

内容消费时代到来，拥抱MCN发展的黄金年代

证券分析师：张良卫

执业证书编号：S0600516070001

联系邮箱：zhanglw@dwzq.com.cn

二零二零年一月

证券分析师：周良玖

执业证书编号：S0600517110002

联系邮箱：zhoulj@dwzq.com.cn

二零二零年一月

研究助理：李赛

联系邮箱：lis@dwzq.com.cn

二零二零年一月



- 何为MCN：对接内容与平台，广告电商为变现双翼

- 空间探讨：内容消费+技术驱动，撬动百亿级市场规模

- 趋势探析：二八分化愈显，国际化成为新方向

- 相关投资标的梳理

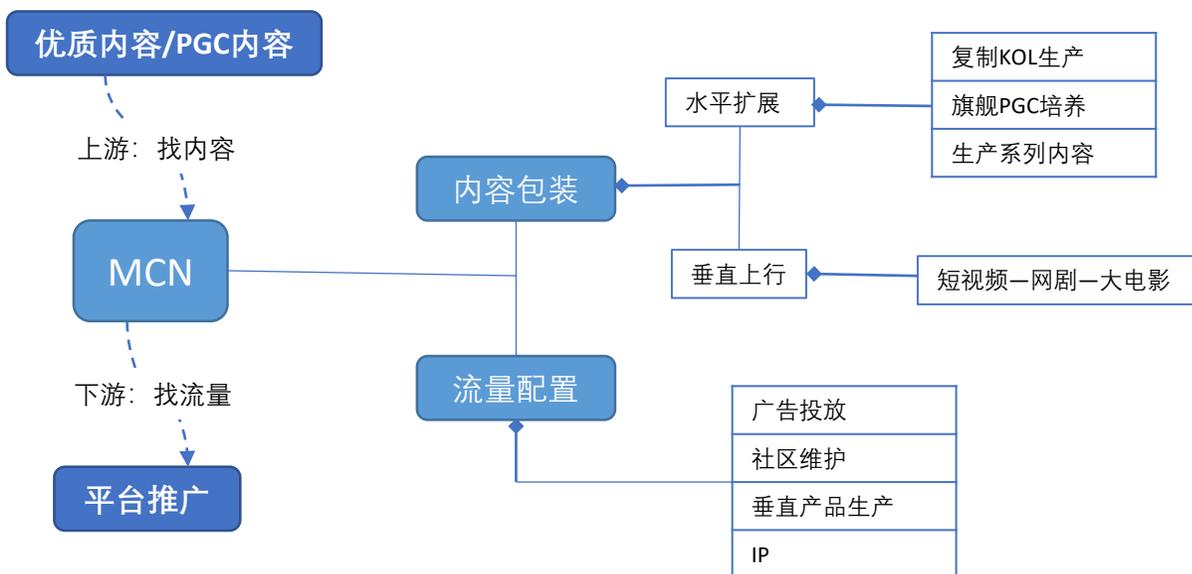
- 风险提示

何为MCN：对接内容与平台，广告电商为变现双翼

1.1 网红中介MCN：上接优质内容，下寻平台变现

- MCN (Multi-channel Networks), 意为多频道网络, 起初是内容生产者和YouTube之间的中介。美国MCN不涉及内容生产, 只是将内容创作者联合起来建立频道, 助其解决推广和变现问题。中国MCN在原有职能上进行了扩展, 利用自身资源为网红提供生产支持、账号运营等专业化服务。简而言之, **MCN是一种中介公司, 它将网红联合在一起形成矩阵, 上游对接优质内容, 下游寻找推广平台变现。**
- MCN的内容类型覆盖文字、图片、视频、直播等领域, 分发渠道包括互联网社会化媒体、网络视频、内容资讯、电商导购等不同领域的平台, **变现能力强且变现模式多元, 包括但不限于广告收益分成、电商销售分成、流量分成、IP衍生品销售等。**

图表：中国MCN产业链



图表：内容类型



1.2 核心职能：全方位孵化网红，提高内容变现速率

- 随着MCN机构产业链在国内发展的不断完善，其在网红经济发展成熟的过程中带来的助益也日益明显。对网红而言，**MCN机构在内容创作、流量曝光、商业变现上的支撑最为关键**。作为规模化的运营机构，MCN自身拥有的成熟创作经验、海量广告及电商资源、头部MCN巨大的影响力以及更高的议价能力，可以为新网红带来更舒适便利的创作环境、更优质的商业变现机会、更频繁的曝光机会和更高的毛利率，最终提高网红内容变现的速度和效率。
- 目前90%以上的头部网红都已签约MCN机构，**未来，MCN将成为网红不可或缺的合作伙伴**。

