



证券研究报告·上市公司深度

新三板

互联网粉丝经济龙头，多平台覆盖成长可期

公司主营业务为多屏整合运营和粉丝生态运营业务

公司是华谊兄弟旗下子公司，主营包括多屏整合运营和粉丝生态运营业务。前者主要在移动、PC、智能电视等多个渠道提供微电影等视频内容服务，已拥有超过4000部电影网络版权且保持每年1000+部增长。用户通过包月或按点击付费，还包括出售版权等盈利模式。

粉丝生态运营业务主要依托手机 QQ、阿里游戏、东方明珠新媒体等大型互联网流量入口，经营星粉互动的自媒体+粉丝社群服务。盈利模式包括出售互联网虚拟道具（表情、聊天气泡、主题、背景等）、线上互动特权（身份外显、成长值翻倍、打榜特权等）、实体周边（签名照、签名海报、专辑、玩偶等）、线下活动（见面会、首映礼、明星礼物众筹等）；此外，通过粉丝社群的流量和传播特性，公司面向企业客户提供娱乐营销整体解决方案并获得服务费收入。公司针对粉丝进行分层运营、精细化管理，以形成一套有效的粉丝管理和活动策划体系。已直接合作120多名当红艺人（TFBoys、Angelababy、李易峰等）获得互联网粉丝运营和虚拟增值合作授权。

收入利润快速增长，粉丝业务占比上升

公司营业收入在2014、2015年分别达到11,314.19、19,153.85万元，净利润分别为2,914.19、5,518.09万元。营收和净利润复合YOY分别达到175.91%和129.89%。粉丝生态业务收入从2014年的56.29万元增长到2015年的3029.72万元，同比增长达到5282.34%，成为公司业务中增长最快的部分，其占比也快速上升至15.82%。

消费升级带动娱乐需求增长，明星IP成为核心吸引力

国内2014年娱乐业收入占GDP的比重依然较低，而美国娱乐业占居民消费的支出长期保持在3.5-4.0%之间。基于国内人均收入的持续增长，未来国内居民娱乐支出占比向发达国家靠近是大概率事件。2015年国内电影、付费电视等市场合计超过人民币1300亿元，复合增长速度则超过10%。这一部分市场的决定性因素即内容IP和明星IP。

参与性+社交化，粉丝群体变现潜力巨大

粉丝是指热衷于某一事物或人物的人，在互联网情境下粉丝聚合的成本降低，使粉丝团的形成条件更为成熟。娱乐明星粉丝占全部粉丝数量的43%，成为最大的粉丝群体，且这类人群往往同时是多个明星的粉丝，高度复用导致众多明星都拥有可观的粉丝数量。明星粉丝文化通过认同感、信息物品共享、维护及推广自家明星获得成就感、线下活动支持、通过集体努力帮助和打造偶像等方式，形成了具有高度参与性和活跃度的社交群体。

粉丝在追星过程中产生的消费是粉丝群体变现的常规渠道。C端变现模式包括周边纪念品、实体作品、演唱会/见面会、线下粉丝活动等线

华谊创星（833568）

首次

不评级

王慷

wangsu@csc.com.cn

010-85156319

执业证书编号：S1440512070015

发布日期：2016年5月11日

当前股价：58.00

上证指数、沪深300走势图



相关研究报告

下方式，以及付费点播/下载、打榜宣传、购买虚拟增值道具和充值会员等线上方式。由于线上变现边际成本极低，同时对于难以直接接触明星的粉丝，线上部分的可触达性更强，因此在粉丝群体下沉过程中线上模式具有更强的成长性。

粉丝群体属于兴趣型社交的典型，**基于共同的爱好以及协作性行为，具有高度趋同的社交属性，适于进行定向式营销活动**。除广告推送模式外，还包括活动推荐、内容发放，以明星名义进行红包发放等。

海外粉丝运营已成为娱乐生态重点

粉丝运营在海外具有广泛的成功案例。迪士尼在 2009 年推出了自己的粉丝俱乐部 D23 活动，而从 2010 年起，迪士尼重新回到增长轨道，股价从 2009 年初至今也上涨超过 300%。D23 整合了迪士尼各类俱乐部形成了统一的粉丝文化运营平台，官方给出的会员数量为数百万量级。D23 通过官方人员组织粉丝进行线上线下的活动，包括 UGC 内容开发、线下 Cosplay、见面会、颁奖、发布会等，其核心变现模式为粉丝参与的内容付费和周边付费，例如《冰雪奇缘》主人公 Elsa 公主玩偶在短期内创造超 2600 万美元销售额。**线上明星粉丝社群典型为韩国即时通讯工具 LINE，LINE 推出了大量明星表情包、聊天气泡等产品，据报道该产品年收入达到 4.5 亿元人民币，显示了虚拟增值道具的强大生命力**。海外市场由于 IP 拥有方规模较大，用户内容付费习惯强，且粉丝与明星直接接触机会多，线下变现更为成熟；而线上入口较分散，线上粉丝聚合平台规模较小。

国内粉丝经济市场分散，平台聚合潜力巨大

国内粉丝运营与海外情况类似，呈现高度分散化+线下变现为主的情况。粉丝群体主要线上聚合入口包括了明星微博、贴吧、微信公众号、QQ 群等，往往由 IP 方自行运营或粉丝自发组织，采用自建渠道+合作大型社交网络形式。但 IP 方自运营模式（如微博和微信公众号等）由于采用单向的明星发布+粉丝顶贴模式，缺少互动性和自发性，粉丝活跃度和粘性不足，变现能力较为狭窄。而粉丝自组织（如贴吧和 QQ 群等）难以形成与明星的交互，使得粉丝难以满足自身粉丝心理和成就感，因此粉丝粘性较差，粉丝留存率较低。因此市场对于兼具两者优势的粉丝聚合平台存在需求。

公司占据入口+IP 资源，业务壁垒凸显

公司通过与腾讯、阿里达成协议，占据稀缺性入口，形成较高的竞争壁垒。基于 QQ 的娱乐化特性及用户年龄特征与明星粉丝群体的高度匹配，QQ 在粉丝聚合方面具有天然优势。公司与 QQ 合作的**星影联盟采用自媒体+社区综合模式，兼具明星参与和粉丝自由互动模式**，并由公司引导或组织粉丝进行主题活动，提升粉丝活跃度和粘性。星影联盟 13 年底上线，截至 15 年底平台用户已突破 1.7 亿，日活跃用户在数百万量级。

2016 年，公司与阿里游戏达成战略合作，将游戏玩家与其明星粉丝属性实现对应，并**发展明星参与游戏等星粉互动新方式，实现粉丝群向游戏的导流以及游戏内粉丝流量维护和提升**。同时目前已合作东方明珠新媒体发展针对智能电视端的粉丝产品“娱乐家”。

公司通过星影联盟已直接合作 120 余位明星艺人，主要为当下一线影视演员、歌手、乐队组合。其中大部分为非华谊兄弟艺人，显示了公司较强的明星资源聚合的能力。这部分明星的粉丝具有年轻化、消费观念和消费意愿超前、高度重视个性化与关注度、活动参与度和自发性较强等特点，最容易形成活跃粉丝社群并通过虚拟增值方式变现。

公司传统的多屏整合业务中汇集了大量的微电影等优质网络电影资源，同时在这一过程中与运营商、IPTV 等平台达成良好的合作，并深入布局影视类高校等潜在内容和明星孵化池。未来可从微电影向周边视频内容、

文字内容等扩张，并通过合作渠道快速复制。

B 端服务空间巨大，数据引领 IP 研发

目前公司的收入主要来自 C 端用户的包月、增值服务等收费，而 B 端变现占比较小。目前自媒体价值逐渐受到市场认可，公司在明星粉丝社群运营中所积累的天然社交属性营销渠道，**基于明星粉丝的共通属性进行 toB 端的营销服务，具有更为精准和更高转化率的特性，媒体价值极大。**目前公司已经拓展了部分内容营销推广业务，推送转化率超过 10%，显示了粉丝社群的潜在变现能力。随着广告体系开放+引入更多内容营销，预计公司的 B 端业务将出现爆发式增长。

