/30%/13%，已形成内容、营销、体育三轮驱动形态。

◆综艺“内容+营销”一体化运营

2014 年公司牵手蓝色火焰进入综艺制作+内容营销领域，曾打造《最美和声》等著名节目，是《快乐大本营》《爸爸去哪儿》等现象级节目广告运营方，占据绝对龙头地位。2015 年公司引进韩国综艺之父金荣希团队，着力进一步打造精品综艺。**综艺节目是广告的天然载体，公司内容+营销的一体化运营模式先进。**截至 2016Q3 公司综艺《旋风孝子》《跨界歌王》确认收入，《我的新衣》大部收入有望在 Q4 确认。受益于综艺节目广告冠名、植入屡破新高，公司综艺版块依然强势。

◆影视内容储备丰富，后劲十足

公司曾出品新版《红楼梦》《咱们结婚吧》等著名剧目，目前着力转型年轻化 IP 剧，储备 IP 包括《灵魂拥抱》《秦时明月之丽姬传》《庶难从命》等多部著名作品，并陆续签约 6 大知名导演（包括曾打造《欢乐颂》的汪俊、《老九门》刘进等）发力精品剧集。2016 年影视剧板块《角力之城》《爱情万万岁》等已确认首轮/二轮发行收入，而后续电视剧《深夜食堂》（日漫 IP）、电影《冲天火》收入确认有望进一步拉升业绩。

◆体育版块 2016 年全面发力，成为业绩增长新引擎

2015 年公司通过成立蓝火体育子公司进入体育营销、体育内容运营领域。伴随体育资源的市场化，公司已经获得中超联赛、足协杯等顶级本土体育 **IP 商业营销资源**，并与欧洲篮球、西甲等顶级国际体育 IP 展开了深度战略合作，同时公司在香港投资设立子公司，深度对接国际体育资源。**公司发力体育的主要优势在于其自身的营销实力、深厚的客户关系/媒体资源**，公司与媒体进行体育 IP 合作，并为体育 IP 进行广告运作（版权、赞助是体育赛事最大盈利渠道）。公司体育板块商业模式日渐成熟，2016 年起有望成为公司成长新引擎。

◆**盈利预测：**预测公司 2016-18 年 EPS 分别为 0.47/0.60/0.78 元，对应 PE43/34/26 倍，给予“增持”评级，目标价 24 元。

◆**风险提示：**影视剧、综艺表现不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	760	1,885	2,544	3,311	4,207
营业收入增长率	101.01%	148.15%	34.99%	30.13%	27.04%
净利润（百万元）	149	267	384	487	634
净利润增长率	21.10%	78.65%	43.86%	26.93%	30.13%
EPS（元）	0.18	0.33	0.47	0.60	0.78
ROE（归属母公司)（摊薄）	4.10%	6.89%	8.92%	10.34%	12.09%
P/E	110	62	43	34	26