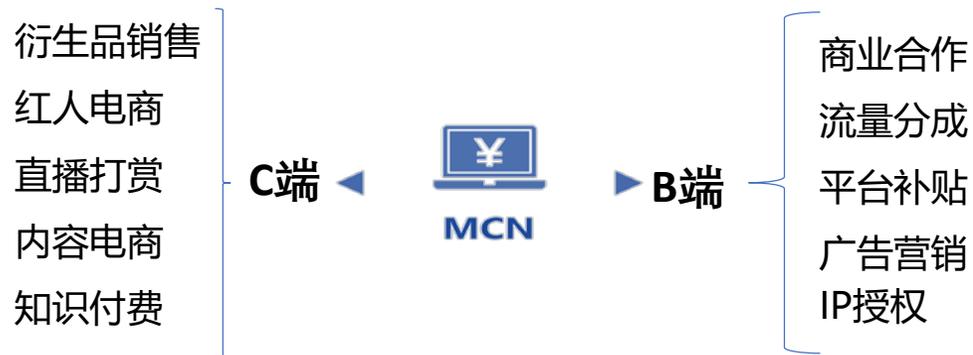
图表：MCN机构孵化网红的流程



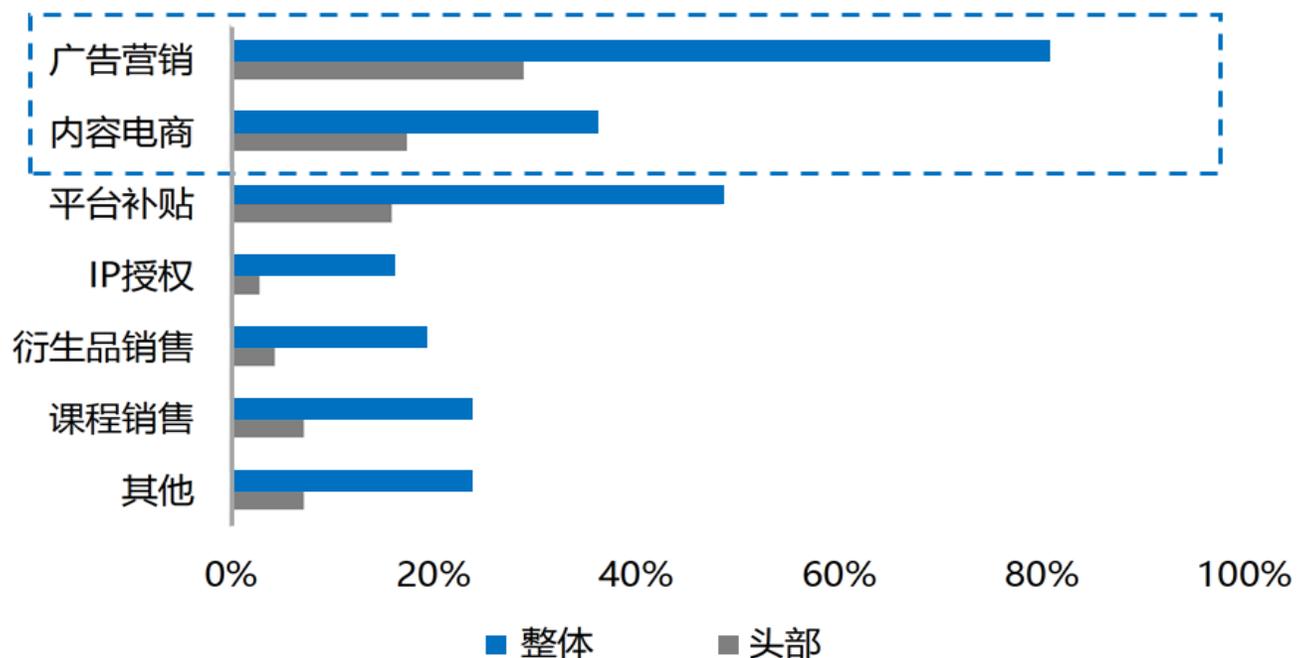
1.3 变现方式：以内容电商和广告营销为主，多元变现

- 目前，MCN变现方式以广告营销、内容电商、平台补贴模式为主，辅以IP授权、课程销售、衍生品销售。
- MCN整体主要依靠广告营销、平台补贴来变现，内容电商占比较低；头部MCN高度依赖内容电商与广告营销作为收入来源，目前仍以广告营销变现为主，**但内容电商的潜力持续释放，未来很有可能成为最重要的变现模式。**

图表：变现方式分类



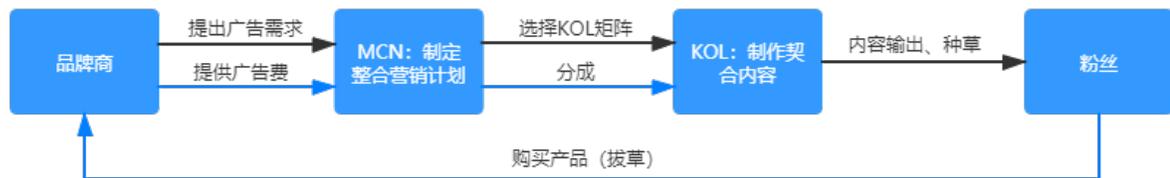
图表：MCN不同机构变现方式占比



1.3 变现方式：以内容电商和广告营销为主，多元变现

- 广告营销变现方式从品牌商出发，由品牌方提出广告需求，MCN根据产品属性、客户要求、KOL资源为其制定整合营销计划，选择合适的KOL矩阵制作对应的内容，KOL在向粉丝进行内容输出的同时驱使粉丝产生购买行为，最终完成价值闭环。
- 内容电商变现方式从KOL出发，由KOL制作的内容决定未来销售的产品，MCN机构提供营运支持，由于KOL制作的内容往往与推荐的产品高度相关，内容的受众也与产品的潜在消费者高度契合，粉丝更容易受到KOL的推荐而产生购买行为。

图表：广告营销变现方式与代表公司



图表：内容电商变现方式与代表公司



1.4 MCN分类：以内容生产和运营为内核差异化发展

- MCN共有七种业态，以内容生产和运营业态为基础内核、其他五大业态为变现外延，组合式谋求差异化发展。
- MCN根据内容类型将自制内容投放至不同的平台。短视频MCN偏向组合营销业态进行变现；直播MCN则偏向组合电商业态进行变现。
目前直播MCN得益于直播电商的蓬勃发展正快速崛起，与短视频MCN形成双雄争霸之势。

图表：七大业态分类

类别	特点	典型举例
内容生产业态	工业化、IP化	二更为视频制作者提供统一指导
运营业态	衔接内容与平台	洋葱孵化办公室小野
营销业态	整合营销，多渠道分发	蜂群制作《恋与制作人》全案推广
电商业态	注重与粉丝之间的沟通	美ONE红人李佳琦直播带货YSL口红
经纪业态	利用资源优势进行组合营销	Papitube签约众多个性艺人
社群/知识付费业态	粉丝沉淀专业变现	米未推出《马东的职场B计划》课程
IP授权、版权业态	变现效率缓慢	大禹授权《一禅小和尚》动画IP

图表：MCN分类

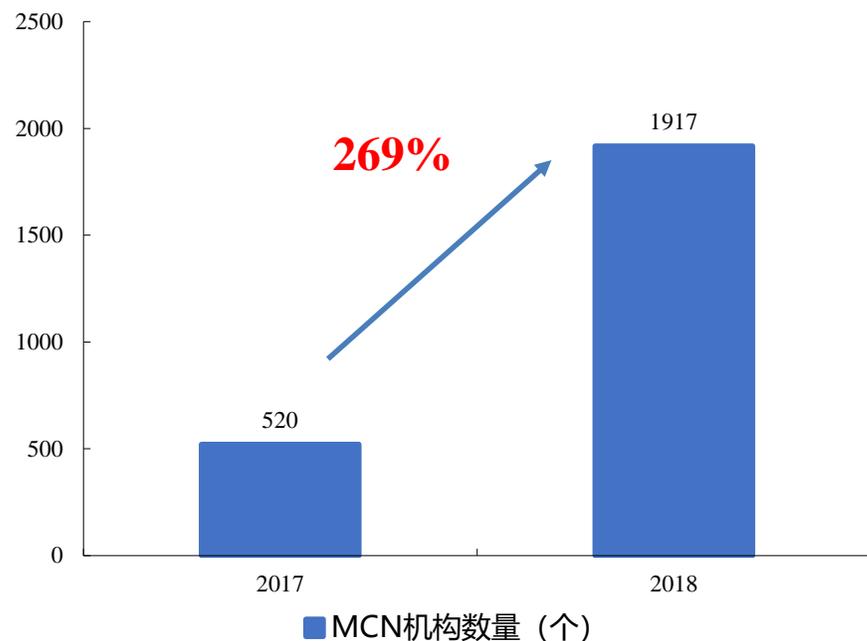
类型	主要公司	主要平台
短视频MCN	新片场、蜂群、papitube、二更、洋葱	抖音、快手、B站、微博
直播MCN	如涵、无忧传媒、微念、美ONE、薇龙	淘宝、蘑菇街、抖音、快手
动漫MCN	飞博共创、鼓山文化、大禹网络	微博、微信、B站
综合MCN	青藤文化、古麦嘉禾、橘子娱乐	全平台

