



粉丝经济产业报告—— 粉丝的时代，偶像的黎明

分析师：康雅雯

S0740515080001

021-20315097

kangyw@r.qlzq.com.cn

联系人：臧琨

zangkun@r.qlzq.com.cn

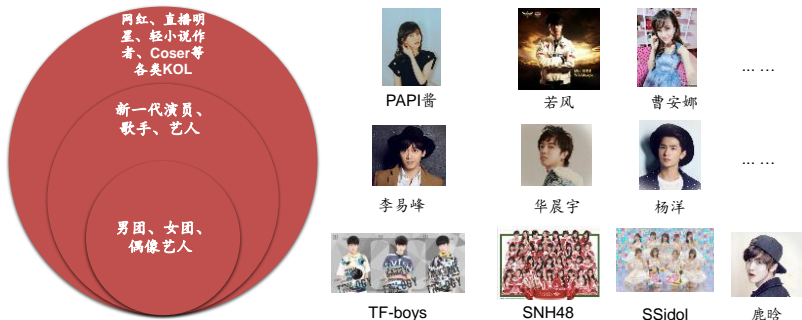
中泰证券研究所
专业 | 领先 | 深度 | 诚信

- **对标日韩寻找文化产业发展共性，目前偶像产业在我国存在巨大机会。**中国文娱产业发展与日韩存在共性，目前中日韩三国在电影、电视剧、综艺和游戏等产业发展都较为成熟，但在日韩文娱产业内占据重要地位的偶像产业我国目前依然处于初步发展阶段，存在巨大机会。
- **偶像作为文化内容产业，需要经济发展支撑（宏观经济增长创造需求）。**根据国际经验人均GDP达8000美元左右时，文化产业会迎来高速增长。偶像产业作为文化内容分支，其特殊的心智补偿性会导致“二重性”，即诞生于经济高速发展时期，爆发于高经济增长后的相对不景气时期。
- **中国：宏观背景和微观结构双重催化，偶像行业迎来发展窗口期。**
 - 1) 宏观背景：经济发展刺激消费转型，为偶像产业发展提供需求。2) 微观催化1：内容消费者付费习惯逐步养成，为偶像产业提供盈利空间。3) 微观催化2：产权保护体系日趋完善，为偶像产业发展提供法律基础。4) 微观催化3：娱乐基础工业逐步成熟，平台反哺内容促进偶像产业发展。5) 微观催化4：内容制作水平增强，吸引韩饭日饭回归的人口红利。
- **市场规模估算：预计到2020年偶像市场总规模可达1000亿人民币。**
- **核心音乐层：**根据艾瑞咨询和《2016中国音乐产业发展报告》数据和预测，结合我们的估算，包括唱片、数字音乐（PC和移动端，不包括电信增值）、演唱会及周边和互联网演艺等在内的核心音乐市场2015年为255.59亿，2020年可达762亿，其中偶像音乐市场规模在涵盖周边衍生品后2015年规模约100.28亿，预计2020年可达494.59亿元，CAGR为31%。**衍生层：**包括影视、网剧/网大、广告、综艺和二次元在内，我们预计2020年偶像市场的衍生层市场规模可达550亿元。
- **偶像经济核心模型：从流量到粉丝，从C端到B端。**我们根据目前中日韩三国主流的模式，结合我国目前娱乐产业的相关特点，总结出偶像经济的核心模型：从流量角度，整体呈现出倒三角的特点，通过大众媒体和内容，能够积累人气和扩大认知度，在经历系统化的运营后逐步转化为粉丝，在此过程中流量开口逐渐变小，用户的ARPU不断提升；同时在粉丝数量不断提升的过程中，收入结构不断由C端粉丝转向B端，从直接付费到流量变现。
- **投资建议：**目前来看由于我国娱乐工业体系尚不成熟，偶像市场（更广义来讲艺人经纪市场）还处于早期阶段，但是我们认为目前时点是偶像艺人经纪市场正处于重要发展窗口期，关注布局相关市场的公司。
- **风险提示：**1) 产业政策趋紧的风险；2) 娱乐工业发展不及预期的风险；3) 经营管理能力不足的风险。

- 1.偶像定义? 为何能成为产业
- 2.他山之石之日本: 偶像产业历史悠久, 支撑整个日本音乐市场
 - 2.1 “J家”: “会员费+粉丝衍生消费+大众娱乐” 打造顶级偶像经济, 年收入超千亿
 - 2.2 “48”系: “剧场+握手会+总选举” 经营养成概念, 创造十年女团奇迹
 - 2.3 二次元偶像: “虚拟+真人” 构成企划即IP模式, 多重变现保证盈利持续性
 - 2.4 市场规模: 核心层+衍生层, 总规模超过500亿人民币
 - 2.5 资本视角: AVEX见证偶像工业发展, Klab受Loveline! 深度影响
- 3.他山之石之韩国: 精英偶像工厂持续复制成功, 竞争激烈产业积极出海
 - 3.1 产业格局: 三巨头引领行业竞争激烈, 产业积极拥抱资本市场
 - 3.2 模式: 可复制的高效精英偶像造星工厂, 打造ToB泛C运营与盈利范式
 - 3.3 市场规模: 国内市场规模超过200亿, B端收入占据半壁江山
 - 3.4 资本视角: 龙头企业持续领先、积极出海, 公司发展与韩流密切相关
- 4.中国: 宏观微观双重催化, 我国偶像产业迎来发展窗口期
 - 4.1 经济发展刺激消费转型, 为偶像产业发展提供需求
 - 4.2 内容消费者付费习惯逐步养成, 为偶像产业提供盈利空间
 - 4.3 产权保护体系日趋完善, 为偶像产业发展提供法律基础
 - 4.4 娱乐基础工业逐步成熟, 平台反哺内容促进偶像产业发展
 - 4.5 内容制作水平增强, 吸引韩饭日饭回归的人口红利
- 5.中国市场规模测算: 快速发展, 千亿市场可期
 - 5.1 核心音乐层: 依托音乐行业迅速发展, 偶像产业可达500亿
 - 5.2 衍生层: 泛娱乐大背景为偶像产业再添500亿市场
- 6.偶像经济核心模型: 从流量到粉丝, 从C端到B端
 - 6.1 ToC: 流量到粉丝, 转化率是关键
 - 6.2 ToB: 依托粉丝效应, 阶梯化艺人培养是关键
 - 6.3 中国产业历史回顾: 一波三折, 黎明将至
 - 6.4 目前产业格局: 巨头、产业资本入场, 各类公司跑马圈地

- 案例1 TF-boys: 从爆款到家族, 创立中国版杰尼斯
- 案例2 SNH48: 养成系女团范本, 打造O2O粉丝经济生态
- 案例3 中樱桃: 网生品牌领导者, 构建流水线化造星工厂
- 案例4 乐华文化: 完善培训体系打造全能优质偶像
- 案例5 嘉行传媒: 艺人经纪+影视投资, 深耕偶像市场
- 7.投资建议: 把握窗口期, 关注积极布局偶像艺人娱乐公司
- 8.风险提示

1.偶像定义？为何能成为产业

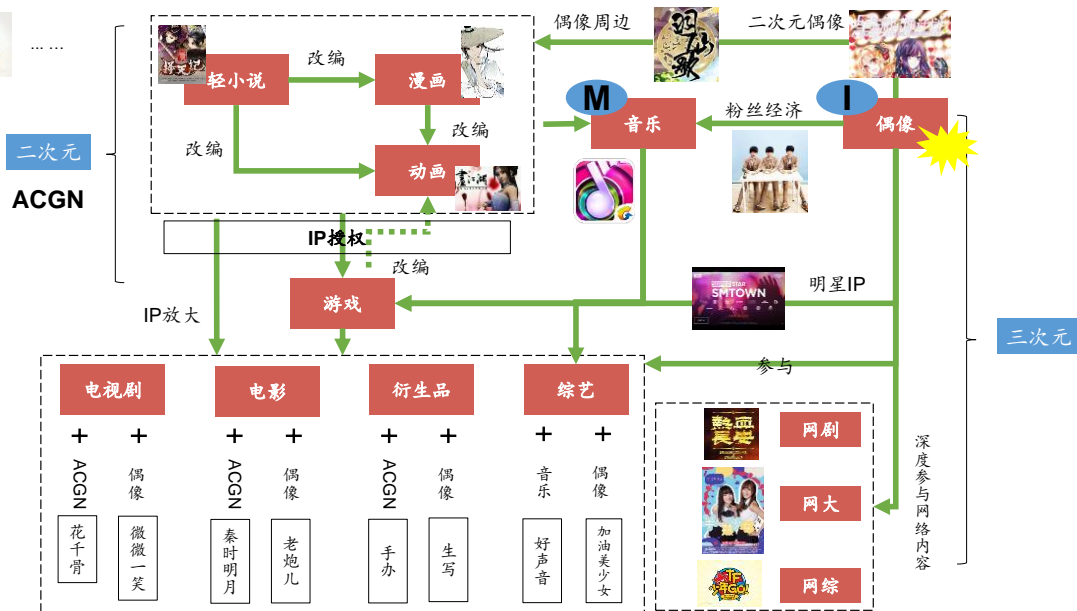


偶像的本质是艺人，是泛娱乐上游供应链的一环

- 人口红利下，ACGNM+I未来有望引领新群体泛娱乐内容消费升级转型，偶像是最具爆发力的一环。
- ACGNM即漫画、动画、游戏、轻小说（可统称为二次元）、音乐（music）五个内容领域和偶像（idol）一个娱乐垂直领域，我们认为这六大领域由于其内容特性更符合年轻人偏好，会成为内容消费升级的最大收益者，其中动漫、音乐、偶像最具爆发力，主要原因如下：1）三者都满足年轻人基本娱乐诉求；2）相比游戏、小说、影视等模式成熟领域，目前产业都处于培育期；3）市场天花板足够高，且容易与其他变现领域联动。

广义的偶像已经在我国萌芽、发展

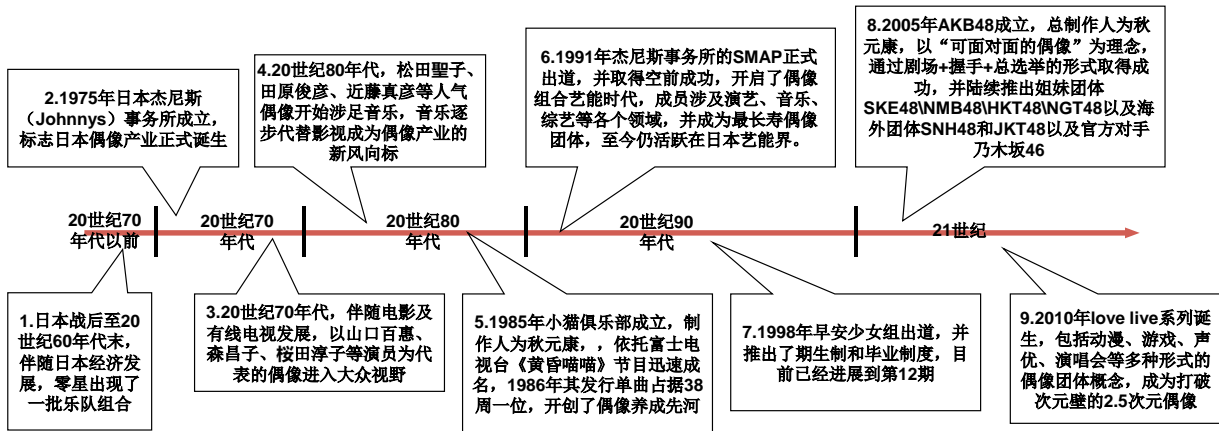
- 我们对偶像定义为：拥有直接C端粉丝作为消费者的一群人的统称，狭义讲专指偶像艺人或团体，也包括新一代歌手、演员等，广义上还包括各类网红、直播主播、知名博主、Coser等各类KOL。从这个角度看，广义偶像市场已经在我国萌芽。



2.他山之石之日本：偶像产业历史悠久，支撑整个日本音乐市场

日本偶像产业可追溯至上世纪70年代，有三十年偶像产业发展史，目前已经高度发展并十分成熟，打破次元壁是未来趋势。

- 目前日本偶像产业以J家和48系为双支柱，支撑起整个偶像产业发展。虽然目前日本有大量的偶像艺人，但是产业的执牛耳是一男一女两家，分别是J家和48系。
- J家：**J家是指的杰尼斯事务所，是日本男子偶像的代表，培养了包括SMAP和岚在内的日本最具人气的男子偶像团体。
- 48系：**48系是指以AKB48为代表的，以“可面对面的偶像”为理念的系列女子偶像组合的统称。



- 日本年轻消费群体的整体二次元化促使偶像产业与动漫、游戏融合，形成独特的2.5次元，逐步形成以内容带动形式的IP共振模式。
- 所谓2.5次元，是指打破三次元（真人）和二次元（动漫人物）之间的壁垒，将同一IP同时放置到现实和虚拟之中，形成了集合各种娱乐形态载体的消费形式。
- 目前日本最主流的2.5次元偶像是love live系列，其产品包括动漫、游戏、声优、演唱会、电影等各种形式，动漫人物与现实人物对应，吸引了大量粉丝。另一方面，传统三次元偶像也推出了二次元产品，如AKB48的PSP游戏与AKB1/48恋爱的话以及动漫作品AKB0048等。

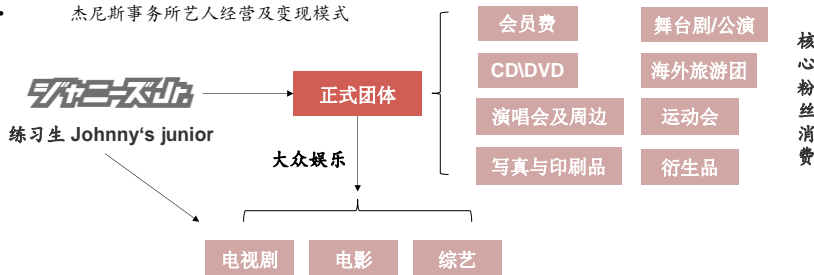
2.1 “J家”：“会员费+粉丝衍生消费+大众娱乐”打造顶级偶像经济，年收入超千亿

杰尼斯事务所于1975年成立，是日本最著名艺人经纪公司之一，社长是Johnny喜多川（真名：喜多川扩）。事务所在多年来以培养和经营男艺人及男性偶像团体为主，培养了一系列日本历史上最成功的男艺人团体。



杰尼斯事务所主要艺人团体一览

杰尼斯事务所艺人经营及变现模式



杰尼斯事务所目前已经形成了成熟的“会员费+粉丝衍生消费+大众娱乐”的经营模式，拥有完整的艺人选拔、培养以及运营和盈利模式，并成为日韩偶像培育体系最早的蓝本。

- 杰尼斯事务所艺人每年创造的总收入至少在1500亿日元，约合人民币超过100亿。
- 由于不是上市公司，因此杰尼斯事务所的收入规模难以精确统计，根据日媒2012年披露的计算方式来看，容易统计的数据包括：粉丝俱乐部会员费、CD/VCD销售额、演唱会动员人数，不易统计的部分包括泛娱乐活动、成员个人solo等。根据上述指标，我们估算2015年杰尼斯事务所旗下主要艺人可计算的收入达到960亿日元，由此保守估算的总收入可达1400亿日元，包括未统计艺人等合计收入规模有望达到2000亿日元。

2015年杰尼斯事务所主要艺人总收入规模统计及估算

排位	艺人名称	会员数 (万人)	会费 (亿日元)	专辑销售额 (亿日元)	演唱会人数 (万人)	演唱会收入 (亿日元)	合计 (亿日元)	总收入估算 (亿日元)
1	嵐	200	80	143.3	103.5	82.8	306.1	388.9
2	SMAP	102	40.8	22.53	-	-	63.33	126.66
3	KinKi Kids	50	20	14.58	22	17.6	52.18	69.78
4	関ジャニ∞	47.3	18.92	54.7	92.3	73.84	147.46	221.3
5	Kis-My-Ft2	36.7	14.68	57.8	73	58.4	130.88	189.28
6	Hey!Say!JUMP	36.6	14.64	22.35	30.9	24.72	61.71	86.43
7	V6	28.4	11.36	16.06	20.2	16.16	43.58	59.74
8	NEWS	18.4	7.36	11.85	28.1	22.48	41.69	64.17
9	KAT-TUN	17	6.8	14.41	-	-	21.21	21.21
10	Sexy Zone	14	5.6	11.05	19.5	15.6	32.25	47.85
11	タッキー&翼	13	5.2	-	-	-	5.2	10.4
12	TOKIO	10.9	4.36	-	-	-	4.36	8.72
13	山下智久	8.5	3.4	-	-	-	3.4	6.8
14	A.B.C-Z	0.8	0.32	5.88	-	-	6.2	12.4
15	ジャニーズWEST	-	-	18.7	27.3	21.84	40.54	62.38
合计		583.6	233.44	393.21	389.5	311.6	960.09	1376.02

