



Research and
Development Center

短视频行业深度研究（1）——从抖音爆发探究私域流量变现的可能边界

2020年2月12日

王建会 行业分析师

王建会 传媒行业分析师
执业编号: S1500519120001
联系电话: (010) 83326755
邮箱: wangjianhui@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

从抖音爆发探究私域流量变现的可能边界

2020年2月12日

本期内容提要

- ▶ **短视频行业已进入存量竞争，随着 UGC 向 PGC、PUGC 转变，优质内容成为竞争核心。**短视频行业在享受移动互联网流量红利的同时，兼有创作门槛低、碎片化和社交属性等特点，超越在线视频成为仅次于即时通讯的移动互联网第二大行业。随着流量红利见顶，头部马太效应凸显，内容制作由 UGC 向 PGC 和 PUGC 转变，MCN 推动下优质内容成为竞争核心。占据集聚流量资源的头部平台不断探索多元化变现渠道和新商业模式。
- ▶ **透过龙头看行业：短视频行业爆发增长阶段，抖音上线成为一匹黑马，冲出重围，与快手共同跻身第一梯队。**2016 年抖音上线，2020 年 1 月 DAU 就已经达到 4 亿。凭借精准定位和高质量内容制作，深耕一二线城市用户，抖音快速超越快手，跻身短视频行业第一梯队。快节奏短视频+完善的推荐系统极力推动抖音的爆发式成长。行业激烈竞争下，抖音已由单一的短视频业务拓展到更多应用场景，相应形成完整的“吸引用户-留存用户-变现”的生态链。MCN 机构崛起下，星图平台成为抖音短视频的广告接单平台即营销平台，帮助抖音通过广告营销和电商带货拓宽盈利来源。
- ▶ **短视频爆发推动 MCN 机构加速孵化变现机制。**作为舶来品，国外 MCN 衰败的同时，中国的 MCN 却逆势爆发，原因主要有三点：1) 与 YouTube 一家独大不同，我国短视频平台竞争激烈，迫切需要 MCN 推动内容精品化、实现私域流量变现，因此纷纷推出扶持政策。2) 我国庞大的网民规模形成特色独立的互联网生态，成熟的电商环境拓宽营收来源，MCN 盈利来源较西方更广。3) 短视频兴起，扩大 MCN 人群覆盖量，给 MCN 的爆发创造机遇。
- ▶ **中国特色互联网生态下，短视频私域流量变现方式的边界在不断突破。**MCN 带动下，红人电商带货、广告营销仍是短视频平台主要变现渠道。此外，短视频带动斗鱼、虎牙等直播平台崛起，直播打赏成为带动中国 MCN 流量变现的第三架马车。作为新兴互联网体，长视频影视剧和自研游戏有望成为短视频平台内容新风口。一方面，集聚流量资源和精准的算法匹配有助于解决用户需求问题，UGC 向 PGC 的转变促进短视频内容精品化，为进军长视频奠定基础。另一方面，通过游戏公司的并购，短视频平台有望完成游戏买量向重度游戏自研的转变。
- ▶ **投资建议：**1) 抖音为代表的短视频平台驱动了红人带货模式的快速发展，建议关注 MCN 产业链相关标的，如：元隆雅图、引力传媒、华扬联众等；2) 随着短视频行业竞争日益激烈，视频内容精品化是必然趋势，构成向长视频进军的基础，建议关注头部内容制作方，如：华策影视、光线传媒、欢瑞世纪、慈文传媒等；3) 字节跳动系 APP

逐渐成为重头游戏买量平台，有望弱化分发渠道的垄断势力，头部游戏内容公司议价能力有望增强，建议重点关注完美世界、三七互娱、游族网络、姚记科技等。

风险因素：监管政策风险。

目录

短视频行业快速进入存量竞争，优质内容是核心.....	3
(一) 短视频行业持续高速发展，仍存较大的发展空间.....	3
(二) MCN 机构链接产业链多方，推动内容生产与变现.....	8
(三) 头部平台占据用户优势，短视频行业马太效应明显.....	14
(四) 未来的发展趋势：关键在于如何提供优质内容.....	17
国内外用户齐增长，抖音成短视频领域独角兽.....	20
(一) 国内外用户迅猛增长，三阶段发展奠定行业龙头地位.....	20
(二) 市场拓展与精准定位齐发力，2018 年以来抖音迎来爆发式增长.....	23
(三) 完整的互联网生态链支撑多种变现方式，广告、电商仍为变现主要渠道.....	25
抖音短视频爆发推动 MCN 机构加速孵化变现机制.....	31
(一) MCN 源于海外，国内发展迅猛并加速进入成熟期.....	31
(二) 从他山之石 YouTube 看中国 MCN 弯道超车：源于政策+互联网生态双驱动.....	33
短视频商业模式的探究与展望：边界的不断突破.....	42
(一) MCN 带动下，红人电商带货、广告营销仍是短视频平台“流量—变现”主要渠道.....	42
(二) 短视频平台流量红利持续导入，抖音、快手直播打赏变现能力迅速增强.....	51
(三) 短视频内容新风口探索：影视&游戏.....	54
相关标的梳理.....	65
(一) MCN 相关标的.....	65
(二) 头部影视内容制作方.....	68
(三) 头部游戏研发商.....	72

表目录

表 1: 各大厂商视频手机主打机型的视频拍摄功能一览表.....	6
表 2: 中国 MCN 业态分类与代表公司.....	31
表 3: 西方头部 MCN 公司融资与发展状况.....	34
表 4: YouTube Partner 政策变化.....	35
表 5: 2014 年西方头部 MCN 旗下频道数量.....	38
表 6: 中国互联网各类型内容平台.....	39
表 7: 快手“116 购物狂欢节”直播带货 TOP5 GMV.....	43
表 8: 有货型主播产业链中各成员分成比例.....	47
表 9: 带货型主播产业链中各成员分成比例.....	47
表 10: 各类型平台加码布局微短剧.....	55
表 11: 欢欢喜喜与字节跳动合作协议的两阶段内容.....	58
表 12: 字节跳动影视领域布局.....	59
表 13: 2018 年游戏买量媒体投放力度排行.....	60
表 14: 2019 年字节跳动代理进入 iOS 免费游戏 TOP10.....	62
表 15: 字节跳动旗下产品小游戏/游戏分发平台整合状况.....	63

图目录

图 1: 2019 年短视频 KOL 分类的卡思指数（气泡大小代表平台活跃红人数量）.....	3
图 2: 中国短视频行业发展阶段.....	4
图 3: 2016-2019 年我国短视频用户规模情况（亿人，%）.....	4
图 4: 2016-2018 年我国短视频月使用时长情况（亿小时，%）.....	4
图 5: 2016-2022 年中国短视频行业市场规模及预测.....	5
图 6: 中国短视频行业投融资情况（2019 年数据截止到 2019.8.31）.....	5
图 7: 短视频平台算法系统的逐渐优化.....	7
图 8: 短视频行业产业链.....	8
图 9: 短视频三种内容制作模式对比.....	8
图 10: 我国短视频行业 APP 上线数量（自 APP 上线以来至 2018.5.25）.....	9
图 11: 我国短视频行业 APP 分类布局（自 APP 上线以来至 2018.5.25）.....	9
图 12: 2019 年中国短视频产品用户使用动机.....	10
图 13: 用户选择平台时关注的要素.....	10
图 14: 2019 年中国短视频用户年龄分布.....	11
图 15: 2019 年中国短视频用户城市分布.....	11
图 16: 2019 年中国短视频用户产品使用场景分析.....	11
图 17: 2019 年中国短视频用户产品使用时长偏好.....	11
图 18: 2019 年中国短视频用户付费金额分布.....	12
图 19: 2019 年中国短视频用户消费行为偏好.....	12
图 20: 2018-2020 年中国短视频 MCN 机构数量规模.....	13
图 21: 2019 年我国短视频行业竞争格局.....	14
图 22: 2018 年我国短视频企业竞争格局与市场份额.....	14
图 23: 2019.06 短视频行业典型 APP 月活跃用户数.....	15
图 24: 2019.06 短视频行业典型 APP 活跃率.....	15
图 25: 2019.06 短视频行业典型 APP 活跃用户 7 日留存率.....	16
图 26: 短视频行业典型 APP 用户独占率.....	16
图 27: 中长尾短视频平台面临的内外部风险.....	16
图 28: 2019 年中国短视频用户未付费消费原因.....	17
图 29: 2018 年中国短视频用户对内容付费意愿分析.....	17
图 30: MCN 加速短视频内容的升级.....	18
图 31: 2016-2020 抖音发展历程，2020 年日活跃用户已达 4 亿.....	20
图 32: 抖音发展的第一阶段进行了十余次功能修复与完善.....	20
图 33: 2017 年 3 月之后抖音百度搜索指数开始大幅增长.....	20
图 34: 抖音下载量从 2017 年 4 月的 81411 上升到 12 月的 440327.....	21
图 35: 2018 年后，抖音百度搜索指数全面超越快手.....	22
图 36: 2019 年 6 月抖音月活跃用户数全面超越快手.....	22
图 37: 截至 2019 年，印度下载量已占全球总安装量的 45%.....	23
图 38: 2018-2019 抖音全球下载量由 110.3M 激增到 205.7M.....	23
图 39: 30 岁以下的青年用户占比高达 94%.....	24
图 40: 抖音完善的推荐系统能有效提高用户的粘性度.....	24

表 16: 字节跳动收购游戏公司	64
------------------------	----

图 41: 抖音已形成完整的变现生态链	25
图 42: 抖音主要通过连接广告、电商、用户来实现盈利	25
图 43: 开屏广告与信息流广告成为最重要的抖音广告位	26
图 44: 2019Q1 抖音广告收入占字节跳动广告收入的 53.4%	26
图 46: 抖音星图是抖音旗下的智能交易与管理平台	28
图 47: 抖音星图平台连接 MCN 与达人	28
图 49: MCN 在产业中所处位置	31
图 50: 2016-2020MCN 市场规模及预测	32
图 51: 2015-2019MCN 机构数量	32
图 52: 2018 年中国 MCN 公司盈利状况	33
图 53: 2016-2018 年头部 MCN 机构营收规模分布	33
图 54: 西方 MCN 发展阶段	34
图 55: 中国 MCN 发展阶段	34
图 56: 推出 MCN 扶持政策的平台	36
图 57: 我国手机网民规模及其占整体网民比例	37
图 58: YouTube 体系下 MCN 机构广告分成比例	37
图 59: 2018 年中国 MCN 机构各变现方式占比	37
图 60: 2018 年不同营收规模的 MCN 机构主要变现方式占比	37
图 61: 2016-2018 年 MCN 机构签约账号分布情况	39
图 62: 2016-2019 中国短视频用户规模及增长预期	40
图 63: 2018 年 12 月用户总使用时常同比增量占比 TOP6 细分行业	40
图 64: MCN 连接 B 端、C 端, 形成完整作业链条	42
图 65: 淘宝直播带货 GMV 趋势	43
图 66: 淘宝直播成交渗透率发展趋势	43
图 67: 抖音、快手的电商布局	44
图 68: 抖音快手电商发展路径	44
图 69: 电商变现商业路径	45
图 70: 短视频/直播带货方式	46
图 71: 中国短视频市场规模	48
图 72: 2015-2020 中国网络广告市场规模	48
图 73: 星图平台接单流程	49
图 74: 星图平台达人广场分类	49
图 75: 广告营销分成比例	50
图 76: 2016-2020e 在线直播用户规模	51
图 77: 2018Q1-2019Q3 网络直播市场规模	51
图 78: 斗鱼鱼乐盛典工会排名 TOP3	52
图 79: 直播收入来源占比	53
图 80: 三大平台直播营收趋势	53
图 81: 三大直播平台各体量主播收入占平台收入比例	53
图 82: 2019 年中国短视频用户内容时长偏好	54
图 83: B 站泡面番	54
图 84: 爱奇艺网络大电影采用付费分账模式	56

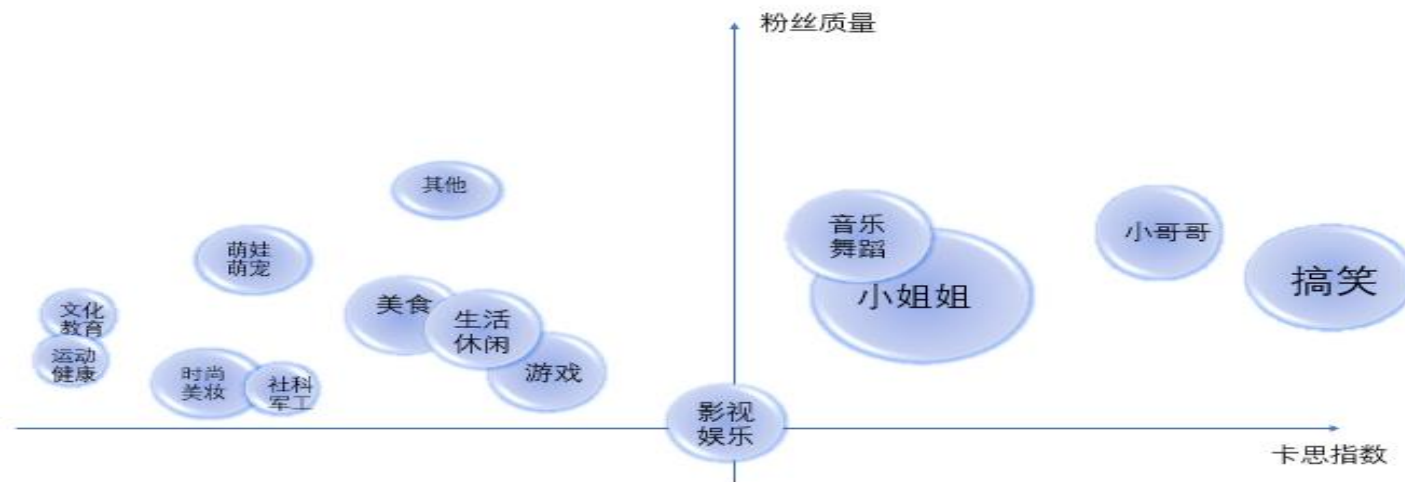
图 85: 字节跳动广告收入	61
图 86: 抖音消灭病毒大作战话题播放情况	61
图 87: 字节跳动自研游戏布局	64
图 88: 2015-2019Q3 引力传媒营收与净利表现	66
图 89: 引力传媒各业务营收占比	66
图 90: 2015-2019Q3 华扬联众营收与净利表现	66
图 91: 华扬联众各业务营收占比	66
图 92: 2015-2019Q3 元隆雅图营收与净利表现	67
图 93: 元隆雅图各业务营收占比	67
图 94: 2015-2019Q3 华策影视营收与净利表现	69
图 95: 《天盛长歌》采用的 2.35:1 比例与高清电视 16:9 比例对比	69
图 96: 2015-2019Q3 慈文传媒营收与净利表现	70
图 97: 2019H 网络剧、网络电影生产制作与平台合作情况	70
图 98: 2015-2019Q3 光线传媒营收与净利表现	71
图 99: 彩条屋动画电影三部曲	71
图 100: 2015-2019Q3 完美世界营收与净利表现	72
图 101: 完美世界手游贡献游戏主要业绩	72
图 102: 完美世界游戏产品矩阵多元	73
图 103: 2015-2019Q3 三七互娱营收与净利表现	74
图 104: 2015-2018 年三七互娱游戏业务分业务占比	74
图 105: 三七互娱研运一体化商业模式	74
图 106: 2015-2019Q3 游族网络营收与净利情况	75
图 107: 游族网络近五年各业务收入占比	75
图 108: 2015-2019Q3 游族网络海外和大陆业务收入占比	76
图 109: 2015-2019Q3 姚记科技营收与净利情况	77
图 110: 姚记科技棋牌业务与游戏业务占比变化	77
图 111: iOS 免费榜单牌游戏前十游戏 (2020.1.21-2020.1.31)	78

短视频行业快速进入存量竞争，优质内容是核心

（一）短视频行业持续高速发展，仍存较大的发展空间

作为一种互联网内容传播方式，短视频内容与领域不断细分，呈现内容垂类百花齐鸣态势。短视频即短片视频，是指在各种新媒体平台上播放的、适合在移动状态和短时休闲状态下观看的、高频推送的视频内容，时长一般在 5 分钟或 10 分钟以内。短视频的创作者从刚开始的明星与 KOL 单打独斗到后来的媒体圈、达人圈、品牌圈以及普通大众等积极参与，短视频行业呈现出“全民参与”的趋势。随着竞争压力的增大，各大视频平台越来越注重内容的多样性和针对性，不断开拓新兴品类市场，小众内容与特定品类得到关注，以满足细分用户时代的多样化需求。随着目标受众图像越发清晰，各细分领域得到精耕，短视频平台的视频品类从最初的生活类、影视类扩展到后来的美妆、游戏、军事、教育、文化、旅游、歌舞等多个领域，出现众多“短视频+”系列，呈现短视频内容垂类百花齐鸣态势。

图 1：2019 年短视频 KOL 分类的卡思指数（气泡大小代表平台活跃红人数量）



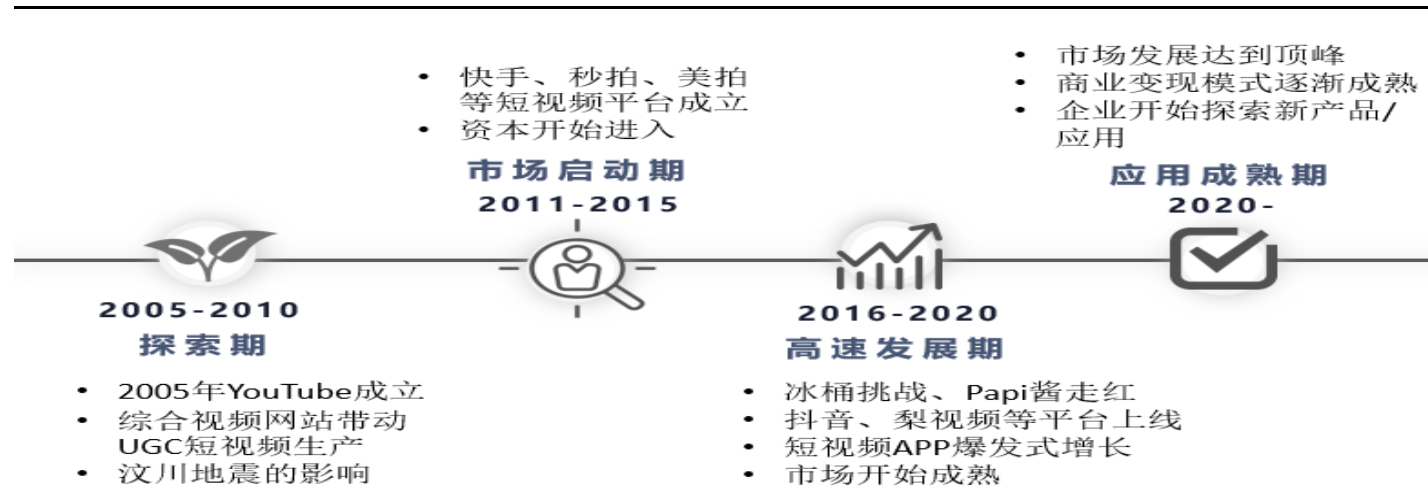
资料来源：卡思数据，信达证券研发中心

注：卡思指数表示不同类别的红人当前时期市场热度的综合指数。涵盖了红人的数量、活跃度、优质红人规模、粉丝质量、粉丝活跃度等多个维度。其卡思指数越高，代表这个时期这个类别的红人受到的综合关注度越高，商业化潜力更大。

经历了前期探索，中国短视频行业快速崛起，迈入发展成熟期。2005 年，Youtube 平台在美国注册成功，随着 UGC 短视频生产开始兴起，我国短视频行业进入探索阶段，此阶段短视频的发展主要由汶川地震等社会事件和土豆、优酷等综合视频网站驱动。2011 年之后，随着互联网技术的快速发展，资本开始进入，快手、秒拍、美拍等短视频平台上线，

市场启动的同时也伴随着多种行业不规范的存在。2016年之后，随着冰桶挑战、Papi 酱等短视频的爆红，抖音、梨视频等多个平台上线，短视频 APP 爆发式增长，资本进入热度高涨，短视频行业高速发展。至 2020 年，我国短视频行业已经迈入发展成熟期，行业监管制度日益完善，商业变现模式走向成熟，市场格局渐趋稳定。

图 2：中国短视频行业发展阶段

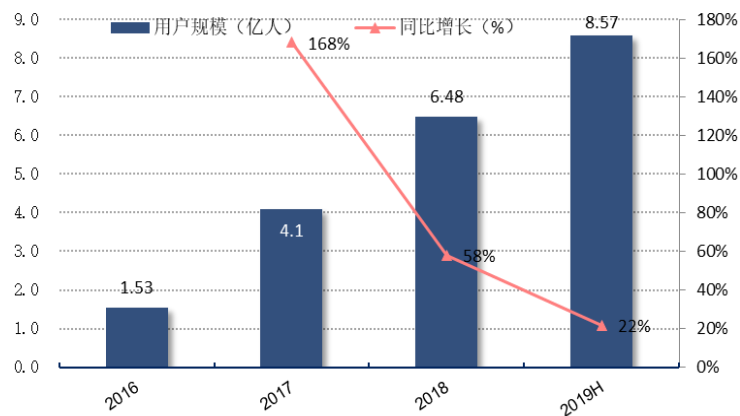


资料来源：易观智库，信达证券研究中心

短视频行业用户规模与月总使用时长增长迅速，跃居移动互联网第二大行业。截至 2018 年底，我国短视频用户规模达到 6.48 亿，同比增长 58%，网民使用率达 78.2%；2019H1 我国短视频用户规模为 8.57 亿。伴随着用户规模增长的同时，短视频使用时长也在高速增加，2018 年 12 月短视频月总使用时长达到 167.6 亿小时，同比上涨 170%，超越在线视频成为仅次于即时通讯的移动互联网第二大行业。

图 3：2016-2019 年我国短视频用户规模情况（亿人，%）

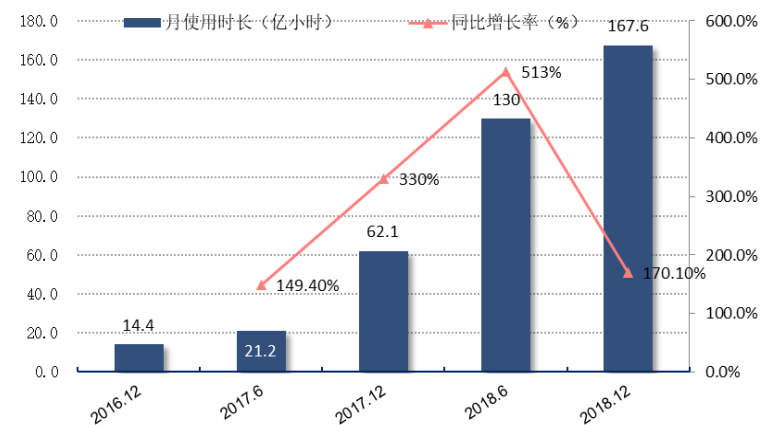
图 4：2016-2018 年我国短视频月使用时长情况（亿小时，%）



资料来源：前瞻产业研究院，信达证券研发中心

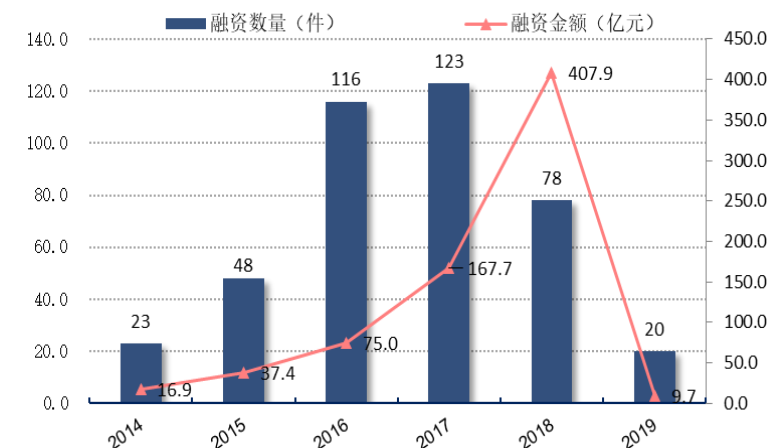
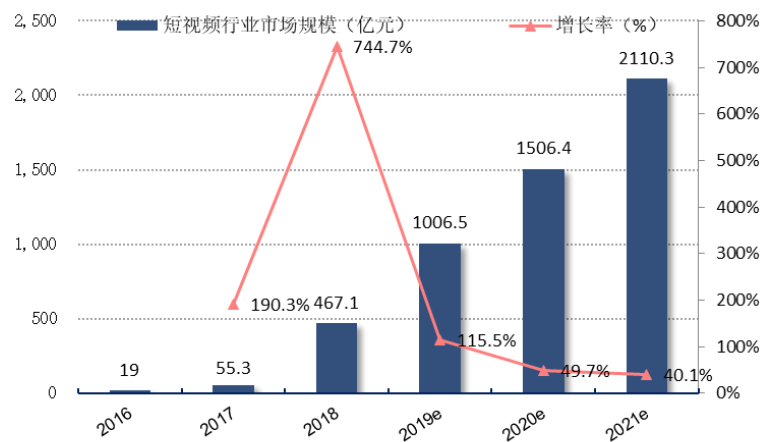
我国短视频行业市场规模依然存在较大空间，增长速度趋稳放缓。从2016年开始，我国短视频的市场规模高速扩张，2018年市场规模达到467.1亿元，同比增速达到744.7%，主要由于头部短视频平台广告变现收入的增加。随着内容不断丰富多样、MCN机构的发展和商业变现模式的不断成熟，预计未来1-2年内，短视频将成为互联网用户不可或缺的娱乐方式，更多的市场机会将拉动市场规模进一步增长，根据艾瑞咨询的预计，到2021年，短视频市场规模有望达到两千亿元。在投融资方面，我国短视频行业热度高涨，从2014年开始，融资数量与金额不断攀升，2017年融资数量达到123件的峰值，2018年融资金额达到近五年最高值，共407.9亿元。

图 5：2016-2022 年中国短视频行业市场规模及预测



资料来源：前瞻产业研究院，信达证券研发中心

图 6：中国短视频行业投融资情况（2019 年数据截止到 2019.8.31）



资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

资料来源：前瞻产业研究院，信达证券研发中心

短视频行业能够在短时期内快速发展的原因，主要是因为其具创作门槛低、碎片化和社交属性等特点于一身，加之精准的算法推荐方式被采用。在拉低进入门槛的同时针对用户需求，加上短视频的内容丰富性和很强的交互性，使得这一娱乐形式适合大众参与，大大促进了短视频的创作与传播。

a)创作门槛低。一般来说，传统长视频的创作需要专业的拍摄设备与拍摄技巧、专业的内容剪辑与编排以及表演者的自如演绎等，而现代短视频的创作则相对门槛较低。从硬件上看，智能手机的普及化伴随着其摄像头、像素、处理器等性能的不断提升和手机 AI 视频功能的丰富，“视频手机”概念凸显，使得拍摄短视频不需要昂贵、专业的摄像设备，大大降低了短视频的创作门槛。从软件上看，滤镜、美颜功能增强了大众拍摄短视频的意愿，而在“Dubsmash 式”的对嘴表演模式下，用户可以借助平台提供的“模仿性”、“半智能型”创意模板生产出质量较高的短视频内容，不要求专业的表演技巧。

表 1：各大厂商视频手机主打机型的视频拍摄功能一览表

视频手机机型	视频拍摄功能
OPPO Reno2	AI 视频虚化、Ultra Steady 视频超级防抖、视频降风噪、录音笔变焦、soloop 剪辑软件
iPhone11 Pro Max	四颗摄像头、4K 60fps 拍摄、防抖功能、前置摄像头 FHD 120P
华为 Mate30 Pro	增加 4000 万像素 RGG 电影 CMOS、4K 60fps 视频录制、防抖功能、ISO 达 51200、帧数达 7680fps

