2016 年 04 月 14 日
证券研究报告·行业研究·传媒

强于大市（维持）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

电视剧行业专题报告

赏模式渐欲迷人眼 看半月芃芃姜暮烟

投资要点

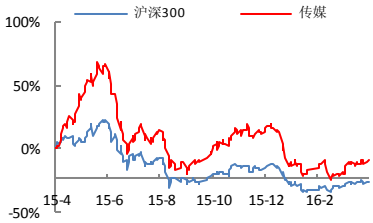
- **电视剧行业回顾。**1）产业层面：由量转质，总部数下降、总集数增多。2）资本层面：并购增多，热钱涌入。3）全年 IP 项目不断，重点关注魔幻题材。4）第一季度电视剧有三大趋势：以古装剧为主。二八定律明显、作品间分化严重。引进剧的吸睛价值不容小觑，或成为视频网站吸引付费用户重要砝码。
- **电视剧核心五要素。IP、题材、颜值、制作、营销：**1）IP：做好铺垫，形成高预期。2）题材：虚幻优于现实。从商业回报角度看，虚幻题材的作品更加适合改编游戏、开发衍生品，背后具有可深挖的长尾价值。3）颜值：颜值重要性不低于演技。4）制作、营销：扩容和长尾却主要看品质，即制作方运营 IP 的能力。精良的制作配以到位的营销手段才是更多非顶级 IP 作品的出路。
- **天价 IP 愈演愈烈。**IP 价格泡沫化主要体现在两个节点，一是上游的文学版权交易，二是下游的影视版权交易。手握 IP 的新型影视公司也成为被收购的对象热点。整个市场绝大多数作品都是 IP 时，此时看爆款 IP 比个数更重要。
- **精品内容推动在线视频付费模式。**2015 年中国在线视频用户付费市场规模为 51.3 亿元，同比增长率为 270.3%。2015 年付费用户规模达到 2884.1 万人，同比增幅高达 264.1%。在线视频用户付费市场在现象级电视剧《盗墓笔记》、《太子妃升职记》和《太阳的后裔》等的推动下迎来转折点。所以推行付费战略的关键点落在：1）差异化的精品内容，2）内容的丰富度和持续性。
- **周播剧持续制造话题，推高影视收视。**周播剧可以通过制造话题度，推高优秀影视作品的收视。利用高人气明星和“小鲜肉”，借助粉丝维持话题热度，比如《太阳的后裔》中的宋仲基。同时周播剧有利于剧粉转化为游戏玩家，比如《花千骨》的游戏反响较好。综上所述，未来对于优质作品，可以采取周播剧的形式，配合适当的营销，让市场充分发挥“自来水”效应。
- **影游联动，放大价值还是盲目炒作？**未来影游联动要注意以下三点。1）IP 是否适合联动，影视相较游戏对题材的接纳度更广，游戏更强调娱乐性。2）趁热打铁，影游同步产生的共振效果更佳。其实这点不用过多强调。3）影游联动应该是全流程、多维度的。
- **VR：开在传媒未来的花。**未来 VR 爆发的突破口，更可能最先出现在传媒行业，以影视游戏为代表。比如电视剧《幻城》在尝试 VR 剧情短片。市场对待 VR 的态度是矛盾的，即一方面加紧布局，另一方面也持谨慎态度。谨慎源于目前 VR 作品的拍摄成本极高，一部 5 分钟的短片需要几百万甚至上千万的成本。但是一旦出现现象级作品，未来巨头迅速跟进，所以多数公司会提前布局，防止未来在新市场的落后状态。
- **投资建议：**关注影视龙头：华策影视（300133）、慈文传媒（002343）；关注泛娱乐布局：骅威股份（002502）、天神娱乐（002354）、中南重工（002445）、当代东方（000673）。

西南证券研究发展中心

分析师：刘言
执业证号：S1250515070002
电话：023-67791663
邮箱：liuyan@swsc.com.cn

联系人：罗亚琨
电话：0755-23824664
邮箱：lyk@swsc.com.cn

行业相对指数表现



数据来源：西南证券

基础数据

股票家数	74
行业总市值（亿元）	16316.08
流通市值（亿元）	10385.29
行业市盈率 TTM	52.82
沪深 300 市盈率 TTM	10.98

相关研究

1. 影视传媒行业周报（04.04-04.10）：WCA 带动电竞热潮、电影票房跌破七亿 (2016-04-11)
2. 电影行业一季报：票房一骑绝尘、内容终究为王 (2016-04-05)
3. 影视传媒行业周报（3.28-4.3）：票房保持稳定、体育综艺兴起 (2016-04-05)
4. 影视传媒行业周报（3.21-3.27）：票房保持稳定、跨界互娱加速 (2016-03-28)
5. 影视传媒行业周报（3.14-3.20）：《动物城》衍生价值显现，都市剧重回视野 (2016-03-21)

目 录

1. 回顾+展望：精品剧层出不穷 1

1.1 2015 全年回顾 1

1.2 2016 年一季度回顾 3

1.3 2016 全年展望：现象级仍看好魔幻+古装 5

2. 核心五要素：IP、题材、颜值、制作、营销 8

3. 热点趋势：天价 IP、付费潮流、周播兴起、影游联动、VR入侵 10

3.1 天价 IP 愈演愈烈 10

3.2 在线视频付费模式兴起 13

3.3 周播剧制造话题，推高收视 15

3.4 影游联动，放大价值还是盲目炒作 17

3.5 VR：开在传媒未来的花 18

4. 行业政策变化 19

4.1 监管政策 19

4.2 网络剧试错与转型 21

5. 投资策略 21

附录 22

图 目 录

图 1：2003-2015 年生产并取得发行许可的国产电视剧情况 1
图 2：2015 年省级卫视收视率排行 2
图 3：晚间黄金时段收视率排名 2
图 4：《琅琊榜》每日网络播放量情况（万次） 9
图 5：《琅琊榜》卫视收视率情况 9
图 6：琅琊榜软文及构图 9
图 7：近年网络小说版权均价变化 10
图 8：网络小说改编影视情况 10
图 9：在线视频用户付费市场规模 13
图 10：付费用户规模 13
图 11：周播剧场发展脉络 16
图 12：2016 卫视周播剧类型分布 16
图 13：花千骨收视走势图 16
图 14：《青丘狐传说》游戏上线至今排行 17

表 目 录

表 1：2015 年电视剧收视率排行 1
表 2：电视剧网络播放量排名 2
表 3：一季度收视前 20 电视剧 3
表 4：一季度卫视收视情况与去年同期排名比较 4
表 5：2016 年 A 股上市公司投资并购事件 5
表 6：4 月拟播出电视剧 6
表 7：2016 年五大卫视待播剧 7
表 8：2016 年网友最期待的 10 部电视剧 7
表 9：历年电视剧网络版权价格一览表 11
表 10：上市公司并购新派影视公司情况 13
表 11：影视公司布局 VR 18
表 12：《电视剧制作通则》第五条电视剧中不得出现下列具体内容 19
表 13：A 股上市公司 IP 电视剧和网络剧一览表（三月更新） 22

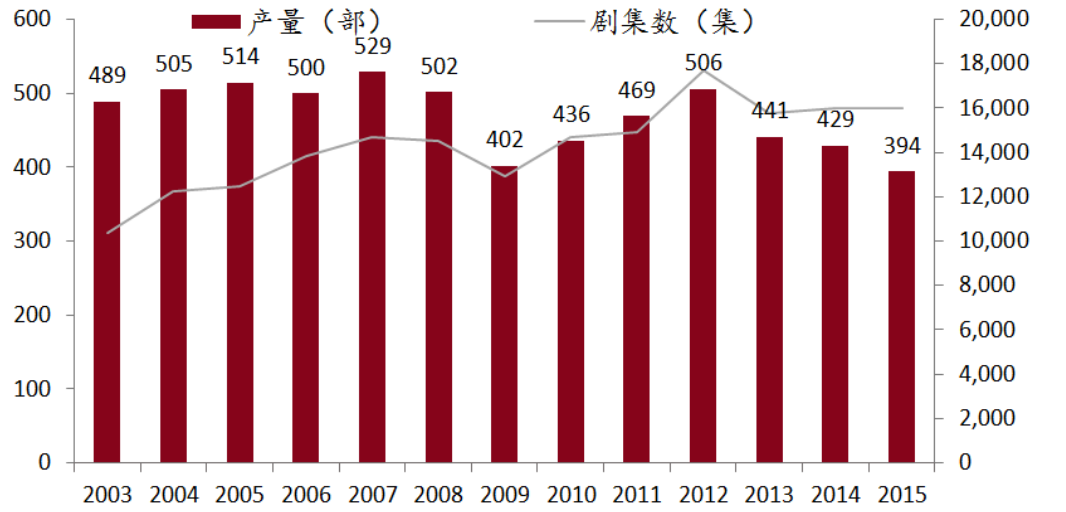
1. 回顾+展望：精品剧层出不穷

1.1 2015 全年回顾

1.1.1 产业层面：由量转质，总部数下降、总集数增多

根据 3 月底广电总局最新数据显示，2015 年全年全国共计生产完成并获得发行许可的剧目共计 394 部，较 2014 年的 429 部有一定下滑，但是集数却由 15983 集上升至 16540 集，说明单部剧时长在增加。事实上，国产电视剧长期存在供过于求的问题，近年电视剧产量逐年下降也是行业逐步去库存的表现。

图 1：2003-2015 年生产并取得发行许可的国产电视剧情况



数据来源：广电总局、西南证券

内容方面，按题材分类，现实题材 202 部、占比 52.3%，历史题材 185 部、占比 47%，重大题材 7 部、占比 1.8%，相较去年变化不大。**但值得注意的是，2015 年几部现象级大剧却集中出现在古装题材：**传统电视台渠道，全年收视率排名前三的作品依次是《武媚娘传奇》、《芈月传》和《花千骨》，收视率均高于 2%；新媒体方面，网络播放量排名前三的作品依次是《花千骨》、《芈月传》、《琅琊榜》，网络播放量均超过 100 亿次。

表 1：2015 年电视剧收视率排行

排名	电视剧	播出卫视	收视率
1	武媚娘传奇	湖南卫视	3.062%
2	芈月传	东方卫视	2.623%
3	芈月传	北京卫视	2.615%
4	花千骨	湖南卫视	2.123%
5	锋刃	CCTV-1	2.102%
6	好大一个家	CCTV-1	1.998%
7	王大花的革命生涯	CCTV-1	1.996%

