

## 行业深度报告：深挖内容付费投资机会（2）

# “内容”+“营销”布局正当时， 网络综艺乘风而起

2017年5月22日

增持（首次）

### 投资要点

■ **数量和点击量齐飞，“金牌制作”+“资本涌入”双轮驱动，网络综艺已迎来最好的时代。**在整个付费的大环境下，视频付费拉动下，网生内容已迎来最好的发展契机，网综的数量及关注度保持较快的增速，头部内容的集中度也愈加提高。2016年各大视频平台持续发力，上线网综数量111部，同比增长15.6%，在基数增大的同时增速有所放缓；14-16年网综top5播放量复合增长率接近80%，头部内容关注度提高明显。另外在金牌制作人不断加入和资本不断涌入的双轮驱动下，网络综艺已迎来最好的时代，未来增速可期。

■ **告别“小打小闹”，“野蛮生长”，精品化、题材多样化、强IP化、“综艺+X”发展趋势初显。**在成本端，在以“BAT”为首的资本不断涌入的大环境下，网综的制作成本节节攀升，不再拘泥于“小打小闹”、“粗制滥造”，其中头部综艺《我们15个》、《我去上学啦》制作成本达到亿元级别，在内容端，1)制作精品化，题材多样化；2)平台打造爆款IP，“综n代”趋势明显，原创综艺开始走出国门；3)监管逐步完善，引导网综良性发展；4)“综艺+X”：综艺+直播，综艺+二次元，综艺+电竞等。

■ **制播分离引发产业变革，资本涌入带动行业洗牌，上游视频平台和专业制作公司二分天下，专业人才、优质内容、资本汇集打造网综龙头。**2016年卫综收视排行前10中有六档节目来自专业制作公司，网综播放量排列前10的有5档，总播放量分别占top10的52%，专业制作公司占据了卫综和网综的一半以上，2017年预计上线的89档网综节目单中有42档为制作公司制作，和平台分庭抗礼。在专业制作公司中，专注于精品内容制作、拥有专业制作团队与人才、拥有行业深厚资源和号召力的公司最有可能孵化出爆款，在未来的竞争中脱颖而出。

■ **网综广告变现模式空间巨大，电商模式、衍生游戏、直播打赏、版权付费等多重变现释放网综潜力。**网综作为内容营销的优良载体，冠名招商费增速明显，奇葩说冠名费已达1.8亿，未来空间巨大；另外多重变现模式助力网综腾飞，1)内容付费趋势下，综艺版权价值初显，2)粉丝经济、衍生游戏：泛娱乐化实现多元变现。

### 投资建议：

**重点推荐：**思美传媒：整合优质标的，打通泛内容、营销全产业链。  
华策影视：制作能力行业领先，“SIP+X”全产业链布局。

**建议关注：**老牌综艺龙头华录百纳，新兴网综专业制作公司米未传媒，银河酷鱼等。

■ **风险提示：**视频平台对于网络综艺投入减少的风险；广告招商费增速不及预期的风险。

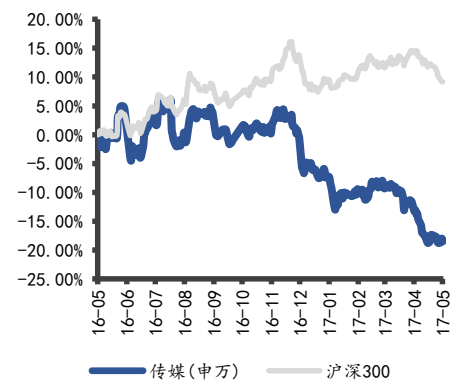
证券分析师 张良卫

执业资格证书号码：S0600516070001

zhanglw@dwzq.com.cn

021-60199740

### 行业走势



### 相关研究

《深挖内容付费投资机会（1）：视频付费风口已至，网络大电影未来已来》

## 思路小结

### 为什么当前时点研究网综？

1. 视频付费会员 16 年用户达到了 7500 万，17 年预计将会超过 1 亿，付费习惯逐渐养成，内容付费投资机会关注度逐渐升温，网生内容风口愈吹愈紧。
2. 网络综艺爆款层出不穷，《奇葩说》、《火星情报局》、《娱乐大侦探》等形成了一系列强 IP，招商冠名费不断创新高，《奇葩说 4》的冠名费已达 1.8 亿，总招商费接近 5 亿。
3. 5 月 2 日爱奇艺投资 2 亿的超级网综《中国有嘻哈》召开了发布会，《中国有嘻哈》拥有超强的幕后制作团队，《中国好声音》前 3 季的制作人陈伟，《跑男》前 3 季的总编剧岑俊义，《跨界歌王》总导演宫鹏等；超强的明星团队，吴亦凡、潘玮柏、张震岳等。在社会上引起了极大的关注度，目前正在海选中，热度有望进一步发酵。

### 解决了什么问题？

1. **网络综艺未来前景如何？** 我们认为在整个付费的大环境下，视频付费拉动下，网生内容已迎来最好的发展契机，网综的数量及关注度将保持较快的增速，头部内容的集中度也愈加提高，在金牌制作人不断的加入网络制作中和资本不断涌入的双轮驱动下，网络综艺或许已迎来最好的时代。
2. **网络综艺与卫视综艺的竞争关系？** 我们认为，在短期内看观众的娱乐时间是存在天花板的，网综爆发式的发展必然会挤占卫综尤其是次头部内容的市场；同时也会分流一定的广告投入，对那些知名度一般的、不具有广告议价权的中小型卫综带来一定的威胁，从长远来看，双方合作空间远大于竞争空间。我们认为，以优质内容为纽带，新媒体和传统媒体的合作将进入 2.0 时代——集合各自优势领域和资源，探索跨平台跨媒体的发展之路，进行制作+宣发+播放+衍生品上下游全产业链深度合作，实现“共振”。
3. **网综发展趋势如何？** 精品化、题材多样化、强 IP 化、综艺+X(直播、二次元、电竞等)。
4. **网络综艺的变现模式？** 广告招商(内容营销)、会员收入(版权费)、电商、打赏、IP 游戏。
5. **专业制作公司和视频平台在制作方面的竞争格局？** 制播分离的大环境下，专业制作公司和视频平台二分天下。
6. **五大视频平台发展的趋势？** 在同质化的背景下，我们认为独播优质内容成为视频平台差异化发展、吸引流量与广告、形成竞争优势的关键，而网综以其高话题性和辨识度将成为区分平台的一张个性化“名片”。
7. **什么样的公司能打造爆款成为龙头？** 我们认为，内容是节目的内核，具有娱乐性定位清晰贴近观众生活的优质内容才能获得高关注，专业的制作人才是节目品质的保证，资本注入则为节目带来更多资源和可能性，扩展了节目衍生链条，打造网综 IP 爆款，专注于精品内容制作、拥有专业制作团队与人才、拥有行业深厚资源和号召力的公司才能够孵化爆款。

## 目录

<b>1. “金牌制作” + “资本涌入” 双轮驱动，网综迎来最好时代</b>	<b>7</b>
1.1. 数量与关注度起飞，网络综艺未来已来	7
1.2. 多屏联动聚合碎片化时间，网综渗透空间巨大	7
1.3. “金牌制作” + “资本”，网综乘风而起	8
<b>2. 告别“小打小闹”“野蛮生长”，精品多样化、IP化、“综艺+X”趋势已显</b>	<b>10</b>
2.1. 制作精品化，题材多样化，网综不再满足“小打小闹”	10
2.2. 平台打造爆款IP，“综n代”趋势明显，原创综艺开始走出国门	12
2.3. 监管逐步完善，引导网综良性发展	13
2.4. “综艺+X”：探寻网综无限大的可能性	15
<b>3. 网综 vs 卫综：竞争关系中寻求合作</b>	<b>19</b>
3.1. 短期看：时间、资源与金钱的争夺	19
3.2. 长期看：强强联合，网台共振，实现双赢	21
<b>4. 制播分离引产业变革，制作公司和平台二分天下</b>	<b>22</b>
4.1. 原创化、制播分离化催化专业制作公司涌现	22
4.2. 看专业制作公司：专业人才、优质内容、资本汇集打造网综龙头	26
4.3. 看平台：原创网综助力品牌辨识，差异化走向初步显现	30
<b>5. “内容+营销”布局正当时，多轮变现深挖网综价值潜力</b>	<b>35</b>
5.1. “内容+营销”，网综广告投资空间巨大	35
5.2. 内容付费趋势下，综艺版权价值初显	42
5.3. 粉丝经济、衍生游戏：泛娱乐化实现多元变现	44
<b>6. 相关标的</b>	<b>47</b>
6.1. 思美传媒：整合优质标的，打通泛内容全产业链	47
6.2. 华策影视：制作发行能力行业领先，“SIP+X”全产业链布局	49
6.3. 华录百纳：紧握综艺核心优势，内容制作营销协同发展	51
<b>7. 风险提示</b>	<b>53</b>

## 图表目录

图表 1: 2014-2016 年网综数量及增长趋势 (部) .....	7
图表 2: 网综 top5 总播放量和 top1 播放量 (亿) .....	7
图表 3: 网络视频用户规模和使用率 .....	8
图表 4: 手机视频用户规模和使用率 .....	8
图表 5: 2013-2016 年网民周均上网时间 (h) .....	8
图表 6: 2015-2016 年互联网接入设备使用情况 .....	8
图表 7: 传统媒体人转战网综情况 (部分) .....	9
图表 8: 资本涌入情况一览 .....	10
图表 9: 卫综制作成本 .....	10
图表 10: 网综制作成本 .....	10
图表 11: 2016 年网综类型分布 .....	11
图表 12: 《崔神驾到》部分合作品牌 .....	11
图表 13: 网综反哺卫视 (部分) .....	12
图表 14: 网综 n 代梳理 (部分) .....	12
图表 15: 综 n 代冠名费节节攀升 .....	13
图表 16: 网综布局海外 .....	13
图表 17: 国家针对卫视综艺限令 .....	14
图表 18: 被下架网综 (部分) .....	14
图表 19: 国家针对网生市场的监管 .....	15
图表 20: 直播综艺梳理 .....	15
图表 21: 《饭局的诱惑》直播互动 .....	16
图表 22: 《完美假期》点击量破 8 亿 .....	17
图表 23: 《完美假期》第一季百度指数 .....	17
图表 24: 《完美假期》第二季百度指数 .....	17
图表 25: 二次元网综 .....	17
图表 26: 《超级变身》海报 .....	18
图表 27: 《次元星计划》海报 .....	18
图表 28: 《lying man》海报及观众互动 .....	19
图表 29: TOP10 卫综 15-16 年播放量 (亿) .....	20
图表 30: TOP10 网综 15-16 年播放量 (亿) .....	20
图表 31: 网民周均上网时间 (h) .....	20
图表 32: 卫综、网综播放占比变化 .....	20
图表 33: 国家针对卫视综艺限令 .....	21
图表 34: 电视广告刊例收入增速变化 .....	21
图表 35: 2010-2015 年电视观众到达率 .....	21
图表 36: 浙江卫视和腾讯达成战略合作 .....	22
图表 37: 网综反哺电视台 .....	22
图表 38: 引进综艺举例 .....	23
图表 39: 引进版权形式 .....	24
图表 40: 制播分离历史发展进程 .....	24
图表 41: 网综产业链 .....	25
图表 42: 三大制播分离模式 .....	25
图表 43: 2015 卫综/网综 top10 制作平台/公司 .....	26

图表 44: 2016 卫综/网综 top10 制作平台/公司.....	26
图表 45: 米未传媒发展历程.....	27
图表 46: 米未“XYZ 轴”发展战略.....	27
图表 47: 《奇葩说》观众年龄分布.....	28
图表 48: 《奇葩说》团队.....	28
图表 49: 《奇葩说》四季招商情况.....	29
图表 50: 《奇葩说》百度指数.....	29
图表 51: 《火星情报局》四季招商情况.....	29
图表 52: 《火星情报局》百度指数.....	29
图表 53: 《火星》获 2016 年“年度网络综艺”.....	30
图表 54: 国外视频网站格局.....	31
图表 55: 国外视频网站差异化发展.....	31
图表 56: 视频平台覆盖设备份额.....	31
图表 57: 17 年 3 月月独立设备及有效时长.....	31
图表 58: 视频网站模式同质.....	32
图表 59: 2016 年五大平台网综数量.....	32
图表 60: 2016 年全球最受关注网综.....	32
图表 61: 爱奇艺斥资 2 亿打造《中国有嘻哈》.....	33
图表 62: 腾讯 V 视界战略大会.....	33
图表 63: 优酷将推出中国版《周六夜现场》.....	34
图表 64: 芒果 TV2016 年 4 档自制内容入围前十.....	35
图表 65: 在线视频广告收入规模.....	35
图表 66: 综艺冠名费趋势.....	36
图表 67: 冠名过亿网综.....	36
图表 68: PC 端、移动端广告收入规模.....	37
图表 69: 中国在线视频行业广告收入规模.....	37
图表 70: 营销发展历程.....	37
图表 71: 内容成为广告营销的关键点.....	38
图表 72: 网生内容用户对插播广告接受度.....	38
图表 73: 网生内容用户对植入广告接受度.....	38
图表 74: 《奇葩说》马东花式口播.....	39
图表 75: 《明星大侦探》产品情景植入.....	39
图表 76: 《奇葩说》中插创意广告.....	40
图表 77: 《火星情报局》定制品牌歌曲.....	40
图表 78: 营销发展变迁.....	41
图表 79: 《大薛配配配》品牌定制.....	41
图表 80: 中国网络视频付费市场规模.....	42
图表 81: 中国网络视频付费用户规模.....	42
图表 82: 中国在线视频行业收入构成测算.....	42
图表 83: 《坑王驾到》会员独享.....	43
图表 84: 《爸爸带娃记》会员独享.....	43
图表 85: 《明星大侦探》会员抢先, 衍生《名侦探俱乐部》会员独享.....	43
图表 86: 电商营销流程.....	44
图表 87: 视链技术导入购买.....	44
图表 88: 京东和爱上超模的电商合作.....	45

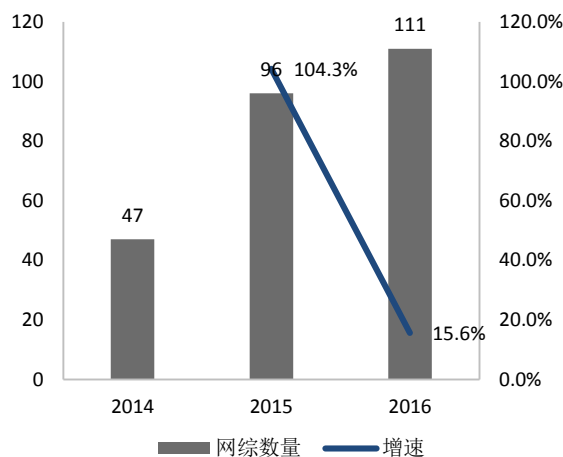
图表 89: 粉丝追星消费方式.....	45
图表 90: 《女神的新衣》节目衣品发售 .....	46
图表 91: 《超级女声》官方手游.....	47
图表 92 : 相关标的盈利预测和评级.....	47
图表 93: 思美传媒外延收购历程.....	48
图表 94: 科翼传播三大业务.....	48
图表 95: 思美传媒打通泛内容产业链.....	49
图表 96: 公司主营构成 (单位: 亿元) .....	50
图表 97: 公司主营构成.....	50
图表 98: “SIP+X”泛娱乐产业 .....	51
图表 99: 蓝色火焰项目与资源.....	52
图表 100: 公司 2017 年计划投资制作综艺节目 .....	52