三星 Galaxy Note10	4K 分辨率、HDR10+拍摄画面、视频背景虚化、麦克风变焦、一套支持插入转场特效或字幕的完整的视频智能编辑工具
Vivo X30	全焦段影像拍摄系统、广角镜头、人像镜头、潜望镜头等创意玩法

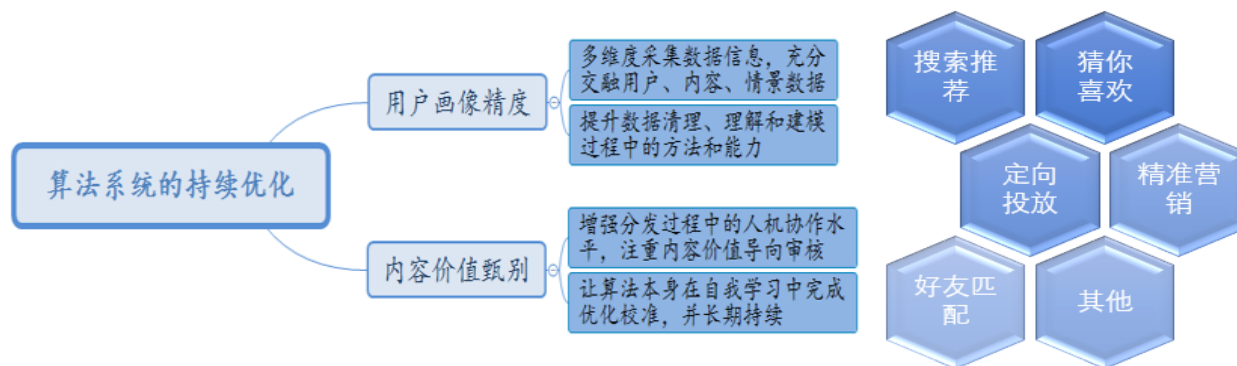
资料来源：中国信息通信研究院，信达证券研发中心

b)碎片化娱乐。视频作为一种信息的载体，相对于文字、图片与声音具有更高的传播势能、内容密度和更强的感染力，便于大脑提取信息，而短视频短小便捷的传播形态，适应了紧张忙碌的生活节奏下信息消费场景的碎片化。

c)社交属性强。短视频传播能够同时满足参与者的围观心态和自我表露诉求，短视频成为图文社交之后的一种新的社交方式。微播易数据显示，88%的互联网用户会使用短视频社交。短视频平台社区化的运营让更多的人因兴趣、话题、分享聚合在一起，通过平台自由交谈，短视频平台建立了一种情感连接模式，成为新的社交场所。同时，点赞、留言、转发、私信、直播等无门槛的技术应用使得人们的交流环境和社交场景得以重塑，让用户敢于、乐于表达和展示自己，短视频逐渐成为人们记录生活的方式，成为社会大众的交流语言。

d)精准的算法推荐方式。大数据和云计算的发展实现了从简单的数据分析到数据清洗、利用，分析用户心理，量化用户行为的转变，因而用户人群得以细分，短视频的投放实现了针对不同用户需求的“千人千面”精准触达、针对不同社群文化的精准沟通。

图 7：短视频平台算法系统的逐渐优化

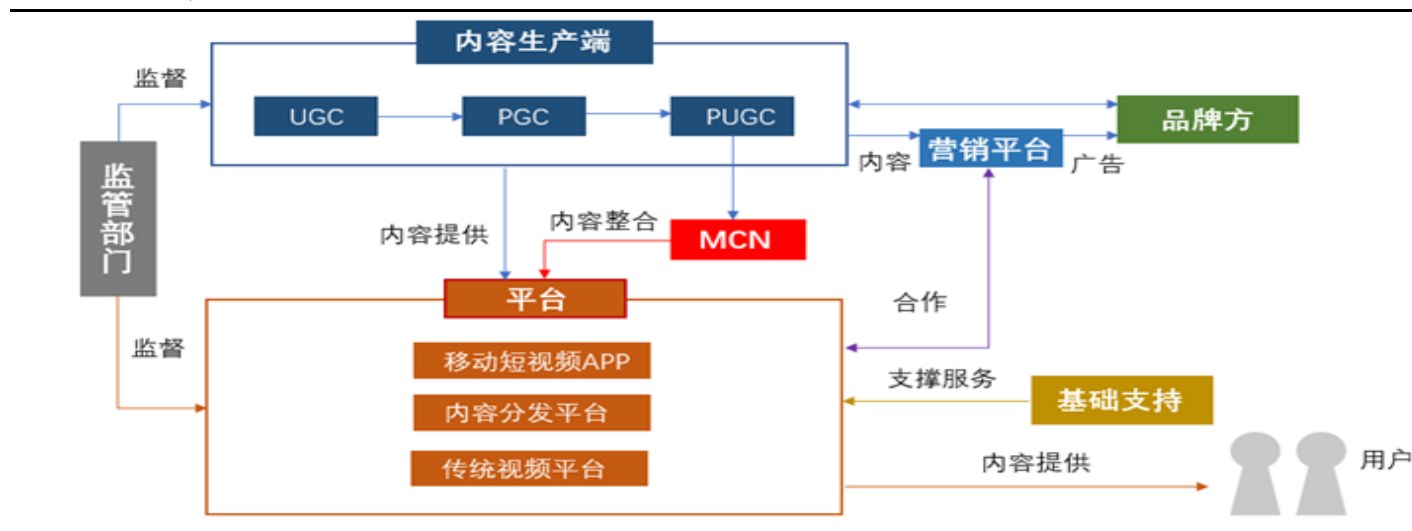


资料来源：易观智库，信达证券研发中心

（二）MCN 机构链接产业链多方，推动内容生产与变现

短视频行业产业链中，上游是内容生产端，主要包括由普通用户创作的 UGC（User Generated Content）、由专业人士创作的 PGC（Professionally-generated Content）和由专业机构创作的 PUGC（Professional User Generated Content）三种内容生产模式，中游的平台则主要负责将内容分发和整合，将内容精准对应需求，而行业下游则主要是用户。

图 8：短视频行业产业链



资料来源：艾媒咨询，信达证券研究中心

1) 上游：三种内容制作模式形成金字塔结构，相互补充，相互促进。不同制作模式的创作特点与变现能力不同，UGC 的用户群体最庞大，而 PUGC 的内容垂直化，用户粘性高，变现能力最强。合作有序的内容制作体系既带来了强大的内容制作能力，推动创意与创新的产生，也为短视频商业变现带来的新的机会与空间。

图 9：短视频三种内容制作模式对比



资料来源：艾媒咨询，信达证券研发中心

2) 中游：短视频产业链中游主要是各大短视频应用 APP 平台，主要以摄影类、娱乐类、社交类和生活类等四大类型 APP 为主。

2016-2017 年是我国短视频行业 APP 上线数量井喷期，老牌产品势头不减，新产品频出。娱乐类型产品居多，多元化与垂直化是近两年的趋势。根据七麦研究院的数据统计，短视频行业的 APP 自 2011 年开始上线应用市场，短视频老牌产品快手于 2011 年 7 月上线，此后，土豆视频和腾讯微视分别于 2012 年和 2013 年上线。2016-2017 年短视频行业 APP 上线数量迎来井喷期，两年上线的短视频 APP 数量总计高达 235 款。在这期间，抖音短视频于 2016 年 9 月正式上线。根据七麦研究院统计的自上线以来至 2018 年 5 月 25 日短视频 APP 类型分布来看，短视频 APP 以娱乐类和摄影类为主，分别有 141 款和 99 款 APP 上线。摄影类短视频 APP 代表有：抖音、快手、美拍和微视，娱乐类短视频 APP 代表有：西瓜视频和土豆视频。

图 10: 我国短视频行业 APP 上线数量 (自 APP 上线以来至 2018.5.25)

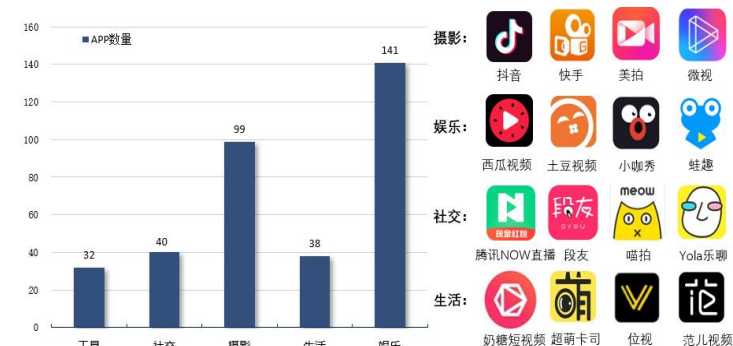
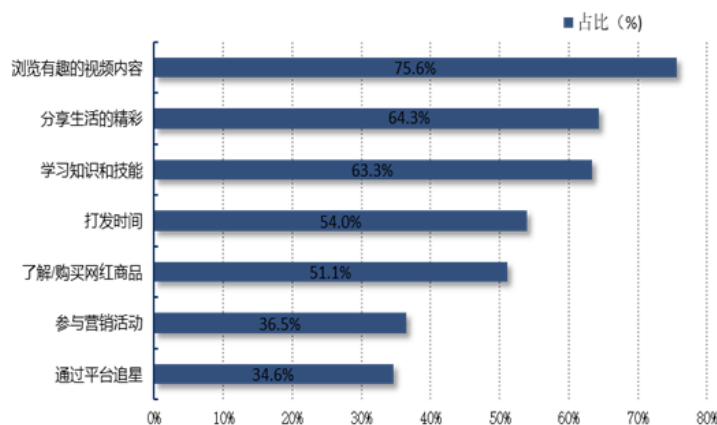
图 11: 我国短视频行业 APP 分类布局 (自 APP 上线以来至 2018.5.25)



资料来源：七麦研究院，信达证券研发中心

内容依旧是用户选择平台时最关注的要素。从用户选择平台时关注的要素来看，内容质量和内容多样性是用户关注的重点，其次是平台整体口碑和平台界面的舒适性，这解释了为什么“内容型”短视频平台的用户群体最为广泛，因而位于产业链中游的短视频平台发展的重点在于如何与上游的内容生产端进行合作建立良好的内容生产、分发机制来为消费者提供多样化的优质内容。

图 12: 2019 年中国短视频产品用户使用动机



资料来源：七麦研究院，信达证券研发中心

图 13: 用户选择平台时关注的要素



资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

3) 下游：短视频用户正在向中青年人群、三四五线城市渗透，下沉市场将成为新的流量入口和行业增长点。从年龄分布上看，24岁以下人群占比为28.5%，TGI为105.2，而25-35岁用户人群超过半数，占比高达51.3%，表明短视频正逐渐从24岁以下青年人群向25-35岁中青年用户群体渗透。从城市分布来看，目前一二线城市用户占比过半，为52.1%，其中二线城市占比22.4%，为各类城市中占比最高，而三四五线城市TGI指数较高，分别为102.5，106.3，107.5下沉市场用户特征显著。近年来随着一二线城市的逐渐饱和，下沉市场成为互联网巨头角逐的新战场，将成为未来短视频用户增长的主要支撑。

资料来源：36氪研究院，信达证券研发中心

图 14：2019 年中国短视频用户年龄分布

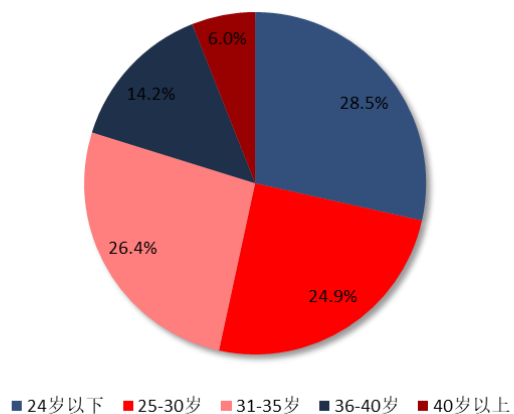
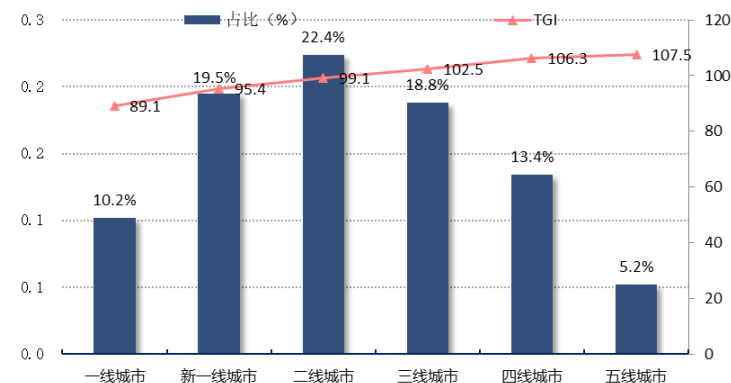


图 15：2019 年中国短视频用户城市分布



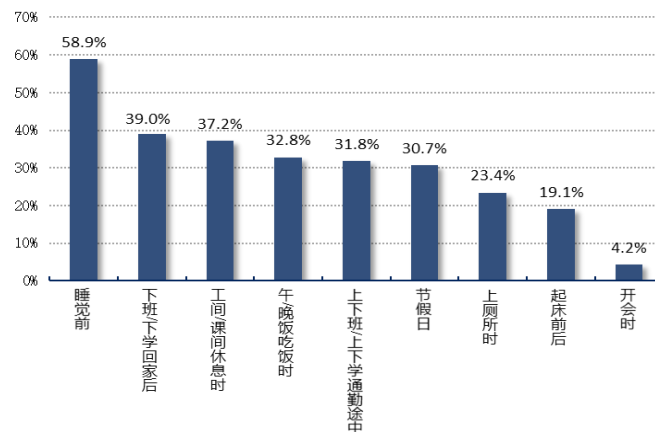
资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

短视频使用场景碎片化，与使用时长高度吻合。2019年我国短视频用户使用场景主要在睡觉前、下班（放学）后等休息时间以及工间（课间）、吃饭、通勤途中等间隙时间，使用场景呈碎片化。在使用时长上，短视频用户主要偏好5-10分钟的碎片化时间和10-30分钟的中长时段，在30分钟以上的长时间使用的用户占比不到两成。碎片化的使用场景与使用时间是的用户难以感受长时间沉浸式体验。

资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

图 16：2019 年中国短视频用户产品使用场景分析

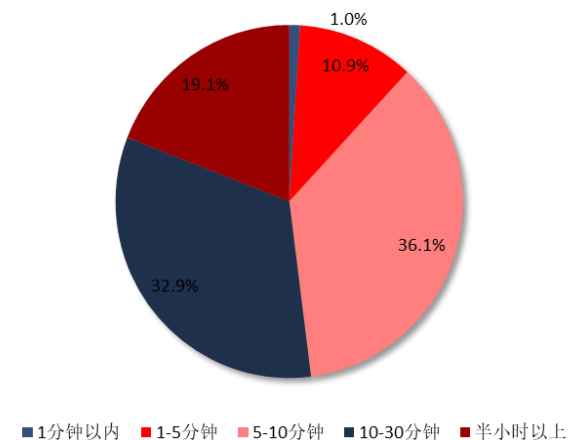
图 17：2019 年中国短视频用户产品使用时长偏好



资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

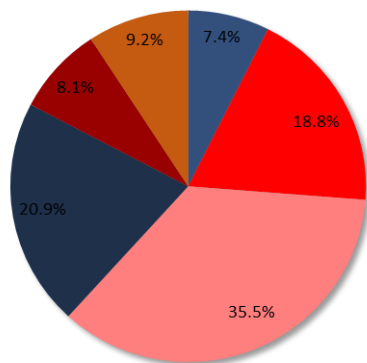
短视频用户以小额消费为主，付费意愿与付费习惯有待培养。在2019年5-11月内，短视频消费平台的用户消费金额在50-499元之间的占比为54.3%，即月均消费8-80元，其中用户消费区间为300-499元的占比最高，为35.5%，而高额消费的用户占比较少。短视频的消费主要分为在电商购买和直播打赏两个方面。在购买方式上，用户偏好于点击外链跳转后通过其他电商平台进行购买，占比51.5%，略高于在平台内置电商直接购买，表明消费者对短视频平台的内置电商购买渠道信任度不足，消费者的信心与消费习惯需要培养。另一方面，在直播时会打赏主播的消费行为占比40.9%，构成了短视频平台收入的重要来源之一，但用户的付费意愿依然存在提升的空间。

图 18：2019 年中国短视频用户付费金额分布



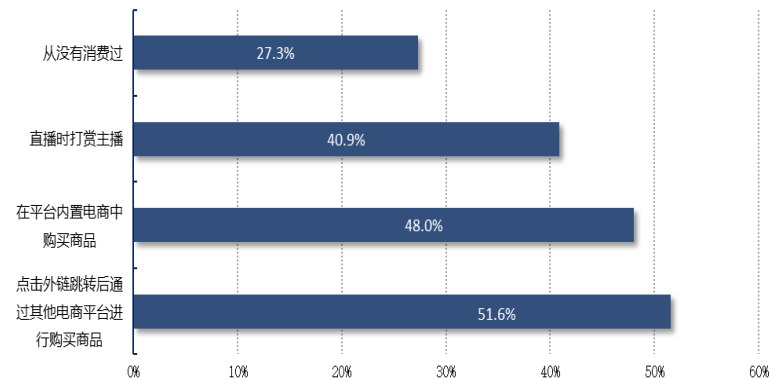
资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

图 19：2019 年中国短视频用户消费行为偏好



■ 50元以下 ■ 50-299元 ■ 300-499元 ■ 500-799元 ■ 800-999元 ■ 1000元以上

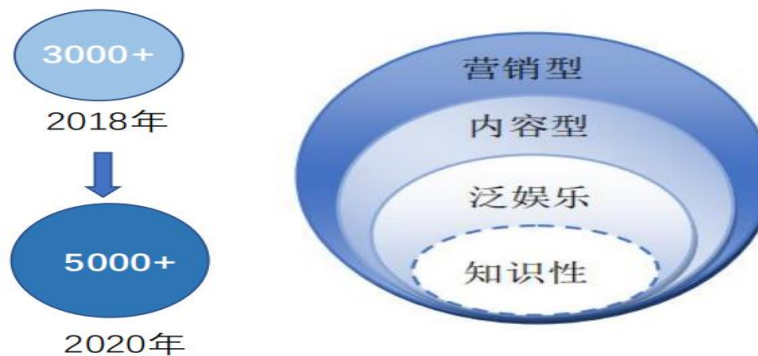
资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心



资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

4) MCN 机构在产业链中链接多方，促进优质内容的生产与有效变现。MCN 机构以专业的制作和流程化管理，协助、引导 KOL 进行内容的持续输出，并通过聚合、分发给平台提供优质内容，构建内容生态。在变现方式上，MCN 机构在各个平台的多方入驻和精准投放，增加了内容的曝光量和流量，提升了变现能力。从数量上看，MCN 机构数量依然保持较快的增长态势，2018 年短视频 MCN 机构数量超过 300 家，根据艾媒咨询的预计，到 2020 年将超过 5000 家。从类型上看，营销型 MCN 机构在各类型中发展势头最为迅猛，影响力较大，在获取和激烈网红、达人等 KOL 资源方面具有较大的优势，能够更好地与平台合作。

图 20：2018-2020 年中国短视频 MCN 机构数量规模



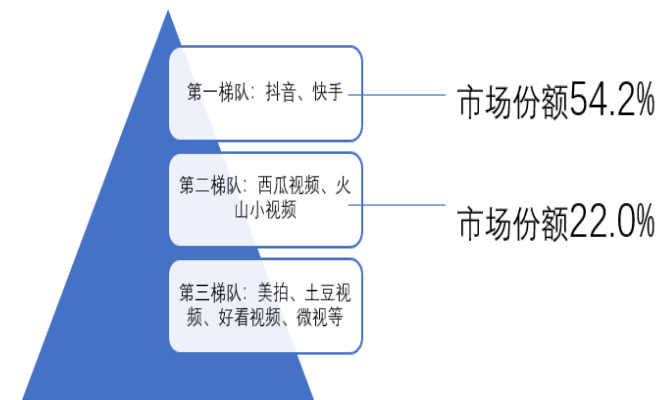
资料来源：艾媒咨询，信达证券研究中心

（三）头部平台占据用户优势，短视频行业马太效应明显

近年来短视频行业参与者众多，各大互联网巨头积极布局展开用户抢夺战，逐渐形成以抖音和快手为第一梯队的“两超多强三梯队”的竞争格局。以抖音、快手为代表的老牌短视频平台在完成用户积淀之后，重点逐渐转向商业变现，同时以下饭视频、爱动小视频等多款新的短视频软件也不断被推出，以BAT为代表的互联网巨头试图通过垂直细分领域、走差异化路线抢占用户，逐渐形成了短视频平台矩阵。目前的主要竞争者可以分为快手以及字节跳动、阿里系、百度系、腾讯系、新浪系等大类，其中快手和字节跳动下的抖音最具影响力和竞争力，“两超多强三梯队”局面基本形成，抖音、快手为两大超级平台，组成第一梯队，西瓜视频、火山小视频为第二梯队，而第三梯队则包括美拍、土豆视频、好看视频和微视等。

图 21：2019 年我国短视频行业竞争格局

图 22：2018 年我国短视频企业竞争格局与市场份额



资料来源：前瞻产业研究院，信达证券研发中心

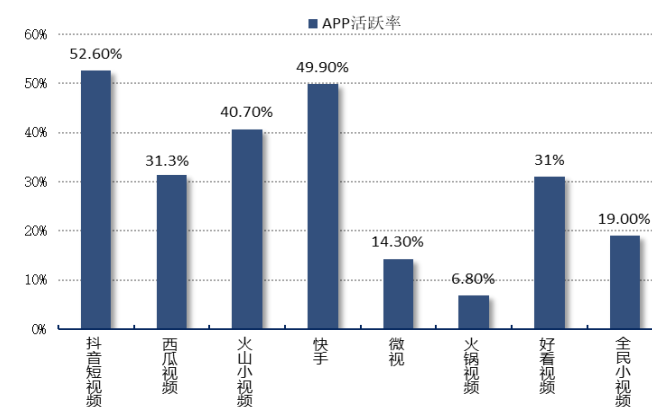
以抖音、快手为代表的平台头部优势明显，中长尾平台面临生存考验。一方面，抖音和快手吸引了大量用户与内容生产者，在用户存量和 APP 活跃度上优势明显。截至 2019 年 6 月，两者的月活跃用户数分别达到 4.86 亿和 3.41 亿。同时，为了吸引用户，签到打卡、游戏直播、同城互动等各种运营手段层出不穷，抖音的 APP 活跃率达 52.6%，快手则为 49.9%，意味着近半数的用户每天都会使用抖音和快手。

资料来源：前瞻产业研究院，信达证券研发中心

图 23：2019.06 短视频行业典型 APP 月活跃用户数



图 24：2019.06 短视频行业典型 APP 活跃率



资料来源: Quest Mobile, 信达证券研发中心

另一方面,随着竞争的加剧,各大短视频平台的竞争从用户流量深化到用户留存与用户粘性,企图留住并独占客户。快手的七日用户留存率达到 84.4%,略高于抖音,用户流失率较低。整体来看,字节跳动系 APP 用户留存度较好,腾讯系短视频 APP 用户流失较为严重。从用户独占率上看,抖音与快手占据优势,抖音的用户独占率达到 37.6%,高于快手的 32.7%,除了这两大巨头之外,其他短视频 APP 的用户独占率均处于 20%以下。

资料来源: Quest Mobile, 信达证券研发中心

图 25: 2019.06 短视频行业典型 APP 活跃用户 7 日留存率

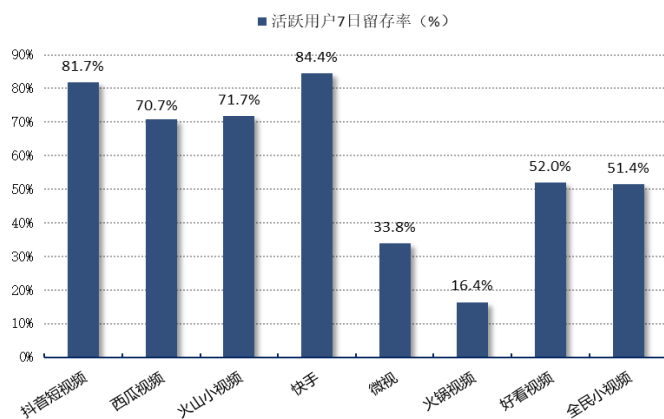
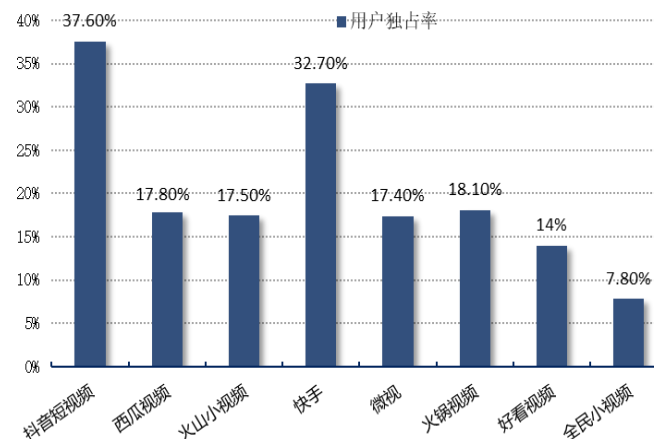


图 26: 短视频行业典型 APP 用户独占率

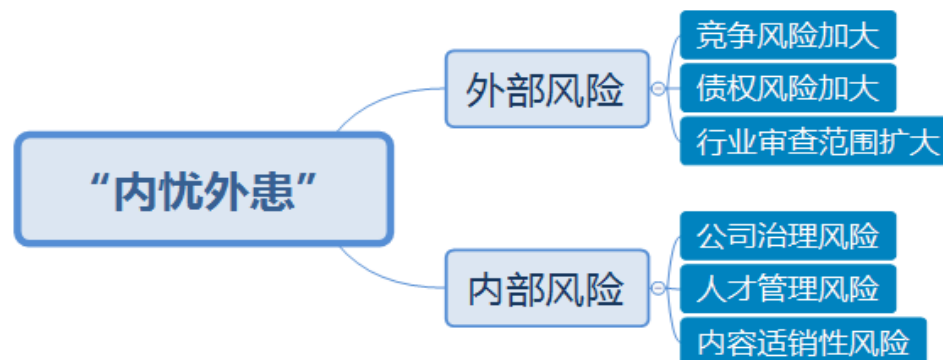


资料来源: Quest Mobile, 信达证券研发中心

中长尾平台面临“内忧外患”，生存难题迫在眉睫。从外部环境来看，在初期的粗放式发展期间，行业的监管规范不完善、力度较轻，大量投机制作者涌入，但经过了多年发展，我国短视频行业慢慢走过红利期，正迈入发展成熟期，平台竞争压力增加，将迎来一轮行业洗牌，竞争风险加大，一些小的平台本来就在用户规模、活跃度与留存率等各方面均不如人意，无法与两大巨头相竞争，能否面对更强的竞争压力直接决定发展命运。同时行业规范体系完善，监管趋严，行业审查范围扩大，侵权风险加大，一些资本不足、专业不够的平台将面临淘汰。从内部运营来看，在快速爆发的短视频市场，一些内容提供平台大多规模较小、结构简单，内部管理机制不完善，治理效率不高。当市场进入整合期，稀缺人才面临流失风险的同时，如何提供优质内容并及时商业变现成为摆在中长尾短视频平台面前的一道难题。