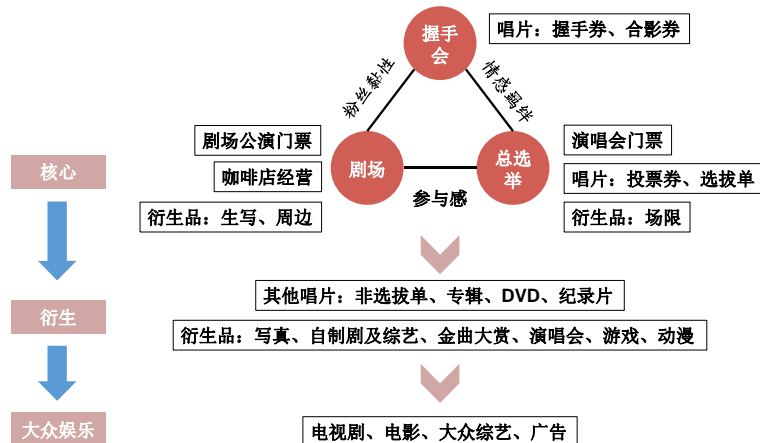
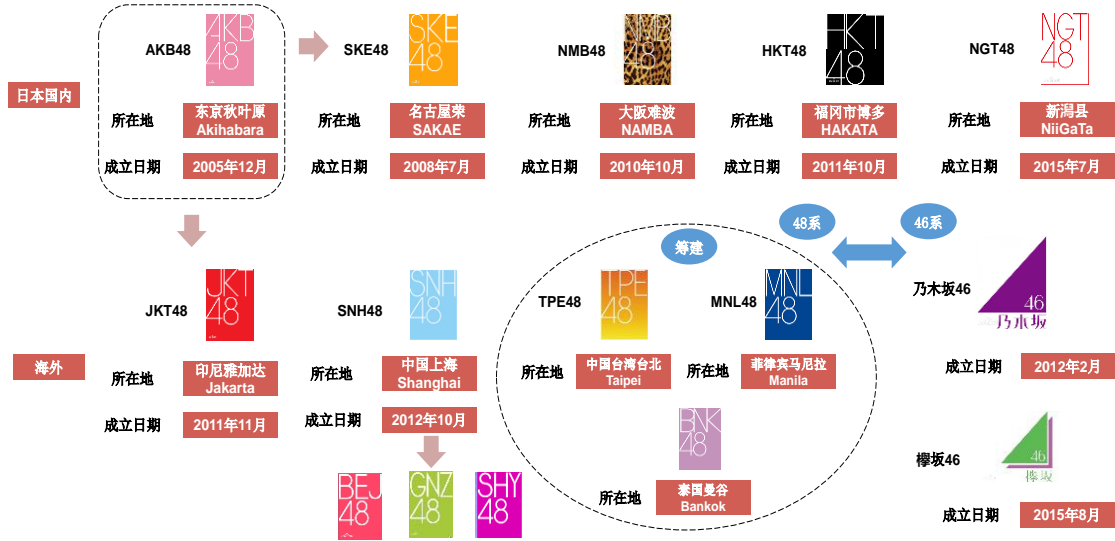
附注：杰尼斯事务所官方会员费用为4000日元/年，专辑销售额是终端销售额并非艺人及经纪公司的分成，杰尼斯事务所艺人演唱会门票约为8000日元/张，其中对总规模的估算包含了艺人的其他演艺活动。

2.2 “48”系：“剧场+握手会+总选举”经营养成概念，创造十年女团奇迹

“48系”最早是指成立于2005年的AKB48，后来在日本及亚洲又衍生出了相同概念的团体，成为了横贯全亚洲的女子偶像团体集合。

- “48系”主打“可面对面偶像”的养成概念，基于“剧场+握手会+总选举”的模式，缔造了长达十年之久的女团奇迹。
- “48系”的主要团体：AKB48/SKE48/NMB48/HKT48/NGT48/SNH48GROUP/JKT48
- “46系”的主要团体：乃木坂46/樱坂46

泛“48系”偶像图谱



48系盈利模式

- “48系”的核心盈利模式是基于“剧场+握手会+总选举”模式下的粉丝经济。
- 在日本，依托成熟的音乐和唱片市场，48系以其公演剧场为起点，逐步将偶像艺人的粉丝扩大至整个日本，线下剧场模式形成了良好的商业闭环：剧场收入能够维持偶像艺人的日常经营开支，握手会维系粉丝黏性，总选举、专辑和单曲以及周边衍生品为其提供充分的利润增长弹性。从收入分类来看，其收入主要包括：剧场公演收入、唱片收入、衍生产品收入、广告收入和影视综艺收入等。

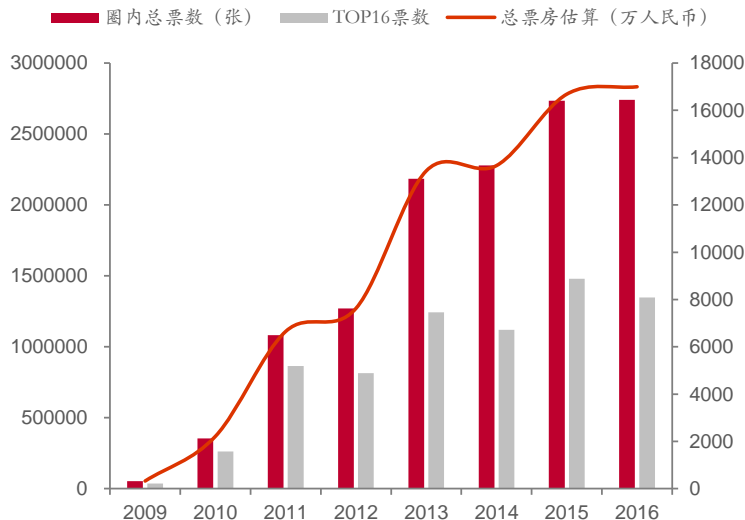
□ 日本广义48系（包括46系）2015年整体收入保守估算超过600亿日元，经济贡献总价值超过1000亿日元。

□ 相比杰尼斯事务所，对48系收入的测算更加复杂，首先没有上市公司公开数据，其次制作、运营和经纪公司不属同一家公司。因此在估算48系总收入规模时，首先我们统计主要收入项目，包括唱片、剧场公演、演唱会及周边、衍生品，再对广告等其他泛娱乐活动进行估算，得到估计的收入总规模；另外，通过估算每年总选举票数也能够很好的反映出48系在日本的增长趋势。综上，我们估计整个48系2015年收入总规模保守估计600亿日元以上，总经济价值超过1000亿日元；2016年第八届总选举圈内（前80）总票数274.17万张，TOP16总票数134.81万张，据此保守估计总票数超过300万张，其投票成本折算人民币平均在50-55元/票之间，因此仅总选举投票收入就超过1.6亿元人民币。

• 48系2015年总收入估算

项目	金额 (亿日元)
唱片收入, 其中:	204.18
AKB48	112.91
乃木坂46	44.92
SKE48	18.3
NMB48	18.17
HKT48	9.88
剧场公演	11.25
演唱会及周边	19.2
周边及衍生品	200
粉丝消费合计	434.63
广告等其他个人活动收入	200
总计	634.63

• 历届AKB48总选举票数统计情况

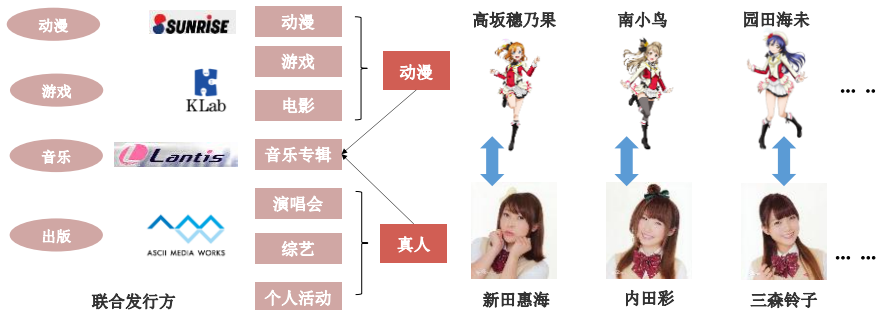


2.3 二次元偶像：“虚拟+真人”构成企划即IP模式，多重变现保证盈利持续性

广义的二次元偶像，是指主要以动漫形象为载体，以动漫故事为内容的虚拟偶像，代表有初音未来、轻音少女、偶像大师和lovelive! 系列。

日本二次元、偶像和宅文化发达，诞生了大量以偶像和偶像成长为题材的动漫动画作品，但是大部分日本偶像题材动漫作品依旧是基于动漫行业的运营和盈利模式，真正使二次元作品偶像化的是LoveLive! 系列。

LoveLive! 系列通过“人物+故事”、“虚拟+真人”构建起全方位的偶像企划，运用包括动漫动画、音乐、游戏、演唱会、电影等一系列内容载体展现整个企划，成为了**企划即IP**。



目前日本二次元偶像的主要盈利模式是基于多元内容载体的IP共振，形成以动漫衍生至真人，以真人带动动漫发展的良性循环。
依托专辑、映像产品以及游戏，LoveLive! 企划2015年收入总规模超过100亿日元。



音乐: 主要包括音乐专辑、演唱会DVD等

收入:
日媒口径: 22亿
Oricon口径: 31.5亿



映像: 包括动画以及电影

收入: 43.87亿
其中电影票房28.6亿



书籍: 漫画和杂志
收入: 2.33亿



演唱会及周边: 埼玉竞技场连续两天演唱会, 动员约6万人。

收入: 9.6亿



游戏: 手游以及PSV游戏

收入: 约50亿

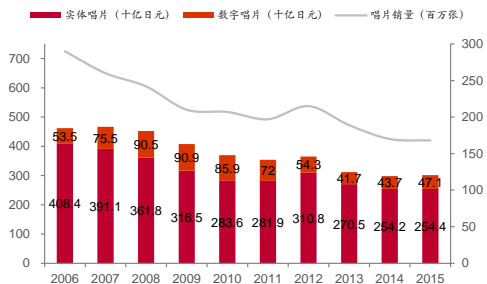
二次元偶像从基于故事和人物逐步走向基于企划

2.4 市场规模：核心层+衍生层，总规模超过500亿人民币

- 日本偶像产业的市场主要包括两部分，第一部分为核心层，主要包括唱片、演唱会以及会员费衍生品等，第二部分是衍生层，主要是与日本二次元产业的交叉，包括游戏、动漫等。日本偶像产业规模在500亿人民币以上（核心音乐层300亿+二次元衍生层200亿）

排名	歌手	总销售量 (万张)	销售金额 (亿日元)	公司
1	岚	399	143.3	杰尼斯
2	AKB48	663.8	112.9	48系
3	三代目 J Soul Brothers from EXILE TRIBE	233.8	68.6	-
4	Kis-My-Ft2	195.9	57.8	杰尼斯
5	関ジャニ∞	158.5	54.7	杰尼斯
6	乃木坂46	238.4	44.9	48系
7	DREAMS COME TRUE	86.4	33.1	-
8	μ's	80.1	31.5	LoveLive!
9	Mr.Children	60.7	30.5	-
10	东方神起	61.3	28.9	SM

• 2015年日本Oricon榜单销量前十名



• 2006-2015年日本唱片市场规模

- 日本二次元宅与偶像宅消费者存在交集，仅二次元衍生层偶像市场就超过200亿，日本偶像产业市场规模至少超过500亿人民币。
- 日本偶像产业衍生层主要是和动漫以及游戏市场的交叉。2015年日本广义动漫市场规模为1.81万亿，游戏市场为1.19万亿（2014年），合计约为3万亿日元。虽然无法准确得出日本整体偶像宅文化与二次元宅文化之间的渗透率，但是我们假设其交叉规模占ACG市场总量的10%（实际上仅量Gal game和音乐动漫市场就不止10%），偶像市场的二次元衍生层也有3000亿的市场空间，约合人民币200亿。



□ 唱片

- 总市场：2015年实体唱片2544亿日元，数字唱片471亿日元
- 偶像产业规模：约占一半以上市场，合1500亿日元



□ 演唱会

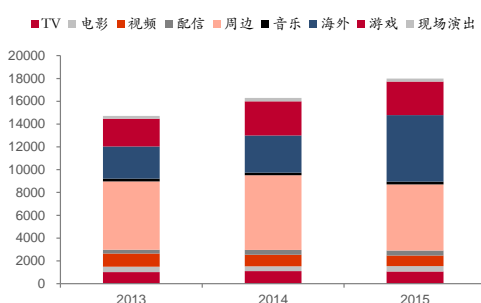
- 总市场：2013年动员人次3850万人，年销售额约2200亿日元
- 偶像产业规模：2000万以上粉丝消费，约合1200亿日元，加演唱会周边产品约为1800亿日元



□ 会员费及衍生品

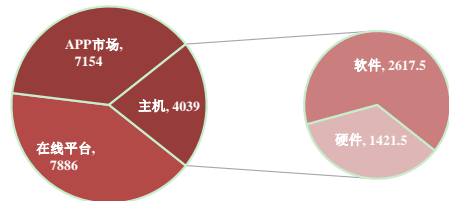
- 杰尼斯事务所2015年会员费收入约为300亿，AKB48周边收入约为200亿。以此估算日本会员费及衍生品约为1500亿日元

日本偶像产业市场核心音乐层主要包括唱片、演唱会以及会员费衍生品等，总规模约合300亿人民币。



• 2013-2015年日本动漫市场规模 (亿日元)

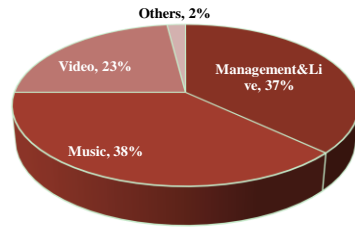
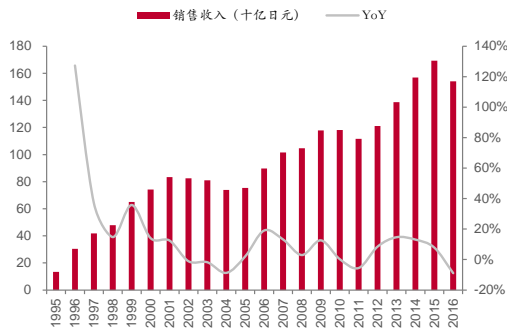
■ 硬件 ■ 软件 ■ 在线平台 ■ APP市场



• 日本游戏市场规模 (2014年, 亿日元)

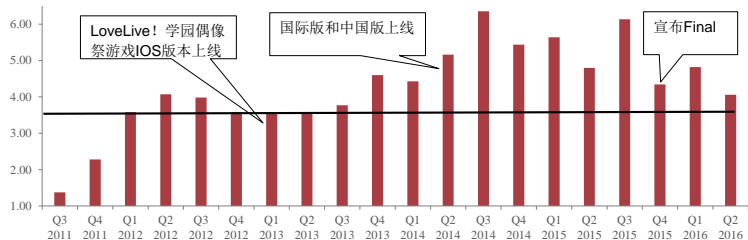
2.5 资本视角：AVEX见证偶像工业发展，Klab受Loveline! 深度影响

- Avex是日本唱片出版及音乐内容行业龙头，见证日本偶像产业发展。
- Avex（爱贝克斯）作为替代进行分析，Avex是日本上市音乐唱片公司，也是日本最大的音乐唱片制作公司之一，同时其还有艺人经纪、视频出版、数字内容出版发行、教育等业务，签约艺人包括滨崎步、安室奈美惠等。
- 公司2016财年总收入1541亿日元，比2015年下降8.94%，净利润42.92亿日元，由于日本音乐和唱片行业成熟，目前爱贝克斯收入基本稳定。公司1995年收入为133.97亿元，20年间收入增长了逾11倍，其业务的稳步增长与日本偶像产业的发展密切联系，从侧面说明了日本上世纪末至今偶像产业的景气和快速发展。



• Avex收入及其增长情况

• 2014年Avex分项目收入占比



• Klab市值（亿日元）、收入（十亿日元）与Loveline! 关系密切

- Klab是Loveline! 的发行商，2014年以来其收入和股价波动与Loveline! 音乐手游密切相关。
- Loveline! 由日本上市游戏公司Klab发行，于2013年4月发布，随后于2014年5月陆续发布国际版和中国版，中国版由盛大代理。iOS版本上线后，公司市值由130亿上升至240亿，安卓版发布后由155亿上升至500亿，国际版发布后由200亿上升至740亿，公司市值最高达到830亿，LoveLive! 使其股价最高涨了8倍，并且在LoveLive! 宣布Final后股价迅速下跌。在公司营收方面，LoveLive! 也使得公司每季度收入平均增长10亿元。

3.他山之石之韩国：精英偶像工厂持续复制成功，竞争激烈产业积极出海

十年砥砺前行成就“韩流”，海外战略是大方向

从历史来看，韩流（这里主要指偶像及偶像出身演员）经历了三轮起伏，第一轮是唱片时代，第二轮是数字时代，第三轮是互联网时代。

韩国国内市场饱和，各大娱乐经纪公司纷纷大力拓展海外（主要是东亚和东南亚）市场。
由于韩国国内娱乐产业发展成熟，竞争激烈且市场趋于饱和，包括三大娱乐经纪公司在内的韩国企业大力拓展海外市场，其中韩流2.0时代的中心是日本，目前韩流3.0时代的中心为中国以及东南亚地区，甚至包括欧美。以SM娱乐为例，我们列举了公司在不同阶段的全球化战略演进情况。

韩流1.0

1996年-2002年

代表男团：H.O.T, 水晶男孩, 神话, GOD

代表女团：S.E.S, fin.k.l, babyvox

1.1992年，徐太志和孩子们开启韩国偶像团体时代，也成为首个专辑销量突破200万的歌手

特征

- 唱片时代，内容载体以唱片为主
- 从事领域单一，一般局限于音乐，并以打歌节目进入大众视线
- 变现渠道较少，以唱片贩卖为主
- 国际化程度较低，粉丝经济尚未成型