## 1. “金牌制作”+“资本涌入”双轮驱动，网综迎来最好时代

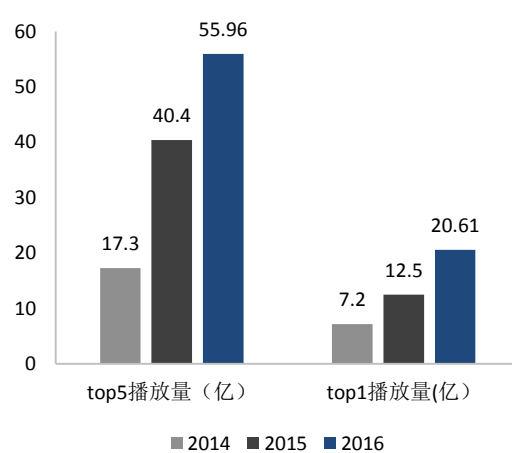
### 1.1. 数量与关注度起飞，网络综艺未来已来

网络综艺 2010 年开始进入观众视野，在经过四年的摸索发展和市场淘洗之后，仅寥寥几部优质自制内容如《晓说》、《侣行》形成 IP 并推出续集，而大多网综如昙花一现，成为市场试水的“试验品”。2014 年是公认的网综元年，全年全网累计上线网综 47 档，并且出现了像《奇葩说》这样的现象级网综，第一季推出点击量就高达 2.6 亿。2015 年首现播放量超 10 亿的网综，制作成本也整体上升一个量级，千万级别投入不再是凤毛麟角，甚至出现《我们十五个》、《我去上学啦》这样的亿元级投入，规模比肩卫视综艺。2016 年各大视频平台持续发力，上线网综数量 111 部，其中语言类节目增长近 5 成，同比增长 15.6%，在基数增大的同时增速有所放缓，另外，14-16 年网综 top5 播放量复合增长率接近 80%，头部内容关注度提高明显。我们认为在整个付费的大环境下，视频付费拉动下，网生内容已迎来最好的发展契机，网综的数量及关注度将保持较快的增速，头部内容的集中度也愈加提高。

图表 1: 2014-2016 年网综数量及增长趋势(部)



图表 2: 网综 top5 总播放量和 top1 播放量(亿)



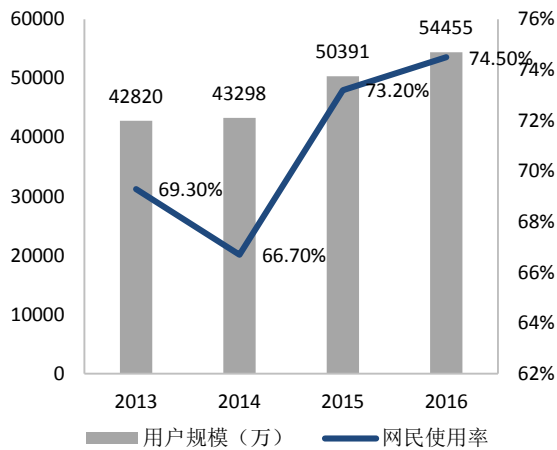
资料来源：腾讯娱乐白皮书，东吴证券研究所

资料来源：腾讯娱乐白皮书，东吴证券研究所

### 1.2. 多屏联动聚合碎片化时间，网综渗透空间巨大

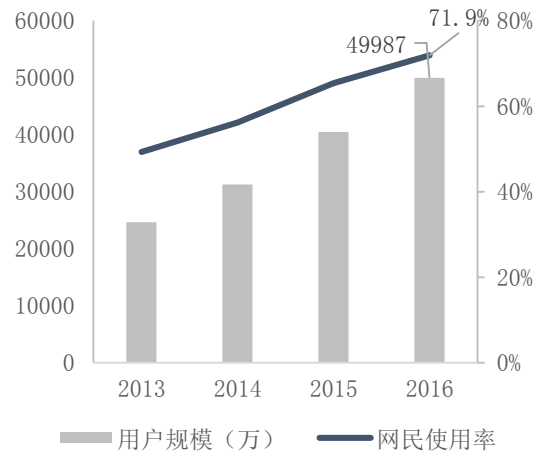
从需求端来看，网综播放量的飞升来自视频移动端用户数量的爆发。2016 年中国网络视频用户规模达 5.45 亿，较 2015 年增长 8.1%；手机视频用户规模近 5 亿，较 2015 年增长了 23.4%。网络视频用户使用率达 74.5%，移动端成了新的增量市场，渗透率达 71.9%。上下班等公交、地铁上都可以是观看网综的场景，用户碎片化时间得到充分开发。

图表 3: 网络视频用户规模和使用率



资料来源: CNNIC, 东吴证券研究所

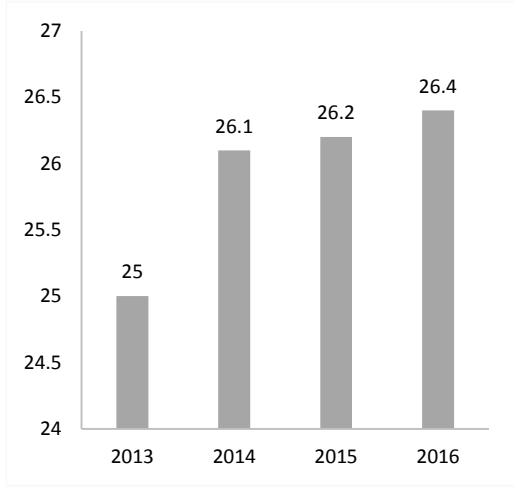
图表 4: 手机视频用户规模和使用率



资料来源: CNNIC, 东吴证券研究所

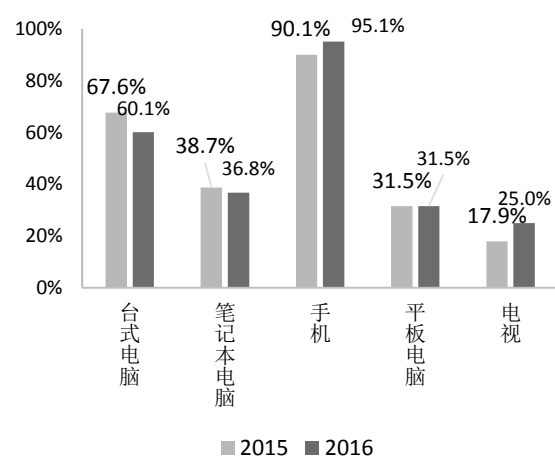
2016年我国网民周均上网时间达26.4小时,日均上网时间近3.8小时。设备接入使用情况上,PC端有所下降,手机端在使用率已超过90%的情况下仍上升5个百分点,电视使用增长最多。智能电视、网络盒子的普及让用户在电视上也可以观看网络节目,成为构建家庭网络的一环,为网络综艺丰富了家庭播放的场景。我们认为像电视剧逐步从PC端走向移动端一样,未来综艺内容也会从PC端走向移动端,跨终端多屏体验将成为用户视频消费主流。

图表 5: 2013-2016年网民周均上网时间 (h)



资料来源: CNNIC, 东吴证券研究所

图表 6: 2015-2016年互联网接入设备使用情况



资料来源: CNNIC, 东吴证券研究所

### 1.3. “金牌制作”+“资本”,网综乘风而起

从供给端来说,制播分离、资本红利为优秀的内容制作团队和传统媒体人转战网综提供了广阔的出路。多方力量,尤其是多方专业力量的汇入将网综质量提升了一个量级,使节目在专业性、观赏性、艺术性上显著提升。最具代表性的有易骅团队制作的《看你往哪跑》,期均播放量高达8567万;由汪涵加盟,原《越策越开心》、《天天向上》团队制作的《火星情报局》,期均播放量达到8054万,总播放量10.5亿,排名2016



年网综播放第二。

图表 7: 传统媒体人转战网综情况 (部分)

传统媒体人	原代表作品	网综节目	期均播放量 (万)	播放平台
易骅	《极速前进》	《看你往哪跑》	8467	腾讯视频
汪涵	《天天向上》	《火星情报局》 《十三亿分贝》	8054 1429	优酷
谢涤葵	《爸爸去哪儿》	《约吧大明星》	7945	腾讯视频
李文妤	《花样姐姐》	《放开我北鼻》	5026	腾讯视频
詹仁雄	《康熙来了》	《姐姐好饿》	3578	爱奇艺
哈文	《非常 6+1》	《偶像就该酱婶》	2690	优酷
谢娜	《快乐大本营》	《偶滴歌神呀》	5000	爱奇艺
		《暴走法条君》	5923	优酷
		《拜托了冰箱》	5000	腾讯
何炅	《快乐大本营》	《明星大侦探》	7000	芒果 TV
		《拜托了冰箱》	4500	腾讯
马东	《挑战主持人》	《奇葩说》	2000	爱奇艺
		《饭局的诱惑》	4200	腾讯
		《拜拜啦肉肉》	5833	优酷

资料来源: 腾讯娱乐白皮书, 东吴证券研究所

网综快速发展的同时吸引了资本市场的关注, BAT、老牌综艺制作公司、内容营销公司纷纷切入卡位, 16年5月爱奇艺发布“开放平台战略”, 发布未来数十档自制综艺计划, 与此同时腾讯视频成立 10 亿“嗨基金”携手谢涤葵、马东等金牌制作人卡位网综, 另外近期爱奇艺预投入 2 亿打造《中国有嘻哈》, 高调宣布要做“第一档超级网综”, 引起市场极大的关注, 在金牌制作人不断的加入网络制作中和资本不断涌入的双轮驱动下, 网络综艺或许已迎来最好的时代

图表 8: 资本涌入情况一览

平台	时间	事件
爱奇艺	2014.11	小米 3 亿美金 (约人民币 18 亿元) 战略入股爱奇艺
	2016	计划 2017 年用 100 亿做内容, 其中包括 33 档网综
	2016	成立网综七大工作室: VC、PIKARU、DNA、达尔文、进化论、幼虎
	2017.2	获得 15.3 亿美元可转债融资
腾讯视频	2016.5	成立 10 亿“嗨基金”助力网综发展
优酷土豆	2015.6	“6+V”综艺矩阵策略, 发力“超级网综与精准网综”
乐视	2017.1	融资 168 亿, 完善生态链
芒果 TV	2014.5	收回湖南卫视节目网络分销版权, 在芒果 TV 独播
米未传媒	2015.9	获得 Pre-A 轮融资, 创新工场领投, 娱乐工场跟投
	2016.2	获得 A 轮融资, 基石资本领投, 估值近 20 亿
银河酷娱	2016	上亿融资
华录百纳	2014	25 亿收购蓝色火焰, 进军综艺制作、内容营销
	2015	引入亚洲综艺“殿堂级教父”金荣希团队, 强化综艺制作能力
思美传媒	2015.12	5 亿收购科翼传播, 切入网综制作、内容营销
	2017.3	

资料来源: 腾讯娱乐白皮书, 东吴证券研究所

## 2. 告别“小打小闹”“野蛮生长”, 精品多样化、IP 化、“综艺+X”趋势已显

### 2.1. 制作精品化, 题材多样化, 网综不再满足“小打小闹”

网综在蓬勃发展的同时也吸引了资本的目光, 传统电视出身的金牌制作人、主持人、合作艺人的加入也为网综市场带来了大量资源, 网综的制作成本节节攀升, 不再拘泥于“小打小闹”、“粗制滥造”, 其中头部综艺《我们 15 个》、《我去上学啦》制作成本达到亿元级别, 超过《中国好声音 4》, 2017 年爱奇艺投入 2 亿打造《中国有嘻哈》, 高调宣布要做“第一档超级网综”。

图表 9: 卫综制作成本



资料来源: 腾讯娱乐白皮书, 东吴证券研究所

图表 10: 网综制作成本

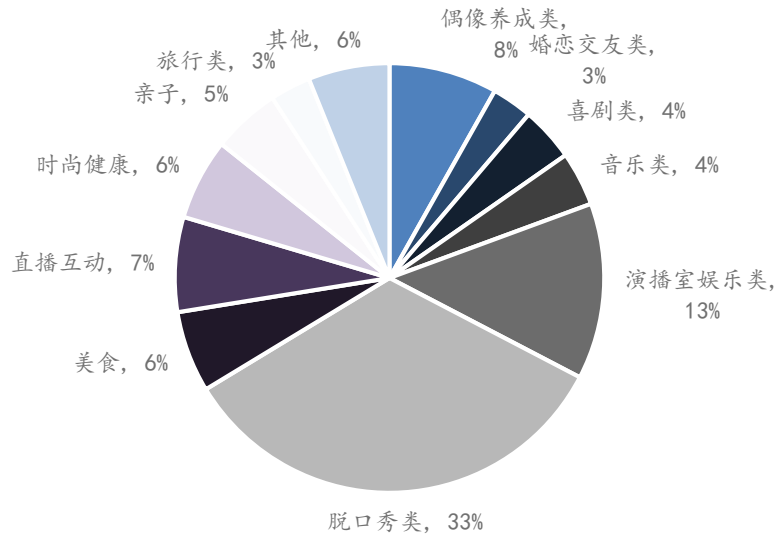


资料来源: 腾讯娱乐白皮书, 东吴证券研究所

内容上, 网综题材愈加丰富、多样化, 新综艺类型层出不穷, 2016

年网综点击 top20 中涵盖了脱口秀类、美食类、音乐类、偶像养成类、演播室娱乐类等 11 大类型节目。受众群体更加垂直细分，各类节目针对不同受众有的放矢，满足不同需求，有效避免内容同质化问题，结构性地实现播放量的突破。

图表 11: 2016 年网综类型分布



资料来源：影视产业观察公众号，东吴证券研究所

乐视视频推出针对育儿的《崔神驾到》以年轻父母为主要受众群体，定位清晰明确，冠名品牌为母婴电商平台蜜芽，其单期节目包含 5 个以上品牌植入，节目内容上和品牌更紧密地结合，做到针对特定群体的精准营销，目前总播放量已达 2.9 亿。

图表 12: 《崔神驾到》部分合作品牌



资料来源：乐视视频，东吴证券研究所

精品综艺开始反哺电视台，网综已不再满足“小打小闹”。近年来，不断有优质网综反向输出电视台，实现了被动到主动的身份转化，如优酷土豆的《晓说》在浙江卫视和东方卫视热播、《侣行》输出央视和旅游卫视，爱奇艺的《爱上超模》反哺湖北卫视等等。

传统电视台则可以利用互联网思维下对话题的强大造势能力以及更创新多样化的内容吸引观众。同时视频网站和传统电视台的受众结构实

现互补，拓宽了节目的收视人群，网台联动，实现双赢。

另一方面，平台反哺卫视证明了自身强大的内容原创和制作能力，提升平台影响力，为平台带来更多的广告资源投入。

图表 13: 网综反哺卫视 (部分)

节目名称	制作方	播出电视台
《晓说》	优酷土豆	浙江卫视/东方卫视
《侣行》	优酷土豆	CCTV-1
《歌手是谁》	优酷土豆	北京卫视
《爱上超模》	爱奇艺	湖北卫视
《十周嫁出去》	乐视网	安徽卫视
《偶滴歌神啊》	爱奇艺	深圳卫视
《我去上学啦》	爱奇艺	浙江卫视 (同步)
《对口型大作战》	搜狐视频	深圳卫视 (同步)
《偶滴歌神啊 2》	爱奇艺	深圳卫视

资料来源: 网络资料整理, 东吴证券研究所

## 2.2. 平台打造爆款 IP, “综 n 代”趋势明显, 原创综艺开始走出国门

“综 n 代”趋势明显, 平台加大投入打造爆款 IP, “现象级”成为行业追求目标。爱奇艺《奇葩说》出到第四季、腾讯视频继《拜托了冰箱》推出了《拜托了衣橱》试图打造“拜托了”系列, 优酷在《火星情报局 1》获得收视成功后趁热打铁推出《火星情报局 2》。在前一季节目的口碑和内容基础升级开发, 由于以往的节目已经攒下数量庞大的观众, 为新一季节目的人气走高奠定了基础, 有着更高的话题度与影响力, 是性价比最高的开发方式, 更重要的是形成强 IP 后节目具有了高品牌价值, 能够吸引更多的广告资源, 冠名费也节节攀升。

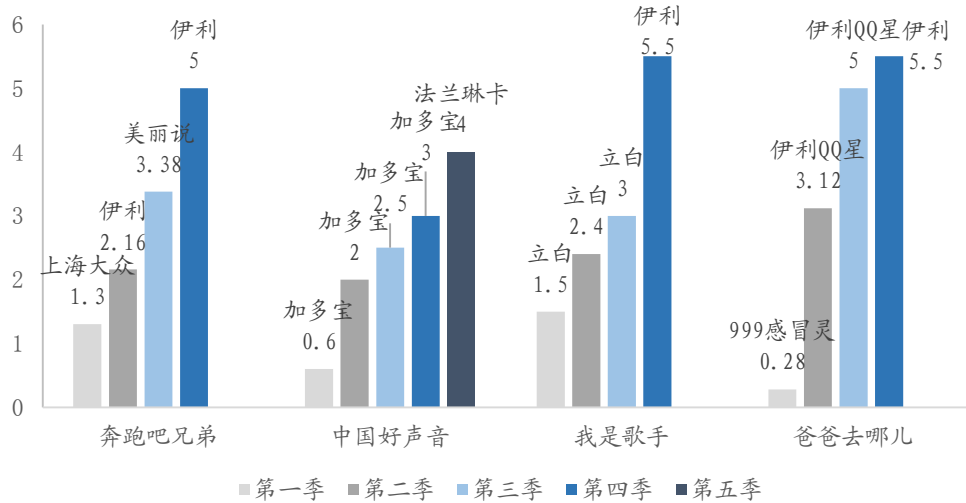
图表 14: 网综 n 代梳理 (部分)