资料来源: Quest Mobile, 信达证券研发中心

图 27: 中长尾短视频平台面临的内外部风险



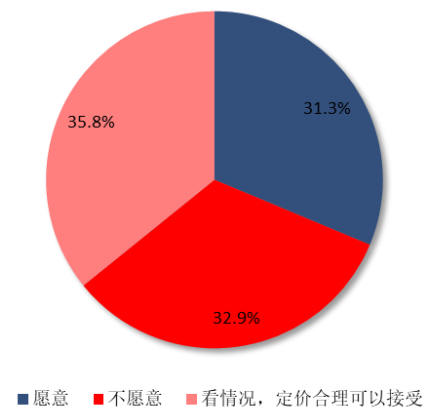
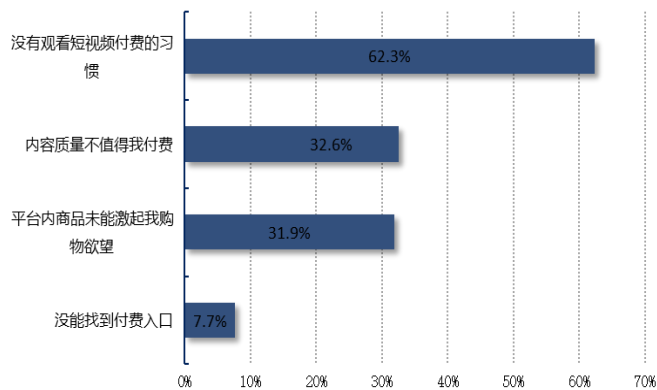
资料来源：易观智库，信达证券研发中心

（四）未来的发展趋势：关键在于如何提供优质内容

优质内容将成为竞争核心，潜在的内容付费用户巨大。短视频平台留住用户的最终落脚点依然在于内容，如何满足用户对内容高质量和多样化的需求将成为发展的新风口。初期凭借蹭热点、博眼球、二次搬运就能获得流量的内容生产方式使得内容同质化严重，易造成用户审美疲劳。当流量红利逐渐消散，低质量、同质化的内容将被淘汰，优质原创内容将得到青睐。另外，随着移动互联网内容领域正逐步步入全面付费时代，内容付费模式将成为新的商业变现方式之一。对于平台来说，内容付费带来的渠道收入可以覆盖部分获客成本，有助于平台进一步扩张，而内容付费制发展的关键在于C端用户作为消费者是否愿意接受，从用户未消费原因来看，短视频内容质量不高已经成为除用户付费习惯未养成之外的第二大未付费原因。

图 28：2019 年中国短视频用户未付费消费原因

图 29：2018 年中国短视频用户对内容付费意愿分析

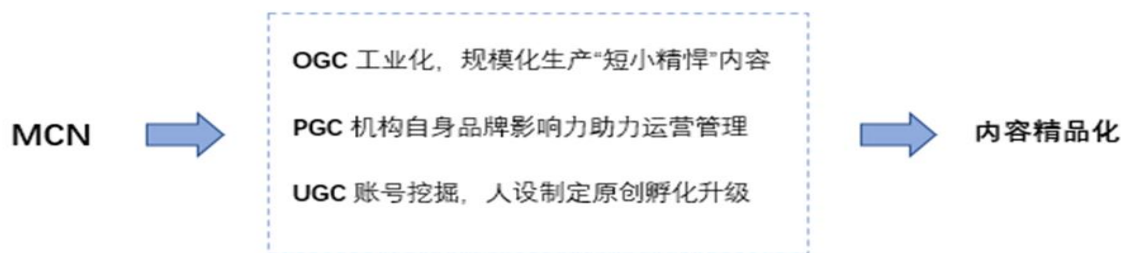


资料来源：艾媒咨询，信达证券研发中心

资料来源：前瞻研究院，信达证券研发中心

链接多方关系的 MCN 机构将推动短视频内容的精品化，推动营销创新。MCN 机构的角色正从中介服务向内容生产商过渡，传统的中介服务即帮助内容生产者进行内容运营和管理，促进商业化，而目前部分 MCN 机构的服务已经延伸到上游的内容制作环节，从内容的孵化、制作到运营、推广、变现，全程参与，降低内容生产到平台变现过程中的沟通成本，保障内容生产高质，加速内容的商业变现。

图 30: MCN 加速短视频内容的升级



资料来源：克劳锐，信达证券研发中心

新技术将成为短视频行业发展的新动力之一。人工智能和 5G 技术将给短视频行业带来新的商机，一方面，人工智能技术的应用有助于提高短视频审核效率，降低平台运营成本。另一方面，5G 的发展既提供更高的移动网络通信速率，促进 UGC 的进一步发展，也将促进 AR、VR 等技术的发展，增加更多的短视频应用场景。对于用户而言，5G 技术将促进沉浸式的视听体验加强，在视觉清晰度、延时、互动性等方面明显改善，短视频的内容生态将发生变化。

国内外用户齐增长，抖音成短视频领域独角兽

（一）国内外用户迅猛增长，三阶段发展奠定行业龙头地位

在短视频行业高速发展的过程中，抖音是一匹黑马，冲出重围独占鳌头。抖音是于2016年9月上线的一款音乐创意短视频社交软件，是一个专注年轻人的15秒音乐短视频社区。用户可以通过这款软件选择歌曲，拍摄15秒的音乐短视频，形成自己的作品并发布。2017年8月抖音海外版“Tik Tok”上线，同年11月今日头条以10亿元收购Musical.ly，并与抖音合并。2019年7月TikTok全球总月活跃用户超过15亿，2020年1月抖音国内日活跃用户超过4亿。APP store中TikTok总榜排行第二（时不时第一），摄像录影类排行第一。抖音经历了从打磨产品到积累用户以致最后的厚积薄发。

图 31：2016-2020 抖音发展历程，2020 年日活跃用户已达 4 亿



资料来源：信达证券研究中心

阶段一：专注产品迭代与功能开发，奠定良好的互联网产品基调

从2016年9月至2017年4月，抖音主要专注于产品的功能完善，不断提高用户体验。2017年2月之后，百度搜索指数大幅度上升。在这一阶段，抖音基本呈现“敏捷开发，小步快跑”的趋势，基本每隔十几天就更新一个版本。此时，绝大部分的迭代都是围绕着提升产品的功能，聚焦点在于如何让拍摄效果更好、产品更容易使用以及如何让用户更沉浸其中，同时不断尝试、获得反馈、优化调整。该阶段基本没有外部运营活动，但产品好玩、有趣的特性很快被大众认可，岳云鹏的转发更是让抖音正式进入大众视野。从百度指数可以看到，三月开始，搜索指数大幅度上升。

图 32：抖音发展的第一阶段进行了十余次功能修复与完善

图 33：2017年3月之后抖音百度搜索指数开始大幅增长

2016.09 26	抖音正式发布上线
2016 09 29	对视频修改删除操作及部分体验优化
2016 11.01	支持邀请通讯录、QQ、微博好友
2016 11.24	首页、发现页改版；曲库、特效更新
2016.12 10	更名为“抖音”，拍摄，发布功能迭代
2017 01-03	多次bug修复
2017 04 07	音乐收藏，滤镜选择提前
2017 04 28	特效更新，新增举报机制

资料来源：搜狐，信达证券研发中心

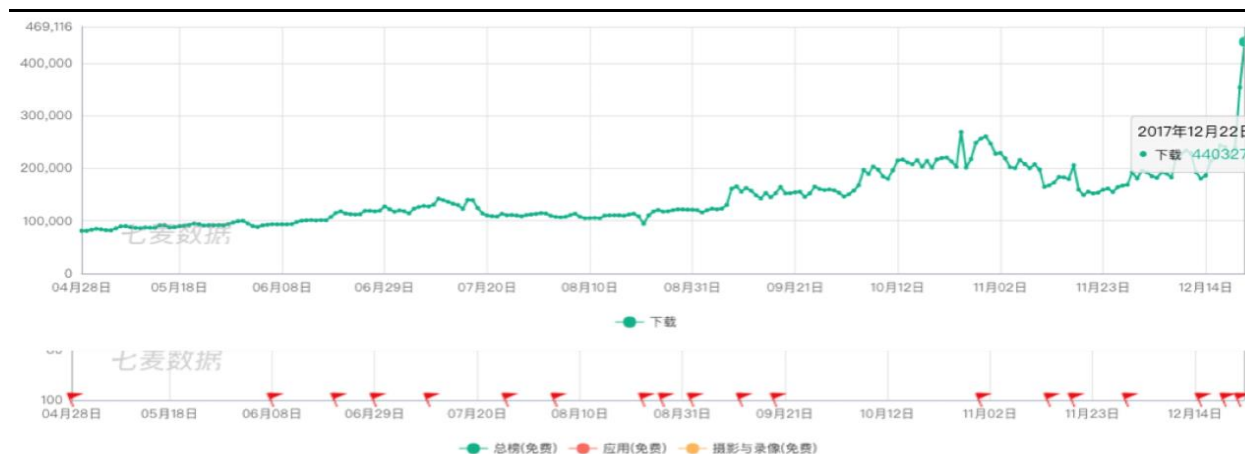


资料来源：百度指数，信达证券研发中心

阶段二：着力进行产品传播运营，促进用户大量增长

2017年4月-2017年12月，抖音将重心放在了传播与运营上，在这一阶段，抖音收割了大量用户，探寻到了可行的商业模式，消灭了潜在强敌的威胁。抖音在这一阶段通过赞助国内主流综艺节目，引入明星等动作，抖音用户量大幅度增长，进入同类产品的第一梯队，一跃在iOS总榜上排名第二，摄影与录像类别第一。抖音还依靠头条的实力，以10亿美元收购了北美音乐短视频社交平台Musical.ly，与曾经被认为是抄袭的对象合成一家。从2017.04.28只有81411的下载量，到12月底，日下载量达到440327，可见抖音发展之迅速。此时，在音乐短视频领域抖音已经真正站稳了脚步，用户留存率大幅提升。

图 34：抖音下载量从2017年4月的81411上升到12月的440327



资料来源：七麦数据，信达证券研发中心

阶段三：顺应广电政策加强内容质量提升，抖音超越快手成短视频龙头

2018 年开始，抖音已经火爆全国，在顺应广电总局政策的基础上，抖音不断提升其内容的质量，利用其用户集中在一二线城市的优势，不断向三四线城市渗透，逐步超越快手。在第二阶段过后，抖音的产品已经基本定型之后，在拍摄视频方面没有大的变化。顺着第二阶段的发展趋势，增加了《百万英雄》的入口后。据 QuestMobile 的数据，2018 年春节期间，抖音增长了近 3000 万 DAU，超越了西瓜视频和火山小视频，最高日活达到了 6646 万。这一阶段，抖音长居 iOS 总榜前三，摄影与录像第一。随着抖音内容质量的不断提升，相关应用的不断优化，用户体验也不断上升。抖音的竞争对手快手用户多集中在四五线城市，往一二线城市渗透难度较大，需要在内容制作上进行改头换面的变化。与快手相比，抖音的内容质量较高，素有高质量视频的标签，从一二线城市往三四线下沉较容易。2018 年之后，抖音的百度搜索指数已经全面超越快手。

图 35：2018 年后，抖音百度搜索指数全面超越快手

图 36：2019 年 6 月抖音月活跃用户数全面超越快手



资料来源：百度指数，信达证券研发中心

序号	行业分类	APP名称	2019年6月MAU (万)
1	移动社交	微信	94,497.9
2	移动社交	QQ	66,048.3
3	金融理财	支付宝	64,550.5
4	移动购物	手机淘宝	60,995.1
5	移动视频	爱奇艺	55,628.5
6	移动视频	腾讯视频	55,306.2
7	移动视频	抖音短视频	48,600.6
8	出行服务	高德地图	47,622.4
9	系统工具	搜狗输入法	45,451.3
10	系统工具	百度	45,376.3
11	移动社交	微博	42,447.6
12	出行服务	百度地图	41,991.6
13	移动视频	优酷视频	41,500.9
14	系统工具	WiFi万能钥匙	39,052.7
15	移动视频	快手	34,050.1
16	移动购物	拼多多	34,009.8
17	系统工具	QQ浏览器	30,337.7
18	新闻资讯	腾讯新闻	28,487.7
19	系统工具	UC浏览器	28,134.2
20	移动购物	京东	26,813.2

资料来源：搜狐，信达证券研发中心

（二）市场拓展与精准定位齐发力，2018 年以来抖音迎来爆发式增长

1、2018 年以来国内外用户迅猛增长，印度成促进增长主力军

在全球 200 多个国家和地区中，印度一直是 App Store 和 Google Play 中 TikTok（即：海外版抖音）下载量的主要推动者，其次是中国。此外，TikTok 在美国、土耳其、俄罗斯等国家的也十分受欢迎。在抖音上线之后的时间里，全球下载量激增主要发生在 2018-2019 年，全球下载量从 2018 年第一季度的 110.5M 激增到 2019 年初的 205.7M，增幅为 86.1%。由 sensor Tower 数据显示 2018 年第一季度首次安装 TikTok 的印度用户预估达到 8860 万人，是 2017 年同期的 8.2 倍。据公开资料统计，在 2019 年年中，TikTok 在美国的下载量达 3760 万次，占全球安装总量的 6%；在中国下载量达 4550 万次，占全球总安装量的 7.4%；在印度的下载量达 2.776 亿次，占全球总安装量的 45%。由此可见，抖音海外市场的下载量更大，印度市场极大促进了抖音的爆发式增长。

图 37：截至 2019 年，印度下载量已占全球总安装量的 45%

图 38：2018-2019 抖音全球下载量由 110.3M 激增到 205.7M



资料来源：猎云网，信达证券研发中心



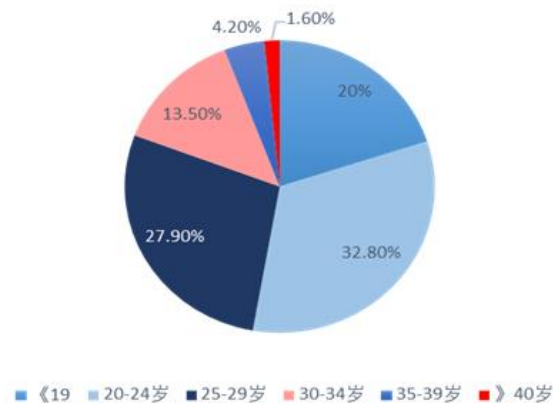
资料来源：搜狐，信达证券研发中心

2、精准定位年轻化产品，快节奏短视频+完善的推荐系统极力推动抖音发展

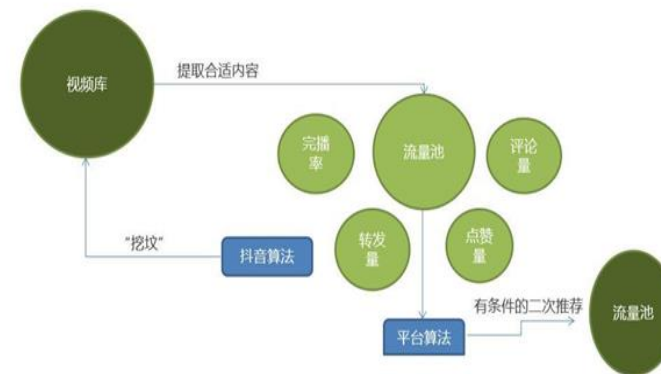
抖音用户大多都是 30 岁以下的青年，而抖音内容大多都是 15s 以内的短视频，符合青年人快节奏的生活。抖音是字节跳动旗下的 app，在字节跳动完善的推荐系统的帮助下，青年人对于抖音的粘性度极大提升，由此引发了抖音的爆发式增长。据艾瑞咨询有关调查研究显示，在使用抖音的用户中，20-24 岁年龄段用户占比 32.8%，25-29 岁年龄段的用户占比 27.9%，原因主要可能是青年人接受新鲜事物较快，对于互联网产品有较高的好感度。由此可见，青年人是使用抖音的主要用户，而青年人的生活节奏偏快，更喜欢一击即中，直奔主题的快节奏视频，抖音的视频大多都比较短，一般在 15s 之内，符合这些用户的需求。而抖音完善的推荐系统来源于字节跳动强大的互联网背景，通过用户的兴趣，按照一定的频率推送同类相关视频；根据用户的行为进行特定的用户画像，再来给用户推荐视频，自然能够提高用户对于青年人的粘性度。

图 39: 30 岁以下的青年用户占比高达 94%

图 40: 抖音完善的推荐系统能有效提高用户的粘性度



资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心



资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

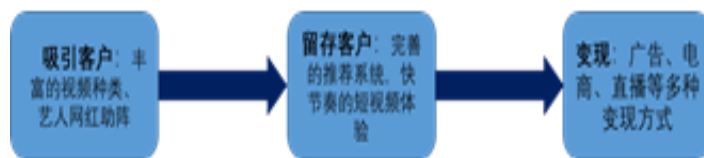
（三）完整的互联网生态链支撑多种变现方式，广告、电商仍为变现主要渠道

1、短视频拓展至更多应用场景，“吸引用户”-“留存用户”-“变现”的生态链已形成

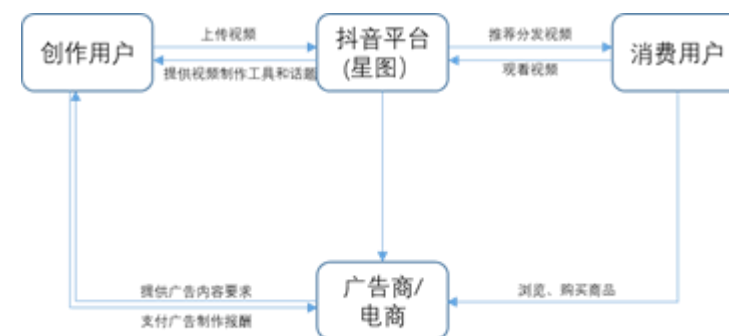
在过去的一年发展里，抖音已由单一的短视频业务拓展到更多应用场景，目前抖音已经形成完整的“吸引用户”-“留存用户”-“变现”的生态链，支撑着多种可能的变现方式。丰富的视频种类以及大量的艺人与网红助阵，使得抖音吸引用户的能力极大提升；高质量的推荐系统以及15s为主的快节奏短视频塑造了沉浸式的观看体验，抖音留存用户的能力也极大提升；加上小程序与直播等新功能的上线，抖音的变现方式也趋于多样化，主要变现方式有广告、电商、直播以及小程序变现，还可以通过星图平台收取流量费变现。

图 41：抖音已形成完整的变现生态链

图 42：抖音主要通过连接广告、电商、用户来实现盈利



资料来源: 信达证券研发中心



资料来源: 信达证券研发中心

2、强大的流量支撑成熟的广告生态，广告已成为最主要的收入来源

2019年6月，抖音的 MAU 达到 4.86 亿，DAU 达到 2.56 亿。抖音凭借强大的流量，塑造了一个成熟的广告生态，多种广告位支持不同的广告投放方式，使得广告成为字节跳动最重要的收入来源。抖音广告类型有开屏广告、信息流广告、达人合作、以及贴纸广告。其中，开屏广告与信息流广告是抖音广告最重要的渠道。抖音开屏广告以用户打开次数为计量单位，并倾向于连续投放。据有关估算，平均每两次打开 app 就会出现一次开屏广告。而信息流广告则在抖音推荐流中以原生广告样式进行传播展示，无缝融入抖音推荐流中，帮助广告主在抖音实现营销推广的目的。抖音的成熟广告生态帮助抖音广告业务于 2019 年一跃成为字节跳动广告业务中占比最大的部分，据搜狐网数据，2019 年第一季度，抖音广告收入占字节跳动总收入的 53.4%。

图 43: 开屏广告与信息流广告成为最重要的抖音广告位

图 44: 2019Q1 抖音广告收入占字节跳动广告收入的 53.4%



资料来源: 人人都是产品经理官网, 信达证券研发中心

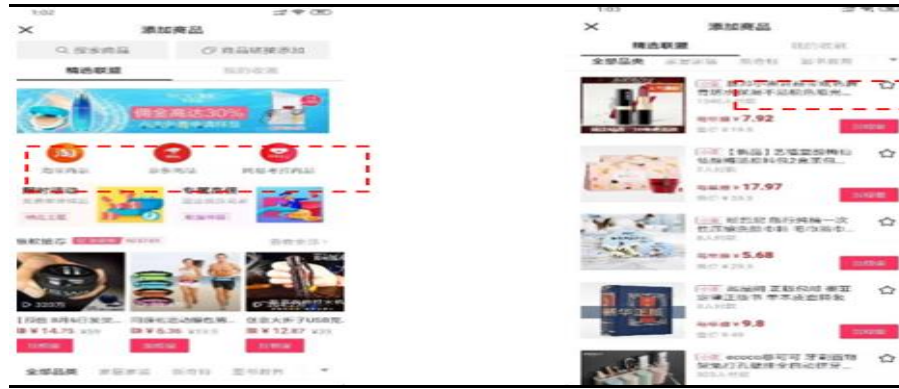
公司名称	2018Q3	2018Q4	2019Q1
字节跳动	12271.5M	14782.05M	16068.15M
抖音	5341.5M	6855.75M	46560.6M
占比	43.50%	46.38%	53.40%

资料来源: 《2019Q1 广告行业季度跟踪》, 信达证券研发中心

3、抖音小店与第三方电商共同发力, 抖音电商成为重要盈利渠道

抖音电商通过自营的抖音小店和接入第三方电商的方式, 根据渠道的不同收取不同的佣金, 实现抖音流量变现。抖音小店是抖音自营的电商工具, 无需跳转第三方, 抖音小店开通后, 可以在头条号、抖音、火山个人主页展示专属的店铺页面, 商品也可通过头条、视频、文章等多种方式进行展示曝光。粉丝可以在今日头条、西瓜视频、火山、抖音 APP 内进行内容获取以及商品购买。而第三方电商则是指用户自己拥有淘宝、京东、网易考拉等店铺, 依靠抖音流量进行售卖。用户自己拥有淘宝店铺的, 可通过将商品加入淘宝联盟, 以淘宝客淘口令的形式添加商品。2019 年“618 购物节”开放购物车添加京东商品; 并在 2019 年 7 月份上线网易考拉。第三方电商的购买方式为跳转到相应电商 APP 后完成购买。抖音小店的佣金计算规则为抖音平台扣除佣金 10%作为技术服务费, 而第三方平台则更多会根据流量质量, 动态调整付费率。

图 45: 抖音小店与第三方平台共同推进抖音流量变现



资料来源：抖音 APP，信达证券研发中心

4、星图平台连接 MCN 与达人，充值限额实现变相抽成

星图平台是抖音的官方推广任务接单平台，与微博微任务以及快手快接单功能类似，主打功能都是为品牌主、MCN 公司和明星/达人提供广告任务撮合服务并从中收取分成或附加费用。星图平台可实现订单接收、签约达人管理、项目汇总、数据查看等功能，实现内容交易过程中多重交易角色的连接与沟通。星图目前有 3 个入口：达人、MCN 机构以及广告主。达人需要开通“抖音、火山小视频、西瓜视频、今日头条”任一账号，并符合对应平台资质门槛及星图入驻要求即可申请入驻。入驻星图后的变现方式主要有四种：1) 从星图选择可接收的任务；2) 商家通过星图与指定达人合作；3) 参与抖音 LINK 计划；4) 抖音抖音 Pick 计划。

图 46：抖音星图是抖音旗下的智能交易与管理平台

图 47：抖音星图平台连接 MCN 与达人



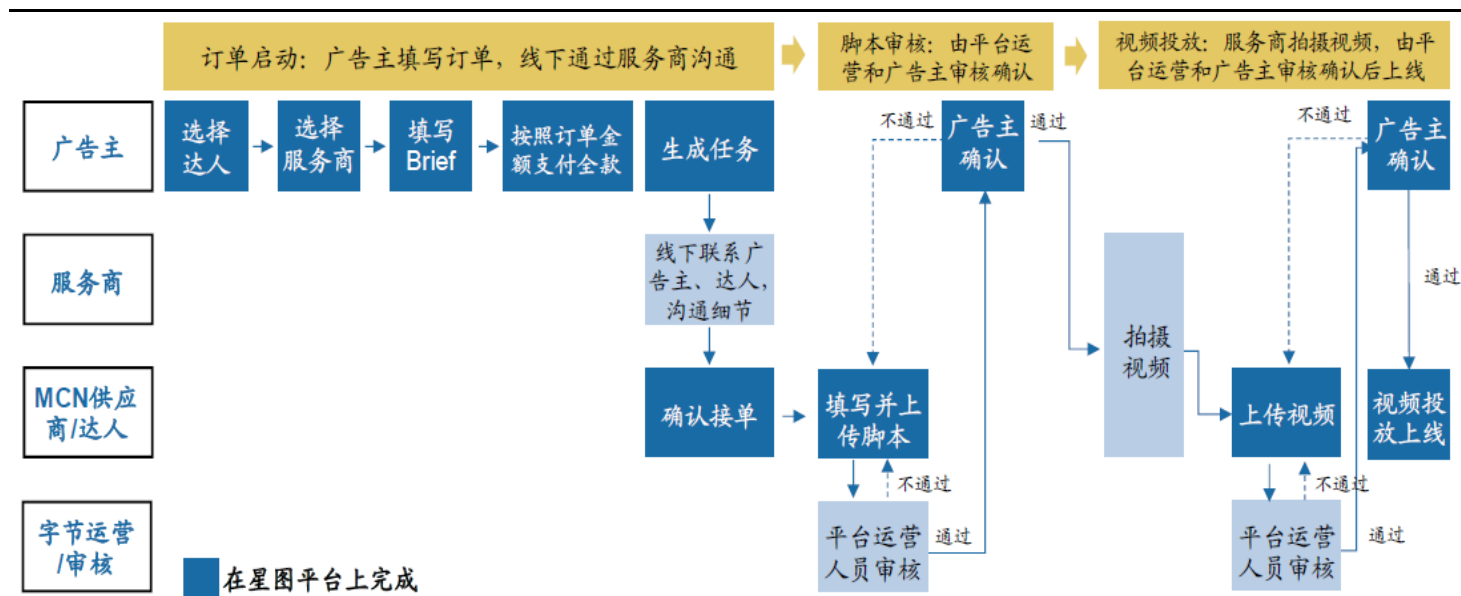
资料来源：星图官网，信达证券研发中心

星图平台有完善的交易链条。广告主在平台完成了资质认证后即可在平台发布任务，发布任务时分为直接下单与邀约合作两种形式。直接下单为直接在星图平台达人广场界面选择已认证的红人或MCN机构，填写好相关需求后付款下单。达人广场界面根据所属平台、内容类型、报价、粉丝数以及MCN机构对平台内的KOL以及MCN进行了分类，并且通过筛选、搜索等功能方便广告主快速选择。而邀约合作更有商量余地，通过达人报名的方式双方提前沟通意向、缩小选择范围、适当议价等方式最终敲定合作达人并发布任务。发布任务后，达人接单根据需求完成脚本制作，脚本通过平台与广告主审核后，进入视频制作阶段。成品视频在通过平台与广告主审核后，视频通过平台发布。整个作业链中，每一次审核需先经过星图平台审核与后经过广告主的审核，任意一次审核未通过，KOL与MCN机构会收到未通过原因并根据未通过原因对视频内容进行一定的修改再重新提交至平台。审核通过后，视频在内容平台上线。

