



剧本杀，给你另一段人生

投资要点

- **推荐逻辑:** 2019年中国剧本杀行业市场规模超过百亿元，预计到2021年中国剧本杀行业市场规模将增至170.2亿元。1) 独特的玩法属性。在狼人杀之后，剧本杀凭借其独有的社交性、游戏性以及趣味性逐渐取代其他桌游以及KTV等方式，成为青年当中最受欢迎的休闲娱乐方式；2) 行业正在发展初期。中国剧本杀市场正处于产业链初步形成的发展初期，市场比较分散，没有形成规模的店面；3) 芒果布局优势明显。芒果超媒持续加码剧本杀，借助产业链上游优势，聚焦“社区”平台，布局剧本杀产业链下游，打造“剧本杀届的TAPTAP”。
- **剧本杀凭借三大优势，满足桌游多元化需求。** 剧本杀综合了社交互动游戏、悬疑解谜游戏以及角色扮演游戏的玩法，通过线上APP、线下实体店以及线下实景店的方式，提供了陌生人社交、朋友聚会以及公司团建等场景的社交平台。
- **综艺、线下店面、线上APP三因素助力行业快速发展。** 剧本杀2016初露头角，芒果TV《明星大侦探》使剧本杀迅速出圈，线下线上协同发展，2018年众多线上APP接受融资，2019线下门店数量爆发，2020疫情助力线上APP持续增长。综艺、线下店面、线上APP，这些都一起推动着剧本杀在国内的发展。
- **剧本杀逐渐成为主流娱乐方式，行业整体规模巨大。** 据艾媒咨询的相关研究显示，2019年中国剧本杀行业市场规模超过百亿元，同比增长68%，2020年受疫情影响市场规模依然逆势增长，但增幅回落至7%，预计到2021年中国剧本杀行业市场规模将增至170.2亿元，预计到2022年市场规模238.9亿元。据美团研究院数据统计，截至2019年12月，全国的线下剧本杀店已经由1月的2400家飙升到12000家，一年之间开出近一万家门店。2020年底，全国已经有30000家剧本杀店。
- **盈利预测与投资建议:** 我们预计公司2021-2023年的EPS分别为1.37元、1.80元和2.07元，对应的PE为47倍、36倍、31倍。考虑到剧本杀业务的巨大想象空间以及公司其他破圈业务带来的增量，维持对芒果超媒“买入”的投资评级。
- **风险提示:** 国家政策发生变化的风险、核心作品市场效果不如预期的风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	14005.53	17883.41	21176.54	24273.50
增长率	12.04%	27.69%	18.41%	14.62%
归属母公司净利润(百万元)	1982.16	2438.11	3196.70	3680.91
增长率	71.42%	23.00%	31.11%	15.15%
每股收益EPS(元)	1.11	1.37	1.80	2.07
净资产收益率ROE	18.64%	19.23%	20.78%	19.98%
PE	58	47	36	31
PB	10.91	9.15	7.53	6.29

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

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

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	17.80
流通A股(亿股)	9.31
52周内股价区间(元)	46.83-91.98
总市值(亿元)	1,155.47
总资产(亿元)	208.00
每股净资产(元)	6.38

相关研究

1. 芒果超媒 (300413): 优质内容驱动高成长, Q1业绩超预期 (2021-04-27)
2. 芒果超媒 (300413): 内容优势助力业绩表现, 多业务全方面发展 (2020-10-29)

目 录

1 剧本杀概述：社交演绎游戏	1
1.1 剧本杀介绍：基于剧本，通过合作或者对抗的方式达成一定目标的社交演绎游戏.....	1
1.2 剧本杀乐趣：剧本杀凭社交性、游戏性、趣味性取胜，满足桌游多元化需求.....	2
2 中国剧本杀行业发展：综艺、线下店面、线上 APP 三因素助力行业发展	3
2.1 四阶段发展历程.....	3
2.2 行业规模分析：剧本杀成为线下娱乐市场的新宠，行业整体规模巨大，增长快.....	5
3 中国剧本杀产业链	6
3.1 产业链介绍：市场初期，商业模式难以规模化.....	6
3.2 上游供给剧本创作者：创作者百花齐放，剧本盗版猖獗.....	6
3.3 剧本销售渠道分析.....	9
3.4 线下剧本门店分析：竞争激烈、缺乏优质标的、无法规模化.....	11
3.5 线上 APP：线上 App 存在一定瓶颈，未来是线上引流线下.....	12
3.6 消费者：年轻化趋势明显，消费能力强.....	15
4 中国剧本杀门店特点：一二线城市热衷“沉浸式”，三四线城市存在市场机会	16
4.1 一、二线城市沉浸式剧本杀热度高，北上广客单价居高不下.....	16
4.2 三、四线城市多为零散经营，门店客单价较低.....	18
5 剧本杀，芒果定制的赛道	19
5.1 IP，剧本杀的商业护城河.....	20
5.2 布局“M-City 明星大侦探”、“芒果探案馆”，涉足剧本杀产业链下游.....	22
5.3 “剧本杀”，芒果的文化输出.....	26
5.4 芒果超媒持续加码剧本杀，聚焦“社区”，打造线上社交平台.....	26
6 盈利预测与投资建议	28

图 目 录

图 1: 剧本杀地点分类.....	1
图 2: 剧本杀与狼人杀搜索趋势.....	4
图 3: 剧本杀四阶段发展历程.....	4
图 4: 2018-2022 年中国剧本杀行业规模及预测.....	5
图 5: 国内剧本杀注册店家数量及增量.....	5
图 6: 剧本杀产业链.....	6
图 7: 《王者荣耀》首个剧本杀游戏宣传图.....	8
图 8: 电商市场剧本盗版猖獗.....	8
图 9: 著名作家李森与剧本杀创作团队合作.....	9
图 10: 黑探有品.....	10
图 11: 刷人气、买本本小程序图.....	10
图 12: 线下展会现场图 1.....	10
图 13: 线下展会现场图 2.....	10
图 14: 线上 APP 下载页面.....	14
图 15: 百变大侦探 APP 线下途径.....	15
图 16: 《我是谜》线下店加盟广告.....	15
图 17: 2021 年 Q1 男女玩家比例.....	15
图 18: 2021 年 Q1 中国剧本杀玩家年龄分布.....	15
图 19: 中国剧本杀玩家城市线级分布.....	16
图 20: 中国剧本杀玩家消费单价分布.....	16
图 21: 百度指数人群画像分析.....	17
图 22: 叁千世界各加盟店好评.....	17
图 23: 叁千世界独家剧本授权.....	17
图 24: 究图推理加盟开店成本预算.....	18
图 25: 究图推理加盟收益预估.....	18
图 26: 剧本杀门店图 1.....	18
图 27: 剧本杀门店图 2.....	18
图 28: 剧本杀门店图 1.....	19
图 29: 剧本杀门店图 2.....	19
图 30: 芒果 TV APP 用户性别比例.....	20
图 31: 《明星大侦探》六季节目豆瓣评分 1.....	21
图 32: 《明星大侦探》六季节目豆瓣评分 2.....	21
图 33: “明侦宇宙”系列角色关系图.....	22
图 34: 芒果 M-CITY 长沙店开业, 游客如织.....	23
图 35: M-CITY 店内场景图.....	23
图 36: 长沙剧本杀热门店铺 Top 1.....	23
图 37: NZND 密室搜证预约爆满.....	23
图 38: TAPTAP 社区图.....	26
图 39: TAPTAP 内线上剧本杀游戏区.....	26

图 40: 明侦剧本杀板块与 TAPTAP 主界面对比图	27
图 41: 明侦剧本杀板块与 TAPTAP 详情页对比图	27
图 42: 《明星大侦探》粉丝社区“神秘空间”	27
图 43: 明侦剧本杀评分模块与豆瓣评分模块对比图	28
图 44: 豆瓣线上社交运营模式	28

表 目 录

表 1: 基于用户画像的剧本分类	2
表 2: 剧本杀游戏流程	2
表 3: 《明星大侦探》第一季剧集	3
表 4: 芒果 TV 系列综艺	5
表 5: 2020 及 2021 线下剧本杀展会日历表	11
表 6: 线上 APP 与线下门店对比	13
表 7: 线上 APP 融资情况	13
表 8: 8 个一二线城市的剧本杀门店数量	16
表 9: 8 个三四线城市的剧本杀门店数量	19
表 10: 不同年龄段女性视频 APP 偏好排名	20
表 11: M-CITY 明星大侦探可预订主题介绍	24
表 12: M-CITY 明星大侦探详细剧本介绍	24
附表: 财务预测与估值	29

1 剧本杀概述：社交演绎游戏

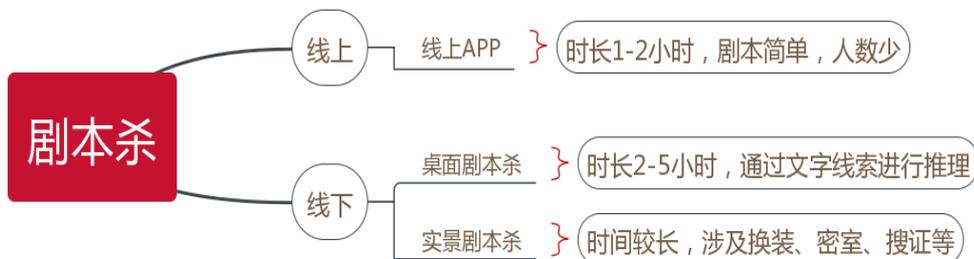
1.1 剧本杀介绍：基于剧本，通过合作或者对抗的方式达成一定目标的社交演绎游戏

剧本杀是以推理为主的社交演绎游戏。每名玩家会分到自己的剧本并且玩家需要带入剧本，通过搜索证据和互相交流以达到找到最终真相或者还原故事的整个事件的目的。在小范围的剧本杀中，玩家将扮演被精心设计过的角色，通过各个角色的互动来完成一个完整的故事并寻求真相，例如线上剧本杀 APP 以及桌面剧本杀。而在大型的剧本杀中，玩家们像是近距离观看一出戏剧一样随着线索发展参与到游戏之中，例如实景以及沉浸式剧本杀。而随着剧本剧情变得复杂，每名玩家的剧本目标会有所区别进而形成合作与对抗的模式。

剧本杀起源于英国角色扮演社交游戏《谋杀之谜》，在设定的故事背景下，玩家们通过扮演角色、搜寻线索、讨论推理等破解作案手法并找出真凶。自 2016 年以后，剧本杀以更多元化的内容与沉浸式的体验逐渐取代三国杀与狼人杀等桌游，在《明星大侦探》《奇异剧本鲨》策动下，正悄然成为风靡年轻人的娱乐社交“新宠”。根据艾媒咨询数据显示，2019 年中国剧本杀市场规模已超百亿元。

目前，剧本杀游戏目标是在指定时间内，达成剧本目标（一般是找出凶手或找出真相）。通常时间是 4-8 小时，如果是实景甚至可以达到 3 天。地点分为线下实体店或者线上 app，线下实体店又分为桌面剧本杀与实景剧本杀。参与人物一般是玩家 5-15 人，DM 一人以及 NPC1-10 人不等。其中 DM 是游戏主持人，负责游戏引导、环节串联以及营造故事氛围。

图 1：剧本杀地点分类



数据来源：百度，西南证券整理

目前的剧本杀产品分类并不明晰，可以以用户画像、剧本类型、场景、剧本售卖方式等方式分类。用户进行画像分类大致分为六类：推理本、情感本、还原本、阵营本、沉浸本、机制本，其中推理本又分为本格本和变格本。按剧本售卖方式，市面上的剧本主要分为三种类型：一种叫盒装剧本，每家门店都可以购买，价格一般在 1000 元以内；一种叫城限剧本，每个城市只有 3~4 家门店可以购买，价格一般在 1000 元~2000 元不等；还有一种叫独家剧本，一个城市只有一家门店可以购买，价格一般在 3000 元~5000 元不等。

表 1：基于用户画像的剧本分类

剧本类型	用户画像	类型概述
推理本	推理用户	内容来源于推理小说，游戏主题一般是找出隐藏在玩家中的凶手角色
情感本	女性用户	游戏主题主要集中在“他爱我”“但是我爱她”等等情感纠缠以及情感表达
还原本	剧本泛用户	游戏主题是破解整个故事的真相，所有玩家可参与其中，各自掌握不同的线索，最终拼凑出事实的真相，相对来说用户接受度更高。
阵营本	社交用户	游戏主题是分队，两个阵营的对抗与超游互动，主打熟人社交
沉浸本	RPG 用户	游戏主题是角色扮演，可视为低配密室玩法
机制本	悬疑用户	游戏主题是剧情的玩法体验，比如设置搜证讨论前的小游戏，像“你比划我猜”“掷骰子”“划拳”等，往往是互动性比较强的欢乐本