崛起公司

S.M. DSP

韩流2.0

2005年-2012年

代表男团：东方神起, super junior, Bigbang, 2PM, SS501, CNblue

代表女团：少女时代, Wonder girls, KARA, BEG, F(x), T-ara

特征

- 数字时代，唱片成为核心粉丝消费品
- 偶像发展开始多元化，偶像开始涉足影视 电视剧 综艺等各个领域
- 变现渠道较多，包括数字唱片 版权周边衍生产品 广告代言 影视剧等
- 国际化程度提高，主要以进入日本市场为主，开始拓展中国和东南亚市场

崛起公司

YG JYP FNC

韩流3.0

2014年至今

代表男团：EXO, NCT, GOT7, Winner, iKON

代表女团：AOA, EXID, Red Velvet, Apink, twice, blackpink

特征

- 移动互联网时代，多屏互动成为新风向
- 更加注重与粉丝互动，包括推出练习生组合 选秀节目 艺人生活向综艺等
- 大力发展国际化，融入外籍成员，全面进入中国和东南亚市场，并涉足欧美市场

崛起公司

Cube Yedang

韩国偶像产业发展史



产品输出

韩流1.0时代，主要向亚洲输出产品，包括唱片、演唱会等。

海外出道

韩流2.0时代，SM旗下艺人通过海外出道的方式打入当地市场，主要的海外出道地区是日本。

外籍成员 + 当地运营

互联网

韩流3.0时代，主要借助招募外籍成员和与当地运营，并借助互联网进行全球化推广。

SM娱乐公司自成立以来的全球化战略推进简介

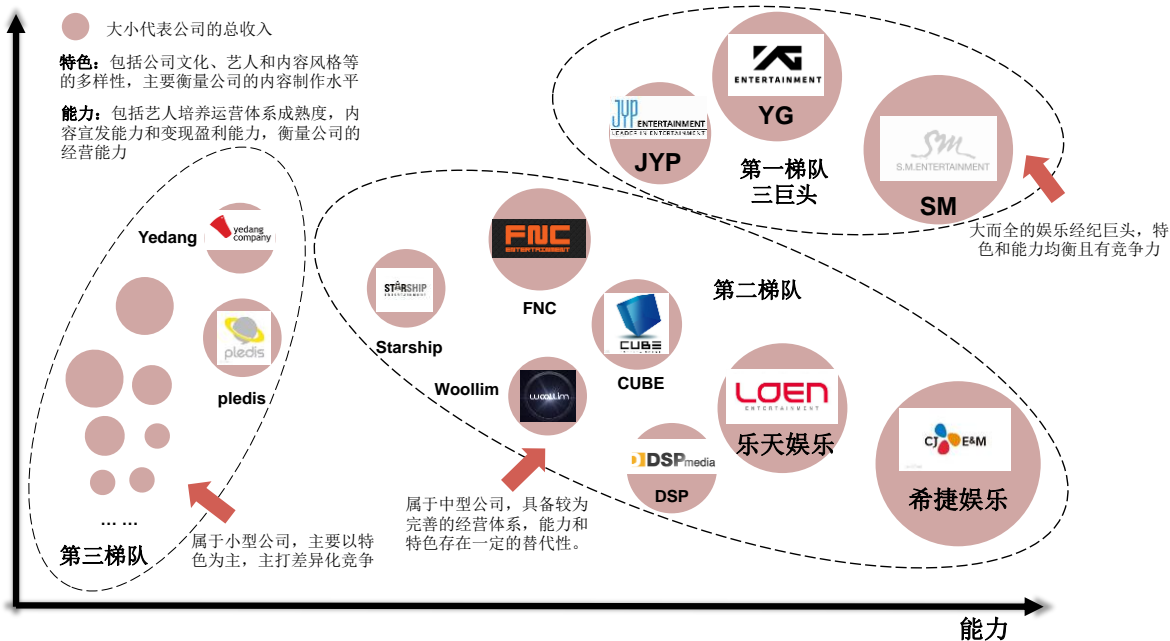
3.1 产业格局：三巨头引领行业竞争激烈，产业积极拥抱资本市场

特色

● 大小代表公司的总收入

特色：包括公司文化、艺人和内容风格等的多样性，主要衡量公司的内容制作水平

能力：包括艺人培养运营体系成熟度，内容宣发能力和变现盈利能力，衡量公司的经营能力



韩国主要偶像艺人经纪上市公司情况对比

名称	上市日期	市值 (亿韩元)	营业收入 (亿韩元)	主要偶像艺人
SM	2000年4月	6,092	3,254.4	东方神起, 少女时代, SJ, EXO, Shinee, F(x), Red Velvet, NCT
YG	2011年11月	5,370	1,931.1	BIGBANG, 2NE1, Se7en, PSY, winner, blackpink, iKON
JYP	2001年8月	1,687	505.6	2AM, 2PM, GOT7, DAY6, miss A, 15&, Twice
FNC	2014年12月	1,501	726.7	FTISLAND, CNBLUE, AOA, N.Flying
CUBE	2013年11月	688	224.0	BEAST, BTOB, 4MINUTE, Apink, CLC
CJ	2011年3月	25,370	13,473.1	其音乐事业部主要音乐为中心，展开音乐企划、制作、流通、销售等
LEON	2001年1月	19,576	3,576.4	IU, Sunny Hill, Fiestar, Zia, history
DSP	未上市	-	-	Rainbow, A-jax, Puretty, April

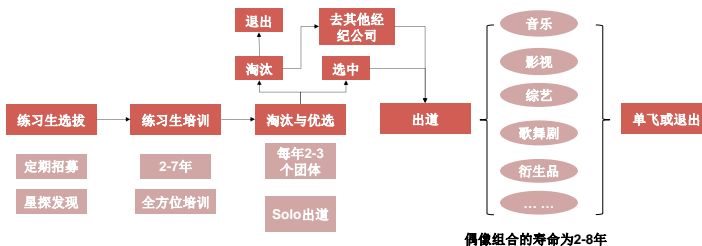
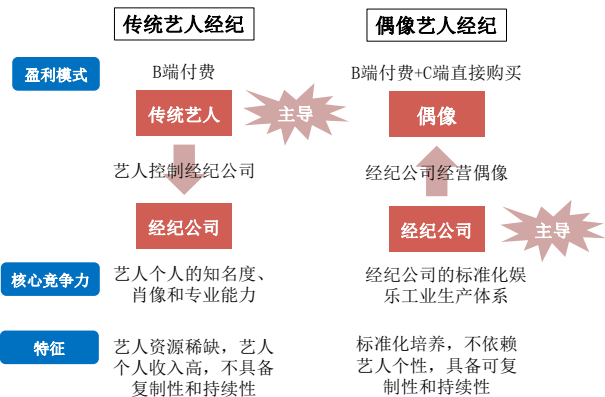
- 目前韩国偶像艺人经纪公司竞争格局趋稳，已经形成了三个梯队的公司分布与竞争格局。
- 第一梯队，又称作三巨头，包括SM、YG和JYP三家行业龙头（近几年包括FNC和CUBE等公司有替代JYP上位的趋势，但SM和YG行业地位稳定），三家公司在特色和能力上均处于行业领先；
- 第二梯队，以7-10家中型公司为主，主要包括乐天娱乐和CJ娱乐两大娱乐巨头（乐天娱乐主业以音乐发行为主，CJ娱乐主业以影视制作发行和有线电视为主）以及FNC、CUBE、DSP等公司，各类公司在特色和能力上各有不同；
- 第三梯队，以小型公司为主，主打特色和差异化竞争。

- 韩国偶像产业发展较为成熟，行业龙头积极拥抱资本市场。
- 韩国的偶像产业与日本存在显著差异，其一，与日本都是私人公司不同，韩国主要龙头经纪公司均已上市，与资本市场联系更加紧密，具备更现代化的治理结构；其二，在资本助力下，行业竞争也更加激烈，除了目前上市的主要7家公司之外，还有上百家大大小小的娱乐经纪公司，根据不完全统计，偶像团体数量超过300个，市场的二八法则显著。

3.2 模式：可复制的高效精英偶像造星工厂，打造ToB泛C运营与盈利范式

- 完整而可持续的培养体系使得经纪公司占据主导地位，标准化的运营模式保证偶像成功的“可复制性”，一定程度上降低了商业风险，这是韩国偶像艺人经纪公司能够持续获得成长的最重要因素。
- 传统上，在艺人经纪领域，由于艺人本身的不可替代性和稀缺性，占主导权的往往是艺人，许多成就不具备可复制性，因此难以形成成熟的商业模式；然而在韩国的模式下，由于经纪公司掌握着从艺人选拔到资源分配的所有领域，主导地位明显，因此艺人经纪公司能够通过建造完整的工业化体系以保证其商业模式的延续。

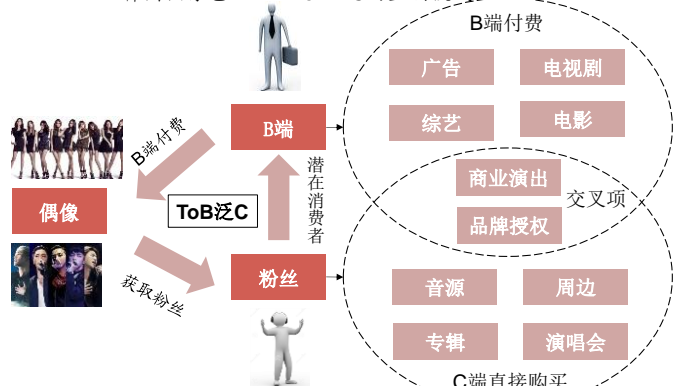
• 传统艺人经纪与韩国偶像艺人经纪对比



• 典型精英偶像制下的偶像生命周期

- 精英偶像是娱乐工业高度发达的标志，用一定程度的标准化代替娱乐行业的个性化。
- 精英偶像是指，娱乐经纪公司通过早期练习生选拔、培训，再通过内部淘汰机制选拔出少量优秀的年轻准艺人，再经过公司的运营和包装后以个人或团体的形式出道，进行包括音乐、影视、综艺、歌舞剧等在内的各种娱乐活动。
- 在艺人供给相对过剩的成熟市场中，标准化替代个性化，能够获得更持久的成功，精英偶像是韩国偶像组合培养的典型模式。

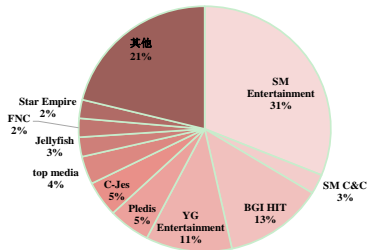
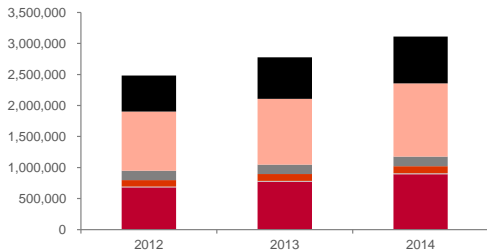
• 韩国偶像艺人经纪ToB泛C的盈利模式



- 依托经纪公司强大的运营实力，ToB泛C是韩国偶像艺人经纪的主要盈利模式。韩国与日本的盈利模式基本相同但又存在差别，日本是典型的粉丝经济，收入的大部分来自于C端粉丝直接消费，而韩国模式下来自B端的收入占比大于日本。主要原因是，1) 精英偶像模式下，艺人的整体素质更高，更容易获得B端资源；2) 依托公司强大的运营实力，B端客户与公司艺人合作的意愿也更强。**韩国偶像艺人经纪的模式可以称之为ToB泛C模式：**
- B端：**依托大量的C端粉丝积累人气以获得B端用户，B端用户成为其主要的收入来源，主要的付费模式包括电影、电视剧、广告和综艺栏目等节目的拍摄。
- C端：**C端用户的直接收入也成为其盈利的重要来源，主要付费渠道包括专辑购买、音源（数字音乐）购买、演唱会以及明星周边产品等。同时偶像的收入包括品牌授权和商业演出等B端和C端的交叉项收入。

3.3 市场规模：国内市场规模超过200亿，B端收入占据半壁江山

■ 音乐制作 ■ 音乐及音响出版 ■ 唱片制作发行 ■ 唱片零售 ■ 在线音乐 ■ 音乐公演

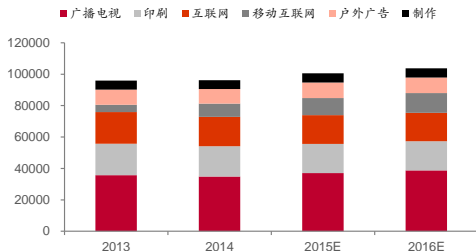
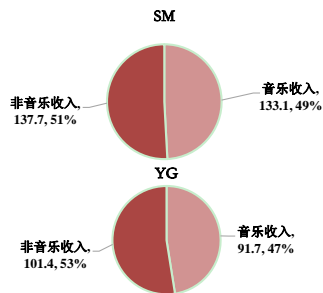


- 偶像艺人支撑音乐市场，核心音乐层市场规模达百亿人民币。
- 音乐市场是偶像市场的核心构成，根据韩国文化体育观光部的数据，韩国音乐市场2014年总规模为3.11万亿韩元（不包括KTV等音乐经营场所市场），约合人民币180亿元。韩国2016年上半年共卖出实体唱片426万张，其中偶像相关占比在80%以上。
- 在韩国音乐市场饱和背景下，偶像艺人成为支撑音乐市场的决定因素，因此我们认为韩国音乐市场至少有一半由偶像艺人贡献，以此估算韩国偶像产业核心音乐层市场规模在90-100亿人民币。

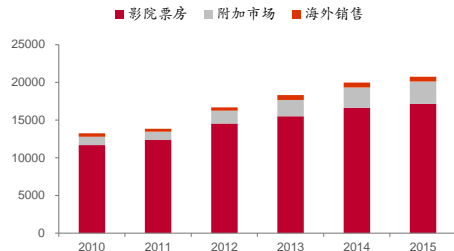
• 2012-2014韩国音乐市场规模 (百万韩元)

• 2016年上半年韩国音乐专辑市场分布

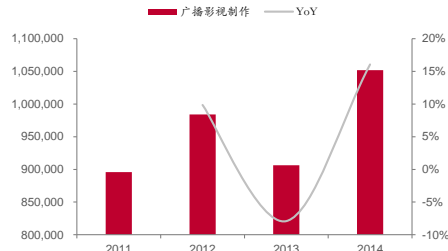
- 韩国偶像衍生层市场约为1.8万亿韩元，总体偶像市场规模超过200亿人民币。
- 除去核心音乐层，偶像市场还包括影视、广告、综艺、版权和衍生产品等。韩国广告、电影和广播影视制作（电视剧和综艺）市场规模为10.4、2.11和1.05万亿韩元。广告市场约10%艺人代言成本，电影市场约20%的艺人成本、影视制作约30%艺人成本，以此估算艺人层面的市场规模在1.8万亿韩元，约合人民币110亿。微观层面看，韩国偶像艺人经纪公司的非音乐收入约占总收入的50%，结合两个角度我们估算韩国核心层+衍生层偶像产业市场规模约为200亿人民币。



• 2013-2016年韩国广告市场规模 (亿韩元)



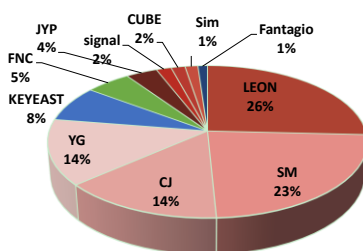
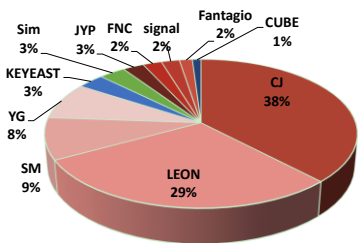
• 2010-2015年韩国电影市场规模 (亿韩元)



• 韩国广播影视制作市场规模 (百万韩元)

• SM和YG娱乐收入比例 (十亿韩元)

3.4 资本视角：龙头企业持续领先、积极出海，公司发展与韩流密切相关

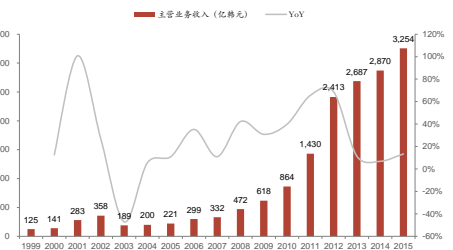


□ 市场整体遵循二八法则，头部公司占据大部分市场，侧面验证了三梯队公司分布的行业格局。
 □ 由于韩国存在较多偶像经纪公司上市，因此有较多的蓝本进行分析，为了使样本够大，我们在最纯正的偶像艺人经纪公司基础之上，又加入了四家同时经营演员经纪、偶像经纪公司，并且在计算收入时，剔除了CJ等非娱乐经纪业务。我们发现，无论是使用市值还是收入，整个上市公司都呈现出头部高度集中的特点，以市值计算前四大公司占据总市值的84%（CJ无法剔除有线电视和电影业务市值，总体占比偏高），以收入计算前四大公司占据收入的77%。考虑到其余非上市公司收入规模都较小，因此韩国娱乐经纪市场集中度CR4应该超过30%。