排名	电视剧	播出卫视	收视率
8	锦绣缘华丽冒险	湖南卫视	1.994%
9	伪装者	湖南卫视	1.922%
10	活色生香	湖南卫视	1.892%

数据来源：TVTV 收视率排行，西南证券

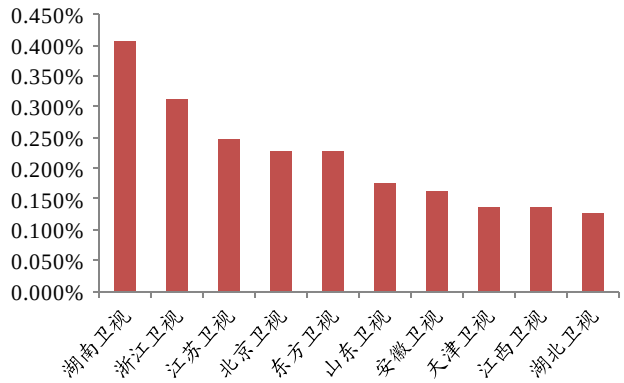
表 2：电视剧网络播放量排名

排名	电视剧	网络播放量（亿）	来源网站
1	花千骨	195	优酷、土豆、爱奇艺、搜狐、腾讯、芒果 TV
2	芈月传	168	腾讯、乐视
3	琅琊榜	104	优酷、土豆、爱奇艺、搜狐、腾讯、乐视
4	云中歌	80	优酷、土豆、爱奇艺、搜狐、腾讯、乐视、响巢看看
5	何以笙箫默	78	优酷、土豆、爱奇艺、搜狐、腾讯、乐视
6	克拉恋人	77.8	优酷、土豆、爱奇艺、腾讯、乐视
7	大秧歌	75.4	爱奇艺、搜狐、腾讯
8	虎妈猫爸	61.5	优酷、爱奇艺、搜狐、腾讯、乐视
9	伪装者	53.6	优酷、爱奇艺、搜狐、腾讯、乐视、芒果 TV
10	千金女婿	49.3	优酷、土豆、爱奇艺、腾讯、乐视

数据来源：TVTV 收视率排行，西南证券

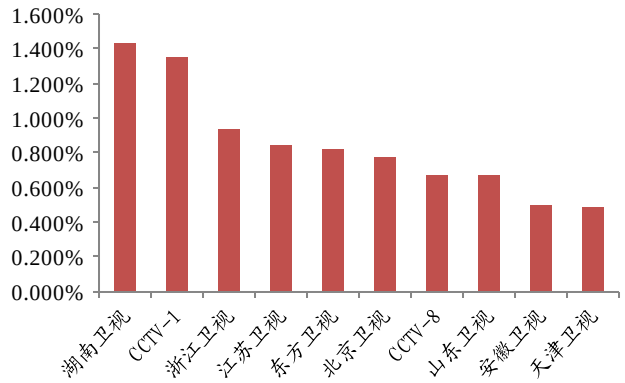
渠道方面，全平台收视率第一及白天收视第一的频道是 CCTV-1，省级卫视收视率第一及黄金时段收视第一的频道是湖南卫视。卫视收视率排名前 5 的频道依次是湖南卫视、浙江卫视、江苏卫视、北京卫视和上海东方卫视，前三名较往年无太大差别。从广告商最关注的晚间黄金档情况看，湖南卫视以 1.4%的平均收视率遥遥领先其他卫视平台。

图 2：2015 年省级卫视收视率排行



数据来源：TVTV 收视率排行，西南证券

图 3：晚间黄金时段收视率排名



数据来源：TVTV 收视率排行，西南证券

1.1.2 资本层面：并购增多，热钱涌入

几家大影视公司完成或正在进行 A 股上市，例如唐德影视、慈文传媒、欢瑞世纪，另外还有不少机构登陆新三板或被上市公司收购，例如唐人影视、梦幻星生园、儒意影业。

据媒体不完全统计，截至 2015 年 12 月 25 日，文化传媒行业共发生并购事件 166 起，数量略高于 2014 年水平；并购总规模 1500 亿元左右（除 23 起并未透露并购金额），同比增长 50%。其中，影视行业并购 31 起，并购总额高达 508 亿元（除 4 起未披露金额），位居各细分行业第一，平均单起并购金额 18.8 亿元；共有 156 家文化企业登录新三板，其中影视公司有 44 家。总体而言，越来越多的影视公司在积极对接资本市场，影视传媒成为投资热点领域。

1.2 2016 年一季度回顾

1.2.1 市场表现：古装 IP 剧霸屏

根据 CSM52 城数据显示，2016 年一季度电视剧收视率排行榜：现象级大剧《芈月传》东方卫视和北京卫视收视率均破 3.5%，13 部剧收视率破 1%。一季度排名前 20 的电视剧，东方卫视最多，有 4 部：《芈月传》、《女医明妃传》、《最美是你》和《少帅》。由此，东方卫视也因此成为一季度收视最高的卫视，去年同期东方卫视收视排名仅为第 6。收视排名 2~5 的卫视频道为浙江卫视、湖南卫视、江苏卫视、北京卫视，其一季度收视前 20 的电视剧分别为 2 部、3 部、3 部、3 部。

新媒体渠道方面，1 月视频网站电视剧总播放量为 527 亿次；2 月视频网站电视剧总播放量为 408 亿次，一是受春节出行等影响，二是缺少《芈月传》热播剧的支撑；3 月视频网站电视剧总播放量为 375 亿次。

表 3：一季度收视前 20 电视剧

排名	剧目	频道	收视率	市场份额
1	芈月传	东方卫视	3.594%	9.140%
2	芈月传	北京卫视	3.502%	8.913%
3	搭错车	山东卫视	1.501%	3.838%
4	美丽的秘密	湖南卫视	1.422%	3.835%
5	煮妇神探	浙江卫视	1.414%	3.628%
6	继父回家	山东卫视	1.399%	3.565%
7	女医明妃传	东方卫视	1.296%	3.390%
8	少帅	北京卫视	1.281%	3.287%
9	天天有喜之人间有爱	湖南卫视	1.233%	3.321%
10	女医明妃传	江苏卫视	1.175%	3.082%
11	寂寞空庭春欲晚	浙江卫视	1.173%	3.157%
12	特种兵四霹雳火	江苏卫视	1.114%	2.859%
13	最美是你	东方卫视	1.058%	2.863%
14	因为爱情有幸福	湖南卫视	0.999%	2.759%
15	剑侠传奇	安徽卫视	0.972%	2.556%

排名	剧目	频道	收视率	市场份额
16	爱的阶梯	江苏卫视	0.964%	2.604%
17	天伦	北京卫视	0.953%	2.518%
18	青岛往事	山东卫视	0.948%	2.513%
19	少帅	东方卫视	0.923%	2.372%
20	好运来临	安徽卫视	0.901%	2.425%

数据来源：TVTV 收视率排行，西南证券

表 4：一季度卫视收视情况与去年同期排名比较

排名	卫视	收视率	2015 年同期排名
1	东方卫视	0.341%	6
2	浙江卫视	0.338%	2
3	湖南卫视	0.323%	1
4	江苏卫视	0.271%	3
5	北京卫视	0.264%	4

数据来源：西南证券整理

1 月，《芈月传》独领风骚。由乐视旗下花儿影视出品、孙俪、刘涛主演的大型古装历史剧《芈月传》于 2015 年 11 月底上线，由于故事内容、卡司阵容均与《甄嬛传》相似，尚未播出便享有超高市场预期。尽管在剧作播出后，豆瓣评分从开播前的 8.0 分跌至 5.1 分，也未能妨碍该剧凭借“《甄嬛传》原班人马+小说 IP”拿下惊人收视以及高额商业回报。1 月播出期间，单日播放量最高纪录破 4 亿次（同期电视剧单日播放量均不超过 1 亿次），两家卫视收视率均在 3%左右（合计 16%市占率），以双渠道的绝对优势霸屏市场。我们认为，该剧成功原因有二：1）IP 的天然优势。与前期现象级节目一脉相承的作品，可以通过“血缘”收获高关注度，即便口碑有争议，只要影响力够强大，同样可以获得成功。2）前期与播出期间的营销工作十分到位。除了突出《甄嬛传》原班人马打造、大 IP 等强调大作定位、提高受众预期外，出品方还通过在乐视网发布一系列“衍生节目”造势，有效增强了用户观看欲望、提升了粉丝粘性。

2 月，《天天有喜 2之人间有爱》、《寂寞空庭春欲晚》瓜分市场。《天天有喜 2之人间有爱》和《寂寞空庭春欲晚》2 月视频网站播放量分别为 43.8 亿次和 35.6 亿次。《寂寞空庭春欲晚》则改编自匪我思存的同名小说，书籍的豆瓣评分为 7.8 分，电视剧评分为 4.0 分。

3 月，《女医明妃传》对战《太阳的后裔》。《女医明妃传》以 40 亿斩获月度冠军；韩剧《太阳的后裔》累计播放量为 15.96 亿次，火爆新媒体，成为韩流回暖新动力；受政策而影响，3 月网络剧播放量和 2 月比较下降 17%，整体表现乏力，暂时进入下行通道，也没有出现播放次数超过 5 亿的爆款。

总结而言，第一季度电视剧市场有三大趋势：

1）表现最出彩的电视剧以古装剧为主。除上述作品外，排名靠前的还有《青丘狐传说》、《山海经赤影传说》、《秦时明月》、《蜀山战纪》、《刘海戏金蟾》等；

2）二八定律明显、作品间分化严重。排名第一的电视剧单日播放量在 1 亿次以上，而第五名对应播放量仅有 3000 万次左右，再往后的作品热度更是锐减至百万级；

3）引进剧的吸睛价值不容小觑。或成为视频网站吸引付费用户重要砝码。

1.2.2 资本层面：资本继续看多影视

从并购案例数量来看，2016 年一季度的投资并购标的为电影娱乐行业的事件数为 30 起，2015 年同期数据只有 16 其起。其中 A 股上市公司投资并购影视娱乐板块企业的事件在有 15 起，可见资本对影视热潮仍在。