播放平台	网络综艺	播出季数
爱奇艺	奔跑吧卡路里	2
	偶滴歌神啊	3
	爱上超模	3
	奇葩说	4
乐视视频	十周嫁出去	2
	就好这一口	3
	谢谢你纽约	2
芒果 TV	明星大侦探	2
搜狐视频	隐秘而伟大	3
腾讯视频	HI 歌	2
	你正常吗	3
	拜托了冰箱	3
优酷土豆	火星情报局	2

	歌手是谁	2
	看理想	2
	男神女神	2
	侣行	3
	我是传奇	3

资料来源：网络资料搜集，东吴证券研究所

图表 15: 综 n 代冠名费节节攀升 (亿)



资料来源：根据互联网信息整理，东吴证券研究所

布局海外成为各大平台提高品牌影响力的重要战略。优酷土豆的《侣行》系列除了在央视播出，还和美国 A+E 电视网合作推出《侣行 3》，踏出开拓海外市场的重要一步。而爱奇艺则早在 2014 年就率先布局海外市场，自制剧《不可思议的夏天》曾同步登陆爱奇艺、美国在线电视网站 DramaFever，并在日本第一大电视台富士台同期播出，实现中、美、日三国网台联动播出。搜狐视频《约跑不能停》亮相 2016 年春季戛纳电视节，成为第一个被 MIPTV 组委会选中展映的中国模式。

图表 16: 网综布局海外

节目名称	制作方	输出海外
《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	美国 DramaFever、日本富士台
《侣行 3》	优酷土豆	美国 A+E 电视网
《约跑不能停》	搜狐视频	戛纳电视节
《美女与极品》	优酷土豆	戛纳电视节
《爱上超模》	爱奇艺	英国

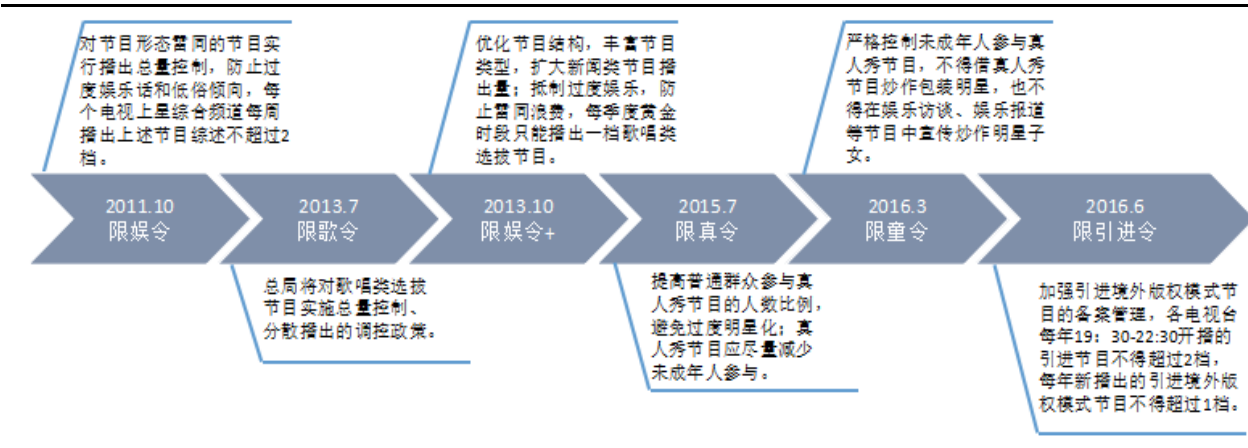
资料来源：根据网络资料整理，东吴证券研究所

### 2.3. 监管逐步完善，引导网综良性发展

除了题材的花样繁多以外，网综另一大“卖点”在于尺度大、爆点

多。由于网综的审核不需备案登记和总局审核，上线迅速，加之近年来广电总局为规范电视综艺、鼓励模式创新推出一系列“限娱令”，综艺供给重心落在了网络，为网综市场带来了爆发式增长。

图表 17: 国家针对卫视综艺限令



资料来源：根据网络资料整理，东吴证券研究所

但这种数量上野蛮式的高增长也造成了问题。许多网综为了吸引流量和制造话题提高关注，大打“擦边球”，“低俗化”现象严重，不利于行业良性发展。针对这些“行业乱象”，关于网综市场的政策监管逐步完善、收紧。2016年初广电总局强调“电视不能播什么，网络也不行”；2016年12月20日，广电总局发布《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》，正式宣布针对网生内容开启“备案登记制”。政策对于网生内容的监管标准正逐渐清晰，一系列“用力过猛”的网综被要求下架整改，下架原因有涉及敏感话题（《奇葩说》蔡康永谈“出柜”）、尺度过大（《吐槽大会》、《姐姐好饿》等）、造成不良社会影响（《hello女神》宣扬拜金主义）等，引导网生内容向正能量发展。

图表 18: 被下架网综（部分）

被下架网综	平台	下线原因	结果
《奇葩说》	爱奇艺	蔡康永谈及出柜	蔡康永谈“出柜”那期被删，再没上线
《偶像就要酱婶》	优酷	节目整体调性不对	一期整改后上线
《吐槽大会》	腾讯视频	吐槽太狠，污段子太频繁	删掉一期后，整改上线
《美女与极品》	优酷	内容奇葩无下限	完结后被下架，未再上架
《姐姐好饿》	爱奇艺	小s随意摸男嘉宾触及下限	完结后被下架，未再上架
《黑白星球》	优酷	低俗网络用词太多，性话题尺度大	已播出节目全部被下线
《hello,女神》	腾讯视频	拜金，低俗，粗口，不尊重女性	已播出节目全部被下线

资料来源：根据网络资料整理，东吴证券研究所

图表 19: 国家针对网生市场的监管

	发布时间	政策主要内容
《关于加强网络视听节目直播服务管理有关问题的通知》	2016.9	规范网络视听直播,直播平台必须持证上岗,直播活动须提前备案。
《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》	2016.11	所有视频网站的重点网络原创视听节目(包括网络大电影、网剧、网络综艺等多种网络视听节目形态),都须填写重点网络原创节目信息登记表,实行备案登记制度。
中宣部指导意见	2016.12.8	中宣部副部长、国家广电总局局长聂辰席在视听大会上提出,“要按照网上网下导向管理,‘一个标准、一把尺子’的要求,构建网上网下同心圆”“电视不能播什么,网络也不行”。
《广电总局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》	2016.12.20	正式宣布针对网生内容开启备案登记制。
《关于加强微博、微信等网络社交平台传播视听节目管理的通知》	2016.12	利用微博、微信等各类网络社交平台传播的电影、电视剧,相关影视剧须具有《电影片公映许可证》或《电视剧发行许可证》等。

资料来源:根据网络资料整理,东吴证券研究所

## 2.4. “综艺+X”: 探寻网综无限大的可能性

### 2.4.1. 综艺+直播, 平台联动、互动升级

直播和综艺嫁接,视频网站同直播平台联动,泛娱乐化趋势明显。2016年应用了直播形式的网综多达20余档,直播能为综艺带来:1)节目过程中观众可以实时发送弹幕与艺人互动,拉近同艺人的距离,提高用户观看节目的粘性。2)节目可根据观众反馈实时对某些环节进行调整,提高节目随机性和趣味性。3)直播粉丝打赏开拓新变现模式。

图表 20: 直播综艺梳理

视频平台	节目名称	直播平台
腾讯视频	我们15个(首档24小时直播真人秀)	腾讯视频
	最强女团	花椒、斗鱼
	Hello! 女神	熊猫TV
	饭局的诱惑	斗鱼直播
	看你往哪跑	腾讯视频
	拜托了粉丝	炫舞梦工厂
	X玖少年频道	腾讯视频、Now 斗鱼
	耳边疯	美拍
爱奇艺	十三亿分贝	奇秀直播
	晚安朋友圈	奇秀直播
	不服来战2	YY
	潜行者计划	优酷直播

优酷土豆	茜你一顿饭	优酷直播+手机淘宝直播
	小哥喂喂喂	优酷直播、来疯
	百万主播	优酷直播、来疯
	白领拳击	优酷直播
	国民美少女	优土直播
芒果TV	2016 超级女声	芒果直播
	完美假期	芒果TV
	明星大侦探	芒果直播
	工夫小蝇	芒果TV

资料来源：根据网络资料整理，东吴证券研究所

另一方面，直播在“网红经济”消费殆尽、游戏直播用户体量到达瓶颈后亟待转型。来疯、斗鱼、熊猫TV等直播平台纷纷向泛娱乐进军，探索出的“直播+综艺”新模式，弥补了传统直播节目内容上的短板。《饭局的诱惑》联手斗鱼直播，六百万人同时在线，将游戏内容以直播的形式呈现，新鲜刺激，还能带给观众强烈的参与感。

图表 21: 《饭局的诱惑》直播互动



资料来源：百度图片，东吴证券研究所

芒果TV的原创IP《完美假期》以24小时全程直播形式，节目开发“粉丝 morning call”、“网友上帝时间”、“惊喜炸药包”等环节，让粉丝全程参与节目，和选手实时互动。三个月的时间，《完美假期》创下网络直播同时在线人数285万的巅峰流量，同时节目总点击量突破8亿，微博相关话题阅读量突破12亿，百度指数突破二十万。第二季除了在自家平台直播，还同时登陆斗鱼、熊猫、龙珠、花椒、小米五大直播平台。

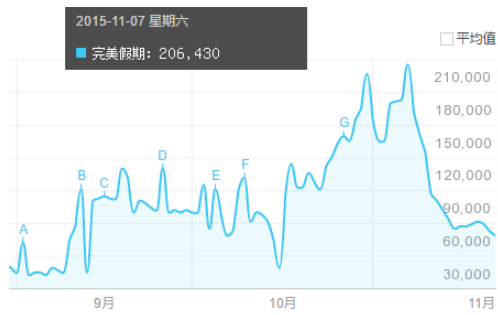


图表 22: 《完美假期》点击量破 8 亿



资料来源: 百度图片, 东吴证券研究所

图表 23: 《完美假期》第一季百度指数



资料来源: 百度指数, 东吴证券研究所

图表 24: 《完美假期》第二季百度指数



资料来源: 百度指数, 东吴证券研究所

### 2.4.2. 综艺+二次元, 定位细分人群

2016 年中国互联网活跃二次元内容消费者规模达 568 万人, 次活跃人群达 1507 万, 边缘活跃人群高达 8028 万。其中 24 岁以下的消费者, 作为多年接触二次元文化的未来主流消费人群, 占比达 80% 以上。可见, 二次元文化潜在消费人群和消费能力巨大。

二次元文化针对小众文化细分人群, 近年来随着相关衍生文化和人群的不断拓展, 已不再局限于漫展、cosplay 等传统活动, 多家二次元公司试水“二次元+网综”的新模式, 在内容和形式上进行尝试和突破。

图表 25: 二次元网综

节目名称	节目类型	播放平台	出品公司
《小心! 游园会》	二次元直播互动综艺	腾讯视频	次元文化
《超级变身》	二次元 cosplay 竞赛	乐视、优酷	红龙文化
《崩坏吧! 主人》	二次元整蛊真人秀	腾讯视频	腾讯视频、MYC 团队
《二次元大作战》	二次元游戏真人秀	多平台	次元文化
《故事王 Story Man》	二次元语言类竞赛节目	B 站	B 站旗下 giligili 工作室
《次元星计划》	二次元角色养成综艺	芒果 TV	水晶荔枝

资料来源: 根据网络资料整理, 东吴证券研究所

红龙文化在2016年暑期推出首档cosplay网综《超级变身》，以考验Coser的服装制作、道具制作、化妆能力和整体造型能力为比赛内容。作为针对核心二次元爱好者的内容尝试，《超级变身》为红龙文化获得了圈内认可和粉丝粘度，并和二次元圈内较资深的次元文化和天祈文化建立了合作关系。红龙文化还涉足网大，并和腾讯视频联合出品，推出含6部的系列二次元付费网大《魔游记》，截止到2017年4月14日，前两部已获得超过1.2亿点击。

图表 26: 《超级变身》海报



资料来源：百度图片，东吴证券研究所

“国民老公”王思聪联手人气男演员林更新成立公司水晶荔枝，欲联合芒果TV打造超级二次元网综《次元星计划》，以直播和点播相结合的形式，通过同观众互动实现对选手的“养成”。王思聪与林更新的观众号召力，加上芒果TV一线制作团队和生态资源，《次元星计划》或将成为二次元网综的标杆之作。

图表 27: 《次元星计划》海报



资料来源：百度图片，东吴证券研究所

### 2.4.3. 综艺+电竞，打造电竞圈的原创IP

泛娱乐化下“跨界”成为潮流，电竞+直播+综艺打造原创精品电竞IP。战旗TV出品、NiceTV制作的首创电竞真人秀《lying man》，邀请电竞圈明星对战互动语言游戏狼人杀，其丰富的社交属性和综艺属性使得节目一经推出便获得大量好评。目前《lying man》已出到第六季，形成

了电竞综艺精品 IP, 第六季第一期首播同时在线用户甚至达到 399 万人。

图表 28: 《Iying man》海报及观众互动



资料来源: 百度图片, 东吴证券研究所

### 3. 网综 vs 卫综: 竞争关系中寻求合作

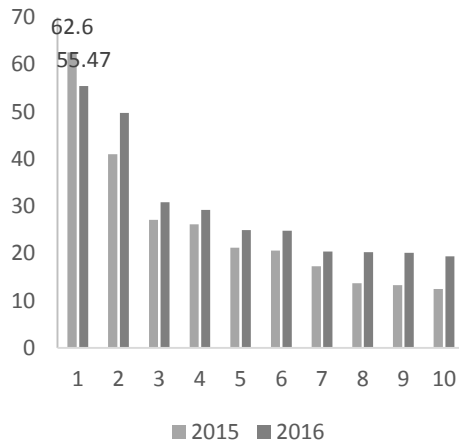
根据运营渠道不同, 可将综艺分为卫视综艺和网络综艺。卫视综艺从 20 世纪 80 年代开始起步, 经过几十年的发展, 产业链趋于成熟的同时, 也进入了一个发展瓶颈。与此同时, 伴随着网络平台的高速成长, 大量资源涌入网生内容, 催生了网络综艺的发展壮大。

#### 3.1. 短期看: 时间、资源与金钱的争夺

新媒体在内容端的持续发力, 催生出了《奇葩说》、《火星情报局》《偶像歌神啊》这样亿元级别冠名的精品网综, 和卫综争抢用户时间和广告投放。

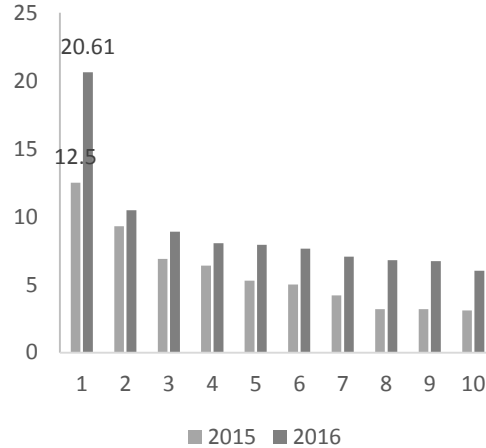
2016 年卫综 top10 平均播放量为 29.5 亿, 较 2015 年的 25.5 亿同比增长不足 16%, 而网综 top10 的平均播放量由 5.91 亿增长到 9 亿, 同比增长超过 50%, 网综的在综艺的占比由 23% 提高到 31%, 而在这期间, 网民周均上网时间从 2015 年的 26.2 时/周仅增长了 0.2 小时, 且增长趋势随着移动端增长红利见顶逐渐放缓。