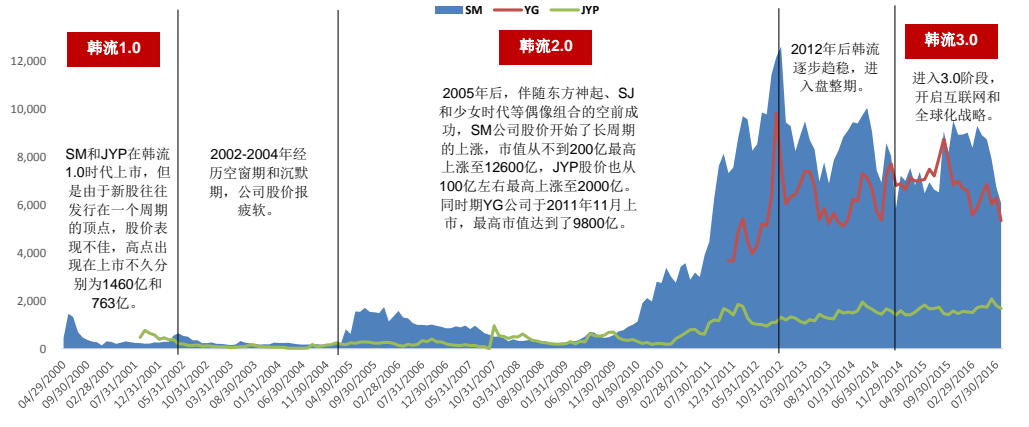
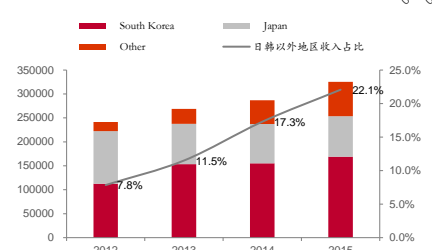
• 韩国上市娱乐经纪公司市值分布 • 韩国上市娱乐经纪公司收入分布

□ 以SM为例：公司海外业务收入保持在50%左右，且非日本地区收入占比持续升高，韩流龙头全球化布局战略初显成效。
 □ SM娱乐是韩国最大的偶像艺人经纪公司，成立于1995年，并于2000年在韩国上市，营业收入由1999年的125亿韩元上升至2015年的3254韩元，增长了26倍，复合增长率达22.58%，成长为韩国最大的娱乐经纪公司。2015年其海外业务占比达48.1%，其中非日本地区收入持续保持增长，2015年占比达22.1%，其全球化战略布局初显成效，验证了韩流3.0时代韩国偶像艺人的国际化大方向。

• SM公司营业收入及其增长情况



• SM公司分地区收入情况（百万韩元）



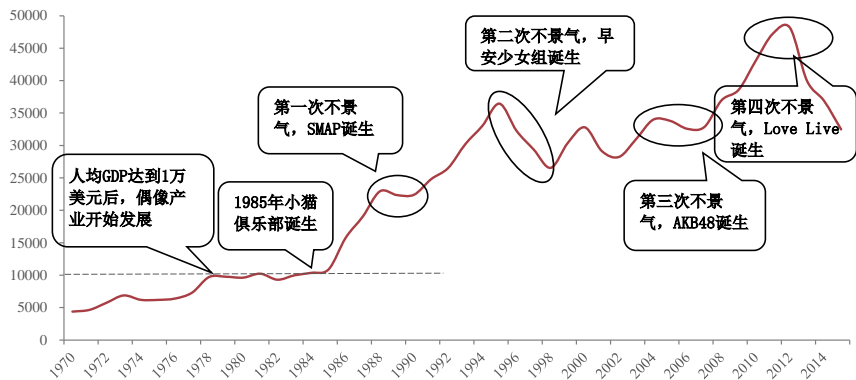
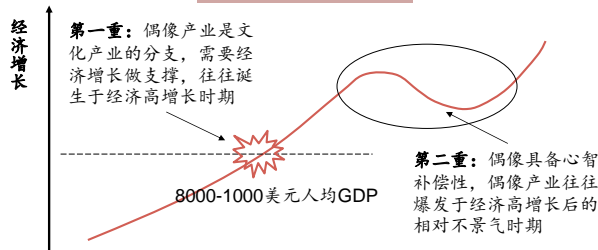
□ 龙头公司收入增长和市值变化与韩流息息相关：
 □ **韩流1.0**：SM和JYP两家公司于1.0时代上市，
 □ **韩流2.0**：2005年以后，伴随东方神起、SJ和少女时代等偶像组合的空前成功，SM公司股价开始了长周期上涨，最大涨幅为76.3倍。YG2012年上市。
 □ **韩流3.0**：2014年以后进入3.0阶段，韩国偶像艺人开启互联网和全球化战略，目前来看业务还在积极推广布局中。

4. 中国：宏观微观双重催化，我国偶像产业迎来发展窗口期

□ 偶像产业通常爆发于经济高速增长后的调整期

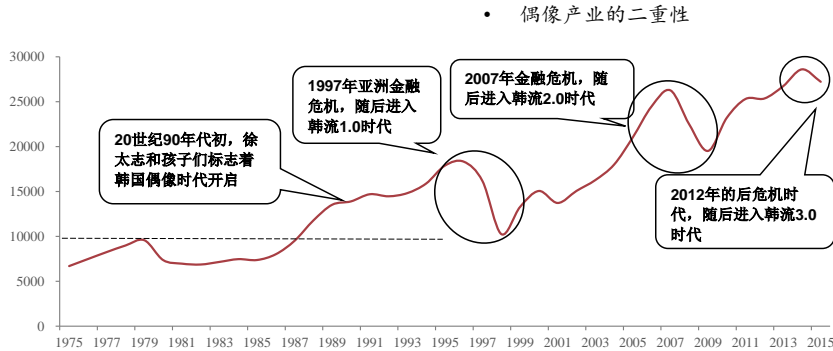
- 偶像产业存在二重性，导致其在经济高速发展时诞生，在经济出现危机或不景气时迎来爆发。
- 1) 根据国际经验，人均GDP达到一万美元时，文化产业会进入高速发展时期，此时偶像产业作为文化内容的分支，会出现从无到有的过程；
- 2) 偶像产业具备心智补偿性，作为内容产业以满足人类精神慰藉为主，因此通常在经济经历高速增长后出现拐点时（危机、不景气或增速下滑）迎来爆发。

偶像产业具备二重性



• 日本人均GDP以及偶像产业发展（美元，以2015年为基数）

- 1) 1980年代前后，日本人均GDP突破1万美元，日本偶像产业诞生。
- 2) 1990年代初，日本GDP达到2万美元，并且经历了经济增速换挡，此时日本国民天团SMAP诞生。
- 3) 1990年中后期，日本进入失落的十年，包括岚和早安少女组走红。
- 4) 2007年次贷危机后，日本国民级偶像团体AKB48的诞生和发展。
- 5) 进入后危机时代，突破次元壁的混合IP企划Love Live! 诞生。

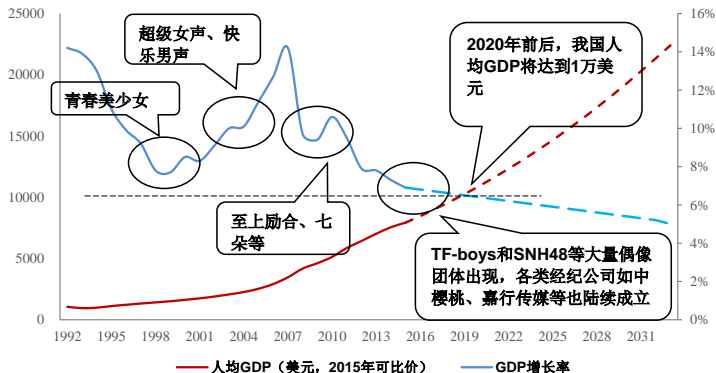


• 韩国人均GDP以及偶像产业发展（美元，以2015年为基数）

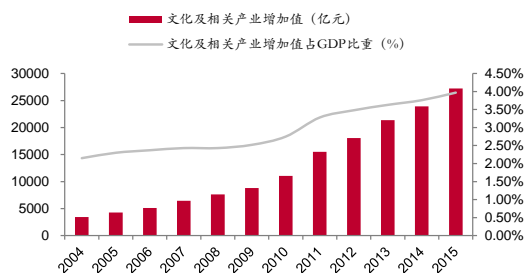
- 1) 20世纪90年代初，韩国人均GDP突破1万美元，同期徐太志和孩子们的走红标志韩国偶像产业的诞生。
- 2) 1997年亚洲金融危机，以H.O.T为代表的偶像团体开启了基于唱片时代的韩流1.0时代。
- 3) 2007年全球金融危机，韩流开始全力向海外扩张，形成规模和影响力空前的韩流2.0时代。
- 4) 2012年的后危机时代，互联网的迅速普及为韩国偶像的输出提供了多元化的媒介渠道，开启韩流3.0时代。

4.1 经济发展刺激消费转型，为偶像产业发展提供需求

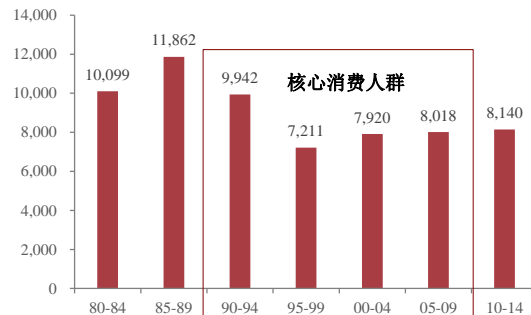
- 在人均GDP达1万美元左右时，偶像产业将迎来快速发展，目前时点是我国偶像产业发展一个窗口期。目前我国人均GDP已经达到8000美元，部分城市已经超过1.5万美元。2015年的数据显示，我国一线城市和部分二线城市的人均GDP已经达到中等发达国家的标准，到2020年前后，全国的人均GDP也有望达到1万美元。同时，我国文化及相关产业占GDP比重由2004年的2.15%上升至2015年的3.97%。



- 我国人均GDP及GDP增长率



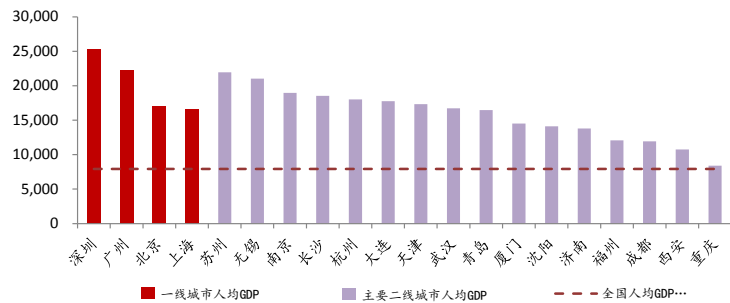
- 我国文化及相关产业增加值及占GDP比重



- 1980-2014年我国出生人口数量(万人)

- 我国文娱支出持续增长，以经济发展水平计算核心潜在消费人口超过1.4亿比肩日本。

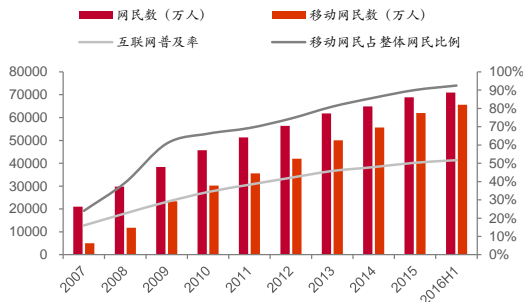
- 我国主要一二线城市，2015年GDP达到10万人民币以上的，2015年常住人口约为1.41亿，超过日本人口总和。若以出生人口计算，90-09年之间出生人口总和3.3亿人，若把85-89和10-14年包含在内，我国广义新一代消费者总数超过5亿人。我们认为，目前看主要高收入一二线城市是偶像消费的主要集中地区，并且伴随新一代消费者的快速崛起，偶像产业会迎来巨大的人口红利。



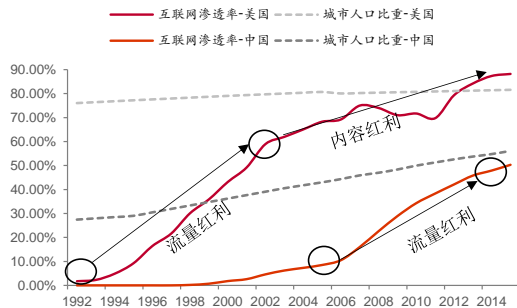
- 主要城市2015年人均GDP情况(万美元)

4.2 内容消费者付费习惯逐步养成，为偶像产业提供盈利空间

□ 我国互联网渗透率增长趋稳，流量红利将逐步转化为内容红利，内容的快速发展将支撑互联网经济后半场。2016年H1我国网民数量7.1亿，渗透率51.7%，移动互联网用户6.56亿，覆盖率92.5%。中国互联网流量红利时代为2006-2015年，伴随渗透率的快速升高，我们认为，目前流量红利时代基本结束，中国互联网经济将进入后半场的内容红利时代，内容（包括娱乐内容）的快速发展将支撑整个后半场。



• 2007-2016H1我国网民数量及普及率

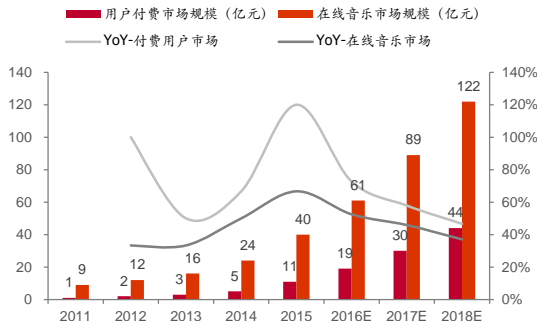


• 互联网渗透率的长期天花板是城市化率

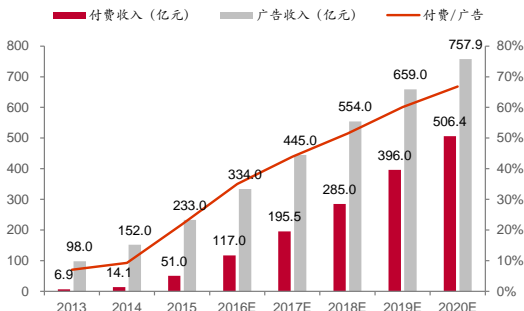
□ 付费是未来内容消费长期趋势，视频和音乐是弹性最大的两个市场。

□ 付费音乐2015年迎拐点，付费用户数和市场规模增速显著上升，未来音乐付费市场可达200亿。

□ 2015年是我国在线音乐市场拐点，在线音乐付费规模约11亿，同比增长120%，CAGR达82.1%，音乐付费用户约1,200万，付费用户人均消费86元稳健上升。若行业成熟后付费率为30%（spotify目前用户付费率），人均付费金额为120元/年，我们预计我国在线音乐付费市场的天花板为216亿元，目前市场不到10%，空间巨大。



• 2011-2018在线音乐市场和付费规模



• 2013-2020年我国在线视频市场规模

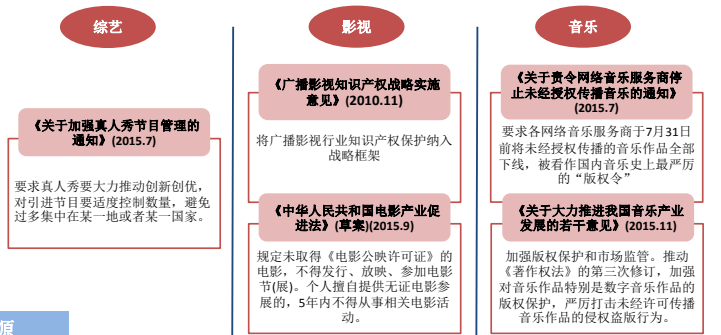
□ 视频付费快速崛起，预计到2020年付费规模可达506亿，在线视频市场总规模达1264亿。

□ 中国2016年付费会员数量超过7500万，是2015年的三倍，目前付费率约为14%，付费市场规模达117亿。我们预计2020年我国网络视频付费用户可达2亿，长期看付费用户数可达2.8-3.5亿，2020年我国在线视频市场规模可达1264亿元，其中付费收入506亿，广告收入758亿，付费/广告收入之比由2016年的35%上升至67%。长期看，我们认为在线视频市场规模有望超过2000亿（1000亿付费+1000亿广告）。