公司基于多年运营积累的粉丝用户活动、偏好、消费等数据，可以实现明星 IP 产品化的设计开发，实现 IP 变现。公司未来一方面加强与明星艺人直接合作，另一方面**通过影视类高校等艺人孵化池挖掘潜力新星，利用自身资源进行包装、推出作品和持续宣传，具备在平台上不断迭代创造新的明星 IP 的潜力。**在内容 IP 方面，公司制定了相应的数字娱乐内容平台资源发展计划，保持网络电影片库规模增长，发展网络大电影等并拓展 VR 内容。通过粉丝创造和丰富内容 IP，可以实现**内容 IP 的快速推广+动态定制+粉丝深度参与**，打造更为亲民的内容 IP 品牌。

股东+合作方+团队+业务模式优势显著，粉丝经济赛道上的领跑者

公司依托华谊兄弟在国内首屈一指的内容 IP+明星 IP 资源池，得到了华谊两大股东腾讯、阿里的战略扶持，并且与东方明珠、中国移动等行业巨头达成了长期紧密的战略合作。通过这些股东和合作伙伴，公司获得了一系列互联网巨头手中稀缺的入口资源。在粉丝经济领域创造了独特并且可以不断外延复制的商业模式。公司是国内第一家由娱乐公司成立的新媒体子公司，对比华策影视旗下的新媒体公司等同业其他公司，公司具有**超过至少一年的先发优势，体量领先的合作平台入口优势，大量优质娱乐内容和明星 IP 的排他优势。**公司核心团队拥有业内领先的娱乐与互联网跨界融合业务实操经验与产品运营经验，拥有对过亿级娱乐粉丝的专业运营经验以及数千个粉丝社群的高效管理经验。同时公司核心团队还拥有丰富的娱乐 IP 产品化的成功经验以及长期的大数据管理与大数据分析经验。以上这些将形成具有不可替代性的竞争壁垒。基于用户在对公司的粉丝经济产品的长期使用中形成的粘性，预计公司将在长期竞争中持续领跑。

建议重点关注

目前公司多屏整合业务提供了稳定的业绩贡献，预计随着内容优化+总量增长+接入更多平台，该业务将保持稳健增长。公司依赖粉丝运营经验形成的用户画像能力，开发精准的粉丝营销和虚拟增值变现，粉丝经济业务处于爆发增长期，未来随着明星数量和粉丝数量增长+平台数量扩充（百视通等平台加入粉丝经济）+变现渠道拓宽（B 端营销变现有望占到该业务的一半以上），预计该业务将保持持续高速增长。预计公司 16-18 年净利润 8000 万、1.2 亿、1.6 亿元，对应 EPS 1.11、1.67、2.22 元，对应当前市场价 58.00 元市盈率 52.2X、34.8X、26.1X。目前公司估值低于新三板可比自媒体企业，成长性及盈利能力高于 A 股可比粉丝经济标的，建议重点关注。

风险提示：1、监管政策风险；2、客户集中度较高风险。

目录

一、公司主营多屏整合运营和粉丝生态运营业务.....	5
1、公司历史沿革和股权结构	5
2、主营多屏整合运营和粉丝生态运营业务	5
3、收入利润快速增长，粉丝业务占比上升	6
二、娱乐时代，粉丝效应成为重要流量入口和变现方式.....	7
1、消费升级带动娱乐需求增长，明星 IP 成为核心吸引力	7
2、参与性+社交化，粉丝群体变现潜力巨大	8
(1) 粉丝群体具有天然高活跃度、高粘性特征.....	8
(2) 粉丝群体消费力强大，线上增值服务接受度较高.....	9
(3) 粉丝群体营销价值凸显	9
3、海外粉丝运营已成为娱乐生态重点	10
4、粉丝经济市场分散，平台聚合潜力巨大	11
(1) 国内粉丝经济由来已久，市场高度分散.....	11
(2) 自运营/自组织模式变现能力较弱，平台整合成为趋势.....	12
三、占据入口+IP 资源，业务壁垒凸显.....	12
1、公司占据国内顶级平台入口	12
(1) QQ 为高度契合粉丝年轻化特性，星影联盟实现业务.....	13
(2) 阿里游戏占据手游玩家社群，合作导流形成粉丝生态.....	14
2、公司占据大量主流明星、内容 IP 合作资源	15
(1) 顶级明星合作，基于入口优势议价能力和扩展能力强大.....	15
(2) 多屏整合业务占据潜在优质 IP+打通优质平台	16
四、B 端服务空间巨大，数据引领 IP 研发	16
1、数字营销增长迅速，toB 端变现空间巨大.....	16
2、数据沉淀引领未来，自主 IP 开发潜力无限	17
五、股东+合作方+团队+业务模式优势显著，粉丝经济赛道上的领跑者	17
1、公司资源和团队优势明显	17
2、业务模式领先，占据卡位优势	18
3、业务脉络清晰，内容+明星 IP 粉丝协同运营成为长期方向	18
六、建议重点关注	19
风险提示	20

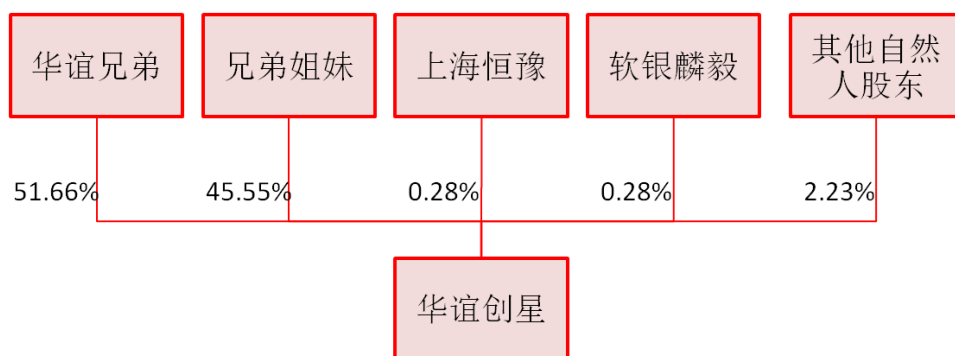
一、公司主营多屏整合运营和粉丝生态运营业务

1、公司历史沿革和股权结构

公司前身华谊新媒体成立于 2012 年 7 月，由华谊兄弟出资设立，主要业务为新媒体渠道的经营。公司于 2015 年 5 月整体变更为股份有限公司，并于同年 9 月在新三板挂牌。

公司目前总股本 7200 万股，其中母公司华谊兄弟持股 51.66%，兄弟姐妹合伙企业持股 45.55%，其余包括部分私募基金等法人和自然人股东。其中华谊兄弟通过兄弟姐妹间接持有公司 20% 的股份，公司主要团队通过兄弟姐妹持有公司股权。

图 1：公司股权结构



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

2、主营多屏整合运营和粉丝生态运营业务

公司主营业务为多屏整合运营和粉丝生态运营业务。

多屏整合业务主要在移动、PC、IPTV 等多个渠道提供微电影等视频内容服务，目前已拥有超过 4000 部电影网络版权，且这一数量保持逐年增长。该业务主要盈利模式为用户通过包月或按点击付费，公司与平台渠道方分成，此外还包括出售版权等盈利模式；主要成本为采购视频内容的成本，包括以投资、自制、分成和采购等多种形式获得视频内容版权。公司多屏整合目前已覆盖电信运营商（移动咪咕、联通 WO+、电信天翼视讯）、在线视频网站（腾讯、爱奇艺、YouTube 等）、IPTV 和互联网电视（百视通、芒果 TV 等）等多个平台，形成全渠道的视频内容分发和提供服务能力。

粉丝生态运营业务主要依托手机 QQ、阿里游戏、东方明珠新媒体等大型互联网流量入口，经营星粉互动的自媒体+粉丝社群服务。盈利模式包括出售互联网虚拟道具（表情、聊天气泡、主题、背景等）、线上互动特权（身份外显、成长值翻倍、打榜特权等）、实体周边（签名照、签名海报、专辑、玩偶等）、线下活动（见面会、首映礼、明星礼物众筹等）；此外，通过粉丝社群的流量和传播特性，公司面向企业客户提供娱乐营销整体解决方案并获得服务费收入。

公司目前主要通过全资子公司星影联盟运营粉丝生态业务，已合作的平台包括腾讯 QQ、九游（阿里游戏）等，主要合作方式为平台方提供平台后台使用权限，由公司负责各类官方运营；公司针对粉丝进行分层运营、