数据来源：百度，西南证券整理

游戏流程主要分为读→聊→搜→拍→盘的循环流程，剧本中载明了自己的人物介绍和一些必须的线索。每名玩家将使用这些内容深入的钻研案件，不断发掘案件的信息，直到玩家感觉掌握了足够的信息并能完成剧本目标（推断出凶手是谁或者隐藏自己凶手身份或者找出真相）。但在一场剧本杀完成之后，因为最终对剧情的复盘导致它基本上不具备重复可玩性。

表 2：剧本杀游戏流程

序号	环节	环节简述
1		玩家选择好自己想要扮演的角色，DM 发对应的《人物剧本》和相关道具发给每位玩家
2	读	玩家阅读自己的剧本，扮演自己游戏中的角色，沉浸进入角色视角，以角色的方式开始说话演戏、开始游戏
3	聊	互相自我介绍（以游戏中的身份），可以当着大家的面，也可以找想私聊的角色偷偷进行
4	聊	把自己剧本中要求透露出来的信息以发问、闲聊等方式透露给其他玩家。可以撒谎可以演绎，按照自己的人物性格做出喜欢的选择
5	聊、搜	出现某些事件，或公共线索，或听取音视频里的线索，然后互相讨论。推动剧情的继续发展
6	拍、盘	玩家经过几个环节的沉淀，得出最终的结论，按照剧情要求拍凶/还原剧本，由 DM 揭晓真相，进行整个故事的复盘，给玩家最后的逻辑/情感冲击

数据来源：百度，西南证券整理

1.2 剧本杀乐趣：剧本杀凭社交性、游戏性、趣味性取胜，满足桌游多元化需求

剧本杀的社交互动游戏属性体现其社交性。相比狼人杀，剧本杀更接近社交演绎游戏的最终形态。它的灵活性，是其他刻板的桌游比如狼人杀，无法做到的。并且随时随地的聊天互动与设身处地的交谈可以更加刺激玩家的神经。而且剧本杀通过一定的角色演绎，对于缓解压力和克服社交恐惧有一定帮助，剧本杀可以在短时间内实现社交破冰，特别是剧本杀拼车模式可以创造出与陌生人游戏的机会，实现陌生人社交的平台。而剧本杀作为互动机制游戏，不光是玩家之间的故事，也是玩家和作者的故事。剧本杀蕴含了社交性、互动性、情景性等因素，能够满足玩家的社交需求。

剧本杀的悬疑解谜游戏属性体现其游戏性。刑侦悬疑的内容，喜欢推理过程中心脏怦怦跳的刺激感，每个玩家都可以短暂化身神探或凶手，挖掘线索，隐藏身份，解开谜题，一场游戏玩下来非常有成就感。并且内容的 IP 化更是将解谜游戏与其他游戏内容联动，更加吸

引不同的粉丝。同时剧本杀作为内容化游戏，剧本杀内容包容性极强，内容多样性强，也为团建、聚会等社交需求提供一个新平台。

剧本杀的角色扮演游戏属性体现其趣味性。剧本杀是一种角色扮演的推理游戏，玩家通过理解所扮演的游戏角色的情绪和故事，和其他玩家交流推理取证、寻找真相。在演绎不同的角色的过程中，因为有服装、道具、剧本、台词等，会让玩家产生代入感，获得沉浸式体验，体会到不同的人生。而拥有出色的剧本的剧本杀不仅仅是个简单的推理游戏，还会给人带来奇妙的情感体验。跳脱出熟悉的日常，沉浸在另一个世界中，感受其他人的情感，是许多人迷恋剧本杀的原因。例如《北国之春》的剧本，它是根据切尔诺贝利事件改编的剧本，里面有很多需要玩家抉择的情节，而每一次抉择都关乎着所有人的命运。游戏玩到最后，屏幕中播放出切尔诺贝利的视频，当玩家扮演了几小时亲历者之后，再去观看这场事故，除了震撼，还多了一层对灾难的痛感和反思。同时剧本游戏独特的魅力在于它是包含审美价值体系在内的文化娱乐产物。玩家通过扮演角色与他人互动获得新的生命体验，这种体验有别于重复的策略性体验，它是不可复制且有独立价值的。

2 中国剧本杀行业发展：综艺、线下店面、线上 APP 三因素助力行业发展

2.1 四阶段发展历程

芒果 TV《明星大侦探》使剧本杀普及全国，线上线下协同发展。剧本杀在 2013 年就通过《死穿白》的英译本进入中国，桌游玩家开始接触这类新游。桌游线下店陆续出现，开始出现一批剧本杀的忠实粉丝。2016 年年初，芒果的《明星大侦探》上线，明星效应加新奇的游戏模式让剧本杀在国内迅速出圈。原有的桌游店迅速转型或者兼职成为剧本杀店，全国各地开始大规模出现剧本杀店，同时原有的桌游玩家因为新奇的玩法迅速转化成剧本杀玩家，并有一部分新玩家因为综艺的明星效应初步尝试剧本杀，并转化成忠实粉丝。玩家规模大幅增长。同时也有越来越多的创作者开始尝试创作剧本杀剧本。各地的剧本店为推动剧本杀在国内的普及做出了极大地贡献，而创作者创作的剧本也逐渐出现了一些经典之作，这些经典之作又进一步让各个店面有了更好的收益和复购率。同时，也出现了剧本杀的线上 APP。综艺、线下店面、线上 APP，这些都一起推动着剧本杀在国内的发展。

表 3：《明星大侦探》第一季剧集

集数	名称	题材	《明侦》分集题材来源
1	网红校花的堕落	现代/校园	韩国综艺《犯罪现场》
2	冲不上的云霄	现代/都市	韩国综艺《犯罪现场》
3	男团鲜肉的战争	现代/都市	《原来是美男啊》
4	人鱼之泪	现代/文艺	《海的女儿》
5	消失的新郎	现代/都市	韩国综艺《犯罪现场》
6	疯狂的郁金香	现代/都市	韩国综艺《犯罪现场》
7	请回答 1988	当代/情感	《请回答 1988》
8	都是漂亮惹的祸	现代/都市	《名侦探柯南》
9	决战欧冠之巅	现代/足球	欧洲冠军联赛

集数	名称	题材	《明侦》分集题材来源
10	英雄不联盟	幻想/漫威	《复仇者联盟》
11	帅府有鬼	近代/灵异	原创

数据来源：芒果TV，西南证券整理

2018年，线上剧本杀风口来临，“我是谜”、“百变大侦探”等项目都先后获得了融资，投资方中不乏金沙江创投、经纬中国等明星机构。资本的进入使行业知名度进一步增加。2019年，线下剧本杀爆发。据艾媒咨询的相关报道，2019年全国的剧本杀店数量由2400家飙升至12000家，多数玩家也是在这一年首次体验线下剧本杀。2020年新冠的来袭助推线上娱乐发展，线上APP迎来新一轮规模爆发；下半年后疫情时期，被压抑的线下娱乐需求释放出来，消费者对社交游戏需求大增，线下剧本杀吸引更多年轻消费者加入。同时2021年以来以芒果TV为首的众多剧本杀类综艺和剧本杀资深粉丝及桌游爱好者的带头推广等诸多因素的共同推广下，剧本杀逐渐成为主流娱乐方式。

图2：剧本杀与狼人杀搜索趋势



数据来源：百度指数，西南证券整理

图3：剧本杀四阶段发展历程



数据来源：艾媒咨询，西南证券整理

表 4: 芒果 TV 系列综艺

节目	上映时间	参演嘉宾	播放量 (亿次)	豆瓣评分
《明星大侦探》第一季	2016.3.27-2016.6.23	何炅、撒贝宁、王鸥、大张伟等	13.5	9.3
《明星大侦探》第二季	2017.1.13-2017.4.14	何炅、撒贝宁、王鸥、白敬亭等	24.5	9.1
《明星大侦探》第三季	2017.9.22-2018.1.26	何炅、撒贝宁、白敬亭、张若昀等	39.5	9.1

数据来源: 豆瓣, 骨朵数据, 西南证券整理

2.2 行业规模分析: 剧本杀成为线下娱乐市场的新宠, 行业整体规模巨大, 增长快

据艾媒咨询的相关报道, 2019 年中国剧本杀行业市场规模超过百亿元, 同比增长 68%, 2020 年受疫情影响市场规模依然逆势增长, 但增幅回落至 7%, 预计到 2021 年中国剧本杀行业市场规模将增至 170.2 亿元, 预计到 2022 年市场规模 238.9 亿元。企查查数据则显示, 截至 2020 年底, 名称或经营范围含“剧本杀”“桌游”的相关企业和个体工商户超过 6500 家, 江苏、陕西和湖北分别以 674 家、650 家和 526 家位列前三。据美团研究院数据统计, 截至 2019 年 12 月, 全国的线下剧本杀店已经由 1 月的 2400 家飙升到 12000 家, 一年之间开出一万家门店。2020 年底, 全国已经有 30000 家剧本杀店。仅在 2020 年, 以工商登记为准, 2020 年共计新增剧本杀相关企业 (全部企业状态) 3196 家, 同比增长了 63%。不仅是线下, 线上的剧本杀也同样火爆, 2020 年春节期间, 线上剧本杀 APP《我是谜》的用户数激增 800 万。

图 4: 2018-2022 年中国剧本杀行业规模及预测


数据来源: 艾媒咨询, 西南证券整理

图 5: 国内剧本杀注册店家数量及增量

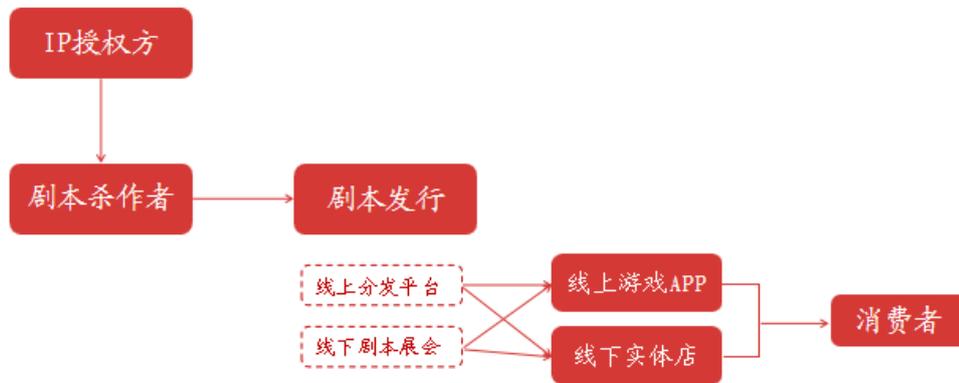

数据来源: 美团研究院, 西南证券整理

3 中国剧本杀产业链

3.1 产业链介绍：市场初期，商业模式难以规模化

剧本杀产业链已初步形成。从初期的不温不火到成为爆款综艺题材，从名不见经传到引起资本关注，剧本杀作为一种新兴的线下娱乐方式，受到了众多年轻消费者的追捧，逐渐成为如今年轻一代消费者娱乐、社交的不二之选。随着行业规模的扩大，产业的生态也在逐步完善。目前已初步形成剧本创作者——剧本分发商/平台——线上游戏 APP/线下实体店——消费者为主轴的产业链，延伸产业链包括剧本杀主持人（DM）培训、剧本杀作者培训、线下实景布置与剧本印刷等。

图 6：剧本杀产业链



图片来源：芒果TV，西南证券整理

作者创作出剧本，剧本的发行商以买断或分成的方式购买剧本，印刷、包装、配备道具后售卖给实体店商家，实体店商家向用户收取门票费用。剧本分发平台则更像是行业电商的角色，吸引剧本杀创作者及其工作平台入驻，将剧本售卖给线下实体店。线上游戏 APP 凭借网络优势，与线下的实体店相互引流，为行业带来更多的想象力。

下游玩家沉淀在私域，商业模式难以规模化。上下游之间目前还未形成良性反哺，市场在剧本、玩法亦或作者分成、定价等关键环节都缺乏制度准则，无序、草莽状态下难做规模。目前玩家侧还未发现较好的流量入口，已有的剧本杀测评小程序、公众号、抖音号等数据表现均不佳，店铺通常通过微信群的方式来管理、运营已沉淀为店家私域流量资产的玩家。剧本杀的剧本口碑往往依赖于店家微信群内的口口相传、用户反馈，玩家与店铺之间的壁垒还未被打破，不利于单店破圈与 IP 传播。