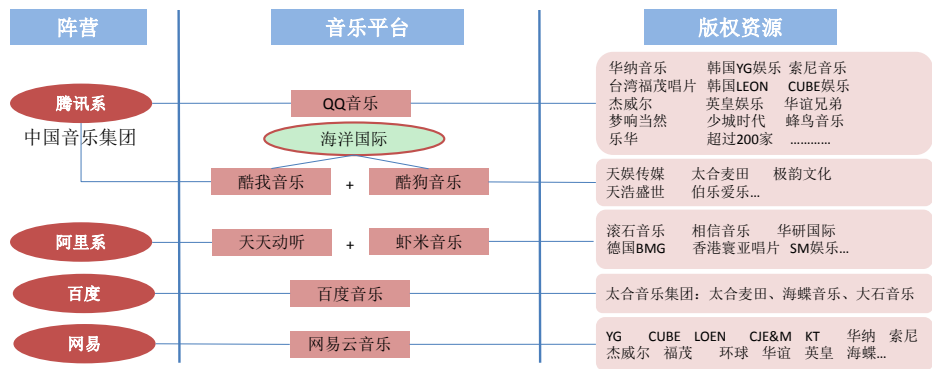
4.3 产权保护体系日趋完善，为偶像产业发展提供法律基础

时间	政策法规	核心内容
1984年	《图书、期刊版权保护试行条例》	将我国的版权保护纳入到一个比较规范的发展轨道。
1986年	《民法通则》	制定了版权保护的强制措施。
1990年9月	《著作权法》第一版	明确版权范围及相关著作人权利。
2002年8月	《中华人民共和国著作权法实施条例》	明确了《著作权法》相关概念的界定及实施细节。
2004年12月	《著作权集体管理条例》	明确著作权管理组织、权利人之间利益分配相关法规。
2009年5月	《广播电台电视台录音制品支付报酬暂行办法》	明确广播电台播发录音制品的收费方法。
2012年3月	《著作权法》修订版草案	将互联网、新媒体明确纳入法律保护范围；加大侵权惩处力度、细化相关仲裁程序；加大对于版权持有人相关收益权保护。
2015年1月	《深入实施国家知识产权战略行动计划 2014-2020》	明确提出了“努力建设知识产权强国”的新目标；突出问题导向，抓住知识产权运用和保护两大关键进行重点部署。加强版权开发运营；加大版权侵权执法力度。
2015年4月	《关于规范网络转载版权秩序的通知》	鼓励报刊单位和互联网媒体合法、诚信经营，推动建立健全版权合作机制，规范网络转载版权秩序。
2015年11月	《关于加强互联网领域侵权假冒行为治理的意见》	强化对网络（手机）文学、音乐、影视、游戏、动漫、软件及含有著作权的标准类作品等重点领域的监测监管，及时发现和查处网络非法转载等各类侵权盗版行为。用3年左右时间，有效遏制互联网领域侵权假冒行为。
2015年11月	《中华人民共和国刑法修正案（九）》	增加对著作权保护的重要条款，明确了网络帮助侵权行为的刑事责任。

□ 我国产权、版权保护法律法规体系逐步完善，为内容持续变现和盈利提供法律基础。我国知识产权保护制度的建设起步较晚但发展迅速，从1984年颁布《图书、期刊版权保护试行条例》以来，先后与1990年和2012年颁布两版《著作权法》，又于2015年提出“努力建设知识产权强国”的新目标，并将互联网领域的内容纳入版权保护范围，目前我国产权、版权保护法律框架基本成熟。



音乐版权逐步走向正版化，打通音乐内容创造者变现通道。在线音乐平台纷纷争夺正版资源，扩充曲库资源，以BAT为首的各大巨头的对上游版权资源的争夺和卡位，从事实上也推动了整个数字音乐市场的正版化。



· BAT和网易对音乐版权的布局

· 我国文化产业专项领域相关政策

□ 文化内容版权保护显著提高，著作内容版权保护基本成熟，音乐版权保护发展迅速。
 □ 音乐方面，2015年“剑网”专项活动，共查处行政案件383件，移送司法机关刑事案件59件，涉案金额3845万元，关闭网站113家。我们认为，伴随音乐产权的收紧，以及对互联网内容保护度的提高，我国文化内容版权市场将迎来快速成长。

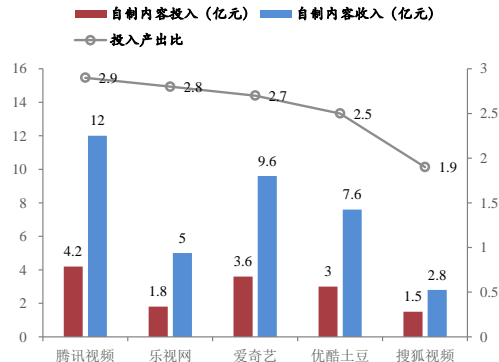
4.4 娱乐基础工业逐步成熟，平台反哺内容促进偶像产业发展

- 娱乐工业逐步成熟，渠道和平台方用户和流量获取成本上升，急需优质内容，平台反哺内容是趋势。用户和流量获取成本日益高涨，平台用于内容支出，包括网络版权、网剧制作、直播平台签约费等在内支出持续上升。未来由于平台间的竞争加剧，很长一段时间内将是持续的平台反哺内容阶段，网络门户（视频、直播等）会持续以“购买+自制”的形式布局内容，为新内容的发展提供了机遇。
- 我国包括音乐、电影、电视剧、综艺、动漫和游戏等产业在内的整个娱乐基础工业在规模、盈利模式和制作链条上都逐步趋于成熟，为偶像产业的进一步发展打下了牢固产业基础。网络视频平台对内容支出不断扩大，2016年网络视频平台购买内容的成本约为308亿元，比2015年增长了100%，预计2017年内容支出将达到448亿元，同比增长45%，到2020年有望达到820亿元。

• 2013-2020年我国视频平台内容支出成本及其收入占比情况统计和预测

		2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	长期总规模
内容支出 (亿元)	腾讯	10.8	20.9	41.6	79.6					
	优酷	14.3	20.2	30.8	80.0					
	爱奇艺	12.2	21.6	44.7	89.2					
	乐视	12.8	14.6	23.9	31.8					
	其他	5.0	7.7	14.1	28.1					
	合计	55.1	85.0	155.1	308.7	448.4	587.3	717.4	821.8	1200.0
在线视频行业收入(亿元)	104.9	166.1	284.0	451.0	640.5	839.0	1055.0	1264.3	2000.0	
内容支出/收入	52%	51%	55%	68%	70%	70%	68%	65%	60%	

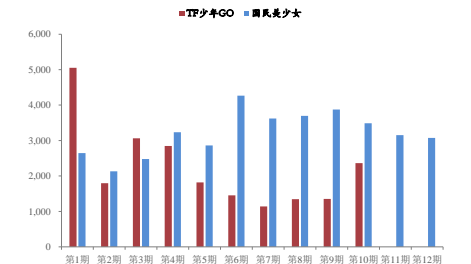
附注：优酷2015、2016年为估计值，腾讯支出为总内容支出*90%以估算其视频内容成本，其他平台支出主要包括芒果TV、搜狐视频等



• 2015年主要视频门户自制内容投入和产出



平台：优酷土豆



• TFboys和SNH48的粉丝向综艺点击量 (万次)



平台：腾讯视频

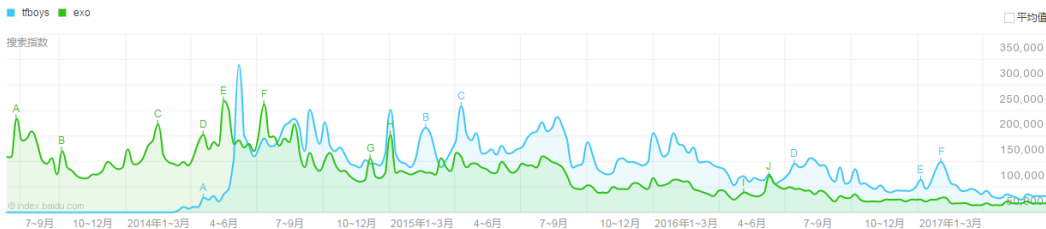
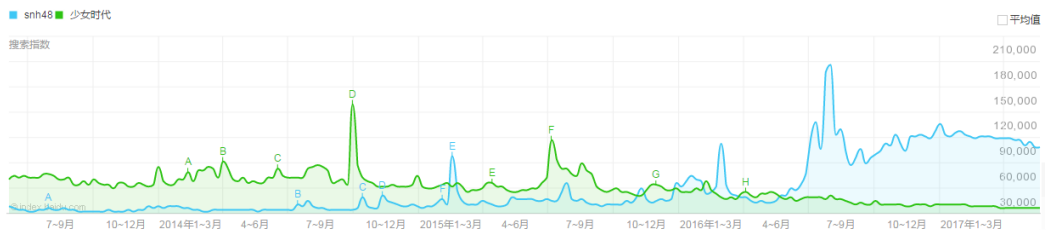
- 偶像内容变现渠道多元，包括影视、综艺、游戏和动漫等均可实现IP变现，是泛娱乐最好的内容质地。
- 偶像及其所创作的产品本质是娱乐内容，具备商业价值，并且由于偶像本身圈存大量的粉丝，其C端价值也能够有效的反哺B端价值。以TFboys和SNH48为例，二者的粉丝向综艺节目《TF少年GO》和《国民美少女》的全网点击量分别为2.22亿和3.85亿次，平均点击量为2469.5万和3209.9万次，依托大量的粉丝基础，高度粉丝向的综艺也能获得较大的点击量以及平台内容价值。

4.5 内容制作水平增强，吸引韩饭日饭回归的人口红利

日韩偶像团体百度贴吧关注数统计

- 我国偶像产业现已存在大量消费者，日韩粉丝总量估计在2000万左右。
- 虽然我国目前还未形成成熟的偶像内容供应商，但是我国已经存在大量的偶像艺人粉丝。根据百度贴吧的数据，韩国和日本男子和女子偶像艺人的前20位关注数总计分别为1361.5、880.4、138.2和166.2万，合计为2546.3万。以此估算，我国目前日韩偶像粉丝数量超过2000万，是巨大的潜在消费群体。

排名	韩国男子偶像		韩国女子偶像		日本男子偶像		日本女子偶像	
	名称	关注数	名称	关注数	名称	关注数	名称	关注数
1	EXO	2,690,574	T-ara	1,976,687	山下智久	382,799	AKB48	563,300
2	BIGBANG	1,863,559	少女时代	1,554,111	嵐	263,539	乃木坂46	276,260
3	Super Junior	1,221,302	FX	836,466	関ジャニ∞	41,594	早安少女组	271,686
4	东方神起	951,096	2NE1	617,749	古川雄辉	129,697	SKE48	240,358
5	2PM	657,946	A pink	565,458	タッキー&翼	2,514	HKT48	233,894
6	CNBLUE	650,061	girls day	318,565	ジャニーズWEST	545	NMB48	19,509
7	SHINee	646,487	AOA	290,374	V6	5,556	櫻坂46	14,467
8	INFINITE	596,029	miss A	267,349	TOKIO	1,215	NGT48	2,674
9	神话	586,074	4minute	266,931	SMAP (木村拓哉)	247,720	合计	1,622,148
10	Winner	581,448	sisitar	252,189	Sexy Zone	3,414		
TOP20	合计	13,615,658	合计	8,803,985	合计	1,382,400		



EXO和TF-boys、少女时代和SNH48百度指数具有明显替代关系

- 偶像内容制作水平逐步增强，促使大量日韩粉丝回归中国偶像，进口替代下的人口红利支撑行业快速发展。
- 包括目前已经积累了大量粉丝的TF家族和SNH48在内，其最初的粉丝来源也主要是日韩偶像粉丝，随后在“艺人+经纪公司+粉丝”的三重推广下，其逐步融入了更多元的粉丝结构。
- 从EXO和TF-boys、少女时代和SNH48的百度指数长期走势也能发现，二者都有很强的替代关系。因此我们认为，在我国偶像内容制作水平逐步增强的背景下，2000万以上日韩粉丝回归存在巨大的人口红利，并且伴随90后和00后逐步进入消费市场，偶像产业未来将会得到快速发展。

行业类别/比重	细分行业	市场规模 (亿元)	所占层比重 (%)	较上年同期 (%)
核心层/22.04%	数字音乐	498.18	74.88%	1.42%
	音乐演出	150	22.55%	4.90%
	音乐图书出版	8.3	1.25%	10.67%
	实体唱片	5.59	0.84%	-9.11%
	音乐版权经济 (管理)	3.25	0.49%	17.75%
关联层/48.25%	音乐教育培训	666	45.73%	3.45%
	专业音响	419.46	28.80%	7.28%
	乐器	370.81	25.46%	14.87%
拓展层/29.71%	卡拉OK	846	94.36%	5.75%
	广播电视音乐	44.96	5.01%	17.08%
	影视剧游戏动漫 音乐	5.64	0.63%	15.57%
合计	3018.19	100%	5.85%	

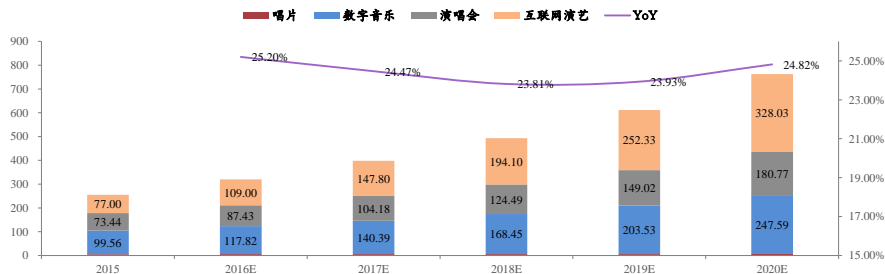
5. 中国市场规模测算：快速发展，千亿市场可期

5.1 核心音乐层：依托音乐行业迅速发展，偶像产业可达500亿

- 2015年我国音乐市场总规模为3018.19亿元，但与日韩可比口径下仅为258.4亿，存在巨大市场空间。
- 我国2015年音乐市场总规模超过3000亿，但是剔除关联层和拓展层后（这一部分不在偶像产业讨论范围内）仅为665.2亿元，若再剔除与偶像产业关联度不高的图书出版和数字音乐中的电信增值服务（398.62亿）后，市场规模缩小至仅为258.4亿。同期日韩可比口径下的市场规模为400亿和200亿人民币，中日韩三国人均音乐消费支出为18.8、314.7和395.1元，以此推算我国音乐市场存在巨大的产业缺口。

• 我国音乐产业核心层预测

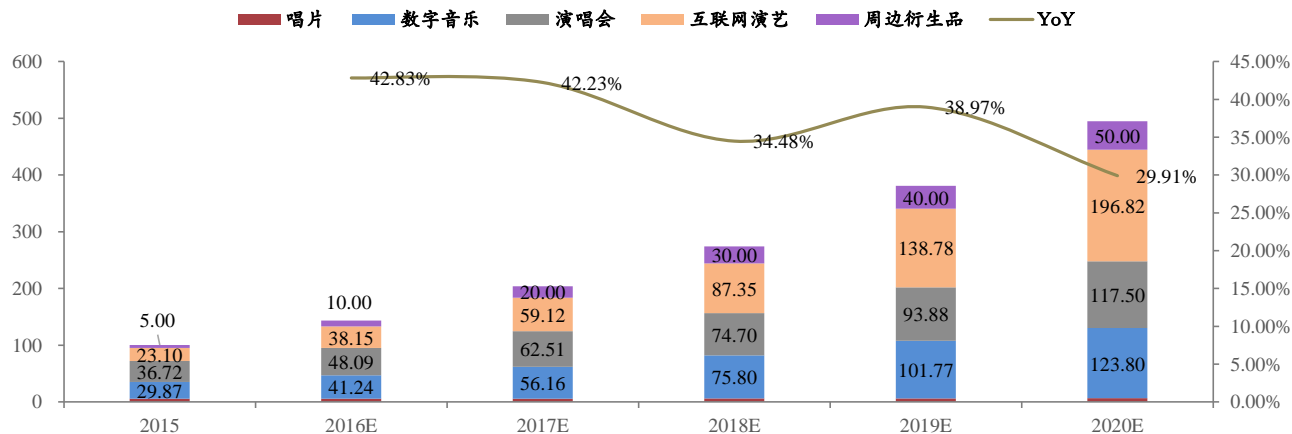
- 音乐市场受益于版权保护和数字市场催化快速增长，预计到2020年可达762亿。我们根据艾瑞咨询和《2016中国音乐产业发展报告》数据和预测，结合我们的估算参数，包括实体唱片、数字音乐（PC和移动端，不包括电信增值）、演唱会和互联网演艺等在内的核心音乐市场2015年为255.59亿元，我们预计到2020年这一市场规模可达762.76亿元，CAGR约为25%。



• 2015-2020年我国核心音乐市场规模及预测 (亿元)

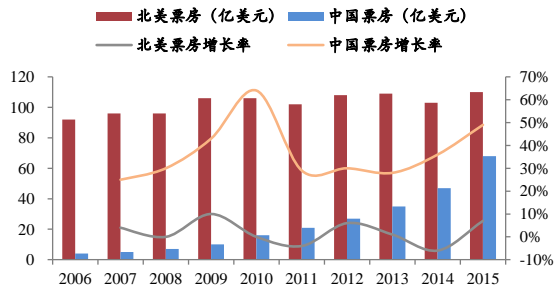
类型	2015年 规模 (亿 元)	测算思路	2020年规模 (亿元)
实体唱片	5.59	唱片行业整体呈现下降趋势，但是伴随黑胶唱片销量增加以及粉丝购买收藏，预计CAGR为3%左右。	6.5
数字音乐	PC端	根据艾瑞咨询数据，2015年我国在线音乐用户约为5亿人，预计到2020年可达6亿人。我们预计付费用户比例未来可达30%，人均付费为120元/年，广告收入占总收入比例的10%，预计到2020年数字音乐市场规模为240亿（付费比例和广告收入比例来自spotify2015年数据，人居付费与目前主流付费平台持平）	93.4 (CAGR约为10%)
	移动音乐	41.5	154 (CAGR约为30%)
演唱会	门票	根据日本数据，演唱会动员人数/总人口=3850/1.27亿=0.3，我们假设中国到2020年这一比例达到日本的五分之一（2014年我国演唱会动员人次约1400万），城镇人口达8亿，则演唱会动员人口约为0.48亿，每张门票价格平均200元。	96
	商业赞助	每年保持平稳增长，CARG为10%	36.86
	周边	约5亿	根据日韩数据，演唱会周边收入约为票房收入50%，我们假设到2020年达到这一比例并且比例线性增长。
互联网演艺	77	根据艾瑞咨询预测，未来增速逐步由40%放缓至30%	328
合计	255.59		762.76