精细化管理，以形成一套有效的粉丝管理和活动策划体系。艺人方面，公司直接合作 120 多名当红艺人（TFBoys、Angelababy、李易峰等）获得互联网粉丝运营和虚拟增值合作授权，同时拓展包括影视 IP 等合作，形成内容 IP+明星 IP 的多维粉丝生态运营能力。

表 1：公司主营业务拆分情况

	2015				2014			
	营业收入	营收占比	毛利率	同比增长率	营业收入	营收占比	毛利率	同比增长率
多屏整合	16,124.13	84.18		43.23	11,257.84	99.50	53.00	347.43
粉丝生态	3,029.72	15.82		5282.34	56.29	0.50	100.00	
合计	19,153.85	100.00	50.68	69.29	11,314.13	100.00	53.23	53.23

资料来源：WIND 中信建投证券研究发展部

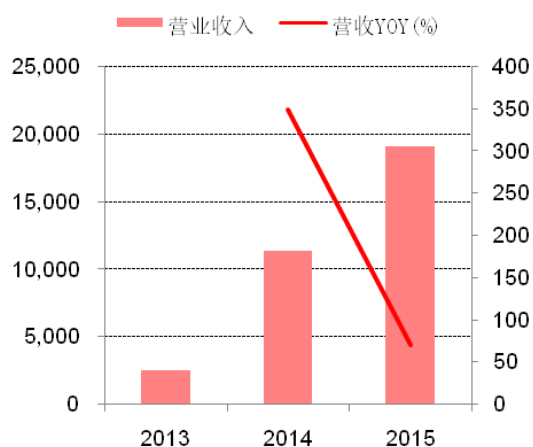
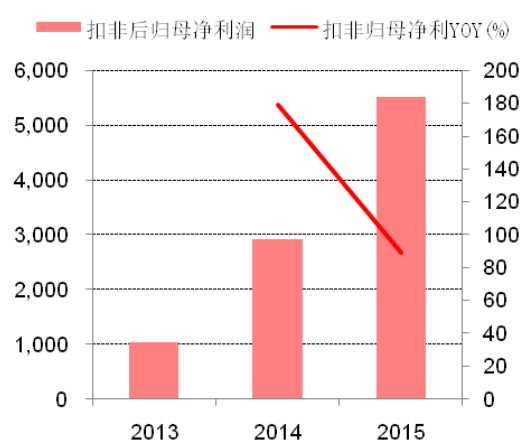
3、收入利润快速增长，粉丝业务占比上升

公司营业收入在 2014、2015 年分别达到 11,314.19、19,153.85 万元，净利润分别为 2,914.19、5,518.09 万元。营收和净利润复合 YOY 分别达到 175.91%和 129.89%。

多屏整合业务领域，公司在影片数量和平台覆盖面上不断扩张，其中中国移动咪咕平台 2015 年贡献收 14,060.71 万元，占多屏整合业务的 87.20%，是该业务增长的主要动力。

粉丝生态业务收入从 2014 年的 56.29 万元增长到 2015 年的 3029.72 万元，同比增长达到 5282.34%，成为公司业务中增长最快的部分，其占比也快速上升至 15.82%。

公司在 2015 年报中指出，公司的战略是致力于打造国内最大的粉丝经济生态圈（FEE：Fans Economy Ecosphere），构建以粉丝用户为核心，明星艺人以及内容 IP 为基础的娱乐生态系统，提供连通多屏终端的内容产品及相关服务，以及线上线下全方位的粉丝经济娱乐服务。未来公司的业务将以粉丝生态业务为核心，而多屏整合业务将成为粉丝生态的流量入口和内容来源，从而实现整体业务的统一。

图 2：营业收入及同比增长率

图 3：扣非后归母净利润及同比增长率


资料来源：公司官网 中信建投证券研究发展部

二、娱乐时代，粉丝效应成为重要流量入口和变现方式

1、消费升级带动娱乐需求增长，明星 IP 成为核心吸引力

随着国内居民收入水平的提升，居民消费升级带动了娱乐业的快速发展。娱乐业营业收入在 GDP 中的占比快速上升。国内 2014 年娱乐业收入占 GDP 的比重依然较低，而美国娱乐业占居民消费的支出长期保持在 3.5-4.0% 之间。基于国内人均收入的持续增长，未来国内居民娱乐支出占比向发达国家靠近是大概率事件。

图 4：国内娱乐业收入及占 GDP 比重变化（亿元）

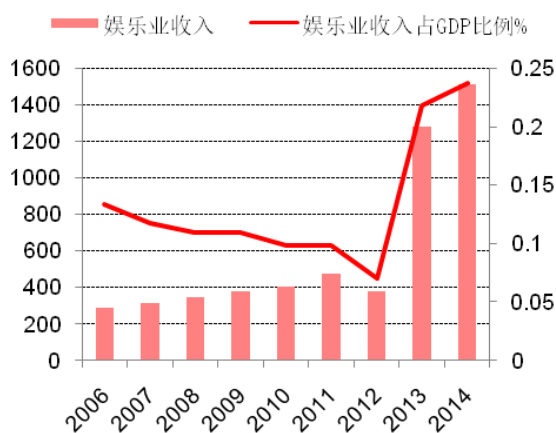
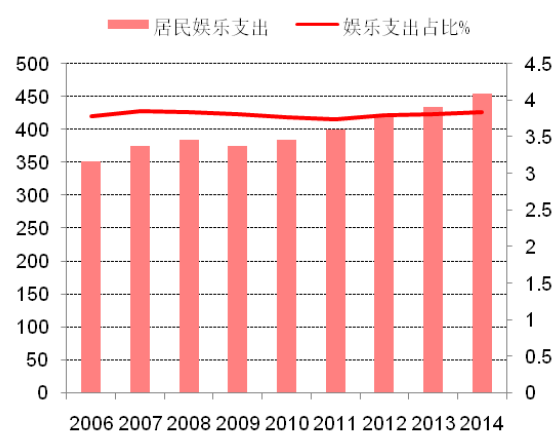
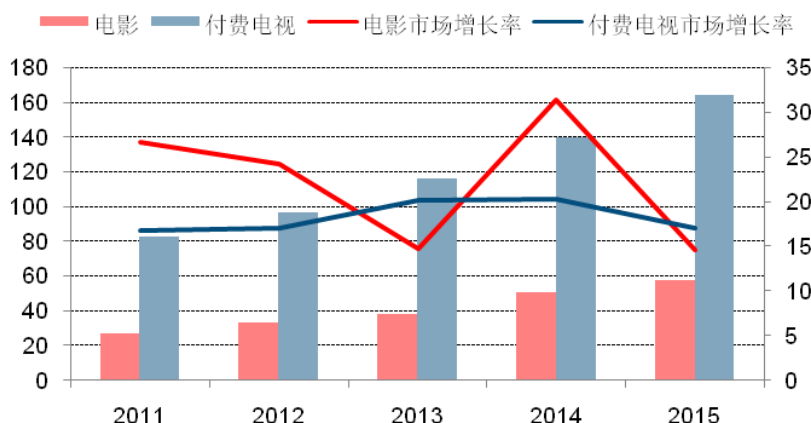


图 5：美国娱乐业占居民消费支出比重



资料来源：国家统计局，美国经济分析局，中信建投证券研究发展部

图 6：国内电影电视市场规模统计（百万美元）



资料来源：普华永道《中国娱乐及媒体行业展望 2015-2019》 中信建投证券研究发展部

根据普华永道的报告，2015 年国内电影市场规模达到 58.07 亿美元，付费电视和许可市场达到 164.49 亿美元，合计超过人民币 1300 亿元，预计未来 5 年复合增速超过 10%。这一部分市场的决定性因素即内容 IP 和明星 IP。明星 IP 的影响尽管无法量化表述，但可以从一些 TOP 影视作品与主演明星的关联中发现端倪。2015 年

华语片票房 TOP10 中，除《大圣归来》一部为动画片外，其余全部是由知名艺人主演，而客串演员也多为成名影星等，显示了当前电影市场对于明星 IP 的高度依赖。在此之外，明星 IP 对于广告传媒等行业也存在重要影响，典型的如优信二手车邀请胡军、孙红雷等 11 位明星联袂代言，据媒体报道其代言费合计超过 2200 万元。