图 48：星图平台接单流程



资料来源：星图官网，信达证券研发中心



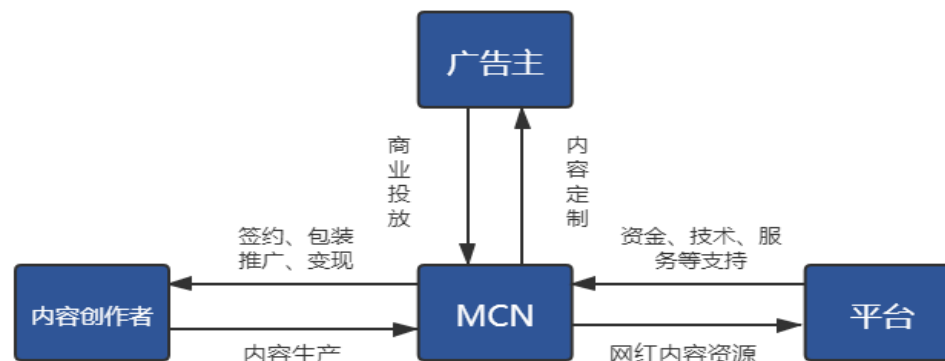
资料来源: 星图平台, 信达证券研发中心

抖音短视频爆发推动 MCN 机构加速孵化变现机制

（一）MCN 源于海外，国内发展迅猛并加速进入成熟期

MCN 是介于平台、广告主、网红之间的重要第三方机构。MCN 全称 Multi-Channel Network，译为多频道网络，起源于美国，其是通过签约或自研孵化红人的方式与红人达成隶属关系，并从内容生产，包装推广，多平台运营与商业变现等维度帮助红人发展个人频道。对广告主来说，MCN 机构可以提供新媒体营销方案的定制与商业推广价值。对于平台方，MCN 在孵化培育网红，持续输出优质内容方面起着关键作用。MCN 平台自身则通过红人流量的商业变现获得分成，从而实现盈利。

图 49: MCN 在产业中所处位置



资料来源：克劳锐，信达证券研发中心

舶来品 MCN 在中国衍化出具有中国特色的多种业态。MCN 模式进入中国后，经历了多轮发展，发展的过程中，不同的 MCN 公司根据不同的业务与变现形态衍生出 7 种业态。就变现能力与未来发展潜力看，MCN 仍较依赖营销业态与电商业态。营销业态通过大量的账号形成巨大流量，高效的将广告主产品信息送达至消费群体，此时 MCN 公司与传统广告公司相近，其向广告主提供新媒体全案营销方案，获得广告收入后 MCN 公司再与 KOL 进行分成。电商业态分为两类，一类是个人电商，MCN 红人在电商平台创建个人网店，通过个人影响力导流实现流量变现。另一类是平台电商，是平台建立自己的独立电商平台，通过平台影响力与图文推广为自己平台进行导流实现流量变现。**营销与电商两种模式是相对主流的变现方式，在抖音 MCN 中得到广泛的运用。不同业态可以相互组合形成独特的 MCN 公司，就目前 MCN 市场看，没有单一业态的 MCN，也没有同时参与 7 种业态的 MCN 公司。**

表 2: 中国 MCN 业态分类与代表公司

业态	特征	代表公司
内容生产业态	以内容生产为主，逐步工业化、IP化	二更、新片场
运营业态	IP孵化助功账号变现	大禹、末那传媒
营销业态	批量账号形成巨大流量池，高效触达消费群体	蜂群文化
电商业态	注重与粉丝之间的沟通，塑造和巩固个人IP的同时，完成符合粉丝需求的消费转化	如涵控股、杭州宸帆、美嗖文化、达人说
经纪业态	解决博主前端商务问题，利用资源优势进行组合营销	Papitube、星匠联盟
社群/知识付费业态	从大盘粉丝中沉淀出重垂粉丝做专业变现	灵魂有香气的女子、日日煮、米未传媒
IP授权、版权业态	头期变现效率缓慢，属于后起之秀	十二栋文化、幕星社

资料来源：克劳锐，信达证券研发中心

MCN行业从高速增长爆发期逐渐走向成熟发展阶段。随着国内MCN市场从萌芽、发展期走向爆发、进化期，MCN市场规模与机构数量呈几何式爆发增长。根据艾瑞咨询的数据，中国MCN市场规模2016年为40亿，到2018年超过百亿，短短经历两年。根据克劳锐相关数据，2018年，MCN机构数量扩张到5800家，相比于2016年的420家，增长超过1200%。市场规模与机构数量的迅速增长，反应了MCN市场进入爆发期的火热。但从近年看，2019年MCN市场预期市场规模增长率为6%，预期机构数量增长率从2018年的241%回落至12%，市场进入缓慢增长阶段。

图 50: 2016-2020MCN 市场规模及预测 (亿元)

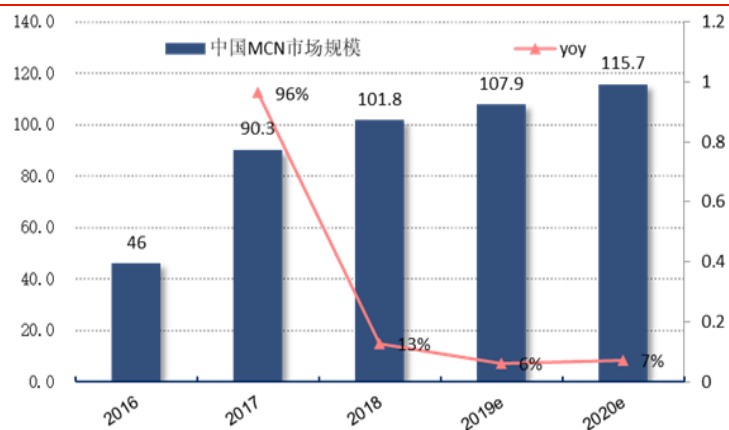
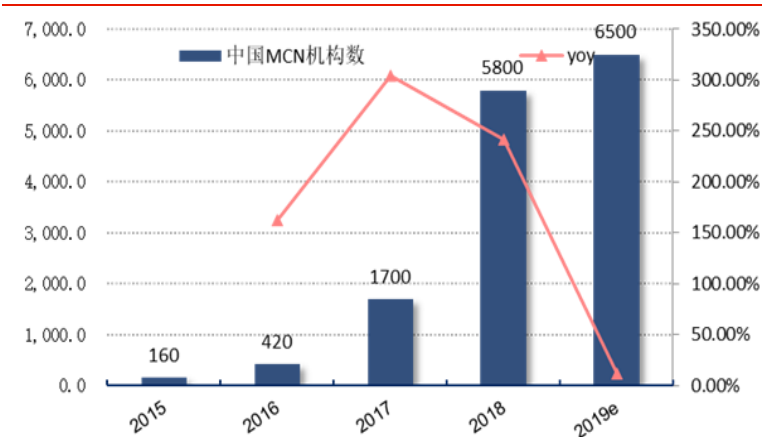


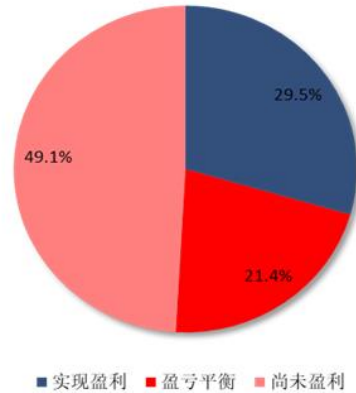
图 51: 2015-2019MCN 机构数量 (个)



资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

行业规模稳定增长阶段，MCN 公司间竞争加剧，拥有核心竞争力的头部 MCN 建立起行业壁垒，头部效应开始展现。行业规模增长速度降低的同时 MCN 公司数量呈持续增长态势，2017 年到 2018 年市场规模增长 13% 的条件下，MCN 机构数量增长了 241%，说明行业竞争压力逐渐增大。但拥有核心竞争力、优良客户资源和优秀 KOL 包装推广能力的头部 MCN 公司在面对新生的腰尾部 MCN 公司时具有较大的竞争优势。尾部 MCN 公司营收来源少，较依赖平台补贴。2018 年头部 MCN 占据市场份额超过 70%，营收规模达亿级的头部 MCN 公司占比逐年提升。根据艾瑞咨询的数据，2018 年仅有 21.4% 的短视频 MCN 公司实现盈利，近半成的短视频 MCN 公司尚未实现盈利，行业头部效应愈发明显。

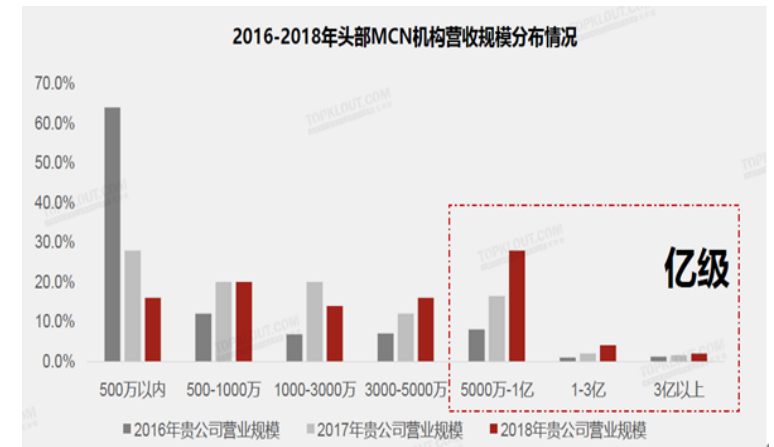
图 52：2018 年中国 MCN 公司盈利状况



资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

资料来源：克劳锐，信达证券研发中心

图 53：2016-2018 年头部 MCN 机构营收规模分布



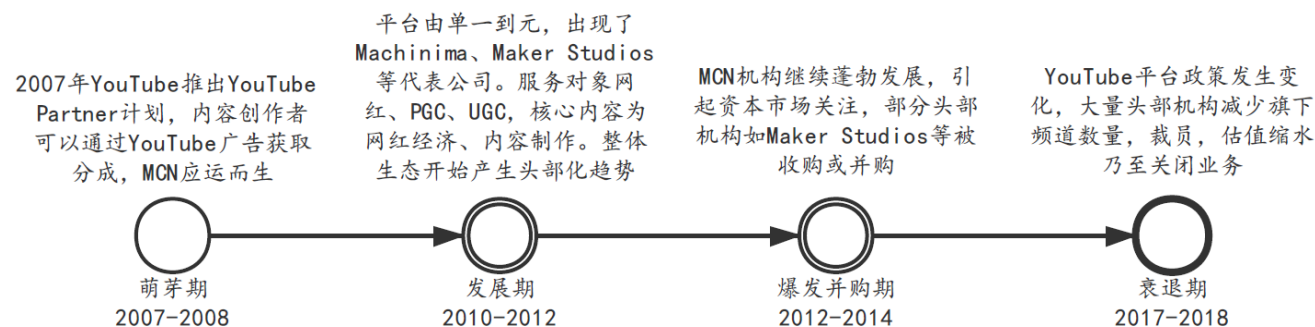
资料来源：克劳锐，信达证券研发中心

（二）从他山之石 YouTube 看中国 MCN 弯道超车：源于政策+互联网生态双驱动

西方 MCN 已走过完整生命周期。MCN 源于西方，依托于单一平台 YouTube 发展。2007 年 YouTube 推出 YouTube Partner 计划，频道总播放量超过 10000 即可申请成为 YouTube Partner。成为 Partner 以后，频道可以从 YouTube 获得广告费用的分成，这给了 MCN 出现的可能。从 2008 年到 2012 年，西方依托于 YouTube 的 MCN 体系迅速发展，Machinima、Maker Studios 头部机构开始出现。以 Machinima 为例其巅峰时旗下拥有 11600 个频道，3.2 亿订阅量，其他头部 MCN 公司同样发展火爆。2012 年后，MCN 的发展引起了资本市场的注意，大型机构资本开始通过收购并购的方式布局 MCN 产业，进一步引爆了市场，这一阶段 Fullscreen 被 Otter Media 以 2-3 亿美金估值控股；Verizon 入股

Awesomeness TV，对应估值 6.5 亿美金，Maker Studios 被迪士尼以五亿美元收购。经历了市场的火爆，2017 年后西方 MCN 市场走向衰落，头部 MCN 机构产生集体崩塌现象。

图 54: 西方 MCN 发展阶段



资料来源: YouTube 官网, 克劳锐, 信达证券研发中心

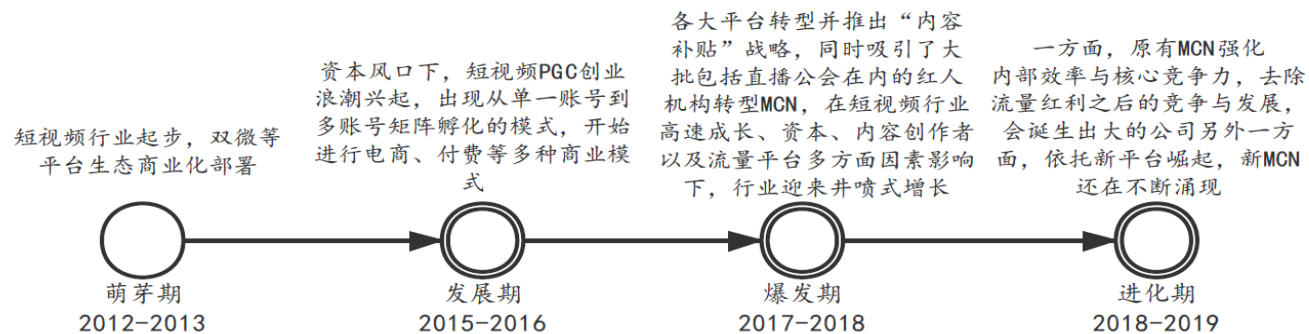
表 3: 西方头部 MCN 公司融资与发展状况

MCN 机构	收购与融资状况	近期发展状况
Maker Studios	2014 年被迪士尼作价五亿收购	2017 年旗下频道从 6 万削减到 300
Fullscreen	2015 年被 Otter Media 以 2-3 亿美金估值控股	2017-2018 关闭旗下多项业务，进行多轮裁员，CEO 辞职
Awesomeness TV	2016 年 Verizon 入股，对应估值 6.5 亿美金	2018 年 Verizon 股权转让给 Viacom，对应估值 5000 万美金，缩水 90%+
Defy Media	2016 Wellington Management 投资 7000 万美金	2018 年，Defy Media 公司倒闭

资料来源: 信达证券研发中心

西方 MCN 走向衰败的同时，中国 MCN 却逆势爆发增长。2010-2014 年西方 MCN 爆发增长时，受西方 MCN 发展的影响，中国随着短视频行业，微博、微信双微平台商业化程度提升，MCN 机构开始萌芽。2015 年-2016 年，国内出现了与欧美不一样的发展模式，资本风口下，短视频 PGC 创业浪潮兴趣，平台多样化加深，出现单一账号到多账号矩阵孵化，大号带小号等模式，商业模式也由营销等基础业态发展出电商、知识付费等多样化变现模式。到 2017-2018，西方 MCN 走向衰败，大型机构纷纷倒闭，缩小规模而中国 MCN 机构却逆势爆发增长，两年时间市场规模从 46 亿增长至 101.8 亿，实现一倍以上的增长，MCN 机构数量从 420 增长至 5800，实现十倍以上的增长。

图 55: 中国 MCN 发展阶段



资料来源：克劳锐，信达证券研发中心

我们分析，西方 MCN 走向衰落而国内 MCN 同期走向兴起与爆发主要由以下因素导致：

1) MCN 在早期 YouTube 实力较弱时有力助推平台由 UGC 向 PGC 转变，后平台实力增强，收回视频审核权，MCN 失去平台政策支持，走向衰落。YouTube 上线初期作为 UGC 平台面临视频审核的重大问题，但平台早期实力较弱，且平台内中长尾内容参差不齐、高度分散的情况下，投入人力物力专人负责内容审核工作产出并不高。因此 YouTube 希望通过 MCN 签约频道，使 MCN 担负起内容审核的工作。此外，早期 YouTube 平台为 UGC 平台，内容质量相对低，引入 MCN 可帮助平台培育尾部频道，产出专业内容。综上早期 YouTube 平台的发展需要 MCN 的迅速成长，YouTube Partner 政策早期对 MCN 机构有所偏向。随着 YouTube 近十年的发展，体量等已允许 YouTube 展开自身的视频审核机制，加之 2017 年，Maker Studios 旗下知名网红 Pewdiepie 在一个视频里开了个反犹太人的玩笑 (Death to all Jews)，这个事件反映了以往以 MCN 为主导的视频审核机制失效。此外，公司的 YouTube Partner 数量从 2011 年 3 万到 2018 年已超过 100 万，其中不乏头部频道产出 PGC 内容。MCN 对于平台意义较低，YouTube 顺势提高成为 Partner 的门槛，收回审核权，同时推出 Google Preferred 绕开 MCN 直接与头部内容主对接，提供优质广告资源。YouTube MCN 由于头部频道易流失，底部频道大量未达到变现门槛，公司现金流迅速恶化，走向衰落。

表 4: YouTube Partner 政策变化

时间	门槛条件	是否签约 MCN	未经 YouTube 审核能否获得广告分成	视频审核者
2007 年	10000 总播放量	是	是	MCN
2018 年	1000 粉丝量，过去 12 个月内有 4000 小时观看时长	是	否	YouTube

资料来源：YouTube 官网，信达证券研发中心

中国目前短视频平台竞争较为激烈，迫切需要 MCN 机构的资源挖掘孵化有潜力的网红，实现私域流量的变现。各大平台纷纷推出扶持政策。中国平台面对多平台竞争压力，迫切需要 MCN 公司携带优秀 KOL 内容入驻平台，同时需要 MCN 机构帮助平台挖掘孵化有潜力的新网红。2017-2018 年，中国各大平台纷纷推出 MCN 发展战略，给予 MCN 公司现金、流量等扶持。中国 MCN 公司抓住平台政策机遇，迅速发展。

图 56: 推出 MCN 扶持政策的平台



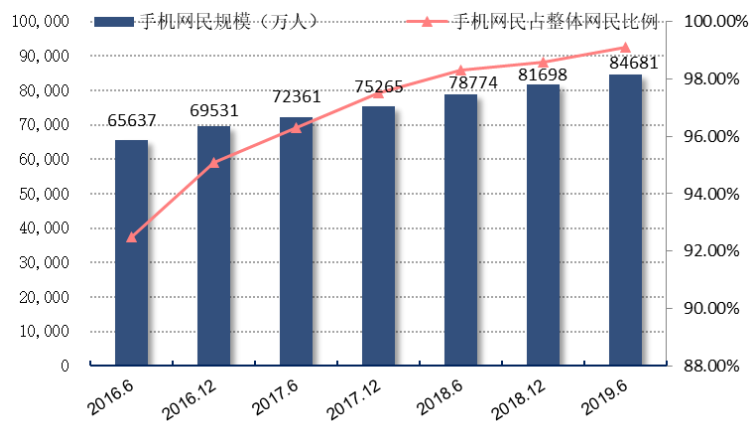
资料来源：克劳锐，信达证券研发中心

2) 中国特色互联网生态深刻影响中国 MCN 业态，国内 MCN 仍大有可为。中国拥有全世界最大的网民规模，如此大规模的网民数量在互联网长城的加持下容易形成有别于国外的独立互联网生态。MCN 作为依托于互联网视频平台发展起来的新兴业态，受不同互联网生态的影响较大。中国互联网生态与西方互联网生态的根本不同，决定了 MCN 在东西方截然相反的历史走向。

成熟电商环境，拓宽营收来源，中国 MCN 盈利来源较西方 MCN 更广。西方 MCN 依托于 YouTube，其盈利来源主要依靠 YouTube Partner 的广告分成。其次为品牌赞助，即品牌内容以赞助视频 (sponsored video) 的形式出现，其主要由广告主付费赞助内容创作者及其 MCN，在创作者频道进行品牌内容的投放，MCN 从中获取分成。除此以外 MCN 盈利方式包括 IP 授权等，但相对于广告分成收入占比较低。YouTube Partner 计划推出以来平台与频道之间的广告分成经历了三轮变化，至 2018 年 MCN 与内容主共计可以分得 YouTube 广告收入的 55%，对于尾部频道，公司虽有议价权，分成比例可以适当提高，但收入体量小。对于头部频道公司议价权低，加之 YouTube 推出 Google Preferred 计划，进一步削弱了 MCN 从头部获利的能力。总体看公司只能从总蛋糕池中分得 15% 左右，分成比例较低。随着 MCN 迅速发

展，较单一的收入结构在另一层面上促使 MCN 签约更多频道以增加营收争取获得融资，每个频道数量的增长伴随的是成本的增加，但尾部频道收入产出却不高，大多难以覆盖成本，西方 MCN 公司盈利能力较弱。

图 57：我国手机网民规模及其占整体网民比例

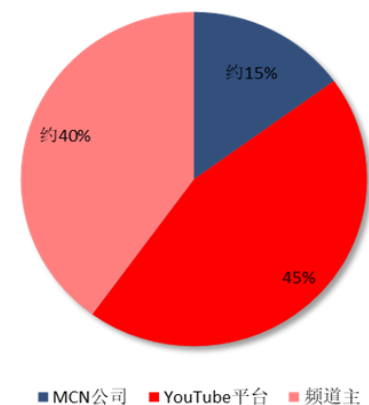


资料来源：CNNIC，信达证券研发中心

内容电商带来的收入相比传统广告营销带来的收入更高，中国拥有比西方更发达更完善的电商体系，内容电商大大拓宽 MCN 公司的营收来源。中国 MCN 在运营时由于独特的互联网生态在 KOL 流量变现的方式上相比于西方大多依赖平台广告分成的方式有了更多的选择，其中内容电商、红人电商是基于国内优秀的电子商务生态建立起来的新型带货方式，具有极强的市场前景。就美 ONE 旗下 KOL 李佳琪来说，其双十一单天在淘宝平台直播带货单人销售额超过 10 亿，给品牌方平台 MCN 公司都带来了极高的收入。据克劳锐针对国内 MCN 的调研，除了广告营销、平台补贴等大多 MCN 公司都会涉及的基础变现形式，拥有内容电商变现模式的 MCN 机构达到 35.5%，且头部的 MCN 更偏向内容电商，内容电商带来的收入相比传统广告营销占比更高，我们预计未来这一变现形式在在国内 MCN 变现体系中将占有更大的比例。西方由于电商不发达，电商体系不完善，相应的难以走通这一路径。

图 59：2018 年中国 MCN 机构各变现方式占比

图 58：YouTube 体系下 MCN 机构广告分成比例



资料来源：YouTube 官网，信达证券研发中心

图 60：2018 年不同营收规模的 MCN 机构主要变现方式占比



资料来源：克劳锐，信达证券研发中心



资料来源：克劳锐，信达证券研发中心

多元分发渠道，提升 MCN 核心价值，中国 MCN 较西方 MCN 在商业体系中更具话语权。西方 MCN 依赖于 YouTube 发展，也仅依赖于 YouTube，唯一的平台引发了多个层面的结果。平台端，MCN 在 YouTube 整个商业体系中的意义会随着 YouTube 的不断发展而降低。早期 YouTube 需要 MCN 审核视频，培育孵化腰、尾部频道以产出 PGC 乃至 OGC 内容。现在 YouTube 发展壮大，其有能力独立做审核，具有影响力的头部内容创作者已成熟，能持续的产出优质内容，一家独大的 YouTube 不需要担心优质内容主的出走，通过 Google Preferred 将头部绑定在平台后，MCN 在平台端失去了其核心价值。MCN 之于内容主其价值在单一平台条件下随着内容主视频产出能力的提升越来越低。对于内容生产者，早期加入 MCN 可以获得 MCN 视频剪辑工具，资源库的使用权等自我提升的内容。当内容创作者成长后，大多内容创作者可以覆盖单一平台的内容制作，完全不需要 MCN 的辅助。变现方面在 YouTube 主要收入就是广告分成，加入 MCN 大多数时候并不能带来额外收入。内容创意支持以及其他辅助方面，MCN 由于拥有上万的频道，无法做到面面俱到，给如此多的频道提供签约时承诺的内容辅助。MCN 三个方面于内容创作者核心价值不大。因此不产出价值的西方 MCN 在商业体系中话语权很低，慢慢走向衰落。

表 5：2014 年西方头部 MCN 旗下频道数量

MCN 名称	旗下频道数
BroadBand TV	12500
Maker Studios	60000

Machinima	11600
Awesomeness TV	86000
Style Haul	15000

资料来源: VAST MEDIA FOR MIPCOM, 信达证券研发中心

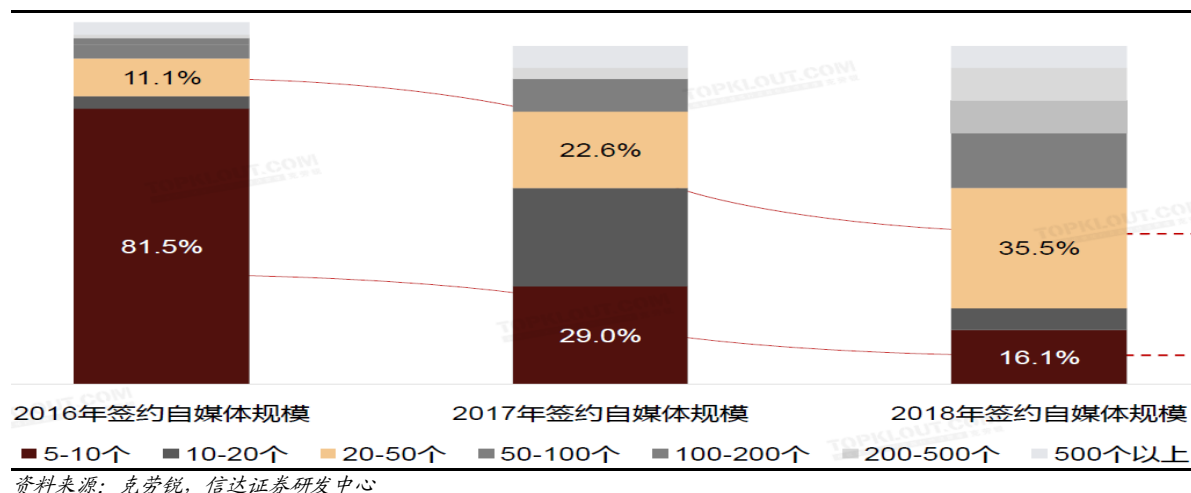
中国 MCN 行业比西方更加复杂，融入了更多的渠道，渠道内竞争激烈，MCN 在多平台竞争的条件下能产出极高的价值。从平台方看，以短视频赛道为例，早期如抖音等、快手平台为用户上传 UGC 内容，内容质量不佳，其与 YouTube 早期一样需要 MCN 入驻，完善平台生态圈。当用户与内容创作者成熟，由于平台间的竞争，平台方依然需要 MCN 稳定内容创作者让其在平台内持续产出优质内容而不是转向其他平台，放弃本平台。一位头部内容主的平台转换会给原平台造成巨大损失。对于内容创作者来说，多平台运营可以有效提升个人影响力，但不同平台在用户画像不同，运营风格需要转换，同时运营微博、微信公众号、抖音、快手等等不同性质或是同性质的平台很困难，MCN 将有效解决该问题。在内容创作上，中国 MCN 公司运营的账号较少，有垂直化倾向，可以给予内容创作者专业辅助。针对广告主，多平台意味着想要宽人群覆盖就需要多平台投放，在不同平台结合平台特性选择不同 KOL 做推广难度很大，MCN 公司可以提供多平台新媒体全案服务。中国 MCN 公司于产业上下游都具有核心价值，话语权高，所以会走向兴起与爆发。

表 6: 中国互联网各类型内容平台

类型	典型平台举例
社交平台	微信、微博
资讯平台	百家号、一点资讯、今日头条、网易新闻
视频平台	抖音、西瓜视频、快手
垂直平台	易车、汽车之家、哔哩哔哩
电商平台	小红书、京东、淘宝
直播平台	虎牙、斗鱼、一直播、YY