表 5：2016 年 A 股上市公司投资并购事件

首次披露日	交易标的	交易买方	交易总价值（万元）	最新进度
2016-04-08	得福文化 51%股权	道博股份（600136.SH）；游建鸣	1020	董事会预案
2016-04-06	爱星乐娱 100%股权	艺能传媒（833892.OC）	--	董事会预案
2016-03-24	司姆泰克 15%股权	运达科技（300440.SZ）	750	董事会预案
2016-03-16	SIM 公司 26.5%股权	华谊兄弟（300027.SZ）	12666	董事会预案
2016-03-15	稻草熊影业 60%股权；	暴风科技（300431.SZ）	310500	董事会预案
2016-03-12	东方龙辉 30%股权； 上海微距 30%股权； 上海玖明 25%股权	长城影视（002071.SZ）	45162	董事会预案
2016-03-05	万达影视 6.61%股权； 青岛万达影视 7.59%股权	泛海控股（000046.SZ）	250000	董事会预案
2016-02-26	东方梦幻 100%股权	恒信移动（300081.SZ）	129000	董事会预案
2016-02-04	大连奥纳 100%股权； 厚品文化 100%股权； 赤峰北斗星 100%股权	万达院线（002739.SZ）	--	签署转让协议
2016-01-30	开心麻花部分股权	东方证券（600958.SH）	5020	股东大会通过
2016-01-27	启维公司 20%股权	光线传媒（300251.SZ）	19664	签署转让协议
2016-01-26	SIGNAL12.62%的股权	华谊嘉信（300071.SZ）	11797	董事会预案
2016-01-22	华奥视美 4.98%股权	艾比森（300389.SZ）	1220	完成
2016-01-16	PEC3.5%股权	游久游戏（600652.SH）	3292	签署转让协议
2016-01-12	悦胜体育 74.8%股权	杭州解百（600814.SH）	999	董事会预案
2016-01-11	深圳微星星 15%股权	富春通信（300299.SZ）	1500	董事会预案
2016-01-11	江通传媒 650 万股股份	金发拉比（002762.SZ）	4550	股东大会通过

数据来源：wind，西南证券

1.3 2016 全年展望：现象级仍看好魔幻+古装

1.3.1 4 月份都市剧是主流

据 ETVT 艺恩电视决策智库显示，4 月已拟定播出日期的电视剧中，都市剧是主流。表现女性为主的电视剧扎堆出现，主要有 4 部女性题材的电视剧：《女人不容易》、《功夫婆媳》、《我是杜拉拉》和《欢乐颂》，前三部基本都是婚姻、家庭为主题，最后一部偏是山影力作（山影在业界一直以来以出品精品剧著称，出品的《伪装者》、《琅琊榜》、《大秧歌》都是 2015 年口碑佳作），初看卡司阵容（刘涛、蒋欣、杨紫、靳东、王凯）还是值得期待。

一季度受寒假和春节影响，电视剧受众年轻化，市场以古装剧为导向。自 3 月下旬起，都市剧已经占据大部分市场，《因为爱情有幸福》、《爱人的谎言》、《远得要命的爱情》排名稳定在网播榜前五名，未来二季度都市剧将是主流。

表 6：4 月拟播出电视剧

剧名	播出时间	播出平台	主类型
《旋风十一人》	4 月 1 日	东方卫视	都市、励志
《我是你的百搭》	4 月 1 日	湖北卫视、陕西卫视	都市、言情
《守婚如玉》	4 月 2 日	安徽卫视、天津卫视	都市、言情
《武神赵子龙》	4 月 3 日	湖南卫视	古装、历史
《女人不容易》	4 月 3 日	河北卫视、山东卫视	都市、女性
《功夫婆媳》	4 月 3 日	辽宁卫视	都市、家庭
《遥远的婚约》	4 月 4 日	CCTV-8	都市、言情
《碧血书香梦》	4 月 6 日	深圳卫视、江西卫视	民国、悬疑
《最好的我们》	4 月 8 日	爱奇艺	校园、青春
《姐妹兄弟》	4 月 11 日	北京卫视、贵州卫视	都市、家庭
《绝命卦师》	4 月 11 日	乐视视频	古装、悬疑
《我在锡林郭勒等你》	4 月 13 日	CCTV-8	都市、言情
《我是杜拉拉》	4 月 16 日	江苏卫视	都市、励志
《欢乐颂》	4 月 18 日	浙江卫视、东方卫视	都市、青春
《奇妙的时光之旅》	4 月 20 日	湖南卫视	穿越、言情
《一念向北》	4 月 21 日	CCTV-8	都市、言情
《藏地密码》	4 月 22 日	优酷、土豆	悬疑、探险
《头号前妻》	4 月 24 日	安徽卫视、辽宁卫视	都市、言情

数据来源：西南证券整理

1.3.2 全年 IP 项目不断，重点关注魔幻题材 IP

从五大卫视看今年的电视剧的整体趋势有如下几个特点：

1）题材方面：主要有古装剧和都市剧。古装剧偏玄幻架空题材，主要是受 IP 剧本的影响。值得一提的是，我们认为九州系列作品（即将上线的有《海上牧云记》、《九州天空城》、《九州缥缈录》、《九州鲛珠传》）具备冲刺现象级成绩的潜力，原因是它不仅拥有符合当下年轻人喜欢的魔幻、古装两大因子，还经过了长时间发酵、拥有较为充实的内容体系，同时也适合游戏改编，是非常成熟的文学作品。随着当下几部九州作品的影视化，九州系列 IP 的价值将迎来快速发酵。都市剧方面，呈现出更加多元化的特点：青春校园、话题喜剧、都市情感、职场爱情等。年代剧整体数量较少，且以谍战剧为主。

2）剧本来源：IP 改编在古装剧方面尤为明显，接下来待播的几部古装大剧，除了《武神赵子龙》之外，全部改编自网络小说；都市剧中原创与 IP 改编数量平分秋色，青春校园类题材的电视剧多是由原来有一定受众和影响力的 IP 的改编而来；电视剧市场急需优质的原创作品来扭转 IP 过热局面。

3）演员方面：演员呈现年轻化和偶像化趋势。

表 7：2016 年五大卫视待播剧

	电视剧	题材
湖南卫视	《幻城》、《诛仙青云志》、《仙剑五》	古装、玄幻
	《麻雀》	革命
	《猎场》	职场
浙江卫视	《好先生》、《欢乐颂》	都市、情感
	《小别离》	家庭、教育
	《那年青春我们正好》、《致青春》	青春
东方卫视	《欢乐颂》	都市、情感
	《微微一笑很倾城》、《致青春》	青春
	《锦绣未央》	古装
	《胭脂》、《黎明决战》	谍战剧
江苏卫视	《秀丽江山之长歌行》	古装
	《白鹿原》	年代、历史
	《微微一笑很倾城》	青春
	《好先生》	都市、情感
北京卫视	《锦绣未央》	古装
	《小别离》	家庭、教育

数据来源：西南证券整理

在 16 年播出剧目中，我们尤其看好华策影视的《三生三世十里桃花》、《曾许诺》，欢瑞世纪的《诛仙·青云志》，耀客传媒的《幻城》，九州梦工厂的《海上牧云记》等（附录有 A 股上市公司影视 IP 一览表）。

表 8：2016 年网友最期待的 10 部电视剧

电视剧	是否 IP	制作、出品方	类型
《鬼吹灯》	是	企鹅影业、正午阳光影业	奇幻、冒险
《三生三世十里桃花》	是	剧酷传播、霍尔果斯嘉行影视	玄幻、爱情
《幻城》	是	耀客传媒	玄幻
《猎场》	否	东阳青雨传媒、浙江影视、蓝色星空影业	都市职场
《微微一笑很倾城》	是	剧酷传播	青春偶像
《如果蜗牛有爱情》	是	企鹅影业、正午阳光影业	青春偶像
《锦绣未央》	是	克顿影视	重生宫斗
《九州》全系列	是	九州梦工厂传播	玄幻
《诛仙·青云志》	是	欢瑞世纪	玄幻
《仙剑奇侠传五·云之凡》	是	唐人电影	玄幻

数据来源：西南证券整理

2. 核心五要素：IP、题材、颜值、制作、营销

我们认为，一部成功的电视剧主要看五大要素，IP、题材、颜值、制作、营销。正所谓“独木难支，众木成林”，这些要素相互交叉，合力支撑作品的受欢迎程度。

IP：做好铺垫，形成高预期。我们早在去年 9 月的电视剧行业报告《剧中自有黄金股》以及之后的多份传媒行业周报中提及，IP 对于影视作品上线前的预期提升作用很大。类似于《鬼吹灯》、《盗墓笔记》这样的超级 IP，本身就聚集千万级的粉丝量，这些粉丝会自觉在线上线下为作品开启话题。所以当营销力度相同时，IP 剧的影响力普遍超非 IP 剧很多，最经典案例就是去年《盗墓笔记》网络剧在爱奇艺全集上线 5 分钟内收到 1.6 亿次播放请求与 260 万次开通 VIP 会员开通请求，一度造成系统崩溃。

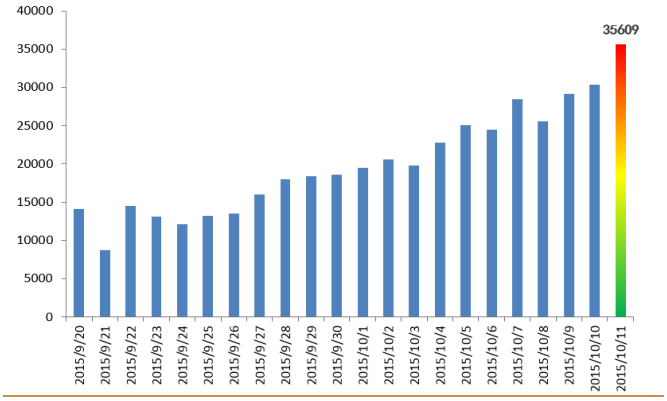
题材：虚幻优于现实。1）从受众口味角度看，纵观过去一年以及今明两年即将播出的作品，我们不难发现，其中呼声最高的还是《诛仙·青云志》、《花千骨》、《芈月传》等非现实题材电视剧，青春校园或者现代都市题材作品虽然也有广泛受众，但是难有现象级大作诞生。电影市场也存在类似情况，国产票房排名前三的《美人鱼》、《捉妖记》、《寻龙诀》都是魔幻作品，好莱坞大片《速度与激情 7》、《变形金刚 4》、《复仇者联盟 2》都是视觉刺激极大的动作、科幻片，青春怀旧类 IP 虽也表现不错，但至今没有作品票房跨入“也表亿俱乐部”。造成这种现象的原因是现在顶尖影视剧市场的目标观众都是 80 后~00 后人群，物质生活优越，物质生活得到满足之后大家转而追求精神的刺激感，同时受《哈利波特》、《指环王》等西方魔幻世界观影响较大，所以魔幻、古装（过去）、科幻（未来）等非现实类题材作品能较好满足其猎奇心。2）从商业回报角度看，一线卫视与新媒体深知虚幻题材剧更具爆款潜质，所以更愿意在采购这类剧时出高价（电视剧作为 2B 市场，渠道方更加看重预期，不像电影作为 2C 市场小成本喜剧也有广阔票房空间）；另外，虚幻题材的作品更加适合改编游戏、开发衍生品，背后具有可深挖的长尾价值。