- 我国核心音乐市场快速增长，直接带动偶像产业核心消费层市场发展，预计广义偶像音乐市场2020年可达约500亿。广义的偶像音乐市场主要包括以下几个部分：
- 1) 实体唱片：由于实体唱片业的持续萎缩，我们认为未来实体唱片市场全部由粉丝贡献。
- 2) 数字音乐：数字音乐方面，伴随数字专辑、付费会员等付费渠道的拓宽，未来偶像粉丝对市场的贡献度会持续上升，预计到2020年数字音乐市场50%由粉丝贡献。
- 3) 演唱会：演唱会作为较为重度以及音乐用户粘性较高的线下消费项目，未来我们预计主要的消费人群来自粉丝，根据日本数据（超过2/3的演唱会动员人数来自偶像粉丝），我们预计到2020年我国演唱会市场约65%由粉丝贡献。
- 4) 互联网演艺：互联网演艺主要包括直播秀场、直播平台、移动直播、线上演唱会/公演直播、直播综艺等，包括主播、网红等在内都可以归结为广义的偶像（有直接粉丝，并且在某一领域为粉丝所推崇就可以称之为偶像），因此我们认为到2020年至少有50%以上互联网演艺市场由广义的偶像所提供。
- 5) 周边衍生品：区别于普通音乐市场，偶像产业音乐市场还包括各类会员费（官方和非官方）、周边产品（生写、纪念品等）、粉丝众筹以及打榜应援等各类市场，我们预计这一市场到2020年可达50亿（参考日本偶像市场唱片与周边市场比例约为1:1，给予中国较为保守的估算得出）。
- 综上，我们估算2015年偶像音乐市场约为100.28亿，到2020年可达494.59亿元，CAGR约为31%。

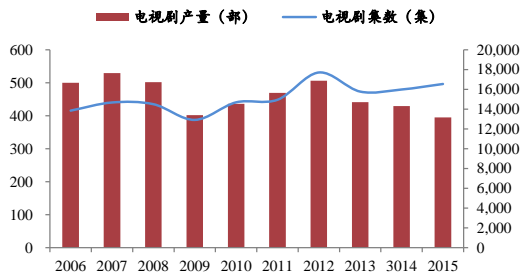


• 2015-2020年我国广义偶像音乐市场规模及预测（亿元）

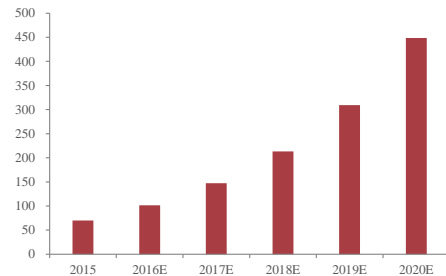
- 依托粉丝经济，预计影视方面到2020年“小鲜肉”偶像艺人需求可达100亿。影视内容市场格局趋稳，内容提供方在盈利受下游挤压情况下对高性价比艺人（拥有直接粉丝、片酬相对较低）需求增加，刺激偶像产业发展。
- 电影方面，2016年电影总票房445亿人民币，预计到2020年票房可达1000亿，按照演员成本占总票房10%计算，演员成本约为100亿，除去头部艺人我们估算约有50亿需求来自偶像艺人。电视剧方面，2015年电视剧制作了395部（16540集）保持平稳，预计到2020年制作数量依旧维持在16000集/年左右，以100万/集平均制作成本，演员成本占比50%估算，对演员需求为约80亿，去除头部艺人我们估算对偶像艺人的需求为50亿左右。以此估算，影视方面到2020年对偶像艺人需求可达100亿。



• 近10年中国与北美票房及增长率比较

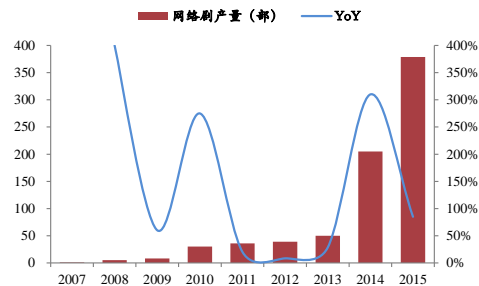


• 2006-2015年我国电视剧制作规模



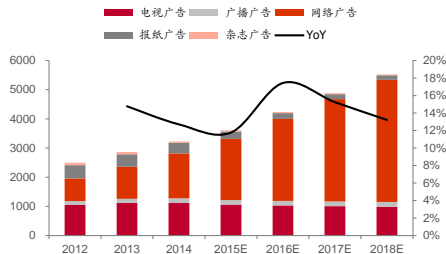
• 2007-2015年我国网剧制作数量

- 预计2020年网剧/网大市场规规模可达450亿，互联网模式及内容下将更偏好偶像艺人，预计对偶像艺人需求可达200亿。
- 在“一剧两星”政策实施之后，直接限制电视剧卫视渠道盈利能力，导致我国电视剧产量自2012年以来持续下滑，但同期互联网版权、网剧/网大的持续繁荣成为电视剧行业增长亮点。与传统头部电视剧超200万/集高制作成本不同，网剧/网大制作成本较低，目标受众范围相对较窄，因此更喜欢使用非一线艺人（主要包括偶像艺人）。根据中投顾问产业研究中心数据，到2020年网剧规模可达450亿，若其中对偶像艺人内容需求为40%左右，则对偶像艺人内容需求（包括艺人经纪和产品）可达200亿。

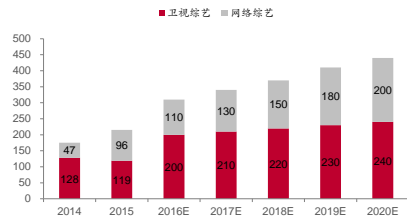


• 中国网络剧市场规模预测 (亿元)

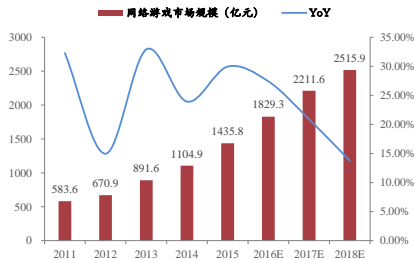
- 综艺和广告市场为偶像艺人打开新市场，预计到2020年市场规模可达105亿。
- 广告市场方面，2018年我国广告市场可达5500亿，其中我们估算艺人代言成本约为100亿（内容成本占10%，艺人占内容成本的20%），去掉头部艺人约为50亿元（1000万/人/每条，一年500条），偶像艺人广告代言市场可达50亿。综艺市场方面，预计2016年我国卫视综艺超过200部，网络自制综艺超过110部，到2020年我国综艺数量可达440部，每部综艺制作成本在1千万到1个亿不等，假设平均每部制作成本为5000万，其中50%成本为艺人成本，艺人成本约为110亿，剔除头部艺人（占50%左右）后，偶像艺人综艺市场规模约为55亿。



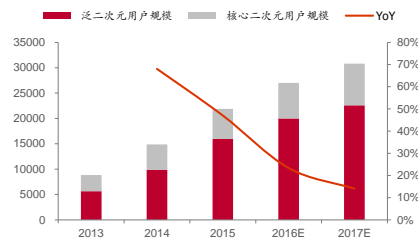
• 我国广告市场规模 (亿元)



• 我国综艺制作数量及预测

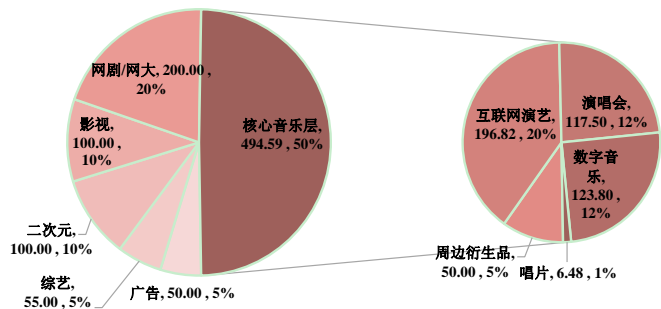


• 我国网络游戏市场规模及预测 (亿元)



• 我国二次元用户规模及增长率 (万人)

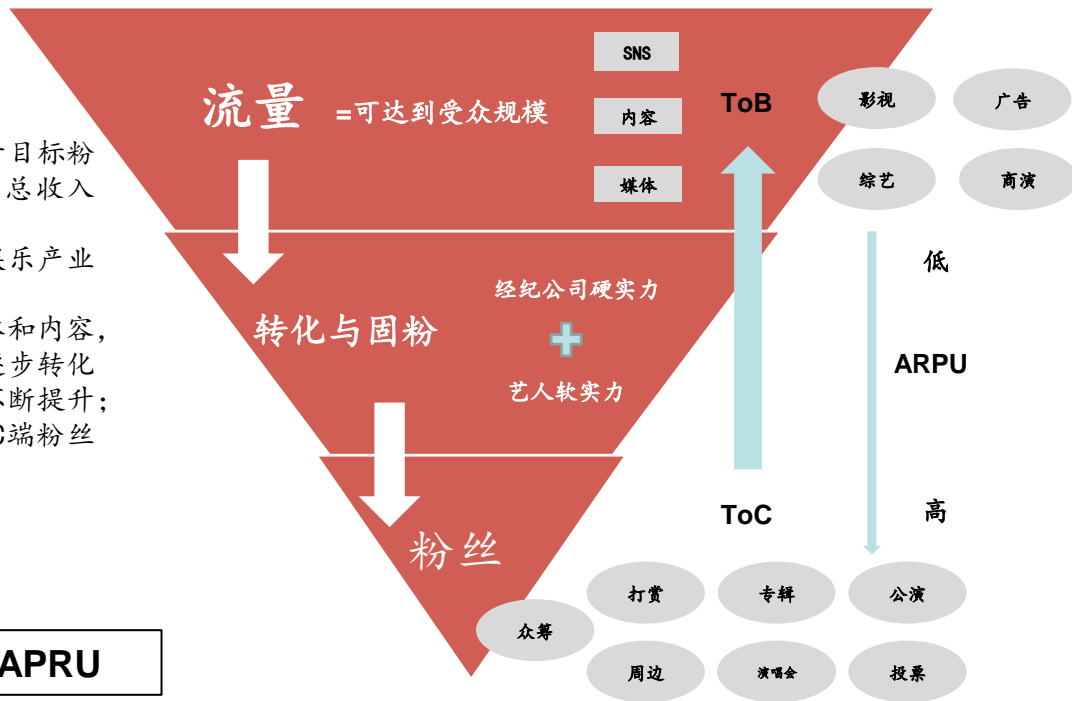
- 泛娱乐大趋势下，三次元与二次元IP共振形成增量市场，预计偶像泛ACGN市场规模约为100亿。
- 我国网游市场2018年可达2515.9亿，2014年我国动漫市场总体规模1144.8亿，以此估算，到2020年我国ACGN市场规模预计可达4000亿。在未来泛娱乐、影游联动等背景下，三次元与二次元IP共振有望为偶像市场带来新的增长点，包括游戏代言、音乐游戏、线下推广以及各类UGC细分领域（如cosplay、同人祭等）在内，预计泛二次元领域至少能够为偶像产业带来100亿的市场空间。（仅算游戏推广，目前游戏行业营销费用占收入的20%，若其中有10%为代言及推广，则市场空间超过50亿）



- 综上，根据我们的数据和核心假设，我们认为到2020年我国偶像市场总规模可达1000亿（核心音乐层494.59亿+衍生层505亿）。
- 未来偶像产业将成为集合音乐、影视、综艺、动漫、网剧等多内容载体在内的泛娱乐市场，由于其能够涵盖多种内容形式，因此相比于单一的内容制作方，其盈利模式也会更加富于弹性。

6. 偶像经济核心模型：从流量到粉丝，从C端到B端

- 从收入结构上看，偶像产业的核心是粉丝经济，即基于目标粉丝受众群体进行变现的商业模式。从收入来源上看，总收入=ToB收入+ToC收入。
- 我们根据目前中日韩三国主流的模式，结合我国目前娱乐产业的相关特点，总结出偶像经济的核心模型：
- 从流量角度，整体呈现出倒三角的特点，通过大众媒体和内容，能够积累人气和扩大认知度，在经历系统化的运营后逐步转化为粉丝，在此过程中流量开口逐渐变小，用户的ARPU不断提升；同时在粉丝数量不断提升的过程中，收入结构不断由C端粉丝转向B端，从直接付费到流量变现。



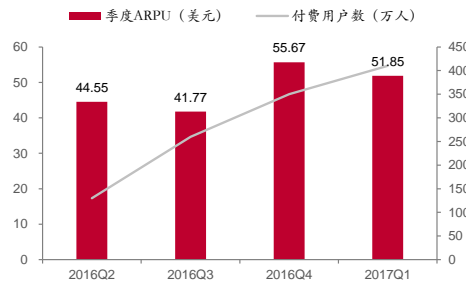
核心公式1：ToC收入=流量×转化率×APRU

核心公式2：ToB收入=影视+综艺+广告+网生+商演+... ..

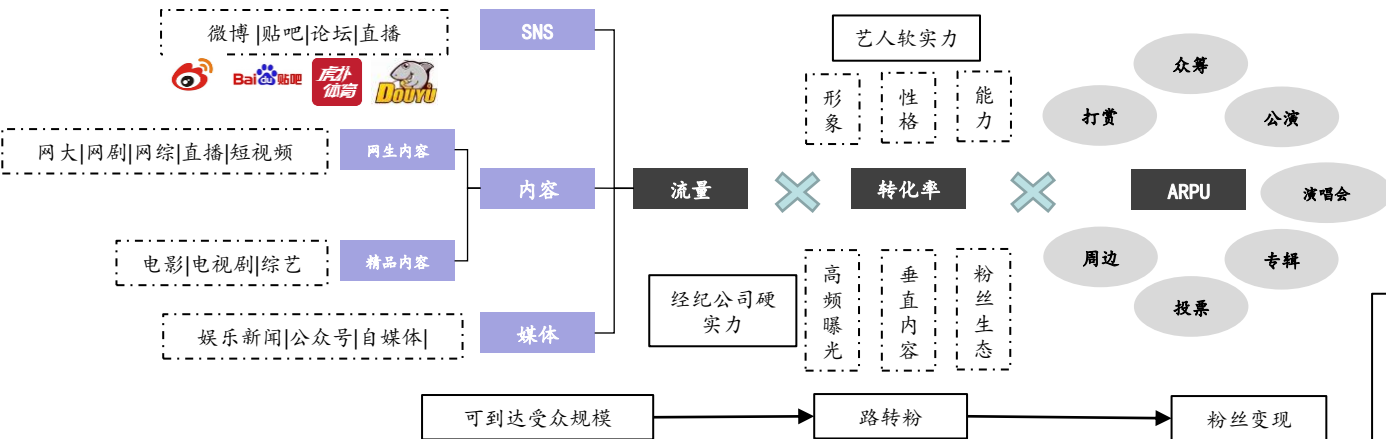
活动	众筹金额 (元)	人数	APRU (元)
2016AKB48总选举众筹	149,742	1,285	117
2016SNH48总选举众筹	5,172,209	32,135	161
2016第三届SNH48金曲大赏B50众筹	2,933,458	18,199	161
2017AKB48总选举众筹	3,694,104	15,912	232
2017SNH48总决选众筹 (正在进行)	18,674,608	117,610	159

• 摩点网粉丝众筹情况

粉丝具备天然的付费属性，并且目前我国各类变现出口较多，包括打赏、众筹、投票等直接付费，也包括公演、演唱会、专辑和周边等间接付费。以摩点众筹为例，粉丝众筹活动的ARPU值在117-232元之间，MOMO的直播用户季度APRU值为51.88美元。



• 2016Q2-2017Q1陌陌直播ARPU



艺人	微博粉丝 (万)	热门博文赞数 (万)	应援会/粉丝团/后援会粉丝数 (万)	转化率
胡歌	5622	36.9	100	0.66%
杨洋	2999	32.6	110	1.09%
TFBOYS-王俊凯	2493	88.1	104	3.53%
X玖少年团伍嘉成	167	3.2	4	1.92%
杨幂	7332	74.3	51	1.01%
迪丽热巴	2755	66.5	52	2.41%
SNH48-鞠婧祎	468	8.2	7	1.75%
兰幼金	58	0.13	0.02	0.22%

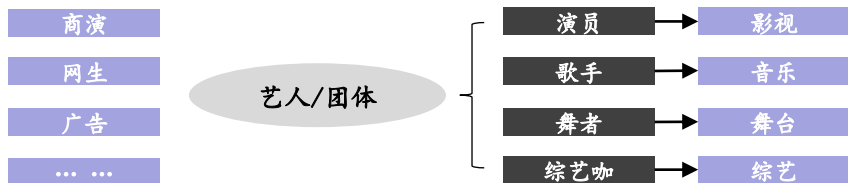
百分数为点赞数或应援会粉丝数/微博粉丝，用以估算粉丝转化率

不同艺人的粉丝转化率存在巨大差别，王俊凯的粉丝转化率是杨幂的5.9倍，偶像艺人的转化率通常高于普通艺人。

- 1) 流量端口目前基本依托于成熟的传播体系，主要包括SNS、内容和媒体，目的是让大众了解到艺人，能够更大范围的扩大艺人可到达受众规模；
- 2) 转化率的提升是链接流量和粉丝的关键。C端收入的核心是如何将流量转化为粉丝，并进一步促成粉丝的消费。我们认为，在这一过程中最重要的是转化率的提升，这一方面取决于艺人形象、性格和能力等软实力，另一方面取决于艺人曝光度、垂直内容生产能力以及整个粉丝生态体系的建设。
- 3) 粉丝变现主要依靠粉丝付费以及ARPU值的提升，主要是提高变现出口的多元化程度以及粉丝的参与感、认同感。

6.2 ToB: 依托粉丝效应, 阶梯化艺人培养是关键

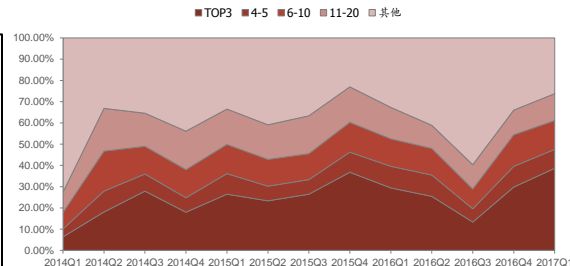
核心公式: ToB收入=影视+综艺+广告+网生+商演+....