资料来源: 信达证券研发中心

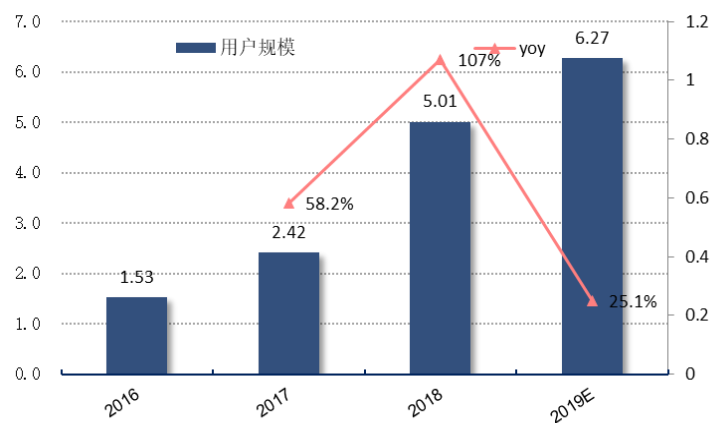
图 61: 2016-2018 年 MCN 机构签约账号分布情况



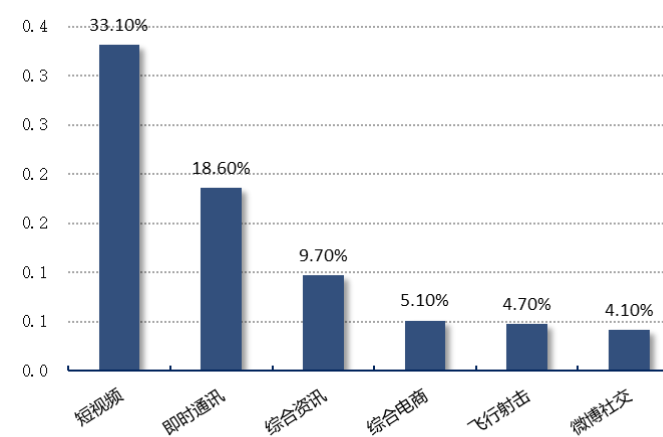
3) 短视频兴起, 扩大 MCN 人群覆盖量, 给 MCN 兴起爆发创造机遇。2017 年至 2018 年, 中国短视频用户规模同比增长 107%, 扩张至 5.01 亿用户。用户增长的同时, 根据 QuestMobile 数据, 2018 年 12 月用户总使用时长同比增量占比短视频高居第一。其中使用总时长增量=2018 年 12 月值-2017 年 12 月值, 增量占比=某细分行业总时长增量/移动大盘时长增量。短视频的迅速发展, 使 MCN 机构旗下的 KOL 能覆盖更多的人群, 获得更多的流量, 带来的是更多的广告主关注度以及商业价值。同时相比于, YouTube 与哔哩哔哩等平台的用户群体短视频平台用户对生产的内容要求较为简单, 娱乐性高, 硬核程度低, 这导致短视频平台内容创作难度与门槛较低, 吸引了大规模且分散的用户。短视频平台兴起进一步提高了平台侧的多元化水平, 也提高了内容创作者的分散化水平。在这样分散的上下游关系中, 拥有更高的话语权议价权的 MCN 公司作为中间机构走向兴起。

图 62: 2016-2019 中国短视频用户规模及增长预期 (亿户)

图 63: 2018 年 12 月用户总使用时长同比增量占比 TOP6 细分行业



资料来源: 艾媒咨询, 信达证券研发中心



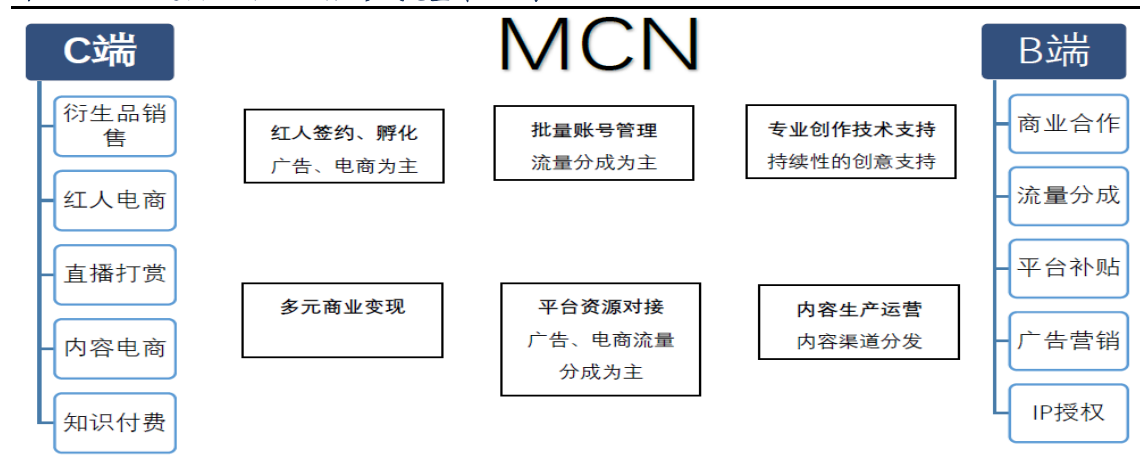
资料来源: QuesttMobile, 信达证券研发中心

短视频商业模式的探究与展望：边界的不断突破

（一）MCN 带动下，红人电商带货、广告营销仍是短视频平台“流量—变现”主要渠道

MCN 机构主要工作在连接 B 端与 C 端，形成了完整的作业链条，通过将 KOL 流量进行变现从中获取分成收入。头部 MCN 机构的主要变现通道包括电商变现、广告营销两种。MCN 经历了萌芽到爆发期的发展，形成了从红人签约、孵化，批量账号管理，创作支持，资源对接到内容运营，变现的完整作业链条。MCN 的资源在作业链条中推进时变现方式涉及 B 端、C 端两个方面。对于 B 端，其变现方式主要是商业合作、流量分成、平台补贴、广告营销、IP 授权等，C 端主要是衍生品销售、红人电商、直播打赏、内容电商、知识付费等。在多元变现渠道中，红人电商最具有市场前景。

图 64：MCN 连接 B 端、C 端，形成完整作业链条



资料来源：克劳锐，信达证券研发中心

1、电商带货持续爆发，为商业链参与者带来全新价值。

电商带货模式分为红人电商与内容电商两种模式，红人电商以“人”为核心，让粉丝完成消费转化，具体转化形式分为直播带货和内容种草带货两种形式。内容电商以“是内容为核心”让消费者内容产生积累到完成流量变现。

直播带货成为巨大流量风口。直播的及时性能让用户更有参与感，通过主播吸粉带货，带动流量与销量，从而提升营销效果。淘宝这样内嵌直播频道，可以转化淘宝自身的巨大流量，已经成为新媒体营销的重要渠道。根据《2019 年淘宝直播生态发展趋势报告》，从 2017Q1 到 2018Q4 淘宝直播带货 GMV 持续爆炸性增长，目前带货同比增速接近 400%。并且淘宝直播带货能力很强，到 2018 年直播平台带货规模达千亿。2019 年双十一，据天猫双十一趣味报告，超 50%

的商家开通了直播，当天直播交易额近 200 亿元，有 10 个以上亿元成交量直播间，100 个以上千万直播间。从成交渗透率看，淘宝直播带货成交渗透率（直播成交金额/大盘成交金额）一直保持高速增长，直播在慢慢成为商家的重要销货通路。

图 65: 淘宝直播带货 GMV 趋势

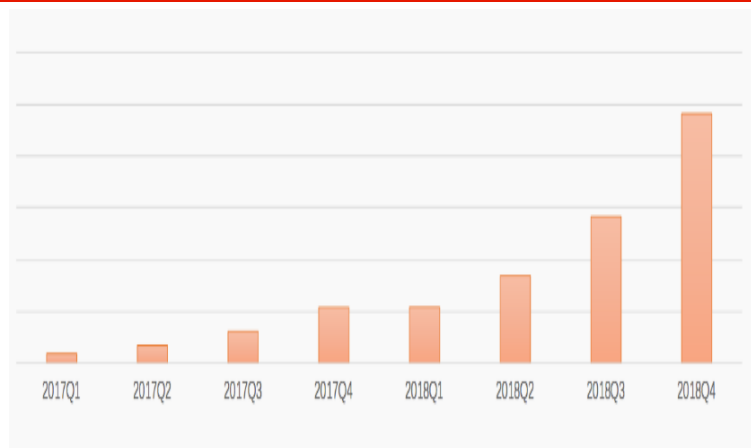
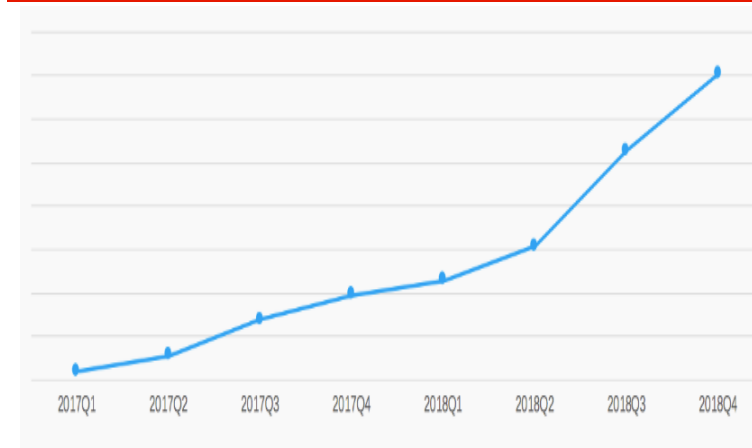


图 66: 淘宝直播成交渗透率发展趋势



资料来源: 淘宝数据, 信达证券研发中心

资料来源: 淘宝数据, 信达证券研发中心

借助于短视频业务迅速发展带来的流量红利，抖音快手等短视频平台也纷纷在应用中推出了自己的直播带货功能，同样带来了巨大的 GMV。以快手为例，在“116 狂欢节”中，KOL 如辛有志在 11.5-11.6 期间直播带货销售额达 2.7 亿，娃娃达 1.7 亿，半姐在广州开服装厂销售额达 8409 万。整个双十一快手直播电商成交金额超过 21 亿元。“116 购物节”主打货源地、批发价，以低价吸引用户，快手直播电商销售大部分来自于下沉市场。而抖音在双十一商品分享直播场次达 50 万场，直播用户观看次数超 20 亿。

表 7: 快手“116 购物狂欢节”直播带货 TOP5 GMV

KOL 名称	粉丝数 (万)	销量 (万)	销售额 (万)
辛有志 辛巴 818	3223.7	357.6	26899.6
娃娃 (每周一 6 点)	1329.6	65.6	12598.4
半姐在广州开服装厂	165.5	50.7	8409.9
蔡儿 kuki	584.11	20	6309.35

初瑞雪 每周末 6点	2232.7	56.2	4181.49
------------	--------	------	---------

资料来源：炼丹炉数据，信达证券研发中心

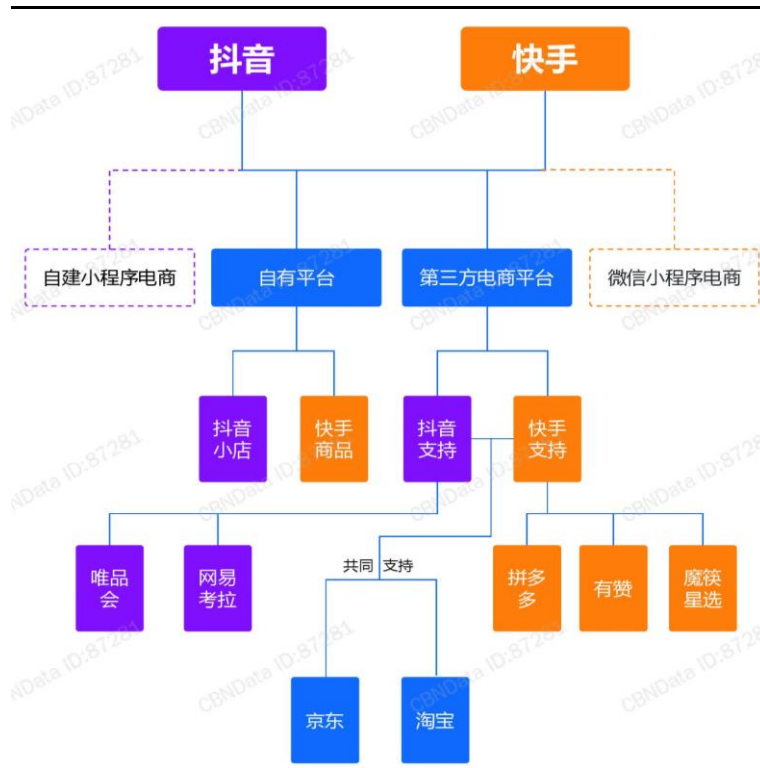
直播带货以外，短视频内容带货模式随着抖音快手官方快速部署爆发。2017年，抖音率先开始了自己的电商布局，2018年3月抖音正式上线购物车，支持KOL自主开通并链接至淘宝，2018年6月快手随抖音上线快手小店。总体看，抖音快手运营短视频电商的基本路径都是从外链到内链即在自我平台技术还未成熟时先链接至外部电商平台，通过外部电商平台的技术发展，当自我平台搭建完成再推出，推出后用户可以直接完成在短视频软件里面的购物过程。接下来的商业部署过程，抖音快手都在与更多的平台打通连接，以使平台本身可以满足更多KOL带货的需求。快速部署后，根据《抖音购物车双十二剁手战报》到2018年双十一，2个月内抖音新增10000账号开通抖音购物车，其中带货能力最强的TOP50账号购物车视频播放量超过300亿，带货效果非凡。

图 67：抖音、快手的电商布局



资料来源：卡思数据&火星文化，信达证券研发中心

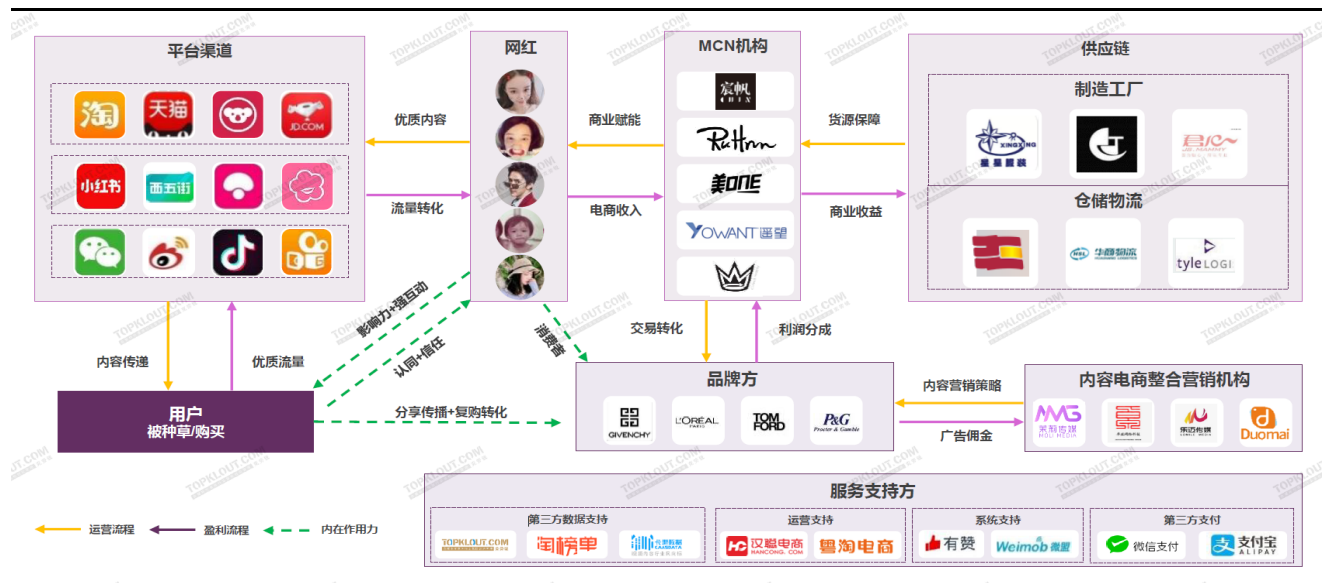
图 68：抖音快手电商发展路径



资料来源：卡斯数据&火星文化，信达证券研发中心

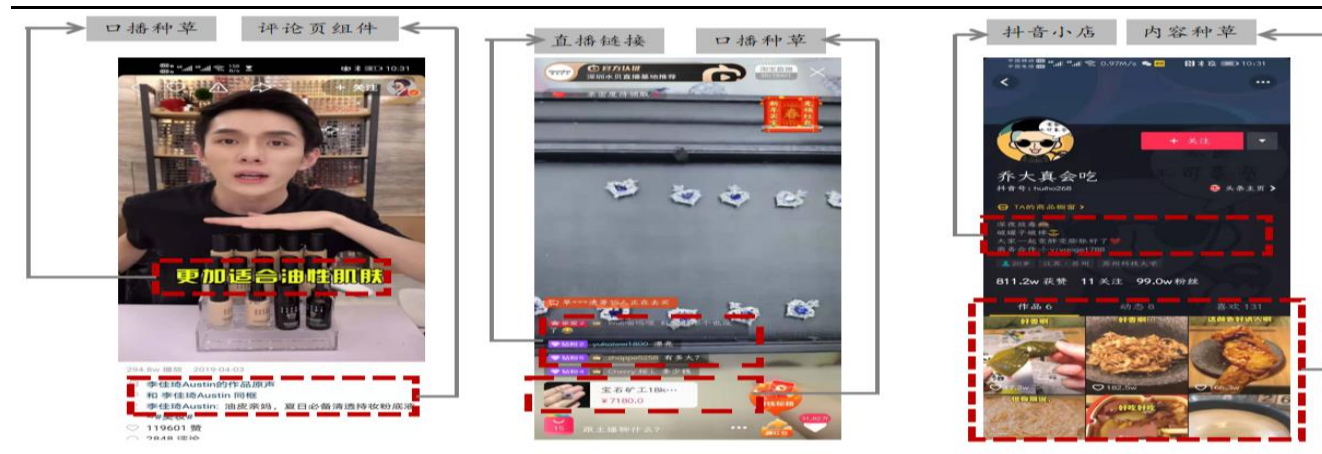
电商变现分为带货推广即为他人店铺/品牌带流带货赚佣金，以及经营自营店铺两种商业模式。就带货推广模式来说，其运作流程由品牌方联系 MCN 机构或是与 KOL 联系提出推广要求，MCN 机构根据推广方的需求选取 KOL 进行推广网红将关于产品的优质内容（直播、视频、图文）通过平台将产品信息等推荐给用户，通过 KOL 影响力与强互动使用户种草，用户通过品牌方的淘宝店铺直接购买相关推广产品，品牌方根据销售额向 MCN 机构进行分成，MCN 机构则进一步将分成资金与 KOL 分配，完成完整商业链条。而自营店铺模式则更看重 MCN 机构自身选品、供应链把握能力。在自营店铺模式中，用户直接通过短视频内容或直播了解产品信息，通过软件内部的交易渠道（抖音小店、快手商品）或链接至淘宝、京东等第三方平台中的 MCN 自己建立的淘宝店进行购买，MCN 机构以及 KOL 需要面临库存管理，售后管理等传统电视企业需要面临的问题，这对 MCN 机构的运营能力提出了更大要求。

图 69：电商变现商业路径



资料来源：克劳锐，信达证券研发中心

图 70：短视频/直播带货方式



资料来源：淘宝 APP，抖音 APP，信达证券研发中心

带货推广与自营店铺有不同的分成比例。以抖音网红带货为例，抖音对于有货型商家（自营店铺），带货入驻审核严格，流程较长，收费制度严谨，支持淘宝、天猫、京东等第三方平台，收费分成上按商品曝光流量渠道：分为中心化流量订

单/非中心花流量订单/精选联盟订单/广告流量订单四种，抖音平台收取成交额的 1%-10%为技术服务费，商品销售带来的收入扣除技术服务费后在 MCN 公司与直播间分配，公司与 KOL 之间的分配比例根据主播的粉丝量对应的议价能力有较大区别。对于带货推广型主播分成相对更加复杂，以走淘宝外部链接的模式为例，淘宝首先从佣金中收取成交额 6% 的内容场景服务费，其次收取余下佣金 10% 的技术服务费，剩余部分在平台/MCN 与主播两方面分配。

表 8：有货型主播产业链中各成员分成比例

	抖音	快手
特点	入驻审核严格，流程较长，收费制度严谨	入驻门槛低，操作简单，收费模式简单
支持第三方平台	淘宝、天猫、京东	魔筷星选、有赞、淘宝、京东
收费规则	按商品曝光流量渠道，抖音收取成交额 1%-10%，剩余部分归属于 MCN 与 KOL	普通商品：快手收取成交额 5% 技术服务费。靠谱货（需认证）：2% 技术服务费，剩余部分归属于 MCN 与 KOL
MCN 与网红分成	五五分成，根据网红议价能力有调整	五五分成，根据网红议价能力有调整

资料来源：卡斯数据&火星文化，信克劳锐，达证券研发中心

表 9：带货型主播产业链中各成员分成比例

	抖音	快手
品牌主	扣除佣金的剩余 90%-80%	扣除佣金的剩余 90%-80%
佣金	根据 KOL 以及商品特点设定一般为 GMV10%-20%	根据 KOL 以及商品特点设定一般为 GMV10%-20%
电商平台	（1）若为淘宝直播下单，淘宝抽 10%GMV+技术服务费。若为内容平台带货，淘宝首先从成交额中收取成交额 6% 的内容场景服务费，其次收取余下佣金 10% 的技术服务费。 （2）京东：扣除佣金 10% 作为技术服务费	（1）若为淘宝直播下单，淘宝抽 10%GMV+技术服务费。若为内容平台带货淘宝首先从成交额中收取成交额 6% 的内容场景服务费，其次收取余下佣金 10% 的技术服务费。 （2）拼多多：根据多多客等级扣除佣金 0%-20%，一般为 10%
内容平台	若下单平台跳转至的第三方平台为淘宝，抖音不抽佣 若下单为抖音小店提供的商品，精选联盟扣除 10% 佣金 若下单渠道为其他第三方机构，精选联盟扣除 10% 佣金	若下单平台跳转至的第三方平台为淘宝，快手不抽佣，且若为靠谱货商品可额外获得淘宝联盟结算的商品成交额 3% 权益 若下单平台为拼多多，快手收取成交额 5%
MCN 与网红分成	五五分成，根据网红议价能力有调整	五五分成，根据网红议价能力有调整

资料来源：卡思数据&火星文化，淘宝数据，克劳锐，信达证券研发中心

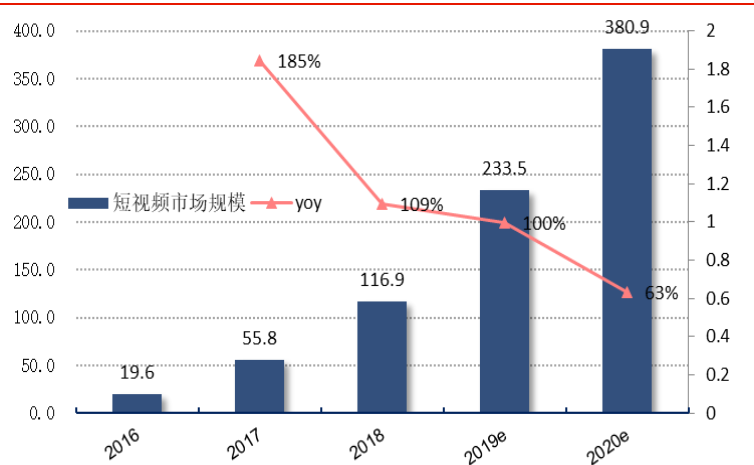
以某用户在抖音的直播间内观看直播后根据链接指引在淘宝消费 100 元为例，假设佣金为 15%即 15 元，淘宝首先扣除内容场景服务费 6 元，剩余佣金 9 元。接着淘宝会扣除 10%佣金的技术服务费 0.9 元，剩余佣金 8.1 元。至此淘宝分得比例 6.9 元，剩余 8.1 元由于抖音平台在通过淘宝的交易中不抽佣，该部分资金由 MCN 与 KOL 按一定比例分配。

新的红人带货电商模式为产业链中的各个参与者带去了新的价值。对品牌商、制造商解决了内容分发匹配到目标消费者，解决精准营销痛点；对电商平台以人为中心，摆脱了价格战同时使商品娱乐化呈现给用户，优化购物体验；对内容制作方根式解决了商业化变现、内容制作成本高的问题；对于消费者，红人电商新模式减少选品步骤，解决了选择恐惧。产业链中的各个人群都在新的产业链中寻找对自身群体的新价值。

2、广告营销新业态，内容植入式软广借力内容平台迅速成长。

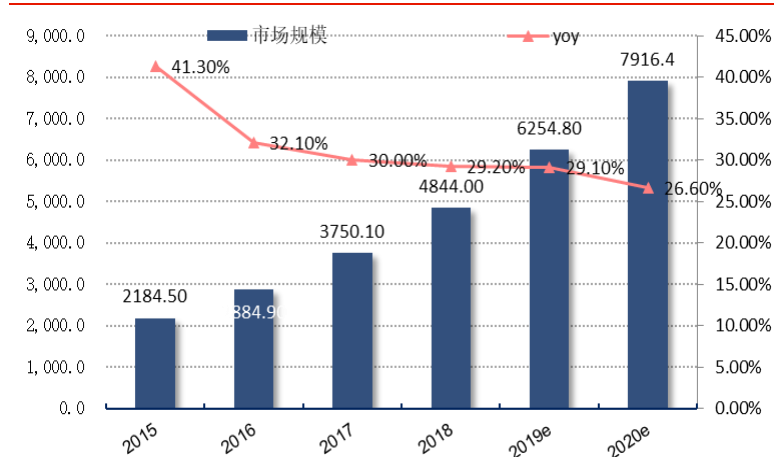
在 MCN 机构走出电商带货之路前，广告营销是最主要的变现通路。根据艾媒数据，短视频平台的市场规模在 2019 年至 2020 年依然会保持较高的增长态。根据 2018 年的市场调研，中国广告主短视频/直播营销投放意向占比从 2017 年的 18%到 2018 年增长至 65%，短视频内容营销的规模在这两年经历了快速的增长。短视频内容丰富性和形式上的多变性可以为品牌提供更下沉更具有互动性、社交性的营销内容，虽然整个广告市场的规模扩大有限，但传统广告媒介传播力的下降的情况下，市场份额将会进一步向拥有更多活跃用户、更多互动量的网络视频平台倾斜。根据艾瑞咨询的数据，中国互联网广告市场规模预期从 2015-2020 保持了较高的增长率。

图 71：中国短视频市场规模（亿元）



资料来源：艾媒咨询，信达证券研发中心

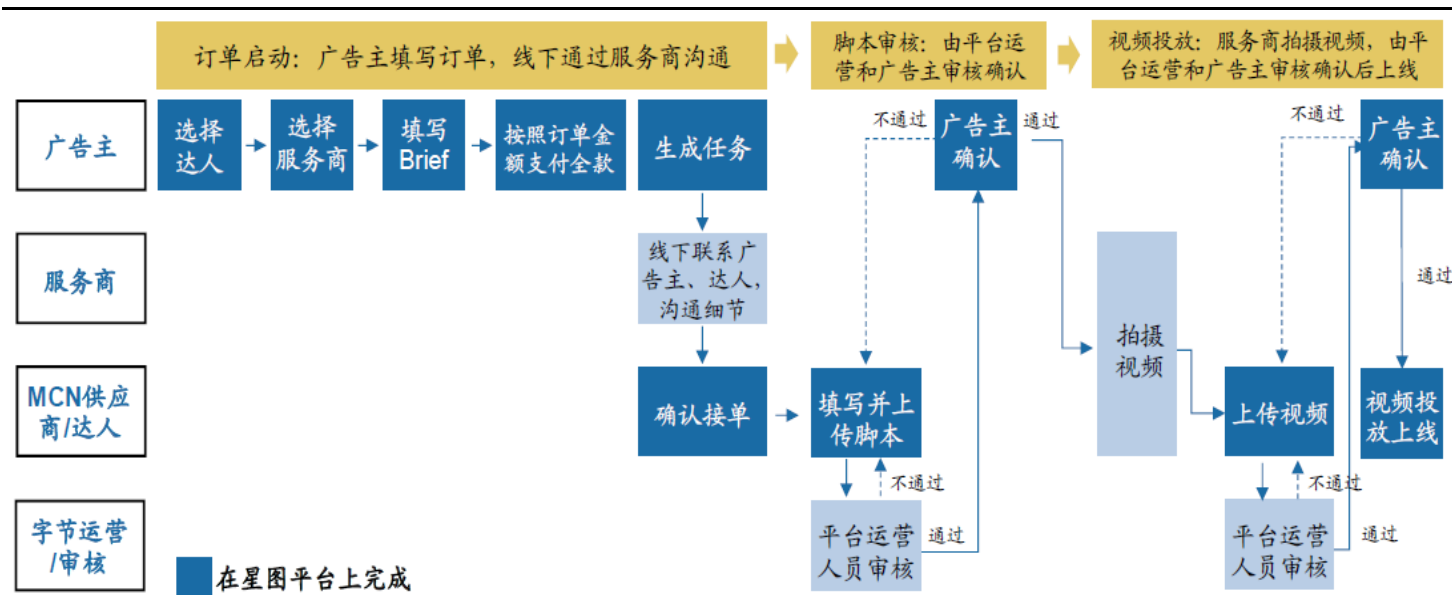
图 72：2015-2020 中国网络广告市场规模（亿元）



资料来源：艾媒咨询，信达证券研发中心

头条系的广告接单平台即营销平台为星图，其有完善的交易链条。广告主在平台完成了资质认证后即可在平台发布任务，发布任务时分为直接下单与邀约合作两种形式。直接下单为直接在星图平台达人广场界面选择已认证的红人或MCN机构，填写好相关需求后付款下单。达人广场界面根据所属平台、内容类型、报价、粉丝数以及MCN机构对平台内的KOL以及MCN进行了分类，并且通过筛选、搜索等功能方便广告主快速选择。而邀约合作更有商量余地，通过达人报名的方式双方提前沟通意向、缩小选择范围、适当议价等方式最终敲定合作达人并发布任务。发布任务后，达人接单根据需求完成脚本制作，脚本通过平台与广告主审核后，进入视频制作阶段。成品视频在通过平台与广告主审核后，视频通过平台发布。整个作业链中，每一次审核需先经过星图平台审核与后经过广告主的审核，任意一次审核未通过，KOL与MCN机构会收到未通过原因并根据未通过原因对视频内容进行一定的修改再重新提交至平台。审核通过后，视频在内容平台上线。