3.2 上游供给剧本创作者：创作者百花齐放，剧本盗版猖獗

剧本杀剧本创作者被称为剧本杀编剧，也称为剧本杀作者，同时“监制”等称谓也是剧本杀里常见的。在一个剧本杀内容的创作中，监制更像是编剧，主要负责“搭骨架”，作者则负责填充“血肉”。但也会出现监制、作者是同一人的情况。目前剧本杀剧本创作端，绝大多数人仍以兼职为主，少部分头部作者以此为生。在 2013-2016 年，剧本杀作者来自于剧本杀店家，他们可能入局较早，在早期圈子、产出较小的时候开始尝试自己创作，另外也有

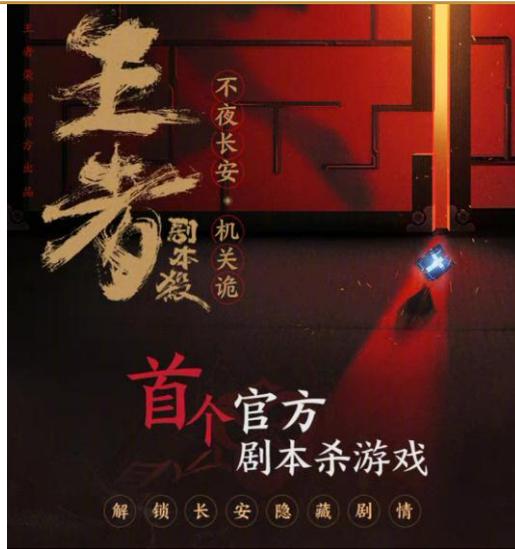
国外剧本的翻译者加入。在 2016 年《明星大侦探》带动剧本杀迅速出圈后，越来越多的资深剧本杀玩家、网文作者、网剧编剧以及影视剧编剧开始自己创作。截止 2020 年底，因为版权保护及净网导致剧本杀作者增多，根据剧本分发平台“黑探有品”数据，目前全国剧本创作者数量在 4000-5000 之间。2020 年小黑探上架剧本总数超过 3000 本，年剧本成交额接近亿元，即单个剧本在小黑探上平均销售额就达到了 3 万元左右。

剧本杀作者现在主要分为个人作者以及团队作者。个人作者以初入作者以及明星作者为主；初入作者能力不强，没有代表作，难以出头；而在行业里深耕、已经创作出成功作品的作家，本身已经具有很强的创作能力，有固定渠道发行与营销，年收入可达到百万。而团队作者往往采用共同创作的模式。有些从兴趣出发，更偏向于自己或小团队的合作，例如自己擅长的民国元素再配上他人擅长的恐怖、硬核元素组成民国类作品。而目前大多数团队脱胎于影视剧行业、拥有大量作者资源库，他们的创作则更偏向于影视剧剧本创作逻辑。目前剧本杀内容的体量完全靠单个作者来进行创作是需要花费很多的时间和精力，大部分作者一年只能创作 2-3 部作品。如果想要提高产能，就需要团队模式创作来提高效率。

创作团队规模化与“内容+发行”综合性平台趋势明显。每周开选题会，监制和作者会准备提案，发行、市场人员会根据与店家沟通情况，反馈市场缺少的题材、玩家的需求和喜好的变化等，通过选题与这些反馈结合后，作者进行创作。到了具体创作中，也并不是作者一人独立完成。很多团队一部作品基本上会有 2-3 个作者共同完成：有的负责游戏机制、有的负责凶案推理、有的负责文笔润色。监制会把控整个故事核心诡计和玩家要体验到的情感诉求。游戏策划人员负责游戏框架，储备的作家和写手负责内容填充，原先累积的影视编剧、策划编辑作为监制，一个大致的、各司其职的团队就组建而成。**发行与作者的合作模式多样化。**发行与作者的合作模式大约分为四种：买断、保底加分成、纯分成、签约。买断即一口价，买断稿酬在 5 千到 20 万元不等；分成则是编剧与发行公司签订合同，约定分成比例。分成模式主要为四六分（作者四，发行六）、三七分（作者三，发行七），部分头部作者可以和发行谈到五五分成。保底加分成则是按照稿费+售卖提成来获得收入，根据空然新语工作室，目前线上收稿基本稿费在 500-5000 元不止，售卖提成则根据发行方的出售情况，分得 10%-20%。现在知名工作室主要有叁千世界、沧之溟、all in 工作室、空然新语等。

IP 持有方，加快进入剧本杀行业。在内容创作上，目前绝大多数作者仍然是原创故事与 IP。但也有一些知名 IP 方，如《王者荣耀》、《唐人街探案》，开始将 IP 授权给一些剧本杀工作室进行创作。对于这些超级 IP 来说，将自身 IP 与当前线下娱乐形式结合，也成为一种用户拓展与流量变现的手段。而对于一些普通 IP 的拥有方而言，如果未来行业需求持续扩张，IP 授权剧本杀，也将成为一种 IP 变现的新形式。有些无法发布的游戏、影视 demo 也会被改写成剧本杀的形式，输出新的内容。因此近年来，剧本杀行业的 IP 化趋势不断加快，许多知名 IP 持有方都开始加快内容授权。长远来看，大 IP 的剧本创作有望进一步推动剧本杀游戏行的破圈。同时，剧本杀独一无二的沉浸剧本以及推理玩法也有助于 IP 的内容运营，提升用户对于 IP 的认可度。2021 年初至今新推出的剧本中，大 IP 占据相当比例。年初以来，线下展会首发的重磅产品中，包含了网文 IP《鬼吹灯》、《诡秘之主》、综艺 IP《乘风破浪的姐姐》、影视 IP《琅琊榜》、游戏 IP《王者荣耀》等，覆盖的 IP 类型非常广。这些 IP 授权的剧本大多是以限量本的形式出现，受到线下剧本杀店的追捧。

图 7: 《王者荣耀》首个剧本杀游戏宣传图



数据来源: 豆瓣, 西南证券整理

剧本创作者创作不易, 具体表现为以下几点: 1) 市场要求严格。剧本杀的创作尽管门槛并不高, 但是优秀的剧本创作难度很高。随着玩家经验的加深、玩法的升级, 以及市场扩大下竞争力的加剧等因素, 对于剧本杀编剧的要求会更加严格, 一个好剧本需要追求题材的极致和创新, 并且内容在完整性、可读性, 互动节点都有一定亮点。2) 剧本杀处于初级并且粗发的发展阶段, 市场监管不严。行业“喜新厌旧”, 内容购置成本居高不下才在供给端形成“劣币驱逐良币”现象剧本, 质量良莠不齐, 抄袭严重, 编剧维权难, 玩家体验不好。3) 因为剧本的高要求, 高成本, 盗版猖獗。一些线下店铺为降低熟客复购成本, 主动将钱送到盗版者口袋, QQ 群、闲鱼上仍然充斥着极低价格的剧本售卖信息, 其中不乏《古木吟》《第二十二条校规》等著名剧本。4) 内容市场竞争激烈, 内容同质化严重, 无法盈利。剧本杀作品题材一般集中于古风、武侠、推理、恐怖、西方魔幻、情感等题材, 题材整体较为单一, 剧情内容同质化也比较严重, 因此作者投稿失败率高, 无法盈利。

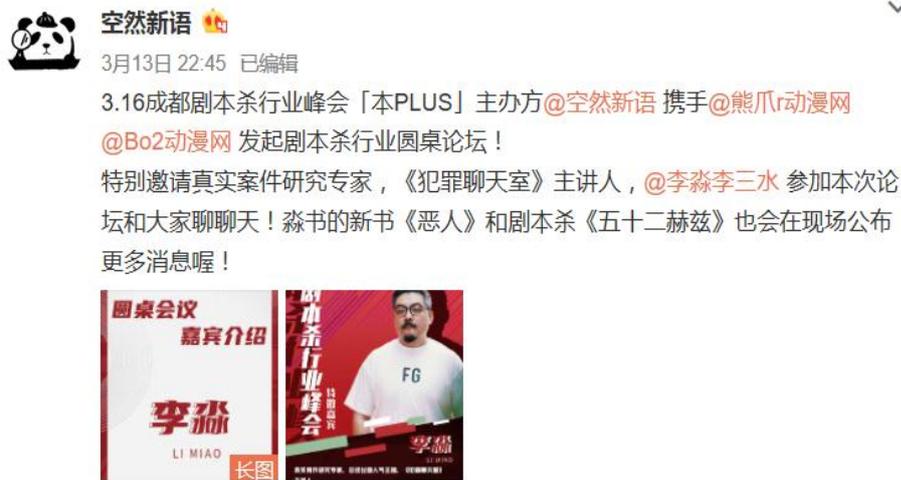
图 8: 电商市场剧本盗版猖獗



数据来源: 淘宝 APP, 西南证券整理

剧本内容未来趋势体现在 **1) 剧本内容的高质量化**。随着市场的要求越来越高，只有高质量的剧本才能满足玩家的游戏体验。如空然新语工作室邀请马伯庸、李淼等著名作家加入作家矩阵中。这些作家在剧本创作中相当于监制，发挥其高超的创意、世界观搭建、严密的创作逻辑和高水准的内容品质把控能力，通过他们在文学作品中的经验和能力将剧本内容的文学性提升到一个很高的层面。**2) 体系化趋势，规模化趋势**。目前剧本杀创作效率低，价格高。大部分作者一年只能创作 2-3 部作品。如果想要提高产能，未来团队体系化与规模化是必然趋势。**3) 剧本联名 IP 化趋势**。破圈的合作慢慢出现包括影视剧、电影、小说、游戏等，越来越多的 IP 开始寻求和剧本杀合作。最近《王者荣耀》《琅琊榜》等 IP 在被改编成剧本杀的形式后，收获了一众爱好者的好评，IP 化可以更好的增强用户粘性及好奇心，对内容有更高的期待。不过单个 IP 可以覆盖的人群有限，要实现多 IP 化运营，才有可能覆盖更广泛的人群，进而实现有效增长。**4) 掮客或者大内容平台涌入**。例如淘宝直通车的创始人之一的陈堃创建整合平台整合剧本发行、作者、DM、商家、玩家。以及芒果打造剧本杀衍生产品。

图 9：著名作家李淼与剧本杀创作团队合作



数据来源：微博，西南证券整理

3.3 剧本销售渠道分析

当前剧本的销售渠道主要分为线上分发平台和发行商以及展会销售。

3.3.1 线上分发平台销售剧本：黑探有品行业领先

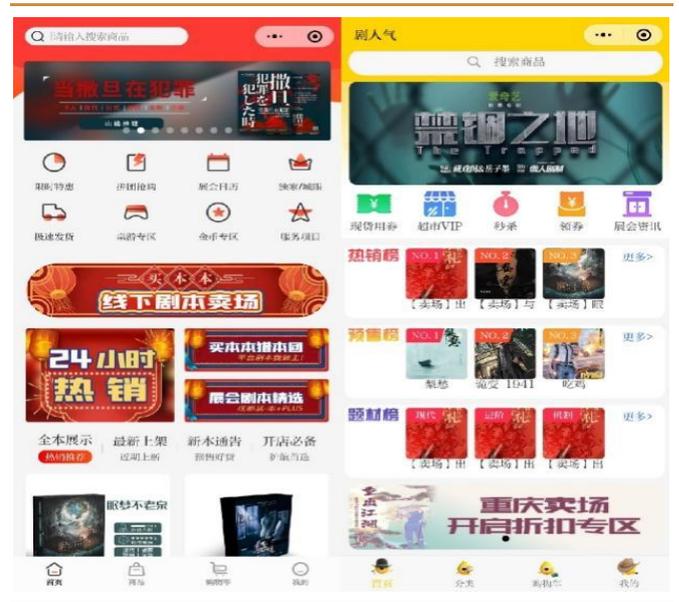
黑探有品行业领先，剧人气、买本本紧随其后。为给内容创作者和线下体验店“牵线搭桥”，剧本分发平台“小黑探”于 2018 年成立，旗下自营剧本分发平台“黑探有品”是提供主题剧本分发和交易的综合型服务平台。平台内会上架正版剧本杀游戏、实景主题等，实体店可在平台进行采购，为上下游提供便捷方便的交易渠道。截至 2020 年年末，“黑探有品”已经上架 3500 个剧本，月 GMV 超过 1500 万元，注册用户近 20 万人。另外较为出名的线上分发平台则为剧人气和买本本小程序。