资料来源：光大证券研究所

6、风险提示

行业竞争加剧，下游集中度提升，内容制作不稳定性，并购整合风险。

7、附录：上市公司 2017 年电视剧拍摄计划

表格 ：各公司电视剧拍摄计划

	电视剧	开拍时间	卫视	网络平台	主演	导演	IP	编剧	定档
欢瑞世纪									
1	大唐荣耀	2016年7月	北京卫视	腾讯视频	景甜、任嘉伦、万茜、舒畅	刘国楠、 尹涛	沧溟水小说《大唐后妃传之珍珠传奇》	刘芳、李惠敏	2017
2	十年一品温如言	2017年3月	安徽卫视	腾讯视频	杨紫		书海沧生所著鄢市言情小说		2017
3	盗墓笔记II	2017年3月	安徽卫视	腾讯视频	秦俊杰	郑保瑞、罗永昌	南派三叔《盗墓笔记》	白一骢	2017
4	琉璃美人煞						十四郎的同名玄幻仙侠小说	刘芳	2017
5	昆仑			土豆	付辛博，袁姗姗		凤歌的同名小说	凤歌	2017
6	吉祥纹莲花楼								2017
7	铁血黑金	2017年2月							
8	青云志III	2017年6月							
9	盗墓笔记III	2017年3月							
10	爱的阶梯II	2017年6月							
慈文传媒									
1	特勤精英	2016年4月	重庆卫视	芒果TV/PPTV	张丹峰，苏青，李乃文	徐宗政			2017
2	特工皇妃楚乔传	2016年5月	湖南卫视	爱奇艺、搜狐	赵丽颖、林更新、窦骁、李沁	吴锦源、陈国华、李才	潇湘冬儿所著小说《11处特工皇妃》	嘉纹、杨涛、陈岚	2017
3	暗黑者	2016年11月		腾讯视频	郭京飞、李倩、曲少石	毛鲲宇		白一骢	2017
4	回到明朝当王爷	2016年6月		乐视	蒋劲夫、袁冰妍、刘芮麟、柳岩	徐进良	月关同名小说		2017
5	凉生，我们可不可以不忧伤	2016年3季度	湖南卫视	PPTV	钟汉良、马天宇、孙怡	刘俊杰	乐小米同名小说		2017
6	爵迹之临界天下	2016年3季度		爱奇艺			郭敬明出版的奇幻小说《临界·爵迹》		2017
7	沙海	2016年4季度		腾讯视频			南派三叔著悬疑小说		2017
8	极速青春								2017
9	寻找爱情的邹小姐	2016年7月					匪我思存同名小说	匪我思存	2017
10	黑天鹅	2016年2季度							
11	岁月忽已暮	2016年3季度						王芸、饶俊	
12	速度	2016年3季度			韩东君、关晓彤、方中信、林保怡				
13	步步生莲	2016年4季度		乐视	黄轩（拟定），赵丽颖（拟定）	姚晓峰	月关著穿越小说	孙锋，常潇湘	
14	天王之路	2016年4季度					起点中文网来个酒小说		
15	花千骨2	2016年4季度							
16	梦想年华大三线	2015年12月			杨烁，苏青，任程伟	韩晓军		王之理	
17	美国假期	2016年4季度							
骅威文化									
1	那片星空那片海第一季	2016年4月1日	湖南卫视	芒果TV	冯绍峰、郭碧婷、黄明、王萌黎	卫翰韬	桐华同名小说	钱晶晶、徐子元	2017
2	莽荒纪	2016年		爱奇艺	刘恺威、王鸥	黄祖权	起点文学网我吃西红柿小说		2017
3	祸国						十四阙同名小说		2017
4	裂帛				刘亦菲、钟汉良		匪我思存同名小说		2017
5	长相思				赵丽颖、杨洋		桐华同名小说		2017
6	英雄联萌	2016年7月1日							
7	那片星空那片海第二季	2016年4季度							
唐德影视									
1	源氏问花录	2016年3季度				高翊浚	日本古典文学小说《源氏物语》	朱甄、李培瑄、王文静、姚林	2017
2	蔓蔓青萝	2016年3季度			姚笛、乔振宇、朱嘉琦、郑雅文	高翊浚	桩桩的同名小说	史赫然、隆龙、赵雪薇、梁悦	2017
3	花儿与远方	2016年3季度	安徽卫视		蒋雯丽、王志飞	丁黑		聂欣	2017
4	赢天下	2016年3季度	湖南卫视	优酷	范冰冰	高翊浚			2017
5	朱雀	2013年9月							2017
6	谍战计中计	2016年3季度				巍子			2017
7	尚宫	2017年9月							
8	战时我们正年少	2016年4季度							
9	因法之名	2016年4季度							
华录百纳									
1	角力之城		北京卫视		王耀庆、潘之琳、魏千翔	李牧鸽		李卓	2017
2	深夜食堂		北京/浙江卫视		黄磊，何炅，张钧甯，陈意涵	蔡岳勋、胡涵清			2017
3	秦时明月之丽姬传				迪丽热巴、张彬彬、李泰、刘畅	刘新	作家温世仁遗著《秦时明月之荆轲外传》	陈慧如、朱先中	2017
4	蔓蔓青萝	2016年3季度			姚笛、乔振宇、朱嘉琦、郑雅文	高翊浚	桩桩的同名小说	史赫然、隆龙、赵雪薇、梁悦	2017
5	乱世丽人行		天津/江西卫视		韩雪，付辛博，毛林林，张丹峰	卢伦常		李晖	2017
6	牺牲								
7	一生有你								
8	爱是你我								
9	浸长的告白						晋江文学城肖息小说		

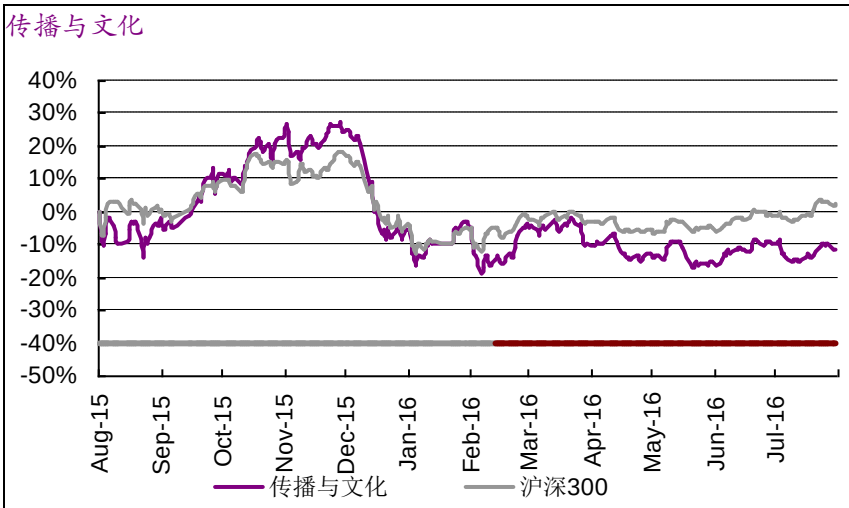
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

王铮，武汉大学理学学士，中国科学院研究生院理学硕士。曾任国金证券研究所传媒行业分析师、中信证券研究部传媒行业高级分析师。2011 年中国证券业金牛奖 TMT 第 4 名团队成员；2013 年 11 月获得汤森路透 StarMine 全球卖方分析师评选可选消费行业“最佳选股奖”第 2 名。2013 年 12 月获得东方财富十佳分析师奖项——全市场第四。2015 年 12 月获得东方财富十佳分析师奖项——全市场第三。2016 年 7 月获得“天眼”中国最佳证券分析师传媒行业第三名。

投资建议历史表现图



资料来源：光大证券研究所

日期	评级
2016-03-06	买入
2016-04-07	买入
2016-04-13	买入
2016-04-13	买入
2016-05-14	买入
2016-05-30	买入
2016-06-14	买入
2016-07-14	买入
2016-07-29	买入
2016-08-16	买入

买入—	增持—	中性—
减持—	卖出—	

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

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

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闸路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebscn.com
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebscn.com
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebscn.com
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebscn.com
北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
	王曦	010-58452036	18610717900	wangxi@ebscn.com
	关明雨	010-58452037	18516227399	guanmy@ebscn.com
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com
深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixy1@ebscn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com
国际业务	陶奕	021-22167107	18018609199	taoyi@ebscn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com