表 2：2015 年华语片票房 TOP10

排名	片名	票房	类型	主要演员	客串演员
1	捉妖记	24.39	魔幻	井柏然，白百何	汤唯，闫妮，钟汉良等
2	港囧	16.13	喜剧	徐峥，赵薇，包贝尔	王晶，苑琼丹，詹瑞文等
3	夏洛特烦恼	14.41	喜剧	沈腾，马丽	
4	煎饼侠	11.60	喜剧	大鹏，袁姗姗，柳岩等	曾志伟，郑伊健，邓超，岳云鹏等
5	澳门风云 2	9.75	动作	周润发，张家辉，刘嘉玲，余文乐等	曾志伟，袁泉，陈百祥
6	西游之大圣归来	9.56	动画		
7	天将雄师	7.44	动作	成龙等	林嘉欣，吴建豪，冯绍峰
8	狼图腾	6.99	剧情	冯绍峰，窦骁	黄小蕾，韩童生
9	九层妖塔	6.82	动作	赵又廷，姚晨，唐嫣，李晨等	
10	杀破狼 2	5.60	动作	吴京，托尼贾，张晋	任达华，古天乐

资料来源：公开资料，中信建投证券研究发展部

2、参与性+社交化，粉丝群体变现潜力巨大

（1）粉丝群体具有天然高活跃度、高粘性特征

粉丝是指热衷于某一事物或人物的人，而同类粉丝通过某种渠道组织起来就形成了粉丝团。粉丝团中的粉丝往往具有更高的认同感与信任感，通过分享资源和共同协作成为利益共同体。在互联网情境下，粉丝聚合的成本降低，使粉丝团的形成条件更为成熟。

图 7：微博各类粉丝数量占比

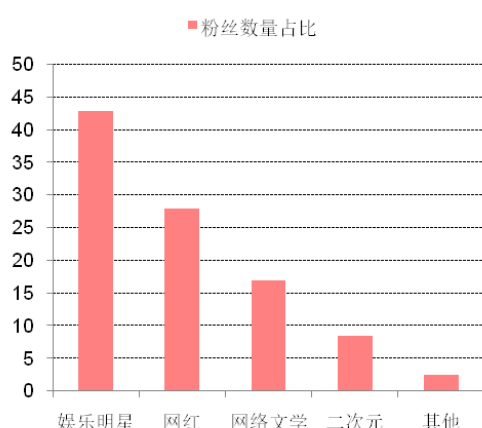
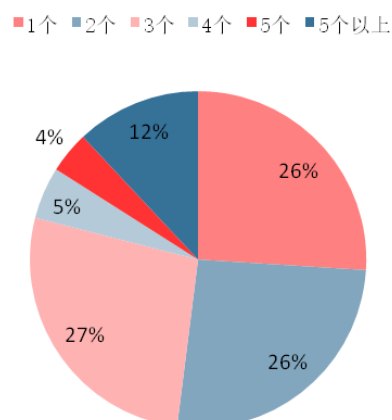


图 8：单个粉丝所粉明星数量



资料来源：艾瑞咨询，新浪微博数据中心，中信建投证券研究发展部

粉丝的类型在互联网的发展下趋于多样化，包括网红、网络文学的快速兴起，对传统的以明星粉丝为主的粉丝结构构成一定影响。但根据艾瑞和新浪微博针对 6719.63 万微博粉丝的数据统计，娱乐明星粉丝依然占到



全部粉丝数量的 43%，成为最大的粉丝群体。而这类人群往往同时是多个明星的粉丝，其中有超过 12% 的粉丝所粉明星数量超过 5 个，可见粉丝群体并不存在独占性，高度的复用导致众多明星都拥有可观的粉丝数量。

明星粉丝文化的核心在于：①认同感：具有相近的观点和爱好从而成为朋友；②共享：交流信息、图片、物品置换等；③成就感：维护及推广自家明星，满足粉丝心理；④线下活动：通过团购在购票、唱片、周边等方面获得优惠，及获得粉丝见面机会等；⑤形成影响力：通过集体努力帮助和打造偶像。

这种粉丝文化导致的结果是，粉丝群体往往具有较高的参与性和活跃度，这可以从粉丝自发组织的打榜等行为中得到体现。

（2）粉丝群体消费力强大，线上增值服务接受度较高

粉丝在追星过程中产生的消费是粉丝群体变现的常规渠道。这类 C 端变现模式主要可分为购买周边纪念品、专辑等实体作品、购买演唱会/见面会门票、参与线下粉丝活动等线下部分，以及付费点播/下载、打榜宣传、购买虚拟增值道具和充值会员等。

明星粉丝普遍消费能力较强。根据艺恩咨询对各类网络购票行为的统计，粉丝型消费者（参加演唱会、见面会、活动发布会等）人均消费远超其他休闲（城市音乐节等）、文化（话剧、艺术展等）、亲子（儿童剧、马戏等）等各类消费者，且数量也处于第一位。而同时可以看到的是，粉丝型消费者单次购票张数在各类中最少，可见粉丝具有高度分散化和个性化的消费需求，线下朋友中具有相同粉丝属性和消费意愿的比例较低。因此基于线上社群形式的粉丝社交模式，以及相应的运营和营销具有深层的消费者心理基础。

图 9：网络购票各类消费者平均单次消费金额

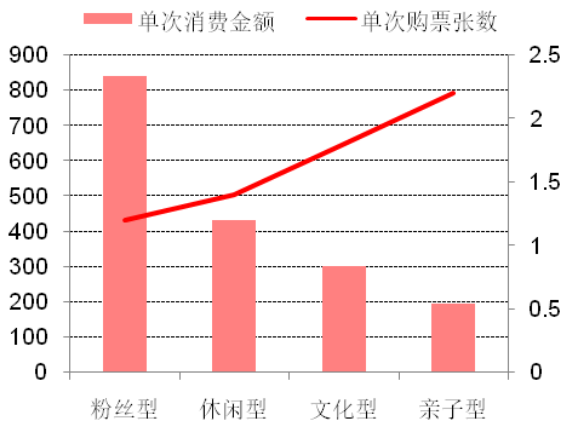
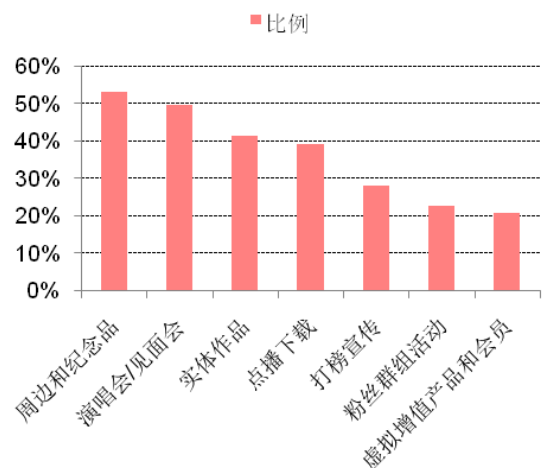


图 10：粉丝追星消费行为使用比例



资料来源：艺恩咨询、艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

在各类 C 端粉丝变现模式中，目前线下部分的使用率高于线上部分。但由于线上变现边际成本极低，盈利能力较强；同时对于非一二线城市、难以直接接触明星的粉丝群体，线上部分的可触达性更强、可以快速复制，因此在粉丝群体下沉过程中线上模式具有更强的成长性。

（3）粉丝群体营销价值凸显

当下社交网络正日益成为重要的媒体渠道，社交网络的病毒式传播效力、天然的精准触达能力，使其在营销推广领域具有不可替代的优势。社交媒体广告在网络广告中的占比也呈现逐年上升态势。