颜值：剧本是内在、演员是外在，颜值重要性不低于演技。因为《古剑奇谭》一路蹿升为“国民男神”的李易峰、陈伟霆，因为《花千骨》被广为熟知并认可的赵丽颖，因为《太子妃升职记》一夜爆红的张天爱、盛一伦，以及一季度中韩同步播出的的《太阳的后裔》中的男女主演宋仲基和宋慧乔都有一个特点：高颜值。过去我们在网络剧专题报告《网络剧开辟传媒新大陆》中曾详细论述颜值对年轻观众的吸引力，颜值爆表的“小花”、“小鲜肉”是聚集人气的法宝，在此我们不再累述。

制作、营销：打造口碑，先吸睛再吸金。IP 可以打开高预期，迎合风口来引流；但是扩容和长尾却主要看品质，即制作方运营 IP 的能力。精良的制作配以到位的营销手段令观众成为“自来水”才是更多非顶级 IP 作品的出路。

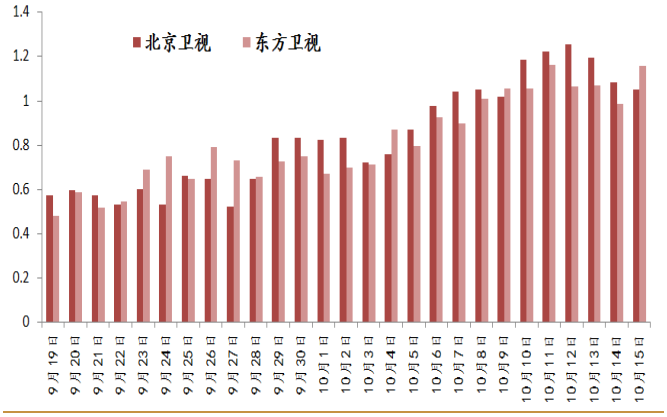
我们以 2015 年口碑排名第一的作品《琅琊榜》为例。《琅琊榜》豆瓣书籍评分 8.6，电视剧评分 9.2，刚上线的时候北京卫视和东方卫视的收视分别为 0.57 %和 0.48%，同时段收视分别排名第 6 和第 10，可谓表现平平。播出后，收视率逐步上升，在后期收视率超过 1%，排名上升至前两名，在新媒体上的网络播放量更是达到 104 亿次，全年排名第三，成为逆袭的黑马。

图 4：《琅琊榜》每日网络播放量情况（万次）



数据来源：西南证券整理

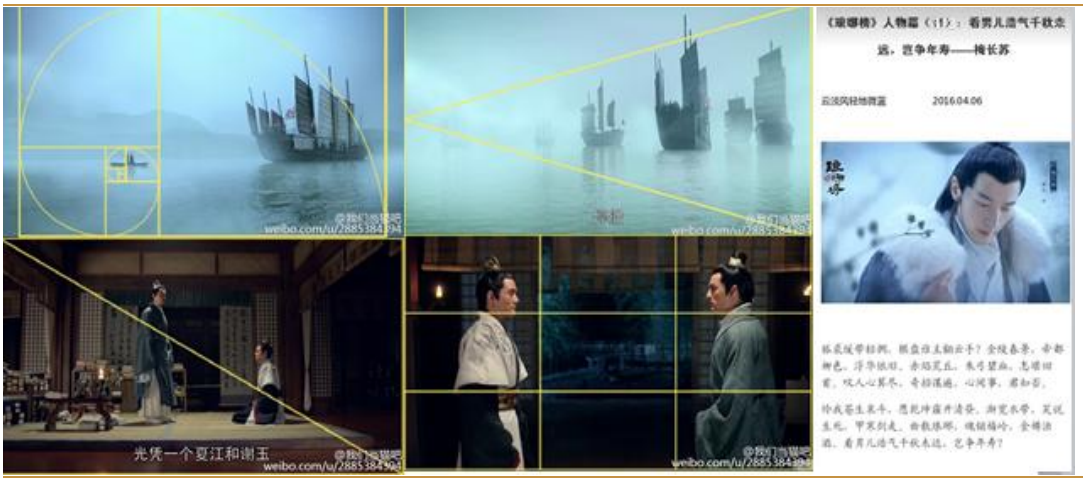
图 5：《琅琊榜》卫视收视率情况



数据来源：西南证券整理

热点是制造出来的。我们认为，琅琊榜之所以能够在前期收视平平的情况下后来居上，除了 IP 本身内容精彩以外，还要归功于制作方走心的制作和各类软文营销。制作方面，该剧在原著基础上去粗存精、突出故事主线；同时在细节处理上力争严谨，不仅较为真实地还原了古代服饰、礼仪和风俗，还在构图和场景搭建上下足功夫，为整部剧营造出古色古香的画面感，增添作品的观赏性。营销方面，紧跟山影上部大作《伪装者》并采用原班人马登场，能够借力上部前者的热度吸引眼球；另外，大量的营销软文（不管是来源于出品发行方还是来源于粉丝）也使得作品在微博、微信等社交平台大火，进而吸引更多人在从众心理的影响下加入观众甚至粉丝行列，也促使更多观众关注到作品的优点为作品“正名”。

图 6：琅琊榜软文及构图



数据来源：西南证券整理

3. 热点趋势：天价 IP、付费潮流、周播兴起、影游联动、VR 入侵

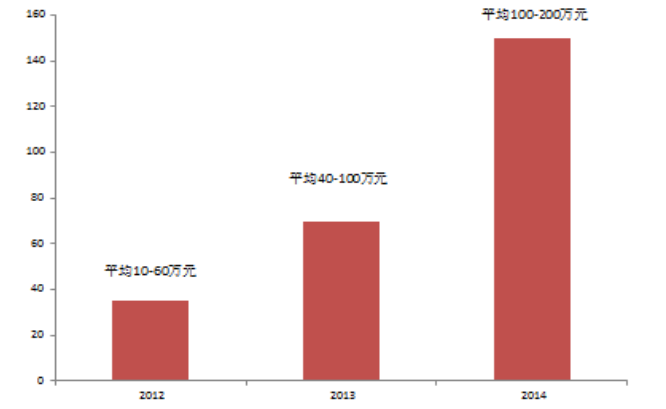
3.1 天价 IP 愈演愈烈

3.1.1 版权交易价居高不下

在成功 IP 作品的多次印证下，制作方、渠道方都深刻认识到 IP 粉丝效应背后的巨大商业价值，供不应求导致 IP 版权价格泡沫化严重。**IP 价格泡沫化主要体现在两个节点，一是上游的文学版权交易，二是下游的影视版权交易。**

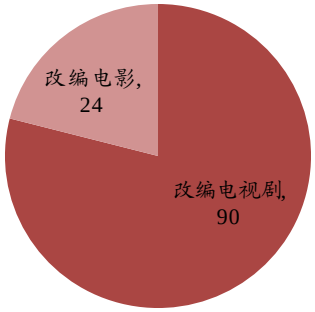
上游：现在市场上多数的 IP 剧都由网络文学改编，2012 年以前，网络小说的影视改编权在 10 万元左右；到了 2014 年，知名作家的作品已经突破百万元。2014 年 114 部网络小说卖出版权。如今，诸如南派三叔、天下霸唱、唐家三少等的一部作品版权费更是达到千万元以上。以作家天蚕土豆为例，数年前《斗破苍穹》全版权价格为 150 万，目前天蚕土豆一部小说电影一项版权高达千万。并且早在去年年中，起点网排名前 200 的作品便几乎销售一空。

图 7：近年网络小说版权均价变化



数据来源：《2014 腾讯娱乐白皮书》，西南证券

图 8：网络小说改编影视情况



数据来源：西南证券整理

下游：近年，精品剧的网络版权与电视台版权价格均有提升，其中网络版权更是在十年间增长数千倍之多。2006 年，电视剧《武林外传》的新媒体版权，80 集一共卖了 10 万元，平均每集 1250 元；2011 年现象级剧《甄嬛传》在乐视网播映的每集网络版权价格为 30 万元左右，到 2015 年《芈月传》两家视频合计每集网络版权价格已经飙升至 200 万元，近期《后宫·如懿传》售价有望创历史新高，可能达到 900 万，也带动整个市场的精品 IP 剧价格提升一个层级。我们认为，尽管目前单集千万级别的作品只是极少数，但趋势不容忽视，随着付费意识的觉醒以及各家视频网站对优质内容的争夺愈演愈烈，网络版权价格在未来仍为维持在高位水平。

表 9：历年电视剧网络版权价格一览表

时间（年）	电视剧	网络版权价格（万/集）
2017	《如懿传》	900
2017	《琅琊榜 2》	800
2015	《武媚娘传奇》	200
2013	《新编辑部的故事》	120
2012	《甄嬛传》	30
2011	《步步惊心》	70+
2011	《宫锁珠帘》（《宫》2）	185
2010	《我的青春谁做主》	2
2010	《宫》	35
2009	《美人心计》	1
2007	《金婚》	0.3
2006	《武林外传》	0.125
2006	《士兵突击》	0.3

数据来源：西南证券整理

值得一提的是，目前最贵的电视剧《如懿传》在新旧渠道上已经卖出单集 1500 万的天价（卫视 600 万+腾讯视频 900 万，片长 90 集，总售价达 13.5 亿元），截至目前该剧尚未开机，不过已经博得大众眼球，相信收视不俗。至于为什么渠道方愿意出如此高价，有两方面原因：1）之前《甄嬛传》、《芈月传》均取得现象级收视，是经过市场验证的头部项目，流潋紫小说 IP+原班人马形成的传承效应让渠道方对剧的效果预期值奇高；2）以天价制造话题，令作品还未开机便轰动业界，利用大家的猎奇心理间接扩大受众面，也算是成功的另类营销。