图 73: 星图平台接单流程



资料来源: 星图平台, 信达证券研发中心

图 74: 星图平台达人广场分类

抖音达人 头条创作者 西瓜创作者 火山达人 MCN机构

内容类型 颜值达人 剧情搞笑 美妆 时尚 萌宠 音乐 舞蹈 美食 游戏 旅行 汽车 生活 测评 二次元

报价 10w以上 5w-10w 1w-5w 0.5w-1w 0.2w-0.5w 0.2w以下

粉丝数 1000w以上 500w-1000w 300w-500w 100w-300w 10w-100w 10w以下

筛选条件 预期CPM 预期播放量 视频购物车 播放量付费 高级筛选

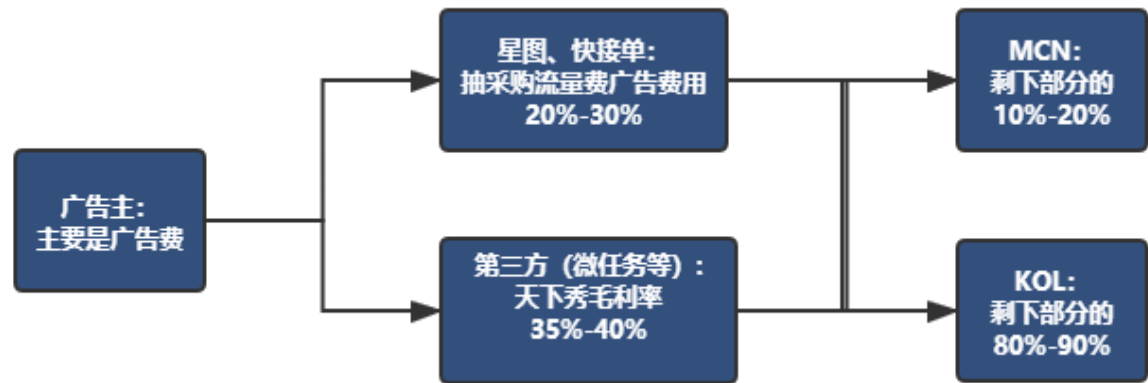
资料来源：星图平台，信达证券研发中心

快手的接单平台为快接单，是面向快手网红的推广接单功能。快手上的网红可以通过“快接单”功能接受广告主发布的App应用/品牌/电商推广等订单，拍摄视频或通过直播完成订单，并获得相应的推广收入，总体上快接单的功能价值定位，功能与星图平台类似。

目前需要在平台发布广告的品牌主都需要通过广告营销平台下单，通过广告营销平台与 KOL 或 MCN 沟通。平台禁止达人私自接单的行为，其通过配备相关审核团队与开发算法机制防止 KOL 私自接单在视频内插入广告内容，若被内容平台发现私自接单发布含营销推广性质的内容，平台会对视频采取删除，限流等措施。

分成比例上，目前各大内容平台建立的广告营销平台都会抽取一定比例流量费。广告主在平台填好相应信息发布前需先支付完整费用，MCN 与 KOL 接单后，平台会从广告费中抽取 20%-30% 的流量费，任务完成后 MCN 与 KOL 分得总广告费的 60%-70%，最终 MCN 再与 KOL 进行分成，一般来说 MCN 从中分取 10%-20%。

图 75：广告营销分成比例



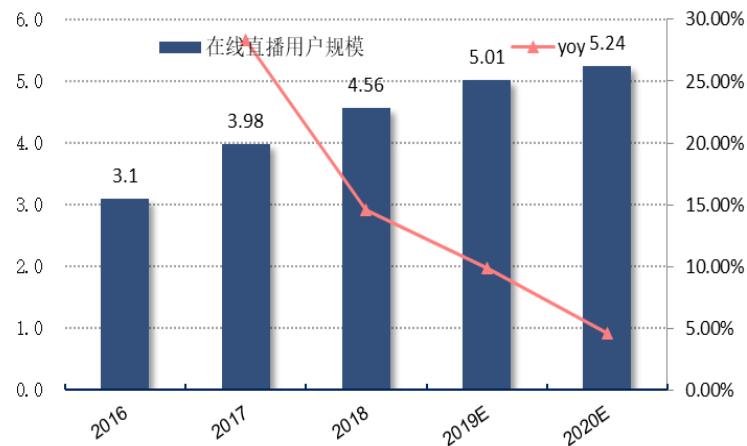
资料来源: 克劳锐, 信达证券营销中心

(二) 短视频平台流量红利持续导入, 抖音、快手直播打赏变现能力迅速增强

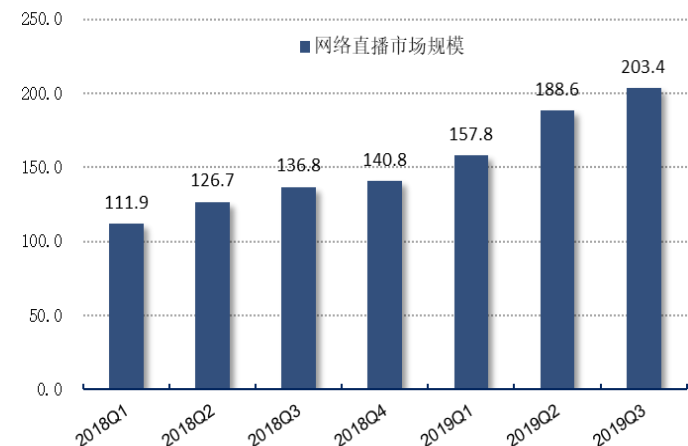
直播的出现, 给碎片化互联网, 赋予了及时性属性, 让用户所见即所得, 进一步增强实际体验, 深化注意力价值, 是注意力经济的重要组成部分。根据艾媒咨询发布的数据, 从 2016 年到 2018 年网络直播用户规模保持了稳定的增长, 预期未来也将持续增长但增长率逐渐下降, 市场保持低速增长。从市场规模看, 网络直播市场规模持续增长, 2019 年第 3 季度突破 200 亿, 环比增长 7.9%。市场规模的持续扩大, 反应各大头部平台盈利能力有保证。MCN 机构的入驻, 在另一方面推动直播市场的火爆。MCN 机构在传统纯直播平台如斗虎牙、斗鱼、YY、MOMO 中一般以工会的形式出现, 起到了活跃平台的重要作用。在平台中, 工会会参与策划旗下主播联动, 举办活动, 为主播制造话题等等工作。平台方也愿意引导 MCN 机构之间的竞争, 在近期斗鱼举办的鱼乐盛典中引入了工会战, 通过工会旗下艺人比拼打赏数量进行工会排名, 不同排名的工会斗鱼平台也会提供相应的政策。

图 76: 2016-2020e 在线直播用户规模 (亿户)

图 77: 2018Q1-2019Q3 网络直播市场规模 (亿元)



资料来源：艾媒咨询，信达证券研发中心



资料来源：艾媒咨询，信达证券研发中心

图 78：斗鱼鱼乐盛典工会排名 TOP3

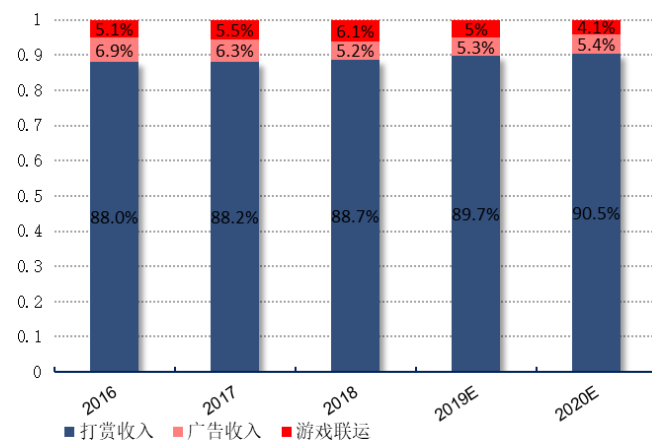


资料来源：艾瑞咨询，信达证券营销中心

依托于短视频平台的爆发发展，抖音直播、快手直播迅速崛起，且传统游戏直播平台：斗鱼、虎牙业绩持续向好，直播打赏成为带动中国 MCN 流量变现的第三架马车。

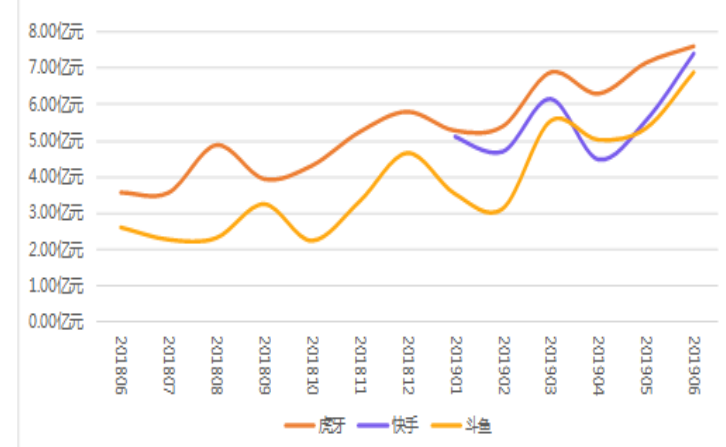
直播的收入分布较集中，快手直播发展迅速。直播方方面的商业模式较为简单，即平台提供直播渠道，主播在 MCN 的帮助下提供直播内容，观众消费内容并通过打赏等方式完成主播流量变现。主播流量变现的收入平台收取一部分，剩余部分由 MCN 机构与直播间进行分配。就收入集中度看，以游戏直播为例，打赏收入占比接近 90%，也就成为了 MCN 机构最大的收入来源。根据小葫芦发布的数据，快手直播作为直播平台的后来者，短视频业务倒流作用明显，从 2019 年 1 月份有记录以来收入增长迅猛，迅速逼近头部的直播平台：斗鱼、虎牙，在 2019 年 6 月更是逼近当时最大平台虎牙。就头部主播对收入贡献看，虎牙、斗鱼更依赖头部主播 TOP5000 占收入总额比例较大，快手对头部主播依赖相对较小，打赏收入结构更均衡。打赏收入的均衡对平台来说，可以提升平台用户留存；对 MCN 机构来说主播收入更均衡提升了 MCN 机构的议价能力，可以细分市场，从更多维度培养主播。从这个角度看，快手直播发展前景更好。

图 79: 直播收入来源占比



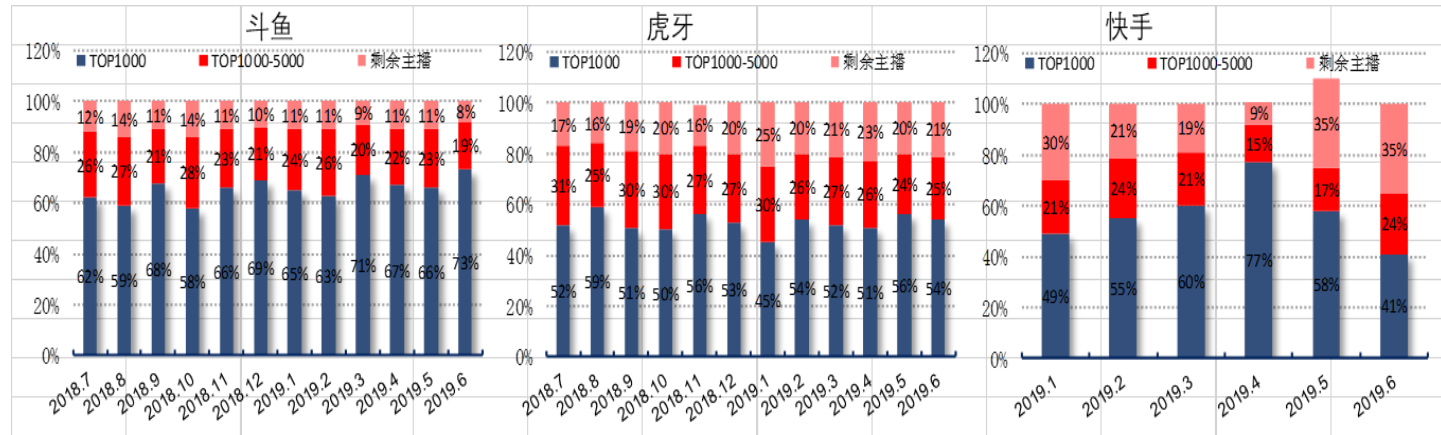
资料来源：艾媒咨询，信达证券研发中心

图 80: 三大平台直播营收趋势



资料来源：小葫芦数据，信达证券研发中心

图 81: 三大直播平台各体量主播收入占平台收入比例



资料来源：小葫芦数据，信达证券研究中心

分成比例上，平台一般抽取打赏收入的 50%，剩下 50% 收入 MCN 与主播再议定比例，一般来说 MCN 分成比例根据主播体量有所调整，一般从中分得 10%-30% 不等。

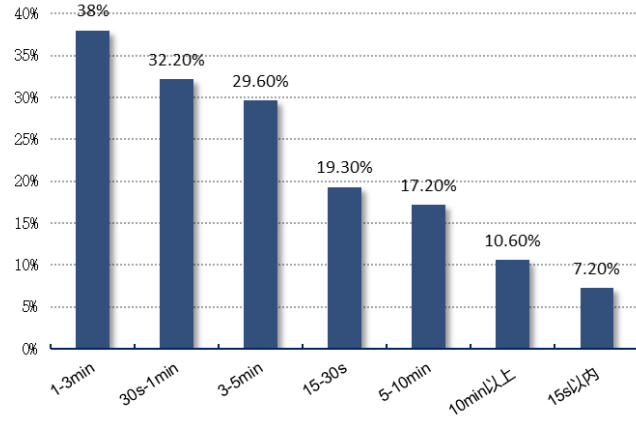
(三) 短视频内容新风口探索：影视&游戏

1、微短剧：短视频与长视频的交融共生

从用户角度来看，微短剧的出现迎合了当代人们的碎片化时间特征，且相较于通常短视频的题材表演，微短剧往往具有完整的故事情节，制作更为精良。艾瑞咨询数据显示，2019 年我国短视频用户对于内容时长的偏好集中在 1-3min 的占比最高为 38%。微短剧是碎片化的产物，往往单集在 5 分钟以内。如哔哩哔哩的泡面番，一杯泡面的时间就能看完一集剧情。微短剧连接了短视频与长视频，既具备短视频的碎片化特征，同时具备长视频制作精良、故事情节完整的特征。

图 82：2019 年中国短视频用户内容时长偏好

图 83：B 站泡面番



资料来源：艾媒咨询，信达证券研发中心



资料来源：哔哩哔哩，信达证券研发中心

微短剧的出现是短视频向长视频内容尝试的第一步，也标志着短视频与长视频的交融共生。微短剧是短视频平台的内容新风口，微视、抖音、快手纷纷加码布局微短剧，如微视的《有戏男女》，抖音的《不过是分手》、《七舅脑爷》、《霸王别急眼》等。除了短视频平台，“优爱腾”长视频平台也开始参与到微短剧的布局，如：爱奇艺在2018年上线单集不到5分钟的《生活对我下手了》，由短视频达人“辣目洋子”主演，开播不久就冲上爱奇艺热播榜top10。内容制作方如引力传媒、新片场也争相加大短视频内容营销的布局力度。

表 10：各类型平台加码布局微短剧

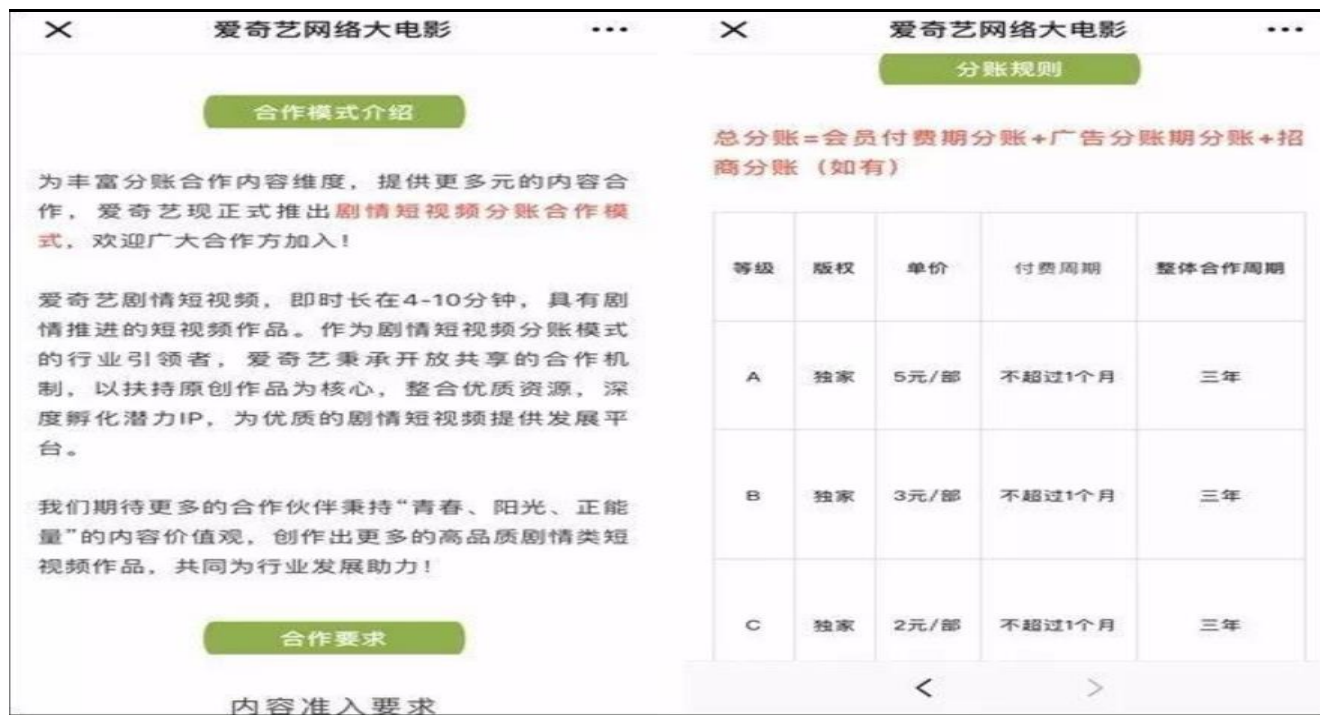
平台类型	平台名称	微短剧布局	微短剧代表作
短视频平台	微视	微视目前正在高价引入竖屏微短剧，内容以“反转喜剧”、“悬疑推理”、“剧情类”、“趣味知识”四大板块为主，时长1分钟以内，12集为一季。	有戏男女
	V8 实拍	积极招募微短剧内容	
	抖音		不过是分手、七舅脑爷、霸王别急眼
长视频平台	快手	小剧场	
	爱奇艺	2019年3月15日，爱奇艺发布剧情短视频付费分账合作说明，率先实行短剧付费分账模式。	生活对我下手了

	腾讯视频	腾讯 yoo 视频出品的竖屏微短剧《我的男友力姐姐》在腾讯视频上线，主演是短视频达人“恋珊妮”，共拍摄了9集。不同之处在于这一部微剧拥有连贯剧情，类似于连续剧。	我的男友力姐姐
内容制作团队	引力传媒	2019年4月11日，公司发布公告，将加大短视频内容营销的布局力度，基于2018年的内容制作研发储备，2019年计划投资1.62亿元制作3档网络、电视台联播的综艺节目，1档在网络平台播放的微综艺以及1部网络微剧。	
	新片场		陈翔六点半

资料来源：短视频工场，信达证券研究中心

除采买微短剧产品外，为鼓励生产优质微短剧内容，优酷、爱奇艺等长视频平台推出付费分账模式。与网剧分账类似，短剧付费分账也被分为了A、B、C三个等级，对应的单价分别为5元/部、3元/部和2元/部，以竖屏为主，时长在4-10分钟。总分账=会员付费期分账+广告分账器分账+招商分账（如有）。爱奇艺秉承开放共享的合作机制，以扶持原创作品为核心，整合优质资源，深度孵化潜力IP。前期会采用扶持政策，平台与合作方按照3:7进行分成，鼓励合作方生产优质短视频内容，后期发展成熟后，平台与合作方将按照5:5比例进行分成。

图 84：爱奇艺网络大电影采用付费分账模式



资料来源：爱奇艺，信达证券营销中心

2、短视频向长视频进军

长视频门槛高于短视频，短视频平台内容制作由 UGC 向 PGC 转变是进军长视频的基础。短视频和长视频本质上都是对用户时间的竞争，前者是无规划的碎片化时间，后者是规划好的娱乐时间，二者不存在矛盾，可以共存并相互补充。从内容上讲，长视频的制作门槛高于短视频，但短视频行业竞争激烈推动 UGC 向 PGC 转变，内容精品化是未来的趋势，为向长视频进军奠定了基础。另一方面，短视频平台强大的宣发实力成为其向长视频领域拓展的优势。我们预计，未来长视频转短视频、短视频转长视频将出现交叉现象，具有集聚流量优势的头部平台或者精品化内容制作能力的内容制作方将持续受益。2020 年春节期间，受疫情影响，春节档影片全部撤档。为解燃眉之急，徐峥 1 月 24 日宣布在头条系 APP 抖音、西瓜视频等在线视频平台免费独播《囧妈》。欢喜传媒也发布公告宣布与字节跳动签订合作协议，以 6.3 亿元获得《囧妈》独播权。6.3 亿影片成本为字节跳动带来了高性价比的营销效果，并带来良好口碑。此外，字节跳动与欢喜传媒合作同时上映了一批《疯狂外星人》《心花路放》《唐人街探案》等影片，丰富平台内容。

公司公告原内容：

欢喜传媒宣布，于2020年1月23日，全资附属公司欢欢喜喜与字节跳动订立合作协议。据此，欢欢喜喜及字节跳动将于在线视频相关的多个领域展开合作，字节跳动将向欢欢喜喜最少支付人民币六亿三千万元（人民币630,000,000元，相当于约港币700,000,000元）作为代价。欢欢喜喜与字节跳动将分两阶段与下列领域展开合作：

第一阶段合作期间为合作协议签署之日起6个月，主要内容如下：

- (i) 集团授权被授权方平台，本集团之若干新电影及网剧在欢喜首映平台上线后，可于授权区域内与欢喜首映平台同时播放；字节跳动按本集团交付授权内容之进度向欢欢喜喜支付人民币六亿三千万元（人民币630,000,000元，相当于约港币700,000,000元）作为使用授权内容的代价；被授权方平台获得的授权内容播出的相关收入总额在扣除被授权方平台管道成本及上述人民币六亿三千万元的代价后，**如有超额部分，欢欢喜喜可获若干比例的收益分成**；
- (ii) 字节跳动在今日头条、西瓜视频等平台内为欢喜首映平台设立**独立入口**进行导流；
- (iii) 被授权方平台为本集团的影视项目提供**宣传推广支援**；
- (iv) 本集团将开放影视项目资源，为字节跳动及其关联方提供**植入广告、联合推广、异业合作**等资源；
- (v) 本集团将向字节跳动或其关联方提供本集团主控出品影片的联合出品方的署名权。

双方将于第一阶段合作开始后尽快讨论落实第二阶段的合作细节，并签署相关协议。

第二阶段合作期间为第一阶段届满之日起至2022年12月31日，第二阶段合作重点如下：

- (i) **双方共建院线频道，共同打造“首映”流媒体平台**；
- (ii) 双方共同出资制作购买影视内容的新媒体版权。

第二阶段的合作届满后，双方享有优先续约权。股东及本公司潜在投资者于买卖本公司证券时务须审慎行事。

表 11: 欢欢喜喜与字节跳动合作协议的两阶段内容

第一阶段 (2020.1.23-6.31)	1、欢喜传媒集团授权被授权方平台，集团之若干新电影及网剧在欢喜首映平台上线后，可于授权区域内与欢喜首映平台同时播放；字节跳动按本集团交付授权内容之进度向欢欢喜喜支付人民币6.3亿元（约港币7亿元）作为使用授权内容的代价；被授权方平台获得的授权内容播出的相关收入总额在扣除被授权方平台管道成本及上述人民币6.3亿元的代价后，如有超额部分，欢欢喜喜可获若干比例的收益分成；
	2、字节跳动在今日头条、西瓜视频等平台内为欢喜首映平台设立独立入口进行导流；

	3、被授权方平台为集团的影视项目提供宣传推广支援;
	4、集团将开放影视项目资源,为字节跳动及其关联方提供植入广告、联合推广、异业合作等资源;
	5、集团将向字节跳动或其关联方提供本集团主控出品影片的联合出品方的署名权。双方将与第一阶段合作开始后尽快讨论落实第二阶段的合作细节,并签署相关协议。
第二阶段 (2020.6.31-12.31)	1、双方共建院线频道,共同打造「首映」流媒体平台;
	2、双方共同出资制作购买影视内容的新媒体版权。第二阶段的合作届满后,双方享有优先续约权。

资料来源:欢喜传媒公司公告,信达证券研究中心

据合作协议,欢欢喜喜及字节跳动将于**在线视频相关的多个领域**展开合作,字节跳动将向欢欢喜喜最少支付人民币 6.3 亿元作为代价,具体将分为两个阶段进行多领域合作。第一阶段的六个月内字节跳动付出 6.3 亿元的代价使得授权平台可以使用授权内容获取收入,并且得到影视项目资源的广告资源。此外,字节跳动将在西瓜视频等旗下平台为欢喜首映平台导流。第二阶段的六个月双方将共建院线,合作打造“首映”流媒体平台。