图表 29: TOP10 卫综 15-16 年播放量(亿)



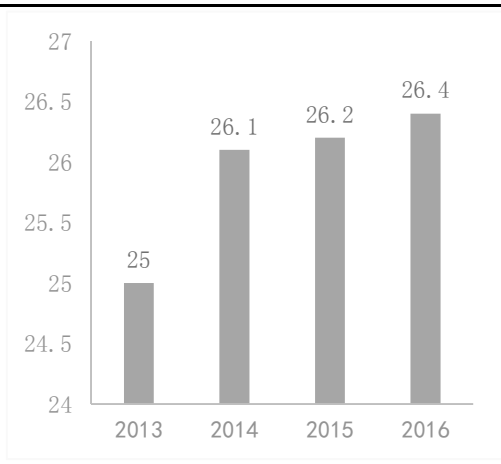
资料来源: 腾讯娱乐白皮书, 东吴证券研究所

图表 30: TOP10 网综 15-16 年播放量(亿)



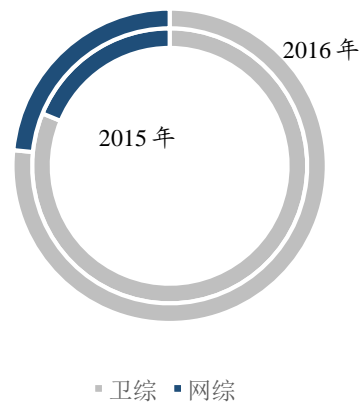
资料来源: 腾讯娱乐白皮书, 东吴证券研究所

图表 31: 网民周均上网时间 (h)



资料来源: CNNIC, 东吴证券研究所

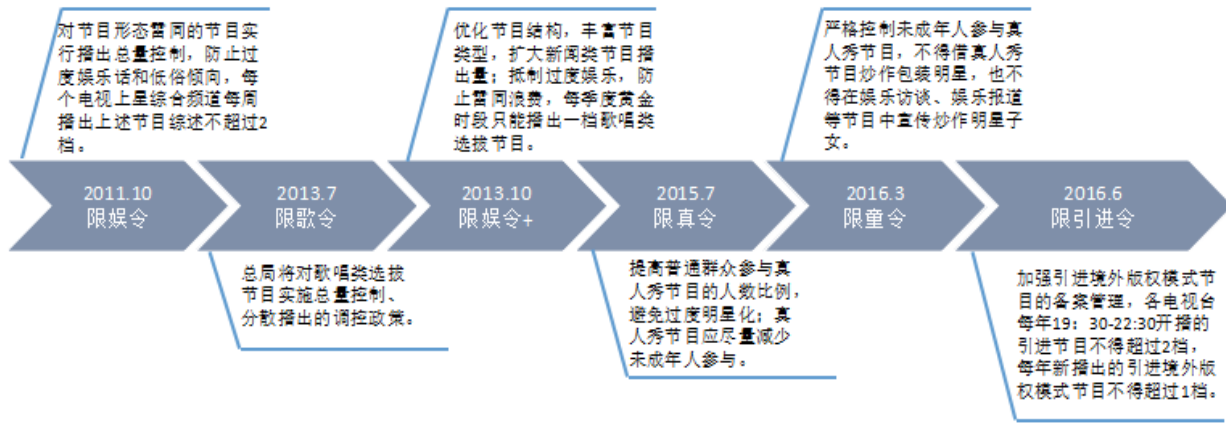
图表 32: 卫综、网综播放占比变化



资料来源: 腾讯娱乐, 东吴证券研究所

而国家对电视节目审查的加强也使得许多大制作的卫综如《爸爸去哪儿 4》和《超级女声 2016》转战网综。制播分离、资本红利为传统电视出身的金牌制作人、主持人、艺人提供了更多的选择空间和出路, 而他们作为市场上的优质资源, 也将成为平台和电视台争夺的对象。

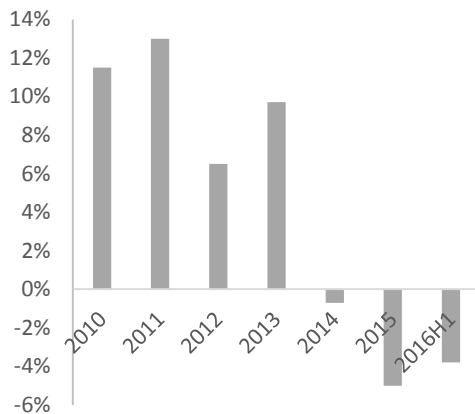
图表 33: 国家针对卫视综艺限令



资料来源:根据互联网资料整理,东吴证券研究所

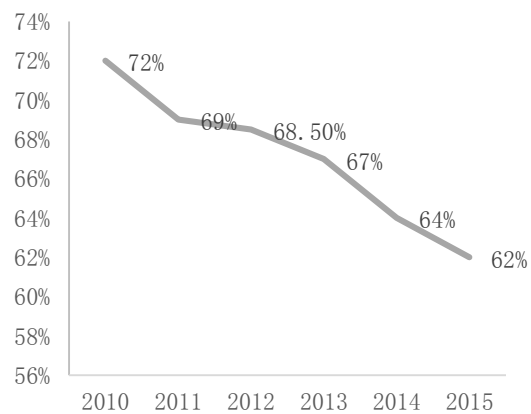
2010-2015年,刊例收入始终保持正增长的广告媒介仅有互联网、商务楼宇、影院视频三类新媒体,而传统媒体如电视、报纸杂志、电台广告普遍呈现负增长。其中电视广告收入自2014-2016H1已连续三期负增长,直接原因是观众的不断流失,根据CSM数据,电视观众平均到达率由2010年的72%下降至62%。

图表 34: 电视广告刊例收入增速变化



资料来源:CTR,东吴证券研究所

图表 35: 2010-2015年电视观众到达率



资料来源:CSM,东吴证券研究所

我们认为,在短期内看观众的娱乐时间是存在天花板的,网综爆发式的发展必然会挤占卫视尤其是次头部内容的市场;同时也会分流一定的广告投入,对那些知名度一般的、不具有广告议价权的中小型卫视带来一定的威胁。

### 3.2. 长期看: 强强联合, 网台共振, 实现双赢

台网联动, 强强联合。近年来卫视发展进入瓶颈期, 但没有就此固步自封, 积极寻求平台合作, 为节目注入“互联网基因”。例如浙江卫视在卫视第一梯队上大步迈进, 也在积极拓宽节目外延, 2015年底和腾讯达成战略合作。不同于过去简单的版权合作, 视频平台已不满足于渠道方这一单一被动的角色。从节目制作开始腾讯方就深入策划, 并围绕IP开发衍生节目; 节目营销则有腾讯新闻、微信、手Q、企鹅直播多渠道

宣传推广，节目播出时利用创新技术如“微信摇一摇”等开拓线上互动，同时互联网的便捷打破了空间、时间的限制，充分发挥长尾效应，扩大传播范围和曝光时长。

图表 36: 浙江卫视和腾讯达成战略合作



资料来源：百度图片，东吴证券研究所

网台联动，实现双赢。近年来，不断有优质网综反向输出电视台，实现了被动到主动的身份转化。如优酷土豆的《晓说》在浙江卫视和东方卫视热播、《侣行》输出央视和旅游卫视、爱奇艺的《爱上超模》反哺湖北卫视等等。传统电视台可以利用互联网思维下对话题的强大造势能力以及更创新多样化的内容吸引电视观众。同时视频网站和传统电视台的受众结构实现互补，拓宽了自身节目的收视人群。平台反哺卫视证明了自身强大的内容原创和制作能力，提升平台影响力，会为平台带来更多的流量和广告资源投入。

图表 37: 网综反哺电视台



资料来源：根据互联网资料整理，东吴证券研究所

虽然视频平台的迅速崛起对传统电视台的收视情况造成了冲击，但从长远来看，双方合作空间远大于竞争空间。我们认为，以优质内容为纽带，新媒体和传统媒体的合作将进入 2.0 时代——集合各自优势领域和资源，探索跨平台跨媒体的发展之路，进行制作+宣发+播放+衍生品上下游全产业链深度合作，实现“共振”。

#### 4. 制播分离引产业变革，制作公司和平台二分天下

##### 4.1. 原创化、制播分离化催化专业制作公司涌现

《中国好声音》的巨大成功在中国卫视综艺市场掀起了一阵节目引进的热潮,《爸爸去哪儿》、《爸爸回来了》、《奔跑吧兄弟》、《我是歌手》等节目也获得了市场的巨大反响,一时间,各大卫视被海外版权节目“霸屏”,竞争十分火爆,韩国一线节目被买完后,现在二线综艺节目也几乎被抢购一空。

图表 38: 引进综艺举例



资料来源: 百度图片, 东吴证券研究所

引进海外成功版权不仅能带来巨大的市场收益,还能节约原创研发成本、有效规避风险,对于面临收视率竞争压力的卫视或许是性价比最高的选择。然而,过度依赖版权引进显然无益于整个综艺体系的创新,不利于市场良性发展。

2013年10月和2016年6月广电总局接连下发通知,控制引进节目播出,鼓励卫视创新节目,规定“各电视上星综合频道每年在19:30—22:30开播的引进境外版权模式节目,不得超过两档,每年新播出的引进境外版权模式节目不得超过一档,第一年不得在19:30—22:30之间播出”。

另一方面,各电视台争抢境外版权节目也导致版权引进费节节攀高,《中国好声音》版权费从每季200万人民币暴涨到1亿天价,《爸爸去哪儿》版权费暴涨近10倍,《无限挑战》版权费突破5000万。

一方面政策收紧,另一方面高额版权费提高了节目成本,压缩了利润空间,针对这些问题卫视也积极寻求出路,并从“购买版权、完全引进”中进化出了“共同研发”、“联合制作”的半引进方式。不仅有效降低了版权成本,还可以向国外团队学习先进的技术和理念,为未来原创之路打好基础。例如《奔跑吧兄弟》就是中韩电视台联合制作,整个节目制作团队将近200人,韩方派出50人阵容进行技术支持,分工合作,中方针对节目也进行了许多本土化改造。

优质原创内容才是行业良性可持续发展的源头。卫视不缺拍摄优质精品综艺的资源,和能力,缺乏的是用心做好作品的创新精神。事实上,境外节目模式不一定都适合中国市场和观众口味,许多节目引进中国最后做失败了,而本土的优质原创能够充分贴合中国特色和精神,才能做到保持源源不断的生命力。如《十二道锋味》、《中国好歌曲》等原创节目就获得了巨大反响,成为一众“混血”中的一股清流。我们认为,卫

综模式亟待转型的未来必将走出一条越来越好的原创之路。

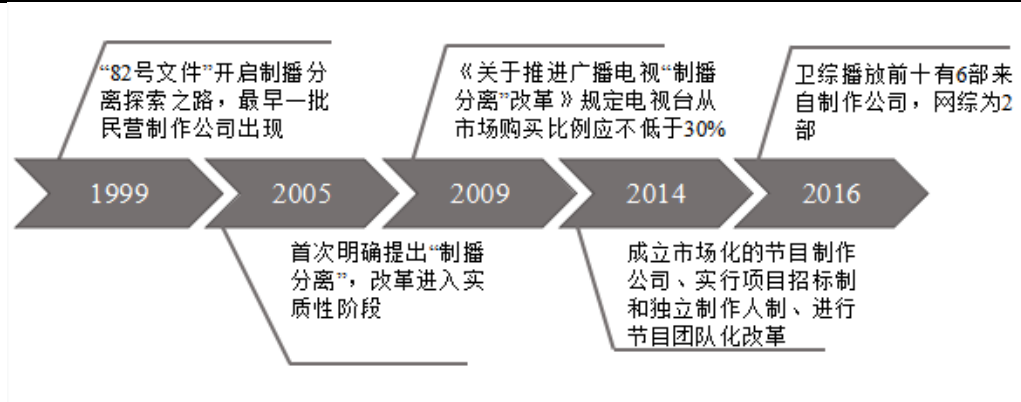
图表 39: 引进版权形式



资料来源：根据互联网资料整理，东吴证券研究所

我国从1999年国务院下发“82号文件”（《国务院办公厅转发信息产业部国家广播电影电视总局关于加强广播电视有线网络建设管理意见的通知》）开始，就积极尝试探索制播分离的道路，到目前为止，市场上也出现一批优秀的内容制作公司。

图表 40: 制播分离历史发展进程



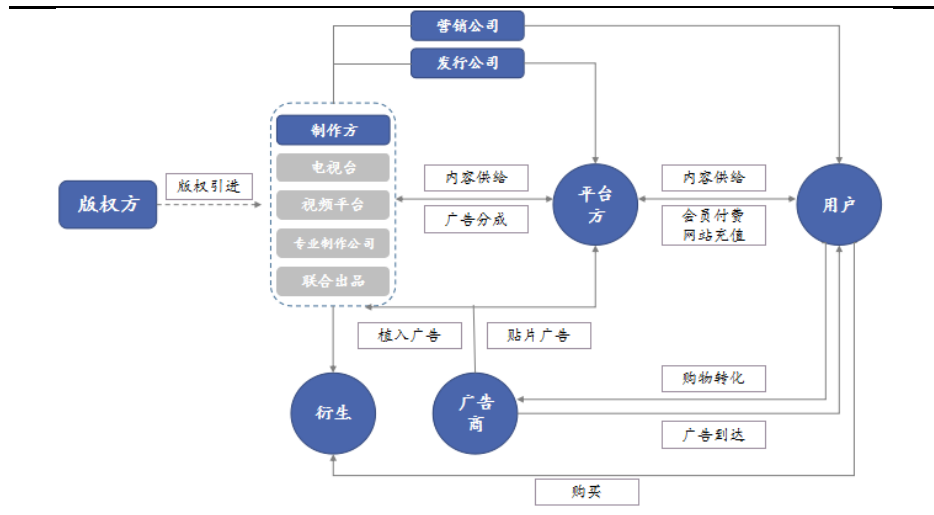
资料来源：乐视视频，东吴证券研究所

在播出平台、制作力量和广告公司为核心生产元素的节目产业链中，各方根据不同项目和差异化资源背景不断调整与创新商业合作模式。目前国内形成了三种主流制播分离合作模式：

- 1) 内容承制模式。制作方仅负责内容策划制作，以制作费差价为利润来源。
- 2) 联合制作经营模式，制作方和播出方互补资源，共同制作，共享广告收入。
- 3) 对赌模式，根据收视率达成情况分配收入。《中国好声音》系列开创了对赌模式的制播分离，节目收视率成功则灿星制作和浙江卫视分红，节目失败则灿星完全承担损失。



图表 41: 网综产业链



资料来源：艺恩咨询，东吴证券研究所

图表 42: 三大制播分离模式



资料来源：根据互联网资料整理，东吴证券研究所

对卫视来说，事业单位性质造成原创动力不高、效率较低，对网络平台来说，自制内容需要培养培养专业制作团队，成本较高，而节目制作公司作为企业自负盈亏，在专业性和动力上都更为充足。2016年卫综收视排行前10中有六档节目来自专业制作公司，网综播放量排列前10的有5档，总播放量分别占top10的52%，专业制作公司占据了卫综和网综的一半以上。而各大视频网站披露的2017年预计上线的89档网综节目单中有42档为制作公司制作，和平台分庭抗礼。

图表 43: 2015 卫综/网综 top10 制作平台/公司

2015 卫综播放 top10	制作平台/公司	2015 网综播放 top10	制作平台/公司
奔跑吧兄弟 2	浙江卫视	我们 15 个	腾讯视频/Talpa
中国好声音 4	灿星制作	歌手是谁	鱼子酱文化
非诚勿扰	江苏卫视	完美假期	经视制作
欢乐喜剧人	欢乐嘉娱	奇葩说 2	米未传媒
爸爸回来了 2	浙江卫视	偶滴歌神啊	爱奇艺
极限挑战	东方卫视	你正常吗 2	腾讯视频/唯众传媒
爸爸去哪儿 3	HBS	大牌驾到	腾讯视频
最强大脑 2	远景影视	笑霸来了	爱奇艺
音乐大师课	北京卫视/世熙传媒	爱上超模	悦联动力
挑战者联盟	浙江卫视/华策影视/中喜传媒	晓松奇谈	爱奇艺