目前 IP 在传媒领域已经价格泡沫化、覆盖普遍化，业内几乎没有哪家影视机构手上没有 IP。但是我们认为，从内容看，任何一部 IP 最初都是原创，前期是需要沉下心冥思苦想与长时间发酵的，现在市场极度追捧成熟 IP 忽视原创内容，就像只想收割不愿插秧，是无法持续的。可市场情绪如此，即便有公司想走原创在现阶段也难被资本和市场认可，只能等行业 IP 渐渐消耗再整体回归理性。另外，在整个市场绝大多数作品都是 IP 时，良莠不齐的现象是肯定存在的，此时看爆款 IP 比例比个数更重要。

3.1.2 IP 风险渐露

市场风向前期被好的 IP 及其成功的改编炒热，比如《琅琊榜》、《太子妃升职记》。但理性看待整个市场，也有如《华胥引》、《喜乐长安》等案例。《喜乐长安》改编自韩寒的小说《长安乱》，但自今年 3 月 25 日上映以来，累计票房只有 165 万元。电影本来想借助韩寒和韩粉来取得市场票房的成功，但韩寒既没有参加宣发，小说的改编也很难讨喜韩粉。

总结了几个 IP 成败的原因：

1）演员阵容。这里要提的影视作品是《华胥引之绝爱之城》，《华胥引》拍摄时，郑嘉颖因为《步步惊心》人气高涨，但是到了 2015 年播出时，人气远逊于当时，而 2015 年大

火的演员很多都是小鲜肉，市场的偏好出现了巨变。再看《芈月传》利用《甄嬛传》的原班人马，取得较好的收视。

2）平台、档期的选择。《花千骨》本就是针对年轻人的电视剧，所以平台选择湖南卫视，从六月开始播出，九月结束，中间涵盖暑假。所以收视率逐渐上升，且收视率的最高出现在八月底，而不是收官的九月。

3）剧情被改编。2015 年年底出台的《电视剧制作通则》（后附通则第五条规定：即电视剧中不能出现的具体内容），受其影响，未来 IP 会的改编程度加大，可能会背离原著的宗旨，造成 IP 的失败。比如《秦时明月》动画的平均 IP 价值较高，是国内目前粉丝数量最多的国产动画，但是改编为电视剧时候受现实影响，大幅改动，抛弃了原粉丝群体，丧失了粉丝群体带来的巨大价值。

现在市场也都意识到运营 IP 的能力重要过 IP 本身，我们也建议大家持谨慎的态度投资 IP，不仅要关注成功的花也要总结失败案例，找到风险的源泉。

3.1.3 “母凭子贵”，IP 哄抬新影视公司身价

影视行业的 IP 热使资本大量涌入市场，最近两年电视剧行业存在一个现象：手握 IP 就能成立一个影视公司。**具体而言，部分拥有一定影视资源的人，借助手上少量的大 IP 组建新兴影视公司，甚至通过“卖身”上市公司实现身价的暴涨。**这类型公司的创始人主要来自传统影视公司、电视台广电体系以及作者。其中，已经成名的新兴公司有柠萌影业、正午阳光、儒意影业、灵龙文化。

以儒意影业为例，儒意影业的公司理念为“得 IP 者得未来”。成立不足五年，便成功打造了 IP 现象级电影：《致我们终将逝去的青春》票房 7.26 亿元，《老男孩猛龙过江》票房 2.1 亿元、《小时代》系列票房 13 亿元。2014 年 8 月，上海中技控股欲收购儒意影业 100%股权，估值 15 亿元，但最终发审委未通过；2015 年 10 月，天神娱乐公司参与设立的并购基金“天神娱乐文创基金”，拟以现金购买股权方式投资儒意影业 49%的股权，投资金额人民币 13.23 亿元，也就是儒意影业估价约为 27 亿元，一年之内估值涨了 80%。原因就在于儒意影业公司在前期已经购买了大量的版权，有高达 42 项之多的剧本版权储备，比如：1）与小说《致我们终将逝去的青春》的知名作家辛夷坞签订了《影视剧改编权转让合同》，取得了其另外四部小说的影视剧改编权。2）与肖央、籽月、卓越泡沫等知名编剧和作家、新锐导演周拓如建立了长期的合作关系。3)《致青春》和《老男孩》都将被打造成系列电影。

近期还有不少新成立的影视公司因为 IP 等方面的资源优势，享受高估值溢价，例如：1）3 月暴风科技发布预案收购《蜀山战纪》制作方江苏稻草熊影业 60%股权，标的所有者权益账面值为 3835.5 万元，采用收益法评估后的评估值约 1.5 亿元，增值率高达 3881.5%。2）华谊兄弟就以 7.56 亿收购了拥有李晨、冯绍峰、Angelababy 等艺人的公司“东阳浩瀚”70%。3）奥飞娱乐投资灵龙文化一个亿，灵龙文化是作家江南自己成立的公司，江南立足 IP 孵化，构建自己在剧本、图文、动漫、VR 等领域的全面团队。在开发的项目有电视剧《九州缥缈录》，电影《上海堡垒》，电影《龙族》。

表 9：上市公司并购新派影视公司情况

发布预案时间	上市公司	标的	股权占比	标的整体估值（亿元）	增值率	承诺净利润	标的成立时间
2015.3	暴风科技	稻草熊影业	60%	1.53	3881.53%	2016~2018 累计不低于 4.36 亿元	2014.6
2015.10	华谊兄弟	东阳浩瀚	70%	10.8		2015 年度承诺的业绩目标 9000 万元，2016-2019 年度，每年增长 15%。	2015.10
2015.10	天神娱乐	儒意影业	49%	27			2007.3

数据来源：公司公告，西南证券

3.2 在线视频付费模式兴起

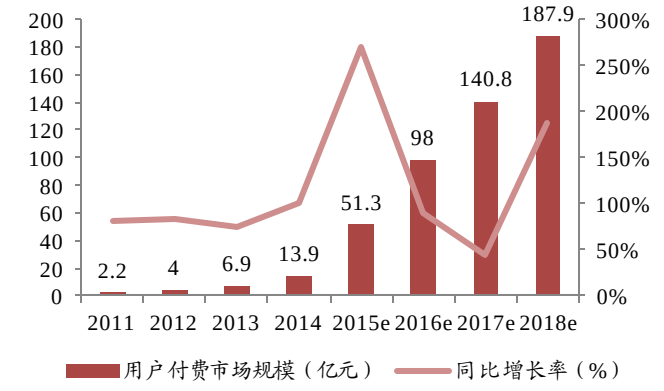
3.2.1 “一剧两星”下，在线视频成为“第三星”

2015 年中国在线视频用户付费市场规模为 51.3 亿元，同比增长率为 270.3%。2015 年付费用户规模达到 2884.1 万人，同比增幅高达 264.1%。在线视频用户付费市场在现象级电视剧《盗墓笔记》、《太子妃升职记》和《太阳的后裔》等的推动下迎来转折点。

2015 年爱奇艺会员付费观看剧目《盗墓笔记》，播出近一周爱奇艺会员周环比增幅超 100%，成功吸纳会员 260 万人以上，单集平均 2 亿次观看，保守估算增加收入 5200 万元。乐视热门网剧《太子妃升职记》增加会员数 220 万人，带来收入 4100 万元。而《太阳的后裔》保守估计三个月至少新增会员 300 万，仅会员费就能给爱奇艺带来将近千万美元的收入。4 月 8 日爱奇艺《最好的我们》是爱奇艺今年推出的第一部超级网剧，采取周播形式，预计可以继续推动爱奇艺会员的增加。

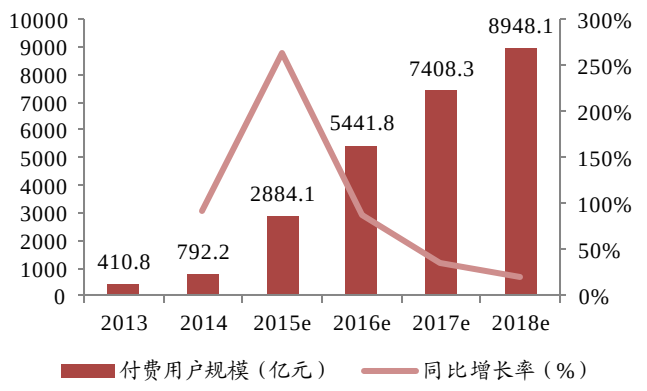
用户“付费观看”的养成，有利于改写现有的行业规则，推动更多优秀资源向中国视频行业集聚，促使更多的制作者、制片人、导演去创作更好、投资更高、水准更高的作品。

图 9：在线视频用户付费市场规模



数据来源：艾瑞咨询，西南证券

图 10：付费用户规模



数据来源：艾瑞咨询，西南证券

3.2.2 Netfix 付费借鉴与国内付费战略

付费的核心是“内容为王”。

资深 IT 从业人士贾敬华认为，付费之所以能够成为 Netflix 的收入支柱，主要就是因为其内容的独特性。《纸牌屋》《马可波罗》和《超胆侠》这些热播美剧，都是 Netflix 自己出品的作品，其中《纸牌屋》第一部播出时便吸纳了 1000 万新增付费用户，公司也成功借助付费点播扭亏为盈。正如我们前期专题报告《网络剧开辟传媒新大陆》中提到的，目前国内各家视频网站会员服务种类与价格都非常同质化，**所以推行付费战略的关键点落在：差异化的精品内容以及这类内容的丰富度和持续性。**

差异化的精品内容：

爱奇艺：会员大剧资源丰富、好莱坞电影专区。爱奇艺的 VIP 宣传语是“轻奢新主义”，目标人群定位 70 后~90 后。影视剧方面，推出众多青春影视作品，2015 年有《心理罪》、《盗墓笔记》、《校花的贴身高手》等，2016 年以来先后推出了《老师晚上好》、《最好的我们》，还有即将上线的《我的朋友陈白露小姐》；爱奇艺引也推出了自制网络节目《奇葩说》、脱口秀节目《晓松奇谈》。

腾讯：坚持自制、版权和用户体验三个核心战略，特色是演唱会直播。电视剧方面，腾讯视频将以 IP 剧为核心，包括《诛仙》、《一路繁花相送》、《幻城》、《锦绣未央》、《麻雀》、《小别离》、《寂寞空庭春欲晚》和《劣质好先生》等。2016 年开始，腾讯视频将与 TVB 合作，为港剧迷们提供包含 600 集当年新剧在内的共 2500 集剧集。除此之外还有自制网剧、自制综艺、自制 IP 国漫等。另一方面，腾讯视频与 QQ 音乐一起推出的 Live Music 在 2015 年迎来快速增长，已经直播过多场巨星演唱会。