表 12: 字节跳动影视领域布局

字节跳动旗下平台/子公司	影视业务拓展
北京字节跳动网络技术有限公司	首次参与国庆档电影《我和我的祖国》的试水,担任《唐人街探案 3》、《熊出没·狂野大陆》两部春节档电影的出品方,并先后买下了《家有仙妻》《铁齿铜牙纪晓岚》《家有儿女》等多部“长尾剧集”的版权
	借助《囡妈》上线打造长视频专区,设有电影、电视剧、综艺、纪录片、动漫等多个专区
西瓜视频	综艺: 2018 年宣布未来一年投入 40 亿于自制综艺,2019 年上线首播《考不好,没关系?》、《大叔小馆》等自制综艺 电视剧: 外购《德古拉》国内独播权,全球同步播出,购入《亮剑》、《小兵张嘎》、《重案六组 1-4》等经典剧集独播权 电影: 继《囡妈》之后,与抖音等联合推出#线上免费春节档#,包括徐峥的“囡系列”三部、“唐探系列”第一部、开心麻花系列等 13 部喜剧大片
抖音	积极拓展影视业务,开始“由短变长”的尝试 2019 年 4 月,抖音与万达影视、阿里影业等六家影视公司达成战略合作,共同推出“视界计划”,用抖音平台发展娱乐营销业务,提升变现能力

2019年8月，在首届创作者大会上宣布即将对用户开放15分钟长视频的能力

2019年11月，上线与西瓜视频、今日头条联合出品的微真人秀《归零》，时长最长达13分钟

资料来源：西瓜视频公众号、36氪，信达证券研究中心

从影视领域布局来看，字节跳动旗下的抖音、西瓜视频、火山小视频等发展伊始的定位为借助精准算法和人工智能的短视频平台，随着短视频领域竞争激烈、发展走向成熟的态势，字节跳动正尝试拓展影视业务，向长视频领域进军，开始慢慢布局，此次《囡妈》的线上免费上映吹响了字节跳动进军长视频领域的号角。

3、游戏买量向自研的变迁之路

字节跳动在游戏行业的布局正在加速走通“买量—代理发行—自研”的发展历程。字节跳动游戏布局从游戏厂商的重要广告投放渠道，到走休闲游戏代理道路，到上线小游戏平台试水游戏分发，再到收购游戏研发商布局手游自研共走出四步。其中前三步字节跳动已经取得一定成果，2020年字节跳动将聚焦“绿洲计划”自研重度游戏。

作为信息流平台，字节跳动最初发力游戏业务是通过流量入口来收割游戏广告商。据 App Growing 发布的《2018年上半年中国手游买量市场分析报告》与 DataEye 发布的《2018 移动游戏全年买量白皮书》显示，超过 35% 的手游广告主选择腾讯社交广告、今日头条和百度信息流这三个移动广告平台，今日头条和抖音两款产品在移动游戏买量市场均进入了前五名，和“TSA 腾讯社交广告”几乎不分上下。根据艾媒咨询，游戏媒体 Gamelook 数据，字节跳动广告收入从 2016-2019e 保持了高增长，2018 年头条系游戏广告收入预计在 150 亿元左右，占总广告收入的三成。2019 年，字节跳动的游戏广告收入已经超过了 1.5 亿元/天，较上一年有超过两倍的增幅。

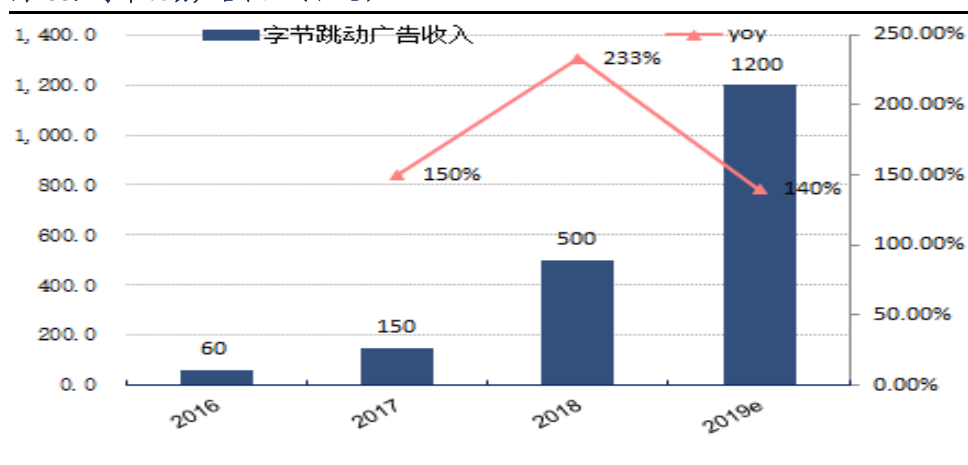
表 13：2018 年游戏买量媒体投放力度排行

排名	上线日期	投放指数
1	TSA 腾讯社交	1158
2	手机百度	772
3	今日头条	744
4	UC 头条	458
5	抖音	366
6	网易新闻	331

7	爱奇艺	331
8	火山小视频	326
9	趣头条	286
10	好看视频	278

资料来源: DataEye, 信达证券研究中心

图 85: 字节跳动广告收入 (亿元)

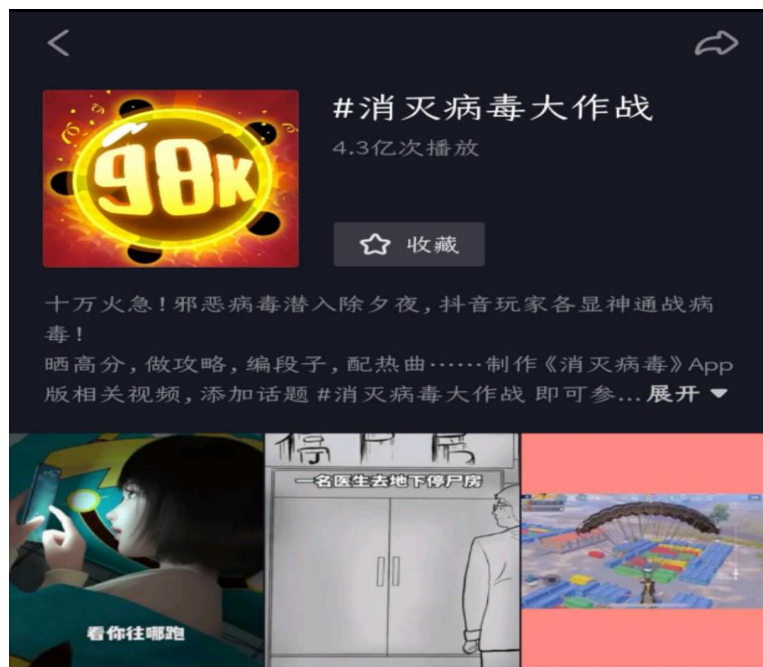


资料来源: 艾媒咨询, 路透, 信达证券研究中心

广告模式只能依靠流量变现, 通过代理游戏字节跳动可以通过游戏本身的收入获取分成。字节跳动开展游戏代理业务后利用自身的巨量活跃用户数为代理的游戏引流, 也通过抖音话题撬动市场。2019年2月, 凭着《消灭病毒》的爆量表现, 字节跳动拉开了进军超休闲游戏领域的帷幕。《消灭病毒》以抖音为主战场, 通过抖音话题#玩游戏过新年#为切入点, 在春节期间获得了过亿级的流量导入。截止目前, #消灭病毒大作战的话题播放量超过4.3以。通过这种模式, 字节跳动打造了多个包括, 不少代理游戏进入IOS免费游戏TOP10。

据晚点 LatePost, 2020年字节跳动将进一步推进代理业务包括: 2个《海贼王》手游、1个MOBA(多人在线战术竞技游戏)、1个SLG(策略类游戏)、1个街头篮球和几个MMO(大型多人在线游戏)。

图 86: 抖音消灭病毒大作战话题播放情况



资料来源: 抖音, 路透, 信达证券研究中心

表 14: 2019 年字节跳动代理进入 iOS 免费游戏 TOP10

游戏名	上线日期	TOP10 天数	代理模式
我飞刀玩的贼 6	20190114	48	独家代理
消灭病毒	20190201	96	合作
猫千杯	20190315	13	独家代理
全面漂移	20190413	115	独家代理
炮打方块	20190415	15	独家代理
皮皮虾传奇	20190425	15	独家代理
早安我的少年	20190429	14	合作

音跃球球	20190630	69	独家代理
我的小家	20190714	90	合作
我功夫特牛	20190904	31	独家代理

资料来源: App Annie, 信达证券研究中心

代理游戏外, 字节跳动产品拥有的巨大流量在建立自身的游戏分发平台方面拥有巨大优势。6月14日, 今日头条上线了“今日游戏”模块, 包括了各类游戏产品以及游戏自媒体的内容; 8月, 抖音开通了抖音游戏官方账号; 10月, 抖音和今日头条先后上线小程序, 随后今日头条正式上线小游戏功能。整体看字节跳动在旗下的产品中都整合了小程序小游戏平台或游戏分发平台。

表 15: 字节跳动旗下产品小游戏/游戏分发平台整合状况

APP	小游戏	分发平台
抖音	√	×
今日头条	√	√
西瓜视频	√	√
抖音火山版	√	√

资料来源: 信达证券研究中心

字节跳动从广告-代理-分发平台的游戏发展路径中一直以休闲小游戏为核心, 重度游戏自研成为接下来的发展核心。休闲小游戏的盈利模式核心在于内部广告, 游戏内广告过多将影响产品的用户留存。另一方面休闲游戏生命周期普遍较短, 游戏火爆期后 DAU 将会有显著下降。且 19 年 2 月 17 日, 广州知识产权法院宣布今日头条等三家公司未经腾讯授权擅自直播《王者荣耀》, 侵犯了腾讯的著作权, 要求西瓜视频立即停止直播《王者荣耀》游戏内容。字节跳动自研重度游戏进入日程。

字节跳动 19 年 6 月组建百人团队提出 Oasis (绿洲) 计划开始自研重度游戏。其自研游戏的布局以收购成熟游戏工作室+吸纳人才组建团队为核心。收购方面, 目前从公开信息看, 字节跳动收购了三七互娱子公司-上海墨鹍数码科技有限公司。该公司在游戏研发领域有 6 年的研发经验, 以研发网页游戏及手机游戏为主要业务, 已上线产品有《全民无双》、《择天记》等。《全民无双》最高月流水过亿, 《择天记》最高月流水近两亿。另一方面字节跳动也收购了注机器学习在游戏业应用的北京深极智能科技有限公司。

表 16: 字节跳动收购游戏公司

公司名称	代表游戏
上海墨鹆数码科技有限公司	《全民无双》
	《择天记》
	《决战武林》
北京深极智能科技有限公司	《北京浮生记》
	《方便面三国》
	《大明浮生记》
	《找你妹 2014》
	《狂暴之翼》

资料来源: 信达证券研究中心

字节跳动从各大游戏厂商吸纳有经验的核心人才在北京、上海、深圳、杭州组建团队开展研发工作。北京团队由原完美世界高级总监王奎武负责。北京团队研发的核心项目是一款 MMORPG 手游（多人在线网络游戏）。深圳团队由原腾讯互动娱乐事业群的一位中层负责，正在进行研发的一个核心品类是 ARPG 游戏（动作角色扮演类游戏）同时负责赛事体系搭建。杭州团队则多由来自网易游戏的人员组成。此前网易游戏旗下盘古工作室并入雷火游戏部门，产生了人员变动，字节跳动借机接收了部分来自网易盘古的游戏人员。上海团队由收购的墨鹆数码科技有限公司负责。

图 87: 字节跳动自研游戏布局



资料来源：晚点 LatePost，信达证券研究中心

相关标的梳理

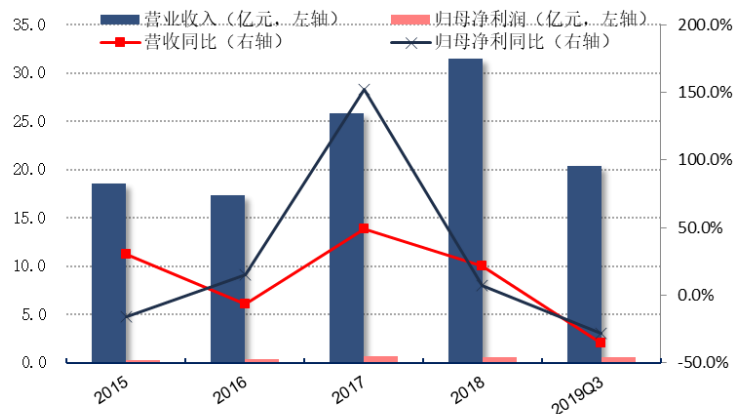
（一）MCN 相关标的

1、引力传媒：数字化营销业务龙头企业

从建立之初，公司就具有内容领域的研发、制作、营销及技术应用等综合性优势。2011年起，公司就稳健布局影视剧、电视和网络节目内容的研发、制作、后期、发行和营销，已参与投资或独家商务运营影视剧 20 多部；近两年，公司与爱奇艺、腾讯、优酷、芒果 TV 等视频平台深度合作影视剧、综艺娱乐营销，累计创意、设计 400 多条原生广告、创意内容，覆盖了各大视频媒体的爆款影视剧。2018 年，公司基于长视频内容的营销规模突破 20 亿。2019 年三季度，公司实现营业收入 20.34 亿元，较上年同期下滑 35.4%；实现归母净利润 0.61 亿元，较上年同期增长 7%。

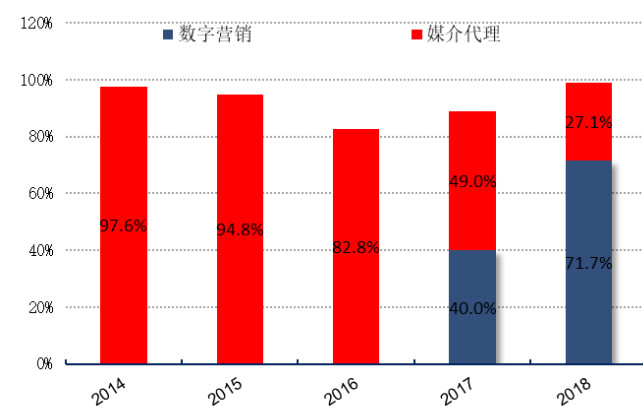
营销业务数字化转型成效显著，全链条营销服务能力具备竞争性优势。2018 年，随着大数据、人工智能、物联网技术的不断发展，消费、媒体及技术环境的逐步成熟，推动数字营销行业快速发展。公司前瞻性预判数字营销将是行业发展趋势，除加大内生性数字营销增长外，自 2017 年起陆续收购了专注互联网视频营销的珠海视通，以及专注移动营销的上海致趣。2018 年，公司整体数字营销规模超过 22 亿元，占总体营收的 70%以上。2019 年公司数字营销业务规模继续保持高速增长。

图 88: 2015-2019Q3 引力传媒营收与净利表现



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 89: 引力传媒各业务营收占比



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

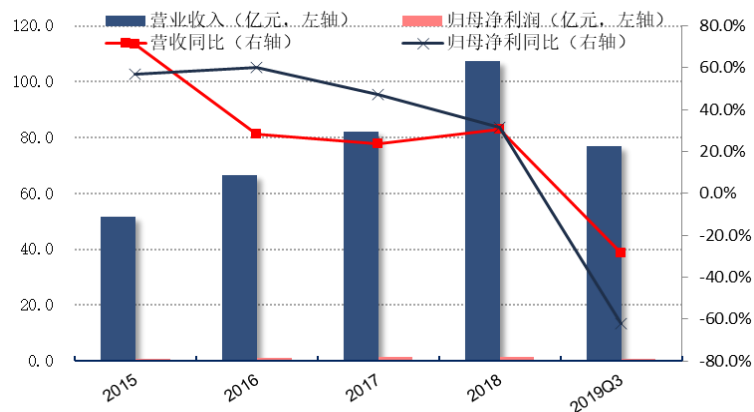
2、华扬联众：不断革新的老牌互联网营销企业

公司长期专注于互联网行业的发展，积累了丰富的营销服务经验，通过持续投入技术研发，将互联网的技术、内容制作和广告投放进行有效整合，全面指导和协助客户品牌形象传播和产品销售宣传的互联网营销战略。公司一直专注于为客户提供互联网广告服务，通过制作相应的广告内容、采购互联网媒体资源进行广告投放；同时运用技术手段分析和监测广告投放进程和结果，并对客户下一阶段的互联网营销策略提出调整优化建议。2019年第三季度，公司实现营业收入76.9亿元，同比下滑28.5%；实现归母净利润0.85亿元，同比下滑33.6%。其中在2018年，互联网广告服务营收占比94.05%，买断式销售代理服务营收占比4.3%。

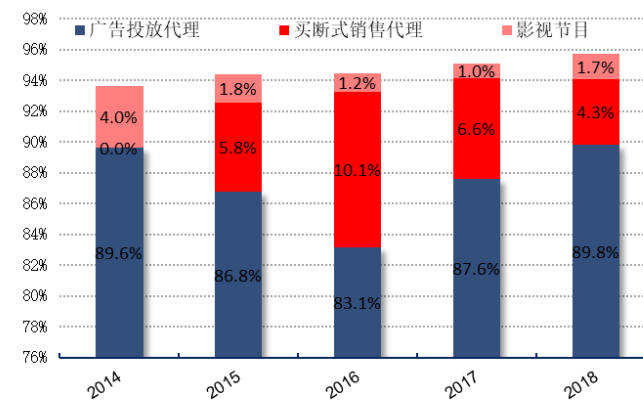
未来公司在IP内容营销上的优势将继续扩大，为公司创造新的增长点。继续扩大在IP内容营销上的优势。专业内容制作团队成长迅速，例如：《人生一串2》等自制内容因优质的制作水准及良好的收视口碑开始收获众多主流消费品牌青睐，商业合作规模不断扩大；参与投资的电视剧《麦香》，在央视黄金档播出，收视口碑双丰收。公司在报告期内已完成多项优质IP合作项目，新增大客户开展IP营销，相关IP权益类项目合作金额超过3亿元以上，为客户创造新的营销价值，同时也为公司创造新的利润增长点。

图 90: 2015-2019Q3 华扬联众营收与净利表现

图 91: 华扬联众各业务营收占比



资料来源: Wind, 信达证券研发中心



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

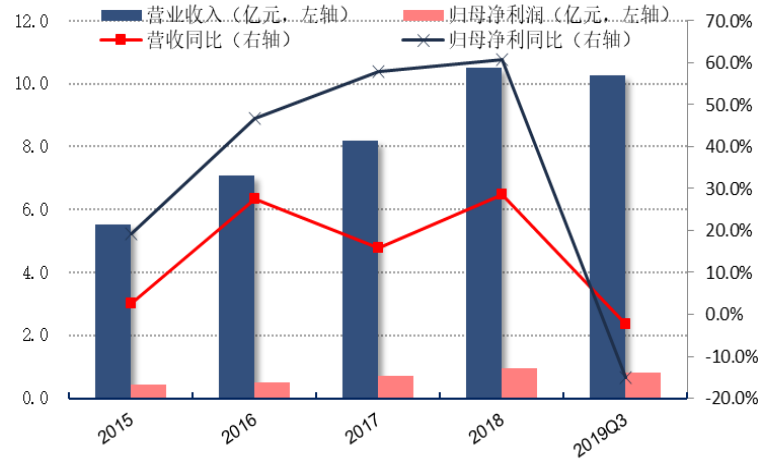
3、元隆雅图：促销品龙头，新媒体营销有望贡献增量业绩

深耕促销行业二十年，收购谦玛网络布局新媒体营销，有望提高业绩弹性。公司成立于1998年，深耕促销品行业，成为促销行业第一家上市公司。除了与宝洁、雀巢等母婴行业较多合作外，2019年公司新增中国平安、中信银行、中国农业银行等金融客户。2018年公司获得2022年冬奥会特许业务，有望给公司的纪念品业务和贵金属业务带来稳定增长。2018年11月公司完成对谦玛网络60%的股权收购，由此切入自媒体广告业务。自媒体广告为新兴行业，行业竞争者大部分为中小型企业，谦玛网络借助公司的资金实力和上市公司品牌效应，在2019年上半年实现跨越式发展。2019年三季度，公司实现营业收入10.3亿元，同比下滑2.3%，实现归母净利润0.82亿元，同比下滑12.8%。2018年公司新媒体营销服务营收占比达到5.8%。

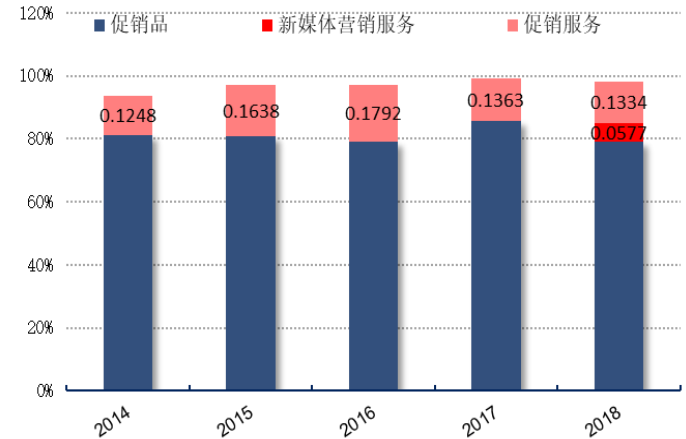
短视频行业变现需求迫切需要MCN机构的崛起，公司收购谦玛网络切入新媒体营销有望获得业绩弹性。谦玛网络是一家全方位的新媒体品牌整合营销机构，通过有效的“创意+流量”为企业提供一站式营销解决方案。目前公司员工数超200人，全国4个办公室，分别坐落在上海、北京、杭州、苏州。公司知名客户数量超100，新媒体资源达到30万以上，包括微信微博、短视频、小红书等。目前公司短视频平台牌照都已经拿到，已经形成聚焦美妆消费类的达人矩阵。MCN做电商营销这一块，目前公司的18个达人覆盖3000多万的粉丝，公司的达人多来自杭州和四川高校。谦玛网络采取的商业模式为独家签约+轻孵化，变现方式主要为广告营销+电商带货。

图 92: 2015-2019Q3 元隆雅图营收与净利表现

图 93: 元隆雅图各业务营收占比



资料来源: Wind, 信达证券研发中心



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

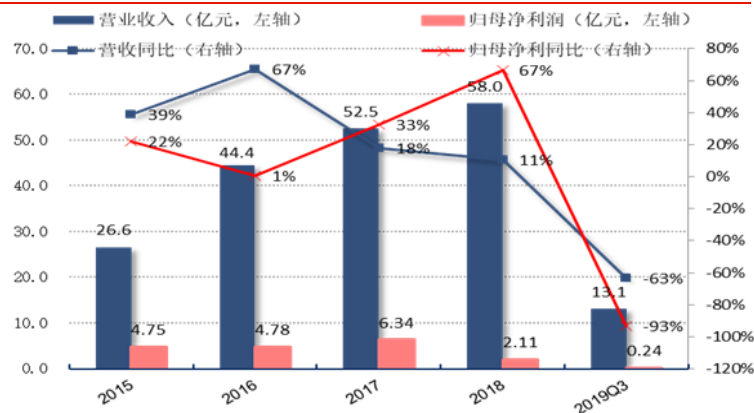
(二) 头部影视内容制作方

1、华策影视：走高质量精品化路线，持续探索新商业模式

主旋律引领，头部精品主打，聚焦高质量发展。公司于2005年创立，坚持以主流价值观为导向，专注打造电视剧、电影、综艺三大精品内容，全面布局泛娱乐产业，形成了影视内容的规模优势和国际合作的先发优势。2019年打造了多个精品剧，现象级精品剧《亲爱的，热爱的》取材当下，弘扬新时代奋斗精神，收视火爆，被评为“年度剧王”，《外交风云》首次全景式展示新中国外交，献礼新中国成立70周年，入选《中国影视蓝皮书2020》，还有在CCTV1黄金档播出的纪念古田会议90周年的革命历史题材剧《绝境铸剑》等。2019年Q3公司实现营收13.1亿元，同比增长-63%，归母净利润2424万元，同比增长-93.18%。面对行业的深度调整，公司快速转型升级，以高质量发展为核心，保持了经营性现金流连续三年为正。

结合用户习惯与需求，不断创新，探索新商业模式。针对互联网与短视频社交平台用户碎片化的观看习惯，公司不断发展面向C端用户具备传播性的定制化产品，积极探索短剧、微剧，二次元等新业务。从消费者需求出发，《天盛长歌》采用了2.35:1画幅，用电影级别画面效果实践了“新古典”美学理念，成为被Netflix以原创剧集最高级别采购的中国古装大剧。IP创新系列栏目《极客特勤局》、《疯狂电器城》则是针对微信生态的微信小程序、手机观剧特点先后推出的竖屏微剧。

图 94: 2015-2019Q3 华策影视营收与净利表现



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 95: 《天盛长歌》采用的 2.35:1 比例与高清电视 16:9 比例对比



资料来源: 芒果 TV, 信达证券研发中心

2、慈文传媒：打造精品 IP 矩阵，推进“影游联动”，打造慈文“品牌+”泛娱乐平台

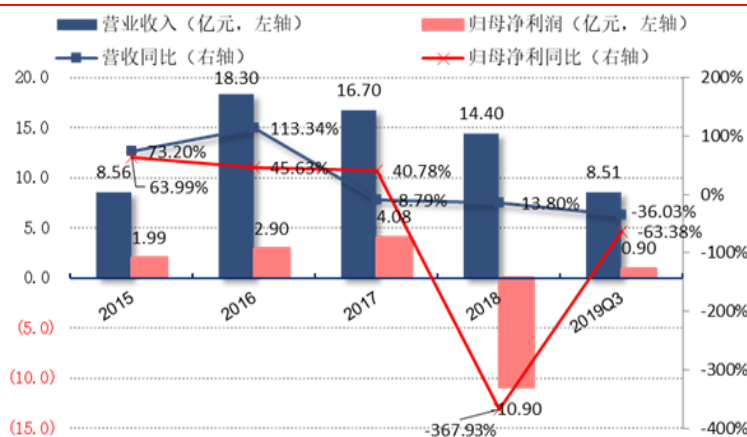
坚持精品原创与 IP 开发并重，构建精品 IP 矩阵体系。公司以电视剧投资、制作及发行业务为核心，充分利用自有 IP 资源，并积极向电影、游戏、艺人经纪等相关业务领域延伸。近年来持续打造网台联动的头部剧和原创剧，精准抓住文学、影视、动漫、游戏四大支柱，建立和完善精品 IP 储备体系。2018 年，改编自《盗墓笔记少年篇》的《沙海》因高还原度和高水准美学获得超高关注度，上线 5 小时播放量过亿，累计播放量超 50 亿，目前公司储备还有相关的《盗墓笔记重启之极海听雷》。2019 年，随着《特勤精英之生死救援》、《特勤精英之逃出生天》消防影视作品的播出，公司有意于将“特勤精英”品牌塑造成为中国消防影视第一 IP。2019 年 Q3 公司实现营收 8.51 亿元，同比增长-36.03%，归母净利润 8989 万元，同比增长-63.38%。

积极拓展付费模式网生内容，培育新的盈利增长点。2019 年，三大头部视频平台独播内容持续增多，超过 70%，差异化内容促进了付费会员的不断增长。面对行业形势的变化，公司与各大视频网站深度合作，不断拓展 C 端付费市场，并且加大网生内容的投资力度。2014 年国内第一部制作精良的网络剧《暗黑者》打开了纯网剧的发展模式，《暗黑者 3》时隔 5 年以原班人马强势回归，再现经典，与 2019 年 3 月 28 日在腾讯视频上线当天热度排行全网第 4 位。2019 年公司加大投入，制作了众多网络剧、网络电影，与各大视频网站深度合作，培育付费内容模式，寻求新盈利增长点。

坚持泛娱乐发展战略，推进“影游联动”，努力提升流量运营能力。公司旗下赞成科技建立了以移动休闲游戏为核心内容产品、以渠道推广能力为核心竞争力的业务体系。2017 年古装玄幻剧《花千骨》网络首播破 2 亿，播出期间一度霸占全国网、城市网收视率排行榜榜首，网络播放总量超过 200 亿，影视剧的大红带动了《花千骨》手游的发展，游戏由

女主角赵丽颖代言，曾实现连续 3 个月流水 2 亿元左右。公司在维护休闲游戏体系运营的基础上，利用长期积累的渠道资源优势，与头条、百度、搜狗等媒体建立了资源合作，拓展广告变现与流量推广服务，深度挖掘流量变现，实现 IP 价值最大化。