图 11：社交网络广告占互联网广告比例不断上升

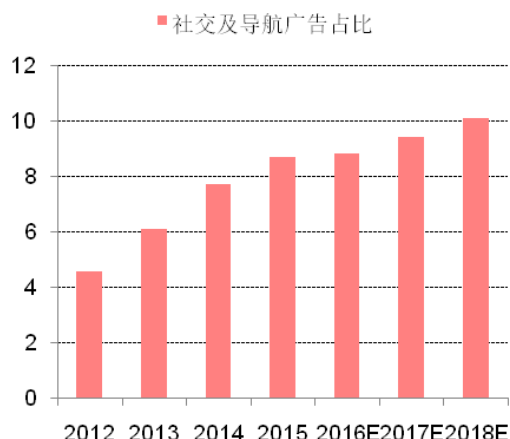
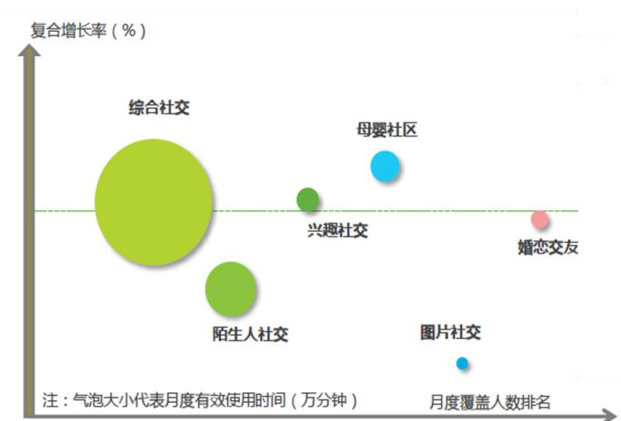


图 12：各类社交应用覆盖人数、使用时长及增长率



资料来源：艾瑞咨询， 中信建投证券研究发展部

而社交媒体组成方式可以分为综合型社交、陌生人社交、兴趣型社交、母婴社区、图片社交、婚恋交友、校园社交等。根据 mUserTracker 对百万级移动用户的应用使用情况统计，其中兴趣型社交在总体覆盖人群中仅次于综合社交和陌生人社交，尽管其平均使用时长较短，但增长速度超过行业平均水平。

粉丝群体属于兴趣型社交的典型，其覆盖范围从各类论坛、贴吧到即时通讯工具。粉丝群体基于共同的爱好以及协作性行为，具有高度趋同的社交属性，适于进行定向式营销活动。针对 B 端的变现模式具有更高的客单价和可复制性，变现能力强大。

粉丝营销除简单的广告推送模式外，还包括活动推荐（如 SNH48 选秀）、内容发放（电影预告等），以明星名义进行红包发放（向 APP 导流）等；此外明星个人商品品牌的建立（如周杰伦的 PHANTACi 服装品牌）也深度依赖于粉丝社群营销。因此，**基于社交的多样化营销模式+鲜明的使用者标签使粉丝社群具有极高的营销变现价值。**

3、海外粉丝运营已成为娱乐生态重点

粉丝运营在海外具有广泛的成功案例。欧美粉丝运营的典型为迪士尼。迪士尼从 2006 年开始，陆续收购了皮克斯、漫威等优质动画、漫画制作公司，但业绩情况并不理想。2009 年，迪士尼在收购漫威后推出了自己的粉丝俱乐部 D23 活动，而从 2010 年起，迪士尼重新回到增长轨道，而股价从 2009 年初至今也上涨超过 300%。

D23 整合了过去迪士尼的会员卡俱乐部、电影俱乐部等体系，形成了统一的粉丝文化运营平台。目前迪士尼官方给出的 D23 会员数量为数百万量级，而每年参加 D23 大会活动的粉丝也达到数万名。D23 通过官方人员组织粉丝进行线上线下的活动，包括 UGC 内容开发、线下 Cosplay、见面会、颁奖、发布会等，其核心变现模式为粉丝参与的内容付费和周边付费，例如《冰雪奇缘》主人公 Elsa 公主玩偶在短期内创造超 2600 万美元销售额。

图 13：迪士尼营收和净利增长率变化

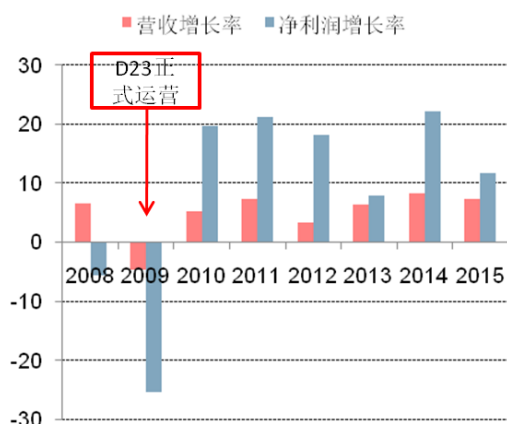


图 14：LINE 金秀贤表情包



资料来源：艾瑞咨询， 中信建投证券研究发展部

而日韩的典型可以分为两类，一类为 AKB48 式明星养成型粉丝社群，另一类为韩国 SM 式偶像群体式粉丝聚合。这两类分别抓住了粉丝对于定制明星培养（AKB48 模式）和快速更新换代（SM 模式）需求，实现了粉丝群体的培育和聚合。

海外明星粉丝经济大多采用培育明星 IP+自运营模式。如迪士尼、AKB48 等的变现主要采用传统的内容播放付费、周边产品销售、演唱会、见面会等模式；而线上包括 Twitter、Facebook 等平台，主要提供的是明星发布+粉丝接收模式，没有提供线上增值产品、线上活动营销等变现方式。核心原因在于：①线上缺少类似 BAT 等垄断型平台入口，而国外影视公司很多体量较大，具备自身运营能力；②海外内容版权保护较好，粉丝直接付费购买内容的习惯更强，因此基于内容的变现模式市场空间更大；③日韩土地面积小，粉丝与明星直接接触机会较多，因此线下活动、周边消费成为主流。

海外可供参考的线上明星粉丝社群为韩国的即时通讯工具 LINE，其主要推出了大量明星表情包、聊天气泡等产品，据报道该产品年收入达到 4.5 亿元人民币，显示了虚拟增值道具的强大生命力。但 LINE 运营模式仍然以传统的明星自运营等为主，缺少整合的大型活动策划、活动营销能力，长期变现空间较小。

4、粉丝经济市场分散，平台聚合潜力巨大

（1）国内粉丝经济由来已久，市场高度分散

国内较早的粉丝经济案例可以追溯到《超级女生》，其通过海选模式+自发粉丝群体的运营，实现了李宇春等个人 IP 的成功培育和推广，辅之以投票、粉丝见面等活动，实现了良好的粉丝聚合和调动效果。其典型盈利模式即虚拟增值+周边产品模式，例如李宇春彩铃等电信增值产品获得了较高的销售成果。

在此之后，粉丝运营和粉丝经济模式逐渐被众多明星、影视剧、综艺节目等采用，而包括小米、褚橙等品牌也开始采用粉丝运营模式进行品牌粉丝营销活动。

从当前来看，国内粉丝运营与海外情况类似，呈现高度分散化+线下变现为主的情况。粉丝群体主要线上聚合入口包括了明星微博、贴吧、微信公众号、QQ 群等，往往由 IP 方自行运营或粉丝自发组织，采用自建渠道+

合作大型社交网络形式。

图 15：明星自媒体的典型变现模式



资料来源：微信公众号，新浪微博，中信建投证券研究发展部

（2）自运营/自组织模式变现能力较弱，平台整合成为趋势

IP 方自运营模式（如微博和微信公众号等）的问题在于，其往往采用单向的明星信息发布+粉丝顶贴模式，缺少互动性、缺少自发性，最终无法形成有效的粉丝活跃度和粘性。这类模式的变现能力较为狭窄，主要为明星推广自身作品、品牌以及部分代言广告的展示平台，相当于放弃了巨大的线上增值、粉丝互动、横向导流等变现模式。

而粉丝自组织（如贴吧和 QQ 群等）问题在于，往往仅有粉丝群体自身参与，难以形成与明星的交互，使得粉丝难以满足自身粉丝心理和成就感。因此粉丝粘性较差，粉丝留存率较低。

基于以上两种模式存在的问题，粉丝需求一个兼具两者优势，即粉丝可以自由发帖讨论、形成信息交换、组织活动，同时明星可不时参与粉丝互动、满足粉丝心理的平台。

表 3：各类粉丝社群模式对比

	优势	劣势	变现模式
IP 方自运营（微博、微信公众号）	明星参与+信息实时发布	围观为主，缺少互动，活跃度低	品牌代言、自身作品推广等
粉丝自运营（贴吧，QQ 群）	可自由发帖讨论，活跃度高	无明星交互，粉丝留存率低	虚拟道具、展示广告等

资料来源：中信建投证券研究发展部

三、占据入口+IP 资源，业务壁垒凸显

1、公司占据国内顶级平台入口

公司通过与腾讯 QQ、阿里游戏达成协议，占据了国内与粉丝经济契合度最高的 QQ 兴趣部落和阿里游戏入口。由于这种强入口的稀缺性和独占性，使公司形成了较高的竞争壁垒。