乐视：“内容+体验+服务”的生态模式。内容主要是影视和体育：将推出 20 部电影，青春、白领、亲子、人文纪录和好莱坞巨制均有涉及；电视剧方面分两个层次，一是有影响力的大剧，如《凡人修仙传》，盗墓秘术类的《茅山后裔》，悬疑推理类的《民调局异闻录》，搞笑穿越类的《午门囧事》等，二是针对年轻的有特色的剧，以《太子妃升职记》为代表，如《极品模王》、《黑白无双》、《拐个皇帝回现代 2》等；乐视以跨越全屏的互联网及云平台为基础，将开放式闭环生态系统理念应用到多个垂直领域，已经形成互联网及云生态、内容生态、大屏生态、手机生态、汽车生态、体育生态、互联网金融生态等七大子生态。以体育生态为例，体育会员将促进乐视付费战略推行：乐视体育是拥有体育赛事版权最多的机构，乐视体育会员专享精品赛事不少于 1500 场，覆盖上百项职业体育顶级赛事，超过 ESPN、SKY 等老牌付费电视频道。

优酷土豆：重视原创，发力自频道。专设自频道板块，集合各类难以按影视剧、综艺等分类的内容，另外有“关爱八卦成长协会”等优质 PGC 内容。2016 年优酷土豆超级网剧项目有《寻秦记》、《虎鹤妖师录》、《我的狐仙老婆》、《十宗罪》、《神的礼物》、《暗月六族》。2016 优酷土豆将会引入世界最领先的团队和力量去做自制剧，单集的制作成本有望达到千万元级。

搜狐：精品自制内容+独家海外剧，未来还会发展直播业务等。热门自制剧《执念师》，《无心法师》，《他来了请闭眼》等都将继续推出第二部。电影方面成功的作品有《煎饼侠》。

乐视：“内容（影视、体育）+体验+服务”的生态模式。2016 年乐视将继续围绕着“生态”，为会员提供超级影视和乐次元两大类服务，前者适用于家庭场景、后者适用于移动场景。内容方面，乐视将推出 20 部电影，青春、白领、亲子、人文纪录和好莱坞巨制均有涉及；电视剧分两个层次，一是有影响力的大剧，如《凡人修仙传》，盗墓秘术类的《茅山后裔》，悬疑推理类的《民调局异闻录》，搞笑穿越类的《午门囧事》等，二是针对年轻的有特色的剧，以《太子妃升职记》为代表，如《极品模王》、《黑白无双》、《拐个皇帝回现代 2》等；乐视以跨越全屏的互联网及云平台为基础，将开放式闭环生态系统理念应用到多个垂直领域，已经形成互联网及云生态、内容生态、大屏生态、手机生态、汽车生态、体育生态、互联网金融生态等七大子生态。以体育生态为例，体育会员将促进乐视付费战略推行：乐视体育是拥有体育赛事版权最多的机构，乐视体育会员专享精品赛事不少于 1500 场，覆盖上百项职业体育顶级赛事，超过 ESPN、SKY 等老牌付费电视频道。

内容的持续性和丰富度：

提高用户转化率留存率：单部现象级作品仅仅能为在线视频带来一个月或者一个季度的会员收入，所以丰富产品库、签长期版权以及打造系列剧或综艺才是可持续之路。

3.3 周播剧制造话题，推高收视

3.3.1 国内外模式差异及国内周播剧历程

在国外，“边拍边播”是周播剧的精髓所在。常见做法是：制作方会根据观众对已播出剧集的反应随时调整故事走向，相当于赋予了观众对内容的话语权。但在国内，电视剧都是先制作完成，再统一审片，最后集中一次性购买，无法实现边拍边播。所以在国内，推行周播剧主要是通过长时间保有话题度来推高优秀影视作品的收视。

国内周播剧始于 2011 年 11 月湖南卫视播出的《藏心术》，但由于收视不佳还没播完就草草收场。2012 年 7 月湖南卫视继续推出的《轩辕剑之天之痕》因为暑期档、卡司阵容、古装玄幻题材，平均收视破 1.7%，用内容成功推行周播形式。近年大火的作品出现越来越多周播剧的身影，例如 2014 年《古剑奇谭》、2015 年《花千骨》、2016 年引进韩国同步播放的《太阳的后裔》等。现象级作品的播出，逐渐培养和提升了观众对周播形式的接受度。

3.3.2 周播剧的要求：持续制造话题度。

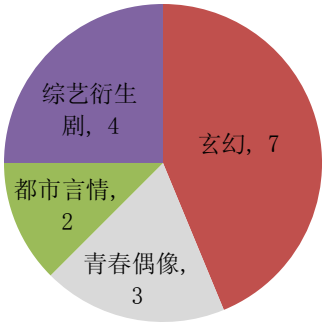
对于演员选择，利用高人气明星和“小鲜肉”，借助粉丝维持话题热度。同理，播出平台也是首选具有影响力的卫视和视频网站，比如湖南卫视就是利用其平台受众多且普遍年轻的特点开始了对周播剧的探索。此外，制作方还需要充分运用长达一个季度的话题发酵，在播出期间利用社交网络与粉丝互动，利用明星参与节目推高话题度，维持饥饿营销，推出周边产品，利用软文营销等，同时周播剧有利于剧粉转化为游戏玩家。

图 11：周播剧场发展脉络



数据来源：《2015 腾讯娱乐白皮书》，西南证券

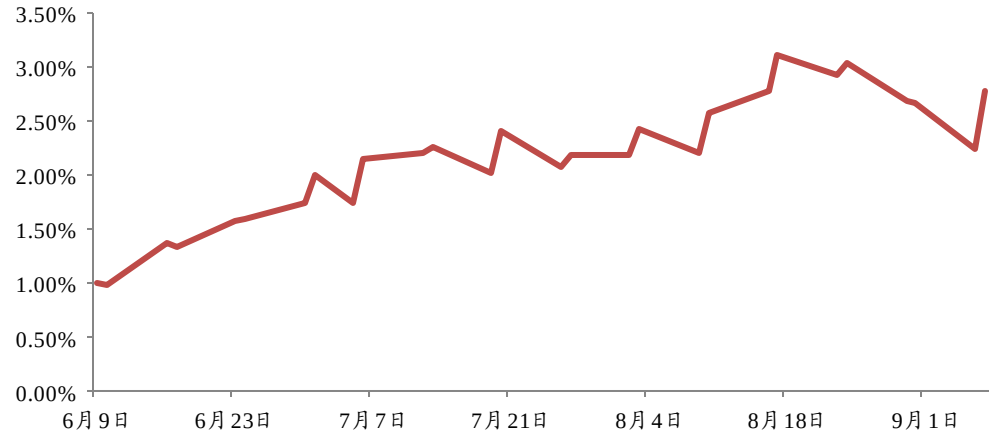
图 12：2016 卫视周播剧类型分布



数据来源：《2015 腾讯娱乐白皮书》，西南证券

成功案例 1：《花千骨》。作品 2015 年播放量达到 195 亿次，收视率最高达到 3.32%。《花千骨》的 IP 其实一般，豆瓣评分仅 6.3，主要还是靠精良的制作加上周播剧模式。未来周播剧形式可能是塑造现象级作品突破收视率和播放量的一种方式，因为它可以给电视剧带来充足的时间进行营销。《花千骨》最开始播出时，收视率不到 1%，但在长达三个月的周播过程中，作品通过发布片花增加吸引力、主演配合播出反响参与节目等让电视剧影响力有足够的时间升级、发酵。

图 13：花千骨收视走势图



数据来源：西南证券整理

成功案例 2：《太阳的后裔》。一季度引进的韩国电视剧《太阳的后裔》也采取周播形式，市场有足够的时间制造一个又一个的微博话题，达到互动营销效果；微信公众号等也借势营销达到双赢的效果。

随着电视剧的受众年轻化，观众可能没有充足的时间每天追加，周播形式更好的吻合了年轻受众群体的生活节奏。未来对于优质作品，可以采取周播剧的形式，配合适当的营销，让市场充分发挥“自来水”效应。

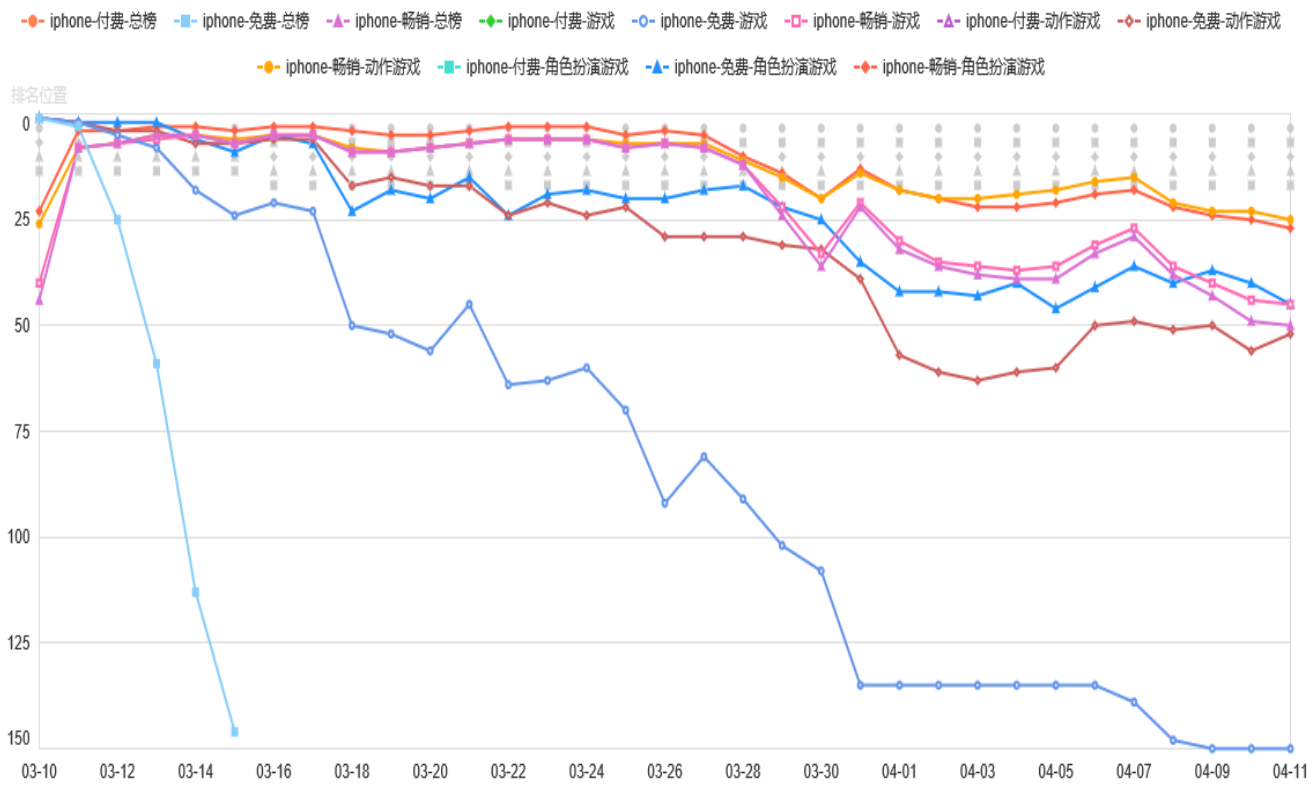
3.4 影游联动，放大价值还是盲目炒作

影游联动的模式通常有两种：第一种便是通过热播电视剧 IP 进行手游的改编，另一种便是手游先行，通过投拍电视剧来强化手游 IP 的策略。影游联动可以推动跨界互娱、带来规模效应，其成功的关键点在于影视和游戏的用户契合度是否高。