图 96: 2015-2019Q3 慈文传媒营收与净利表现



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 97: 2019H 网络剧、网络电影生产制作与平台合作情况

序号	剧名	项目类别	集数	首播日期	播出平台/合作方
1	大唐魔盗团	网络剧	24	2019-02-20	腾讯视频
2	等等啊, 我的青春	网络剧	24	2019-03-19	优酷
3	暗黑者3	网络剧	24	2019-03-28	腾讯视频
4	特勤精英之生死救援	网络电影	1	2019-04-06	腾讯视频
5	特勤精英之逃出生天	网络电影	1	2019-4-13	腾讯视频
6	谁动了我的运气	网络剧	48	2019-05-27	爱奇艺
7	爵迹之临界天下	网络电影	1	2019-07-14	腾讯视频

资料来源: 慈文传媒公告, 信达证券研发中心

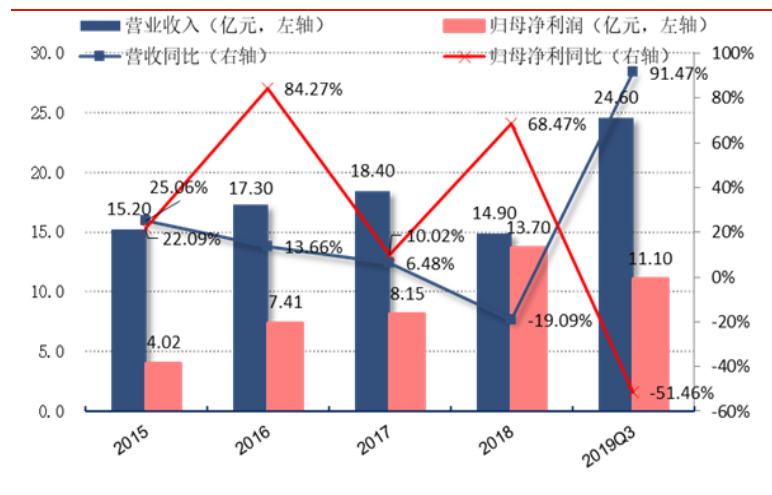
3、光线传媒：坚持“内容为王”，有望打造实力强劲的动画电影创作体系

坚持“内容为王”发展战略，多元布局影视剧版块，储备资源丰富。公司成立于 1998 年，以内容为核心，以影视为驱动，业务覆盖电影、电视剧（网剧）、动漫、艺人经纪等多个领域，致力于打造完整的文化内容产业链。公司在巩固现有竞争力的基础上，开拓军旅等新题材，网络剧业务等新领域，形成影视剧业务的多元布局。公司的储备资源十分丰富，截止 2019H, 公司有预计上映电影项目 16 部，预计制作电影项目 20 部，预计制作、播出电视剧、网剧 27 部。2019 年公司参与投资、发行的影片总票房为 138.67 亿元，2019 年 Q3 公司实现营收 24.6 亿元，同比增长 91.47%，归母净利润 11.1 亿元，同比增长-51.4%。

积极推出动漫作品，打造动画电影创作体系，有望引领中国动画产业。2019 年暑假档《哪吒之魔童降世》表现突出，累计票房 50.14 亿，位列中国影史票房第二位，突破了国产动画电影票房的天花板，堪称中国动画电影史上的里程碑之作，这也印证了公司多年来在动漫业务板块的战略布局成效突显。同时，公司动漫题材电影储备丰富，其中动画电影三部曲中的《姜子牙》、彩条屋首部真人奇幻电影《墨多多谜境冒险》、《大护法》导演不思凡原作改编的动画电影《妙

先生》等，均有望在未来具有优秀表现。另外，随着电脑 CG 技术的日渐成熟和动画制作软件的不断升级，动画电影的制作水平将不断提升。截止 2019H，彩条屋已投资了 20 余家动漫产业链上下游公司，储备了丰富的项目资源，并将继续融合产业链各个环节，打造国内实力强劲的动画电影制作体系。

图 98: 2015-2019Q3 光线传媒营收与净利表现



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 99: 彩条屋动画电影三部曲



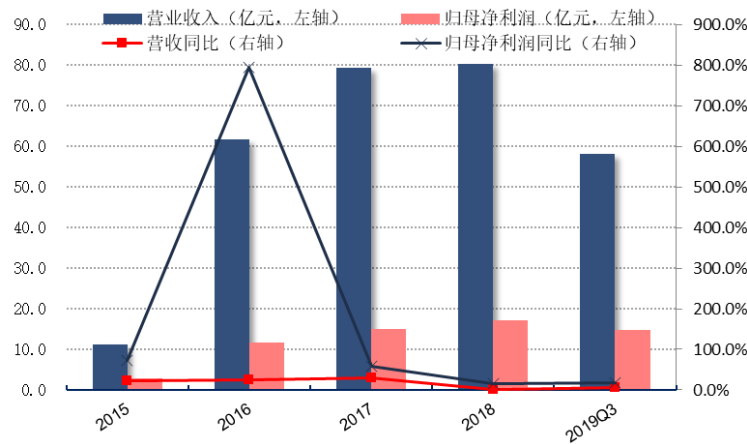
资料来源: 光线传媒官网, 信达证券研发中心

（三）头部游戏研发商

1、完美世界：A 股稀缺的研发驱动型影游综合商

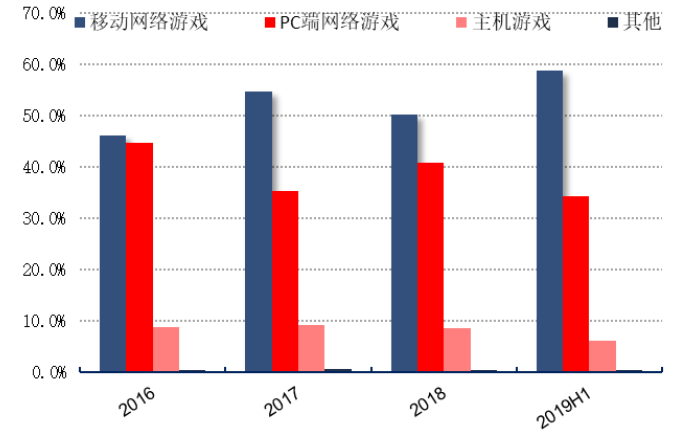
始终坚持内容为王，“端转手”战略下手游成为游戏业务主要来源。2003 年，公司游戏业务创始人池宇峰在韩国考察发现，国内的 3D 引擎其实比韩国更加先进，从而开始考虑网游业务，于 2004 年正式成立北京完美时空网络技术有限公司，并开始研发自己的游戏引擎。2005 年，公司首款自研引擎游戏《完美世界》端游问世，并于次年推出《完美世界国际版》。《完美世界》之后公司陆续上线《诛仙》（2007 年）、《武林外传》（2005）、《笑傲江湖》（2013）等多款爆款端游。2012 年，随着手游市场的兴起，公司率先布局手游业务，推出多款“端转手”精品大作。2016 年公司成功登陆 A 股。2019Q3 公司实现营收 58.12 亿元，同比增长 5.43%，实现归母净利润分别为 14.76 亿元，同比增长 12%，公司依靠端游时代经典 IP 及时推出“端转手”战略，手游业务逐渐成为游戏业务主要来源，2016-2019 年，公司手游业务在游戏业务占比从 46%增长到 59%。

图 100：2015-2019Q3 完美世界营收与净利表现



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 101：完美世界手游贡献游戏主要业绩



资料来源：Wind，信达证券研发中心

端游、手游、主机游戏、电竞构造多元化产品矩阵。端游方面，《诛仙》、《完美世界国际版》、《DOTA2》、《CS:GO（反恐精英：全球攻势）》等持续贡献稳定收入。2018 年 6 月，公司与 Valve 公司达成战略合作，共同建立 Steam 中

国，打造为中国玩家量身定制的 PC 端游戏分发平台。2019 年 8 月，公司协助 Valve 公司在上海成功举办《DOTA2》2019 年国际邀请赛（Ti9），这也是 Ti 系列赛事首次在中国举办，推动公司电竞业务的进一步增长。手游方面，《诛仙手游》、《完美世界》手游等旗舰产品延续稳定表现。2019 年 7 月底上线的金庸正版 IP 手游《神雕侠侣 2》上线后稳居 iOS 畅销榜前列，备受玩家认可。储备的游戏产品包括《我的起源》、《新笑傲江湖》、《新神魔大陆》、《梦间集天鹅座》、《梦幻新诛仙》、《战神遗迹》、《幻塔》等，涵盖 MMORPG、回合制、ARPG、SLG、Roguelike、卡牌等多种类型。主机游戏方面，2019 年上半年，公司陆续推出了旗下中法团队合作研发的《非常英雄（UnrulyHeroes）》、国内团队自研的多边不对称生存游戏《DON'TEVENTHINK》，获得玩家广泛关注。2019 年 8 月，由公司发行的端游及主机双平台游戏《遗迹：灰烬重生（Remnant:FromtheAshes）》上线，为公司带来了良好的收益。

图 102：完美世界游戏产品矩阵多元

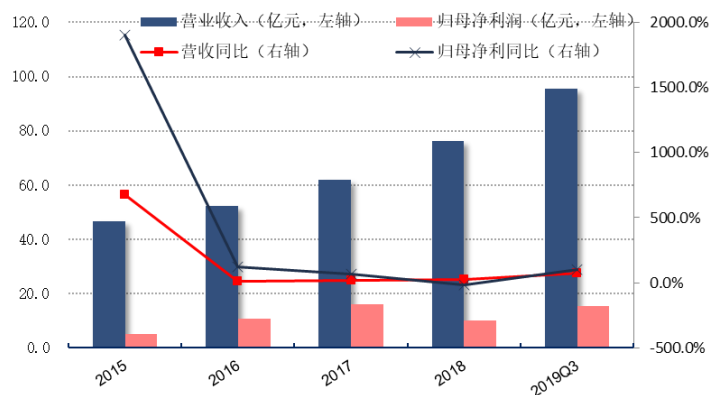
客户端游戏	手机游戏	单机游戏	主机游戏
诛仙3 H	诛仙手游 H	隐龙传 N	HOB
笑傲江湖OL H	新笑傲江湖 N	深海迷航 N	3对3街头篮球
完美世界	武林外传官方手游 N	面条人 N	三国战纪
神雕侠侣2	完美世界手游 N	迷城之光 N	无冬之夜OL
赤壁	神雕侠侣2手游 N	洪潮之焰 N	游戏平台
神鬼传奇	射雕英雄传手游 N	射雕英雄传3D	完美游戏平台
完美世界	封龙战纪 N	火炬之光 N	完美电竞平台
热舞派对MAX	梦间集 N	倚天屠龙记	
CS:GO N	最终幻想：觉醒	烈火如歌 H	
	神雕侠侣手游 H		
	DOTA2 H		
		网页游戏	
		TOUCH	

资料来源：完美世界官网，信达证券研发中心

2、三七互娱：买量驱动的国内手游第三极

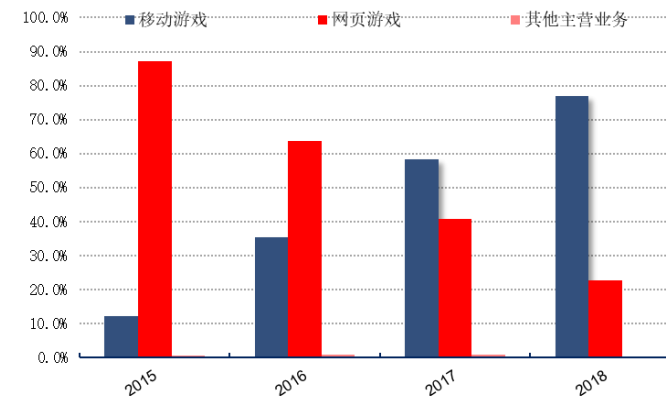
自主研发产品具有高产出、高成功率和长周期等特性，研发实力居于行业领先水平。公司接连推出《一刀传世》、《斗罗大陆》H5 两款月流水过亿的自主研发产品，《精灵盛典》自上线后在 AppStore 游戏畅销榜最高排名第三。《永恒纪元》、《大天使之剑》等多款上线 1 年以上的自研精品游戏在已发行地区保持稳定流水。2019Q3 公司实现营业收入 95.6 亿元，同比增长 72.7%，实现归母净利润 15.6 亿元，同比增长 27.7%。公司一贯重视研发投入，2019Q3 公司发生研发支出 5.16 亿元，同比增长 29.3%。未来公司将在产品类型、题材以及美术表现、玩法等方面持续进行多元化创新。公司正在研发《超能球球》、《代号 NB》、《代号 YZD》、《代号 S》、《代号 DG》、《暗黑后裔》、《斗罗大陆 3D》、《江山与美人（暂定名）》等手机游戏。凭借深厚的积累及持续创新的精神，我们预期公司能够持续产出超越《永恒纪元》以及《大天使之剑》等的长周期精品游戏。

图 103: 2015-2019Q3 三七互娱营收与净利表现



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

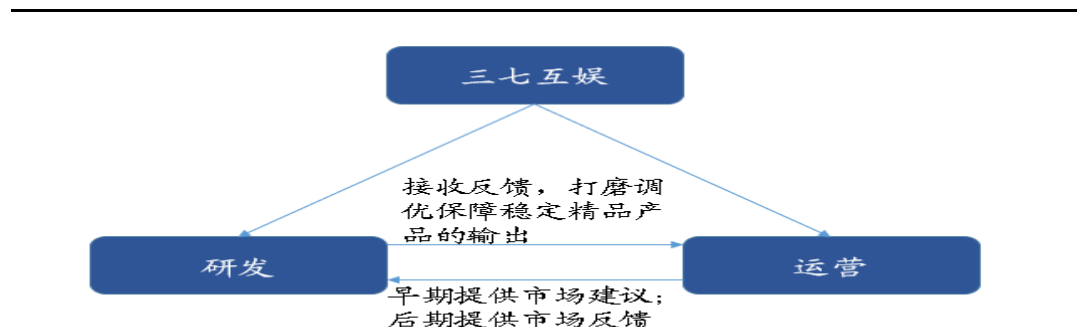
图 104: 2015-2018 年三七互娱游戏业务分业务占比



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

研运一体的业务结构有利于充分利用资源，立足长远，打造精品。一方面，公司可以通过强大的研发实力保障稳定的精品产品供给支持运营业务发展，降低对外部产品的依赖程度，同时研发团队可配合运营部门的反馈对产品进行打磨调优，做长产品的生命周期；另一方面，在产品开发的早期阶段，运营团队可凭借多年经验及敏锐的市场洞察力为研发团队提供意见和建议，同时，在产品商业化初期，运营团队可支持研发进行大量产品测试，结合运营的推广营销节奏指导研发团队调整产品活动的迭代节奏，提升产品成功率。研运一体化模式下，公司短短五年内创造出《大天使之剑》、《传奇霸业》、《永恒纪元》、《大天使之剑 H5》等爆款游戏，几乎一年一爆款的节奏。

图 105: 三七互娱研运一体化商业模式



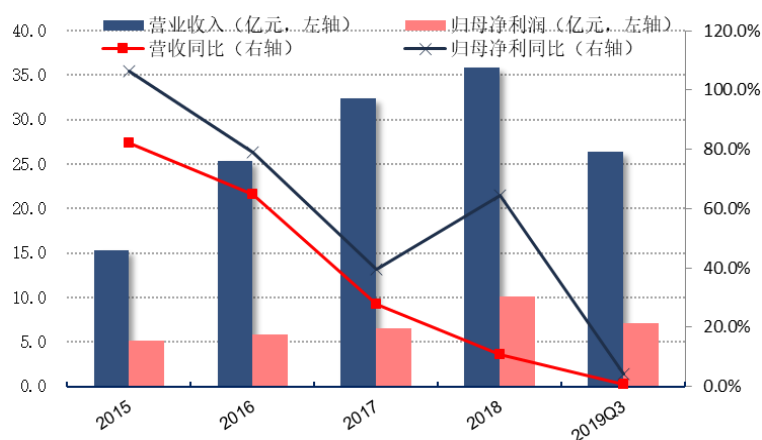
资料来源：信达证券研发中心

3、游族网络：自研与代理并行，不断突破二次元等新品类

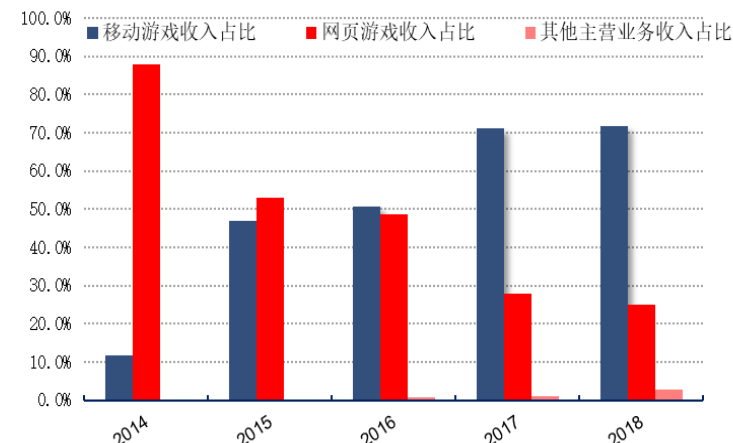
立足大 IP+精品化+全球化三大方向，持续提供优质游戏产品及服务。旗下拳头产品《少年三国志》、《少年西游记》、《女神联盟》、《三十六计》等游戏保持长期稳健的流水及盈利能力。2018 年，公司持续推出《天使纪元》、《三十六计》、《女神联盟 2》等多款精品游戏，持续开拓保有优势的 MMO、卡牌、SLG 三大品类，对产品做深度差异化打造，持续提升产品品质和 IP 生命力；同时寻求核心品类突破，布局二次元、休闲游戏、H5 等新品类。2019 年 7 月 10 日腾讯代理作品《权力的游戏 凛冬将至》上线，为 2019Q3 带来流水增长，2019Q3 公司实现营业收入 26.4 亿元，同比增长 0.73%；实现归母净利润 7.05 亿元，同比增长 3.29%。2019 年 11 月底《少年三国志 2》及二次元重磅产品《山海镜花》的上线将为 2019Q4 带来营收增量。以国学经典《山海经》为背景框架的产品《山海镜花》，从爆款周边“肉粽子”到同名漫画发布，成功迈出了自研 IP 周边产品开发运营的第一步。其他自研产品如《盗墓笔记》等正在积极研发中。随着 5G 时代的到来，云游戏、AR/VR 在游戏中的应用将推动游戏行业的成长，成为行业发展新引擎，公司加入云游戏产业联盟（CGIA）共同发展前沿技术，推动游戏创新及发展，积极布局产业热点，提升公司竞争力。

图 106：2015-2019Q3 游族网络营收与净利情况

图 107：游族网络近五年各业务收入占比



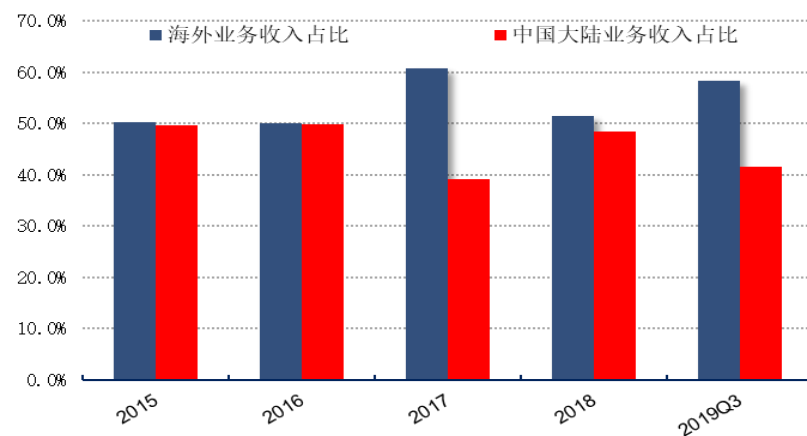
资料来源: Wind, 信达证券研发中心



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

海外发行持续发力，获得多家大 IP 代理权。2018 年公司加速全球化和区域化布局，新建新加坡研发中心，并在印度、土耳其、韩国、泰国均设立了分公司。截止到 2019 年上半年，公司的发行网络已覆盖了全球超过 200 多个国家和地区，在全球已经成立了 9 个地区发行和运营中心海外用户覆盖超过 8 亿，占到公司全部用户三分之二以上，海外市场贡献公司收入占比达 58.4%。；公司持续优化海外产品矩阵，其长线运营产品《女神联盟》系列继续保持出色表现，至今稳居 Facebook 平台 RPG 类网页游戏畅销排行第一，保持了公司在海外页游市场的领先地位。在此基础上，推出《天使纪元》、《女神联盟 3》等新作，通过战略合作、大型展会等形式整合区域流量，进一步拓宽全球游戏综合发行网络。手游方面，公司于 2019Q3 在东南亚市场推出圣斗士 IP 改编手游《圣斗士星矢：觉醒》，上线后均处于区域畅销榜前列。公司储备的《圣斗士星矢：觉醒》欧美、韩国版以及网易的《神都夜行录》东南亚版等多款精品代理手游，将在未来陆续上线。

图 108: 2015-2019Q3 游族网络海外和大陆业务收入占比



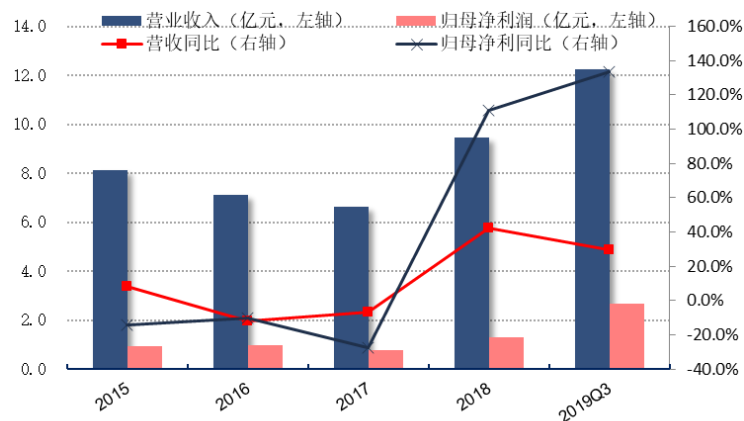
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

4、姚记科技：春节疫情宅娱乐带动休闲游戏业务快速增长

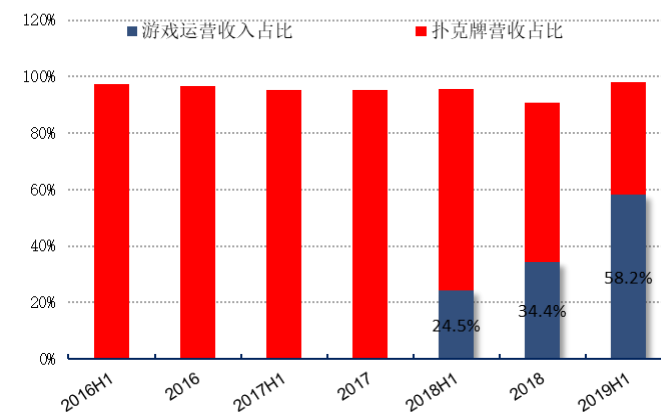
扑克牌业务整体下滑，网络游戏业务带动公司业绩重回增长轨道。公司以往主营业务主要是扑克牌的设计、生产和销售。在扑克牌业务整体下滑的背景下，公司主动适应国内外消费者娱乐方式的变化，围绕“大健康”、“大娱乐”的战略方向，向医疗健康和网络游戏业务转型。2018年以来加大休闲游戏产业布局，两次收购成蹊科技股权，2019年4月实现完全并表，拉动公司业绩大幅增长。2019年末收购大鱼竞技51%股权。2019年第三季度，公司实现营业收入12.3亿元，同比增长29.8%，实现归母净利润2.65亿元，同比增长103.8%。至2019年上半年，公司游戏运营收入占比首次超过扑克牌营收占比，达到58.2%。

图 109: 2015-2019Q3 姚记科技营收与净利情况

图 110: 姚记科技棋牌业务与游戏业务占比变化

















































































































资料来源: Wind, 信达证券研发中心



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2020 年一季度，受疫情影响，宅娱乐带动公司休闲游戏业务快速增长。相比其他品类游戏，棋牌类游戏在春节期间的下载量有爆发式增长，下载量提升幅度远高于其他品类游戏。考虑到疫情持续影响下，棋牌室等线下娱乐场受挫，我们预计 2020 年上半年线上的棋牌类游戏将充分受益。我们统计了免费榜卡牌类游戏前十的情况：棋牌类游戏除了腾讯的欢乐麻将和欢乐斗地主排名表现持续较好外，姚记科技的《小美斗地主》表现也比较出色。《小美斗地主》在 1.21-1.26 期间持续霸榜第一，27 号后虽失去榜首地位，依然排在前五的位置。疫情持续影响下，宅娱乐成为普遍现象，有望带动公司休闲游戏业务的用户量和用户时长同比大幅增长，2020 年一季度业绩有望快速提升。

图 111: iOS 免费榜卡牌游戏前十游戏 (2020.1.21-2020.1.31)

日期	第1名	第2名	第3名	第4名	第5名	第6名	第7名	第8名	第9名	第10名
今天	 腾讯欢乐斗地主	 欢乐斗地主	 明日斗地主	 小美斗地主	 微乐家乡	 四川麻将	 哈灵麻将	 闲逸麻将	 麻将来了	 JJ斗地主
昨天	 腾讯欢乐斗地主	 欢乐斗地主	 明日斗地主	 小美斗地主	 微乐家乡	 四川麻将	 哈灵麻将	 闲逸麻将	 JJ斗地主	 广东家乡
前天	 腾讯欢乐斗地主	 欢乐斗地主	 明日斗地主	 小美斗地主	 微乐家乡	 四川麻将	 哈灵麻将	 闲逸麻将	 JJ斗地主	 斗地主
01.28	 腾讯欢乐斗地主	 欢乐斗地主	 明日斗地主	 小美斗地主	 微乐家乡	 四川麻将	 哈灵麻将	 闲逸麻将	 JJ斗地主	 广东家乡
01.27	 腾讯欢乐斗地主	 欢乐斗地主	 小美斗地主	 明日斗地主	 微乐家乡	 四川麻将	 闲逸麻将	 哈灵麻将	 JJ斗地主	 广东家乡
01.26	 小美斗地主	 腾讯欢乐斗地主	 欢乐斗地主	 明日斗地主	 四川麻将	 微乐家乡	 闲逸麻将	 哈灵麻将	 浙江游戏	 广东家乡
01.25	 小美斗地主	 明日斗地主	 腾讯欢乐斗地主	 欢乐斗地主	 三十六计	 微乐家乡	 四川麻将	 末日来袭	 少年三国	 哈灵麻将
01.24	 小美斗地主	 明日斗地主	 欢乐斗地主	 腾讯欢乐斗地主	 三十六计	 末日来袭	 少年三国	 微乐家乡	 Re	 四川麻将
01.23	 小美斗地主	 明日斗地主	 欢乐斗地主	 三十六计	 腾讯欢乐斗地主	 少年三国	 Re	 末日来袭	 开黑三国	 葫芦兄弟
01.22	 小美斗地主	 明日斗地主	 欢乐斗地主	 三十六计	 Re	 腾讯欢乐斗地主	 少年三国	 快手爱游	 拳魂觉醒	 葫芦兄弟
01.21	 小美斗地主	 明日斗地主	 三十六计	 欢乐斗地主	 Re	 腾讯欢乐斗地主	 少年三国	 快手爱游	 拳魂觉醒	 葫芦兄弟

资料来源：七麦数据，信达证券研发中心

研究团队简介

王建会，复旦大学金融学硕士，3年卖方研究经验，2019年11月正式加入信达证券研究开发中心，从事传媒互联网行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴 国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。