图 10: 黑探有品



数据来源: 黑探有品小程序, 西南证券整理

图 11: 刷人气、买本本小程序图



数据来源: 刷人气、买本本小程序, 西南证券整理

3.3.2 发行商以及线下展会销售剧本: 发行商未来可成长性高

发行商存在整合机会。剧本发行是剧本杀行业的中流砥柱, 常以工作室的形式存在。发行商主要负责招收作者并与其谈好分成, 将剧本印刷包装, 匹配道具, 再带着成品去向店家销售。目前剧本杀行业由发行商主导, 当前市面上约有 300 多家发行商。在行业监管尚不健全的大环境下, 发行商现属于野蛮生长, 闷声发大财, 不受监管、不交税的暴利期。

线下剧本杀展会“通宵达旦”只为测出好本。发行商需要宣传和售卖作者新写的剧本, 店家需要测试和购买优质的剧本, 于是线下的剧本展会应运而生。展会的主办方一般是全国知名的发行工作室, 前来购买优质剧本的店家则在展会上测本, 通宵达旦打本只为购买到最能吸引消费者的剧本。在今年年初厦门首届尾牙剧本杀展会《拨云见鹭》上, 共吸引了超过 500 家剧本杀店家参与。2020 年全国共举办了 18 场剧本杀展会, 而今年未过半就已举办了 13 场线下展会, 行业正在高速发展中。

图 12: 线下展会现场图 1



数据来源: 小红书, 西南证券整理

图 13: 线下展会现场图 2



数据来源: 小红书, 西南证券整理

表 5：2020 及 2021 线下剧本杀展会日历表

展会名称	举办日期	举办城市	展会名称	举办日期	举办城市
从黔出发贵阳冬季剧本展	2021.1.4-2021.1.7	贵阳	盘剧燕赵	2021.6.1-2021.6.4	石家庄
剧江城剧本展	2021.1.12-2021.1.15	武汉	本墨青岛	2021.6.7-2021.6.9	青岛
拨云见鹭剧本展	2021.1.12-2021.1.15	厦门	微缘庐聚	2021.6.10-2021.6.12	合肥
本缘武汉剧本展	2021.1.23-2021.1.25	武汉	我本齐鲁剧本交流会	2021.6.15-2021.6.17	济南
魔都新星剧本展	2021.1.26-2021.1.28	上海	夏良剧本文化艺术展	2021.6.18-2021.6.20	贵阳
笔底春风剧本展	2021.3.2-2021.3.5	南京	青纹畅剧	2021.6.22-2021.6.24	西安
不离剧本杭州剧本展	2021.3.9-2021.3.11	杭州	本缘·成都	2021.6.23-2021.6.25	成都
来搞爆本	2021.3.16-2021.3.19	成都	巴渝剧宴剧本展会	2021.6.29-2021.7.1	重庆
有酒且长歌	2021.3.22-2021.3.24	济南	大航海时代剧本展	2021.7.6-2021.7.8	青岛
本缘·郑州	2021.3.24-2021.3.26	郑州	梦回敦煌	2021.7.13-2021.7.15	敦煌
中国沉浸式剧本娱乐行业年会	2021.3.29	天津	云幕高张·夏剧张垣	2021.7.14-2021.7.16	张家口
大唐剧献	2021.4.6-2021.4.9	西安	本缘·西安	2021.7.27-2021.7.29	西安
本缘·南京	2021.4.7-2021.4.9	南京	本缘太原	2021.7.27-2021.7.29	太原
丽江拾贰精品剧本展	2021.4.12-2021.4.14	丽江	一本正京	2021.8.3-2021.8.5	北京
天涯海角剧鹿城	2021.4.15-2021.4.18	三亚	本缘·西安	2021.8.9-2021.8.11	西安
青春芒果剧本展	2021.4.20-2021.4.22	成都	国游风华剧本游戏嘉年华	2021.8.17-2021.8.19	北京
郑州商都论剧	2021.4.27-2021.4.29	郑州	剧觅知音·纵横江城	2021.8.30-2021.9.2	武汉
塞上江南以本会友	2021.4.27-2021.4.30	银川	梦回渔窑精品展	2021.8.31-2021.9.2	长沙
湘会剧本交流展	2021.5.7-2021.5.9	长沙	剧汇郑州 IP 项目交易会	2021.8.31-2021.9.2	宁波
嗨 Go 剧本展会嘉年华	2021.5.10-2021.5.13	杭州	秘剧金城剧本展	2021.9.14-2021.9.16	兰州
重出江湖剧本展	2021.5.11-2021.5.13	重庆	一世阑珊	2021.10.11-2021.10.14	长沙
常州吾同剧本杀交流展	2021.5.18-2021.5.20	常州	重庆·本聚山城	2021.10.12-2021.10.14	重庆
本缘·广州	2021.5.25-2021.5.27	广州	山城秋聚	2021.10.18-2021.10.20	重庆
本缘·上海	2021.5.25-2021.5.28	上海	行云剧本行业作品交流会	2021.11.17-2021.11.19	昆明
预见 U 本	2021.6.1-2021.6.3	郑州	海天剧宴剧本展会	2021.11.22-2021.11.25	海口
璧山推理剧本盛典	2021.6.1-2021.6.4	重庆			

数据来源：豆瓣，西南证券整理

发行商未来可成长性高，具备制作超级 IP 的潜力。剧本杀圈已经出现了一些现象级剧本，如《古木吟》、《你好》等，被誉为最好哭的情感沉浸本，不少剧本杀店铺的抖音宣传，甚至主打玩家玩《古木吟》抱头痛哭的小视频。积累了大量的游戏玩家后，该类现象级剧本有搬上荧幕，IP 影视化的潜力。

3.4 线下剧本门店分析：竞争激烈、缺乏优质标的、无法规模化

剧本杀店家向玩家收取门票费用来获得收入。一次剧本杀的时间在 2-6 小时左右，一般由 5-12 人共同参与。门票费在几十元到几百元之间不等，二线城市的剧本杀多在百元以下，一线城市则以 200-300 元为主。对于门店吸引客流量，提高单价的核心，除了剧本这一元素之外，由 DM 与道具布景提供的沉浸体验，门店风格特色化的独特经营策

略以及靠近商圈、景区、高校的门店选址。

剧本门店成本主要由房租、装修、剧本、道具以及 DM 工资构成。其中剧本成本占比较大，因为剧本杀是体验性游戏，复玩率低，需要店家不断从市面上选购质量够好的剧本充盈库存，仅在开业之初，按一个剧本 1000 元计算，开一家有 100 个剧本的店，单单是剧本购买就得支出 10 万元；并且为了维持客流量增长，店家还需要不断购入大热剧本吸引新的玩家进入。而线下门店体验不仅仅是良好的剧本，还需要 DM 的演技。几个小时的剧本杀，如果没有一个声情并茂的 DM，玩家的代入感会很差。而选拔和培养一个称职 DM，需要花费的不仅是金钱，还有大把精力。目前 DM 的流失率也比较高，大致在 30% 的水平。《2021 年中国剧本杀行业研究报告》显示，线下剧本杀的单次平均消费金额在几十元到几百元之间。二线城市的剧本杀单人票价多在百元以下，一线城市则以 200-300 元为主。加上装修、人工和剧本采购等费用，一家剧本杀线下实体店的前期投入在 30-100 万元不等，运营良好的店家半年左右可以收回成本，实现盈利。但大多数剧本杀店铺回本困难，真正运营较好的线下门店都是开店兼发行，培养自己的作者群，普通的店家很难找到合适的盈利模式。

作为新兴的行业，剧本杀没有相匹配的行业法规出台，其发展过程中也存在着诸多问题。具体体现在：**1) 不尊重知识产权。**很多刚开的小店为了节省成本，会选择购买盗版；而低价恶性竞争导致大量剧本内容的抄袭以及同质化。**2) 运营不合法。**很多剧本杀门店没有正式牌照，甚至不一定有正式的门店。很多人直接在自己租的公寓里开场子，用扫楼的方式拉人进“店”。并且将租房或者住家作为场所，对附近居民的生活造成很大影响。**3) 缺乏优质店铺。**激烈的区域恶性竞争导致客单价一再降低，好剧本成本大幅上涨，行业长期处于“喜新厌旧”状态；这种状态又导致单店难以规模化，必须不停采买剧本吸引新玩家，营销成本和内容购置成本居高不下。这样的恶性竞争导致连锁或加盟品牌十分少，绝大多数还处在作坊模式，仅靠明星剧本盈利，商业模式难以规模化。

未来趋势体现在：1) 店铺差异化以及特色化，专研某一种风格，例如古风、民国或者和风；**2) 实景、沉浸体验方向趋势化。**未来的剧本杀，不会以某种单一形式存在，而是会与沉浸剧、密室等多种形式联合，演变出更多元化的玩法。2020 年，《我是谜》与大江户温泉共同打造了一个 15000 平的沉浸式剧场，有 50 多个 NPC（非玩家角色）在场，可以同时容纳 100 个玩家进行游戏，每个人都有不同的角色和任务，以及不同的故事走向和结局。**3) 文创项目化，**未来通过文创赋能线下场景，与戏剧、电影、游戏等方式结合，还天然具备院线模式。**4) DM 的网红式孵化。**DM 在一场剧本杀中扮演重要角色，负责内容呈现与环节组织，优秀的 DM 能很好对剧本内容加成，在很大程度上决定了玩家回头率。虽说 DM 对剧本的学习能力、领悟能力、情绪调动能力以及控场能力存在差异，但如果系统化的培训去规范这个工种，比如剧本杀行业出现北京电影学院这样的专业培训院校，按照网红模式孵化 DM，运营玩家群体能很好增加客流量。

3.5 线上 APP：线上 App 存在一定瓶颈，未来是线上引流线下

剧本杀行业迎来了快速发展，其中的主要表现是线下店数量的增加，以及线上该类 APP 的不断出现。对比来看，线下剧本杀的体验模式更加多样，道具、剧情等也更加精细，能带给玩家更好的、多样的体验感；线上则打破了时空的限制，并提供了不少免费本，降低了氪金门槛，体验感同时也会打折扣。线上 APP 用户留存率偏低，流量见顶，日活较难突破；线下剧本杀准入门槛较低，剧本质量参差不齐。即便门店数量每年都呈上涨趋势，但行业集中度不高、品牌效应不明显，始终阻碍着剧本杀游戏的发展。

表 6: 线上 APP 与线下门店对比

	线上 APP	线下门店
用户	以年轻用户为主, 主要为高中生、大学生、初入职场的人群	年龄跨度较大, 大部分是 25—35 岁具有一定消费能力的人群
剧本花费	设有免费本, 大部分收费剧本也最多在一百元左右	门槛高, 大多数在 80—300 元不等
玩法	单一, 主要为推断凶手	形式多样化, 有还原本、阵营本等等
剧本质量	内容单一且内容同质化, 时长较短, 但流程可控性强, 利于规模化	内容逻辑、丰富度、体验感上更胜一筹, 时长 3-8 小时
体验感受	缺乏 DM、道具以及场景布置, 体验较差, 主要是文字推理	DM、道具以及实景化加成玩家体验, 培养玩家忠实度
付费习惯	消费能力有限, 剧本体验差, 付费意愿低	付费意愿高
运营方式	侧重新手引导或用户活动留存	风格特色化, 培养核心玩家

数据来源: 百度, 西南证券整理

目前线上剧本杀 APP 主要有“百变大侦探”、“我是谜”、“剧本杀”、“戏精大侦探”等。其中“我是谜”为《明星大侦探》第四季指定 App, “百变大侦探”是《明星大侦探》第六季指定 APP。随着剧本杀的火爆, 资本也闻风而至。**2018 年是线上 APP 的投资元年**, 剧本杀线上玩家接连接受市场的融资——“我是谜”、“戏多多”、“资本大侦探”等平台均在 2018 年前后获得了近百万天使轮融资。