空间探讨：内容消费+技术驱动，撬动百亿级市场规模

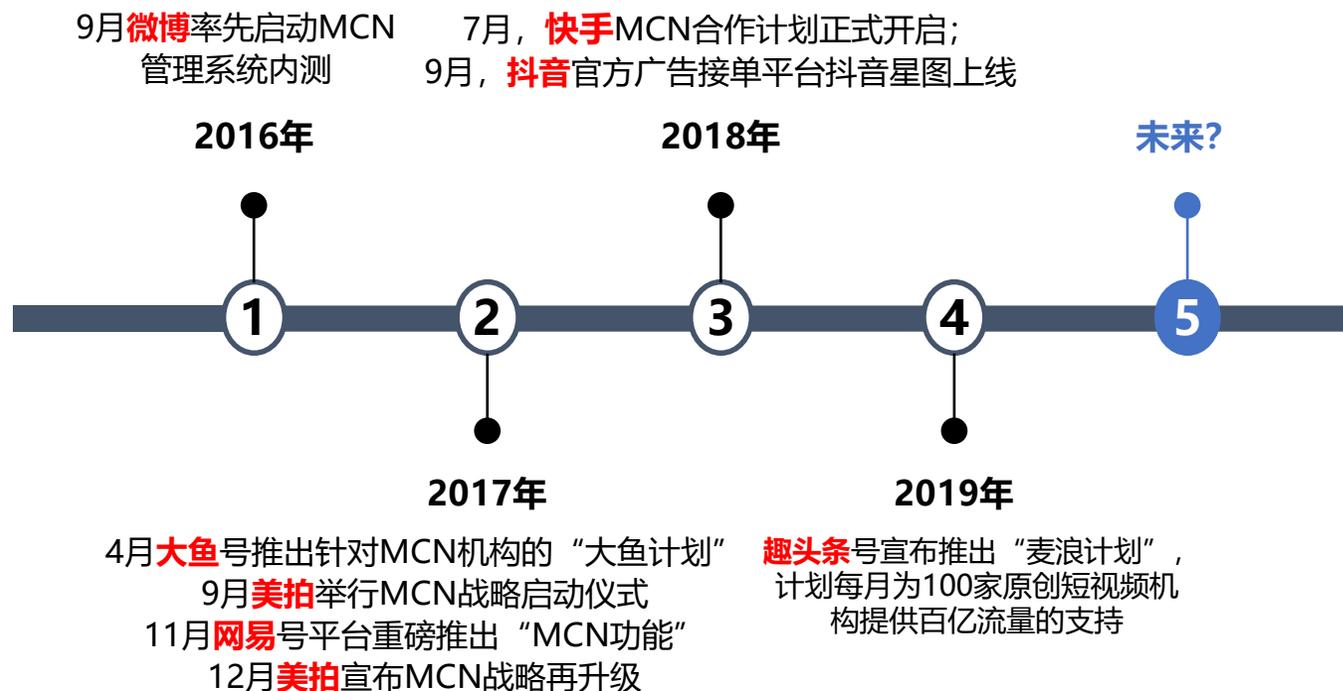
2.1 平台扶持MCN发展，构建良性循环

- 平台自16年始，对MCN机构进行扶植与帮助，为其提供更多的流量以及更高效的宣发渠道。平台的扶持使机构可以将更多的精力放在内容的产出上，提高了内容质量，同时优秀的内容也会为平台带来了更多的用户，二者形成良性循环。
- 目前各大平台均已推出了自己的MCN机构招募计划，吸引优质MCN机构入驻。截止2018年，微博合作的MCN机构数量达到1917家，较去年增长269%。合作覆盖领域达53个。截止2018年4月，网易号平台已接入138家MCN机构，覆盖全网头部MCN机构90%以上。

图表：2017-2018年与微博合作MCN机构数量



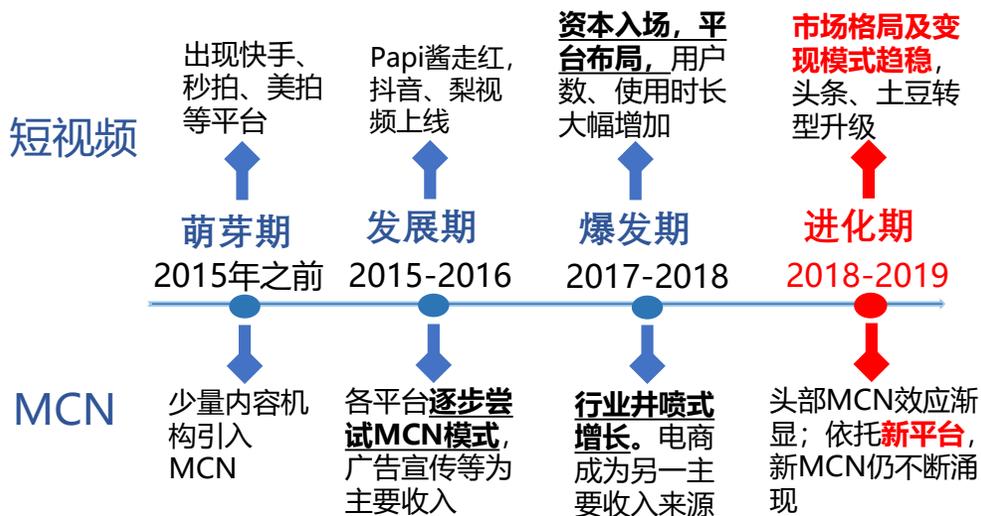
图表：平台MCN招募计划



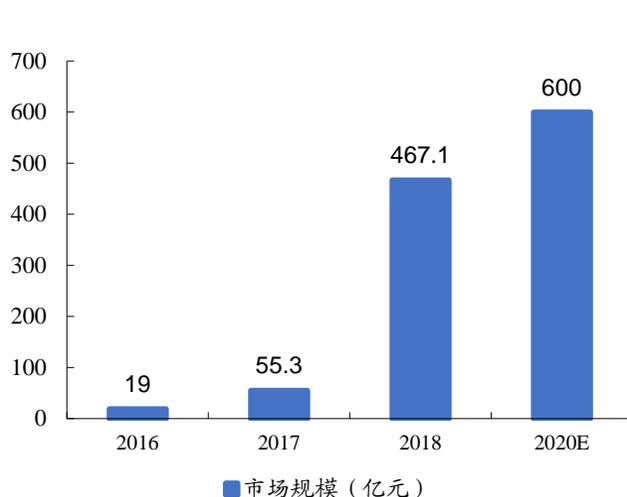
2.2 短视频异军突起，成为MCN发展重要助推力量

- **短视频平台异军突起，成为MCN机构发展的重要助推力量。**2016年短视频行业开始崛起并迅猛发展，催生出广告、电商等大量变现需求，成为MCN机构发展的重要推动力量。据CTR数据显示，截至2019年上半年，短视频月活跃用户数量同比增长32%；短视频月人均使用时长同比增长9%，其月人均使用时长是在线视频的近2倍，时长占总上网市场时长的11.4%，超过综合视频（8.3%），成为仅次于即时通讯的第二大应用类型。
- **短视频行业近三年保持快速增长。**截至2018年底，我国短视频行业市场规模达467亿元，较2017年55亿元增长745%，预计2020年整体市场规模将达600亿；我国短视频用户规模达6.48亿（高出长视频用户0.36亿），同比增长58%；短视频月总使用时长同比上涨1.7倍。