(1) QQ 为高度契合粉丝年轻化特性，星影联盟实现业务

腾讯两大即时通讯产品中，微信定位偏向熟人社交、即时通讯和商务功能；而 QQ 则定位为年轻化、娱乐化产品。腾讯 IM 产品部副总经理曾表示 QQ 正朝设计年轻化、个性多彩化、社交多元化努力，包括手机 QQ 启动画面从经典的黑白企鹅变成了多彩拼接的企鹅造型，各类头像挂件、多彩主题、多彩气泡等不断推出，都为年轻用户带来丰富的个性化展示。

而 QQ 在 2014 年推出兴趣部落，致力于打造兴趣聚合的社交生态，将强互动的实时聊天群体和弱互动、强沉淀的异步讨论社区进行整合，从而满足用户在兴趣社交上的内容生产、搜寻和消费。腾讯的报告显示，兴趣部落的关注用户中 90 后占比达到 58.2%，80 后占比 32.3%，同时在绝大多数的部落有 60% 以上的帖子由 90 后发起。这一年轻化特质与娱乐明星的粉丝群体高度契合，在兴趣部落平台上可以更为顺利的获取和留存粉丝群体，并实现就地转化。

图 16: QQ 用户与娱乐明星粉丝年龄结构契合

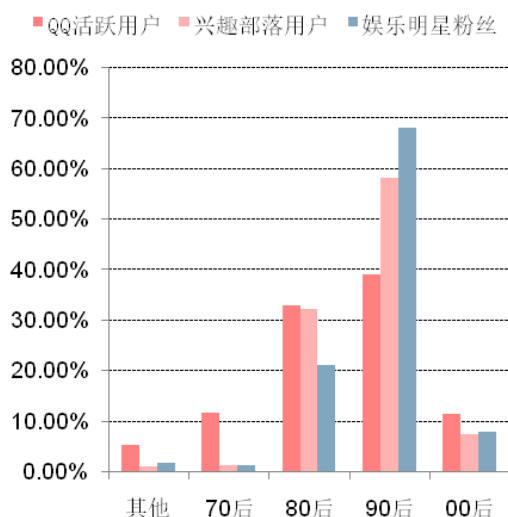


图 17: 星影联盟会员特权



资料来源：腾讯，易观智库，艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

公司与腾讯的合作包括手机 QQ 服务号、群和兴趣部落的明星平台，各部分打通形成 QQ 平台明星粉丝运营体系，并实现星影会员与 QQ 会员体系的打通。星影联盟正式发布于 2014 年 8 月，而早在 2013 年 12 月已上线，截至 15 年底平台用户已突破 1.7 亿，入驻合作明星 120 余位，日活跃用户在数百万量级。

目前星影联盟的变现模式主要为 VIP 会员充值（20 元/月）、虚拟道具（表情、聊天气泡、聊天背景、打榜道具、个人形象等）销售，而未来在社区中的展示广告、信息流广告分成、toB 端的社群营销推广活动等，都将成为核心的变现模式。类比腾讯创立早期的业务模式，腾讯在 2003-2006 财年网络增值服务收入从 2.30 亿元增长到 18.25 亿元，复合 YOY 高达 99.46%，2006 年毛利率高达 76.65%。其核心即 QQ 会员、QQ 秀等充值付费，由此可见虚拟增值服务在社交情境下具有极佳的市场空间和盈利能力。

在此之上，星影联盟拓展明星 O2O 模式，通过明星和粉丝的线上线下互动、心愿/礼物众筹、明星见面会、星粉互动游戏、衍生品电商等一系列功能产品，满足粉丝用户一站式明星“零距离”互动的需求。

图 18：星影联盟页面



图 19：李易峰生日粉丝活动



资料来源：腾讯 QQ，中信建投证券研究发展部

星影联盟采用的是自媒体+社区的综合模式，即一方面通过社区式开放发帖互动形成社交场景，通过会员特权、打榜等活动吸引粉丝参与，另一方面通过明星官方授权和参与互动（如李易峰在 3 月 18 日在兴趣部落与粉丝互动）形成粉丝粘性。相对明星团队自运营、粉丝自组织等模式，星影联盟兼具了两者的优势，并实现了对劣势的互补。同时基于公司对粉丝的深入理解和粉丝运营经验，由公司引导或组织兴趣部落中的粉丝进行主题活动，提升粉丝活跃度和参与感，进一步提升了粉丝粘性和流量。

这种综合性优势在粉丝数量对比上可以清楚的看到。TFBOYS 在星影联盟中的粉丝关注数量高达 1652.49 万，而在新浪微博的关注仅为 825.18 万，百度贴吧用户为 135.64 万，可以看到几大平台在吸引粉丝关注方面的天然差异。而从活跃用户数量来看，百度 TFBOYS 吧共有主题 3.40 万个，日内最高单贴回帖 64 条；微博主题 2223 个，日内最高单贴回帖 12383 条；星影 TFBOYS 部落共有主题 122.33 万个，日内最高单贴回帖 675 条。（以上全部为截至 2016.5.5 数据）

表 4：TFBOYS 各类粉丝平台用户情况对比（截至 2016.5.5 16:00）

	关注数量（万）	主题数量（万）	日内最高单贴回帖数
百度贴吧	135.64	3.40	64
微博	825.18	0.22	12383
星影联盟	1652.49	122.33	675

资料来源：百度贴吧，新浪微博，腾讯 QQ，中信建投证券研究发展部

（2）阿里游戏占据手游玩家社群，合作导流形成粉丝生态

公司于 2016 年 2 月，星影联盟宣布与爱九游（阿里游戏）在九游产品上共同打造“星娱汇”（暂定名）产品，拟包括各类增值服务、会员服务、娱乐服务及粉丝团、线上线下活动的服务。“星娱汇”由双方联合运营，爱九游提供后台使用权限，星影联盟负责所有的必要官方运营内容。双方在移动游戏粉丝经济领域达成战略合作伙伴，基于双方在各自领域具有优秀的资源实现优势互补，同时根据发展需要，双方可增加新的合作内容。

爱九游原为 UC 旗下，现为阿里巴巴集团旗下从事移动游戏产品运营及推广的公司，拥有领先的移动互联网娱乐平台和优秀的移动互联网娱乐产品，包括九游手游门户、九游 APP 等。旗下运营了包括《问道》《皇室战争》等爆品游戏，九游官方公布，2012-2014 年其给予合作伙伴的分成分别达到 1 亿、3 亿、9 亿元，复合增长率超过 200%。九游同时拥有国内规模领先的移动游戏公会体系，旗下的公会数量众多，覆盖人群数量巨大。如《问道》单个游戏拥有公会数量 2000 余个，覆盖人数超过 10 万。

基于阿里游戏的强大游戏发行渠道和公会运营能力，其积累的大量游戏粉丝；而由于游戏粉丝往往具备年轻化、娱乐需求强等特质，其与星影联盟的粉丝群体存在较高度的重合。过去阿里游戏与明星合作主要采取代言和影游联动等方式，公司与阿里游戏的战略合作主要将指向将游戏玩家与其明星粉丝属性实现映射，并发展明星参与游戏等与粉丝互动的新方式，从而达成由星影向游戏的导流以及游戏内粉丝流量维护和提升，同时游戏也可向明星社群引流实现相互转化。

此外，公司 2015 年报提出，将持续与东方明珠新媒体发展针对电视端的粉丝产品“娱乐家”，形成“互联网电视+影视+娱乐+粉丝”体系，打造高品质的影视粉丝互动专区、粉丝社群和明星部落。基于百视通所拥有的数千万用户量级互联网电视平台，联手开展如内容互动、明星代言、影视剧植入、粉丝线上线下创意互动体验等市场推广和营销合作，激活电视端巨大的粉丝经济市场。

2、公司占据大量主流明星、内容 IP 合作资源

(1) 顶级明星合作，基于入口优势议价能力和扩展能力强大

公司通过星影联盟已直接合作 120 余位明星艺人，主要为当下一线影视演员、歌手、乐队组合。其中大部分为非华谊兄弟艺人，显示了公司较强的明星资源聚合的能力。这部分明星的粉丝具有年轻化、消费观念和消费意愿超前、高度重视个性化与关注度、活动参与度和自发性较强等特点，最容易形成活跃粉丝社群并通过虚拟增值方式变现。