资料来源: 根据互联网资料整理, 东吴证券研究所

图表 44: 2016 卫综/网综 top10 制作平台/公司

2016 卫综播放 top10	制作平台/公司	2016 网综播放 top10	制作平台/公司
奔跑吧兄弟 4	浙江卫视	爸爸去哪儿 4	芒果 TV/HBS
中国新歌声	灿星制作	火星情报局 1	优酷/银河酷娱
欢乐喜剧人 2	欢乐传媒	明星大侦探	芒果 TV
王牌对王牌	浙江卫视	暴走法条君	优酷/唯众传媒
极限挑战 2	东方卫视	约吧大明星	腾讯视频
喜剧总动员	欢乐传媒	黄金单身汉	芒果 TV
挑战者联盟 2	华策影视	偶滴歌神啊 3	爱奇艺 VC 工作室
最强大脑 3	远景影视	作战吧偶像	腾讯视频
快乐大本营	湖南卫视	妈妈是超人	湖南卫视
二十四小时	盛唐时空	拜托了冰箱 2	腾讯视频

资料来源: 根据互联网资料整理, 东吴证券研究所

#### 4.2. 看专业制作公司: 专业人才、优质内容、资本汇集打造网综龙头

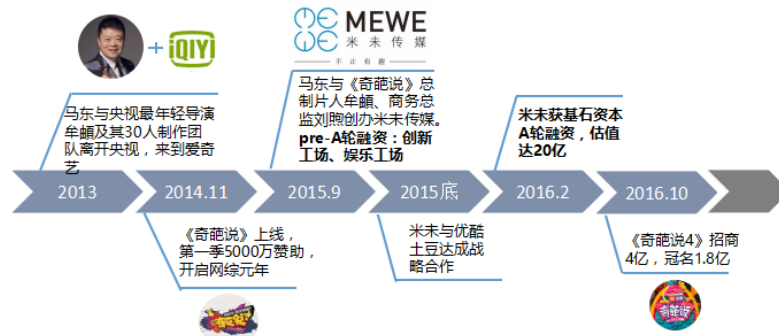
我们试图从目前的制作公司格局中去总结哪些公司能够缔造爆款, 哪些公司能够在新的付费浪潮中脱颖而出, 因此我们对于《奇葩说》、《火星情报局》等爆款的缔造者进行深入的案例分析:

##### 米未传媒

米未传媒由马东与《奇葩说》总制片人牟頔、商务总监刘煦于 2015 年 9 月共同创办, 创办之初便获得由创新工场领投、娱乐工场跟投的

pre-A轮融资，2016年2月获得基石资本A轮融资，估值20亿元。米未定位优质内容生产商，除了其最成功的综艺IP《奇葩说》外，还推出了《奇葩来了》、《拜拜啦肉肉》、《饭局的诱惑》、《黑白星球》等网综节目，均获得较高专注。

图表 45: 米未传媒发展历程



资料来源：根据互联网资料整理，东吴证券研究所

米未提出以内容制作为核心的“XYZ轴”发展体系：X轴代表内容生产，Y轴为从内容出发的上下游衍生业务，如通过《奇葩说》等节目而走红的网生艺人的经纪业务、喜马拉雅FM付费音频课程《好好说话》、通过“米未小卖部”进行电商销售等，Z轴代表米未的投资布局，目前米未已经投资了一些具有成长性和前瞻性的制作团队如果时传媒与米加传媒，帮助他们成长的同时也构建起米未传媒内容生态链。

图表 46: 米未“XYZ轴”发展战略



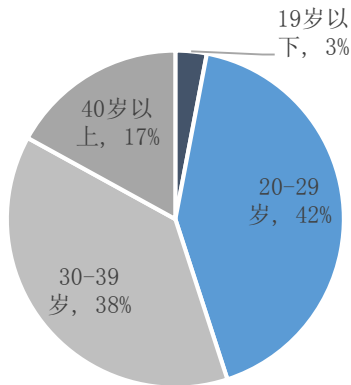
资料来源：百度图片，东吴证券研究所

《奇葩说》作为米未最成功的IP，何以敲响“网综元年”的钟声，并在第四季得到4亿招商、1.8亿冠名的成绩呢？

**有趣有知识，内容是节目制作的内核，有趣是节目的催化剂。**“有趣”是米未传媒的原则，《奇葩说》作为以年轻人为主要受众人群的网络综艺节目，其40岁以下人群占比达83%，主要辩论选手均为80、90后，第一季片头甚至写上“以下内容，40岁以上人群请在90后陪同下观看”，节目虽为辩论形式，其娱乐效果也做得十分充足——导师调侃明星嘉宾、导师之间互相呛话、选手“咆哮式”辩论等等，笑点十足。而作为首档辩论节目，形式虽然是娱乐的，但节目致力于不同观点角度的碰撞、传递正面的价值主张，让观众特别是年轻人能够在别人的辩论中找到自己

的维度，这种“价值输出”正是《奇葩说》获得成功并不可替代的关键。

图表 47: 《奇葩说》观众年龄分布



资料来源: 艾瑞咨询, 东吴证券研究所

图表 48: 《奇葩说》团队



资料来源: 百度图片, 东吴证券研究所

**专业人才专业制作，多年行业经验与资源带领 90 后团队孵化爆款。**米未传媒老板马东在央视有着 12 年主持经验，曾经是 2011 年春节联欢晚会语言类节目总导演；米未 CCO、《奇葩说》总制片人牟頔是央视最年轻导演，曾导演制作《喜乐街》、《谢天谢地你来了》等节目，并带领米未团队推出《奇葩大会》、《饭局的诱惑》、《拜拜啦肉肉》等节目。他们作为行业领先人物，有着独到的市场敏感度和深厚的行业资源，能够请来高晓松、蔡康永、何炅这样的大咖和一众当红明星作为嘉宾。而团队成员大多为 90 后，以最贴近受众群的视角最大化发掘节目“笑点”，节目艺人马薇薇、肖骁、黄执中等拥有犀利的话术，通晓如何直击观众内心。专业人才带来优秀团队最终孵化出现象级综艺《奇葩说》。

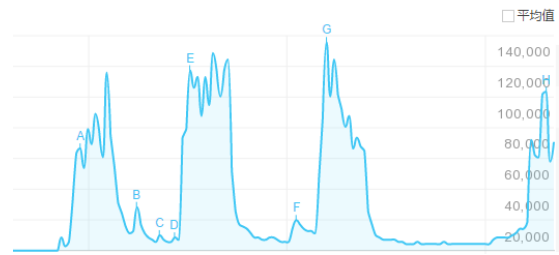
**花式口播效果显著，高关注度下节目吸金能力卓群。**《奇葩说》4 季以来，荣登微博热门话题榜、网络自制榜、疯狂综艺季榜、影视热搜榜等多个榜单冠军，微博话题阅读量超过 40 亿，引发 280 万讨论，百度指数持续升温。而巨大关注度和讨论下广告主的品牌回想度和关注度均大幅度提升。以《奇葩说 2》为例，伊利谷粒多品牌回想指数以 245.2 独占鳌头，有范 APP 认知度相对于节目播出前飙升了 51.4%，主动提及雅哈咖啡与《奇葩说》相关度高达 95%。良好的品牌口碑带来了巨大的吸金能力，网友对节目内容本身以及其他品牌的关注度也在与日俱增。《奇葩说》系列冠名招商费也水涨船高，第四季招商 4 亿，冠名 1.8 亿，涨了八倍。

图表 49: 《奇葩说》四季招商情况



资料来源: 网络资料整理, 东吴证券研究所

图表 50: 《奇葩说》百度指数



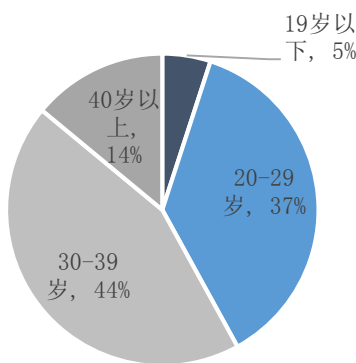
资料来源: 百度指数, 东吴证券研究所

### 银河酷娱

银河酷娱成立于 2015 年, 创始人为前芒果传媒行政总监李炜, 公司专注于互联网视频内容孵化、生产、IP 衍生经营, 出于对市场方向的精准判断力、对资源的全面整合能力和团队超强的执行力下, 公司在接近一年的筹备后, 推出了网综爆款《火星情报局》, 从一众内容制作公司中脱颖而出, 并于 2016 年上半年完成上亿融资。

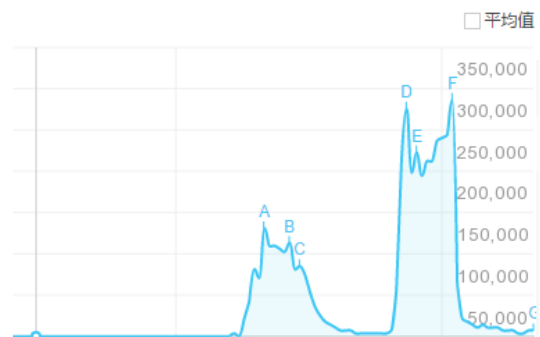
《火星情报局》原始团队为公司 CEO 李炜、原《天天向上》、《越策越开心》的核心导演胡明和伍彬, 节目由汪涵主持, 薛之谦、宁静、钱枫等明星为嘉宾。作为语言类节目, 节目讨论话题均来自优酷土豆大数据, 极易引发网友共鸣, 革命性的节目形态、创新的互动方式和节目内容尺度都充分彰显网生特质, 两季的微博话题阅读量达 25 亿, 引发 283 万网友讨论, 第一季以 10.5 亿播放量位列 2016 年网综第二名, 并获得 2016 年“年度网络综艺”。

图表 51: 《火星情报局》四季招商情况



资料来源: 艾瑞咨询, 东吴证券研究所

图表 52: 《火星情报局》百度指数



资料来源: 百度指数, 东吴证券研究所

在《火星情报局》第一季拿下 1.5 亿广告及衍生收入后, 《火星情报局 2》招商总额超 2.5 亿。公司积极拓展 IP 上下游, 《火星情报局》同名

网剧、电影都已立项启动，将与综艺节目形成大小屏联动，并筹备发布衍生综艺项目《火星实验室》、《火星情报站》、《人类反省会》。

**图表 53: 《火星》获 2016 年“年度网络综艺”**



资料来源：根据互联网资料整理，东吴证券研究所

**什么样的网综可以成为爆款？什么样的公司能够制作爆款？**我们认为，内容是节目的内核，有趣是节目的催化剂，具有娱乐性定位清晰贴近观众生活的优质内容才能获得高关注，专业的制作人才是节目品质的保证，也是节目长久的保鲜剂，资本注入则为节目带来更多资源和可能性，扩展了节目衍生链条，打造网综 IP 爆款，而**专注于精品内容制作、拥有专业制作团队与人才、拥有行业深厚资源和号召力的公司才能够孵化爆款。**

### 4.3. 看平台：原创网综助力品牌辨识，差异化走向初步显现

网生内容发展进入 2017 年，随着内容质量的不断优化提高和同质化趋势明显，各大视频平台间的竞争也愈发激烈。

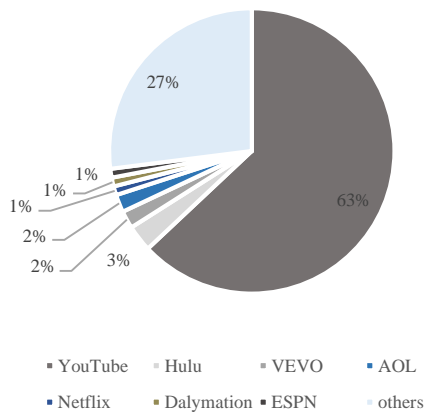
#### 4.3.1. 国外视频网站差异化发展，优质内容成关键

国外视频网站呈现一超多强的竞争格局，YouTube 占据了约 63%的份额，Hulu、VEVO、AOL、Netflix 等视频网站分别占据 1-2%的市场份额。各方采用差异化战略，侧重不同的内容、吸引不同的受众，其中 YouTube、Hulu 和 Netflix 较为典型。

(1) 定位、内容提供不同，YouTube 定位为开放性视频分享网站，坚持用户上传；Hulu 致力于提供专业化制作、独家视频内容，除了 FOX 和 NBC 等专业视频制作商提供的内容外，还从事自制剧的投资和生产；Netflix 则定位为在线视频租赁网站，通过提前测算判断是否购买片源或投资自制剧。

(2) 经营模式侧重不同，YouTube 主要变现渠道为广告，将广告收入与视频制作者五五分成，同时也提供了付费频道等辅助变现渠道；Hulu 则采用付费+免费的模式，免费模式下的广告收入和会员服务的每月 7.99 美元的会员费是 Hulu 的主要收入来源；Netflix 则从始至终坚持会员费模式，观众形成了良好的视频付费习惯。

图表 54: 国外视频网站格局



资料来源: 尼尔森, 东吴证券研究所

图表 55: 国外视频网站差异化发展

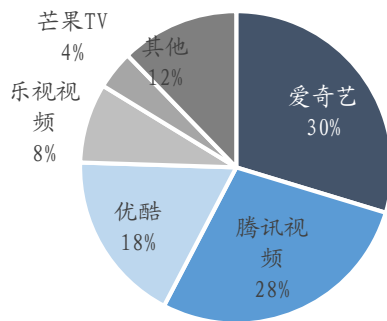


资料来源: 网络资料整理, 东吴证券研究所

### 4.3.2. 五大平台逐鹿市场, 以网综书写平台名片

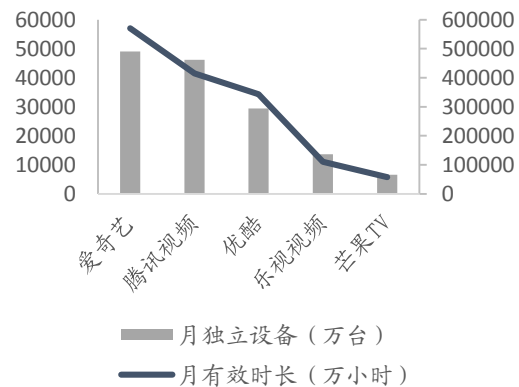
我国视频网站经过十多年的发展, 行业马太效应加剧, 目前基本形成“BAT+”的格局: 根据艾瑞咨询, 2017年3月爱奇艺、优酷、腾讯视频月独立设备占比占75%以上, 乐视、芒果TV则依靠优质原创内容吸引流量, 剩余平台因为由于资源缺乏和原创能力受限, 夹缝中艰难生存, 行业集中度不断提高。从覆盖设备和月使用时长来看, 爱奇艺领先于腾讯和优酷, 排名第一, 并和其他视频网站拉开一定差距。

图表 56: 视频平台覆盖设备份额



资料来源: 艾瑞, 东吴证券研究所

图表 57: 17年3月月独立设备及有效时长



资料来源: 艾瑞, 东吴证券研究所

我们认为国内视频平台同质性较强, 以第一梯队为例, 从视频内容来看, 三者均采用 YouTube 和 Hulu 并存的模式, 既收集用户上传视频, 又自行采购或自制内容, 视频涉及电视剧、电影、综艺、资讯等各大类型, 目前各平台均以优质的自制内容为战略重点; 从经营模式看, 三大视频网站又都通过广告+会员费+版权分销的形式进行流量变现, 会员费越来越成为视频网站的又一大收入来源。

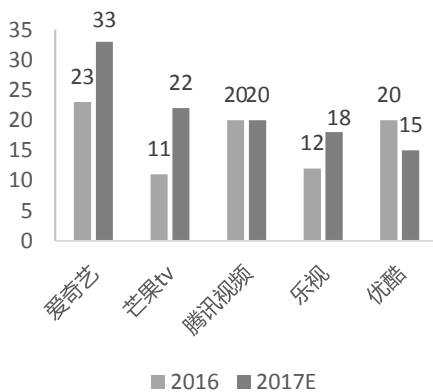
图表 58: 视频网站模式同质



资料来源: 根据互联网资料整理, 东吴证券研究所

在同质化的背景下, 我们认为独播优质内容成为视频平台差异化发展、吸引流量与广告、形成竞争优势的关键, 而网综以其高话题性和辨识度将成为区分平台的一张个性化“名片”。