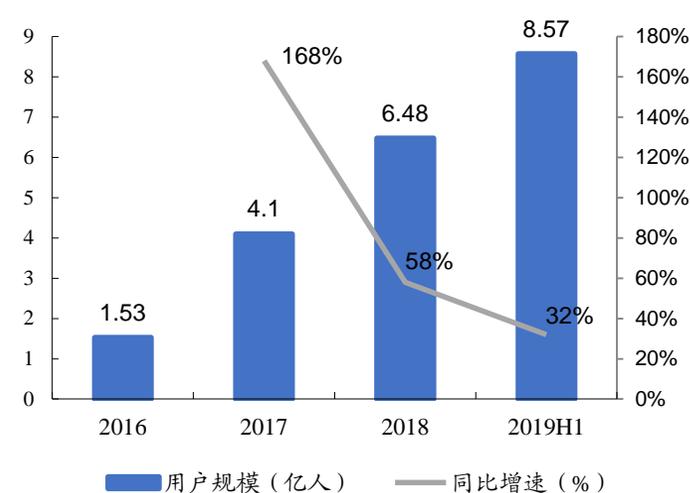
图表：短视频及MCN机构发展历程



图表：2016-2018我国短视频行业市场规模走势



图表：2016-2019我国短视频用户规模情况



资料来源：CTR，前瞻产业研究所，克劳锐，东吴证券研究所

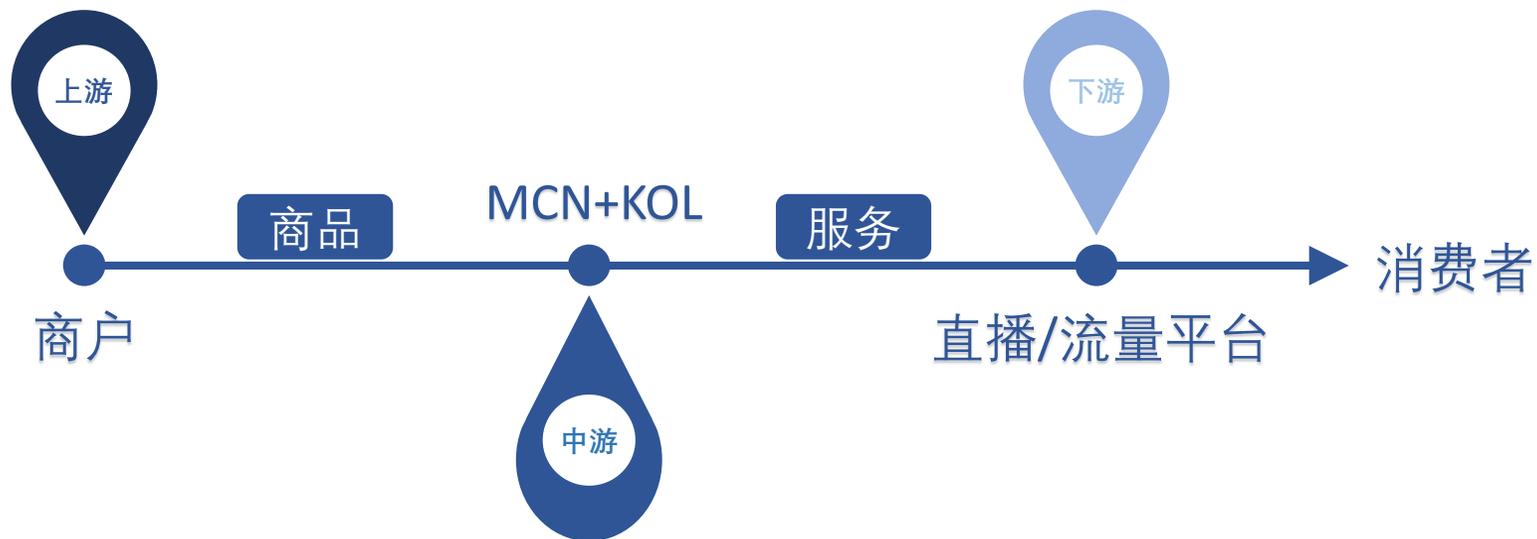
2.3 电商直播成为内容消费新风口，为行业带来新动能

- 直播电商完成由“人找货”向“货找人”的转变，依靠主播紧密联系消费者、商户。
- 对于消费者来说，直播电商的即时化属性，让用户所见即所得，并能参与与主播的互动，增强购物体验。主播凭借专业能力帮助用户选品，凭借流量优势向品牌商获取低价优惠，并依托粉丝互动、限量秒杀等方法，缩短其决策时间，充分激发购物欲望并引导迅速下单。
- 对于商家来说，直播电商提供了一个新的、更好触达消费者的渠道，降低生产和运营成本；同时能够反馈甚至引领消费者喜好，从而实现反向定制。

图表：淘宝直播界面



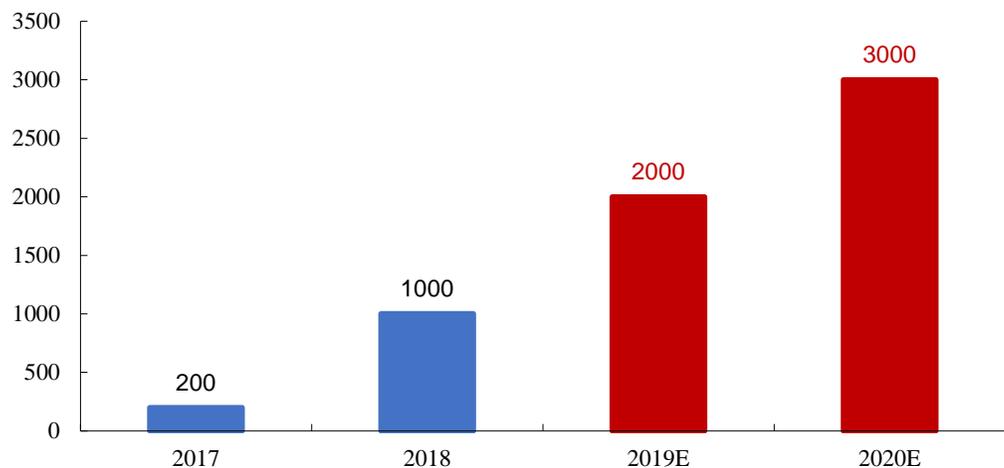
图表：直播电商产业链



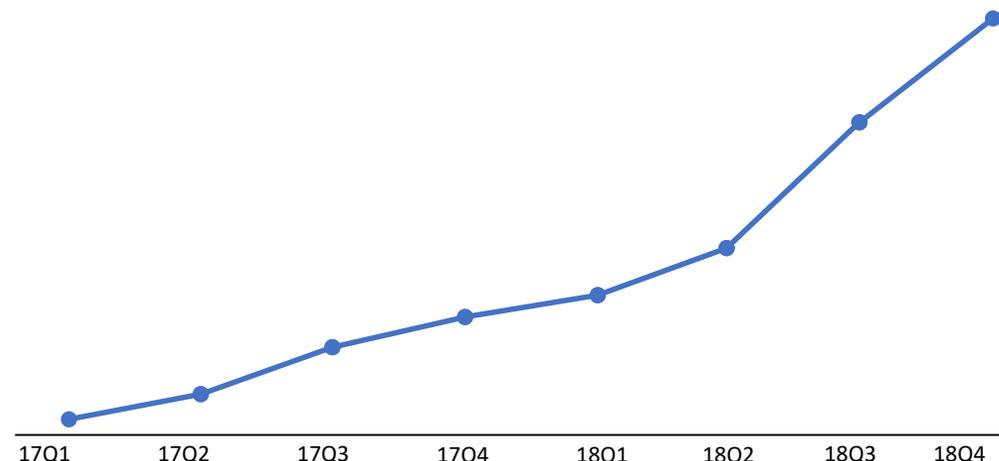
2.3 电商直播成为内容消费新风口，为行业带来新动能

- **从内容电商化到电商内容化，2018年淘宝直播快速发展。**最初流量平台以电商谋求变现，电商直播兴起，后来电商平台谋求电商内容化，纷纷加入直播战局。2018年淘宝直播快速发展，主播人数较此前一年增长180%，全年拉动GMV破1000亿，同比增长400%，进店转化率超65%，日直播场次超6万，直播时长超15万小时，有81名主播年引导成交过亿。我们预计2019/2020年淘宝直播GMV分别达2000/3000亿元。**我们预计阿里巴巴2019全年GMV达6.4万亿，按照2000亿电商直播GMV预计，目前电商直播渗透率仅约3%。**
- **淘宝直播成交渗透率在过去两年内翻了四番。**主要归因于下沉市场的拓展以及部分品类（珠宝玉石类）线上渗透率的大幅提升。
- 我们预计2020年淘宝直播GMV达3000亿元，**商家支付给主播和机构的佣金比例一般为15%-20%，由此预计KOL+MCN机构对应市场规模约500亿元。**