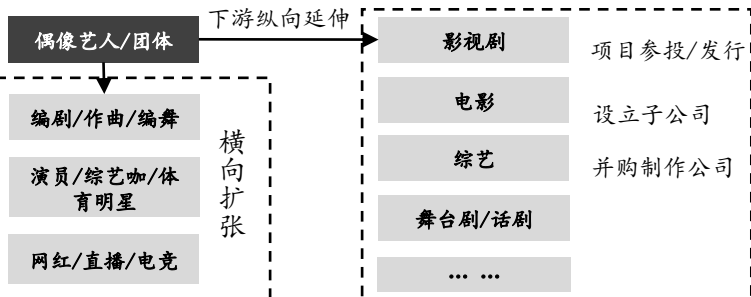
• B端收入的主要内容

- 目前看, B端收入的扩张主要有两条路径:
- 1) **产品扩张**, 即艺人参与B端作品的创作, 包括影视、综艺、商演、广告等, 并获取劳务收入, 在财报上主要体现为经纪业务收入。这是目前偶像团体创业公司的主要B端路径, 包括时代峰峻、丝芭传媒等。
- 2) **业务扩张**, 即经纪公司通过项目投资、自设、并购等方式, 参与下游B端项目的制作, 包括自主制作、参与制作、参与投资和发行等, 在财报上主要体现为影视业务收入。是目前主要上市公司的业务模式, 包括嘉行传媒、唐人影视、乐华文化等。
- 同时, 观察美日韩等国产业发展, 未来还将会产生跨界经纪, 如CAA从影视向体育的拓展, SM娱乐由偶像艺人向编剧、作曲家、演员、综艺咖等方面拓展。

- B端收入是指, 非粉丝直接购买的一切间接收入, 主要包括影视、综艺、广告、网生内容、商业演出等领域。
- B端业务的核心是要有阶梯化艺人培养体系, 并能够产生头部艺人, 这里所指头部艺人并非超级明星, 而是指具备一定流量效应和B端议价能力的艺人。核心原因是: 1) 头部内容占据主导, 无论是影视剧、综艺还是电影, 头部内容都占据流量的主要份额, 以影视剧为例, TOP20剧目的点击量占到季度总点击量的70%以上; 2) 头部内容需要头部艺人, 艺人成本占目前主内容成本的40%以上, 并且其中主要以头部艺人份额为主。



• 影视剧季度点击量分布情况

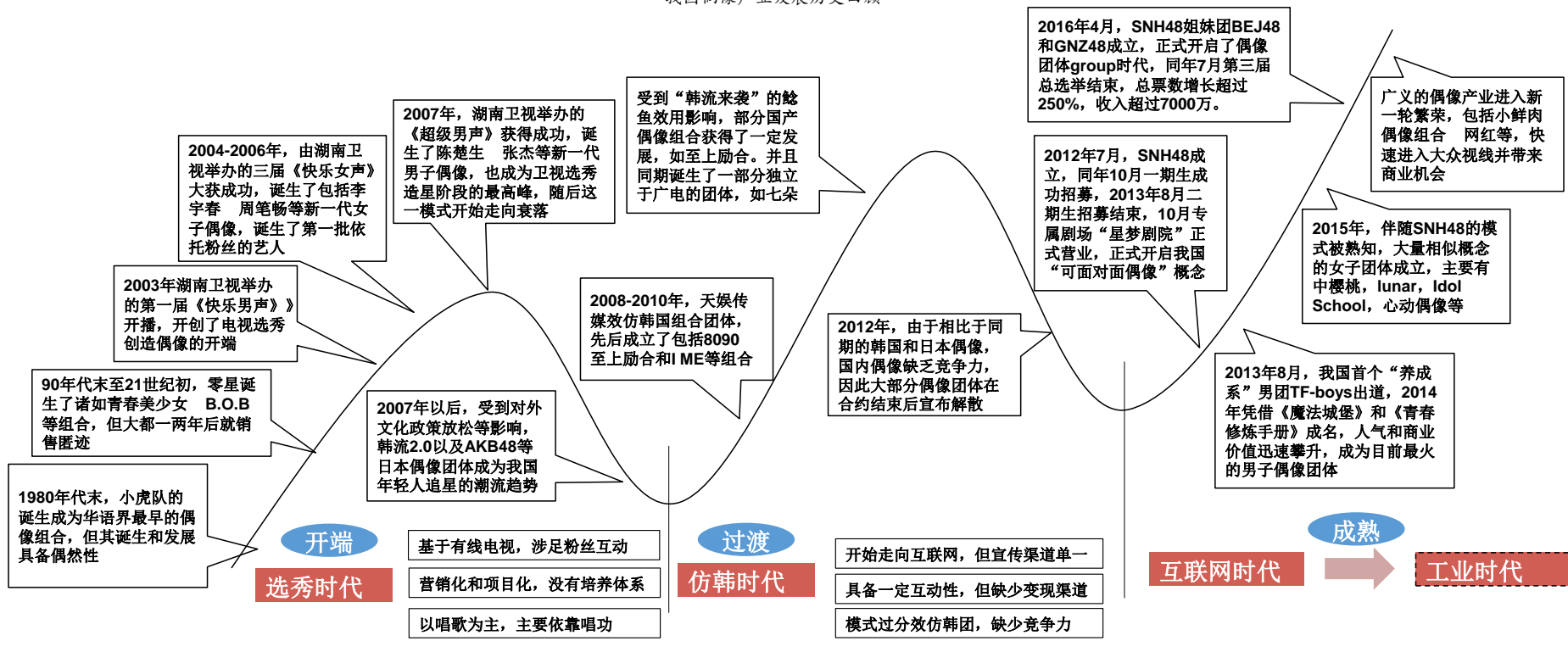


- 从数据来看, 以艺人经纪为主导的影视公司, 入嘉行传媒、唐人影视和乐华文化, 在收入体量逐步扩大的过程中, 影视业务占比逐步提高, 通过核心艺人资源的掌控布局产业链下游是未来的主要趋势之一。

公司	2016经纪业务收入		2016影视综艺业务收入	
	收入(万元)	同比增速	收入(万元)	同比增速
唐德影视	128	139.22%	77,439	45.82%
欢瑞世纪	2,631	13.95%	70,537	280.14%
华策影视	3,886	67.68%	420,519	71.54%
北京文化	13,643	-	66,680	310.41%
嘉行传媒	15,257	98.28%	13,324	129.55%
唐人影视	5,010	83.71%	36,999	40.71%
乐华文化	17,080	-13.26%	28,384	1921.05%

• 主要相关上市公司经济业务和影视业务收入情况

· 我国偶像产业发展历史回顾

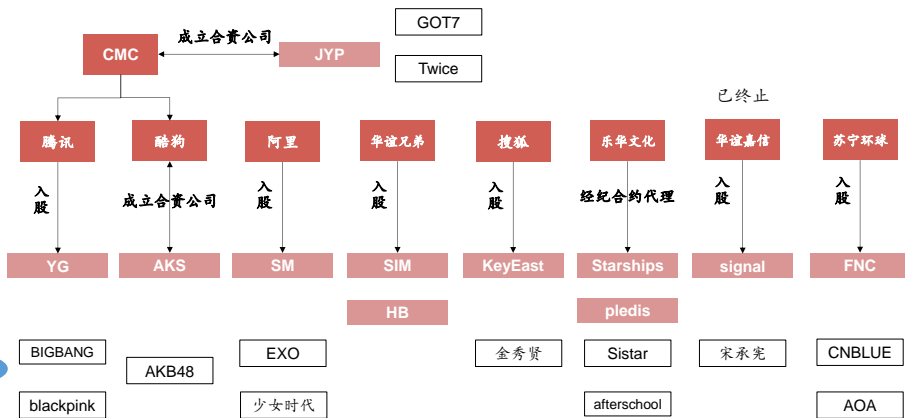


□ 整体看，我国偶像产业发展经历过三轮，第一轮是2003-2007年以超女快男为代表的电视选秀时代，第二轮是2008年后包括天娱等在内推出的一系列模仿韩国造星模式的仿韩时代，第三轮是2012年至今，产生了大量成功的爆款产品，包括SNH48/TF-boys等，也产生了各种类别的公司，包括乐华文化、嘉行传媒和中樱桃等，整体看，目前产业正由网生逐步转向为工业化时代。

腾讯、阿里等巨头出海收购或与日韩偶像产业龙头合作，押注偶像艺人经纪。从2015年至今，包括腾讯、酷狗、阿里等互联网巨头，华谊兄弟、搜狐和苏宁环球等娱乐公司相继与日韩偶像艺人经纪公司在股权和合作方面展开合作，显示出娱乐内容参与各方对偶像艺人经纪市场的重视。

• 我国目前主要女子团体情况统计

组合名称	风格	组合人数	微博粉丝数量(万人)	经纪(制作)公司	
SNH48 GROUP	SNH48	C-POP	109	643	上海丝芭传媒
	BEJ48	C-POP	57	19	北京丝芭传媒
	GNZ48	C-POP	54	19	广州丝芭传媒
	SHY48	C-POP	20	3	沈阳丝芭传媒
中樱桃	SS IDOL	J-POP	9	9.7	中樱桃文化
	Anyway	C-POP K-POP	5	5.8	
	CherryGirls	J-POP	9	5	
	青空之忆	J-POP	9	6.6	
	CH2	J-POP	8	3.4	
	AKB48-CHINA	J-POP	-	15	
1931	J-POP C-POP	25	34	欢聚时代	
Lunar	J-POP C-POP	24	23	上海露娜文化	
ATF	J-POP C-POP	9	6	心动娱乐	
Idol School	J-POP C-POP	40	21	绒翼文化	
SING	C-POP	10	31	酷狗音乐	
蜜蜂少女队	C-POP K-POP	40	40	姐妹淘(上海)文化	
Astro12	C-POP	11	10	什贰星座(北京)娱乐	
萌萌哒天团	古风	9	3	星路天下	
元气法则	J-POP	5	2	艾多尔文化	
KIMOE	C-POP	4		激萌文化	
PEG	C-POP K-POP	4	13	最美青春	
MISS MASS	Hip Hop	5	10	宏越文化	
ACEMAX	Pop	6	0.3	奇迈文化	
O2O女团	C-POP	7	12	触发娱乐	



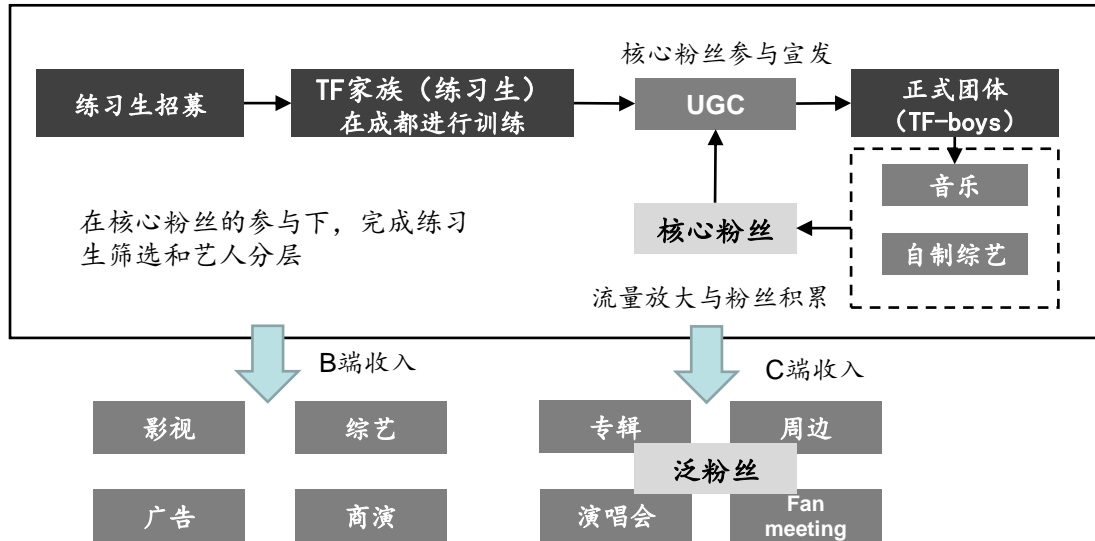
产业资本密集布局，或成未来娱乐领域风口。2013年至今，出道并现存的女团超过30个，其中超过半数在2015年以后组成。各类资本正在加速布局偶像产业，包括上市公司（万家文化）、游戏公司（心动网络）、传统影视公司（北京文化）、传统艺人（凤凰传奇）和创业公司（丝芭传媒）等。包括在女团、男团、艺人培训领域，产业正在加大布局。

案例1. TF-boys: 从爆款到家族, 创立中国版杰尼斯

- TF-boys的核心商业模式是基于练习生发掘、培养的养成模式, 并借助互联网进行快速的粉丝培养, 形成核心粉丝圈, 并在公司和核心粉丝的共同推广下逐步增加用户边界, 在积累了足够的人气后进行艺人变现。
- 在这一模式下, 核心粉丝的参与能够保证前期的人气积累, 以及通过高频的用户迭代确定艺人培养的目标以满足市场需求, 同时能够借助粉丝的力量在一定程度上对艺人进行分层。在培养出爆款产品TF-boys后, 时代俊峰更注重整个练习生体系的建设, 有望成为中国版的“杰尼斯”。



正式组合



已公布练习生



未公布练习生

简介：SNH48是由上海丝芭文化传媒有限公司打造的中国本土化大型女子偶像团体，取“上海”的“ShangHai”的拼音缩写从而组成“SNH48”，于2012年10月14日正式成立，2016年4月底成立BEJ48、GNZ48，2016年底成立SHY48，目前正在筹备CKG48，所有团体统称为“SNH48团体”。

音乐

共发行18张专辑EP，包括4张总选专辑，3张金曲选拔单曲，数张专辑销量突破10万



影视

主要成员参演电视剧包括《择天记》、《热血长安》、《九州天空城》《逆袭之星途璀璨》等十余部，出品作品包括《我的贴身校花》等网剧、网大。



热血长安 2017.02.15
主演 鞠婧祎, 徐海乔, 张辛苑

综艺

参与《国民美少女》、《极速前进》等各类综艺，自制综艺十余部，包括《SNHello星萌学园》、《周刊少SNH》等



公演

共出品公演超过30部，其中原创公演8部，包括《专属派对》、《梦想的旗帜》等



游戏

授权开发音乐手游《星梦学园》



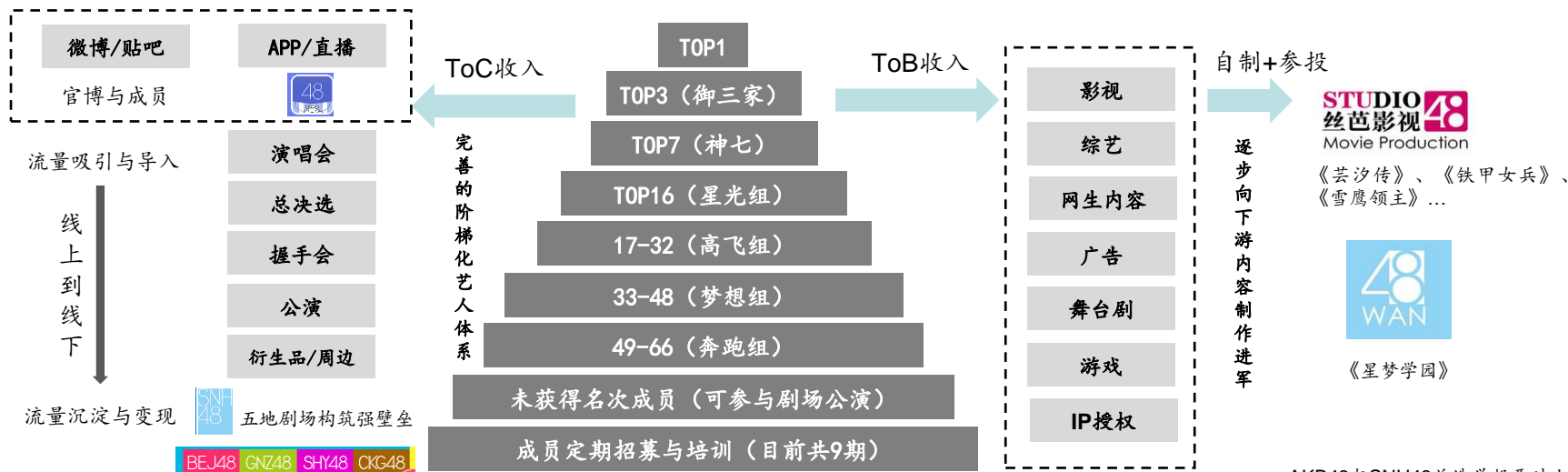
- SNH48主要作品

- 2012.10.14 SNH48在上海成立，并开始招募一期生，共26名成员，开始展开活动
- 2013.01.12 SNH48一期生成员通过首次演唱会“Give Me Power!”正式出道
- 2013.04.22 SNH48首支单曲《激流之战》正式发布
- 2013.10.13 SNH48线下剧场星梦剧院咖啡店试营业。11月2日，二期生首次登台以《剧场女神》公演出道，并成立了S2 N2两支队伍
- 2014.01.18 举办SNH48出道一周年红白对决大型演唱会并宣布三期生招募正式开始
- 2014.07.26 “一心向前”SNH48第一届偶像年度人气总选举开票演唱会在上海长宁国际体操中心举行，圈内票数达13万。三期生亮相。
- 2015.01.31 在上海大舞台举办“SNH48年度金曲大赏”演唱会，四期生亮相。
- 2015.07.25 “梦想高飞”SNH48第二届偶像年度人气总选举演唱会在上海梅赛德斯奔驰文化中心举行，圈内总票数68万。五期生亮相。
- 2016年1月 联合SMG互联网节目中心、优酷土豆共同参与制作的综艺节目《国民美少女》开播
- 2016.04.20 宣布成立北京和广州分团BEJ48和GNZ48
- 2016.07.30 “比翼齐飞”SNH48第三届偶像年度人气总选举演唱会在上海梅赛德斯奔驰文化中心举行，圈内票数共计169万票。
- 2017.01.07 “SNH48第三届年度金曲大赏BEST50演唱会”在上海梅赛德斯奔驰文化中心举行，宣布将在沈阳成立SHY48
- 2017.07.29 “我心翱翔”SNH48第四届偶像年度人气总选举演唱会将在上海梅赛德斯奔驰文化中心举行，宣布成都分团CKG48成立