图表 59: 2016 年五大平台网综数量



资料来源: 艾瑞, 东吴证券研究所

图表 60: 2016 年全球最受关注网综



资料来源: 影视产业观察, 东吴证券研究所

1) **爱奇艺: 野心勃勃, 金牌团队+高投入试图打造行业第一。** 爱奇艺一直以高原创力和精品优质内容著称, 孵化出了《奇葩说》这样开启网综新时代的爆款内容, 2016 年爱奇艺以 23 档网综排全球平台产量第一位, 并推出《偶滴歌神啊》、《爱上超模》、《我去上学啦》系列等流量大作。爱奇艺计划在 2017 年用 100 亿做内容, 推出包括版权、自制、垂直等多领域近 200 个头部内容项目, 其中包括 33 档网综, 一是靠内部孵化的如 VC、PIKARU、DNA、达尔文、进化论、幼虎等七家自制内容团队持续优质内容生产, 二是对于如“爱上超模”系列等优质项目继续深耕, 并高调宣布要斥资 2 亿打造“第一档超级网综”——《中国有嘻哈》, 将中国视频行业纯网自制综艺从各个层面推向更高的发展阶段。



图表 61: 爱奇艺斥资 2 亿打造《中国有嘻哈》



爱奇艺斥资 2 亿打造超级网综《中国有嘻哈》

金牌制作团队：

- 金牌制作人陈伟
- 《蒙面歌王》系列总导演车澈
- 《跑男》三季总编剧岑俊义
- 《跨界歌王》总导演宫鹏

明星制作人：

- 吴亦凡、潘玮柏、张震岳&热狗(MC Hotdog)

资料来源：根据网络资料整理，东吴证券研究所

2) 腾讯视频：内容为王，用户为本，“自制+版权”双发力，依托强大用户资源和宣发团队实现品牌升级。腾讯视频在 2015 年和 2016 年网综播放 top10 中分别占据三席，其中《我们十五个》更是以 12.5 亿的播放量排名 2015 年网综首位。腾讯左手人气自制网综《拜托了衣橱》、《饭局的诱惑》、《看你往哪跑》，斥资 10 亿成立制片人“嗨联盟”，吸引多个顶尖制作团队合作，右手独播版权综艺《天籁之战》、《真正男子汉 2》、《喜剧总动员》等，拓展“自制+版权”两条大道。腾讯采取与制作公司合作的方式，内部建立了“项目运营制片人”制度，负责项目挑选、制作、营销。运作等，未来腾讯还将大力推进优质内容生产，发挥技术驱动力，通过加大平台承载量，创新广告模式，推动以自制内容为主导的整合营销，来提高商业变现能力。另一方面，腾讯视频将大力发展付费会员业务，推动 TOC 付费市场的高速发展。

图表 62: 腾讯 V 视界战略大会



资料来源：腾讯新闻，东吴证券研究所

3) **优酷：文娱大生态时代，坚持“6+V”综艺矩阵策略，发力超级网综与精准网综。**“超级网综”指的是喜剧、脱口秀、真人秀、偶像养成、亲子、音乐6大主流类型综艺，“精准网综”V系列是文化类、社交、明星定制类、美食、旅游和竞技游戏等。其中超级网综强化头部号召力，把头部影响力做到最大；精准网综则更关注人口红利消失后，由用户心理和情绪变化唤起新的内容力，它将是新的流量和内容消费的来源。2017年优酷将在《火星情报局1、2》的巨大成功下，迎来第三季，并推出《火星实验室》、火星学院等一系列衍生节目，延展为“火星节目带”，坚持将已发掘出的头部IP做到更大更强，完成一个更大的版图。同时也引进了《极限挑战》第三季、《花儿与少年3·冒险季》、《晓说2017》等超级IP，重启《2017快乐男声》，并重点推出经典殿堂级喜剧类综艺——中国版《周六夜现场》。

**图表 63：优酷将推出中国版《周六夜现场》**



资料来源：根据互联网资料整理，东吴证券研究所

4) **芒果TV：手握王牌IP，依托湖南卫视，从“独播到独特”，专业制作团队发挥“少而精”优势。**芒果TV自2014年宣布收回湖南卫视头部内容《爸爸去哪儿》、《我是歌手》等节目的网络分销权，采取独播战略，便一路高歌猛进，迅速在市场占领一席之地。而后芒果TV依托湖南卫视输送的专业制作人才，发力内容自制，2016年制作的10档左右网综有4档进入了播放前十，成果斐然。而自制节目《明星大侦探》的大热也印证了芒果团队的精品制作能力。未来除了延续《爸爸去哪儿》系列和《2017快乐男生》等爆款IP，针对芒果TV年轻群体的需求还会推出大量创新节目。

图表 64: 芒果 TV2016 年 4 档自制内容入围前十



资料来源: 根据互联网资料整理, 东吴证券研究所

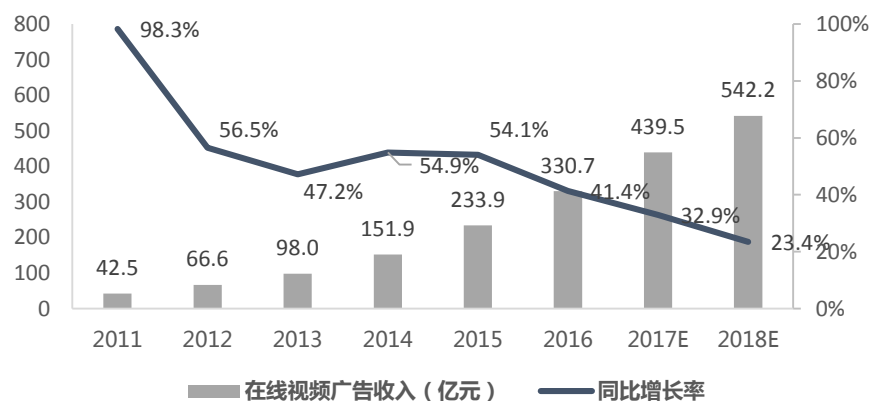
5) 乐视视频: 打通全产业链, 构建泛娱乐生态。乐视视频 16 年共推出了 9 档网综, 包括育儿节目《崔神驾到》、明星美食生活秀《你看起来很好吃》等, 体量较小。17 年初由《奔跑吧兄弟》前总导演岑俊义推出的《单身战争》则获得不俗成绩。乐视拥有自制+影视+电影+动漫+综艺为一身的内容全产业链, 旗下有花儿影视和乐漾影视两家内容制作子公司, 未来有望依靠强而全的自制内容生产线和外围生态强大的支持平台, 依托精细化运营战略抢占内容红利。

## 5. “内容+营销”布局正当时, 多轮变现深挖网综价值潜力

### 5.1. “内容+营销”, 网综广告投资空间巨大

一方面, 卫视综艺受监管限制较大, 同时优质原创内容较为缺失, 收视率上涨空间较小, 而卫视广告价格却日益高涨, 另一方面, 网络视频处于加速发展阶段, 点击量节节攀升, 具有高投资价值的优质内容层出不穷, 巨大的广告价值以及其中的经济潜力可期。据易观智库数据显示, 预计 2017 年视频行业广告收入市场规模接近 440 亿, 2018 年接近 550 亿。

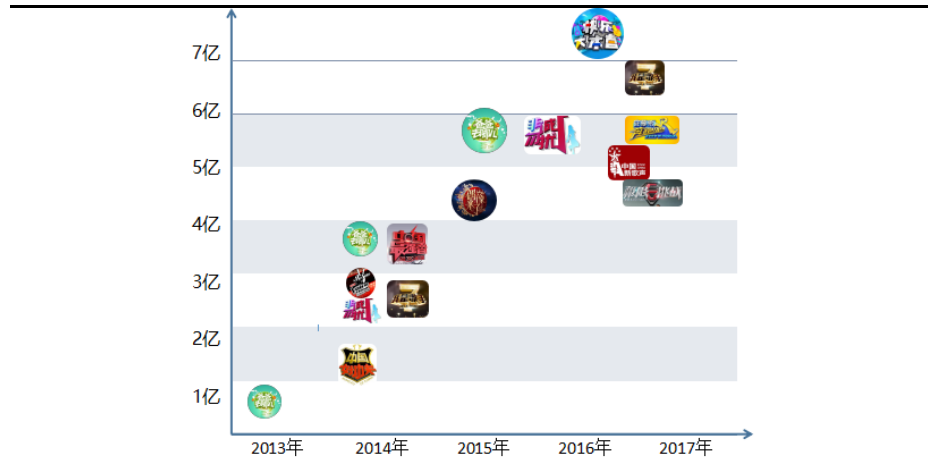
图表 65: 在线视频广告收入规模



资料来源: 易观智库, 东吴证券研究所

**广告红利巨大，冠名费水涨船高。**在电视媒体广告收入显出颓势的背景下，综艺节目尤其是头部综艺以其高触达率越来越受到广告主的青睐，冠名费突破5亿广告费天花板，屡创新高。《爸爸去哪儿》冠名费涨了近20倍；2016年《快乐大本营》独揽7亿冠名，较2015年增加一倍；17年播出的《奔跑吧》冠名费也维持在5亿元；待播的《中国新歌声2》和《极限挑战3》则分别拿下5亿和4亿冠名。

图表 66: 综艺冠名费趋势



资料来源：根据互联网资料整理，东吴证券研究所

在网综精品化和流量剧增的背景下，资本的流入为网综的火苗添上一把柴。标杆性网综《奇葩说》招商费两年内由5000万剧增到4亿，翻了八倍；《火星情报局》、《约吧大明星2》、《十三亿分贝》等网综冠名费也纷纷过亿。网综的吸金能力正向卫综逼近。

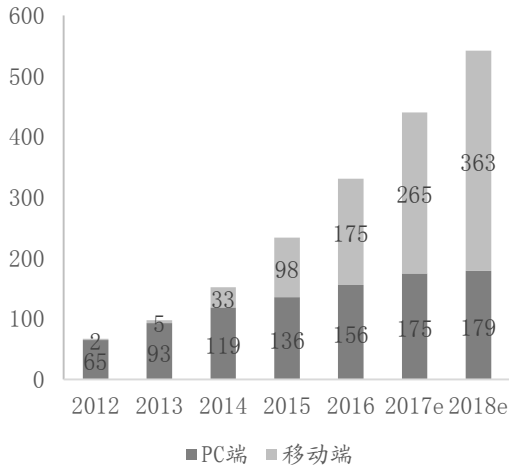
图表 67: 冠名过亿网综



资料来源：根据互联网资料整理，东吴证券研究所

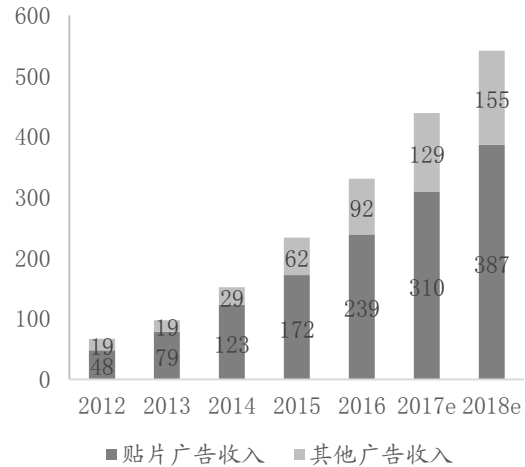
**贴片广告占主流，移动端渠道价值凸显。**随着网民数量及数字媒体使用时长增长，信息爆炸趋势使得被动式媒体的价值凸显，视频贴片广告市场份额持续扩大，是视频企业目前最主要的变现方式。2016年整体视频行业广告市场规模达341亿元，其中贴片广告收入达239亿元，占比70%。移动端视频广告市场增速远高于PC端广告增速，发展势头强劲。移动端媒体渠道由于APP之间切换不如PC网页那样切换方便，用户粘性更高、效果更好，渠道价值凸显。

图表 68: PC 端、移动端广告收入规模



资料来源: 易观智库, 东吴证券研究所

图表 69: 中国在线视频行业广告收入规模



资料来源: 易观智库, 东吴证券研究所

内容营销盛行, 网综成为植入式广告优质载体。广告营销经历以电视、报纸等传统媒介为载体, 发展到依托大数据、云服务精准细分用户的数字营销, 如今已进入以优质内容、场景化引导的内容营销时代。

图表 70: 营销发展历程



资料来源: 易观智库, 东吴证券研究所

图表 71: 内容成为广告营销的关键点

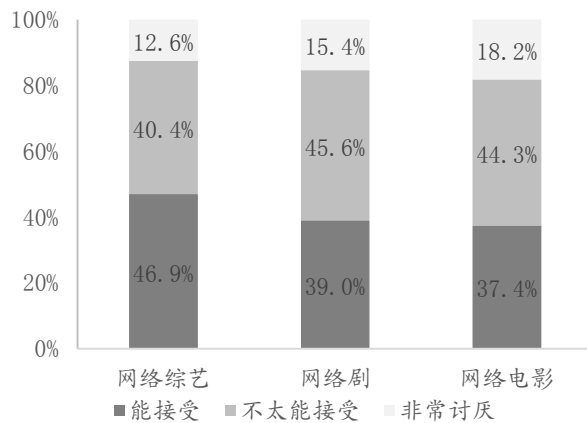


资料来源: 易观智库, 东吴证券研究所

目前网络视频的贴片广告已从 20 秒左右发展到超过 60 秒, 有的甚至达到 90 秒以上, 再继续增长会严重影响用户体验, 有调查显示, 36.8% 的受访用户从来不看贴片广告, 还有人使用屏蔽插件屏蔽掉广告, 导致广告成为无效展示。

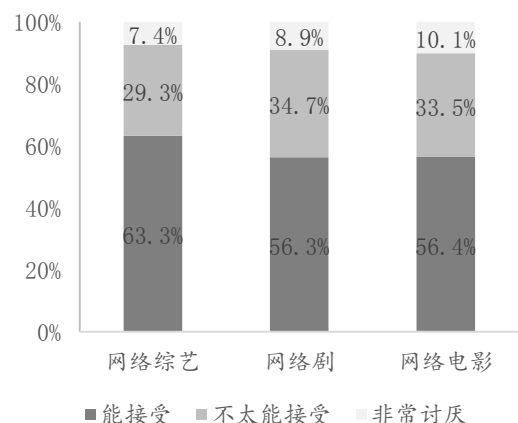
相比较片头广告和中间插播广告这种伤害用户体验的硬广, 以植入式广告为代表的软广则显得可接受得多, 可在节目中多次出现, 还能够随着节目的重复播出持续传播, 效果长久。艺恩咨询调查显示, 相对插播广告, 网生内容用户对植入广告接受度均高出 17%, 半数以上用户可以接受植入广告。广告收入作为综艺节目主要收入, 植入和插播广告更为频繁, 很大程度上培养了受众对广告接受习惯, 接受度更高。

图表 72: 网生内容用户对插播广告接受度



资料来源: 艺恩, 东吴证券研究所

图表 73: 网生内容用户对植入广告接受度



资料来源: 艺恩, 东吴证券研究所

内容营销通过创意深挖内容契合点, 巧妙地将广告和节目融合在一起, 以娱乐的方式广告, 弱化产品, 提高广告接受度, 记忆度高, 有的“花式广告”甚至还会成为节目亮点在社交媒体上二次传播。由明星亲自示范还会带来粉丝效应。

比起网剧和网大这种以故事和观感为核心的内容不同, 网综的优势在于灵活随性、娱乐性强, 植入密度、观众接受度都更高。除了在节目

现场摆放品牌产品外，花式口播、情景植入、创意短片、品牌歌曲，都是当前网综探索出的创意内容营销方式，真正做到“广告即内容”。有数据表明，花式广告的平均回想度高达40%以上，效果十分显著。