影游联动的成功与失败案例并存，《青丘狐传说》于 2016 年 2 月 8 日播出，3 月 10 日同名游戏上线，上线首日新增用户超过 70 万，流水超过 500 万，上线 6 小时冲入 iOS 免费榜第一名。《蜀山战纪》官方手游上线一周内登上苹果应用商店免费榜第一名。《花千骨》同名手游曾占据苹果应用商店畅销排行榜首位，第一个月流水达到 2.5 亿元。相反，《琅琊榜》、《甄嬛传》、《云中歌》等影视作品的同名手游并没有很好的反响。

《花千骨》作为影游联动的成功案例，可以发现以下三点： 1）《花千骨》的电视剧粉丝和游戏粉丝定位均为学生和年轻的上班族，电视剧和游戏的受众年龄相仿，二者切合度高。《琅琊榜》电视剧的受众年纪跨度更大，而游戏的受众者较为年轻，游戏和电视剧的受众切合度不高。2）采用周播剧形式，拉长播出周期，给予充足的时间激发剧粉转化为游戏用户，周播剧通过持续的话题度不断的吸引新的游戏玩家。3）从游戏本身角度出发，也是一款制作精良，用户针对性强的游戏。

图 14:《青丘狐传说》游戏上线至今排行



数据来源：苹果应用市场，西南证券

总结而言，影游联动应该注意以下三点：**1）IP 是否适合联动，影视相较游戏对题材的接纳度更广，游戏更强调娱乐性。**比如《芈月传》、《甄嬛传》这样的 IP 可以成就现象级的电视剧，却受女性向题材所限不适合改编游戏。**2）趁热打铁，影游同步产生的共振效果更佳。**其实这点不用过多强调，因为市场上绝大多数讲影游联动的 IP 如果不是受客观因素影响都是遵循这条逻辑在做。**3）影游联动应该是全流程、多维度的。**合作不仅停留在最后的营销环节，例如现在市场上成熟的 IP 消耗之后，新的影游联动会是从源头开始的互相渗透，IP 创作者可以从剧本创作之初就考虑放入贴近游戏的内容，而游戏公司想提高作品知名度，亦可考虑先做成影视再推游戏。

事实上，许多游戏公司也布局影视，比如 2014 年游族网络成立影业公司，进行了系列化打造，《女神联盟》将推出电影。青青树动漫与《刀塔传奇》研发商莉莉丝科技宣布合资成立克里丝动漫，预计会制作《刀塔传奇》周播动画。本质上来说，影视、动漫、游戏就是泛娱乐体系中不可分割的部分。未来基于市场技术的发展，可以更好地融为一体。**游戏公司布局影游联动的优势在于：1）在 IP 有限且 IP 价格攀升的背景下，所有游戏公司将自己的游戏拍成电影和电视剧，更有效的利用自有的游戏 IP；2）分散风险，游戏和影视剧都存在很大的风险，影游联动可以让影视和游戏的受众进行交叉重叠，相互帮衬，降低风险；3）游戏公司也有增加用户量的渴望，将游戏推出影视剧可以开发更多的用户群体。**

3.5 VR：开在传媒未来的花

从行业来看，VR 应用广泛，包括视频游戏、事件直播、视频娱乐、零售、房地产、教育、医疗保健、城市规划、工程和军事等。但是未来 VR 爆发的突破口，更可能最先出现在传媒行业，以影视游戏为代表。比如，张艺谋、高群书等导演开始筹备 VR 电影；电视剧方面《幻城》在尝试 VR 剧情短片；综艺方面，《我是歌手》等也在推行 VR。

具体来说，《幻城》尝试 VR 剧情短片，但并非推出 VR 版本剧集，而是当成营销、制造话题度的手段，通过 VR 短片的推出，向粉丝更好的普及剧中的场景和人物，让粉丝在观看电视剧中感觉更加真实，产生更好的代入感，达到宣传效果。2016 年 3 月湖南卫视正式上线《我是歌手》裸眼 VR 专区全平台，成为国内首档创新引入 VR 技术全方位多角度纪录的综艺节目，也是国内首款 VR 综艺。2016 年发布 VR 版本预告片以及宣布推行 VR 版电影有 40 多部，包括《星球大战》、《复仇者联盟》等。

市场对待 VR 的态度是矛盾的，即一方面加紧布局，另一方面也持谨慎态度。谨慎源于目前 VR 作品的拍摄成本极高，一部 5 分钟的短片需要几百万甚至上千万的成本。但是一旦出现现象级作品，未来巨头迅速跟进，所以多数公司会提前布局，防止未来在新市场的落后状态。

表 10：影视公司布局 VR

上市公司	投资 VR事件
奥飞动漫	1）2015 年 11 月，参股了拥有全球领先惯性动捕技术的北京诺亦腾科技有限公司（投资 2000 万美元）； 2）2015 年 12 月，进行虚拟偶像运营、VR特效、音效制作的香港泽立仕控股有限公司； 3）2015 年 12 月，战略入股国内领先 VR 头显设备和平台方上海乐相科技有限公司，持股比例 10%； 4）2016 年 2 月，A 轮投资北京时光机虚拟现实（TVR）公司（开发 VR 游戏内容），成为 TVR 董事会成员。

上市公司	投资 VR事件
华策影视	1）2016 年 3 月，华策增资 1470 万人民币，获得兰亭数字科技有限公司（VR 内容提供）7%股权；共同合作 VR 综艺节目《谁是大歌神》; 2）2016 年 3 月，640 万增资热波科技 8.60% 股权。
三七互娱	2016 年 3 月，3166700 美金增资加拿大虚拟现实公司 Archiact（Lamper VR，VR 游戏产品），取得 10%股权。
长城动漫	公司于 2016 年 2 月 29 日发布公告称“公司正在筹划重大资产重组事项，该事项涉及发行股份购买某从事 VR（虚拟现实）技术服务类业务公司的全部或部分股权。
光线传媒	2016 年 3 月，光线影业将合计持有七维科技 51%的股权，七维科技是国内领先的虚拟现实及增强现实（VR/AR）技术公司，有完整的从端（内容生产端）到端（用户体验端）的一整套产品研发。
华谊兄弟	1）2015 年 4 月，入股暴风魔镜; 2）2015 年 11 月份与圣维特签订投资协议，收购部分股权，从主题乐园场景切入 VR。
乐视网	1）北京极图科技有限公司（全景摄像机），天使轮；2）北京叮当猫科技有限公司（VR 游戏内容开发），天使轮。

数据来源：公司公告，西南证券

4. 行业政策变化

4.1 监管政策

2015 年底出台了电视剧制作通则。通则第五条规定明确规定了电视剧中不能出现的具体内容，如“宣扬灵魂附体、轮回转世、巫术作法等封建迷信思想”、“暴露侦查手段、侦破细节，可诱导罪犯掌握反侦查手段”、“表现离奇、怪诞的犯罪案件”等内容。通则也作出明确规定，“表现和展示非正常的性关系、性行为”等内容不得出现在电视剧中，如乱伦、同性恋、性变态、性侵犯、性虐待及性暴力等。另外，“展示和宣扬不健康的婚恋观和婚恋状态”等内容也不能在电视剧中出现，如婚外恋、一夜情等。同时，通则也规定了以下危害社会公德，对未成年人造成不良影响的内容不得出现在电视剧中，如“表现未成年人早恋、抽烟酗酒、打架斗殴等不良行为”。

表 11:《电视剧制作通则》第五条电视剧中不得出现下列具体内容

不得出现的内容	具体规定
（一）不符合国情和社会制度，有损国家形象，危害国家统一和社会稳定	1.贬损国家形象、国家制度和方针政策; 2.损害人民军队、武装警察、国安、公安、司法人员等特定职业、群体，以及社会组织、团体的公众形象; 3.渲染、夸大社会问题，过分表现、展示社会阴暗面; 4.贬低人民群众推动历史发展的作用; 5.以反面角色为主要表现对象，或为反动的、落后的、邪恶的、非法的社会势力、社会组织和人物立传、歌功颂德，着重表现其积极的一面; 6.宣扬中国历史上封建王朝对外的武力征服; 7.宣扬带有殖民主义色彩的台词、称谓、画面等; 8.脱离国情，缺乏基本的现实生活依据，宣扬奢华生活等。
（二）有损民族团结	1.伤害民族感情的情节、台词、称谓、人物形象、画面、音效等; 2.对独特的民族习俗和宗教信仰猎奇渲染，甚至丑化侮辱; 3.表现伤害民族感情的民族战争、历史事件; 4.将历史上民族间的征伐表现成国与国之间的战争。