- SNH48发展历程

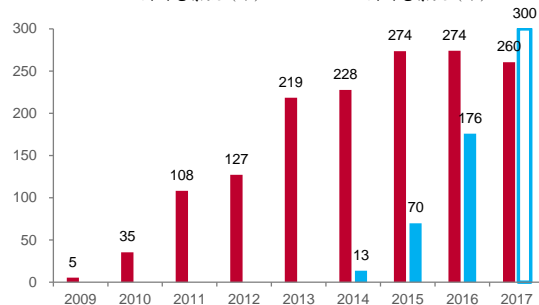


案例2. SNH48: 养成系女团范本, 打造O2O粉丝经济生态



• AKB48与SNH48总选举投票对比

■ AKB48-圈内总票数 (万) ■ SNH48-圈内总票数 (万)



- SNH48的核心业务模式与AKB48基本相同, 即基于“剧场+总选举+握手会”的重度粉丝运营模式, 但是在保持线下运营的同时, 也做了大量线上布局, 包括官方论坛、微博、贴吧以及“口袋48”APP (融合社交、论坛、投票应援和直播的粉丝社区化平台)。
- 在上述模式下, 通过总决选, 能够形成高度完整的艺人阶梯, 从而对接不同程度的B端资源, 完成从C端到B端的过程。同时, 公司成立丝芭影业开始布局影视内容产业, 与游戏公司合作开发游戏, 向产业链下游开始扩张, 为B端收入带来弹性。
- 在上述体系下, 生态内收入快速增长, 并呈现出规模效应。以总决选票数为例, 2014年为13万票, 预计2017年将达300万票, 复合增速180%, 预计2017年总票数将超越AKB48总票数, 收入超过1.3亿。

简介：中樱桃文化传媒——训练生体系的综合娱乐企业。构建标准化训练生体系，基于全约艺人的招募、培养、管理、激励、经纪、版权作品、内容输出的工业化链条，通过影/剧/综、剧场演出、直播、游戏、粉红经济等渠道与粉丝互动，以养成为手段，以互联网为渠道，以偶像经济为基础，培养明星艺人的综合娱乐生态企业。2017年，中樱桃旗下艺人受邀参与《约吧大明星》的大型真人秀节目，该节目有李晨、鹿晗等一线艺人录制；成都分公司承办了《中国新歌声》在四川地区所有海选现场活动；旗下女团成员即将登台《国民美少女》大型综艺节目。中樱桃目前有全约艺人163名，旗下5只女子偶像团体，综艺节目8档，已上/待上线网剧/网大30部，版权音乐作品40多首；中樱桃剧场能够容纳350名观众，艺人中心和影视中心拥有5000平方米硬件场地，各类录音棚、录影棚、舞蹈房、演播厅、直播间一应俱全。



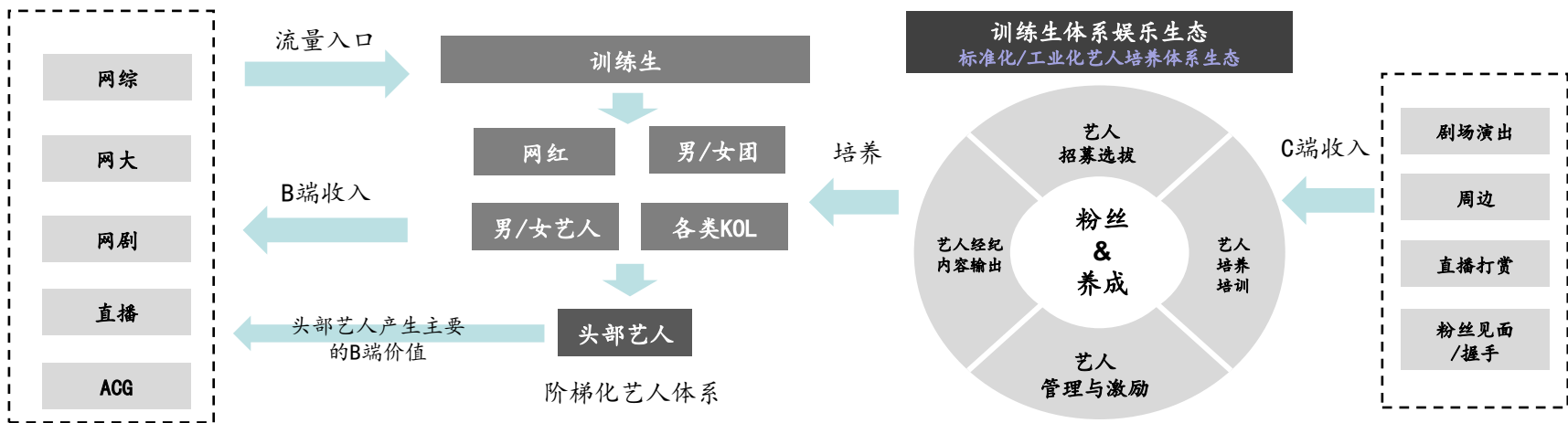
网络大电影《我不是李连樱》获得当月播放量第一，共计播放4200余次

直播综艺节目	播放平台	平均在线人数	每期平均礼物量
蒙耳歌神	来疯	15000	8695元
主播疼疼哒	来疯	45000	23695元
《惊喜公路》第二季	来疯	50000	35168元
超级挑战鸡	来疯	26000	22538元

综艺节目	播放量	上线平台
裸熊不联盟	197,164,677	优酷、腾讯、搜狐、爱奇艺、乐视、华数等
YP脱口秀	62,050,683	优酷、腾讯、搜狐、爱奇艺
男宅突袭	52,341,773	优酷、腾讯、搜狐、爱奇艺、17173、龙珠、B站
别学我	42,344,975	优酷、腾讯、爱奇艺
问你妹	18,102,599	优酷、爱奇艺、腾讯、搜狐
疯狂租客	51,824,843	优酷、腾讯、搜狐、秒拍
合计	423,829,550	

案例3. 中樱桃：网生品牌领导者，构建流水线化造星工厂

- 标准化培养体系、多维度变现出口，能够确保公司收入，并且提升头部艺人产生概率。
- 一方面，公司的核心竞争力是打造的标准化/工业化的艺人培训体系，以及多维度的流量入口，保证培养的艺人能够拥有持续高频的曝光度，并且取得一定的B端收入，确保能够产生持续的艺人变现；另一方面，通过大规模的艺人培养和训练，能够降低单体艺人培训的风险，产生梯度化的艺人体系，提高头部艺人的诞生概率。



5支女子偶像团体：Anyway韩系性感女团、CherryGirls多元化青春少女组合、青空之忆次元偶像、CH2校园女子偶像团体、Ssidol跨次元科技偶像女团

- 中樱桃旗下有160多位全约艺人，另有550名签约主播
- TOP20的艺人覆盖了一千多万的粉丝。其中曹安娜、乔玉、陈雨涵、兰幼金等拥有众多粉丝、作品，并参加了大量的艺人经纪活动。



案例4. 乐华文化：完善培训体系打造全能优质偶像

- 乐华娱乐是一家集偶像制造、影视投资制作、音乐出版发行于一体的大型娱乐公司，致力于高品质的娱乐产品开发、艺人价值的深度挖掘和影视剧投资制作。乐华文化以艺人培养为核心，目前已经形成了多梯度的艺人培养机制。目前公司业务主要分为三大板块：
- 1) 艺人经纪版块：公司已建立完善的艺人选拔、定位、培养和提升的运作体系，并结合中国娱乐市场特点和日韩经验，以符合80、90乃至00后娱乐需求为导向，打造属于乐华娱乐的亚洲乃至世界范围内的全能优质偶像。
- 2) 影视剧集投资制作版块
- 3) 音乐版权版块

艺人经纪板块

旗下拥有韩庚、UNIQ组合、宇宙少女、YHBOYS等艺人和组合，借助乐华娱乐的多平台联动



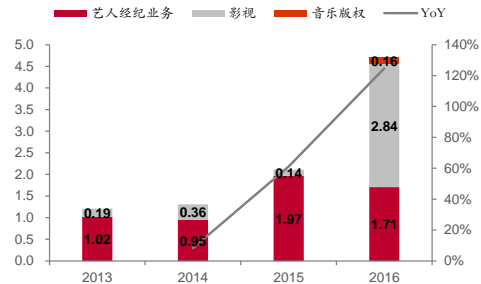
影视剧集投资制作板块

大力拓展影视剧投资制作：《梦想合伙人》2016、《大话西游3》2016、《致青春》2013、《老男孩之猛龙过江》2014、《前任攻略》2014、《东北往事之破马张飞》2017、《夏有乔木雅望天堂》2018

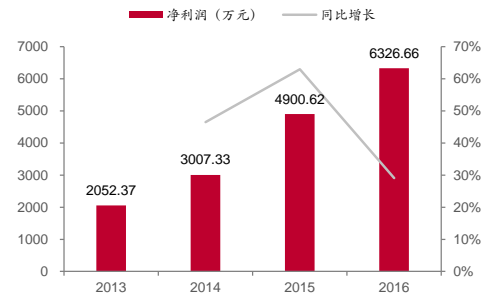


音乐版权版块

海量音乐版权，一流制作能力，打造乐华娱乐矩阵。拥有UNIQ《BEST FRIEND》、宇宙少女《THE SECRET》、安又琪《口红糖》、韩庚《三度》等版权



• 2013-2016年乐华文化收入



• 2013-2016年乐华文化净利润

嘉行传媒是目前我国年轻化影视产业领导者，目前主要从事艺人经纪、电视剧和电影的投资、制作及发行业务、商务及衍生品开发。公司坚持“年轻化、精品化、网络化”的定位，专注于开发年轻人群喜爱的影视剧作品，向市场不断输送优质年轻艺人，在国内影视视剧行业具有较高的品牌影响力和市场地位。通过艺人经纪和内容制作互相借力的操作模式，打造以艺人经纪为纽带、以影视剧为主体、以IP为核心、以商业植入和游戏为主要衍生品的娱乐产品和服务全产业链。目前公司主要业务包括：1) 艺人经纪业务；2) 影视剧制作发行3) 商务及衍生品开发。

艺人经纪

签约 杨幂、刘恺威、王骁、迪丽热巴、张云龙、刘芮麟、高伟光、张彬彬、赖艺等全约知名艺人



影视剧集投资制作

电视剧 《盛夏晚晴天》，《一念向北》，《微时代之恋》，《柠檬初上》



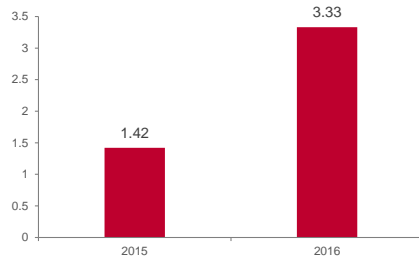
电影及大制作电视剧 《我是证人》，《怦然星动》



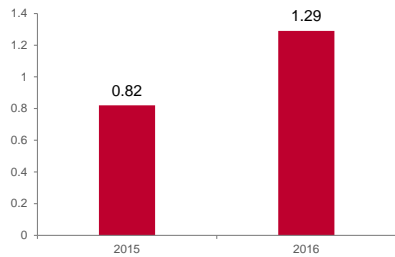
顶级影视IP系列开发 《三生三世十里桃花》，《亲爱的翻译官》



引史诗级IP制作顶级产品 《紫川-系列》，《亲爱的翻译官2》，《烈火如歌-系列》



• 嘉行传媒收入情况 (亿元)



• 嘉行传媒净利润情况 (亿元)

7. 投资建议：把握窗口期，关注积极布局偶像艺人娱乐公司

- 目前来看由于我国娱乐工业体系尚不成熟，偶像市场（更广义来讲艺人经纪市场）还处于早期阶段，但是我们认为目前时点从宏观背景和微观结构看，偶像艺人经纪市场正处于重要发展窗口期，对比日韩500亿和200亿的市场规模，我们认为未来至少是千亿级别的市场规模；我们认为未来三到五年是我国偶像艺人经纪高速发展期，作为增量娱乐内容，目前时点是进行相关投资的最佳时机。
- 回归二级市场，从二级市场投资角度，我们认为主要的投资逻辑和方向有如下四点：
- **方向一：直接经营偶像艺人经纪。**其偶像艺人经纪业务一部分来自自建，另一部分来自并购，相关标的有万家文化、北京文化、中南文化、嘉行传媒、乐华文化。
- **方向二：参与或参股相关偶像艺人经纪。**主要分为两种情况，第一种是参与偶像艺人相关产品，如富春股份；第二种是参股偶像艺人经纪，如美盛文化、顺网科技和游久游戏等。
- **方向三：传统影视公司布局艺人经纪。**对传统影视公司来说，布局偶像艺人经纪能够为其内容业务提供支撑和协同，相关标的有华策影视、华谊兄弟、光线传媒和华录百纳。
- **方向四：偶像艺人经纪发展带动的相关产业链公司。**这部分公司主要包括产业链的上下游企业，如音乐版权、直播、视频门户、社交媒体等，主要标的有宋城演艺、昆仑万维、巴士在线和浙数文化等。

投资方向	相关标的	投资方向	相关标的
直接参与偶像艺人经纪	万家文化 (600576.SH)	传统影视公司布局艺人经纪	华策影视 (300133.SZ)
	北京文化 (000802.SZ)		华谊兄弟 (300027.SZ)
	中南文化 (002445.SZ)		光线传媒 (300251.SZ)
	乐华文化 (833564.OC)		华录百纳 (300291.SZ)
	嘉行传媒 (830951.OC)		新文化 (300291.SZ)
投资方向	相关标的	投资方向	相关标的
参与或参股相关偶像艺人活动	富春股份 (300299.SZ)	偶像艺人经纪发展带动的相关产业链公司	宋城演艺 (300144.SZ)
	美盛文化 (002699.SZ)		昆仑万维 (300418.SZ)
	顺网科技 (300113.SZ)		南天信息 (000948.SZ)
	游久游戏 (600652.SZ)		暴风集团 (300431.SZ)
	快乐购 (300413.SZ)		巴士在线 (002188.SZ)
	游久游戏 (600652.SZ)		乐视网 (300104.SZ)
	心动网络 (833897.OC)		浙数文化 (600633.SH)
	欢聚时代 (YY.O)		恺英网络 (002317.SZ)
			天鸽互动 (1980.HK)
	A8新媒体 (0800.HK)		
	陌陌 (MOMO.O)		
	微博 (WB.O)		

• 相关标的梳理

- 1) **产业政策趋紧的风险。**由于偶像产业属于文化娱乐产业，其上下游涉及到文娱产业诸多领域，因此存在某些领域政策可能趋紧导致对行业的负面冲击。
- 2) **娱乐工业发展不及预期的风险。**由于偶像产业是建立在底层娱乐工业基础之上的衍生产业，因此若我国整个娱乐工业发展不及预期，那么也会对产业发展造成负面冲击
- 3) **经营管理能力不足的风险。**由于艺人经纪是基于对艺人的管理，因此我国对于经纪合约的法律基础、行业整体诚信度和艺人管理水平等方面若存在不足，也会对产业发展造成负面冲击。

重要声明

■中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

■本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

■市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

■投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

■本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

谢谢!

分析师：康雅雯

S0740515080001

021-20315097

kangyw@r.qlzq.com.cn

联系人：臧琨

zangkun@r.qlzq.com.cn