图 20：公司合作明星 TOP16

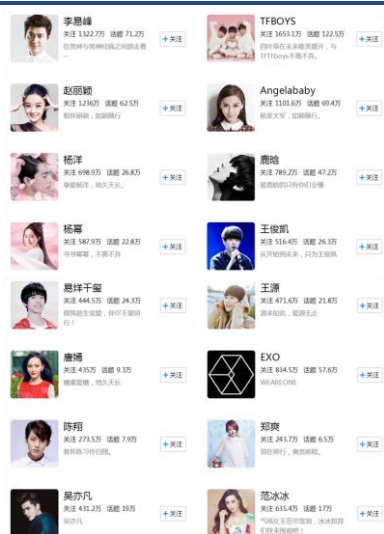


图 21：明星网络热度 TOP20



资料来源：艾漫数据，星影联盟，中信建投证券研究发展部



根据目前星影联盟排名居前的明星，与第三方数据机构通过搜索引擎、新闻、视频、微博等多渠道综合加权获取的明星网络热度相对比，可以看到其重合度较高。公司针对核心明星采用网络粉丝社群运营合作模式，掌握核心明星粉丝资源及相关虚拟道具、粉丝活动变现权；而针对其他非核心明星，则采用粉丝自运营模式，最大限度的获取粉丝流量实现流量变现。

基于公司目前占据了 QQ 和阿里游戏两大平台（预计未来向多元平台复制），而平台签约具有独占性，因此对于明星 IP 拥有方而言公司具有不可替代的入口价值，公司在与明星 IP 的合作中具有较强的议价能力。同时公司未来可以从单纯的娱乐明星 IP 向多元化的 IP 粉丝拓展，包括体育明星、二次元人物等都可以纳入公司粉丝运营的范围内，从而实现从明星粉丝经济向泛娱乐粉丝经济的发展。

（2）多屏整合业务占据潜在优质 IP+打通优质平台

公司传统的多屏整合业务中汇集了大量的优质视频短片、微电影资源，同时在这一过程中与运营商、IPTV 等平台达成良好的合作，并深入布局影视类高校等潜在内容和明星孵化池。

公司在微电影方面经过多年积累形成了良好的选取、发行能力，公司所发行的微电影屡次获得国内外各大电影节优秀奖。公司目前独立拥有近 4000 部优质微电影等网络电影的片库，已成为国内最大的网络电影发行商和运营商之一，并且以每年 1000 部左右的片量增长。在此过程中，公司通过投资等方式参与了部分微电影的创制，积累了与优秀微电影团队的合作关系，为未来优质内容 IP（粉丝群体 UGC、游戏周边、华谊内部产生等）的视频化奠定了基础，并为未来通过微电影培育艺人+定向粉丝积累创造了条件。

而公司在内容分发过程中，积累了包括运营商、IPTV、视频网站等优质渠道资源。这几类渠道对于优质内容的渴望，以及对活跃用户的需求，恰好与公司的优势可实现互补。公司未来可从微电影向周边视频内容、文字内容等扩张，借上述渠道发行同时发展粉丝群体，并通过星影联盟实现聚合。

四、B 端服务空间巨大，数据引领 IP 研发

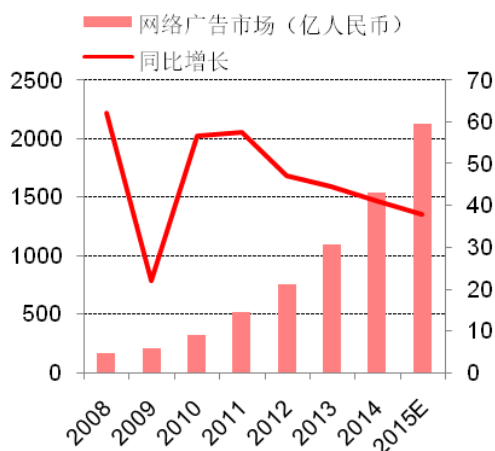
1、数字营销增长迅速，toB 端变现空间巨大

目前公司的收入主要来自 C 端用户的包月、增值服务等收费，而 B 端变现占比较小。但事实上，从市场规模来看，国内互联网广告市场在 2010-2014 年保持了 49.33% 的复合增长，2015 年已突破 2000 亿元。这一巨大的市场核心驱动力在于流量端的快速上升，国内移动设备使用的爆发式增长使移动用户流量变现成为热点。

而在纯粹流量变现的广告模式以外，通过社交模式进行的营销推广市场处于兴起阶段。目前自媒体价值逐渐受到市场认可，其中典型的企业如新三板挂牌公司微传播，其通过代运营微博、微信公众号等进行营销活动，目前其静态市盈率接近 100 倍。

而公司在明星粉丝社群运营中所积累的天然社交属性营销渠道，**基于明星粉丝的共通属性进行 toB 端的营销服务，具有更为精准和更高转化率特性，媒体价值极大。**目前公司已经拓展了部分内容营销推广业务，推送转化率超过 10%，显示了粉丝社群的潜在变现能力。而随着星影联盟逐步开放展示类、信息流广告体系，同时更多引入内容营销，预计公司的 B 端业务将出现爆发式增长。

图 22：国内网络广告市场



资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

2、数据沉淀引领未来，自主 IP 开发潜力无限

公司在运营多屏整合业务中，通过内容观看信息对于广大电信运营商用户的兴趣偏好、观影时间节奏等积累了大量的数据；而在星影联盟粉丝运营的过程中，更是积累了大量粉丝活动、偏好、消费等数据。基于这些数据信息的沉淀，公司可以实现明星 IP 产品化的设计开发，实现 IP 变现。

公司未来一方面加强与明星艺人直接合作，另一方面通过高校等艺人孵化池挖掘潜力新星，利用自身娱乐圈、互联网、粉丝圈资源进行包装、推出作品和持续宣传，具备在平台上不断迭代创造新的明星 IP 的潜力。

在内容 IP 方面，公司制定了相应的数字娱乐内容平台资源发展计划，在已有 4000 部网络电影片库的基础上保持每年 1000 部左右的增量，发展网络大电影等并拓展 VR 内容。公司依托华谊强大的内容资源+拓展与其他 IP 方的合作，利用自身宣传渠道优势培育内容 IP 粉丝；同时利用粉丝社群强大的主观能动性，通过粉丝创造和丰富内容 IP，可以实现内容 IP 的快速推广+动态定制+粉丝深度参与，从而打造更为亲民的内容 IP 品牌。

而在此基础上，将内容与明星结合，进行相互推广，并向外部输出内容、明星、流量等产品，将产生极强的协同效应，自主 IP 开发业务潜力无限。

五、股东+合作方+团队+业务模式优势显著，粉丝经济赛道上的领跑者

1、公司资源和团队优势明显

公司依托华谊兄弟在国内首屈一指的内容 IP+明星 IP 资源池，华谊股东腾讯、阿里的流量和入口资源，以及未来在更多平台上复制星影联盟模式，将形成跨平台的明星粉丝运营体系。而基于公司在粉丝运营方面的深度经验积累及用户口碑积累，将形成另一个具有不可替代性的竞争壁垒。同时公司拥有的微电影领域合作平台、内容供应、IP 孵化等资源，将提供源源不断的内容 IP 支持，以及形成另一个明星与粉丝互动的平台（如粉丝

定制 UGC、明星出演的短片作品等)。

公司核心团队拥有业内领先的娱乐与互联网跨界融合业务实操经验与产品运营经验，拥有对过亿级娱乐粉丝的专业运营经验以及数千个粉丝社群的高效管理经验。同时公司核心团队还拥有丰富的娱乐 IP 产品化的成功经验以及长期的大数据管理与大数据分析经验。公司自 2011 年以来组建的稳定核心团队经过几年不断的跨界融合，所形成的高效协同效应将持续推动公司在娱乐+互联网方向的发展。

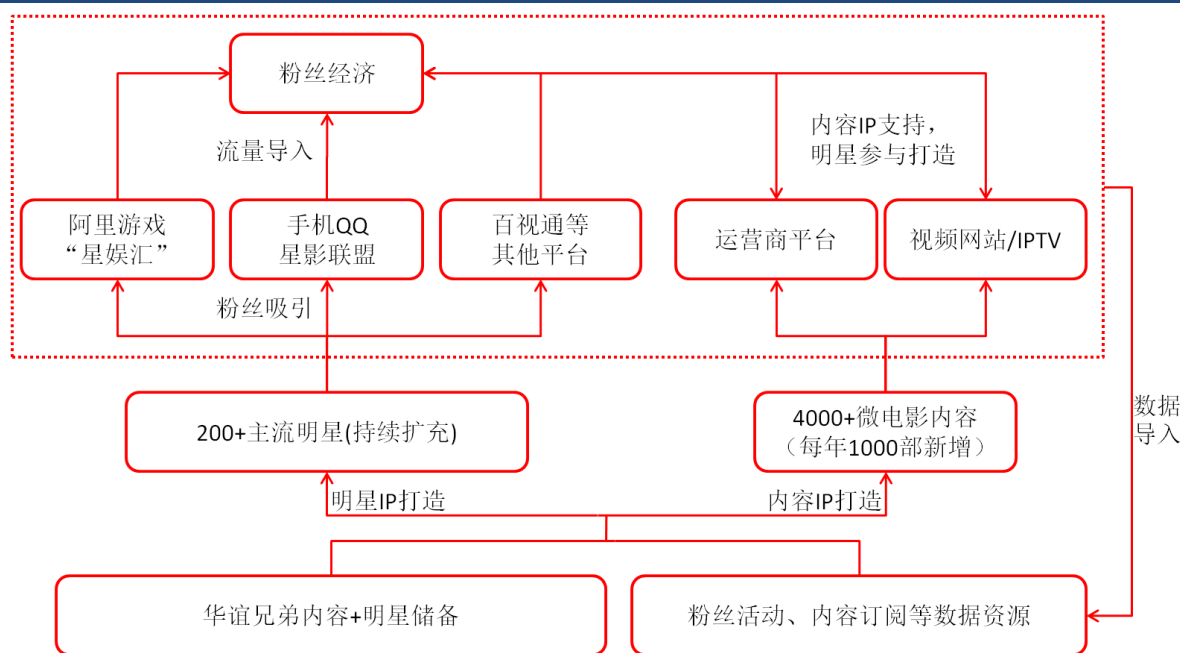
2、业务模式领先，占据卡位优势

可比企业新浪微博在 2015 财年首次实现盈利，收入规模 4.78 亿美元，净利润 3474.50 万美元，同比分别增长 43.01% 和 154.82%。尽管新浪微博兼具了各类社交属性，但明星大 V 等依然是新浪微博引流的核心之一。相比之下，星影联盟在运营之初即实现了盈利，预计公司随着未来平台入口的扩张+明星范围的拓展+变现模式的丰富，将形成自有的社交平台属性；而由于公司业务模式导致更强的粉丝活跃度和粘性，有望形成更为强大的入口级产品。

公司是国内第一家由娱乐公司成立的新媒体子公司。可比公司华策影视作为咪咕合作方之一为其提供在线内容，同时与小米、百度、YY 等合作内容提供。2015 年华策提出通过以上平台开展粉丝经济业务。对比华策旗下新媒体公司等同业其他公司，公司具有超过一年以上的先发优势，体量领先的合作平台入口优势，大量优质娱乐内容和明星 IP 的排他优势。而基于未来用户对公司一系列粉丝经济产品所形成的粘性，预计公司将在长期竞争中持续领跑。

3、业务脉络清晰，内容+明星 IP 粉丝协同运营成为长期方向

图 23：公司业务模型



资料来源：公司官网 中信建投证券研究发展部

公司从擅长的内容版权入手，随着用户手机观看习惯养成，与电信运营商进行合作，为手机用户提供网络电影内容及服务，进而链接 PC 端、移动端、智能电视端，形成多屏整合运营业务。另一方面，在互联网发展及国民娱乐需求增长背景下，公司利用内容资源及华谊兄弟的行业积淀，率先与腾讯 QQ 合作“星影联盟”尝试粉丝生态运营，构建以明星为聚落的粉丝生态群，提供线上线下粉丝经济娱乐服务。

公司以粉丝为中心，与手机 QQ（通讯）、阿里游戏（游戏）、百视通（智能电视）等各领域领先企业合作，构建不同入口的产品矩阵；满足粉丝近距离与明星互动、获取资讯相互交流需求，并进一步深入粉丝生活各个领域，为适应不同粉丝的娱乐消费场景。公司同时拟加强与金融等其他行业的跨界合作，为粉丝娱乐消费提供便利入口，同时为粉丝提供适应不同平台属性并不断更新迭代的新产品和服务。

在内容 IP 方面，公司制定了相应的数字娱乐内容平台资源发展计划，一方面在已有 4000 部网络电影片库的基础上保持每年 1000 部左右的增量，并拟进入 VR 内容领域。公司拟与影视公司、高校等合作包括网络大电影、人才培养计划等。内容 IP 与明星 IP 协同，内容粉丝与明星粉丝相互转化，未来多屏整合运营业务将成为公司粉丝生态的重要 IP 供应单元。

六、建议重点关注

综上，基于消费升级带动国内娱乐需求的持续上升、明星作为最重要关注吸引点，看好明星周边业务的发展；基于粉丝群体强大的活跃度与消费能力，以及粉丝群体天然的共通属性标签，看好针对粉丝群体的增值服务、营销推广等变现模式。

公司在产品方面集合了目前主流的自媒体和社区等产品优势，获取了大批主流明星的互联网授权，同时占据 QQ、阿里游戏等契合年轻群体的重要流量入口，依托华谊兄弟强大的 IP 资源、多屏整合业务提供的内容支持，在行业中处于龙头地位。公司在占据先发卡位优势基础上，通过提升运营经验+数据积累增强粉丝粘度，拓展 IP 开发将形成长期竞争壁垒。

从盈利角度来看，目前公司多屏整合业务提供了稳定的业绩贡献，预计随着内容优化+总量增长+接入更多平台，该业务将保持稳健增长。公司依赖粉丝运营经验形成的用户画像能力，开发精准的粉丝营销和虚拟增值变现，粉丝经济业务处于爆发增长期，未来随着明星数量和粉丝数量增长+平台数量扩充（百视通等平台加入粉丝经济）+变现渠道拓宽（B 端营销变现有望占到该业务的一半以上），预计该业务将保持持续高速增长。预计公司 16-18 年净利润 8000 万、1.2 亿、1.6 亿元，对应 EPS 1.11、1.67、2.22 元，对应当前市场价 58.00 元市盈率 52.2X、34.8X、26.1X。目前公司估值低于新三板可比自媒体企业，成长性及盈利能力高于 A 股可比粉丝经济标的，建议重点关注。

表 5：可比公司估值及财务数据

证券代码	证券简称	总市值 亿元	PE(TTM)	ROE(摊 薄)2015	净利率 2015	营业收入 2015 万元	营业收入 YOY 2015	归母净利润 2015 万元	归母净利 YOY 2015
430193.OC	微传播	16.71	99.02	12.83	34.23	4,929.30	6,362.67	1,687.14	914.65
834617.OC	飞博共创	3.00	77.23	8.83	12.33	2,907.80	52.06	388.44	-26.26
300133.SZ	华策影视	297.36	58.36	8.05	18.81	265,730.33	38.68	47,548.14	21.90
833568.OC	华谊创星	41.76	75.68	31.27	28.81	19,153.85	69.29	5,518.09	89.35

资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部



风险提示

1、监管政策风险：粉丝经济业务模式较新，未来存在一定监管政策变动风险。

2、客户集中度风险：咪咕视讯 15 年占到公司收入的 73.41%，客户集中度较高，存在一定大客户变动导致业绩波动风险。



分析师介绍

王慷: 中国科学院金属研究所工学博士，非金属建材行业分析师。2013、2014 年度作为团队核心成员获得新财富非金属建材行业最佳分析师第四名。

报告贡献人

张怀 15901025279 zhanghuai@csc.com.cn

研究服务

社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

程海艳 010-85130323 chenghaiyan@csc.com.cn

李祉遥 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

上海地区销售经理

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn

孙宇 021-68808655 sunyush@csc.com.cn

何利丽 021-68805267 helili@csc.com.cn

潘振亚 021-68821619 panzhenya@csc.com.cn

深广地区销售经理

曹加 0755-23952703 caojia@csc.com.cn

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

芦冠宇 0755-23953859 luguanyu@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

券商私募销售经理

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/或个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622