不得出现的内容	具体规定
（三）违背国家宗教政策：	1.宣扬宗教极端主义和邪教； 2.不恰当地比较不同宗教、教派的优劣，可能引发宗教、教派之间矛盾和冲突； 3.过多展示和宣扬宗教教义、教规、仪式等内容； 4.对宗教内容戏说和调侃等内容。
（四）宣扬封建迷信，违背科学精神：	1.宣扬灵魂附体、转世轮回、巫术作法等封建迷信思想； 2.宣扬愚昧、邪恶、怪诞等封建文化糟粕。
（五）渲染恐怖暴力，展示丑恶行为，甚至可能诱发犯罪：	1.渲染暴力、凶杀，表现黑恶势力的猖狂； 2.细致展现凶暴、残酷的犯罪过程，及肉体、精神虐待； 3.暴露侦查手段、侦破细节，可诱导罪犯掌握反侦查手段； 4.表现离奇、怪诞的犯罪案件； 5.真假、善恶、美丑的价值判断模糊不清，混淆正义与非正义的基本界限； 6.详细展示吸毒、酗酒、赌博等不良行为； 7.过度的惊悚恐怖、生理痛苦、歇斯底里，造成强烈感官、精神刺激并可致人身心不适的画面、台词、音乐及音效等； 8.宣扬以暴制暴，渲染极端的复仇心理和行为。
（六）渲染淫秽色情和庸俗低级趣味：	1.具体展现卖淫、嫖娼、淫乱、强奸等丑恶行为 2.表现和展示非正常的性关系、性行为，如乱伦、同性恋、性变态、性侵犯、性虐待及性暴力等； 3.展示和宣扬不健康的婚恋观和婚恋状态，如婚外恋、一夜情、性自由等； 4.较多给人以感官刺激的镜头，及类似的与性行为有关的间接表现或暗示； 5.有明显的性挑逗、性骚扰、性侮辱或类似效果的画面、台词、音乐及音效等； 6.展示男女性器官等隐秘部位，及衣着过分暴露等； 7.使用粗俗的语言等； 8.未成年人不宜接受的涉性画面、台词、音乐、音效等。
（七）侮辱或者诽谤他人：	1.损害重要历史人物、其他其实人物的形象、名誉，造成不良社会影响； 2.贬损他人的职业身份、社会地位或身体特征；
（八）曲低民族优秀文化传统：	1.渲染、夸大或集中展示民族愚昧或社会落后方面； 2.违背基本史实，为已有定论的历史人物、历史事件“翻案”，或为尚存争议的历史人物、历史事件“正名”； 3.篡改名著，歪曲原著的精神实质； 4.违背基本的历史常识，缺乏基本的历史依据，任意曲解历史； 5.对历史尤其是革命历史进行过度娱乐和游戏式表现。
（九）危害社会公德，对未成年人造成不良影响的：	1.表现未成年人早恋、抽烟酗酒、打架斗殴等不良行为； 2.违反国务院广播影视行政部门有关规定的吸烟镜头和吸烟场景； 3.人物造型过分夸张怪异，对未成年人有不良影响； 4.其他有违社会公德的不文明行为。
（十）法律、法规和国家规定禁止的其他内容：	1.违反国家有关规定,公开展示某专项工作的内部制度、程序； 2.可能引发国际纠纷或造成不良国际影响； 3.违反国家有关规定，滥用、错用特定标识、呼号、称谓、用语； 4.剧中的产品和服务信息植入违反国务院广播影视行政部门有关规定； 5.破坏生态环境、虐待动物的内容； 6.其他有违法律、法规精神，不利于国家建设发展的内容。

数据来源：西南证券整理

加强对网络剧的监管。2015 年网络剧形式爆发，2015 年共有 9 部网络剧播放量超过 10 亿次，过亿次播放量的剧集达到 51 部，全年累计播放量达 229 亿次。由于我国相关法律法规的不健全，不能通过事后的“法律惩戒”达到规范效果，所以监管一般采取前置审查模式。前置审查失效的情况下，比如播出内容出现争议，则由相关部门或行业协会提出整改或播停要求。2015 年以来下架的网络剧作品有《心理罪》、《太子妃升职记》、《无心法师》、《盗墓笔记》、《暗黑者》、《探灵档案》、《上瘾》等。2 月 27 日全国电视剧行业年会上，国家新闻出版广电总局电视剧司李京盛在主题报告中表示，总局将对网络剧审查做出一系列规定：1）网络剧审查开始，线上线下统一标准；2）网站自审的审核员需要接受总局培训考核，自审后播出引发热议的剧目将会进一步由管理司专家审核团队审核总结，有疑议的还会更进一步审议；3）24 小时不间断地监看模式；4）对网络剧制作机构也有进一步的管理要求。

报告中称：网络剧现在还是少年初长成，它的特点是题材丰富活泼，手法不拘一格，体现年轻人的审美兴趣。存在问题是制作粗糙，精品比较少，跟风严重，部分题材把关能力明显不足，尤其是刑侦、灵异、暴力题材，造成恶劣影响；故意打擦边球现象严重，有意冲击底线（例如某些剧专门表现同性恋内容），包括去年某现象级网络剧也要求下线修改，反复修改再重播。网络剧的低俗化倾向突出，较多剧都存在，创作者主观意识媚俗。接下来，总局将认真下大力气进一步对网络剧进行管理，网络剧作为网络文艺的重要内容，必须担负起时代重则。

监管方面，罗建辉表示，对于网络剧具体管理思路和措施在研究中，将加强网络剧全流程管理，线上线下统一审核标准，严格提高审看人员水平，严肃确认网站主管人员责任，重点网络剧提前介入，和电视剧司电影局共同联动，使得线上线下标准一致，电视台不能播的，网络就不能播。

4.2 网络剧试错与转型

前期很多现象级作品下架是因为政策不明朗，大家默认网络剧的监管更为宽松，所以在题材选取和制作方面自由度较大。如今，网络剧已经被多个传媒巨头列为重点发展领域，行业规模初具规模，监管跟进也是必然的现象。

《太子妃升职记》里面大尺度的镜头也被删减后才得以重新播出，《上瘾》下架是违背社会主流价值观，出现同性题材。通过监管层对待如上网络剧的态度，可以为未来的网络剧题材选取提供反面教材，倒推出的网络剧的监管要求。虽然出台了对网络剧的审查的制度，但毕竟网络剧和电视剧黄金档受众群体不一致，所以内容监管应该相对灵活，只要注意不大擦边球即可。同时，和传统电视剧一样，优质的内容仍然是网络剧的关键。**所以未来可能靠拼新奇拼极品博眼球的投机机会减少，但是太阳的后裔这类高品质引进剧、IP 全网剧以及不触碰底线的纯网剧依旧可以支撑起付费市场。**

5. 投资策略

影视传媒属于大传媒板块下基于内容的细分领域，我们建议从两方面进行布局：一方面，建议关注影视龙头：华策影视（300133）、慈文传媒（002343）、当代东方（000673）；另一方面，关注泛娱乐产业链布局较为完善的后起之秀骅威股份（002502）、天神娱乐（002354）、中南重工(002445)、当代东方（000673）。

附录

表 12：A 股上市公司 IP 电视剧和网络剧一览表（三月更新）

相关上市公司	（联合）出品制作	IP 网络剧	IP 电视剧
鹿港科技	鹿港互联影视	《摸金符》、《诡案罪》	
	世纪长龙影视	《路从今夜白》	
骅威股份	梦幻星生园	《那些回不去的年少时光》	《那片星空那片海》、《长相思》
慈文传媒	慈文传媒	《虐渣指导手册》、《少年股神》、《爵迹》、《老九门》、《怨气撞铃》（剧名：示铃路）、《死亡通知单 3（暗黑者 3）》	《岁月忽已暮》、《寻找爱情的邹小姐》、《致我们终将逝去的青春》、《左耳》《回到明朝当王爷》、《岁月忽已暮寻找爱情的邹小姐》、《凉生.我们可不可以不忧伤》
华策影视	克顿传媒		《亿万老婆买一送一》、《锦绣未央》、《且试天下》、《孤芳不自赏》、《曾许诺》、《三生三世十里桃花》
	剧芯文化	《极品家丁》	《锦衣夜行》、《翻译官》、《一粒红尘》、《一代军师》
	华策影视	《从你的世界掠过（节选）剧名：生鲜小龙虾的爱情》、《创业时代》、《愿有人陪你颠沛流离》、《十宗罪》	《极品家丁》、《亿万老婆买一送一》、《小李飞刀》、《长歌行（漫画）》、《绝代双骄》、《射雕英雄传》、《倩女幽魂》、《微微一笑很倾城》
光线传媒	新丽传媒	《斗破苍穹》	《后宫.如懿传》、《左耳》
奥飞动漫	奥飞剧业/有妖气	《开封奇谈》、《记忆分裂》、《镇魂街》、《桃花缘》	
新文化	上海新文化	《明星志愿》、《轩辕剑之汉之云》	《仙剑奇侠传 5》
ST 星美	欢瑞世纪	《十年一品温如言》、《盗墓笔记（剧名：盗墓笔记 2）》、《诛仙.青云志（网络剧名：诛仙.特别篇）》	《大唐后妃传：珍珠传奇》、《西风凋碧树》、《谍上谍》、《盗情》、《豪门游戏：邪少的贴心冷秘》、《跨过千年来爱你》、《诛仙.青云志》、《沧海》《昆仑》、《吉祥纹莲花楼》、《画壁》、《投名状》
天神娱乐	儒意影业		
乐视网	乐视	《午门囧事》、《二十八岁未成年》、《全世爱》、《那一场呼啸而过的青春》、《最美不过初相见》、《毕业那天我们一起失恋》、《策天阙》、《公主贵性》、《神偷俏王妃》、《魔天记》、《求魔》、《仙逆》、《阳神》、《我在新郑当守陵人》、《异现场调查科》、《拐个皇帝回现代 2》、《苏染染追夫记》、《女总裁的贴身高手》、《武动乾坤》、《轩辕剑之汉之云》、《睡在我上铺的兄弟》	《翻译官》
完美环球	完美建信、鑫宝源	《摸金符》、《帝皇书》	《射雕英雄传》

数据来源：西南证券整理

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）
021-68415309
18621310081
jsf@swsc.com.cn

罗月江
021-68413856
13632421656
lyj@swsc.com.cn

赵慧妍
021-68411030
13681828682
zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售总监）
010-57631179
18611796242
zjia@swsc.com.cn

陆铂锡
010-57631175
13520109430
lbx@swsc.com.cn

广深地区

刘娟（地区销售总监）
0755-26675724
18665815531
liuj@swsc.com.cn

张婷
0755-26673231
13530267171
zhangt@swsc.com.cn

任骁
0755-26820395
18682101747
rxiao@swsc.com.cn

罗聪
0755-26892557
15219509150
luoc@swsc.com.cn

傅友
0755-26833581
13691651380
fuy@swsc.com.cn