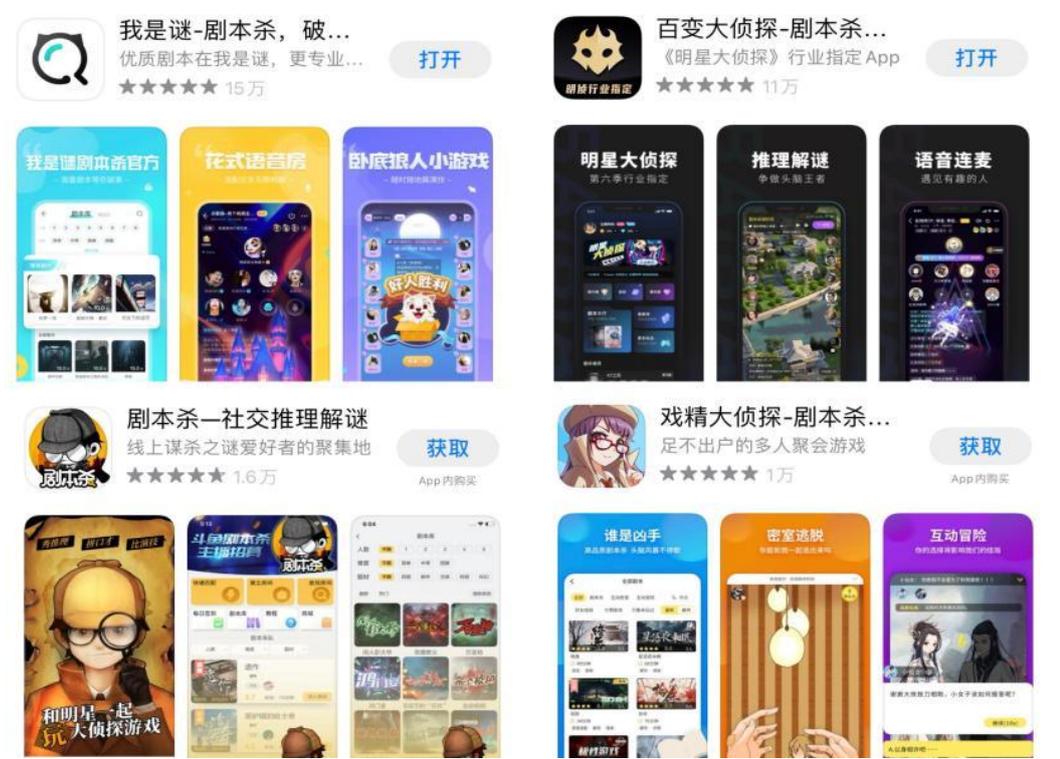
表 7: 线上 APP 融资情况

项目名称	成立时间	最新融资及天使轮	融资时间	融资金额	投资方	所在地
戏多多	2018.02.11	天使轮	2019.02.28	数百万元	险峰 K2VC	湖北
我是谜	2018.01	战略投资	2020.08.06	未披露	昆仑万维	上海
		天使轮	2018.07.18	数百万元	金沙江创投	
戏精大侦探	2018.01.09	天使轮	2018.05.15	数百万元	经纬中国	陕西
百变大侦探	2017.12.14	战略投资	2020.11.09	3000 万元	微派网络	北京
		天使轮	2018.10.15	未披露	电竞女神小苍等	

数据来源: 启信宝, 百度, 西南证券整理

2020 年疫情发生后, 线上剧本杀 APP 实现爆发。据七麦数据统计, 2020 年春节前后七天, 有 6 款线上社交游戏跻身上升 Top 20 的应用榜单, 其中四款是专门的剧本杀 APP 以及包含剧本杀的游戏应用, 例如《我是谜》、《百变大侦探》, 《玩吧》。其中《我是谜》春节期间登上社交榜第三, 总榜排名第十二。春节 15 天内总体用户上涨了 20%~30%。据统计《我是谜》线上剧本杀 APP 的总体用户量在 5000 万人左右。目前, 线上商业化变现核心主要围绕剧本付费, 此外皮肤、道具等也采用付费模式。

图 14: 线上 APP 下载页面



数据来源: App Store, 西南证券整理

线上 App 存在一定瓶颈。1) 线上 APP 的便捷与低成本并不能弥补其体验环节的缺失; 而剧本杀游戏的核心是优质内容、沉浸体验、个性化服务三个维度, 线上缺少沉浸体验、个性化服务两个维度, 因此无法满足目标消费者的需求。2) 线上剧本杀 App 因为客单价低, 难以吸引好的剧本。线上 APP 销售的剧本, 单本售价一般在 5~10 元/人左右。除去渠道分成, 一般给予作者分成在 2~3 元左右。若单个剧本在线上有 1 万次消费, 则剧本杀作者可以获得 2-3 万元的收入。2-3 万元是剧本销售给线下门店的平均收入。这在一定程度上阻碍了作者和剧本发行方, 将优秀的剧本进行线上销售的意愿。3) 线上游戏 App 一般缺少 DM 的身份, 游戏体验难以保证。DM 往往是将剧本文字呈现出来的重要环节, 通过相应环节串联与演技展示使玩家更有沉浸感。并且虚拟身份匹配、连麦沟通的模式使得交互流程很难规范, 掉线对其他玩家体验影响巨大, 所以线上完局率非常重要。

未来趋势将是线上流量引流线下盈利。用户付费意愿低、玩家状态差、体验差等原因也阻碍了线上变现的可能。从各大线上 APP 布局来看, 向线下引流将是线上产品的主要发展方向。例如“百变大神探”在 App 上提供了剧本杀门店预约服务, 将线上的用户向线下导流。2020 年 2 月, 线上剧本杀 APP “我是谜” APP 采用加盟直管的模式开始线下拓店, 目前已在全国开设 43 家品牌店铺, 包括上海、北京、天津、青岛等地, 单店月营业额超 20 万元。

图 15: 百变大侦探 APP 线下途径



数据来源: 百变大侦探 APP, 西南证券整理

图 16: 《我是谜》线下店加盟广告

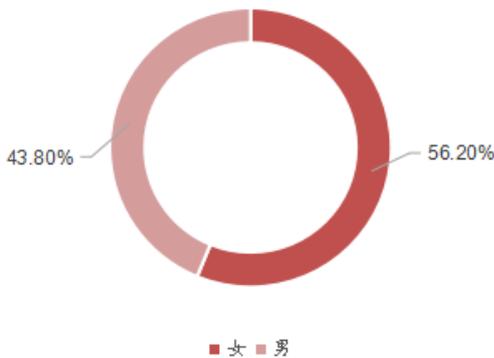


数据来源: 我是谜 APP, 西南证券整理

3.6 消费者: 年轻化趋势明显, 消费能力强

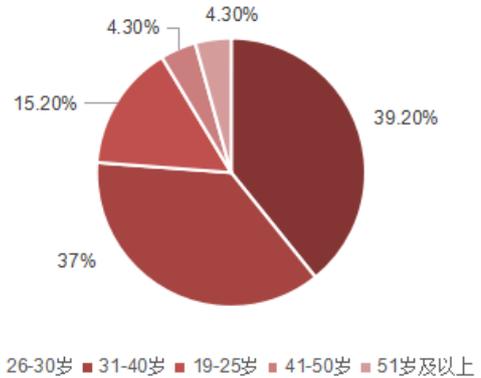
女性玩家为主, 年轻化趋势明显。艾媒咨询数据显示, 在性别分布上, 过半数(56.2%)剧本杀玩家为女性。年龄方面, 26-40 岁的人群为剧本杀重要消费用户。其中, 26-30 岁剧本杀消费者占比达 39.2%, 而 31-40 岁消费者占比为 37%。当前, 剧本杀形式主要有线上连线、线下圆桌、线下实景等。艾媒咨询的相关研究显示, 其中过半网民更偏好线上连线的形式, 而对于线下, 体验过圆桌和实景的比例分别为 39.8%、32.0%。

图 17: 2021 年 Q1 男女玩家比例



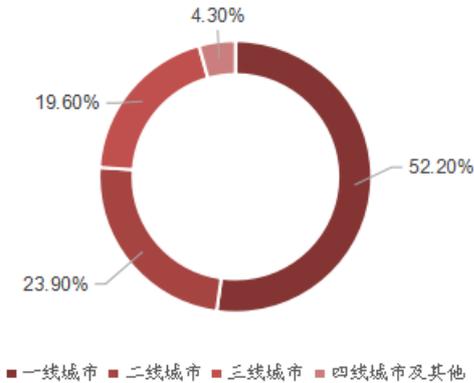
数据来源: 艾媒咨询, 西南证券整理

图 18: 2021 年 Q1 中国剧本杀玩家年龄分布

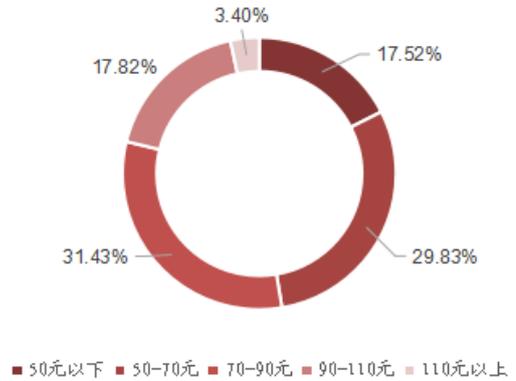


数据来源: 艾媒咨询, 西南证券整理

一二线城市更爱剧本杀, 客单价有提升空间。从城市线级分布来看, 剧本杀玩家主要集中在一、二线城市, 其中一线城市占比过半(52.2%), 二线城市占比 23.9%, 而三、四线城市玩家分布较少。艾媒咨询的相关研究显示, 61.26%的用户可以接受剧本杀游戏单价在 50-90 元, 同时也有不少用户能够接受更高的消费单价, 其中 17.82%用户接受的单价在 90-110 元, 更有 3.4%用户能接受 110 元以上。

图 19: 中国剧本杀玩家城市线级分布


数据来源: 艾媒咨询, 西南证券整理

图 20: 中国剧本杀玩家消费单价分布


数据来源: 艾媒咨询, 西南证券整理

4 中国剧本杀门店特点: 一二线城市热衷“沉浸式”, 三四线城市存在市场机会

五一前夕, 芒果 TV 热门综艺《明星大侦探》的线下体验店 M-CITY 明星大侦探的开业, 又一次将人们的目光聚集到了剧本杀线下实体店上。见微而知著, 明星大侦探线下实体店的火爆侧面展现了剧本杀门店正吸引消费者的目光, 成为 Z 世代年轻人的游戏社交新宠, 门店也在全国各个城市中快速发展, 以北上广为代表的一二线城市消费能力强, 消费者更偏爱体验感好、更加沉浸的实景搜证, 三四线城市则存在较多的个体经营的剧本杀店, 多以盒装本为主, 客单价较低, 连锁经营店存在下沉机会。

4.1 一、二线城市沉浸式剧本杀热度高, 北上广客单价居高不下

剧本杀门店数量过千, 客单价均过百。据艾媒咨询统计, 截至 2021 年 3 月, 剧本杀玩家主要集中在一、二线城市, 占比高达 76%。我们以剧本杀为关键词, 在美团 APP 上对 8 个一二线城市进行搜索, 整理出各城市包括连锁、加盟的线下门店数量。截至 2021 年 4 月底, 对美团 APP 上的剧本杀门店以“人气优先”进行排序后, 查看以下城市中客流量较大、具有代表性的门店的人均消费单价。

表 8: 8 个一二线城市的剧本杀门店数量

城市	上海	北京	成都	长沙	深圳	杭州	南京	重庆
门店数量(家)	1598	1699	1480	1318	1269	1241	1258	1140
客单价(元)	250-340	219-536	119-220	99-215	100-328	128-312	118-275	109-229

数据来源: 美团 APP, 西南证券整理

以“沉浸”作为关键词, 对 2021 年 4 月 12 日到 2021 年 5 月 11 日近 30 天的全国百度指数人群画像进行分析, 对沉浸式剧本杀关注度较高的前 5 名的城市分别是北京、成都、上海、重庆和杭州。

加盟模式助力新入门店发展，集中市场规模：1) 通过加盟可以提高新入门店的竞争力。品牌能让店铺前期少走弯路，使回本周期变快，绝大部分单店的竞争力都远远弱于品牌。2) **提高经营壁垒。**剧本杀的行业门槛很低，而通过加盟迅速挤压其他竞争力较弱的门店，提高市场集中度，快速建立行业壁垒。3) **解决供应链。**剧本杀是有创作-发行-线下门店的供应链规则，通过加盟可以借助品牌的原创剧本，并利用品牌知名度迅速积累客户。

图 24：究图推理加盟开店成本预算

开店成本预算		
面积	以150平方为例	
装修费	舒适简装	豪华精装
	80000	170000
房租	5000	
人工工资2人（不含提成）	6000	
耗材	25000	
合计	116000	206000