图表：2017-2020年淘宝直播交易规模（亿元）



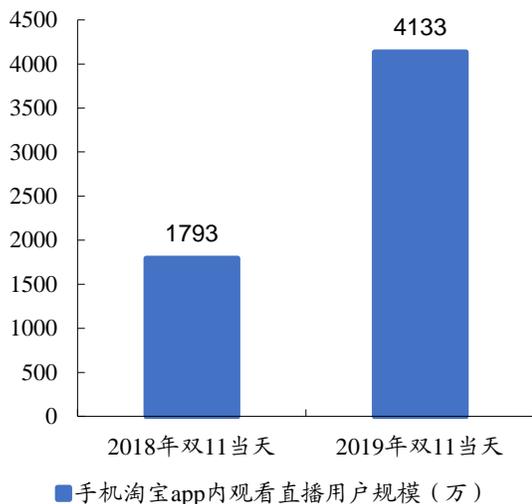
图表：淘宝直播成交渗透率发展趋势（无具体数据，参考趋势，19年约为3%）



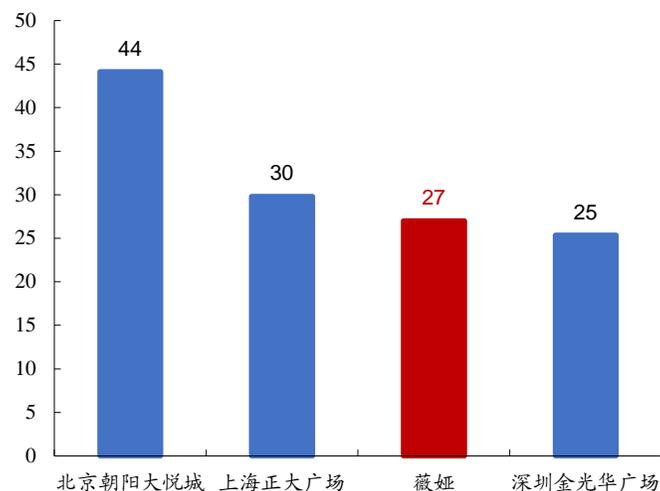
2.3 电商直播成为内容消费新风口，为行业带来新动能

- **2019年双11头部主播带货效果明显。**以淘宝直播为例，2019年“双11”手机淘宝App内观看直播的用户共计4133万，同比增长130.5%，当天带动近200亿元的成交，约占双11成交额的7.5%。薇娅和李佳琦“双11”直播间同时观看人数超过3000万，其中薇娅实现成交额27亿+（超过2018年全年薇娅带货交易额），李佳琦实现成交额10亿+，带货能力堪比顶级商场。
- **直播带货商业潜力吸引各内容&电商平台纷纷入局，2020年有望加码。**抖音、B站、小红书、拼多多等流量平台有望在2020年加码直播电商领域。

图表：手机淘宝APP内观看直播用户规模



图表：2018薇娅与各顶级商圈销售额对比（亿元）



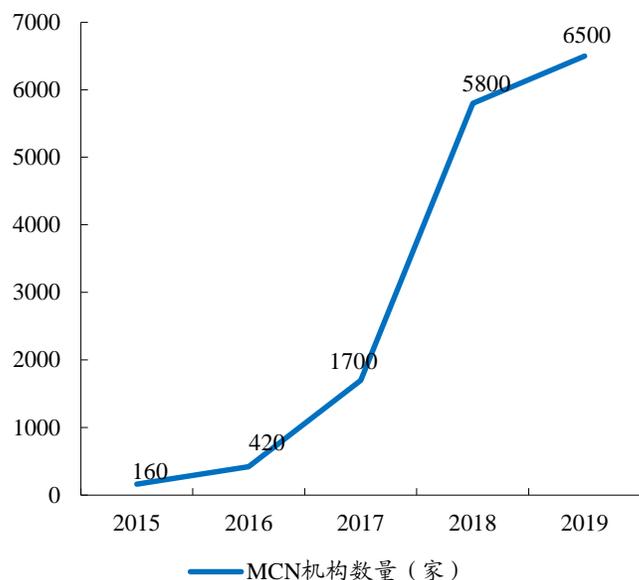
图表：电商&流量平台布局直播



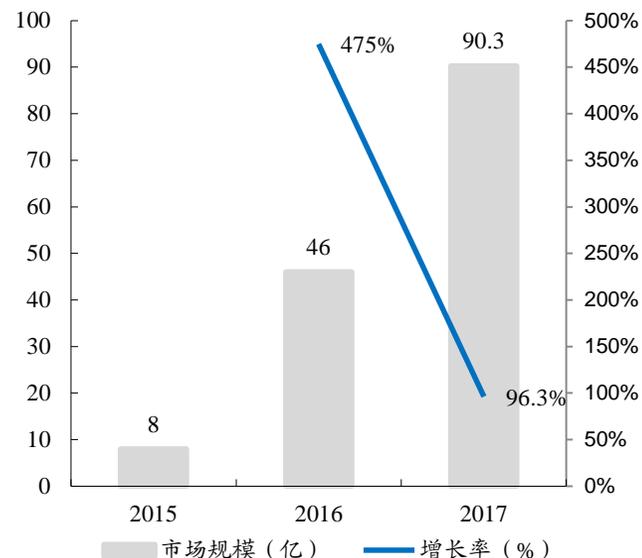
2.4 MCN市场规模达百亿级，电商直播领域仍有红利

- **近三年MCN机构数量保持高速增长。**根据克劳锐统计，2015年，我国MCN机构数量仅160家，截至2018年，MCN机构数量已经超过了5000家。
- **市场规模达百亿级，电商直播领域MCN仍将享受行业红利。**根据艾瑞咨询，2016年MCN市场规模仅46亿，同比增长475%，2017年同比增长96%，预计2018年MCN市场规模达百亿级，其中头部贡献率占六成。目前电商直播领域仍处行业爆发期，布局于此的MCN机构有望继续享受行业红利。