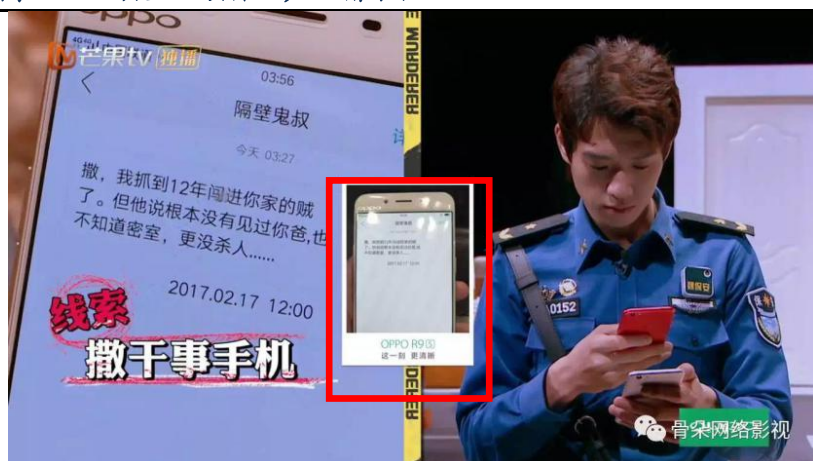
图表 74:《奇葩说》马东花式口播



资料来源：爱奇艺，东吴证券研究所

情景植入则是在节目中设置话题、游戏、环节等，巧妙地将产品同内容融合。

图表 75:《明星大侦探》产品情景植入



资料来源：优酷，东吴证券研究所

图表 76: 《奇葩说》中插创意广告



资料来源: 爱奇艺, 东吴证券研究所

图表 77: 《火星情报局》定制品牌歌曲

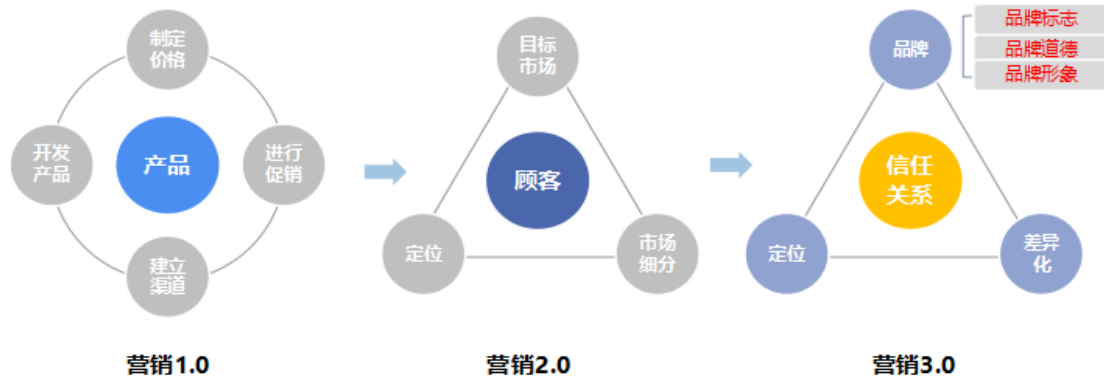


资料来源: 优酷, 东吴证券研究所

更进一步地, 当营销进入 3.0 时代, 更是上升为价值观营销。在现代消费习惯不断成熟、对品牌的盲目崇拜逐渐被理性消费取代的趋势下, 企业通过节目内容传达品牌核心价值观, 获得以信任关系为核心, 以好感度、忠诚度为连接的消费者, 通过树立鲜活的品牌形象, 将自己的产品打造成一个象征, 来建立起品牌和消费者的连接, 深度影响消费者, 才能具有真正的号召力和持久的影响力。



图表 78: 营销发展变迁



资料来源：优酷，东吴证券研究所

**品牌定制综艺：进阶版内容营销。**继品牌定制微电影获得成功，品牌定制综艺也悄然上路。品牌方从节目模式、节目创意、制作团队、节目宣发全程深度参与，定制个性化广告方案，将广告变为内容，将品牌打造为娱乐 IP，使品牌内涵与节目内容深度融合，达到更好的传播效果。

此外，相比冠名大型综艺，迷你定制综艺的成本大大降低，《大薛配配配》每期节目仅 10 多分钟，四期节目一天就完成了录制，营销效果却没有降低，总播放量达 6600 多万。

图表 79: 《大薛配配配》品牌定制



主持人口播奥利奥广告，节目道具中奥利奥抱枕抢镜



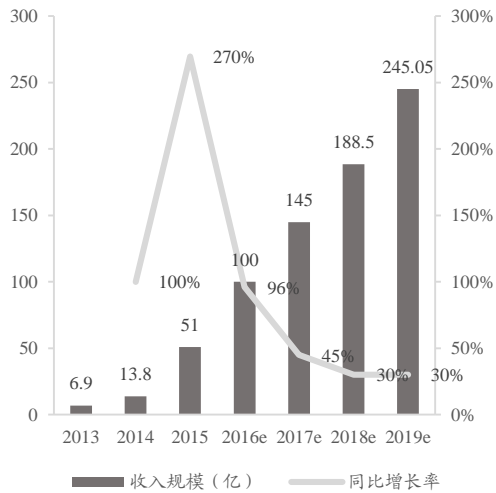
节目嘉宾配对成功，吃奥利奥双味夹心饼干

资料来源：爱奇艺，东吴证券研究所

## 5.2. 内容付费趋势下，综艺版权价值初显

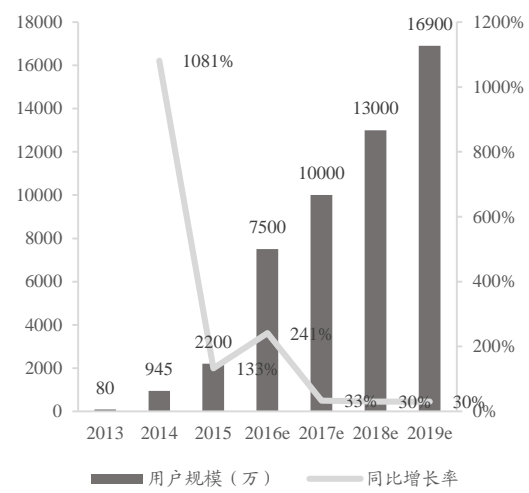
多因素驱动视频付费市场进入高速发展期。在面向内容提供者的“后向付费”模式发展已较为成熟的基础上，面向内容消费者的“前向付费”迅猛发展，内容付费风口越吹越紧。我们预计2017年，付费用户超1亿，人均1.5个账户，在ARPU小幅增长的情况下，市场规模约145亿，未来两年预测增速在30%左右，19年付费用户规模达到1.69亿，ARPU不变的假设下对应市场规模达到245亿。

图表 80: 中国网络视频付费市场规模



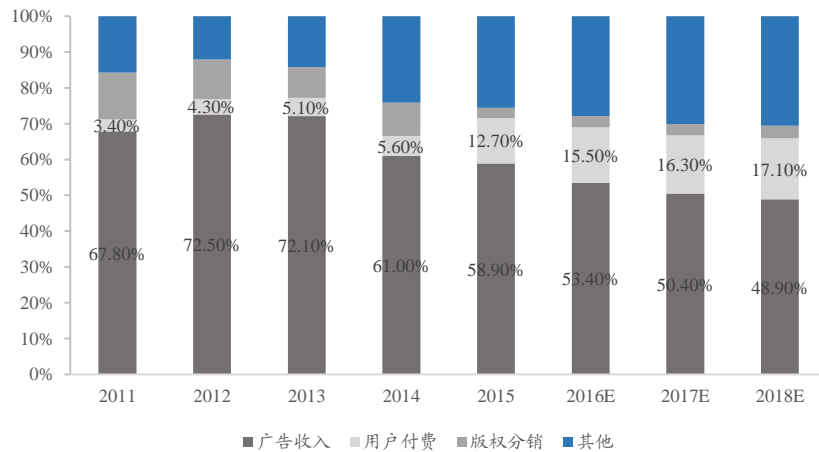
资料来源：艺恩，东吴证券研究所

图表 81: 中国网络视频付费用户规模



资料来源：艺恩，东吴证券研究所

图表 82: 中国在线视频行业收入构成测算



资料来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

网生内容付费领域中，网大、网剧率先发展，已形成较为成熟的付费模式，网综目前已有的一些节目试水，还处于起步阶段，尚是一片蓝海。

2016年爱奇艺联手郭德纲推出单口相声体验式综艺《坑王驾到》，首开先河尝试付费独享观看，目前总点击量超过2.6亿次，期均点击超过1150万次。

图表 83:《坑王驾到》会员独享



资料来源: 乐视视频, 东吴证券研究所

优酷、芒果 TV 联合播出的《爸爸去哪儿 4》也尝试了会员抢先看, 拍摄期间的花絮则开发成衍生节目《爸爸带娃记》, 会员独享观看。

图表 84:《爸爸带娃记》会员独享



资料来源: 芒果 TV, 东吴证券研究所

试水付费网综需满足高人气、高附加值特性。例如《明星大侦探 2》的付费模式为: 正片会员抢先看一天+衍生节目会员抢先看一周。目前第二季累计点播量已超过 7.4 亿次, 这主要得益于首季节目的高人气与高口碑, 其衍生节目《名侦探俱乐部》中会播出正片案件的小剧场还原还有幕后独家花絮, 对观众尤其是明星粉丝具有较高吸引力。

图表 85:《明星大侦探》会员抢先, 衍生《名侦探俱乐部》会员独享

<p><b>明星大侦探 第二季</b> (自制)</p> <p>每周五 12:00 会员抢先看, 每周六 12:00 免费观看</p> <p>第二季 第一季</p> <p>02月 01月</p>	<p><b>名侦探俱乐部</b></p> <p>每周六中午 12:00 会员独享</p> <p>2017年</p> <p>02月 01月</p>
---	--

资料来源: 芒果 TV, 东吴证券研究所

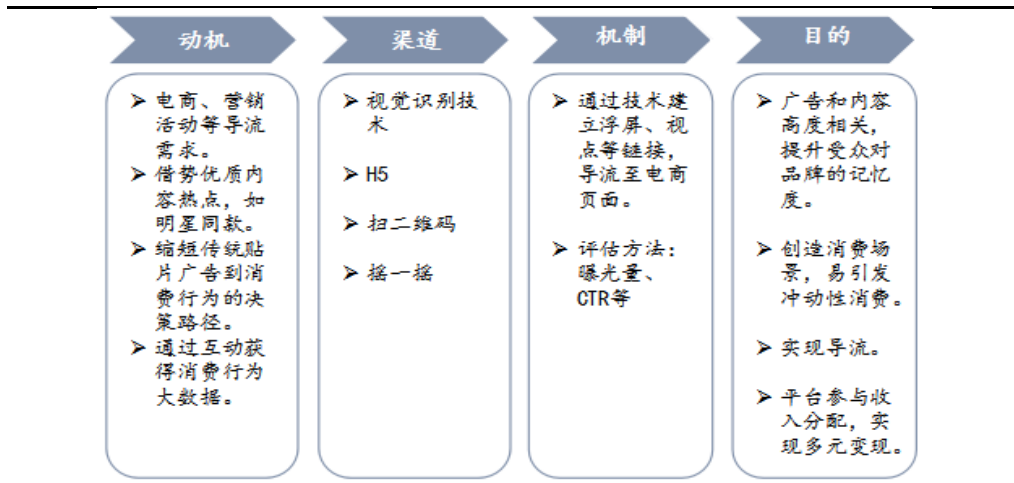
网综付费起步较晚, 仍是以围绕 B 端广告收入为变现核心。而发展成熟的网剧头部内容如爱奇艺的《老九门》、搜狐视频的《法医秦明》, 已经出现付费收入占比超过 50%、和广告收入分庭抗礼的现象。我们认

为，未来随着观众付费习惯养成、网综内容制作更加优质精品、市场进一步成熟，迎来大规模付费变革可期。

### 5.3. 粉丝经济、衍生游戏：泛娱乐化实现多元变现

**网综+电商：技术进步与粉丝效应带动明星同款销售火爆。**“看到即买到”，电商卡位视频业务，向上击穿互联网、向下击穿零售业，打破“内容”与“购买”屏障，重新定义视频广告玩法。

图表 86：电商营销流程



资料来源：华扬数字营销研究院，东吴证券研究所

京东联手爱奇艺推出《爱上超模》，不仅在网综节目类型上开创先河，更是首次使用了爱奇艺自主研发的全新广告技术 video out，打造视频+电商“随视购”模式。通过 video out 技术可以实现视频观看中自动识别产品元素，透过浮屏、视点、电商页面等进行提示，将观众导引至购物界面。这意味着视频对用户而言，不再仅是满足娱乐需求，更是获得消费信息、激发消费需求的重要渠道。调查显示，44%的观众表示喜欢随视购这种创新的购买方式，39.6%的观众通过随视购技术引流到产品购买页面。

图表 87：视链技术导入购买



资料来源：根据互联网资料整理，东吴证券研究所

图表 88: 京东和爱上超模的电商合作

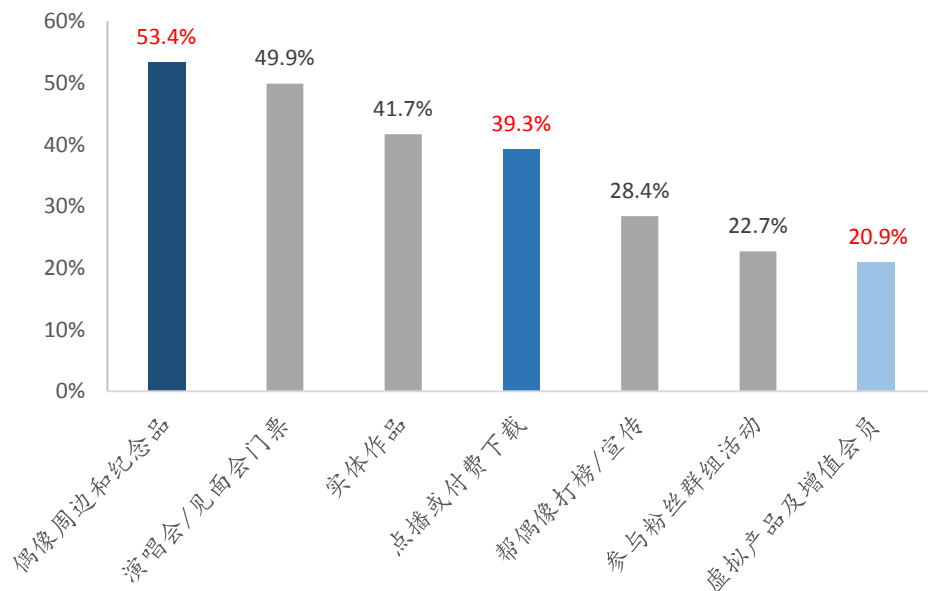


资料来源: 京东, 东吴证券研究所

粉丝群体作为特殊的娱乐化社群, 以共同爱好或人物为核心互相建立连接, 互相之间具有更高的认同感和信任感, 互相分享资源, 成为某种意义上的“利益共同体”, 社群内部拥有更大的传播力和影响力。

消费是粉丝追星的重要方式之一, 根据艾瑞咨询数据, 粉丝在追星方面的花费频次以每年几次或每月几次为主, 其中 6.6% 的粉丝每天都会为追星消费。53.4% 的粉丝选择以购买偶像周边和纪念品的方式追星, 39.3% 选择付费点播或付费下载, 20.9% 选择购买虚拟产品及增值会员。粉丝消费的特点在于以情感为出发点, 实用性、价格排名靠后, 消费潜力巨大。

图表 89: 粉丝追星消费方式



资料来源: 艾瑞咨询, 东吴证券研究所

国内首档时尚真人秀《女神的新衣》就利用粉丝经济实现内容制作到内容消费的完美联动, 通过“全方位跟拍真人秀+T 台秀+现场竞拍+电商销售”模式, 明星全程参与节目服装设计制作, 并最终穿上设计作

品进行展示。

节目中 Nana 同款在网店的销量不到两天时间就已突破千件，收藏量高达 40668 次。最终节目第一季卖出 10 万件衣服，均价在 300-400 元，销售额约为 4000 万元，第二季卖出 20 万件，均价 700 元，销售额约为 1.4 亿。而据制作公司华录百纳全资子公司蓝色火焰副董事长胡长刚透露，《女神的新衣》中每件衣服公司分账 15%，电商收入分成约 3000 万。

图表 90:《女神的新衣》节目衣服发售



资料来源：百度图片，东吴证券研究所

围绕内容场景，构建闭环消费生态，深挖用户价值和粉丝经济。视链技术时时贯穿互动打破“内容”与“购买”屏障，最大限度降低用户跨平台获取成本和选择成本，扩展电商消费场景；明星全方位展示目标商品，刺激消费，粉丝效应带动同款销售火爆，真正做到精准营销。

**IP 衍生手游：挖掘节目长尾价值。**泛娱乐化和综艺 IP 化趋势下，围绕节目 IP 开发同款手游可以充分挖掘节目长尾价值，发挥网游联动的协同作用。如同名跑酷手游与《爸爸去哪儿 2》节目同期上线，充分利用节目热度，将 IP 粉丝转化为游戏用户，并获得 4 天下载突破千万、连续多天 APP Store 中国区免费榜第一的成绩。

对手游而言，综艺节目的热播和明星的号召影响力为产品推广发挥了最大宣传价值，大大缩短和减少了游戏的曝光期和宣传成本；对节目而言，游戏产品扩展了节目和观众的互动方式，提高了节目影响力和粘性，还成为综艺 IP 变现的一条新渠道。二者协同构成泛娱乐生态的重要成分。

选秀综艺头部 IP《超级女声》在 2016 年推出养成类官方手游，节目、游戏、直播多终端全程联动、配合比赛进程内容同步推进，每位人气选手都有专属定制形象，粉丝和选手互动极具真实代入感。同时游戏搭乘节目强大号召力的东风，针对粉丝群体开发多项消费变现环节，如手游代言人由观众和玩家投票选出、人气选手在游戏里也获得冠军等，鼓动粉丝为选手消费，充分利用粉丝经济实现多轮变现。

图表 91:《超级女声》官方手游



资料来源：超级女声官网，东吴证券研究所

## 6. 相关标的

图表 92：相关标的的盈利预测和评级

重点公司	EPS (元)			PE			评级
	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E	
思美传媒	1.061	1.373	1.728	26	20	16	买入
华策影视	0.36	0.47	0.61	30	22	17	买入
华录百纳	0.6	0.79	1.08	33	25	19	未评级

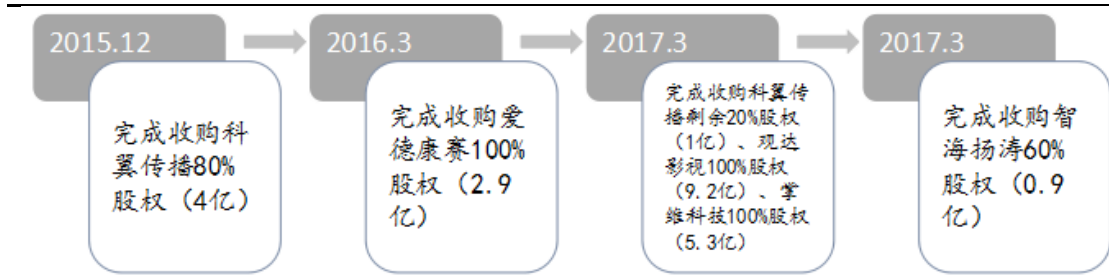
备注：未覆盖公司盈利预测取 wind 一致预期

资料来源：Wind，东吴证券研究所

### 6.1. 思美传媒：整合优质标的，打通泛内容全产业链

思美传媒 2000 年成立于杭州，以浙江省电视媒介代理服务起家，逐步开拓全国性电视广告代理市场，业务范围辐射浙江、江苏、上海、北京、广州等地。公司于 2014 年上市，2015 年涉足内容营销领域，并于 2016-2017 年陆续完成对科翼传播（内容营销）、爱德康赛（SEM）、观达影视（内容）、掌维科技（内容）100%股权和智海扬涛（营销）60%股权收购，发力“电视广告营销+内容营销+数字营销”，打通“IP 版权+内容制作+宣发+营销”泛内容产业链。

图表 93: 思美传媒外延收购历程



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

收购科翼传播, 整合客户资源, 布局内容及内容营销。2015年12月公司收购科翼80%股权, 2017年3月完成剩余20%股权收购。科翼传播深耕多年内容营销, 是四季《中国好声音》和《中国新歌声》的唯一娱乐整合营销服务提供商, 并为《奔跑吧兄弟》、《欢乐喜剧人》、《极限挑战》等现象级综艺提供宣发服务, 和多家一线卫视、新媒体平台形成深度合作, 并积累了上海大众、可口可乐等广告客户资源, 此外依托强大的宣发能力, 科翼已切入网综制作领域。

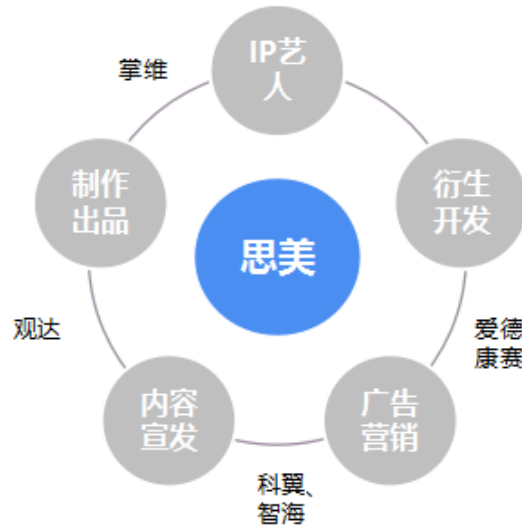
图表 94: 科翼传播三大业务

项目	
内容宣发	<p>《奔跑吧兄弟》(4季)、《中国好声音》(4季)、《欢乐喜剧人》(2季)、《极限挑战》(2季)、《龙门镖局》、《明若晓溪》、《蜀山战纪》、《煎饼侠》等</p> <p>中国好声音1-4季    中国新歌声    奔跑吧兄弟1-4季    爸爸回来了</p>
广告营销	上海大众、可口可乐、伊利、美丽说、百雀羚、蒙牛、相宜本草、宝马等
内容制作	《燃卡100天》、《魅力野兽》、《有料》、《剧透》、《oh my 思密达》

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所



图表 95: 思美传媒打通泛内容产业链



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

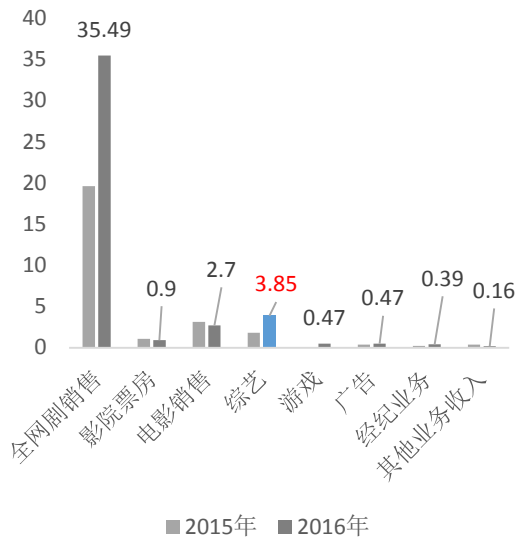
公司整合多家优质标的资源，以传统电视广告为基石，左手数字营销，右手内容营销，布局多领域，打通泛内容产业链，各子公司之间的客户资源和业务的协同优势逐步体现，贡献业绩稳步增长，未来外延红利还将进一步释放。

## 6.2. 华策影视：制作发行能力行业领先，“SIP+X”全产业链布局

浙江华策影视股份有限公司是一家民营影视文化企业，成立于2005年，2010年在创业板上市。公司主营业务为制作与发行影视产品，创立11年，出品大量制作精良的影视剧作品，具备较强的影视资源整合能力，规模与实力在行业位居前列。2014年公司收购擅长大数据分析的电视剧制作公司克顿影视，2015年公司业务转型，重点打造以互联网渠道为发行首选的SIP内容产品，2016年深化推进SIP+X战略，泛娱乐化生态日臻完善。

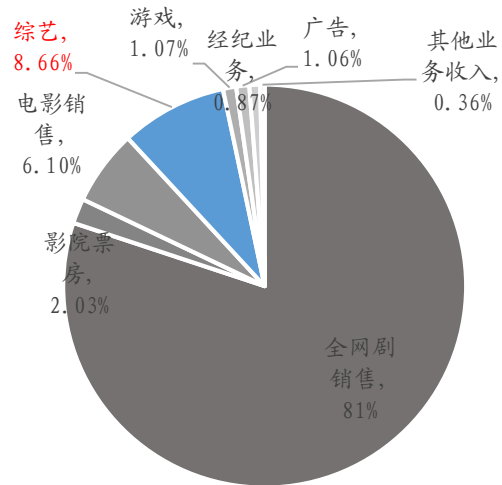
公司2016年实现营业总收入为44.45亿元，较去年同期增长67.27%，综艺收入3.85亿元，占总营业收入的8.66%，同比增长111.54%。2016年公司进一步扩充综艺板块力量，打造现象级综艺爆品。公司推出的大型经典音乐推理节目《谁是大歌神》创下浙江卫视十点档收视纪录，独家视频播放平台乐视视频全屏播放量突破7.5亿次，单集播放量突破1.1亿次，并已启动第二季的制作筹备。

图表 96: 公司主营构成 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 97: 公司主营构成



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

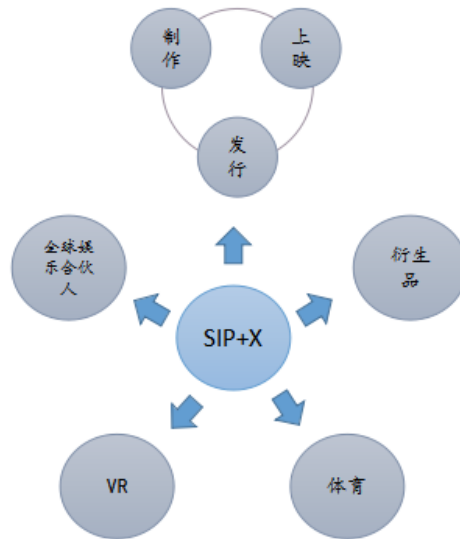
公司采用全产业化经营方式, 避免分散封闭式运作带来的投资风险巨大、利润分配不均等问题。目前制作、发行、上映三个环节的闭环已经形成。

**重视内容制作, 着力挖掘与培养剧本编写、影视制作及表演专业人才。**公司通过定期开设“华策杯”编剧班、投资设立浙江大策教育科技有限公司和浙江传媒学院华策电影学院、战略合作中国美院等多种途径, 落地影视人才教育与挖掘。

**完善电影发行上映体系, 形成电影业务飞跃的助力。**公司对地面发行和互联网宣发两手抓, 一方面通过自己投资开办影城和投资线下院线龙头万达院线, 打造地面发行网络和上映渠道; 一方面投资售票平台“淘宝电影”完善互联网宣发渠道, 逐步打通从内容到全网宣发的上下游。

**以 SIP 为核心, 投资多领域, 深化推进 “SIP+X” 战略。**公司入股第一达人视频电商小红唇, 完善内容衍生品运营链条; 投资花样滑冰世界冠军佟健成立的花样滑冰高端品牌——翼翔冰雪, 以冰雪运动为切入点布局体育领域; 入股景域文化, 投资 O2O 旅游平台驴妈妈, 切入影视旅游领域; 布局 VR 内容端, 先后完成对 VR 内容制作行业一线公司兰亭数字和热波科技的战略投资, 并与知名纪录片制作人赵琦合作成立了主攻 VR 影视内容制作的目力远方。战略合作欧美、韩国娱乐业巨头, 构筑全球娱乐合伙人体系, 先后与英国松林集团 Pinewood、BBC、ITV、极光影业、二十世纪福斯、索尼、韩国 CJ 娱乐集团、N.E.W.等全球著名影业机构、国际影业巨头建立了合作伙伴关系, 资本入股与一揽子影视及电影项目并行, 构筑全球娱乐合伙人体系。

图表 98: “SIP+X” 泛娱乐产业



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 6.3. 华录百纳: 紧握综艺核心优势, 内容制作营销协同发展

公司作为老牌制作公司, 于 2002 年成立, 国资委控股, 深耕影视领域, 2014 年公司以 25 亿元收购蓝色火焰, 进军综艺制作、内容营销领域, 2015 年公司引入亚洲综艺“殿堂级教父”金荣希团队, 强化综艺制作能力。公司紧握影视、综艺、体育核心优势, 不断强化影视、娱乐、体育之间的横向协同, 不断推进内容、媒体与客户之间的纵向协同, 公司各板块不断与互联网深度融合, 形成了独特的泛娱乐战略格局和模式优势。

2016 年公司实现营业收入 25.75 亿元, 上同比增长 36.61%。其中, 影视业务实现营收 5.49 亿元, 同比增长 53.86%; 综艺业务实现营收 8.23 亿元, 同比增长 23.38%。娱乐资源方面, 公司有着较强积淀, 已经成为中国娱乐产业的领军企业, 积累了丰富的用户消费需求理解能力、娱乐资源的整合能力、影视娱乐产品的制作能力, 并在过往打造了一系列的娱乐爆款精品内容, 如《旋风孝子》、《跨界歌王》、《我的新衣》等。

《旋风孝子》作为湖南卫视制播分离的首档综艺栏目, 成为一季度全市场收视表现最好的新播综艺节目, CSM35 城市网平均收视率 1.53%, 以其高品质、高口碑、高收视, 获得市场高度认可, 在第一季度众多综艺节目中脱颖而出, 第二季正在筹备中。

《跨界歌王》延续了公司在出品《最美和声》这类音乐节目方面的优势, 一直保持高收视、高关注和高人气, 已经成为准现象级综艺节目。历经 13 期节目, 《跨界歌王》收视率总体呈上升趋势, CSM35 城市网平均收视率 1.51%, 总决赛收视率在奥运会的激烈竞争下, 达到 1.9%, 排名所有省级卫视第一, 创全季收视新高; 酷云实时数据份额最好成绩破 12%, 创北京卫视节目新纪录; 开播以来, 连续 13 周微博综艺榜第 1、疯狂综艺季第 1; 播出 13 期, 百度指数 11 期位列同期节目第一; 《跨界

歌王》总决赛微博电视指数 TOP1。

内容制作与营销协同发展。公司在三大业务领域的丰富优质内容，为内容营销提供了载体，同时强大的内容营销能力增加了公司在内容制作产业链中的话语权。蓝色火焰深耕电视媒体内容营销多年，先后运作《智勇大冲关》、《爸爸去哪儿》、《最强大脑》、《快乐大本营》、《非诚勿扰》等多个重量级综艺节目营销策划，切入内容制作领域后制作并成功运作大型音乐竞技节目《最美和声》、明星时尚真人秀节目《女神的新衣》、《旋风孝子》、《跨界歌王》等，与央视、湖南卫视、江苏卫视、浙江卫视等缔结了深厚的战略合作关系。依托于综艺热度和影响力，蓝色火焰还打通了“综艺+电影”衍生链，开发制作了《快乐到家》、《爸爸去哪儿》、《爸爸的假期》三步综艺大电影。

图表 99: 蓝色火焰项目与资源

	项目
内容营销	《智勇大冲关》、《爸爸去哪儿》、《最强大脑》、《快乐大本营》、《非诚勿扰》
综艺制作	大型音乐竞技节目《最美和声》、明星时尚真人秀节目《女神的新衣》、《旋风孝子》、《跨界歌王》
综艺电影	《快乐到家》（票房 1.54 亿）、《爸爸去哪儿》（票房 6.97 亿）、《爸爸的假期》（1.16 亿）
合作伙伴	中央电视台、湖南卫视、江苏卫视、浙江卫视、北京卫视、东方卫视等
稳定客户	999、美的、天喔、创维、金龙鱼、华帝、韩后、天猫、金立、中国平安等

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 100: 公司 2017 年计划投资制作综艺节目

名称	项目进度	预计播出时间	拟播出平台
跨界歌王 2	拍摄中	2017 年 4 月 15 日首播	北京卫视
来吧兄弟	2017 年 5 月 开机	2017 你那三季度首播	江苏卫视
旋风孝子 2	筹备中，预计 2017 年 6 月制作	2017 年三季度或四季度首播	湖南卫视
铿锵玫瑰	筹备中	2017 年下半年	江苏卫视
大梦想家	筹备中	2017 年三季度或四季度	央视电影频道
音乐节目（待定）	筹备中	2017 年四季度	待定
小城故事多（暂定名）	筹备中	2017 年四季度	待定

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

## 7. 风险提示

视频平台对于网络综艺投入减少的风险，目前视频网站仍处入抢夺市场份额的阶段，为了增加用户的粘性，对于头部内容的投入是存在溢价的，随着视频平台的竞争格局的稳定，差异化的形成，对于头部内容的投入可能减少；广告招商费增速不及预期的风险，2016年头部网络综艺广告招商费增速较快，未来随着整个广告行业增速的放缓，网络综艺的广告招商费存在增速不及预期的风险。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>