数据来源：究图推理官网，西南证券整理

图 25：究图推理加盟收益预估

收益预估	
人均消费	70/人
接待场次	4-5场（日均）
客流量	28-35人
月营业额	58800-73500
月成本	15000-20000
月盈利	41300-56000
回本周期	3-4个月

数据来源：究图推理官网，西南证券整理

上海某侦探推理实景体验馆每家实体店只做一个主题，一次只接待一个场次，拥有 200 m² 的单一主题和上百种物证，极大的提高了消费者的体验感，大众点评数据显示，三家门店的口碑分数均在 4.95 以上。成都某沉浸式剧本体验馆则依托于公司内部作者、设计团队，进行剧本创作，通过体验馆展示给大众并及时获得反馈，打通剧本杀上下游产业链，凭借精心制作的剧本和优秀的线下实体店口碑，目前加盟城市已突破 200 家。

图 26：剧本杀门店图 1


数据来源：大众点评，西南证券整理

图 27：剧本杀门店图 2


数据来源：大众点评，西南证券整理

4.2 三、四线城市多为零散经营，门店客单价较低

三、四线城市门店均为个体经营，连锁经营门店较少。我们以剧本杀为关键词，在美国 APP 上对 8 个三四线城市进行搜索，整理出各城市的线下门店数量。截至 2021 年 4 月底，8 个三四线城市的门店数量在 450-600 家之间，与一二线城市的 1100-1700 家相差 2.3 倍，

人均消费单价也在几十到一百多之间，消费水平较低。美团 APP 上的剧本杀门店多为个体经营，一二线城市常见的连锁剧本杀门店品牌较少。

表 9：8 个三四线城市的剧本杀门店数量

城市	潍坊	唐山	呼和浩特	芜湖	上饶	宜昌	襄阳	周口
门店数量(家)	509	588	606	585	469	544	488	460
客单价(元)	58-168	48-158	68-178	48-179	58-328	68-168	58-158	59-108

数据来源：美团 APP，西南证券整理

三四线城市个体经营较多，存在市场机会。周口某剧本杀侦探推理馆共有 51 个剧本，均为桌面剧本杀，无换装，但有 3 个不同风格的房间：古风、欧式与现代。剧本大部分为行业内较为出名的盒装本，如《你好》、《霸王别姬》、《前男友的 100 种死法》等，玩家可根据选择的剧本类型选择不同风格的房间，增加沉浸体验。对比上海的某家连锁推理馆的《霸王别姬》剧本，该店价格为 328/人，对比之下，上海的门店房间空间更大、装饰更加精致，每位消费者均要换装且做妆发造型，拥有更好的用户体验。同一个剧本，门店增加附加服务可提升消费单价，这也是三四线城市剧本杀门店的未来可探索的方向。

图 28：剧本杀门店图 1



数据来源：美团 APP，西南证券整理

图 29：剧本杀门店图 2



数据来源：美团 APP，西南证券整理

5 剧本杀，芒果定制的赛道

我们认为，剧本杀的赛道是芒果破圈的最好领域之一。简单来看，其发挥芒果的内容研发优势，单更深层次的是通过剧本杀的体验方式，极大的丰富芒果的会员体验感；同时，社交属性极强的玩法，将有效加强线上线下用户的交互，加深公司互联网的深度，推动芒果超媒从单纯的流媒体平台，向全渠道转化；终局上，将是芒果的文化输出重要渠道，长期文化品牌的树立，将是公司成为百年老店的基石。

我们认为，内容公司的互联网化，将全面逆袭过去的娱乐互联网商业模式，迪士尼如此，芒果依如此。

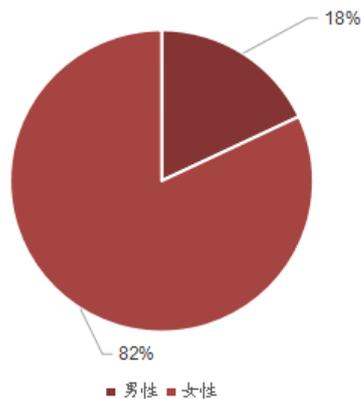
5.1 IP，剧本杀的商业护城河

5.1.1 《明侦》、《密逃》积累大量综艺粉丝，与剧本杀消费者画像相符

芒果的以综艺为核心的内容形式，在很大程度上，使其内容天然就和剧本杀的“本”高度匹配。

芒果 TV 主打年轻女性用户群体，与剧本杀用户画像相符。芒果 TV 一直主打年轻女性群体，与剧本杀的消费者画像不谋而合。在综艺体系上，芒果 TV 针对不同的女性群体分别打造了“脑力开发系列”、“心智成长系列”、“新型婚恋系列”、“代际情感系列”、“关爱社会系列”、“美好生活系列”、“人文品德系列”、“大型活动系列”八大系列综艺。据 QuestMobile 统计，2020 年芒果 TV 平台的男女性用户比为 18%：82%，女性占比远高于其他平台。在 2020 年 2 月，芒果 TV 在年轻女性中仍然有很高的受欢迎程度，可以看出芒果 TV 对于年轻女性的把握已经“炉火纯青”。而如前文所述，剧本杀除了单纯的游戏属性，社交、COS、美拍等属性都天然对女性具备极强的吸引力，所有芒果女性为主的粉丝画像，非常适合推动剧本杀业务的开展。

图 30：芒果 TV APP 用户性别比例



图片来源：QuestMobile，西南证券整理

表 10：不同年龄段女性视频 APP 偏好排名

排名	年龄段			
	00 后	95 后	85 后	75 后
1	影视大全	韩剧 TV	爱奇艺	360 影视大全
2	芒果 TV	人人视频	腾讯视频	抖音极速版
3	哔哩哔哩	芒果 TV	火山小视频	爱奇艺
4	韩剧 TV	影视大全	抖音极速版	好看视频
5	快影	哔哩哔哩	快手极速版	西瓜视频
6	360 影视大全	快影	抖音短视频	抖音短视频
7	快手	快手	微视	快手极速版
8	腾讯视频	腾讯视频	快手	优酷
9	快手极速版	快手极速版	优酷	火山小视频
10	爱奇艺	抖音短视频	芒果 TV	咪咕视频

数据来源：MobTech，西南证券整理

《明星大侦探》为芒果TV积累了大量热衷于实景解谜的观众。《明星大侦探6》于2021年3月17日完美收官，与一般综艺的“综N代”逐渐落寞不同，《明星大侦探6》打破了这个魔咒，六季节目加起来播放量合计超过250亿，《明星大侦探6》全网累计播放量超过40亿，全网热搜284个，相关话题阅读量超过260亿，豆瓣评分高达9.2，实现话题口碑双丰收，六季累计播放量超过250亿次。在观众的性别分布上，《密室大逃脱》、《明星大侦探》的男女观众比例约为2:8。

5.1.2 综艺制作能力强，构建“明侦宇宙”开发综艺长尾价值

“明侦宇宙”成型，节目长尾效应圈定忠实粉丝。《明星大侦探》区别于以往真人秀综艺的最大特点就在于：剧情式的内容设置能够带给观众们近乎电视剧的沉浸式观看感受。跨季连续的内容使得案件和人设可以串联起来并形成系列式的剧情。这种连贯性的剧情和人物正是建立“明侦宇宙”的核心，同时也是剧情式综艺所拥有的独一无二的优势。这种剧情式综艺因为内容连续性带来的厚积薄发的长尾效应。

图 31: 《明星大侦探》六季节目豆瓣评分 1

明星大侦探 第一季 (2016)



导演: 何忱
编剧: 何舒 / 陈晓翎 / 精盟 / 张梓燊 / 李磊
主演: 何炅 / 撒贝宁 / 乔振宇 / 王鸥 / 吴映洁 / 更多...
类型: 真人秀
官方网站: www.mgtv.com/v/2016/mxdzt/
制片国家/地区: 中国大陆
语言: 汉语普通话
首播: 2016-03-27(中国大陆)
集数: 13
单集片长: 75分钟
又名: 犯罪现场 / 犯罪现场中国版
IMDb链接: tt9332934



明星大侦探 第二季 (2017)



导演: 何忱
编剧: 何舒 / 陈晓翎 / 精盟 / 唐欣 / 张梓燊
主演: 何炅 / 撒贝宁 / 白敬亭 / 王嘉尔 / 吴映洁
类型: 真人秀
制片国家/地区: 中国大陆
语言: 汉语普通话
首播: 2017-01-13(中国大陆)
季数: 2
集数: 12
单集片长: 100分钟
又名: Who's the Murderer?



明星大侦探 第三季 (2017)



导演: 何舒
编剧: 陈晓翎 / 霍绍婷 / 王思睿 / 唐欣 / 张骁丹 / 黄盈娟 / 郝瑞莹 / 韩韵铃 / 区启尧 / 肖凯力
主演: 何炅 / 撒贝宁 / 吴映洁 / 白敬亭 / 吴磊 / 更多...
类型: 真人秀
制片国家/地区: 中国大陆
语言: 汉语普通话
首播: 2017-09-22(中国大陆)
集数: 13
单集片长: 90分钟
又名: Who's the Murderer?



图 32: 《明星大侦探》六季节目豆瓣评分 2

明星大侦探 第四季 (2018)



导演: 何舒
编剧: 陈晓翎
主演: 何炅 / 撒贝宁 / 王鸥 / 白敬亭 / 吴映洁 / 更多...
类型: 真人秀
制片国家/地区: 中国大陆
语言: 汉语普通话
首播: 2018-10-26(中国大陆)
集数: 12
单集片长: 100分钟
又名: 明星大侦探4 / Who's the Murderer?



明星大侦探 第五季 (2019)



导演: 何舒
编剧: 陈晓翎 / 霍绍婷
主演: 何炅 / 撒贝宁 / 白敬亭 / 王鸥 / 吴映洁 / 更多...
类型: 真人秀
制片国家/地区: 中国大陆
语言: 汉语普通话
首播: 2019-11-08(中国大陆)
集数: 12
单集片长: 170分钟
又名: Who's the Murderer?



明星大侦探 第六季 (2020)



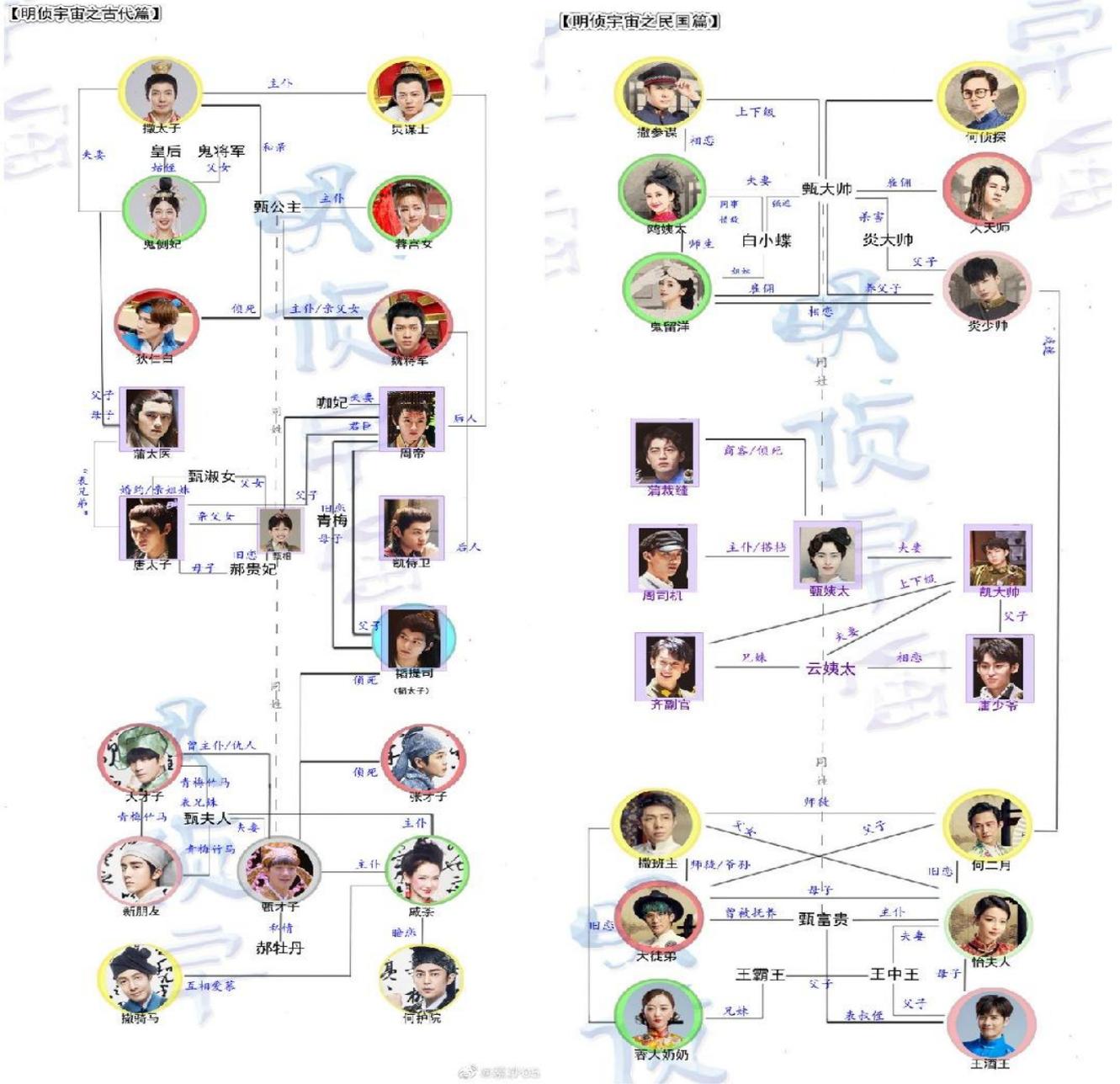
导演: 何舒 / 陈晓翎
编剧: 霍绍婷
主演: 何炅 / 撒贝宁 / 刘昊然 / 张若昀 / 白敬亭 / 更多...
类型: 真人秀
制片国家/地区: 中国大陆
语言: 汉语普通话
首播: 2020-12-24(中国大陆)
季数: 6
集数: 24
单集片长: 100分钟
又名: Who's the Murderer?