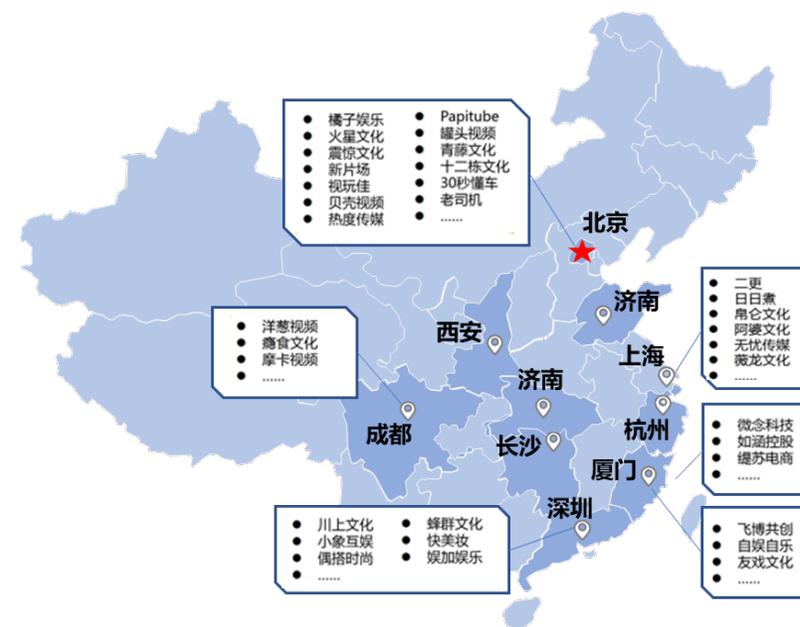
图表：MCN机构数量



图表：MCN市场规模及预测



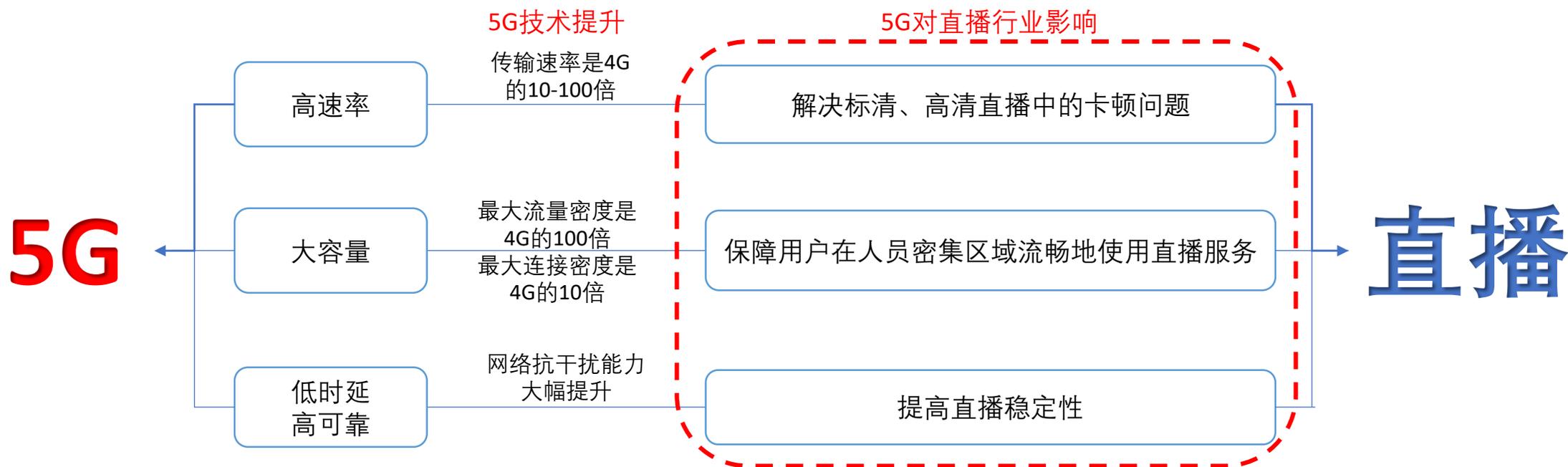
图表：中国MCN机构地理图鉴



2.5 5G时代直播业态有望迎来更高增长

- 直播对网络带宽和稳定性要求较高，并且流量消耗巨大，因而，无论是主播还是观众，目前主要是依托固定宽带使用直播。
- **5G网络高速率、大容量、低时延高可靠的特点可提升用户直播体验。**“5G+直播”解决了高清直播的卡顿问题，释放了主播和用户进行直播和观看的限制，提高了直播的稳定性，为用户带来了更好的直播体验。
- **5G时代催生更多直播体验方式。**多路直播、VR直播、8K画质等直播技术的创新为直播行业提供了新的弯道超车的机会。

图表：5G+直播带来用户直播体验提升

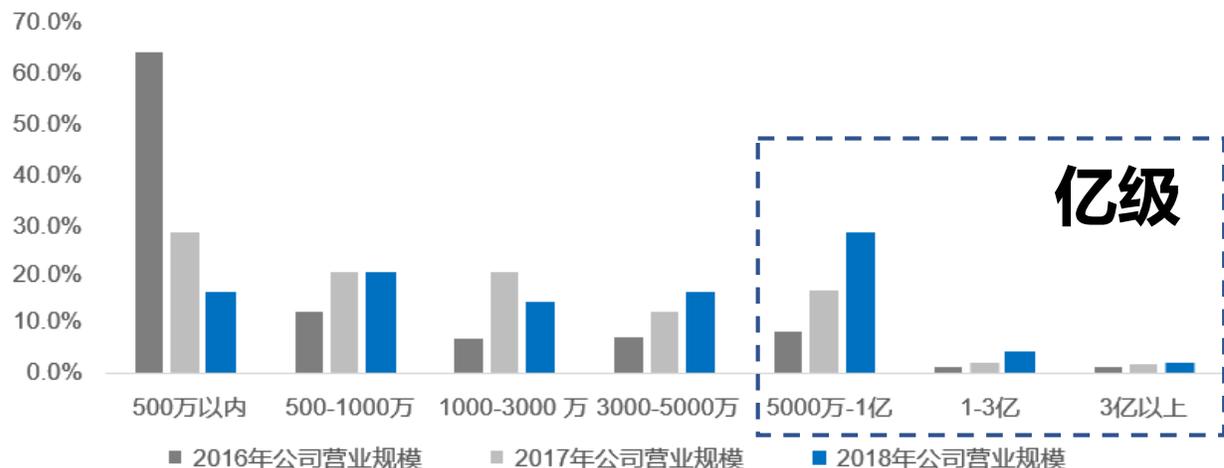


趋势探析：二八分化愈显，国际化成为新方向

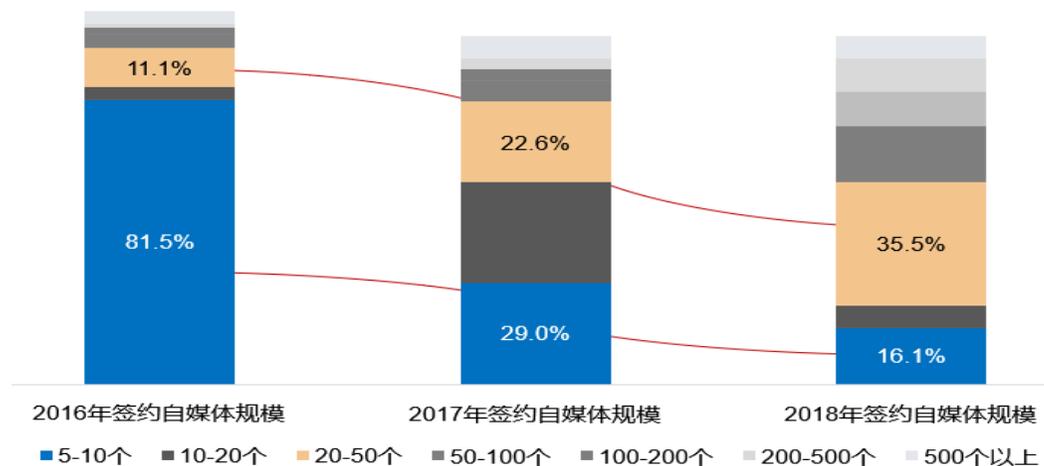
3.1 趋势一：二八分化愈显，爆发期中腰部仍存机会

- **头部亿级MCN占比越来越大，二八分化显现。** 预计2018年MCN市场规模达百亿级，其中头部MCN撬动了60%的市场规模。头部MCN具有更强的红人孵化能力和签约能力，未来平台会更倾向与头部MCN签约独家合作伙伴关系，“二八定律”呈现，但同时我们认为行业爆发期中腰部机构仍存增长红利。
- **头部MCN旗下将拥有更多的内容创作者，规模效益凸显。** 头部MCN相比中尾部MCN拥有更系统的培训体系、更强的广告及电商资源和更广泛的社会影响力，可以为网红带来更成熟的创作模式、更宽广的变现渠道以及更频繁的曝光机会，网红出于自身利益考虑，更愿意与大型MCN机构签约。

图表：2016-2018年头部MCN机构营收规模分布情况



图表：2016-2018年MCN机构签约账号规模分布情况



3.2 趋势二：国际化成为新方向，出海大有可为

- **国内市场遇流量瓶颈，出海市场广阔。** 2019年上半年中国移动互联网月度活跃设备规模触顶11.4亿，Q2用户规模单季度不增反降，增量红利已消失殆尽，存量竞争愈加白热化。相比之下，国外主流短视频平台YouTube月活20亿，为国内头部平台抖音月活4倍，但中国KOL寥寥可数，海外增量市场潜力巨大。据Mediakix调查显示，预计到2020年，全球网红营销广告支出将达到100亿美元，中国MCN有望从中分一杯羹。
- **MCN旗下网红出海成功案例频出。** 洋葱文化的办公室小野作为最早出海的网红，凭借奇特的办公室美食脑洞在国外获得不少关注，在YouTube上拥有超过700万粉丝，累计观看量高达16亿，单月广告联盟收入401万，一年的广告分红预计5508万。微念旗下被誉为“东方美食生活家”的李子柒YouTube拥有580万粉丝，累计观看量高达6840万，单月广告联盟收入达480万，是YouTube上国内单个视频合作费用最高的账号。如何复制小野和李子柒出海成功的案例将成为开拓海外市场的首要问题。

图表：中国移动互联网月活跃用户规模趋势



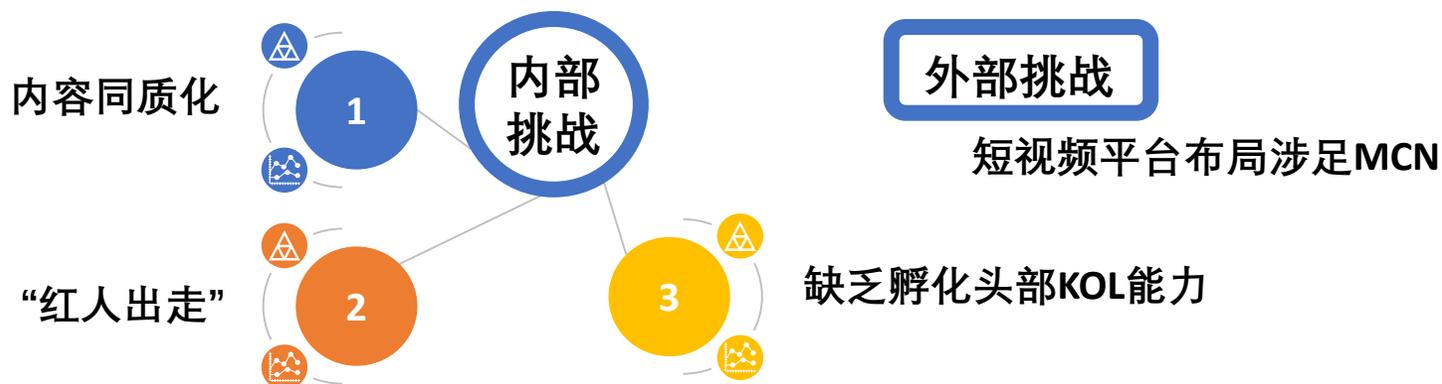
图表：成功出海网红



3.3 MCN可能面临的挑战：内容生产与KOL控制能力

- **生产过程中出现创意匮乏、内容同质化的现象。**不同短视频节目风格和模式大多相似，对于MCN机构之间，如立足于生活化的Papitube、新片场等在相关的美食、美妆、旅行等领域的标签是完全重合的，高度相似的内容让用户很难辨别。
- **“红人出走”降低内容生产的稳定性。**MCN机构对头部内容创作者的管控和约束能力较弱，随时都会面临直播主播被挖走的风险，致使MCN机构一方面浪费资源为他人做嫁衣，另一方面内容生产的稳定性得不到保障。
- **缺乏孵化优质内容生产者的能力。**观众审美疲劳加剧，捧出红人的难度不断上升。如涵旗下的100+名网红，除了早期张大奕外，再也没有出现一个头部KOL。美One也坦言无法复制李佳琦。
- **短视频平台布局内容端，或将涉足MCN。**靠平台扶持获得流量红利的阶段已成过去时。后入场MCN的制作需要更精良、创作能力要求更高，才可能与抖音这样既做裁判、又做运动员的平台同场竞技。

图表：MCN面临的挑战

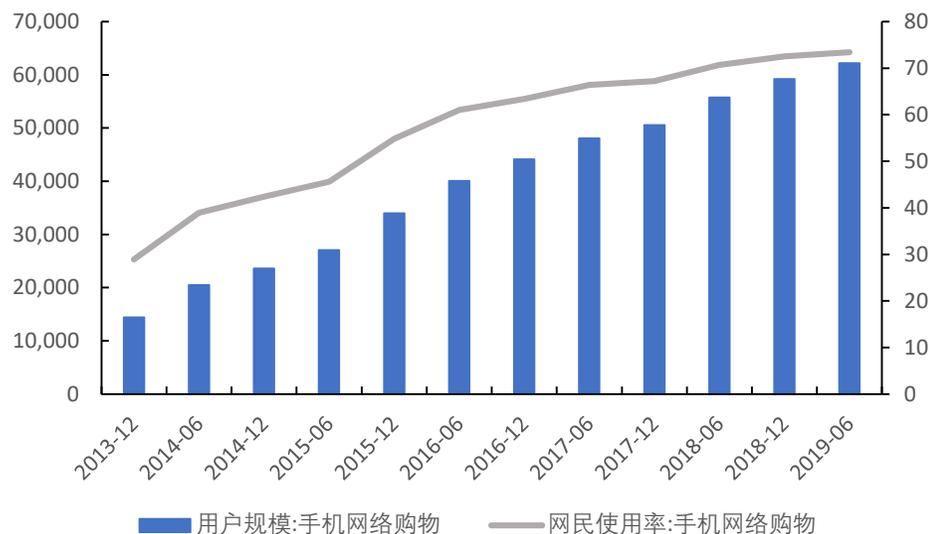


相关投资标的梳理

4.1 网红带货：2020年最具确定性的高成长领域之一

- 看好逻辑：**人口红利、移动互联网流量红利已经处于末期，但是媒介变迁带来的流量格局再分配是行业发展的永恒规律，从文字到视频、从长视频到短视频、从PC到移动，用户注意力也随之迁移。进一步的，流量变现的诉求，决定了流量格局的再分配将进一步带动渠道的新一轮整合，包括广告的销售及商品的销售。
- 展望2020年，**移动视频流量的变现将成为移动互联网领域最具确定性的成长领域，他代表了短视频平台、电商平台、MCN机构及网络红人的共同诉求。

图表：手机网络购物使用率接近天花板，流量红利趋尽（单位：万、%）



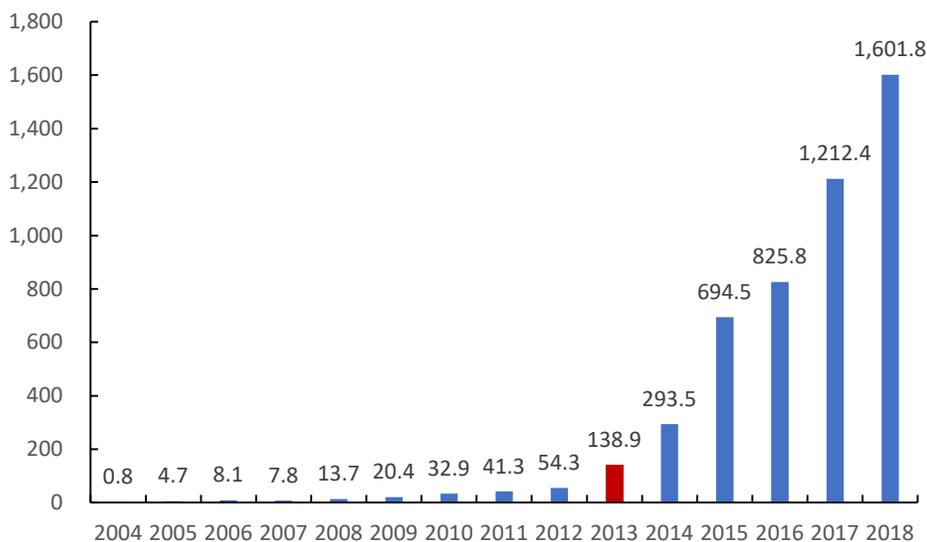
图表：网红带货销售异军突出

	李佳琦	薇娅
直播时间	10-20 20:14至10-21 01:36	10-20 20:00至10-21 02:43
累计观看人数	3112万	3811万
新增粉丝数	68.3万	24.2万
累计出售商品数据	39件	57件
累计出售商品销量	152.7万 (预计)	97.6万 (预计)
累计出售商品销售额	6.607亿 (预计)	6.612亿 (预计)

4.2 成长阶段探讨：类似于2013年的手游行业

- 我们认为，当前网红电商的发展可以参照2013年手机游戏的成长经验。1) 产业成熟度接近：市场规模步入百亿量级，是一个从早期培育到全面产业化的关键阶段，证券化趋势出现（根据我们统计，2013年一共发生了16起手游行业的证券化事件）。2) 早期的手游企业进入门槛低，格局分散，多以单个项目为主要收入来源，但项目流水处于快速爬升阶段（受益于行业红利），2012-2013年，手游企业月流水经历了从千万级到亿级的超级跨越（中国手游、触控科技、飞流、乐逗和昆仑）。后期各手游企业在已有项目的基础上，逐渐拓展新的手游项目，头部企业崛起。当前MCN机构大多也都依赖个别头部网红，且专注于个别垂直品类，未来将逐渐培育新的网红项目及垂直品类。

图表：移动游戏市场规模（亿元）



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表：淘宝直播头部机构排行榜（截至2019年11月）

排名	机构	重点领域	机构指数	总粉丝数/万	旗下TOP达人
1	谦寻	美搭 美食 美妆个护 型男	7136	2719.86	薇娅viya, 小侨Jofay, 安安anan
2	茉莉传媒	美妆个护 母婴 居家	6928	243.61	冷小雪Yoki, 笑笑来了-, 可大可Fiona
3	香帝缘	美搭 型男 美妆个护	6832	35.98	Sisi小姐, _袁小袁_, 萱如梦
4	美腕	美搭 美食 美妆个护	6808	1401.51	李佳琦Austin, 胡月明_demi, 小悦的华丽生活
5	青檬传媒	其他	6680	35.97	极客码头, 数码爱尚族
6	构美	美搭 美食 美妆个护	6536	1885.03	赵大喜daxi, 大美唤, 西施姐姐
7	明睿传媒	美食 美妆个护 母婴	6456	292.4	花花Daisy, 呼呼美呼, 九儿大魔王
8	集淘	美搭 美妆个护 文化娱乐	6408	1064.43	穿普拉达的蜜蜂, 大王红遍天, 仙女小洋洋
9	润风	美搭 文化娱乐 美妆个护	6392	1046.47	于momo小饺子, 水冰月SailorMoon, 車泰妍
10	蚊子会	美搭 美食 美妆个护	6360	790.37	fashion美美搭, 小丫MOMO, 穆雅澜

资料来源：知瓜数据，东吴证券研究所

4.3 相关投资标的梳理

- **上市公司中积极布局MCN方向：**芒果超媒维持“买入”评级；引力传媒、中广天择、元隆雅图、星期六、利欧股份等，建议关注。
- **内容消费产业链相关方：**壹网壹创维持“增持”评级；值得买建议关注。
- **风险提示：**MCN业务布局不及预期；内容产出稳定性下降；5G落地不及预期。

图表：MCN相关投资标的梳理

证券代码	证券简称	相关方简介
603598.SH	引力传媒	致力打造超级MCN机构，与快手签署战略合作协议，就广电电视媒体平台及资源的短视频化深度合作
603721.SH	中广天择	与快手达成战略合作，以“中广天择MCN”的名义与全网短视频平台开展深度合作，打造“千号计划”，研发和制作了一系列新媒体账号和内容，构建短视频矩阵
300413.SZ	芒果超媒	开启芒果TV“大芒计划”，以优质平台资源和内容为网红赋能，延长网红商业生命周期，用优质IP打通KOL矩阵为品牌带货，联合权威数据平台为带货效果保真，实现一站式营销
002878.SZ	元隆雅图	与网红“一只鸡腿子”合作设立MCN机构仟美文化，开展直播带货业务成为其重要战略方向
002291.SZ	星期六	收购专业MCN运营机构遥望网络89%股权，布局淘宝明星直播带货
002131.SZ	利欧股份	成立专业MCN团队，利用其在大数据、AI上的优势，分析粉丝偏好来指导网红进行内容生产、产品推介
300785.SZ	值得买	内容导购平台，以内容为用户提供消费决策支持，是电商、品牌商获取高质量用户、扩大品牌影响力的重要渠道
300792.SZ	壹网壹创	电商代运营公司，提供线上品牌运营、商品物料开发、整合营销策划等服务，帮助各品牌方提升知名度与市场份额

风险提示

■ 电商直播业务拓展不及预期

直播电商行业目前处于成长期，各大平台大规模探索和发展各类相关业务，业务拓展进度可能低于预期

■ 内容产出稳定性下降风险

行业在内容产出及用户争夺方面竞争激烈，机构内容产出的不稳定性，可能对未来业绩释放造成不利影响

■ 行业竞争加剧

行业目前仍处快速增长期，可能存在竞争对手大量涌入，竞争格局不稳定等问题，新模式的出现可能改变竞争格局

■ 政策监管风险

互联网行业政策监管要求较高，对于直播带货行业、直播主等监管问题可能影响行业进展

■ 5G落地不及预期

技术落地不及预期可能会拖累行业发展进度

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：

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。

行业投资评级：

- 增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；
- 中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；
- 减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

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>

东吴证券 财富家园