数据来源: 豆瓣, 西南证券整理

数据来源: 豆瓣, 西南证券整理

图 33: “明侦宇宙”系列角色关系图



图片来源: 微博, 西南证券整理

5.2 布局“M-City 明星大侦探”、“芒果探案馆”，涉足剧本杀产业链下游

首家自营剧本杀门店开业，品牌优势逐渐显露。今年四月三十日，芒果 TV 推出了全国首家《明星大侦探》剧本杀节目门店——芒果 M-CITY 明星大侦探长沙店，这也是芒果 TV 推出的首家自营实景娱乐品牌门店，将明星大侦探 IP 延伸至线下实景互动娱乐产业，进一步丰富芒果生态。

该店目前储备 300+剧本，按难度分为三大类别：“不一般的经典本”“有点东西的演绎本”“厉害了我的沉浸本”；开设 6 个主题场景，分别匹配中世纪欧洲、医院等多种时空，且都配备了私聊室和投票间。五一期间，自带流量的《明星大侦探》IP 吸引了众多游客，五天假期，门店累计体验人数超 900 人次，总营收超过长沙其它剧本杀门店一个月收入总和。开业仅 10 余天的门店已成为长沙剧本杀热门店铺 Top 1，美团评分 5.0、大众点评评分 4.90。尤其是 NZND、《学院怪谈》两个实景密室，口碑爆棚，目前预约已排挡至 5 月 17 日。

图 34：芒果 M-CITY 长沙店开业，游客如织



数据来源：芒果 TV 公众号，西南证券整理

图 35：M-CITY 店内场景图



数据来源：芒果 TV 公众号，西南证券整理

图 36：长沙剧本杀热门店铺 Top 1



数据来源：大众点评 APP，西南证券整理

图 37：NZND 密室搜证预约爆满



数据来源：大众点评 APP，西南证券整理

根据美团 APP 的信息，目前有 7 个主题开放预订，2 个实景搜证：NZND 主题与学院怪谈主题，5 个圆桌场次：2 个经典本、2 个演绎本与 1 个沉浸本。每天开放三个场次：10:00-13:30、15:00-18:30 以及晚间的 20:00-23:00 场次。

表 11: M-CITY 明星大侦探可预订主题介绍

类型	主题名称	游戏时长 (分钟)	参与人数 (人)	预订价格 (元)	适合人群
实景搜证	《学院怪谈》	210	7	328	高阶玩家
实景搜证	《NZND》	210	8	368	新手玩家
经典本	-	210	5-10	128	新手玩家
演绎本	-		5-10	148	高阶玩家
沉浸本	-	270	6-8	168	高阶玩家

数据来源: 美团 APP, 西南证券整理

通过查看 M-CITY 明星大侦探的预订小程序, 我们梳理了店内现有的 126 个剧本, 剧本类型涵盖欢乐阵营、硬核还原、古风情感、恐怖变格等多个细分类型, 大部分剧本的时长在 4 小时左右, 参与人数从 4-11 人均有剧本覆盖。

表 12: M-CITY 明星大侦探详细剧本介绍

剧本名称	类型	参与人数 (人)	剧本名称	类型	参与人数 (人)
豆大点事物语	还原; 本格	4	金陵神捕	倩女幽魂 IP	6
窥镜	还原; 现代	4	怨伶	恐怖; 变格	6
你没听过的鬼故事	灵异; 欢乐	5	寸血河山	武侠; 机制	6
云天纪·刺天	古风; 推凶	5	尸联航班	恐怖; 变格	6
红衣男孩	现代; 恐怖	5	黑色党徒	本格; 情感	6
前男友的一百种死法	欢乐; 情感	5	谁动了我的奶酪	剧情; 还原	6
蓝色大丽花	恐怖; 变格	5	inside 终章: 七个密室	硬核; 机制	6
叠	开放; 变格	5	沽酒掩红尘	情感; 沉浸	6
我见	日式; 治愈	5	古木吟	情感; 沉浸	6
得分王	欢乐; 还原	5	清水八幡	沉浸; 阵营	6
余香	硬核; 还原	5	北国之春	情感; 沉浸	6
人形师	恐怖; 阵营	5	雾夜将尽	硬核; 还原	6
酆都锣鼓	沉浸; 情感	5	夜华鬼棺	恐怖; 推理	6
颠倒梦想	硬核; 推理	5	来日方长	欢乐; 本格	6
奈奈	恐怖; 还原	5	恶渊百物语	恐怖; 本格	6
寻人启事	合作; 还原	5	安生	情感; 沉浸	6
收容失效	科幻	5	老槐树	民国; 欢乐	6
人皮灯笼	恐怖; 变格	5	鸾飞戾天	古风; 沉浸	6
面剧	硬核; 推理	5	蛊魂铃 1	古风; 变格	6
杀人回忆	本格; 烧脑	5	窗边的女人	恐怖; 推凶	6
人鱼馆	校园; 微恐	5	欺诈者	本格; 推理	6
醒来	本格; 推理	5	涂川	古风; 情感	7
风中有朵雨做的云	剧情; 还原	5	诡计博物馆	现代; 诡计	7
苏荷	情感; 变格	5	龙吟	沉浸; 现代	7
年轮	硬核; 沉浸	5	蜕变俱乐部 2	欢乐; 脑洞	7
惠子	恐怖; 灵异	5	纸妻	民国; 恐怖	7
失格 21 克	还原; 推理	5	唐人街探案 3	硬核; 还原	7

剧本名称	类型	参与人数 (人)	剧本名称	类型	参与人数 (人)
一点半/1: 30	恐怖; 变格	6	山猪精的幸福生活	欢乐; 阵营	7
请回答 1998	推理; 还原	6	无限剑决	机制; 还原	7
被遗忘的时光	硬核; 还原	6	沙雕王国	欢乐; 机制	7
一次试镜	恐怖; 机制	6	森林王国之选美大赛	欢乐; 阵营	7
诡计博物馆	硬核; 还原	6	塞尔城下	魔幻; 阵营	7
二律背反	硬核; 还原	6	夜露死苦! 进击的精神小伙	现代; 阵营	7
2026	推理; 还原	6	禁锢之地	还原; 恐怖	7
春夏秋冬	情感; 沉浸	6	疯狂美食节 3	欢乐; 机制	7
一人之下	推理; 还原	6	渡忘川	架空; 情感	7
心证	情感; 沉浸	6	瑶池梦	古风; 情感	7
终点	现代; 还原	6	档案·玻璃屋	现代; 硬核	7
七秒永夜	硬核; 推理	6	疹	恐怖; 变格	7
点妖簿	情感; 沉浸	6	漆昼之瓮	还原; 机制	7
阴缘	恐怖; 还原	6	今夕何夕	古风; 还原	7
如梦令·不归	古风; 情感	6	七月半	微恐; 欢乐	7
第 7 号嫌疑人	硬核; 推理	6	再见萤火虫	情感; 还原	7
海的牙齿·神的骨头	恐怖; 还原	6	何似在人间	欢乐; 情感	7
情辞白帝	古风; 情感	6	撕奶杀手	欢乐; 机制	7
004 鬼娘密室	民国; 硬核	6	神健山庄	变格; 欢乐	7
锦鸳记	情感; 沉浸	6	白日孤灯	刑侦; 机制	7
君似明月我似雾	欢乐; 情感	6	谍影·南京风沙	民国; 阵营	8
我于万物之中	硬核; 还原	6	谍影·重庆迷雾	谍战; 本格	8
圣骨	悬疑; 沉浸	6	帝阙谣	古风; 阵营	8
恐怖童谣	恐怖; 推理	6	尼克拉岛派对	欢乐; 现代	8
眠梦不老泉	硬核; 还原	6	森林王国之选美大赛	欢乐; 阵营	8
野火	情感; 沉浸	6	Mojito	沉浸; 喝酒	8
舍离 2: 断念	情感; 沉浸	6	塞尔城下	魔幻; 阵营	8
声声慢	古风; 情感	6	夜露死苦! 进击的精神小伙	欢乐; 本格	8
绣花鞋	恐怖; 推理	6	滚蛋吧, 恶魔君	欢乐; 机制	8
第二十二条校规 2	校园; 恐怖	6	宅心人后	恐怖; 机制	8
雾鸦馆	硬核; 变格	6	疯狂美食节 2	机制; 阵营	8
7 号化工厂	恐怖; 反转	6	爱幼妇产医院	本格; 恐怖	8
晚点	情感; 沉浸	6	疯狂美食节	欢乐; 机制	8
你好	情感; 沉浸	6	秦淮八艳	古风; 欢乐	8
第八个面具	硬核; 还原	6	诡影谍踪	本格; 民国	≥9
昆池岩	恐怖; 灵异	6	拆迁	现代; 阵营	≥9
拾伍	情感; 沉浸	6	荆轲再刺秦王	本格; 古代	≥9
盗门八将	侠盗; 机制	6	吾皇在上	欢乐; 阵营	≥9

数据来源: M-CITY 明星大侦探, 西南证券整理

5.3 “剧本杀”，芒果的文化输出

如果，仅仅把“剧本杀”理解为芒果体系的变现渠道，那么显然是不够的。我们认为，剧本杀对于芒果的价值，绝不仅仅是单纯的“卖票收入”，更重要的是完成芒果体系的“线下破圈”和“线上社交”；而最本质的是，“剧本杀”将实现芒果的高效文化输出，推动互联网深度加深。

线下，一直是互联网内容公司的梦想。线下可以更好的使得用户体验到线上内容的精髓，加强粘性，在这种实景娱乐之中，完成公司文化向用户潜意识的输出。迪士尼的乐园和酒店，就是典型的内容实景化。

而目前，芒果通过“剧本杀”同样走出了一条有效的内容实景化的道路：1.一方面，芒果的内容体系，天然就符合剧本杀的“本”要求；2.另外，芒果的剧本杀因为其线上综艺的展示形式，具备极强的宣传和粉丝效应，这是其他任何剧本杀主体所不具备的；3.“剧本杀”行业在中国正处于最高速发展的阶段，且目前行业几乎没有巨头，芒果的杀入，将形成碾压式优势。所以，芒果的“剧本杀”之路虽然才开始破冰，但是从逻辑上而言，具备很高的成功概率。

而当“剧本杀”在芒果体系开始逐步得到印证以后，我们除了看到“剧本杀”业务贡献的财务数据外，更深次的芒果社区互动性加强，芒果内容的实景化，芒果会员的体验多从化等多方面潜在利好，将快速推动芒果整个互联网的深度加深，从而大幅度带动公司平台的价值。

5.4 芒果超媒持续加码剧本杀，聚焦“社区”，打造线上社交平台

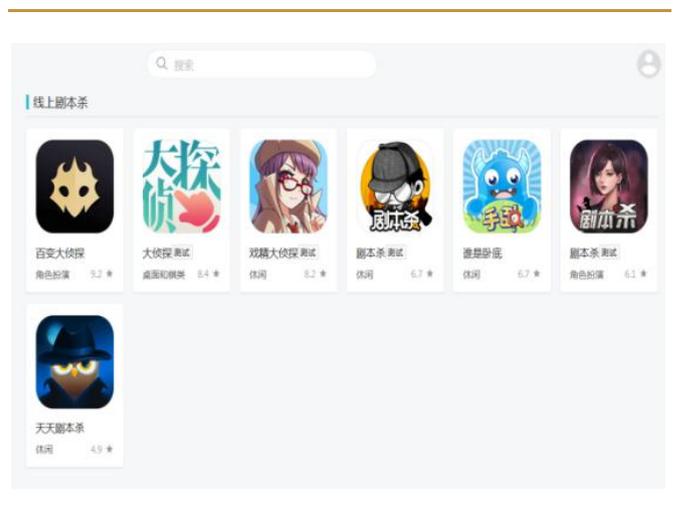
芒果 TV 推出明侦剧本杀板块，打造剧本杀界的“TAPTAP”。作为心动公司旗下的游戏社交平台，TAPTAP 是一个推荐高品质手游的手游分享社区，玩家可在社区内对游戏进行打分、评价，在每个游戏各自的游戏论坛中畅所欲言。2020 年，TAPTAP 平台月均 MAU 规模达 2570 万，同比上涨 43.7%，新增发帖数量为 580 万，同比增长 64%，目前看来仍处于上升期。

图 38: TAPTAP 社区图



数据来源：TAPTAP，西南证券整理

图 39: TAPTAP 内线上剧本杀游戏区



数据来源：TAPTAP，西南证券整理

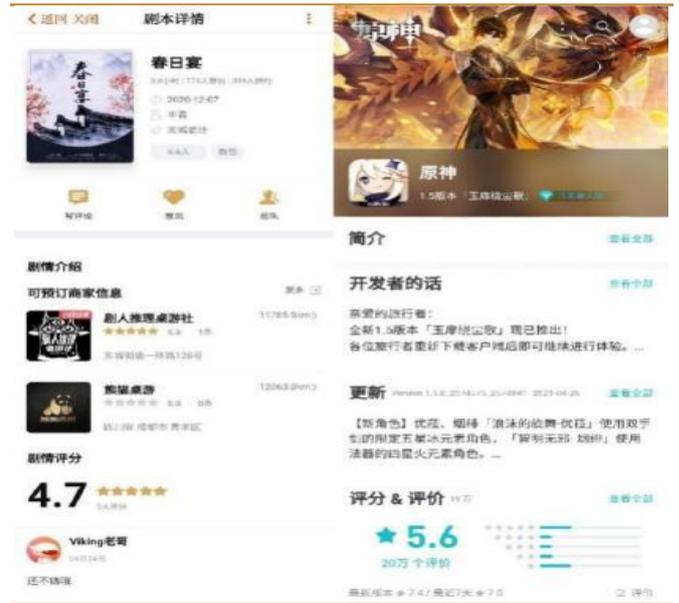
在芒果 TV 功能区内有一个明侦剧本杀的板块，首页展示行业热门剧本与即将上线的剧本，点进具体剧本后可浏览剧情介绍与主要人物介绍，该板块对用户开放的功能有：对市面上现有的剧本内容进行打分、留言评价，同时平台兼具在入驻芒果 TV 内的剧本杀商家拼场的功能，用户自主选择场次与商家后，平台内提供微信和支付宝两种方式付款。纵观“明侦剧本杀”板块，各个功能与 TAPTAP 极为相似，随着芒果超媒在剧本杀产业下游线下店和上游 IP、展会的话语权逐渐增强，未来板块内必然能吸引大量发行工作室与线下门店商家入驻，形成剧本杀届 TAPTAP。

图 40：明侦剧本杀板块与 TAPTAP 主界面对比图



数据来源：芒果 TV、TAPTAP，西南证券整理

图 41：明侦剧本杀板块与 TAPTAP 详情页对比图



数据来源：芒果 TV、TAPTAP，西南证券整理

芒果 TV 还推出《明星大侦探》粉丝社区“神秘空间”，“神秘空间”设置答题门槛，考察用户对于节目内容的熟悉程度。粉丝可在社区内进行《明星大侦探》剧情的讨论、分析，发布关于节目的脑洞和创意，参与推理小游戏和浏览同人创作等。神秘空间与明侦剧本杀一起形成剧本杀粉丝的线上聚集地，为芒果 TV 引流线下实体店提供平台。

图 42：《明星大侦探》粉丝社区“神秘空间”

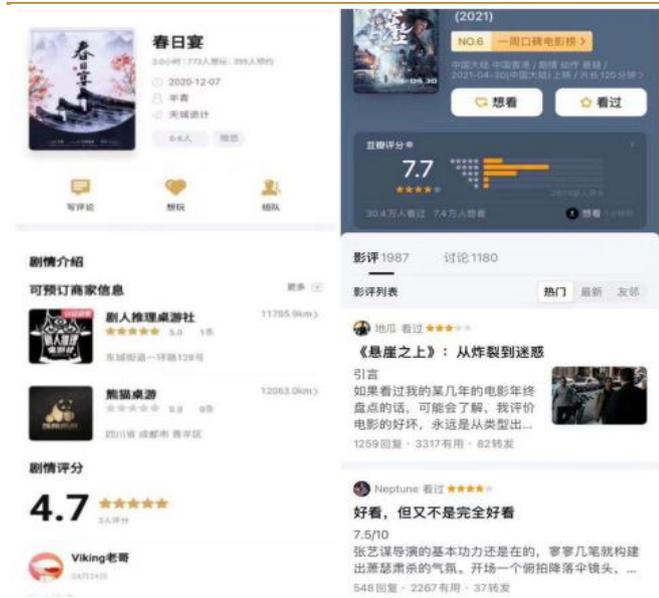


图片来源：芒果 TV，西南证券整理

内嵌明侦剧本杀评分、组队板块，对标电影界的“豆瓣”。芒果TV功能区内有一个明侦剧本杀的板块，首页展示行业热门剧本与即将上线的剧本，点进具体剧本后可浏览剧情介绍与主要人物介绍，用户可对市面上现有的剧本内容进行打分、留言评价，同时平台兼具在入驻芒果TV内的剧本杀商家拼场的功能，用户自主选择场次与商家后，平台内提供微信和支付宝两种方式付款。

豆瓣目前1.6亿注册用户，60万个活跃小组，根据易观千帆数据，2021年平均月活1100万人，社交类应用排名13名。类比豆瓣的成熟的、社交内容平台，豆瓣通过对书籍、电影、音乐等评论，形成用户主导的内容生产系统“豆瓣影评/书评”以及“豆列”；并通过“豆瓣发现”、“豆瓣同城”等模块引导用户形成不同的社交圈“豆瓣小组”，加深互联网深度。在未来，芒果可以通过收集线下发行的所有剧本形成一个交互性内容生产系统，模仿豆瓣的运营模式，加深互联网深度。

图 43: 明侦剧本杀评分模块与豆瓣评分模块对比图



数据来源: 芒果TV、豆瓣APP, 西南证券整理

图 44: 豆瓣线上社交运营模式



数据来源: 豆瓣, 西南证券整理

6 盈利预测与投资建议

因为剧本杀业务是今年开始全面推进的全新破圈规划，虽然已经在五个核心城市规划了旗舰店，但是对财务的短期贡献具有不确定性，所以我们的盈利预测并未考虑剧本杀带来的业绩增量。

我们预计2021-2023年芒果超媒的EPS分别为1.37元、1.80元和2.07元，对应的PE为47倍、36倍、31倍。考虑到剧本杀业务的巨大想象空间以及公司其他破圈业务带来的增量，维持对芒果超媒“买入”的投资评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	14005.53	17883.41	21176.54	24273.50	净利润	1979.34	2434.64	3192.15	3675.67
营业成本	9230.29	11573.38	13424.98	15349.91	折旧与摊销	4435.89	1673.82	1673.82	1673.82
营业税金及附加	21.98	64.69	62.15	76.76	财务费用	-86.62	-116.82	-130.19	-141.51
销售费用	2164.42	3040.18	3600.01	4126.49	资产减值损失	-36.80	0.00	0.00	0.00
管理费用	629.20	858.40	994.77	1148.54	经营营运资本变动	110.74	-330.10	-80.91	129.51
财务费用	-86.62	-116.82	-130.19	-141.51	其他	-5821.57	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-36.80	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	580.97	3661.53	4654.87	5337.48
投资收益	80.79	0.00	0.00	0.00	资本支出	-5379.20	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	5573.23	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	194.03	0.00	0.00	0.00
营业利润	2006.40	2463.57	3224.82	3713.30	短期借款	-310.03	-39.79	0.00	0.00
其他非经营损益	-19.65	-8.91	-11.20	-11.07	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1986.75	2454.67	3213.62	3702.23	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	7.41	20.02	21.47	26.56	支付股利	0.00	-396.43	-487.62	-639.34
净利润	1979.34	2434.64	3192.15	3675.67	其他	-191.81	116.83	130.19	141.51
少数股东损益	-2.82	-3.47	-4.55	-5.24	筹资活动现金流净额	-501.84	-319.39	-357.43	-497.83
归属母公司股东净利润	1982.16	2438.11	3196.70	3680.91	现金流量净额	273.39	3342.14	4297.44	4839.65
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	5336.32	8678.46	12975.89	17815.54	成长能力				
应收和预付款项	4426.21	5510.55	6630.01	7526.10	销售收入增长率	12.04%	27.69%	18.41%	14.62%
存货	1660.32	2081.80	2414.86	2761.11	营业利润增长率	70.36%	22.79%	30.90%	15.15%
其他流动资产	1501.95	664.09	786.38	901.38	净利润增长率	71.00%	23.00%	31.11%	15.15%
长期股权投资	22.88	22.88	22.88	22.88	EBITDA 增长率	29.40%	-36.74%	18.60%	10.01%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	186.92	158.10	129.28	100.46	毛利率	34.10%	35.28%	36.60%	36.76%
无形资产和开发支出	6051.72	4414.46	2777.20	1139.94	三费率	19.33%	21.15%	21.08%	21.15%
其他非流动资产	79.37	71.63	63.90	56.16	净利率	14.13%	13.61%	15.07%	15.14%
资产总计	19265.70	21601.97	25800.40	30323.58	ROE	18.64%	19.23%	20.78%	19.98%
短期借款	39.79	0.00	0.00	0.00	ROA	10.27%	11.27%	12.37%	12.12%
应付和预收款项	6917.62	8509.95	9943.80	11368.23	ROIC	32.29%	37.38%	59.99%	94.48%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	45.38%	22.48%	22.52%	21.61%
其他负债	1687.07	432.58	492.63	555.06	营运能力				
负债合计	8644.48	8942.54	10436.44	11923.29	总资产周转率	0.77	0.88	0.89	0.86
股本	1780.38	1780.38	1780.38	1780.38	固定资产周转率	76.21	103.66	147.37	211.31
资本公积	4838.94	4838.94	4838.94	4838.94	应收账款周转率	4.69	5.32	5.10	4.99
留存收益	3968.67	6010.35	8719.43	11761.00	存货周转率	5.05	6.19	5.97	5.93
归属母公司股东权益	10587.98	12629.66	15338.75	18380.32	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	93.54%	—	—	—
少数股东权益	33.24	29.77	25.22	19.98	资本结构				
股东权益合计	10621.22	12659.43	15363.96	18400.29	资产负债率	44.87%	41.40%	40.45%	39.32%
负债和股东权益合计	19265.70	21601.97	25800.40	30323.58	带息债务/总负债	0.46%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.51	1.91	2.20	2.44
					速动比率	1.31	1.67	1.96	2.21
					股利支付率	0.00%	16.26%	15.25%	17.37%
					每股指标				
					每股收益	1.11	1.37	1.80	2.07
					每股净资产	5.95	7.09	8.62	10.32
					每股经营现金	0.33	2.06	2.61	3.00
					每股股利	0.00	0.22	0.27	0.36
业绩和估值指标									
	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	6355.67	4020.57	4768.45	5245.60					
PE	58.29	47.39	36.15	31.39					
PB	10.91	9.15	7.53	6.29					
PS	8.25	6.46	5.46	4.76					
EV/EBITDA	17.35	26.58	21.51	18.63					
股息率	0.00%	0.34%	0.42%	0.55%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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

投资评级说明

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

重要声明

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

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

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn	
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn