

传媒

线上聚焦短视频变现主线，线下重视沉浸式娱乐消费

短视频双强格局已定，头部平台加速商业化进展带来的变现红利为传媒行业当前的投资主线。截至2021年3月抖音（5.75亿）、快手（4.45亿）、快手极速版（1.69亿）、抖音极速版（1.42亿）MAU分别位列短视频平台TOP4位置（QM数据）。视频号内容生态日趋完善，但其满足的更多是情感和品宣类而非娱乐需求，中短期不会对格局产生较大影响。当前抖快在产品形态、运营策略和商业化上的布局有一定趋同趋势，共同从短视频娱乐平台向国民应用演变。商业化层面，双平台加速营销生态迭代与电商供给端能力建设，预计广告及电商收入将持续放量。此外，依托亿级DAU流量入口，抖快切入新领域（游戏、本地生活、知识付费）拓展变现空间。

广告营销：以抖快为代表的平台广告变现链条已较为成熟，单用户广告价值高于其它平台，预计中期广告空间分别达到1959、1256亿元。对于抖音来说，目前用户数、时长及加载率已经处于高位，虽有翻倍空间但增速或会放缓，寻找站外流量入口成为关键。穿山甲广告联盟具备高成长性，2020年末覆盖DAU超过8亿，日均广告展示量超过110亿，2020年双十一估算广告额是去年同期的1.8倍。未来站外流量聚合平台量价仍有提升空间，建议关注紫天科技、掌阅科技、元隆雅图、天下秀。

直播电商：预计2025年行业规模超过6万亿元，渗透率提升至23%。2021年各平台基于底层逻辑制定战略，发展定位差异化显现。（1）抖音电商：“兴趣电商”下分发效率为核心驱动。2020年抖音切断外链、上线巨量千川、支付功能，加速闭环打造，并重点发展店播，品牌贡献不断提升。品牌DP成为抖音电商模式下的重要支点，多家上市公司切入代运营产业链。（2）快手电商：“信任电商”下信任关系驱动复购转化，当前特点可总结为：高复购、低渗透、低单价。扩大GMV短期在于扩品类、提效率，提升电商渗透率；中期在于客单价与品牌占比的提升。2020年快手加速供给端能力建设，好物联盟、直播产业带、售后优化等均是推进生态壮大的重要举措。

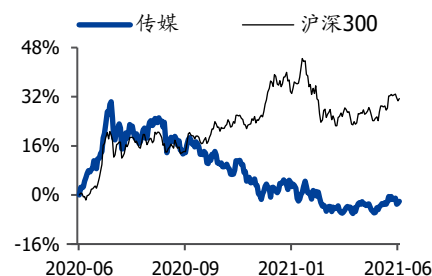
线下沉浸式消费崛起，剧本杀等业态收到年轻人追捧。传统线下娱乐模式如KTV等由于社交性缺失等原因已经沉陷颓势，具有更强沉浸感和更好社交属性的剧本杀等业态崛起。沉浸式娱乐在内容上的不断创新及高翻台率、高客单价等特点带动行业快速发展，虽然目前行业发展较为分散，但是长期看伴随巨头入场行业有望得到整合，龙头公司有望充分受益。

投资建议：2021H2我们主抓“线上聚焦短视频变现主线+线下重视沉浸式娱乐消费”之一思路，重点推荐受益短视频变现的快手、星期六、掌阅科技、紫天科技。建议关注壹网壹创、值得买。同时线下沉浸式娱乐重点关注发力线下剧本杀业务的芒果超媒。此外，持续推荐泡泡玛特。

风险提示：内容监管风险、行业竞争格局加剧、产品表现不及预期、第三方数据统计误差风险。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 顾晟

执业证书编号：S0680519100003

邮箱：gusheng@gszq.com

分析师 马继愈

执业证书编号：S0680519080002

邮箱：majiyu@gszq.com

分析师 吴璟

执业证书编号：S0680521010001

邮箱：wujun@gszq.com

相关研究

- 1、《传媒：时长优势助力档期票房创新高，旅游热潮下观影人次仍有提升——2021年五一档票房点评》2021-05-06
- 2、《传媒：字节旗下穿山甲发布广告聚合工具，短视频平台持续加码商业化变现》2021-04-18
- 3、《传媒：关注游戏Q2产品表现，重视低估值真成长个股投资机会》2021-03-07



内容目录

1 线上：视频化趋势已至，关注短视频平台垂类拓展与商业化变现	6
1.1 抖快双强格局稳定，视频号内容生态日趋完善	6
1.2 5G 时代视频化成趋势，平台加速用户精细化运营与商业变现进展	9
1.3 短视频广告：市场全面复苏，短视频广告私域+站外流量成为新阵地	12
1.3.1 广告市场全面复苏，短视频广告仍处于高速成长期	12
1.3.2 短视频行业广告生态趋于成熟，平台单用户广告价值较高	14
1.3.3 流量获取成本持续攀升，站外+私域成为新阵地	18
1.4 直播电商：行业红利延续，预计 2025 年市场规模超 6 万亿，各平台电商战略差异化显现	22
1.4.1 抖音：定位兴趣电商，店播战略效果明显，DP 服务商享受行业红利	23
1.4.2 快手：信任链条铸就信任电商，复购率提升和客单价提升带动 GMV 增长	29
1.5 游戏：外延+内生发力游戏研发	32
2 线下：沉浸式娱乐带来线下娱乐发展新阶段	33
2.1 传统娱乐场景缺乏社交属性，发展出现瓶颈	33
2.1.1 KTV：泛社交场景，被用户冷落导致发展受限	33
2.1.2 电影院：电影已逐渐成为日常消费习惯，但头部影院市占率仍较低	35
2.2 不插电娱乐场景以沉浸感和社交属性带动线下娱乐新发展	37
2.2.1 密室逃脱：以沉浸式为卖点吸引玩家，市场空间广阔	37
2.2.2 以狼人杀为代表的桌游：因竞技真人秀走红，但缺乏核心竞争力，颓势已现	41
2.3 剧本杀：新兴不插电类娱乐场景	44
2.3.1 基本模式：同时满足用户社交及娱乐需求	44
2.3.2 游戏流程	45
2.3.3 产业链：门店为核心场景	45
2.3.4 行业规模：预计 2021 年突破 150 亿元，店铺数量大幅增长	46
2.3.5 单店模型及行业判断	47
3 影视内容：长视频努力寻找变现新模式，院线关注需求改善	49
3.1 院线：院线板块整体偏基本面左侧，关注影院复工后的需求改善	49
3.1.1 2020 及 2021Q1 业绩梳理	49
3.1.2 院线市场经营情况梳理：银幕建设速度已有所放缓，龙头市占率持续提升	51
3.2 影视：行业受疫情影响大，龙头公司保持韧性	52
3.3 长视频：行业进入提价阶段	54
4 投资建议	54
5 风险提示	54

图表目录

图表 1：短视频行业 TOP5 应用 MAU 变化趋势	6
图表 2：短视频行业 TOP5 应用 DAU 变化趋势	6
图表 3：短视频行业 TOP5 时长变化趋势（单位：分钟）	6
图表 4：2020.12 中国互联网典型 APP 渗透率	6
图表 5：抖音、快手 APP 重合率趋势	7
图表 6：视频号与微信生态闭环	7
图表 7：2020 年 11 月-2021 年 4 月视频号月均发布作品数走势	8
图表 8：2020 年 11 月-2021 年 4 月视频号 10 万赞达成速度走势	8
图表 9：不同行业视频号数、作品数占比分布	8

图表 10: 抖音粉丝量 TOP100 KOL 所在垂类分布	8
图表 11: 快手粉丝量 TOP100KOL 所在垂类分布	8
图表 12: 2020H1 细分行业月活跃用户净增规模 TOP10 (单位: 万人)	9
图表 13: 抖音、快手、视频号页面布局及分发逻辑对比	10
图表 14: 三平台 2020 年以来具体垂类扶持计划一览	10
图表 15: 抖音、快手平台内扶持计划具体呈现形式	11
图表 16: 快手营业收入及其同比增速	11
图表 17: 快手营收构成情况	11
图表 18: 抖音、快手游戏、本地生活、教育领域变现最新进展	12
图表 19: 2021 年 4 月视频号挂链情况	12
图表 20: 全媒体广告刊例同比及环比变化情况	13
图表 21: 2021 年 4 月各投放渠道广告刊例花费变化	13
图表 22: 移动互联网巨头系 APP 使用时长占比	13
图表 23: 2019-2022E 中国互联网媒介广告市场份额分布	14
图表 24: 快手在线营销收入 (百万元) 及其同比增速	14
图表 25: 快手单 DAU 营销收入变化情况	14
图表 26: 字节巨量引擎营销工具一览	15
图表 27: 快手磁力引擎营销工具一览	15
图表 28: 部分互联网平台单位小时广告收入对比 (2020 年)	16
图表 29: 部分互联网平台单 DAU 广告收入对比 (2020 年)	16
图表 30: 抖音广告收入测算	17
图表 31: 快手信息流广告收入测算	18
图表 32: 快手信息流广告收入敏感性测算	18
图表 33: 穿山甲联盟 3 年内成长为中国广告投放头部平台	19
图表 34: 穿山甲-电商行业广告投放金额 (估算) 变动	19
图表 35: 穿山甲-电商行业广告投放金额 (估算) 变动 (平均值)	19
图表 36: 2020 年部分垂类应用用户增长情况	20
图表 37: 移动互联网巨头旗下 APP 及垂类应用使用时长占比	20
图表 38: 未来站外流量增长驱动力拆解	20
图表 39: 休闲游戏广告及收益占比	21
图表 40: 休闲游戏 Ecpm	21
图表 41: 私域流量成为运营重点	21
图表 42: 直播电商渗透率在 2025 年预计达 23.9%	22
图表 43: 2020 年中国直播电商行业市场份额	23
图表 44: 抖音“兴趣电商”分发图	23
图表 45: 2020 年抖音电商切断第三方平台链接	24
图表 46: 巨量千川主要功能	24
图表 47: 抖音商品搜索功能完善	25
图表 48: 2021 年 1 月抖音上线支付功能	25
图表 49: 店铺直播间 vs 传统直播间差别	25
图表 50: 抖音电商近三个月 GMV 增长强劲	26
图表 51: 抖音 TOP1000 品牌号预估销售额 (亿元) 及环比增速	26
图表 52: 2021 年 5 月抖音 TOP10 品牌商销售额	26
图表 53: 抖音太平鸟直播间	27
图表 54: 抖音 FACT 经营矩阵	27
图表 55: 抖音品牌服务商分类	27

图表 56: TEENIE WEENIE 荣获抖音 2020 年度品牌	28
图表 57: 部分抖音优质服务商名称及成功案例	28
图表 58: 快手电商 GMV 变化趋势	29
图表 59: 快手电商平均复购率	29
图表 60: 快手电商品牌扶持计划	29
图表 61: 直播产业带驱动因素	30
图表 62: 快手电商 2021 年 4 月直播带货品类销售额占比	30
图表 63: 快手电商 2021 年 4 月直播带货品类商品品类占比	30
图表 64: 快手好物联盟生态建设	31
图表 65: 快手电商“小店信任卡”六大权益	31
图表 66: 快手近几个月电商 GMV (亿元) 及环比增速	32
图表 67: 5 月快手前三大品类平均单价	32
图表 68: 快手电商 GMV 影响因子	32
图表 69: 2021 年 5 月中国手游发行商收入排行榜	33
图表 70: 中国 K 歌娱乐各业态发展曲线	34
图表 71: 量贩式 KTV 售卖酒水、零食的超市	34
图表 72: 2016-2018 年中国传统 KTV 行业实体店数量 (家)	35
图表 73: 中国迷你 KTV 设备数量	35
图表 74: 银幕数量 (块) 及增速	36
图表 75: 万达电影影院及银幕数	36
图表 76: 不插电娱乐模式	37
图表 77: 密室逃脱发展史	37
图表 78: 中国密室逃脱门店数及品牌数	38
图表 79: 真人模式逃脱消费用户评价热词 (大众点评、美团)	38
图表 80: 中国真人密室逃脱品牌在各地分布比例 (2019 年)	39
图表 81: 真人密室逃脱行业消费者分类	40
图表 82: 中国密室逃脱市场规模预测	40
图表 83: 3D 全息投影技术原理	41
图表 84: 真人密室逃脱创新情节设计: 多线路设计	41
图表 85: 狼人杀角色身份	42
图表 86: 狼人杀百度指数激增 (2015/1/1-2016/12/31)	42
图表 87: 狼人杀百度指数骤降 (2016/1/1-2021/5/31)	43
图表 88: 狼人杀游戏术语节选	43
图表 89: 剧本杀线下门店及线上 APP	44
图表 90: 剧本杀类综艺节目热播	44
图表 91: 剧本分类	45
图表 92: 剧本杀游戏流程示意图	45
图表 93: 狼人杀角色身份	46
图表 94: 剧本杀市场规模	47
图表 95: 剧本杀用户消费频次情况	47
图表 96: 剧本杀门店单店模型	48
图表 97: 院线板块年度收入及同比增速	49
图表 98: 院线板块年度净利润	49
图表 99: 六家院线上市公司 2020 业绩概览 (单位: 亿元)	49
图表 100: 院线板块季度营业收入 (单位: 百万元)	50
图表 101: 院线板块季度净利润 (单位: 百万元)	50

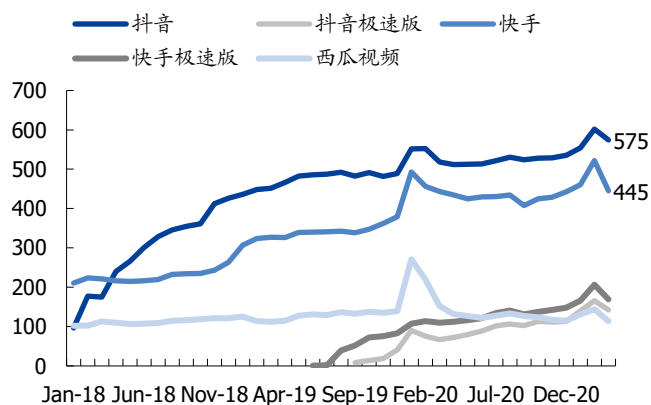
图表 102: 院线板块季度营业利润 (单位: 百万元)	50
图表 103: 院线板块经营性现金流 (单位: 百万元)	50
图表 104: 六家院线上市公司 2020Q1vs2019Q1 业绩概览 (单位: 亿元)	50
图表 105: 银幕数以及银幕产出	51
图表 106: 各院线上市公司银幕 (块) 及影院数量 (家)	51
图表 107: 2018-2021Q1 年 CR3、CR5 及 CR10 院线市占率	52
图表 108: 万达电影月度市占率	52
图表 109: 影视板块年度收入及同比增速 (单位: 百万元)	52
图表 110: 影视板块年度净利润 (单位: 百万元)	52
图表 111: 影视板块季度净利润 (单位: 百万元)	53
图表 112: 影视板块季度经营性现金流净额 (单位: 百万元)	53
图表 113: 2018 年至 2021 年 3 月电视剧备案集数 (单位: 集)	53
图表 114: 2018 年至 2021 年 3 月电视剧单剧集数 (单位: 集/每部剧)	53
图表 115: 在线视频行业典型 APP 付费渗透率	54

1 线上：视频化趋势已至，关注短视频平台垂类拓展与商业化变现

1.1 抖快双强格局稳定，视频号内容生态日趋完善

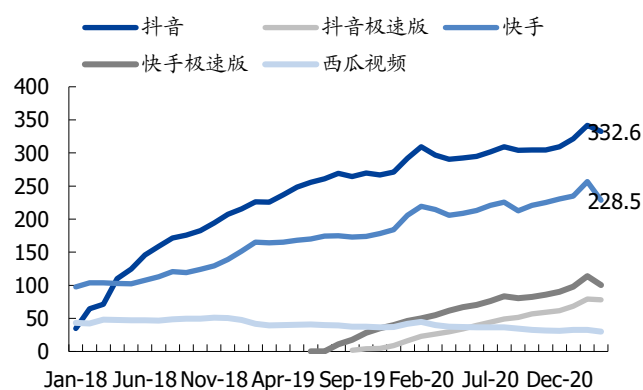
短视频渗透率已达高位，抖快双强格局稳定。截至2020年12月，抖音快手渗透率位列泛娱乐APP前列（以总人口为基数测算），分别达到37.9%、31.3%，抖音渗透率仅次于微信（69.5%）。具体来看，根据Quest Mobile数据，截至2020年3月抖音、快手MAU分别为5.75、4.45亿人，DAU分别为3.33、2.29亿人，DAU日均时长分别为97、95分钟，相对于2月假期高峰有所回落，但用户数据均位于行业领先地位，双强格局稳定。与之同时，快手极速版、抖音极速版增长势头良好，目前MAU、DAU均已超过西瓜视频水平，位列短视频行业用户数第三、第四位。

图表1：短视频行业TOP5应用MAU变化趋势



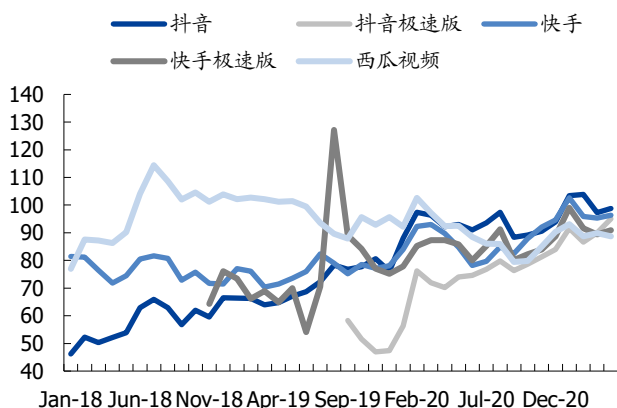
资料来源：QuestMobile，国盛证券研究所

图表2：短视频行业TOP5应用DAU变化趋势



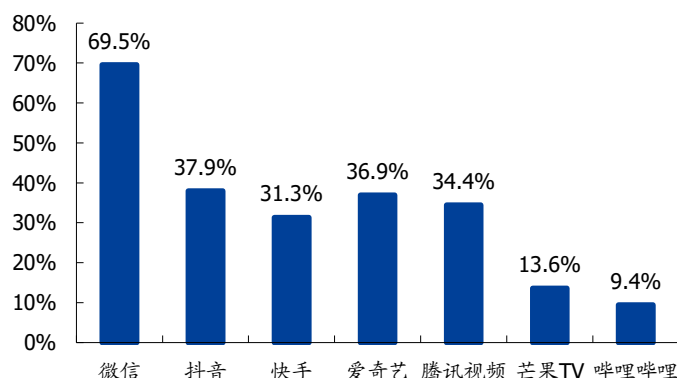
资料来源：Quest Mobile，国盛证券研究所

图表3：短视频行业TOP5时长变化趋势（单位：分钟）



资料来源：Quest Mobile，国盛证券研究所

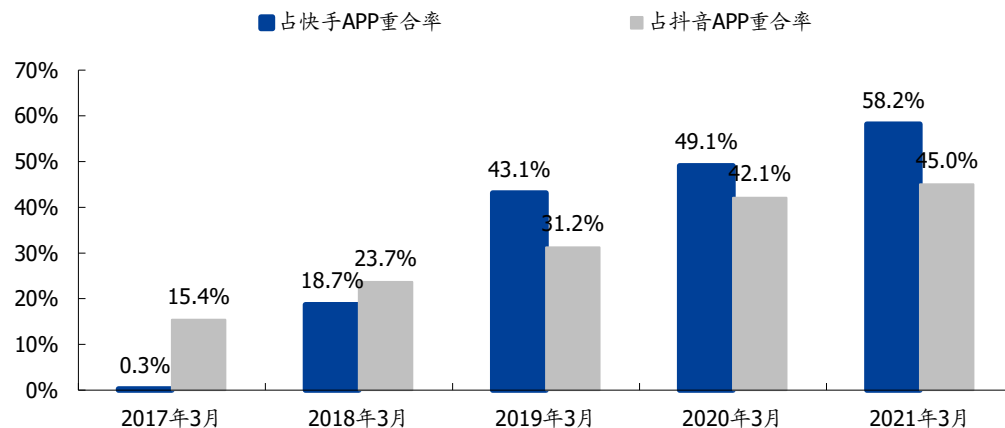
图表4：2020.12 中国互联网典型APP渗透率



资料来源：Quest Mobile，国盛证券研究所

抖快用户重合度提升。尽管双平台算法、产品形态、运营策略本质上相异，但在激烈竞争以及一系列破圈动作之下抖音、快手重合用户数不断增加，未来实现用户增长势必将触及对方腹地。截至2021年3月快手、抖音重合用户数达到2.59亿人，占抖音/快手APP的重合率分别为58.2%、45.0%，呈现逐年提升态势。

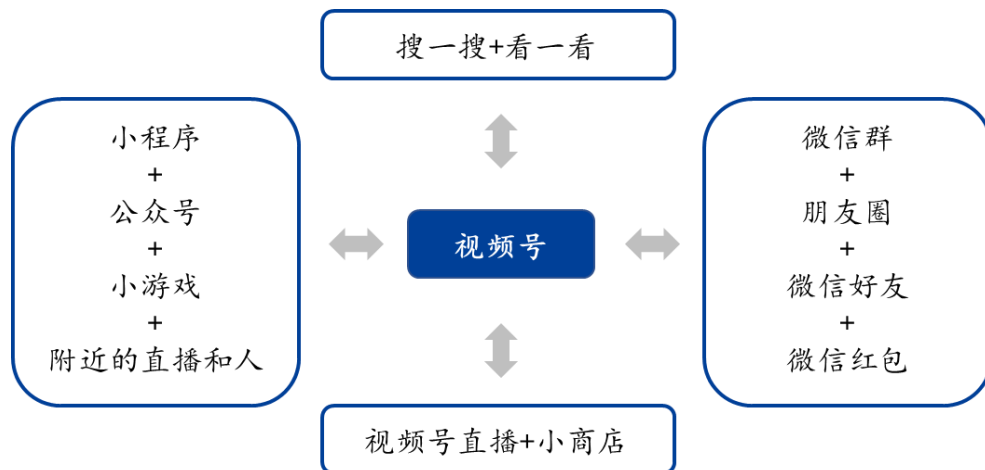
图表5: 抖音、快手APP重合率趋势



资料来源: QuestMobile, 国盛证券研究所

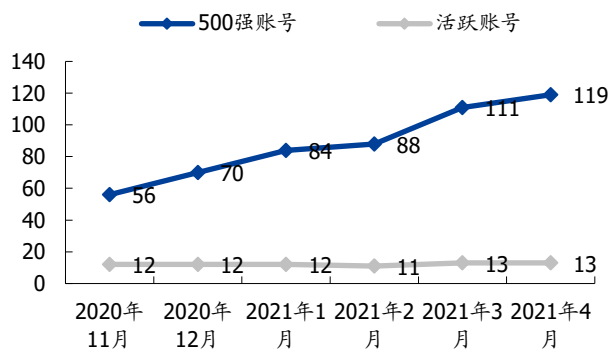
视频号入局一年，短视频内容生态日趋完善。依托微信生态，视频号已与小程序、公众号、搜一搜、看一看、小商店、朋友圈、附近的直播和人等多个流量入口打通，成为“拓展公域、链接私域”的生态核心，也由此实现了内容与创作者生态的快速成长。根据新榜《2021视频号发展年中报告》，视频号500强账号发月均发布作品数量不断增长。2021年4月达到119条/月，平台内10万赞达成天数也逐步缩短至9.1天。根据视灯数据，2020年视频号DAU达到2.8亿，日均使用时长达到19分钟。

图表6: 视频号与微信生态闭环



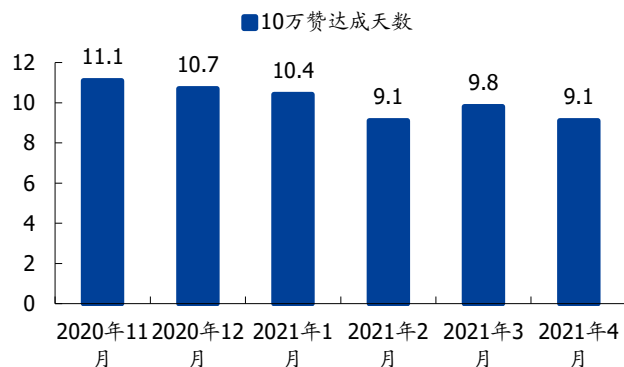
资料来源: 友望数据, 微信, 国盛证券研究所

图表7: 2020年11月-2021年4月视频号月均发布作品数走势



资料来源: 新榜, 国盛证券研究所

图表8: 2020年11月-2021年4月视频号10万赞达成速度走势



资料来源: 新榜, 国盛证券研究所

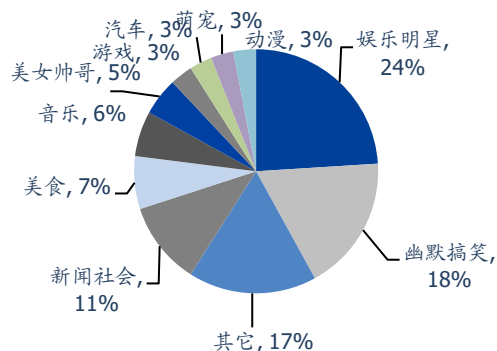
从垂类分布来看, 生活、资讯、情感、影视位列账号数、作品数前列; 而抖音、快手头部垂类为帅哥美女和幽默搞笑, 视频号娱乐属性弱于抖快。差异化的原因主要系社交分发约束了视频号用户的点赞行为, 用户对无营养内容点赞行为更为谨慎, 而情感、正能量、实用的垂类则更受欢迎。此外, 在2020年度视灯视频号TOP1000榜单中, 企业认证用户占比达到14%。因此, 我们认为视频号满足的更多是情感、分享和品宣类需求, 难以抢占用户的娱乐内容需求, 中短期内不会对抖音、快手的双强格局产生较大影响。

图表9: 不同行业视频号数、作品数占比分布



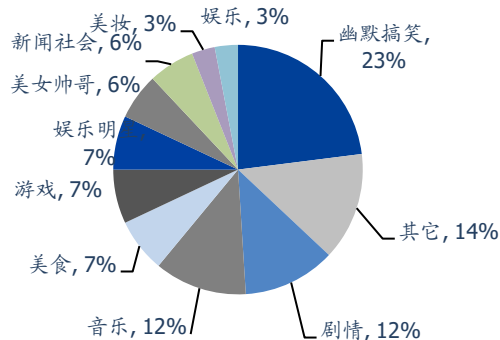
资料来源: 友望数据, 国盛证券研究所

图表10: 抖音粉丝量TOP100 KOL所在垂类分布



资料来源: 克劳锐, 国盛证券研究所

图表11: 快手粉丝量TOP100 KOL所在垂类分布



资料来源: 克劳锐, 国盛证券研究所

1.2 5G 时代视频化成趋势，平台加速用户精细化运营与商业变现进展

我们认为，从 PC 到移动、搜索到算法、图文到视频三大浪潮在 5G 时代的深化，带来了视频社会化的产业大趋势，短视频平台有望成为 5G 时代的基础设施。视频作为新内容载体，信息密度更高、表达更直观、生产成本更低（随手拍视频的成本低于文字表达），结合算法带来的更高效分发，将带动视频内容大爆发。2019 年起逐渐爆发的直播带货、线上教育、视频办公、远程医疗等，均是视频+产业横向拓展的代表。视频社会化趋势下，视频有望以生产要素的形式进入生产、生活各个领域，进而成为一种生产力。而短视频平台也极有可能在视频社会化过程中从单纯的娱乐内容平台成为基础设施及超级 APP。当前抖音、快手在产品形态、运营策略和商业化上的布局亦有一定趋同趋势，共同从短视频娱乐平台向国民应用演变。

图表 12：2020H1 细分行业月活跃用户净增规模 TOP10（单位：万人）

行业	同比增长率	月活跃净增用户规模	增长动因
效率办公	163.1%	22,557	远程办公
电子政务	212.9%	11,435	线下政务受限
支付结算	14.2%	9,904	线上交易增加
浏览器	14.7%	8,196	咨询需求
短视频	8.6%	6,775	娱乐需求
视频工具	89.3%	5,707	
教育工具	103.9%	4,787	教育刚需
地图导航	4.8%	3,784	出行回暖
搜索下载	7.0%	3,688	资讯信息
电子文档	13.9%	3,136	远程办公

资料来源：Questmobile，国盛证券研究所 注：黑体为视频相关

产品形态与分发策略层面，抖音加强“社交”，快手发力“兴趣”，目前两平台已形成了单双列并存、分发逻辑多元的产品形态。（1）抖音：2019 年抖音创作者生态大会上提出要增强“关注”和“同城”页面的流量曝光，抖音的分发策略重心旨在向社交分发倾斜，进一步增强存量创作者私域流量的维护。从近几次产品改版来看，“关注”页面从底栏移到顶部，与“同城”入口并列，底栏新增“朋友”入口（抖音好友动态及可能认识的人），抖音对社交关系、私域流量的重视日趋增强。（2）快手：2020 年 9 月快手宣布全面改版，单列模式的“精选”界面成为了用户打开 app 的首个分发栏目。“精选”界面采用去中心化分发模式，点赞量分布向头部内容集中，是快手在双列构筑的私域基石之上对公域流量的全新拓展。抖音、快手分发策略逐步趋同的背后，是平台私域流量和公域流量的二次分配，旨在完善生态体系，满足多重消费场景和用户需求。

图表 13: 抖音、快手、视频号页面布局及分发逻辑对比

平台	位置	页面	模式	分发逻辑
抖音	顶部栏	推荐	单列沉浸式	算法
		关注	单列沉浸式	单向关系链
		同城	双列瀑布流	位置
快手	底部栏	朋友	单列沉浸式	双向关系链
		精选	单列沉浸式	中心化算法
		发现	双列瀑布流	去中心化算法
微信	视频号	关注	双列瀑布流	单/双向关系链
		同城	双列瀑布流	位置
		朋友	单列沉浸式	社交
视频号	附近的直播和人	推荐	单列沉浸式	算法
		关注	单列沉浸式	单向关系链
		直播	双列瀑布流	位置/算法
视频号		视频	双列瀑布流	位置

资料来源: 抖音、快手、视频号, 国盛证券研究所

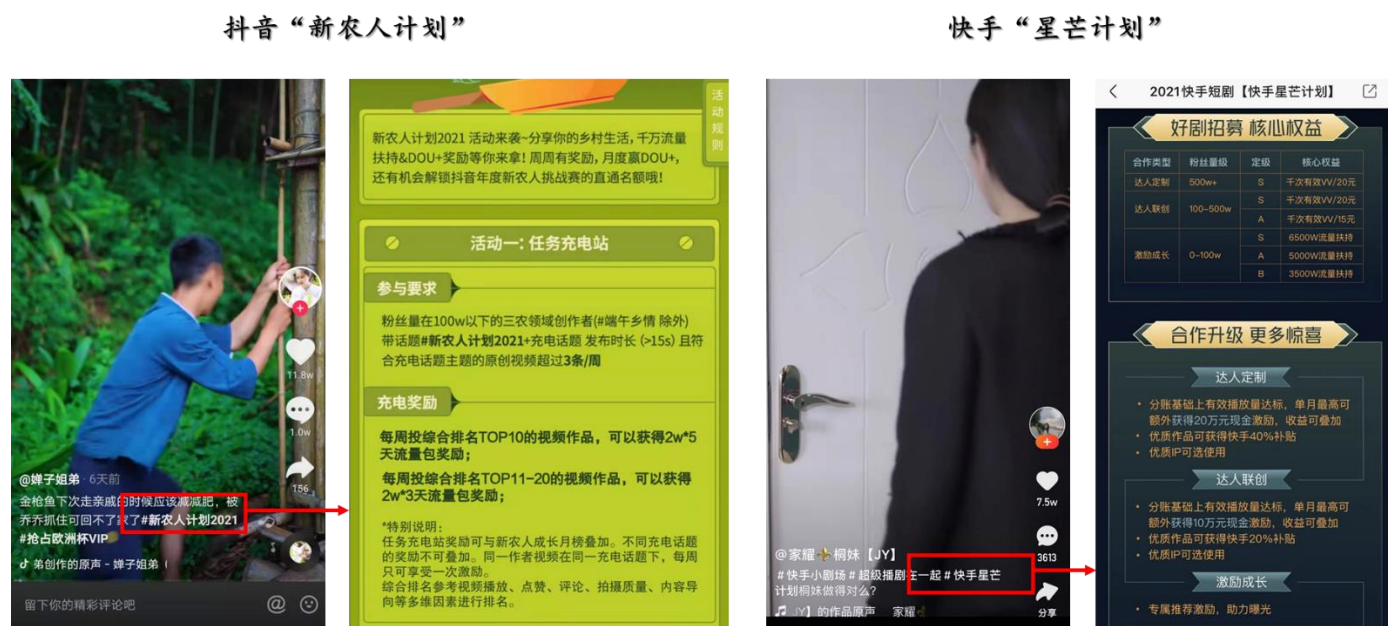
运营层面, 各大短视频平台加速用户精细化运营, 实现垂类从娱乐性到功能性拓展。内容是决定用户留存、增强用户粘性与时长的关键, 核心在于激励创作者持续产出优质、差异化内容, 提高目标创作者的流量和商业化曝光最为核心。快手计划 2021 年拿出价值 100 亿元的流量扶持 10 万个优秀创作者, 抖音计划 2021 年投入价值 100 亿元的流量资源助推内容创作者实现 800 亿元收入。具体到垂类来看, 抖音、快手在巩固原有娱乐性内容(美食、音乐、舞蹈、时尚等)的同时, 拓展细分娱乐性垂类(二次元、短剧等)及产业功能性垂类(手工艺、健康、农业、文旅、教育等), 加速完善内容矩阵, 全方位渗透娱乐、生活、消费、工作等场景, 通过多元化扶持计划针对垂类创作者给予现金补贴及流量激励。我们认为, 内容品类扩张能否涵盖工作和生活场景, 决定了短视频平台在 5G 世代是否能成为基础设施和超级 APP, 而不是局限于娱乐内容平台。

图表 14: 三平台 2020 年以来具体垂类扶持计划一览

	手工艺	健康	音乐	三农	文旅
抖音	手艺人计划 非遗合伙人计划	向日葵计划	看见音乐计划 音乐人亿元补贴计划	新农人计划	美好目的地计划
快手	非遗学院 征集全国好手艺	蓝色行动 医护人员关怀计划	守护濒危音乐计划 亿元激励计划	农人“新农具” 携“手”助农计划	文旅光合计划
视频号	薪火计划	医疗科普计划	音乐视频征集大赛		
	二次元	读书	美食	教育	短剧
抖音	充能计划	都来读书计划	美食趣胃计划	学浪计划 青椒计划	百亿剧好看计划
快手	发电计划	快手读书月 线上书市	名厨招募计划 城市记录官	普惠教育	剧星计划 星芒计划
其他垂类扶持计划					
抖音	时尚(百万新星计划); 搞笑(百亿流量扶持计划); 体育(星计划、遇见足球创作者计划)				
快手	母婴(母婴光合计划); 海外(海星计划); 游戏(开放共赢计划); 宠物(天团计划、光合计划)				

资料来源: 快手公众号, 抖音公众号, 视频号创作者社区, 新榜, 号榜, 36Kr, 国盛证券研究所

图表 15: 抖音、快手平台内扶持计划具体呈现形式

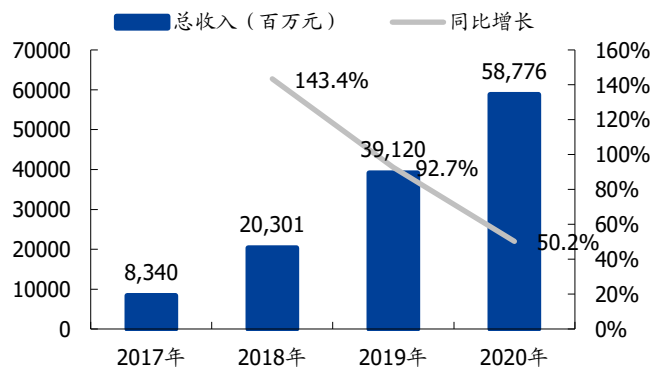


资料来源: 抖音、快手, 国盛证券研究所

商业化层面, 抖音、快手加速营销生态迭代与电商供给端能力建设, 预计广告及电商收入将持续放量。(1)营销: 2020-2021 年抖音、快手分别推出了直播间流量采买工具 Feed 流、小店通, 以及针对电商用户的一体化营销平台巨量千川和磁力金牛, 针对直播电商的营销服务持续升级。此外, 快手全新升级磁力聚星与快手粉条, 打通公域与私域流量, 公司 2021Q1 营销收入占比已超过 50%, 超过直播收入并成为核心增长引擎。(2)电商: 2020 年抖快电商业务步入加速发展期, 平台加强供给端能力建设并实现 GMV 高增。抖音成立电商一级部门, 直播间切断商品外链, 正式形成电商闭环, 2020 年 1-11 月抖音电商总体 GMV 增长 11 倍。快手小店交易额占比也逐步提升, 2021Q1 达到 85%, 2020 年快手实现电商 GMV 3812 亿元, 去年同期仅为 596 亿元;。

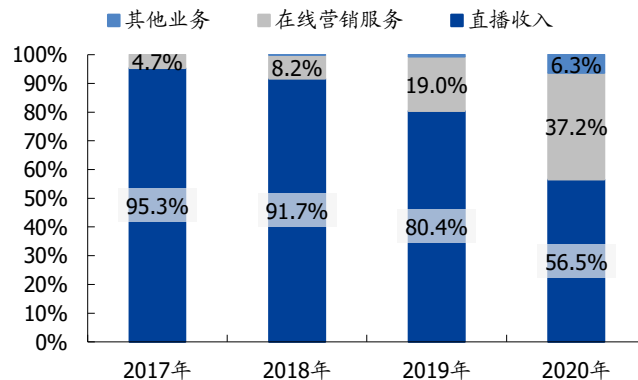
此外, 依托亿级 DAU 流量入口, 抖音、快手开始切入新领域拓展变现空间。(1)游戏: 抖快发力布局游戏研发发行业务, 字节自研《航海王热血航线》首月畅销榜维持在 10 名以内; 快手“游戏发行合伙人计划”助力《斗罗大陆》首日流水破千万元, 快手平台相关作品总播放量接近 3000 万次。(2)本地生活: 双平台团购业务均已上线, 用户可在同城 Tab 中看到吃喝玩乐相关资讯并可进入团购界面。(3)知识付费: 当前抖音、快手平台中分别有供知识付费创作者推广课程模块“付费专栏”、“付费广场”。

图表 16: 快手营业收入及其同比增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 17: 快手营收构成情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 18: 抖音、快手游戏、本地生活、教育领域变现最新进展

	抖音	快手
营销	2020 年推出 Feed 流直播间直投工具, 一体化电商广告平台巨量千川	2020 年推出开眼快创、快手联盟、小店通, 磁力聚星与快手粉条升级, 打通公私域流量; 2021 年推出磁力金牛
电商	2020 年成立电商一级部门, 上线“抖店”App 直播间切断第三方平台链接, 加强供应链能力建设(扶持品牌自播, 推出星云计划链接品牌和达人等); 2021 年公开“兴趣电商”定位并推出扶持计划	2020 年上线快手联盟, 推出百亿补贴, 并加强供应链能力建设(平台合作、直播产业带、品牌扶持计划等); 2021 年实行全新电商红利计划, 计划打造 100 个十亿 GMV 生态合作伙伴, 2021Q1 快手小店交易量占比达到 85%, 2021 年 2 月推出首届“快手超级播”
游戏	发力布局重度游戏, 上线《镖人》、《航海王热血航线》等, 字节收购沐瞳科技	收购慕远科技, 代理发行《斗罗大陆》、《镇魂街》(慕远科技自研)、《街霸对决》等游戏作品
本地生活	2020 年蓝 V 商家主页新增门票、酒店预订功能; 2021 年“吃喝玩乐”团购业务在北上杭上线	2021 年 5 月公测团购功能, 同城 Tab 置顶吃喝玩乐资讯
知识付费	“付费专栏”供创作者推广课程; 2021 年上线首款知识付费小程序“海豚知道”	目前拥有“快手课堂”、“付费广场”两大教育/知识付费板块

资料来源: 抖音, 快手, 国盛证券研究所

视频号商业化仍处于发展初期, 私域为当前变现重点。视频号变现方向包括直播打赏、电商、广告及私域变现。(1) 私域引流: 2021 年 4 月视频号 TOP500 账号内容中, 包含拓展链接的比例达到 31.6%, 多为向公众号文章引流, 其中小程序占比较低(1.7%)。视频号挂链引流效果显著, 2021 年 4 月视频号被挂链文章平均阅读(3376)高于挂链公众号平均阅读(2188)。(2) 广告: 当前占比较低, 2021 年 4 月挂链视频点赞量 TOP5000 内容中仅有 11.4% 为广告内容。(3) 直播: 自 2020 年 10 月上线以来基础功能持续升级, 推出连麦、美颜、打赏、抽奖等功能, 陆续打通小商店、接入魔筷/有赞/微盟等服务商系统。部分主播已开始尝试直播带货功能并表现良好, 如 3000 万粉丝公众号“夜听刘筱”单场直播带货金额达到 1026 万元, 观看总人数达到 8.57 万人。

图表 19: 2021 年 4 月视频号挂链情况

指标	数值
500 强创作者中使用过挂链的账号占比	70.2%
500 强创作者涉及链接条数	1.8 万+
TOP500 账号内容挂链比例	31.6%
TOP500 账号拓展链接中包含小程序的比例	1.7%
视频点赞量 TOP5000 内容中广告推广比例	11.4%

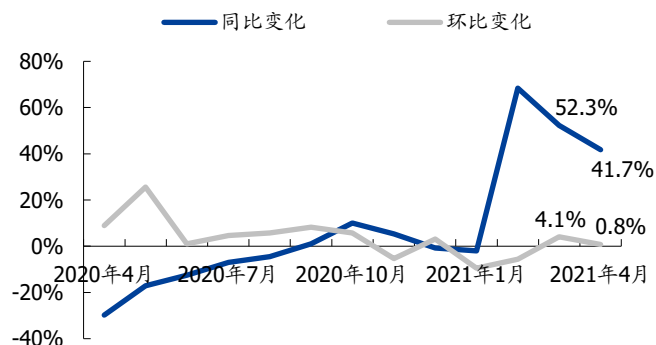
资料来源: 新榜, 国盛证券研究所

1.3 短视频广告: 市场全面复苏, 短视频广告私域+站外流量成为新阵地

1.3.1 广告市场全面复苏, 短视频广告仍处于高速成长期

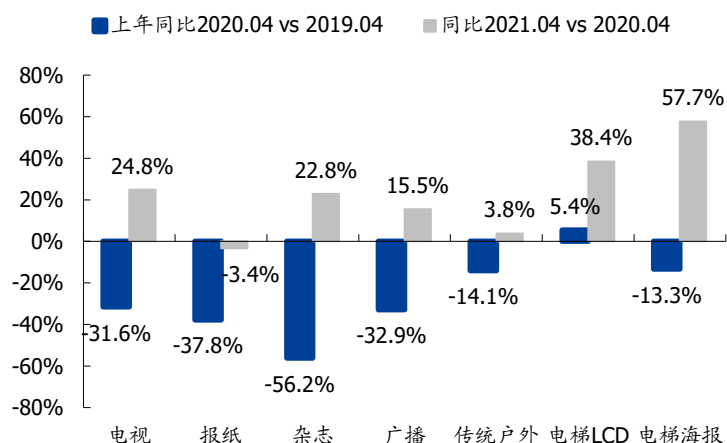
广告行业刊例同比改善显著, 疫情影响逐步消散, 市场持续复苏。根据 CTR 数据, 2021 年 4 月全媒体广告刊例同比增长 41.7%, 环比增长 0.8%, 自 2021 年 1 月起即呈上行趋势, 营销板块持续回暖, 但 4 月起增幅渐缓。分渠道来看, 除报纸渠道外, 各渠道同比均实现正增长。其中电梯 LCD、电梯海报分别同比增长 38.4%、57.7%, 2020 年同期同比增速分别为 5.4%、-13.3%。分行业来看, 邮电通讯、娱乐及休闲在电梯海报广告上投放增势最为显著, 分别同比增加 336.7%、205.9%。

图表 20: 全媒体广告刊例同比及环比变化情况



资料来源: CTR 媒介研究, 国盛证券研究所

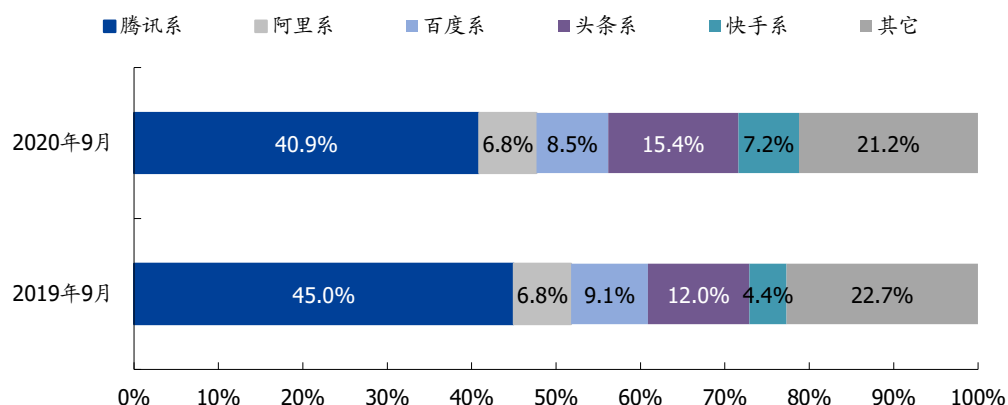
图表 21: 2021 年 4 月各投放渠道广告刊例花费变化



资料来源: CTR 媒介研究, 国盛证券研究所

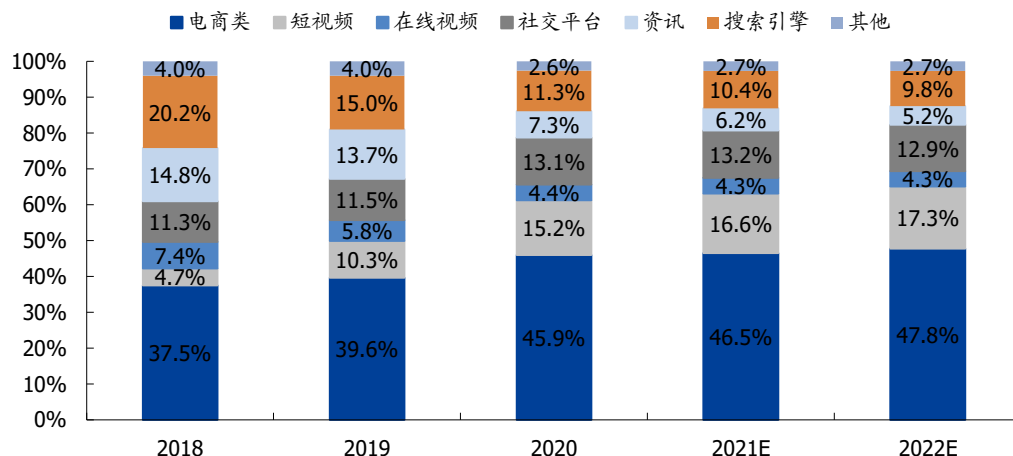
短视频用户时长领先, 广告投放仍处于高速成长期。从使用时长来看, 2020 年 9 月头条系 APP 使用时长占比由 12.0%提升至 15.4%, 同比增加 3.4pct, 快手系时长占比由 4.4%提升至 7.2%。领先的用户时长持续吸引广告主的投放, 根据 QuestMobile 数据, 预计 2021 年短视频广告所占份额为 16.6%, 同比增长 1.4pct, 增速高于其他互联网广告媒介, 搜索引擎及资讯类广告被压缩。

图表 22: 移动互联网巨头系 APP 使用时长占比



资料来源: QuestMobile, 国盛证券研究所

图表 23: 2019-2022E 中国互联网媒介广告市场份额分布

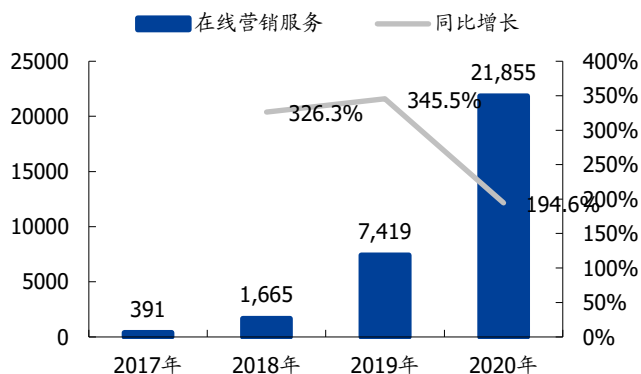


资料来源: QuestMobile, 国盛证券研究所

1.3.2 短视频行业广告生态趋于成熟, 平台单用户广告价值较高

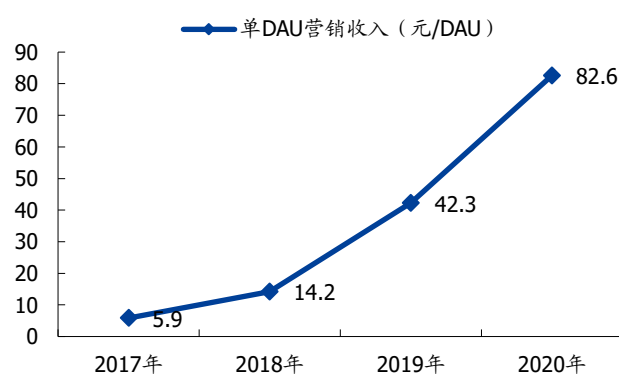
抖音快手广告收入持续高速增长。2020 年快手线上营销服务收入 219 亿元, 同比增长 194.6%; 广告收入占比从 2017 年的 4.7% 快速上升至 2020 年的 37.2%, 2021Q1 为 50.5%, 占营收比重已过半。预计抖音 2020 年广告收入 1000 亿, 较 2019 年的 600 亿增长 67%。抖音快手广告收入体量相差较大的原因除用户体量差异外, 还在于商业氛围的不同: 快手重社交, 收入中直播占比较高; 抖音偏媒体, 以广告为主要业务收入。但值得注意的是, 快手通过单列显示、提升内容调性等举措, 持续发力变现, 广告收入占比已经在持续提升。

图表 24: 快手在线营销收入 (百万元) 及其同比增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 25: 快手单 DAU 营销收入变化情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

- **字节系广告生态:** 巨量引擎为字节跳动营销平台。平台一方面整合了今日头条、抖音、西瓜视频等字节系核心 APP 的站内流量, 另一方面通过穿山甲广告联盟整合垂直领域 APP 及手机厂商的站外流量。穿山甲的流量包含垂直行业 APP 流量及手机厂商流量, 垂直媒体已覆盖 100+ 细分行业, 厂商流量包含华为、小米、oppo、vivo 在内的厂商资源。

图表 26: 字节巨量引擎营销工具一览

营销工具	名称	介绍&功能	变现梳理
传统广告 (公域)	信息流广告	主要为单列信息流, 包括图片(单图/组图)广告、视频广告等	广告变现核心, 竞价广告, CPM/CPC 计价
	开屏广告	包括静态开屏、动态开屏、视频开屏等	竞价广告, CPT/CPM 计价
	非标广告	挑战赛、贴纸定制、H5 定制、风格定制等	一次性计价
内容广告	巨量星图	匹配 KOL 与品牌, 内容广告可同时分发至私域“关注”和公域“推荐”界面	广告主: 收取佣金的 5% KOL: 对非 MCN 达人收取佣金的 5%; 对 MCN 达人进行抽成
	即合平台	视频广告 PGC 资源撮合服务平台, 连接广告工作室与品牌	
流量加速	DOU+	服务内容创作者, 作品推广工具	CPM/CPA 计价
辅助工具	巨量创意	广告模板和素材创意解决方案	内容创作/投放辅助性工具, 多数功能免费提供给企业认证用户使用
	云图数字化平台	数字化商业增长引擎, 提供定向投放数据管理服务	
	飞鱼 CRM	服务广告主, 广告投放管理系统	
流量联盟	穿山甲联盟	一站式用户增长与流量变现服务平台	主要为 oCPC 计价

资料来源: 磁力引擎, 国盛证券研究所

- **快手系广告生态:** 快手在成立六年后(2017 年)开始陆续上线营销产品及服务平台, 早期以信息流广告、开屏广告、快手粉条、快接单(现更名为磁力聚星)为主。2019 年快手正式将营销平台升级为磁力引擎。当前磁力引擎旗下营销产品主要包括以下几大类型: 1) 传统广告(公域营销): 信息流、开屏、非标广告; 2) 内容广告(全域营销): 磁力聚星, 对接达人&品牌商, 快手平台抽佣; 3) 服务于 KOL、商家的公私域流量采买工具: 快手粉条、快手小店通、磁力金牛; 4) 数据平台、素材服务等辅助工具: 磁力万象、开眼快创、素造; 5) 跨场景营销服务平台快手联盟。

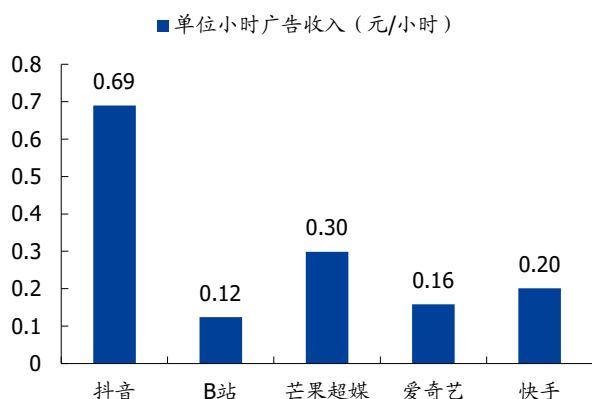
图表 27: 快手磁力引擎营销工具一览

营销工具	名称	上线时间	介绍&功能	变现梳理
传统广告 (公域)	信息流广告	2017.03	包括双列、单列信息流、电商卡片等	广告变现核心, 竞价广告, CPM/CPC 模式计费
	开屏广告	2017	包括互动开屏、EyeMax、静态开屏等	CPT/CPM 模式计费
	非标广告	18 年起陆续上线	挑战赛、魔法表情、话题标签、定制专题页等	一次性计价
内容广告 (全域)	磁力聚星	2017.08 (原名快接单)	匹配流量(KOL)&品牌, 内容广告可分发至私域“关注”和公域“发现”界面。	广告主: 收取佣金的 5% KOL: 对公达人收取佣金的 5%; 对私达人收取 20%
流量加速	快手粉条	2017.04	服务内容创作者, 作品推广工具	CPM 计价
	快手小店通	2020.06	服务商家/带货主播, 电商买量工具	主要为 oCPM 计价
	磁力金牛	2020.04	电商商家全域营销工具	
	磁力万象	2019.11	商业数据营销增长引擎	
辅助工具	开眼快创	2020.04	灵感与方法库, 百万模板提供 AI 智能创作, 降低商家的操作门槛和使用成本	投放辅助性工具, 多数功能免费提供企业认证用户使用
	素造	2019.04	一站式、全链路素材解决方案, 加速客户/商家的投放效率和获客效率	
流量联盟	快手联盟	2020.06	跨场景营销服务平台, 一站式视频商业能力转化平台。	

资料来源: 磁力引擎, 国盛证券研究所

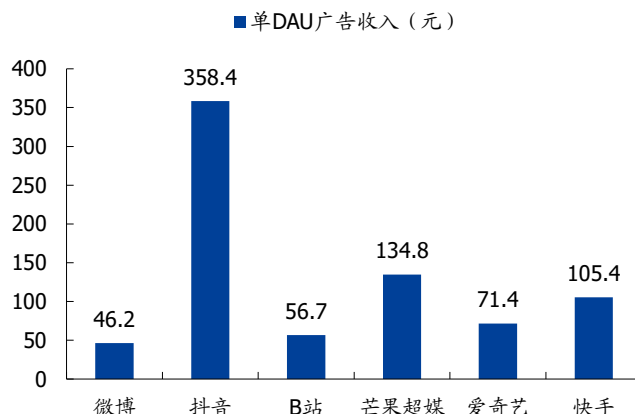
以快手、字节为代表的短视频平台广告变现链条已较为成熟，单用户广告价值较高。抖音凭借巨大的用户基数及精准的算法推荐，其单季度单 DAU 广告价值较高，为 358.4 元/人，而快手虽然营收增长，但广告商业化未如抖音完善，根据公司披露的 DAU 及广告收入测算，20Q4 为 19.3 元/人。

图表 28: 部分互联网平台单位小时广告收入对比 (2020 年)



资料来源: QuestMobile, 公司公告, 国盛证券研究所 (抖音广告收入为预估数 1040 亿元, 其余公司广告收入取自 2020 年报, DAU/用户时长均为 QuestMobile2020 年初年末平均值)

图表 29: 部分互联网平台单 DAU 广告收入对比 (2020 年)



资料来源: QuestMobile, 公司公告, 国盛证券研究所 (抖音广告收入为预估数 1040 亿元, 其余公司广告收入取自 2020 年报, DAU/用户时长均为 QuestMobile2020 年初年末平均值)

测算抖音及快手的广告增长空间:

● 抖音: 预计未来主站广告仍有翻倍空间, 驱动力来源于用户增长与广告价格提升。

(1) DAU: 由于春节红包活动, 根据 36kr, 2021 年 Q1 抖音 DAU 峰值为 7 亿, 均值 6 亿, 距离微信同期 8 亿的 DAU 仍有差距, 假设中期 DAU 低于微信, 为 7 亿。

(2) 用户日平均使用时长: QuestMobile 数据显示 2021 年 2 月抖音日均使用时长为 104 分钟, 此外, 2020 年 2 月直播/非直播用户人均单日使用时长分别为 129/89 分钟, 按此比例测算人均观看直播时长占比约为 11.2%, 考虑抖音直播发展较快用户观看直播时长占比可能上升, 因此假定未来用户平均观看直播时长占比为 20%, 若抖音使用时长假设为 110 分钟, 短视频时长为 $110 \times 80\% = 88$ (分钟)。

(3) 每分钟播放量 (Video View): 假定单列模式下每分钟播放量为 2 条。

(4) Ad Load: 假定当前广告加载率为 10%, 海外未来提升至 12%。

(5) CPM: 根据报价, 假定 CPM 为 30 元/千次展示, 随着用户数及转化率提升, CPM 提升至 35 元。

图表 30: 抖音广告收入测算

广告类型/驱动因子		2020E	中期天花板
信息流广告	DAU (亿)	5.3	7
	用户日均使用时长 (分钟)	95	110
	短视频时长占比	88%	80%
	每分钟播放短视频个数	2	2
	加载率	10%	12%
	CPM	30	35
	信息流广告收入 (亿元)	970.3	1888.7
开屏广告 (亿元)		20	50
效果广告 (亿元)		5	10
其他广告 (贴纸等) (亿元)		5	10
合计 (亿元)		1000.3	1959

资料来源: Questmobile, 公司公告, 国盛证券研究所

根据上述假定测算结果为中期抖音广告总收入约 1959 亿元。抖音主站广告主要的增长驱动力来自于用户数和用户时长的增长,以及随着平台大数据的沉淀与研发的持续投入,广告与用户匹配度提升,带来的广告价值增长。但是,目前抖音的用户数量、使用时长及加载率已经处于高位,未来提升压力将会增大。虽有翻倍增长空间,但增长的速度预计会放缓,寻找站外流量入口成为关键。

- **快手:** 广告收入仍有较大增长空间,预计将保持快速增长,是中短期收入增长的核心驱动。我们假定:

(1) DAU: 假定快手未来 DAU 达 4 亿,其中单列和双列模式 DAU 各 2 亿。

(2) 用户日均使用时长: 假定用户日均短视频观看时长 80 分钟。快手 2020 年前三季度平均使用时长为 86 分钟,假定未来使用时长天花板为 120 分钟,由于快手直播 DAU 约占总 DAU 的 50%,假定观看直播与短视频时长相同,因此整体 VV 中直播时长与短视频时长为 1:2,未来观看短视频时长为 80 分钟 (120 分钟的 2/3)。

(3) 每分钟播放量 (Vedio View): 假定单列/双列模式下分别为每分钟 2 条/1.5 条。快手目前视频长度为 11s-57s,也存在 1 分钟以上视频,假定平均视频时长为 30s,则单列模式下每分钟观看 2 条短视频;双列模式下用户看完需退出再筛选且快手双列模式用户评论比例较高,因此双列模式下假定每分钟观看 1.5 条短视频。

(4) Ad Load: 假定广告加载率为 10%。

(5) CTR1 (从封面曝光向内容点击的转化率): 单列模式下 CTR1 为 100%,双列模式假定为 10%。

(6) CTR2 (广告页观看一定时长或点击进入详情页的转化率): 单双列模式下均假定假定为 10%

(7) CPC: 假定为 1 元。

图表 31: 快手信息流广告收入测算

指标	单列模式	双列模式
DAU(亿)	2	2
日均使用时长(分钟)	80	80
每分钟播放视频数量(条)	2	1.5
AD Load	10%	10%
CTR1	100%	10%
CTR2	10%	10%
CPC(元)	1	1
信息流广告收入(亿元)	1168	87.6
合计信息流广告收入(亿元)		1255.6

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 32: 快手信息流广告收入敏感性测算

CPC(元)	广告加载率				
	8%	9%	10%	11%	12%
0.8	753	904	1004	1105	1205
0.9	847	1017	1130	1243	1356
1	941	1130	1256	1381	1507
1.1	1036	1243	1381	1519	1657
1.2	1130	1356	1507	1657	1808

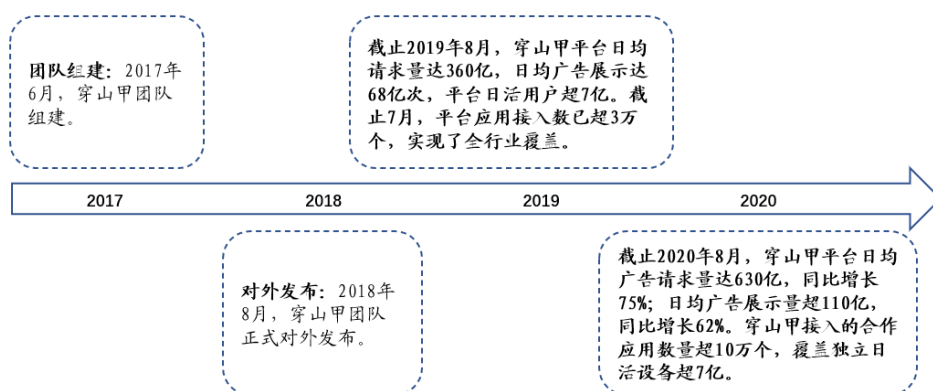
资料来源: 国盛证券研究所

根据上述假定, 我们测算出快手广告收入可达 **1255.6 亿元**。我们进一步假定 CPC 价格在 0.8-1.2 元之间, Ad Load 为 8%-12%, 对快手广告收入进行敏感性测算, 快手信息流广告收入在 753-1808 亿之间。此外, 考虑到开屏、快手粉条等广告模式, 快手广告收入体量将进一步拉高。影响广告收入的因素中, 伴随着快手产品改版的完成、品牌形象的树立及商业化产品矩阵/团队的完善, 核心驱动 **Ad Load** 和 **CTR1** 的提升。

1.3.3 流量获取成本持续攀升, 站外+私域成为新阵地

在短视频流量价格持续攀升的背景之下, 站外流量市场发展迅猛。以字节系站外流量聚合平台穿山甲广告联盟为例, 其成长速度极快, 截至 2020 年末平台已接入 10W+ 独立应用, 覆盖活跃 DAU 超过 8 亿, 日均广告请求量超过 630 亿, 日均广告展示量超过 110 亿。

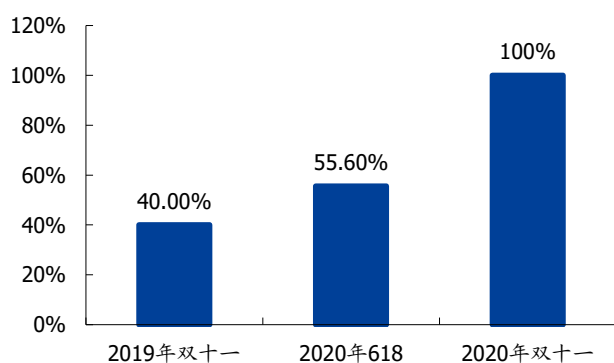
图表 33: 穿山甲联盟 3 年内成长为中国广告投放头部平台



资料来源: 穿山甲平台, 国盛证券研究所

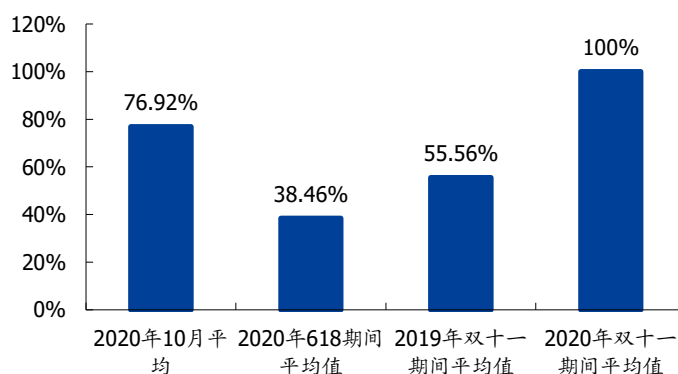
以双十一广告电商行业投放数据为例, 穿山甲广告收入实现爆发式增长。根据 App Growing 的数据, 2020 年双十一期间的平均广告额 (估算) 相当于 2020 年 618 期间平均值的 2.6 倍, 2019 年双十一期间平均值的 1.8 倍。且进入穿山甲购物榜前十的“苏宁易购”在双十一广告投放中穿山甲占整体广告数占比的 35% 以上, 是占比最高的重点投放媒体。

图表 34: 穿山甲-电商行业广告投放金额 (估算) 变动



资料来源: 穿山甲官方数据, Questmobile, 国盛证券研究所

图表 35: 穿山甲-电商行业广告投放金额 (估算) 变动 (平均值)

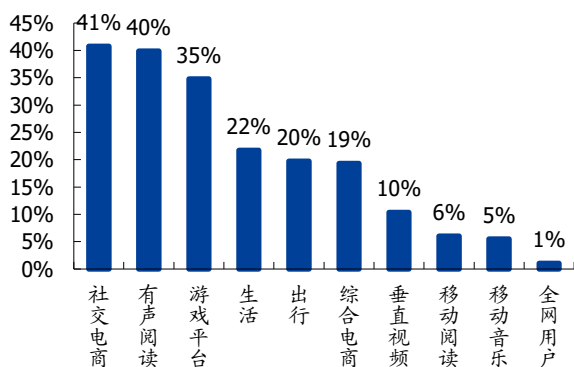


资料来源: 穿山甲官方数据, Questmobile, 国盛证券研究所

● 从供需角度, 理解站外流量聚合平台广告收入高速增长的原因:

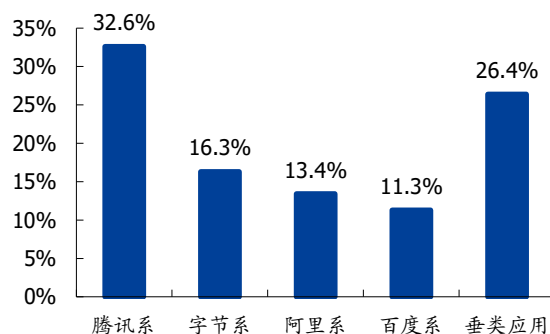
流量供给端看: 单个互联网平台广告容量取决于平台活跃用户数及用户使用时长, 相较于高渗透率的头部平台, 垂类应用其用户增速领先全网, 尤其体现于社交电商、有声阅读、游戏平台等领域, 其使用时长占比超过四分之一, 在不同场景及时段占领用户的注意力。对于中长尾垂类流量主而言, 接入广告聚合平台省去自建商业体系环节, 极大提升了变现效率。

图表 36: 2020 年部分垂类应用用户增长情况



资料来源: 易观, 国盛证券研究所

图表 37: 移动互联网巨头旗下 APP 及垂类应用使用时长占比



资料来源: 易观, 国盛证券研究所

流量需求端看: 广告主选择投放平台的因素包括投放性价比以及用户覆盖度。

1) 在投放性价比方面, 站外流量聚合平台的核心竞争优势在于其强大的中台, 智能化的竞价系统可以最大化广告主的 **ROI**。以穿山甲新推出的广告聚合平台 GroMore 为例, 用户通过 GroMore 可将广告请求发送至多个广告平台, 并综合所有平台的广告代码位, 根据价格排序, 从而找到收益最高的广告位。未来 GroMore 的发展策略是通过算法的力量, 帮助用户自动寻找产品利润的最优解。

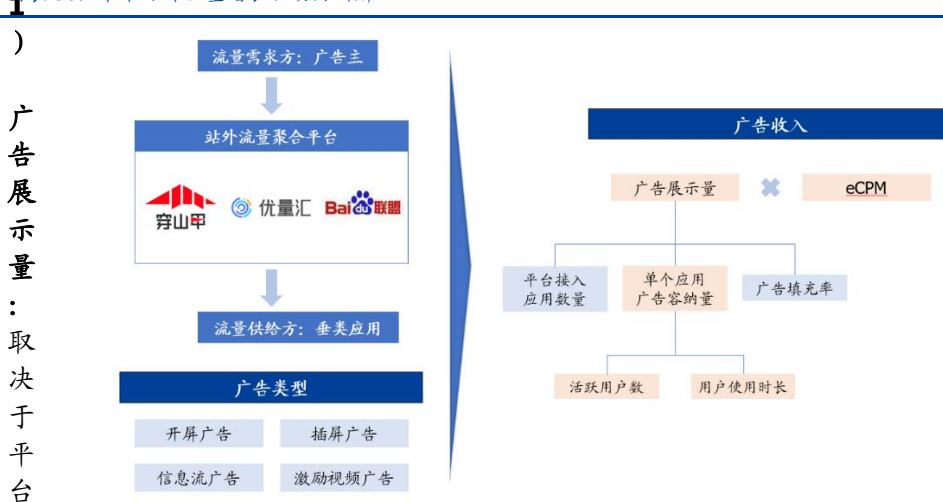
2) 用户覆盖度方面, 根据 Questmobile, 字节系站外流量聚合平台穿山甲用户与主站用户重合度不足 20%, 在投放主站的基础之上, 站外流量仍可扩大用户的覆盖半径。

总结来看, 站外流量高增长的原因在于, 一方面互联网进入存量时代, 精细化运营细分场景的背景下, 垂类应用用户数将保持快速增长, 持续扩展线上广告流量池; 另一方面站外流量聚合平台凭借算法持续提升用户的 **ROI**, 高效匹配广告主、流量主及用户, 扩大用户覆盖半径。

● 从量价拆分, 看未来站外流量收入增长驱动力:

对于站外流量聚合平台而言, 广告收入=广告展示量*eCPM, 未来量价均有提升空间:

图表 38: 未来站外流量增长驱动力拆解

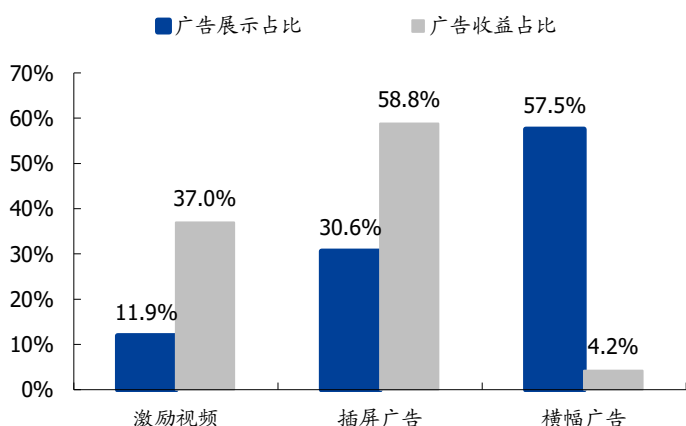


资料来源: 国盛证券研究所

应用的数量、单个应用的广告容纳量（与其活跃用户数及使用时长相关）、以及广告填充率。我们认为当前阶段穿山甲已经基本完成了不同内容类型的长尾应用的覆盖（对长尾流量的时长覆盖率超过 70%），未来应用总数难以有大幅度提升，但是随着平台资源的导入，头部的垂类应用用户数及用户时长仍有增长空间，也是广告展示量提升的最重要驱动力。此外，广告填充率取决于平台的匹配效率，随着平台数据的积累沉淀以及研发的持续投入，填充率将有所提升，但根据官网的数据，目前穿山甲的广告填充率已经超过 95%，未来提升空间有限。

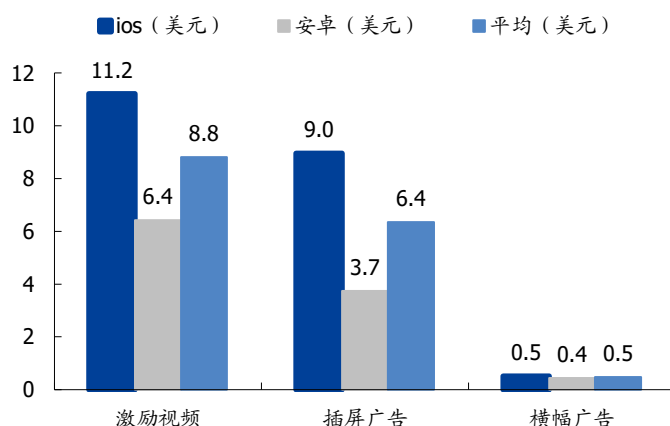
2) eCPM 与广告类型相关，激励视频广告收益更高。TOP ON 数据显示，激励视频广告以 11.9% 的展示提供了 37.0% 的收益（展示占比的 3.1 倍）。同时，激励视频广告具备更高的 eCPM，ios 端及安卓端休闲游戏平均 eCPM 为 8.8 美元，是插屏广告的 1.4 倍、横幅广告的 18.4 倍。激励广告将弱化广告植入感，相应的激励也可以提升用户的留存，预计未来该类型广告占比提升成为趋势，拉升整体的 eCPM。

图表 39: 休闲游戏广告及收益占比



资料来源: TopOn, 国盛证券研究所

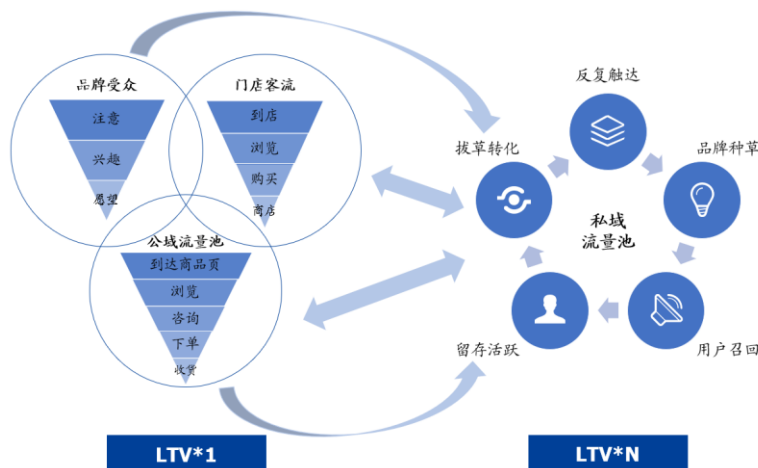
图表 40: 休闲游戏 Ecpm



资料来源: TopOn, 国盛证券研究所

公域流量获客成本变高，私域流量运营成为重点。私域生态的建立实际上缩短了整个营销链路：一方面，品牌在私域中可以实现品牌信息的多次低成本传达，缩短了沟通链路。另一方面，私域可以通过自身的影响力影响消费者，扩大品牌影响力。私域生态建立的最为完善的是微信，但抖音、快手为代表的短视频平台通过内容沉淀私域粉丝，影响其消费决策，提升商品销售的转化率。

图表 41: 私域流量成为运营重点



资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

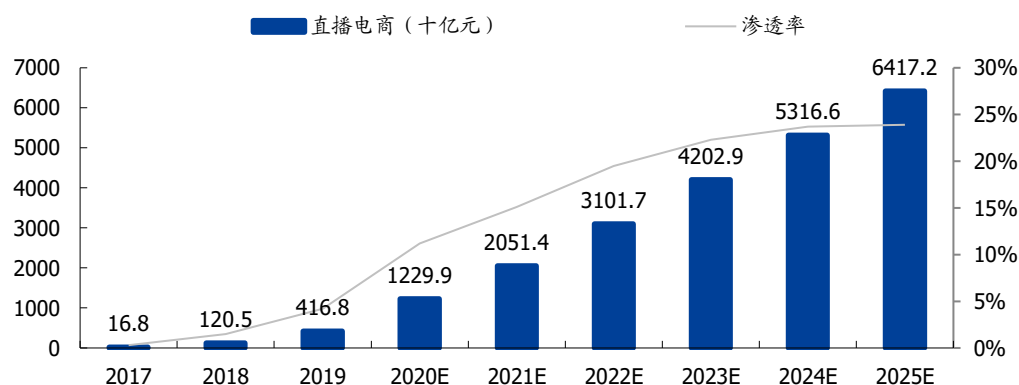
受益于短视频平台站外流量高增长的标的包括：**1）紫天科技**：穿山甲广告联盟与公司游戏后台打通，依托平台的大数据及算法，将自身承接的广告素材分发至公司 APP 上，再将广告收入分成支付给公司。从公司角度看，获得字节系的流量导入，广告变现效率将大幅提升。**2）掌阅科技**：公司阅读内容优势领先，2020 年获字节跳动入股，巨头加持之下公司有望在流量、广告与版权业务商业化层面受益。

KOL 营销代理公司通过孵化及签约红人，深度运营私域流量提高对广告主的议价力。代表公司包括：**1）元隆雅图**：子公司谦玛与主流自媒体平台微博、微信、抖音、快手、B 站、小红书合作，持续深耕快手达人生态，为快手旗下磁力聚星服务商，与 230+ 头部 MCN 机构强强联合，拥有丰富的 KOL 资源库，谦玛于 2021 年 3 月获快手磁力引擎，KA 聚星渠道-最佳贡献奖。**2）天下秀**：公司打造红人营销供应链平台，通过大数据技术，连接了品牌商家与中小商家，赋能不同发展阶段的红人，平台处理能力逐年增强，高效的连接了超过十万个商家客户及超过百万的红人。

1.4 直播电商：行业红利延续，预计 2025 年市场规模超 6 万亿，各平台电商战略差异化显现

直播电商延续高增长，渗透率稳步提升。2019 年起直播电商迅速起量，前期依托第三方外部链接（淘宝、京东、拼多多）GMV 体量快速增长，根据艾瑞咨询，2020 年直播电商行业市场规模达到 1.2 万亿元，对应电商零售渗透率为 11.2%，预计 2025 年行业规模有望达到 6.4 万亿元，渗透率提升至 23.09%。2020 年，抖音快手完成了电商内部生态闭环搭建，抖音小店和快手小店 GMV 体量快速提升。2021 年，基于两个平台各自的底层逻辑，两大平台在直播电商上的发展战略差异化的也逐渐显现，抖音逐步发力以品牌为核心的“店播”模式。

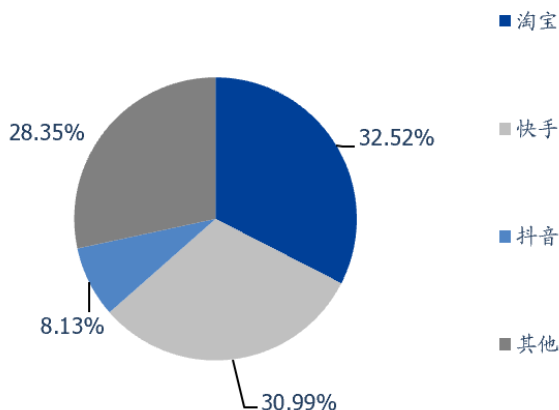
图表 42：直播电商渗透率在 2025 年预计达 23.9%



资料来源：艾瑞咨询，国盛证券研究所

淘宝直播市占率仍居第一，短视频直播电商势头渐猛。从市场成交额来看，根据公司公告/公开资料，截止 2020 年 12 月 31 日，淘宝直播 GMV 超过 4000 亿元，约占直播电商总体规模的 32.52%；快手 GMV 为 3812 亿元，市场份额 30.99%；根据晚点 Latepost，抖音 GMV 超过 5000 亿元，其中 3000 多亿元是由直播间跳转至第三方平台（京东、淘宝、拼多多）完成，严格按照来说，仅有 1000 多亿是通过抖音小店完成的，对应市场份额为 8.13%。

图表 43: 2020 年中国直播电商行业市场份额

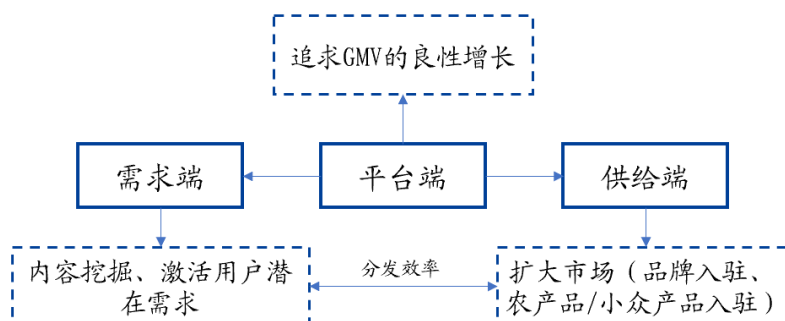


资料来源: 公司公告, 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

1.4.1 抖音: 定位兴趣电商, 店播战略效果明显, DP 服务商享受行业红利

抖音电商逻辑: 分发效率驱动兴趣电商发展。抖音强算法下分发效率高, 公域流量大, 根据 36kr 数据, 2021Q1 抖音 DAU 峰值约 7 亿, 平均值超 6 亿。今年 4 月, 抖音提出“兴趣电商”概念, 并承诺帮助 1000 个商家实现年销破亿元、帮助 1 万个优质达人年销破千万元、帮助 100 款优质商品年销破亿元。兴趣电商决策链为“触点-需求-信任”, 从需求端主动挖掘用户需求, 供给端扩大市场, 强算法下提高分发效率, 平台端追求有质量的 GMV 增长, 同时匹配较强的后端运营能力。

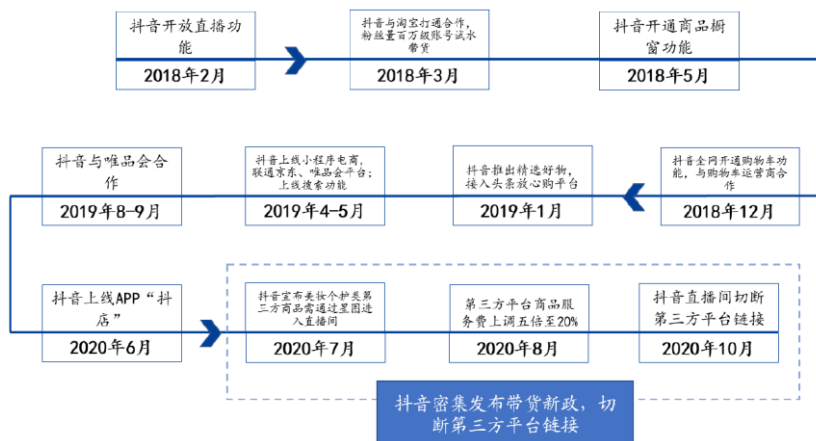
图表 44: 抖音“兴趣电商”分发图



资料来源: 国盛证券研究所

2020 年, 抖音封锁第三方平台, 发力电商自营生态的闭环打造。抖音电商早期依靠与淘宝、唯品会、京东合作打通货源, 18 年底全网开通购物车功能, 与购物车运营商合作, 2020 年 6 月, 成立电商一级部门, 同时开放个人入驻, 紧接着封锁第三方平台链接, 重点打造电商自营生态。通过一系列政策推动, 抖音小店新开店数量大幅增长。根据抖音电商官方数据, 2020 年 1-11 月, 抖音电商总体 GMV 增长 11 倍, 其中抖音小店 GMV 增长 44.9 倍, 新增开店商家数量增长 17.3 倍。根据《2021 年抖音电商生态发展报告》, 2021 年 1 月抖店 GMV 较去年同期增长 50 倍。

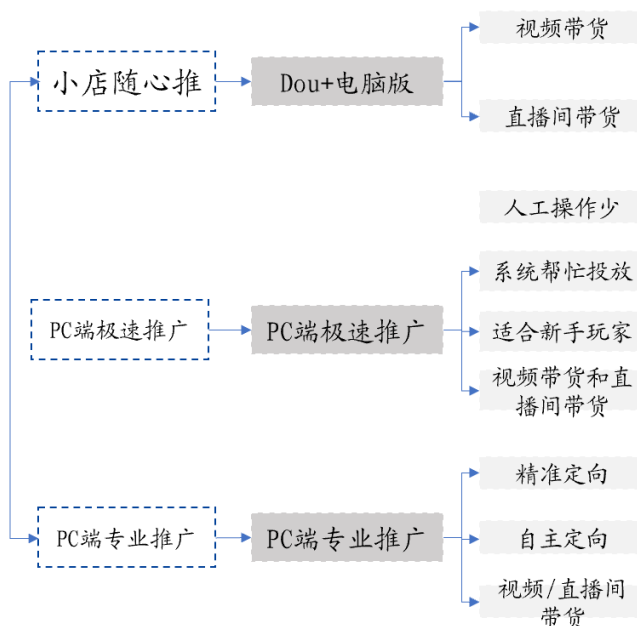
图表 45: 2020 年抖音电商切断第三方平台链接



资料来源: 艾瑞咨询, 36kr, 国盛证券研究所

巨量千川上线打造一体化电商解决方案。2021 年初, 字节上线巨量千川, 巨量千川作为字节的一体化电商广告平台, 整合了 DOU+、鲁班 (商品推广)、feed 流直播带货、电商广告等多种电商广告能力, 既能站外引流, 又能做内部导流, 并将带货平台与其他推广平台分开, 通过“流量提效”、“场景协同”、“数据支持”、“开放生态”四大驱动力, 激发商家生意新增长。抖音电商发展过程中, 千川上线利于弥补中控、产品短板。

图表 46: 巨量千川主要功能



资料来源: 巨量千川, 国盛证券研究所

上线支付功能, 构筑完善的电商生态体系。2019 年上线商品搜索功能, 根据最新抖音 App 可以看到, 搜索关键字后抖音官方优先显示商品。今年 1 月, 抖音上线支付功能, 支付功能主要包括充值、提现、转账及查询等, 无手续费。抖音 App 目前已建成传统电商“搜索-下单-支付”的自有电商生态。

图表 47: 抖音商品搜索功能完善



资料来源: 抖音 App, 国盛证券研究所

图表 48: 2021 年 1 月抖音上线支付功能



资料来源: 抖音 App, 国盛证券研究所

加大品牌商入驻，重点发展店播/自播。2021 年 1 月，抖音电商迎来三步策略——取消代理返点、鼓励品牌入驻、降低入驻门槛。新政策下，抖音降低对抖音小店的入驻门槛，鼓励店播，鼓励服务商进行升级（从普通、认证升级为品牌服务商）。官方政策下，抖音蓝 v 账号比重不断提升。重视品牌商家、发展店播与抖音生态较为契合。重视品牌商家、发展店播政策与抖音生态较为契合。店播与传统直播差异较大，传统直播中，粉丝多为 KOL 粉丝，流量主要来自于 KOL，KOL 账号价值高；店播是以品牌为核心，在品牌账号直播间进行直播，粉丝为品牌号粉丝，主播个人价值较低。从直播时长来看，根据飞瓜数据，五月前十大个人号直播时长仅为 2.5 天/月，而前十大品牌号直播时长达到 14 天/月，直播时长拉长更有利于提高直播间流量数据。抖音自有生态下平台价值远远高于主播价值，因此更有利于品牌账号的发展。

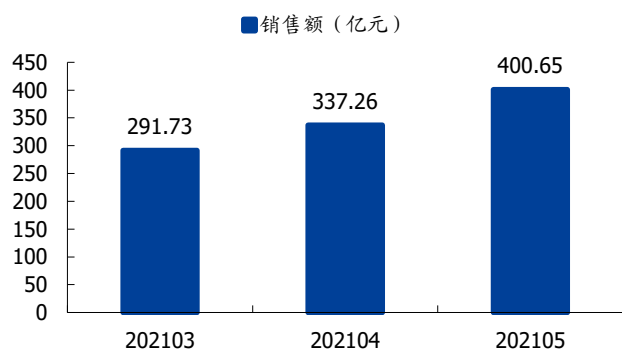
图表 49: 店铺直播间 vs 传统直播间差别

	店铺直播间	传统直播间
粉丝/流量	粉丝为店铺粉丝	粉丝为 KOL 粉丝
主播	多名主播轮播	KOL 主播，团队成员/助手协助
直播时长	前十大品牌号直播时长达 14 天/月	前十大个人号直播时长 2.5 天/月

资料来源: 公开资料整理, 飞瓜数据, 国盛证券研究所

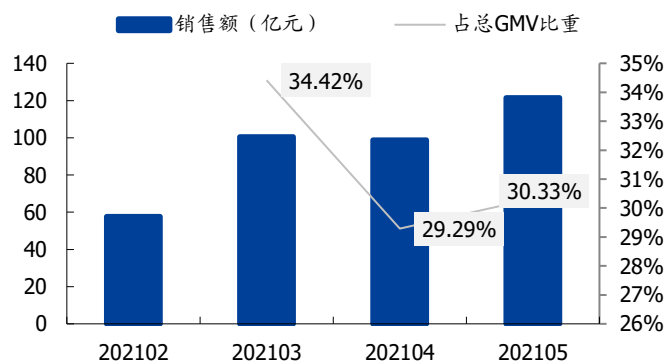
战略升级后抖音电商 GMV 增速显著，品牌贡献不断提升。根据飞瓜数据，5 月抖音 GMV 为 400.65 亿元（QoQ+19%），其中 TOP1000 品牌商合计销售额达到 121.51 亿元（QoQ+23.0%），较二月销售额增长 110%，占比提升至 30.33%。头部品牌商实力较强，TOP10 销售额占 TOP1000 的比重达到 12.75%，主要类别集中在鞋包、服装内饰及珠宝文玩，均为客单价较高的细分品类。商品质量为用户购物的核心考量要素，从长远来看，品牌自播可以在一定程度上保证产品质量。

图表 50: 抖音电商近三个月 GMV 增长强劲



资料来源: 飞瓜数据, 国盛证券研究所

图表 51: 抖音 TOP1000 品牌号预估销售额 (亿元) 及环比增速



资料来源: 飞瓜数据, 国盛证券研究所

图表 52: 2021 年 5 月抖音 TOP10 品牌商销售额

排名	品牌名称	品牌类型	预估销售额 (亿元)	预估销量 (万件)	客单价 (元)
1	出处	二手闲置	2.45	8.04	3047.03
2	中国黄金	珠宝文玩	2.10	155.79	134.66
3	中国金店集团有限公司	珠宝文玩	1.98	15.66	1263.23
4	周大生	珠宝文玩	1.83	59.22	308.46
5	周六福	珠宝文玩	1.65	86.39	191.00
6	雪花秀	美妆	1.31	18.30	718.41
7	奢品匯	鞋靴箱包	1.23	2.24	5472.93
8	百丽	鞋靴箱包	1.08	29.80	361.39
9	Teenie Weenie	服饰内衣	0.99	23.50	421.17
10	太平鸟	服饰内衣	0.88	40.50	217.28

资料来源: 飞瓜数据, 国盛证券研究所

店播/品牌自播助力抖音和品牌商实现双赢。从抖音层面来看, 抖店、支付平台、搜索引擎均铺设完毕, 为品牌商家提供全套服务的同时, 借助品牌带动抖音电商生态的繁荣; 从品牌层面来看, 传统电商竞争格局加剧, 各品牌在淘系平台可获得的流量竞争不断加剧, 品牌自身有寻求新流量入口的需求。目前, 抖音店播运营较为成功的品牌包括太平鸟、Teenie Weenie、三只松鼠、良品铺子、完美日记等。以太平鸟为例, 根据卡思数据, 2021 年 1 月, 太平鸟女装旗舰店 (抖音小店) 的累计销售额超过 1.1 亿, 客单价在 400 元上下, 春节期间, 太平鸟合计直播了 13 场, 累计 GMV1500 万+, 位列品牌店播销售额第二。

图表 53: 抖音太平鸟直播间



资料来源: 卡思数据, 国盛证券研究所

以内容为核心打造 **FACT** 经营矩阵, **DP** 的重要性再次得到体现。4 月, 抖音电商提出了由商家自播 (Field)、达人矩阵 (Alliance)、平台活动 (Campaign) 和头部达人 (Top-KOL) 四大部分组成的 **FACT** 经营矩阵, 形成“汇流量-促转化-聚沉淀”的流量增长模型。

图表 54: 抖音 **FACT** 经营矩阵

FACT 经营矩阵	
商家自播 (Field)	商家自播有助于商家增强内容管控, 积累人群资产以进行稳定长效的运营
达人矩阵 (Alliance)	达人矩阵有助于商家快速入场, 扩大流量供给, 放大生意增长
平台活动 (Campaign)	营销活动培养消费心智, 帮助商家获得平台资源, 实现规模化销量爆发
头部达人 (Top-KOL)	头部达人可以帮助商家快速打出“破圈”高声量, 一举达成品牌双赢。

资料来源: 抖音电商大会, 国盛证券研究所

抖音品牌 **DP** 为传统 **DP+MCN** 机构的升级体。与传统代运营不同的是, 抖音 **DP** 更强调对于内容的打造, 综合具有供应链优势/货品管理能力、内容运营能力、**MCN** 达人资源的服务商迎来发展良机, 根据抖音电商官方要求, 品牌服务商主要包括内容代运营及商品销售服务, 对综合能力的考核较为严格。

图表 55: 抖音品牌服务商分类

分类	服务内容
内容代运营服务	内容代运营服务主要是帮助商家解决内容创作问题, 服务商需要具备视频创作拍摄、直播、营销等方面的知识和能力, 帮助商家做高质量的内容产出。
商品销售及售后服务	商品销售及售后服务主要是帮助商家解决销货及服务问题。需要服务商具备网络营销、抖店运营、客服、供应链、达人带货、广告投放等方面的能力。

资料来源: 抖音电商, 国盛证券研究所

DP 匹配品牌商需求，优质 DP 对于品牌“品效”提升较为显著。以 Teenie Weenie 为例，Teenie Weenie 从 2020 年双十二开始品牌自播，服务商为鸭梨互动。根据飞瓜数据，最近 30 天的场均 GMV 为 144.5 万元，5 月 GMV 为 9921.7 万元，根据母公司锦泓集团财报显示，2020 年 TEENIE WEENIE 品牌合计收入为 23.07 亿元，其中线上收入 6.36 亿元（yoy+37%），TW 在抖音单月（非促销旺季）实现的销售总额接近 2020 年全年线上收入的 1/6。此外，根据新榜有货，TEENIE WEENIE 抖音客户与天猫顾客重合度仅为 20%，抖音店播模式为品牌商提供了高效的增量流量，而 DP 服务商则在帮助品牌实现销量增长的同时提升了自身在产业链价值。

图表 56: TEENIE WEENIE 荣获抖音 2020 年度品牌



资料来源：抖音电商，国盛证券研究所

多家上市公司切入抖音代运营产业链。炫步网络、构美科技、火星文化等多家机构成为抖音优质服务商，多家上市公司亦切入代运营产业链，其中包括：1) 星期六：遥望旗下全资子公司炫步网络入选抖音优质服务商优质服务商，品牌成功案例包括海洋珀莱雅合作抖音带货销量 5000 万+；2) 姚记科技：5 月，公司对抖音 DP 商策科技进行了千万级增资，商策科技的客户包括良品铺子、南国食品、上海迪士尼、七匹狼、罗莱家纺、斑马 AI 等；3) 壹网壹创：Q1 公司成为首批抖音服务商，并实现了十个以上品牌的开播。

图表 57: 部分抖音优质服务商名称及成功案例

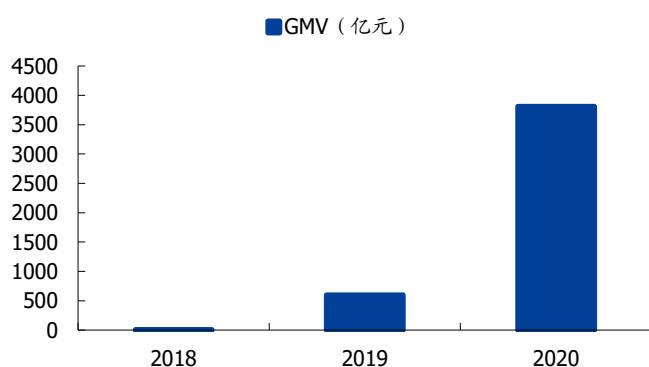
名称	部分成功案例
1 杭州炫步网络科技有限公司（遥望网络）	王祖蓝单场 GMV2616 万；大利孵化半年，单场 GMV1500 万+，累计销量破亿；海洋珀莱雅合作抖音带货 5000 万+
2 构美（浙江）信息科技有限公司	波司登店铺运营，提升 89% 用户观看时长；达芙妮单场销售突破 180 万；Follie Follie 直播单场销售 224 万+
3 天津火星文化有限公司	东鹏特饮蓝 v 账号代运营，总点赞量超过 1238 万；植村秀“55 号粉底刷”共计 2114 次曝光，推广一周后出现断货情况
4 Papitude	合作品牌 600+ 家；516 首播销售额突破 8000 万
5 海南桃花源传媒有限公司（无忧传媒）	双十一前与网易严选达成蓝 v 账号代运营年框合作，直播销量 100 万，同比增长超 400%；大狼狗夫妻 20 年 LG 直播专场总销售额破亿

资料来源：抖音电商，国盛证券研究所

1.4.2 快手：信任链条铸就信任电商，复购率提升和客单价提升带动 GMV 增长

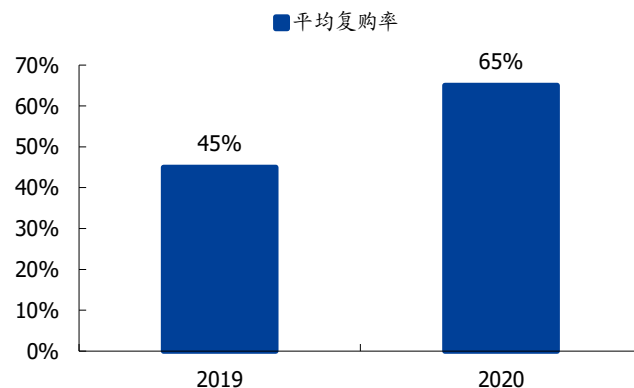
快手电商逻辑：信任链条铸就信任电商，特点为高复购、高渗透、低客单价。快手强调私域流量的粉丝沉淀，主播与用户间的信任纽带价值高，电商的优势在于强社交关系带来的高转化率和复购率，并由此带来 GMV 快速起量。2020 年快手电商 GMV 达 3812 亿元，同比增幅达到 555.9%，平均复购率达 65%，复购率持续提升。今年四月，快手提出信任电商概念，决策链为“信任-需求-触点”。

图表 58：快手电商 GMV 变化趋势



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 59：快手电商平均复购率



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

重视供应链搭建能力，好物联盟、直播产业带、售后优化等供给端能力的建设成为推进快手电商生态发展壮大的重要举措。（1）品牌扶持：外部吸引+内部孵化。2020 年快手加大对优质知名品牌与中小原生品牌的双重扶持，助力平台沉淀品牌资产。针对品牌商品推出“品牌 C 位计划”，针对中小原生品牌推出“快品牌加速成长行动”。2021 年，公司推出“双百计划”，将投入 100 亿资源包，为生态伙伴创造 100 亿级收入，并孵化 10 万+个年销售额过 100 万的新商家。

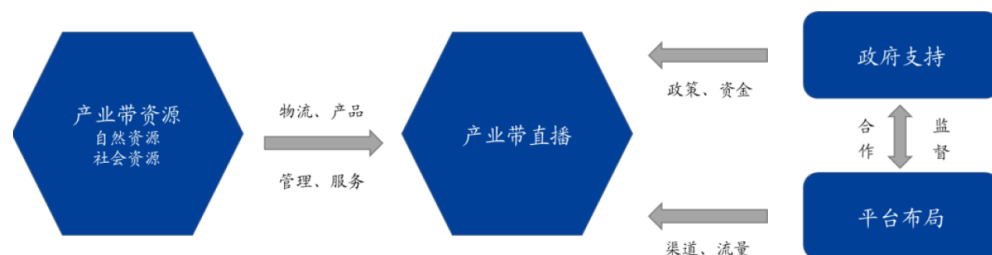
图表 60：快手电商品牌扶持计划

计划名称	对象	扶持措施
品牌 C 位计划	知名优质品牌	（1）手把手熟悉快手生态：零门槛入驻快手小店，手把手运营指导。（2）营销活动：线下门店逛街活动，线上云导购；广告曝光资源。（3）流量支持：短视频/直播流量包等。（4）功能支持：预售能力支持，发货失效延迟，回款账期缩短，技术服务费减免，优先入驻分销库。
快品牌加速成长行动	中小原生品牌	（1）品牌形象及产品设计升级。（2）对接优质生产供应链。（3）依托磁力引擎、商家号等快手营销体系进行营销扶持。（4）通过流量注入、口碑种草、线下联动等方式推动可持续发展。
双百计划	平台生态伙伴	计划未来 1 年投入 100 亿资源包，为生态伙伴创造 100 亿级收入，孵化 10 万+个年销售额过 100 万的新商家。

资料来源：快手公众号，国盛证券研究所

（2）直播产业带：直播产业带是集商品供应、物流仓储、带货基地等功能为一体的产业模式，兼具资源与服务优势，能最大化资源的利用效率。2021 年 4 月，快手与义乌合作建立小商品产业带，超过 5 万商家集中入驻，供货超过 300 万，预计 2021 年将为快手主播提供 50 亿元的义乌好货。同时，快手培育团队还对义乌商家进行了爆款视频和直播带货的辅导，超过 20%的商家在培训后立刻注册了快手账号。此前，快手还建立了临沂服饰产业带、佛山泛家居产业带及 27 个珠宝玉石产业带等。根据服务商合伙人计划，快手电商计划在全国打造 100+精品产业带基地、数百个官方服务商、孵化 1 万+个产业带中腰部主播、开展 100 万+场电商直播。

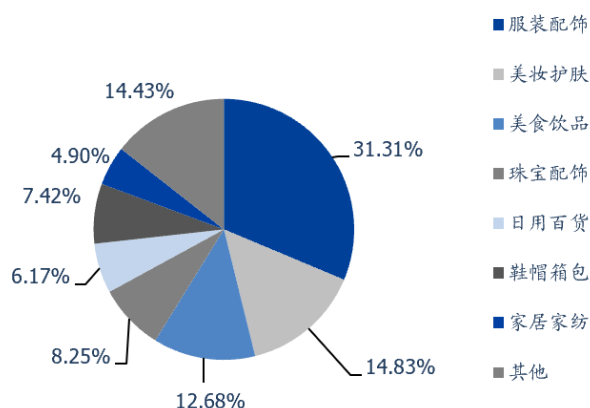
图表 61: 直播产业带驱动因素



资料来源: 快手 X 新榜《电商直播的临沂模式》, 国盛证券研究所

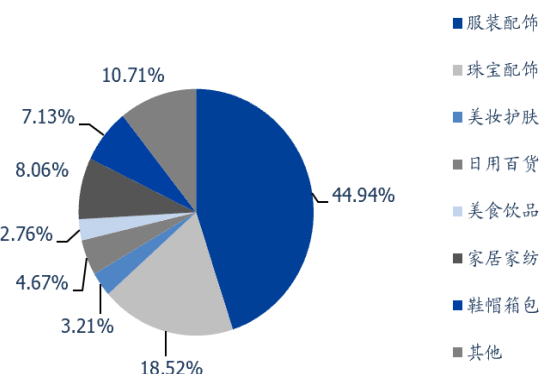
直播产业带建设目前已初见成效, 珠宝品类份额提升显著。得益于直播产业带资源和服务优势的支撑和加持, 服饰鞋包、珠宝配饰、美妆护肤等与快手已有产业带关系密切的供应品类位居 2021 年 4 月快手直播带货销售额占比和商品品类数量占比的前列, 销售额占比分别为 31.31%、14.43%、14.83%, 品类占比分别为 44.94%、18.52%、3.21%。

图表 62: 快手电商 2021 年 4 月直播带货品类销售额占比



资料来源: 飞瓜数据, 国盛证券研究所

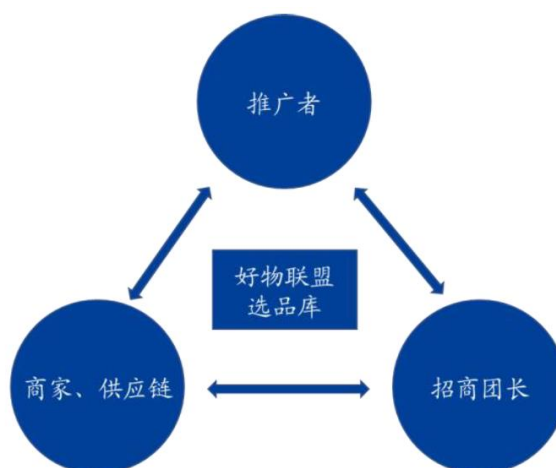
图表 63: 快手电商 2021 年 4 月直播带货品类商品品类占比



资料来源: 飞瓜数据, 国盛证券研究所

(3) 好物联盟: 好物联盟是快手电商官方推出的商品供应联盟, 强调人货的高效匹配。好物联盟的生态由推广者、商家供应链、招商团长共同组成。推广者负责找货、找团长、找供应链基地; 商家供应链负责提供优质商品入驻; 招商团长从中撮合推广者与商家。好物联盟为达人提供了优质的商品供给, 降低了商业化的门槛, 同时也提高了商家挑选推广者的效率。根据快手 2020 年 9 月的数据, 好物联盟已累计服务 100 万+达人, 每月有 50 万达人选品, 可触达 1 亿消费者, 核心频道商品上架率达 80%。未来, 好物联盟计划招募 60 个供应链基地 (直播基地), 其中金牌基地 10 家, 银牌基地 50 家, 进一步完善供应链与直播推广的生态。好物联盟的推出降低了主播选品难度, 让主播更好的聚焦与粉丝间社交关系的建立与维护。

图表 64: 快手好物联盟生态建设



资料来源: 快手公众号, 国盛证券研究所

(4) 推出“小店信任卡”，优化售后/逛买体验。快手于今年 6 月推出“小店信任卡”，该卡片是快手极致信任机制的重要承载，主要面向购物行为良好、诚信的快手电商用户推出。卡片可享受七天无理由退货、退货补运费、退款不退货、假一赔十、签到领快米、社区活动参与权 6 大特殊服务。此外，快手将与江苏卫视联合举办“616 真心夜”，以极致信任为核心立意点，强调品质好货。

图表 65: 快手电商“小店信任卡”六大权益

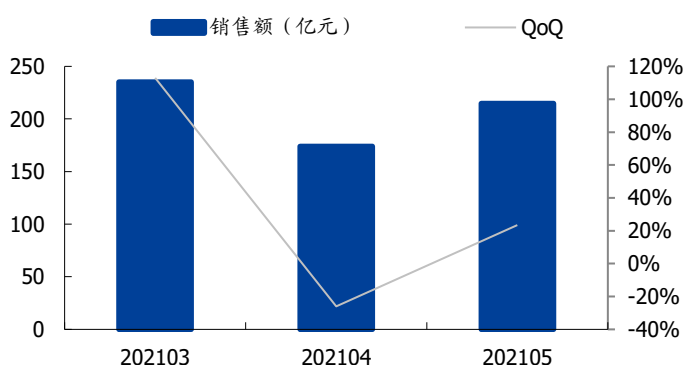
权益	解读	覆盖商品类目
七天无理由退货	消费者自签收商品之日起七天内，对支持七天无理由退货并符合完好标准的商品，可发起七天无理由退货申请	差异管理，不同商品不同选择
退货补运费	通过赠送退货补运费的次数，提供给平台用户，减少用户退货成本	开通了退货补运费的类目
退款不退货	基于消费者信用体系，通过退款不退货打造用户和平台间的双向信任	出库即损、开封即损、私密健康+商家自己选择的类目
假一赔十	发现商品材质、品牌等造假，退还用户该商品的付款金额，并赔偿十倍商品实际付款金额	购物体验星级 4.5 星以上的珠宝玉石（含金银）、全部奢侈品和二手奢侈品的商品，二手手机部分商家、全球购商品
签到领快米	用户每个自然日均可在快手小店-信任卡页面完成签到，并领取签到奖励，具体奖励以实际发放为主	
社区活动参与权	可享受有平台发起的内容治理、商品性价比 PK 等社区活动参与权，最终平台将根据老铁投票结果，规范商家行为，共建良好社区氛围	

资料来源: 快手电商, 国盛证券研究所

短期来看，扩大 GMV 的关键在于通过扩充商品品类、提高分发效率，让更多的用户实现看、逛、买，扩大买家规模，提升电商渗透率。根据《2020 快手电商生态报告》，快手当前电商日活约为 1 亿人，占总 DAU 的比重约为 37.8%，渗透率仍有较大提升空间；其中每天逛快手小店买家首页的用户接近 2000 万人，快手小店长期空间值得期待。长期来看，客单价与品牌商品占比的提升将助力 GMV 增长。根据飞瓜数据，5 月快手电商 GMV 合计为 214.88 亿元，环比增长 23%。从商品品类来看，前三大品类分别为服装配饰（26.2%）、美妆护肤（15.19%）、手机数码（8.77%），平均单价分别为 49.24 元、60.27 元、370.61 元。从品牌商品来看，TOP100 品牌合计销售额为 40.09 亿元，占总体 GMV 的 18.66%。截止今年三月，平均客单价低于 50 元的品类占总 GMV 的比重达到

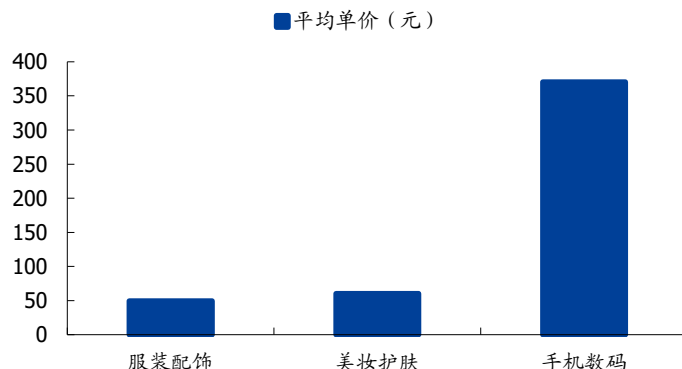
82.5%。未来随着快手用户数的增长，预计未来品牌产品对于快手的重视程度将提升，有助于快手电商客单价的提升。

图表 66: 快手近几个月电商 GMV (亿元) 及环比增速



资料来源: 飞瓜数据, 国盛证券研究所

图表 67: 5 月快手前三大品类平均单价



资料来源: 飞瓜数据, 国盛证券研究所

图表 68: 快手电商 GMV 影响因子

电商 GMV 影响因子	决定因素	快手“信任电商”
电商 DAU	公私域电商 DAU	公域: 小店通直播间&小店推广 2020H1 电商 DAU 达到 1 亿人
内容消费时长	社交	21 年 Q1 日均时长 99.3 分钟
单位时长订单转化率	分发效率	信任关系链条
客单价	商品品类/用户画像	达人带货>店播; 白牌>品牌
复购频率	信任关系	2020 年平均复购率 65%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.5 游戏: 外延+内生发力游戏研发

重度游戏持续发力，游戏业务成为各短视频平台发力重点。目前，字节跳动建立起了以“OHAYOO+朝夕光年”为核心的涵盖轻度、重度游戏研发发行的全面的游戏业务条线，并持续不断的外部收购优质研发商。2021 年 3 月字节跳动以 40 亿美金收购 MOBA 研发商沐瞳科技，震惊游戏圈。休闲游戏方面，OHAYOO 总经理指出休闲游戏市场规模将达到 500 亿，在这方面字节借助自己的流量优势、算法优势不断发力，推出了三天破千万流水的《翡翠大师》。而在重度游戏上，字节跳动在 2021 年 4 月发行的《航海王热血航线》，取得了一周内流水过亿的好成绩。相比字节跳动，快手目前在游戏业务上相对滞后，一方面公司利用自身流量和用户特点在买量发行中吸引发行商投入，另一方面公司也逐步发力游戏自研，公司通过并购逐渐建立起涵盖休闲、SLG、轻中度和重度游戏的研发体系，公司的《镇魂街：武神躯》首日流水过千万，在今年的游戏腾讯大会上，快手旗下回声工作室研发的卡牌养成+3D 游戏《西行纪：燃魂》也获得了重点关注。

相比快手，字节跳动在游戏业务方面进步更快，行业排名不断提升。在 5 月的中国手游发行商收入 TOP30 排行榜中，字节跳动排名 14，排名创历史新高。如果综合考虑排名 18 的沐瞳科技和排名 21 的有爱互娱，字节跳动已经进入国内游戏第一梯队行业。

图表 69: 2021 年 5 月中国手游发行商收入排行榜



资料来源: sensortower, 国盛研究

未来, 由于游戏良好的变现能力, 预计短视频平台将持续发力。由于短视频平台自身巨大的流量优势, 在发力自研后其在游戏业务发展上将逐步加速。叠加游戏玩家付费能力的稳步提升和消费者对优质游戏付费意愿的增强, 预计短视频平台将在游戏业务上持续发力。

2 线下: 沉浸式娱乐带来线下娱乐发展新阶段

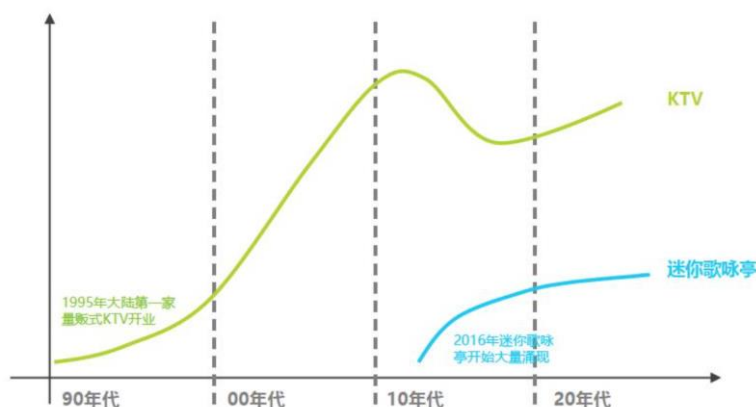
2.1 传统娱乐场景缺乏社交属性, 发展出现瓶颈

2.1.1 KTV: 泛社交场景, 被用户冷落导致发展受限

90 年代, KTV 进入大陆市场, 收费高昂使其发展缓慢。1988 年 KTV 首次进入大陆市场, 港台音乐随着小虎队等明星的爆红传遍大街小巷, 唱歌成为人们热衷的娱乐方式。当时门店主要集中在广州、北京等经济较为发达的城市。随着投资者的加码, 卡拉 OK 的模式向豪华包间发展, 配备空调、电视等当时少有的电器设备, 同时提高了 KTV 的最低收费标准, 酒水、饮食、服务费全线提高。受到居民消费水平及消费观念的制约, 昂贵的

KTV 在大陆发展速度较为缓慢。

图表 70: 中国 K 歌娱乐各业态发展曲线



资料来源:《2019 年 K 歌新媒体场景营销白皮书》艾瑞咨询

娱乐消费供小于求，KTV 得以高速发展。KTV 在 2000 年之后进入高速发展期，当时人民生活条件普遍提高，对娱乐的消费需求增加，但市面上却缺乏大众式的娱乐消遣的方式。1995 年，钱柜 KTV 在上海落地，将日本的量贩式卡拉 OK 引入中国，“量贩”在日语中表示“大量批发”、“自助”的意思，与 KTV 结合，则意味着 KTV 走向大众化，收费平价且规则透明。该阶段的 KTV 以超大面积和低廉的收费吸引顾客，酒水饮食的价格趋于正常价格，反而促进了顾客的消费，成为 KTV 盈利的重要来源。平民化的 KTV 满足了国民在工作、学习之余的娱乐需求，成为家庭、朋友聚会的不二之选，行业迎来黄金发展期。

图表 71: 量贩式 KTV 售卖酒水、零食的超市

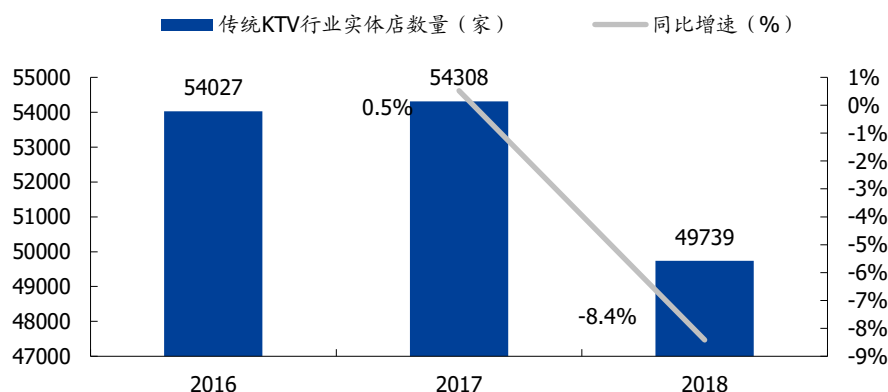


资料来源:大众点评, 国盛证券研究所

泛社交场景不再为人们的娱乐首选，KTV 行业进入发展困难期。外部因素上，2012 年左右，国家对“三公消费”出台相关限制政策，行业发展受到很大打击；在 KTV 高速发展的同时，地产行业也正高歌猛进，商铺租金涨幅较大，使得重资产类型的 KTV 成本压力陡增。此外，KTV 的衰落也与其泛式社交的核心理念有关。在 KTV 常会出现少数人占领着麦克风，而其余人自顾自地玩手机的场景，这是因为唱歌的场景缺乏互动，参与者之间的联系并不紧密。随着移动互联网的兴起，娱乐方式变得丰富多彩，人们开始重新看待 KTV 类泛式社交。当娱乐场景选择变多，人们自然更愿意选择更为感兴趣的、更具

参与感的模式，而非 KTV 类泛娱乐社交场景。

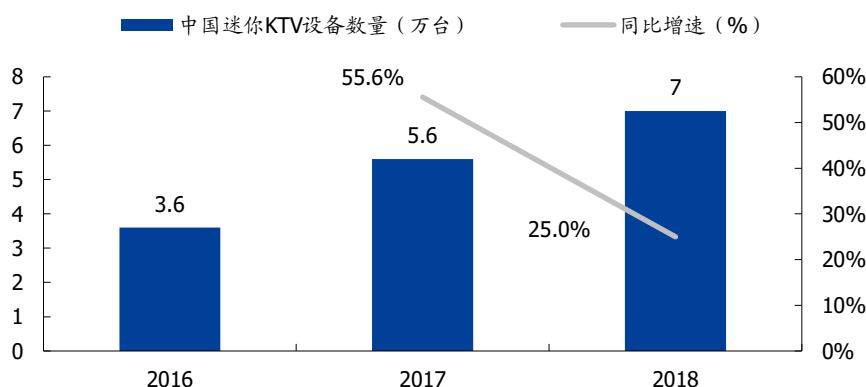
图表 72: 2016-2018 年中国传统 KTV 行业实体店数量 (家)



资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

迷你歌咏亭(迷你 KTV)开始席卷全国, 目前仍处在探索阶段。KTV 的缺点在于它是缺少互动的泛式社交, 迷你歌咏亭业态应运而生。迷你 KTV 将唱歌场景缩小至 2 人的设定, 既能够满足唱歌的文娱需求, 又加强了参与者的互动性。2016 年, 迷你 KTV 紧跟共享经济末班车, 利用碎片化娱乐的消费心理, 在国内“野蛮”生长。但由于产品同质化严重, 设备维护不及时导致用户体验不佳等问题, 同时迷你 KTV 在占据碎片化娱乐市场上没有绝对优势, 市场由 2016 年的爆红状态进入冷静期。

图表 73: 中国迷你 KTV 设备数量

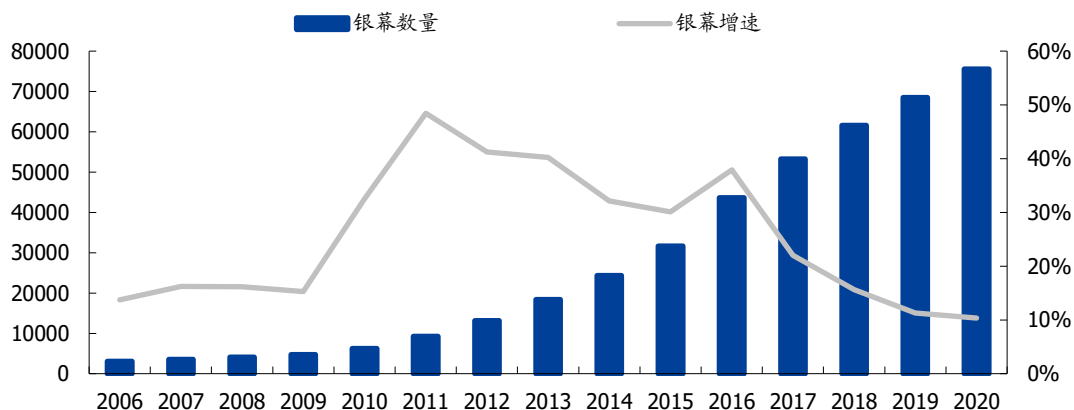


资料来源: 前瞻经济学人, 国盛证券研究所

2.1.2 电影院: 电影已逐渐成为日常消费习惯, 但头部影院市占率仍较低

随着居民收入的提高, 电影市场迅速扩容。2004 年至 2014 年, 中国电影市场经历了黄金的十年, 从制片、发行到影院均高速发展着, 十年内, 中国内地票房总数翻了近 20 倍, 银屏数量增加 10 倍, 影院总数增加约 3.8 倍。电影行业的迅速扩张与人们的生活水平提高有着紧密关系, 居民收入、生活品质要求等各方面得到提升, 同时影院在全中国各线城市的各大商场中铺开, 使得电影成为便捷的娱乐场景, 逐渐将电影从文化类产品演变成人们一类日常的消费习惯。

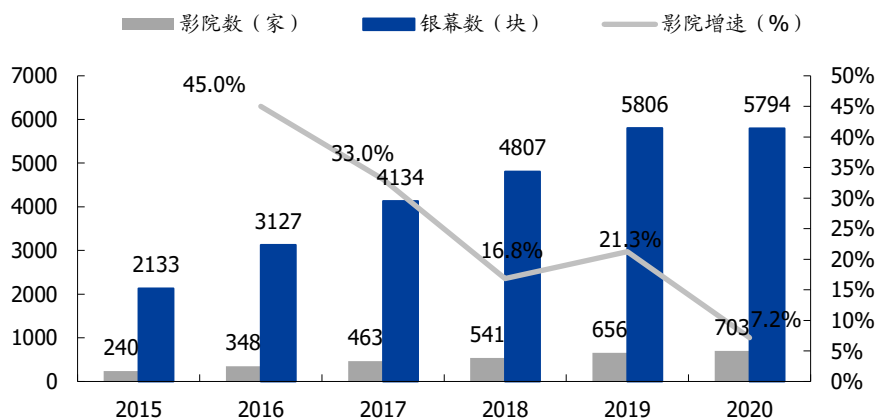
图表 74: 银幕数量(块)及增速



资料来源: 中国电影网, 国盛证券研究所

重资产企业的发展离不开资本注入, 院线扩张以提升市场地位。2014年, 万达院线、金逸院线、上影股份三家公司抢夺“中国院线第一股”, 从招股说明书中可以发现, 三家公司的募投项目均为院线扩张, 由于影院属于重资产投资, 需要大量资产支持, 公司通过上市手段拓展融资渠道。在电影产业链中, 院线渠道占据了十分重要的地位, 院线所掌握的终端数量越多, 市场的主导地位也就越强, 在票房中获取的收入比例就越大, 头部优势凸显。

图表 75: 万达电影院及银幕数



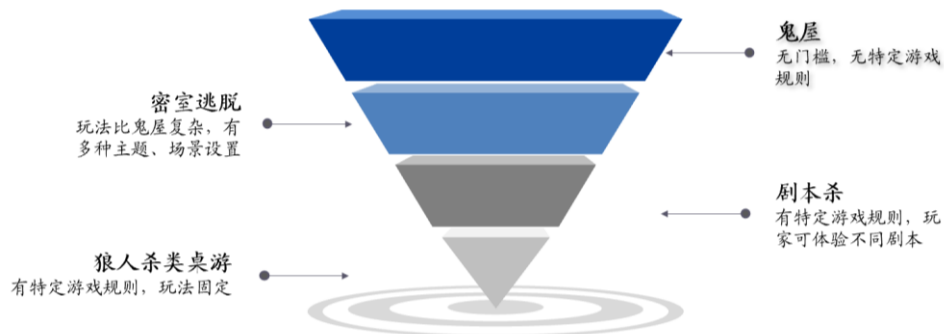
资料来源: 艺恩数据, 公司公告, 国盛证券研究所

影院成为线下娱乐场景的中流砥柱, 看电影已逐渐成为人们的日常习惯。影院与 KTV 的发展不同在于, 虽然都受到移动互联网浪潮的冲击, 但因为人们养成了观影的习惯, 电影已融入了人们的日常生活, 成为朋友、情侣出门活动的常用备选项。为给全年龄段用户带来更舒适的观影体验, 影院从以下几个角度出发以持续培养用户习惯: 1) 将地址选在便捷商场中, 以满足用户随时可能产生的观影欲望; 2) 引入高科技、新技术, 如巨幕电影 (IMAX) 银幕、网络购票功能等; 3) 提供更周到的服务, 为用户提供零食、饮料等产品, 或开设特殊观影厅等。

2.2 不插电娱乐场景以沉浸感和社交属性带动线下娱乐新发展

不插电娱乐场景行业呈漏斗模式。除传统娱乐场景外（如 KTV、电影院），不插电类娱乐场景引起了越来越多用户的关注。不插电的娱乐场景主要包括：鬼屋、密室、剧本杀、以狼人杀为代表的桌游等，从用户角度以漏斗模式看：鬼屋位于最上层，没有门槛；第二层是密室，玩法相比鬼屋更加复杂，每间密室都有不同主题及场景；剧本杀为第三层，有特定的玩法，但玩家能够选择不同剧本，收获多样的游戏体验；狼人杀类桌游，玩法固定，游戏的差异来源于玩家而非游戏设定。

图表 76：不插电娱乐模式

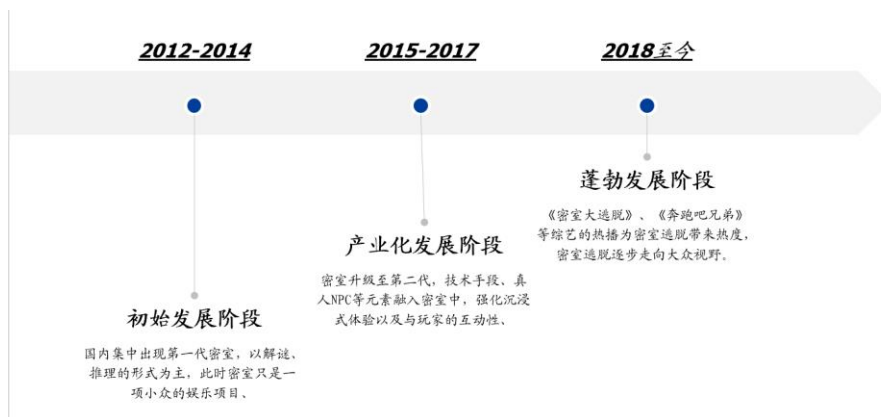


资料来源：国盛证券研究所

2.2.1 密室逃脱：以沉浸式为卖点吸引玩家，市场空间广阔

综艺节目助推，密室逃脱逐渐大众化。密室逃脱最早出现于美国，2008 年国内首次出现真人密室逃脱店铺，此后中国密室行业主要经历了三个发展阶段：1）初始发展阶段（2012-2014 年），国内集中出现了第一代密室，但仍属于小众娱乐项目；2）产业化发展阶段（2015-2017 年），密室升级为第二代沉浸式互动密室，融入了真人 NPC、角色互动、机械效果等元素，吸引了更多玩家；3）蓬勃发展阶段（2018 年至今），随着《密室大逃脱》的热播，《奔跑吧兄弟》等大型综艺在节目中引入明星密室体验环节，密室逃脱走向大众视野。密室逃脱行业呈现爆发性的增长态势。

图表 77：密室逃脱发展史

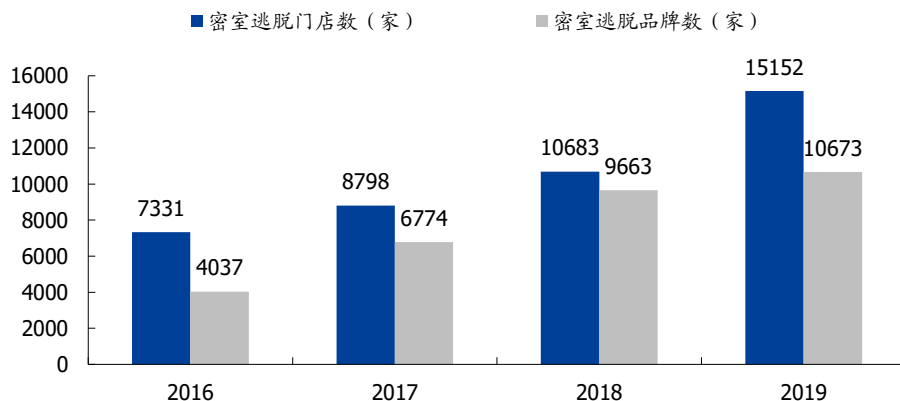


资料来源：美团点评，国盛证券研究所

密室逃脱市场迅速扩张，整体正朝着规模化方向发展。根据艾媒咨询，2019 年中国密室逃脱市场规模逼近 100 亿元，行业消费人次达到 280 万人次，平均客单价为 250 元。中

国密室逃脱门店数、品牌数整体呈上升态势，门店数从2016年的7,331家增长至2019年的15,152家，品牌数从2016年4,037个增至2019年的10,673个。值得注意的是，2018-2019年期间，门店数量大幅上升，但品牌数增幅较小，说明2019年店铺多为品牌连锁分店，一定程度上也反映了门店的规模化及可复制性。

图表 78: 中国密室逃脱门店数及品牌数



资料来源：头豹研究院，国盛证券研究所

密室逃脱产业链可以分为三个部分，整个产业链联系紧密，中游的密室品牌向上游的游戏研发团队购买游戏剧本，为下游消费者提供密室产品。

1. 产业链上游：游戏的剧情、互动性是密室逃脱产品差异化的关键

具体来看，产业链上游包括游戏研发团队、运营团队及真人NPC演职人员。1) 游戏研发团队：密室逃脱的游戏设计包括场景、情节等多环节，因此多由工程师、建筑设计师等多领域人才组成，单个游戏研发时长从3个月至0.5年不等；2) 运营团队：部分密室逃脱品牌会聘请专业的运营团队负责密室的品牌宣传工作。通常，运营团队人数在10人以下，使用美团、大众点评、小红书等平台进行玩家引流；3) 演职人员：真人NPC，是密室逃脱中的非玩家角色，负责与玩家进行互动、把握并推动剧情等工作，创造出沉浸式环境。

图表 79: 真人模式逃脱消费用户评价热词 (大众点评, 美团)



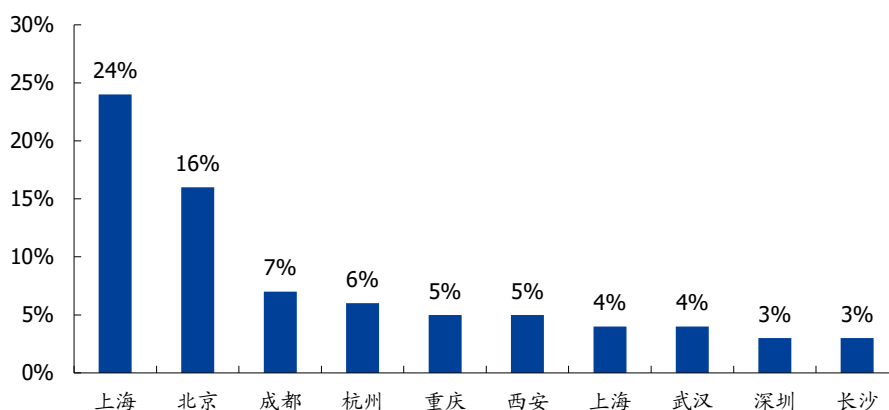
资料来源：头豹研究院，国盛证券研究所

2. 产业链中游：一二线城市多为连锁密室品牌，三、四线城市多为小型品牌

从门店角度看，可将密室逃脱企业分为：(1) 拥有研发、运营能力的连锁品牌，如游娱联盟、TFS 超级密室。它们能够独立进行游戏设计，待项目成熟后还可打包销售给其他密室逃脱品牌进行盈利，多创立于北京、上海、川渝地区；(2) 小型品牌，需要外购游

戏版权、租赁场地，收入主要来源于门票收入和配套餐饮等收入，多存在于三四线城市。截至 2019 年底，中国真人密室逃脱行业市场参与者约有 10,000 家，其中，上海、北京拥有的真人密室逃脱品牌数量最多，占比分别为 24%、16%。

图表 80：中国真人密室逃脱品牌在各地区的分布比例（2019 年）

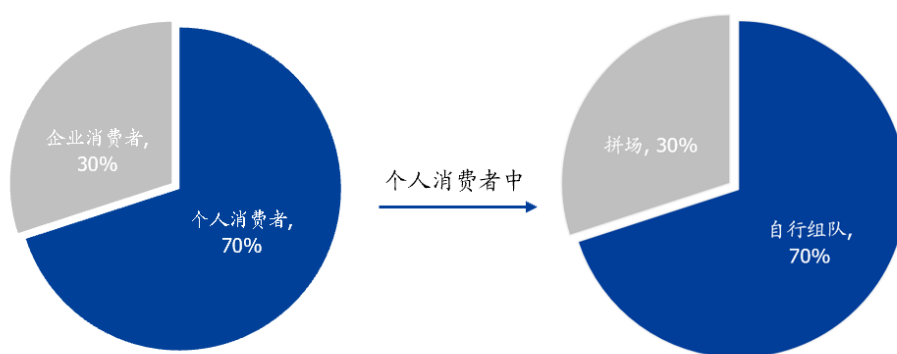


资料来源：头豹研究院，国盛证券研究所

3. 产业链下游：组队、拼场的游戏形式满足消费者的娱乐、社交需求

消费者可分为企业消费者与个人消费者两类，比例约为 3: 7。企业消费者多以团建为目的进行密室逃脱消费，部分密室品牌提供定制化的服务，将企业信息融入游戏环节中。个人消费者多抱着社交和娱乐为目的参与密室逃脱游戏。2019 年，个人消费者数量达 196 万人次，其中 70% 为消费者以自行组队的形式参与游戏，其余 30% 由店家进行拼场，很好地满足了玩家的社交需求。此外，多数个人消费者接受过高等教育，因此密室逃脱常被贴上“高智商”、“烧脑”等标签。

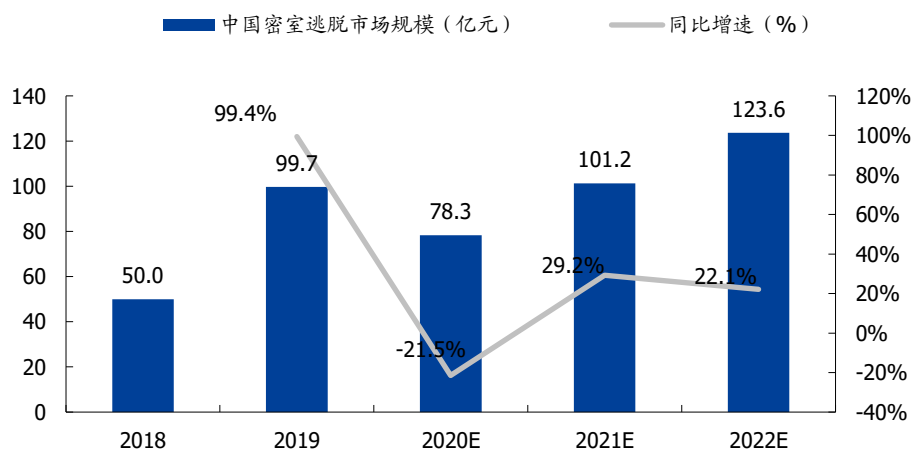
图表 81: 真人密室逃脱行业消费者分类



资料来源: 头豹研究院, 国盛证券研究所

迭代能力及自带解压属性使行业发展势头良好。中国密室逃脱由 2012 年发展至今, 虽 2020 年受疫情影响市场规模略有下滑, 但市场对其未来发展保持乐观态度, 其原因主要在两方面: **(1) 密室逃脱的迭代能力强**, 一方面越来越多店家开放夜间场, 既满足了夜间娱乐的需求, 又拓宽了盈利空间。另一方面, 店家能够通过引进新技术、合作开发沉浸式主题等形式对密室进行迭代更新, 为玩家带来更趣味、更具交互性的游戏体验; **(2) 密室逃脱自带解压属性**, 其场景多以刺激、恐怖、悬疑等元素为主题, 紧张的氛围一定程度上能够帮助玩家释放压力。随着人们生活节奏的加快, 这类减压的场所的需求也会相应地增长。

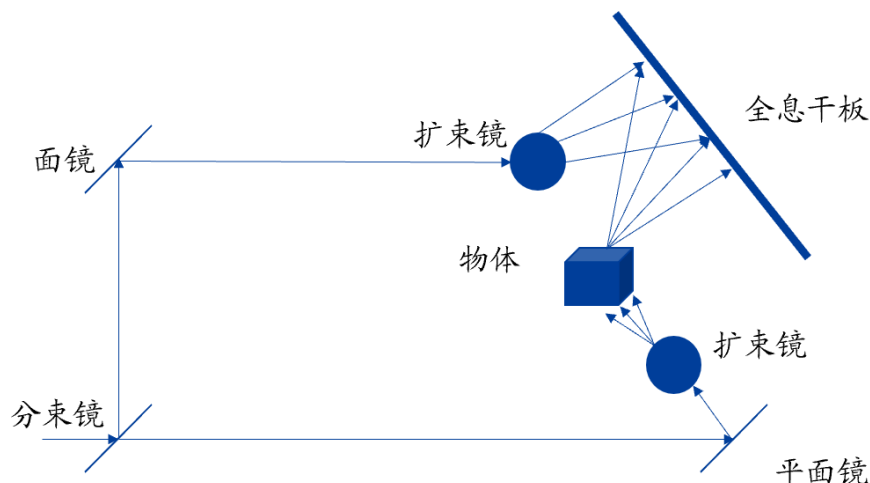
图表 82: 中国密室逃脱市场规模预测



资料来源: 艾媒咨询, 国盛证券研究所

沉浸式密室是密室逃脱迭代的重点方向之一。沉浸式密室逃脱为用户提供了丰富的游戏体验, 为店家带来了更高的客单价及盈利空间。沉浸二字的表现就是代入感, 店家利于全息投影技术等技术手段, 从声、光、电等角度为用户带来更丰富的体验, 加上真人 NPC 的互动环节, 玩家能够更深度地参与进场景、剧情之中。目前, 密室逃脱店内的主流技术手段包括 3D 全息投影技术、多通道投影技术等, 能够创造出更真实的三维场景。

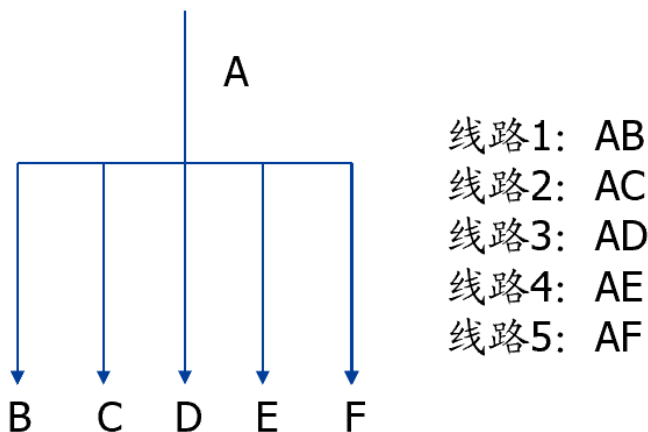
图表 83: 3D 全息投影技术原理



资料来源: 头豹研究院, 国盛证券研究所

除技术外, 密室逃脱在情节设计上也不断进行创新, 比如: 1) 多线路密室剧本, 根据玩家触发的线路解锁后续的关卡, 这样的设计也大幅提高了玩家的复购率; 2) 角色设计, 部分密室品牌为丰富剧情、优化游戏体验, 会让玩家在进入密室前进行角色换装, 帮助玩家更好地进入游戏状态; 3) 真人 NPC 互动, 一些密室品牌借真人 NPC 与玩家的互动推动剧情的发展, 根据玩家解谜速度的快慢进行难度调节, 保证了不同水平的玩家都能获得较好的游戏体验感。

图表 84: 真人密室逃脱创新情节设计: 多线路设计



资料来源: 头豹研究院, 国盛证券研究所

2.2.2 以狼人杀为代表的桌游: 因竞技真人秀走红, 但缺乏核心竞争力, 颓势已现

狼人杀是一款推理类趣味桌游。狼人杀游戏的雏形最早可以追溯到 1787 年, 多名玩家参与游戏, 领取不同的身份, 通过语言描述、分析推测、判断决策, 以达成各自角色游戏目标。游戏通常需要 6-18 人参与, 时长主要取决于参与人数及玩家水平, 最常见的 12 人版本大约在 30 分钟左右。

图表 85: 狼人杀角色身份



资料来源: 国盛证券研究所

借力综艺，狼人杀渐渐为大众所熟知。狼人杀在 2000 年后传入国内，但当时并没有受到过多关注；2015 年，游戏直播平台战旗 TV 推出狼人杀电竞真人秀“Lyingman”，将这款游戏推向大众；2016 年，马东的米未传媒推出了一档明星狼人杀访谈综艺“饭局的诱惑”，点播总量超过 5 亿。在多款竞技真人秀及明星综艺的带动下，人们对狼人杀的兴趣激增。

图表 86: 狼人杀百度指数激增 (2015/1/1-2016/12/31)



资料来源: 百度指数, 国盛证券研究所

爆红之后却迎来了行业发展瓶颈。发展至今，狼人杀没能延续 2016 年的热度，其背后的原因主要在两方面：(1) 用户端：游戏体验差。狼人杀因竞技真人秀爆红，但真人秀中主播水平较高，游戏模式更加专业。老玩家趋向于节目中的游戏玩法，习惯用更加专业的手势、术语进行沟通，导致新手入门后很难参与老玩家的游戏世界。玩家水平的层次不齐直接导致游戏体验的下降，各种不平衡的对局的产生带来了很多矛盾，甚至是不文明的现象，玩家将个人情绪带入游戏，与其他玩家发生争执、对骂的情况屡见不鲜。

图表 87: 狼人杀百度指数骤降 (2016/1/1-2021/5/31)



资料来源: 百度指数, 国盛证券研究所

图表 88: 狼人杀游戏术语节选

术语	释义
查杀	在夜晚被预言家查验身份时查验出来狼人玩家并在发言环节点爆狼人身份
金水	在夜晚被预言家查验身份时查验出来或因骑士决斗而表明身份的好人玩家
银水	在夜晚被女巫用解药救活的玩家
铜水	在夜晚同时被狼人击杀和守卫守护的玩家
悍跳	狼人为扰乱场上局势, 起跳神民身份与真正的神民进行博弈
末置位	发言顺序在最后一名的玩家
前置位	发言顺序在自己前面的玩家
后置位	发言顺序在自己后面的玩家
起跳	玩家声称自己是某种身份
对跳	在前置位已经有玩家起跳某种身份的情况下, 另一玩家同时起跳该身份
上警	在警长竞选环节参与警长竞选
警上	在警长竞选环节时参与警长竞选的所有玩家
警下	在警长竞选环节时未参与警长竞选的所有玩家 (警上退水的玩家不算在警下)
警长	在投票阶段通过警下玩家投票而选出的玩家, 警长在出局时可选择一名玩家继任警长

资料来源: 百度百科, 国盛证券研究所

(2) 门店端: 狼人杀桌游店缺乏核心竞争力。无论与狼人杀线上 APP 比, 或是与其他线下娱乐场景比, 狼人杀线下门店都缺乏核心的差异化能力。狼人杀是一款不需要道具的游戏, 于玩家而言, 线下实体门店并不是玩家参与狼人杀的唯一选择, 朋友间组好队后在任何场所都能借助线上工具开启游戏。此外, 线上平台更易组局, 能够更灵活地满足单人玩家参与游戏的需求。较密室、剧本杀等线下娱乐场景比较, 狼人杀的游戏规则固定的, 用户只能在现有的规则下, 根据每次抽卡的角色进行一定发挥, 玩法的核心来源于玩家, 而非游戏。狼人杀的进行时间短, 但每场感受差别不大, 无法为玩家带来差异性体验也意味着店家没有议价权, 仅提供纸牌及场地的盈利空间是十分有限的。

2.3 剧本杀：新兴不插电类娱乐场景

2.3.1 基本模式：同时满足用户社交及娱乐需求

剧本杀是近两年来兴起的新型娱乐活动，是一类 **LARPG (Live Acting Role Playing Game, 现场演绎角色扮演游戏)**。特殊的交互式玩法满足了以大学生、白领为代表的城市“年轻人群”在社交和休闲两方面的需求，在网络综艺节目《明星大侦探》的带动下，短时间内聚集了较高热度和流量。剧本杀的游戏规则是，玩家先选择人物，阅读人物对应剧本，搜集线索后找出游戏里隐藏的真凶，玩家可通过线上 App 或线下实体店体验游戏。其中，线上 APP 提供的剧本大部分免费，少数精品剧本需要付费，玩家在同一个网络“房间”中展开角色扮演游戏；线下实体店通常根据剧本设定布置场景，玩家同处一室，通过语言、表情、谈吐、肢体动作等表演故事，价位由门店城市、剧本类型等因素共同决定。

图表 89：剧本杀线下门店及线上 APP



资料来源：百度，APP Store 国盛证券研究所

与密室逃脱、狼人杀的走红路径相似，综艺在剧本杀的兴起上起到了关键的一环。2016年3月27日在芒果TV首播的《明星大侦探》第一季，主打“烧脑剧情”和“悬疑推理”的综艺模式。截至2021年，节目已更新至第六季，累计播放量达41.4亿。2019年，衍生益智成长真人秀《明星大侦探之名侦探学院》上线，三季节目豆瓣评分稳定在9.2。随着推理类综艺真人秀走上流量舞台，剧本杀在国内市场走红。

图表 90：剧本杀类综艺节目热播



资料来源：百度百科，国盛证券研究所

具体来看，线下实体店分为实景类及圆桌类两种。实景搜证类，店家构建了实际场景（100-300㎡），除剧本以外，所有的证据都需要玩家亲自去案发现场进行搜证。店家会

提供场景构建，服装，道具，真人npc等等，收费在150-500元每位左右。而圆桌类，商家仅提供约30㎡房间，剧本推进主要来自于DM主持及玩家谈话。

剧本类型分为三种：1) 独家剧本，非实景搜证，但剧本为店铺独家所有，收费在128-158元每位左右。2) 城市限定剧本，非实景搜证，发行方只将剧本卖给该城市的3到5家剧本店，其他剧本店拿不到的本子，收费在108-128元每位玩家左右。3) 盒装剧本，非实景搜证，剧本店只要购买就能够获得的剧本，收费在78-88元每位左右。

图表 91: 剧本分类

类型	特点	收费
独家剧本	剧本为店家所有，非实景	128-158 元/位
城市限定剧本	城市内仅有 3-5 家实体店能够购买到的剧本，非实景	108-128 元/位
盒装剧本	所有店铺均可购买的剧本，非实景	78-88 元/位

资料来源：知乎，国盛证券研究所

2.3.2 游戏流程

常见的剧本杀游戏的核心在于多次搜证并对线索加以讨论，大体上能够分为五个环节。

(1) 选择角色、游戏准备：玩家在了解剧本基础背景及角色基本信息后，自行选择角色，实景类剧本杀选择角色后需要换装准备；

(2) 阅读剧本：本阶段，玩家阅读个人剧本，了解角色过往经历、线索、时间线、任务等具体信息；

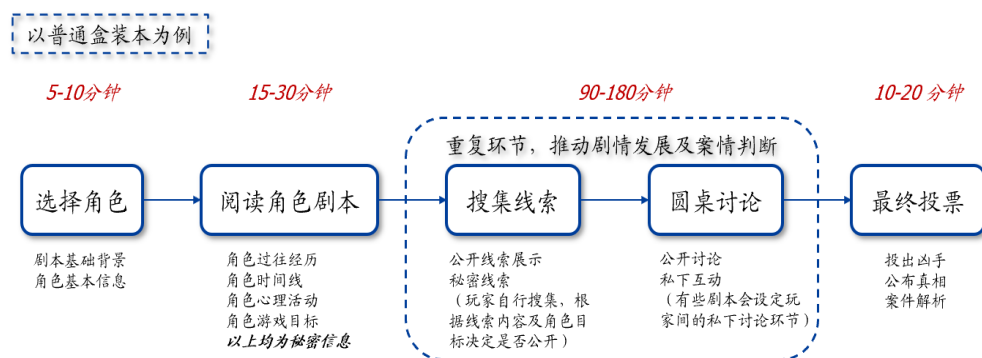
(3) 搜集线索：线索包括公开线索及私密线索，玩家在主持人的指导下各自领取私密线索信息。搜集信息后，玩家再更具各自角色目标，选择是否公开线索（公开则表明所有玩家均可看到）；

(4) 圆桌讨论：搜证阶段结束后，玩家们对公开的线索及剧情内容展开讨论，有些剧本还设有角色间私下讨论的环节，本阶段是整个游戏花费时间最长的阶段；

重复(3)、(4)环节：不断通过搜集线索及讨论推进剧情发展，实现各自角色目标；

(5) 最终投票：玩家投票选出凶手，投票结束后，公布结局真相，并给出答案解析，游戏结束。

图表 92: 剧本杀游戏流程示意图



资料来源：国盛证券研究所

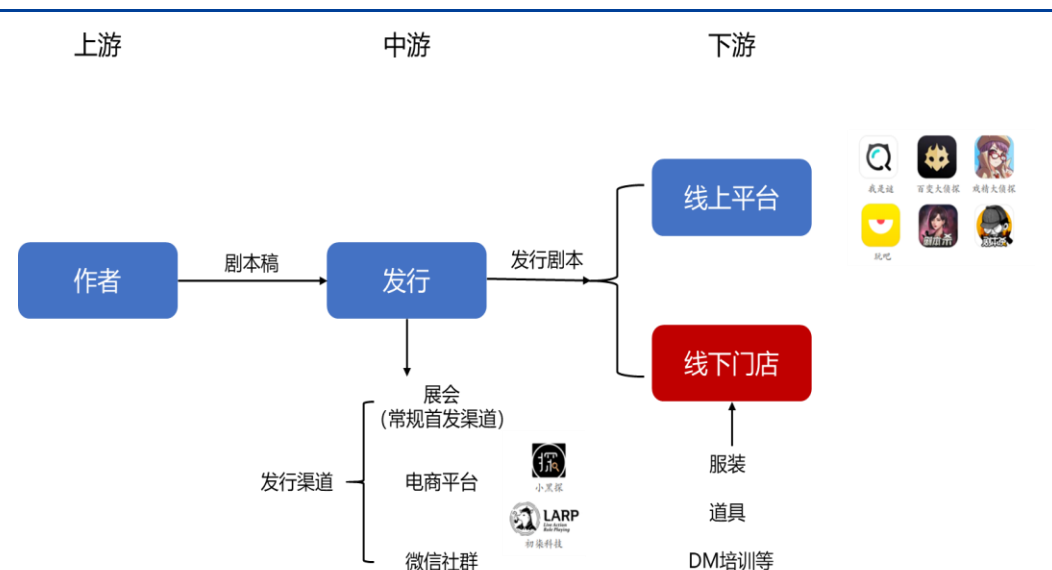
2.3.3 产业链：门店为核心场景

整个产业链分为创作者→发行方→线上平台/线下门店，其中：

(1) 作者：剧本内容的核心创作方，格局分散，个人创作者或小型工作室为主，部分由影视编剧及网文作者转型而来。根据剧本发行平台“黑探有品”数据，全国剧本创作

者数量在 4000-5000 之间。作者在完成剧本创作后，会通过剧本投稿平台寻找发行方进行发行。根据剧本内容质量及作者知名度，平台收购剧本的价格在 500-5000 元不等；部分头部作者还可以获得收入分成，作者一般获得扣除剧本发行成本后的 20%-40%；

图表 93: 狼人杀角色身份



资料来源：36kr。国盛证券研究所

（2）发行：对剧本进行后期包装，涉及美工、音视频/海报制作、剧本印刷等工作，会产生成本，随后正式推向市场，主要面向下游门店进行发行。**发行方式主要有三种：**

- （1）展会：**新剧本通常选择在展会上首发，目前剧本发行展会已较为频繁（每月 2 场以上），由行业老牌发行方主办，其他发行方和门店则需分别购买门票参加；
- （2）电商平台：**首发之后发行方会将剧本上架电商平台，成为后续日常销售的主要渠道，主要电商销售平台包括小黑探等；根据小黑探平台数据，截至 2020 年年末，小黑探平台上共上架剧本总数逾 3000 本，月 GMV 超过 1500 万元；
- （3）微信社群：**通过微信群和朋友圈直接触达门店商家实现销售。

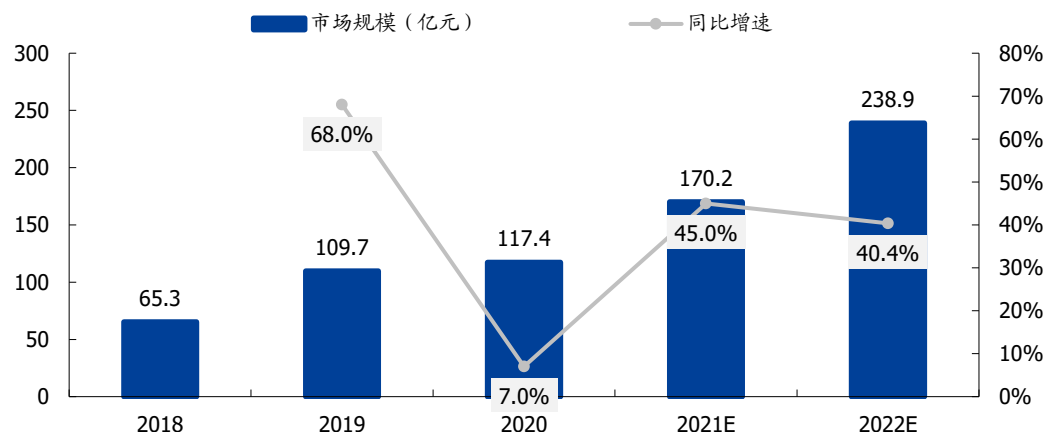
（3）下游：玩家主要通过线上平台和线下门店实现消费。

- （1）线上平台：**主要包括我是迷、百变大侦探等剧本杀 APP，但用户体量有限，DAU 在几万到几十万不等，主要通过剧本付费、道具/打赏和广告实现收入；
- （2）线下门店：**整个产业链的核心，发行、服装道具、DM 培训等环节均围绕着门店展开。

2.3.4 行业规模：预计 2021 年突破 150 亿元，店铺数量大幅增长

2019 年中国剧本杀行业市场规模 109.7 亿元，同比增长 68.0%，2020 年受疫情影响市场规模依然逆势增长，但增幅回落至 7.0%。在需求推动下，中国剧本杀门店快速扩张，行业市场规模持续壮大，预计到 2021 年中国剧本杀行业市场规模将增至 170.2 亿元。根据美团休闲娱乐业务数据，截止 2021 年 5 月，线上收录的、在营业状态的剧本杀实体店门店数量约 1.3 万家，2021 年消费者规模有望达 941 万。

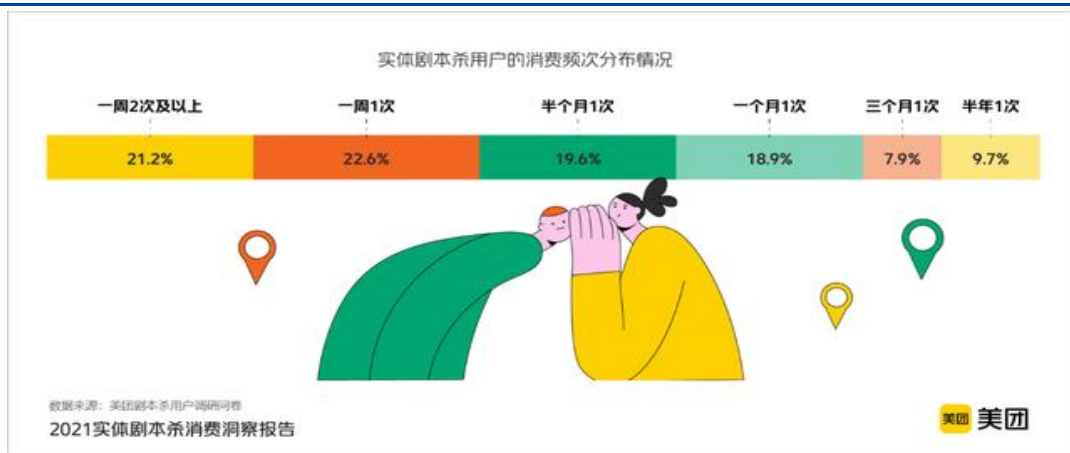
图表 94: 剧本杀市场规模



资料来源: 艾媒咨询, 国盛证券研究所

剧本杀的用户画像以中高线城市、30 岁以下年轻用户为主, 受教育程度较高。根据美团《2021 实体剧本杀消费洞察报告》, 剧本杀的核心消费人群为喜欢逻辑推理、角色扮演及新鲜体验的年轻人, 30 岁以下用户占比达 75%。其中, 学生群体的占比较高, 达到 28%。除此以外, 女性用户更偏爱玩剧本杀, 在线上消费用户中占到 58%的比例。核心玩家复购频率极高, 每周 1 次及以上的用户占比 43.8%。

图表 95: 剧本杀用户消费频次情况



资料来源: 美团《2021 实体剧本杀消费洞察报告》, 国盛证券研究所

2.3.5 单店模型及行业判断

以桌面剧本杀店铺为例, 其进入壁垒不高、前期投入低 (20-70 万)。假定 300 平米、10 个房间的剧本杀店铺, 前期投入 50 万:

收入端, 假定: (1) 每个房间每天可开 3 场, 全年营业 360 天, 则满座场次 10800 场; (2) 上座率约 40%, 即单个房间周末满场, 周一至周五开 3 场; (3) 场均人次 6 人, 客单价 100 元。综上, 则全年收入约 260 万。

成本端, 除前期投入 50 万, 分 5 年摊销外, 可变成本中租金和人工为核心: (1) 租金: 一般为收入的 15%-35%, 取决于地理位置、物业条件 (商场、商住楼或沿街铺面) 及商务谈判, 假定为 25% 的收入分成; (2) 人工: 10 个房间需配备 7 名正式员工及 4 名兼职人员, 总成本约 54 万元/年; (3) 其他成本: 包括水电、零食、剧本更新成本及线上流量成本等, 假定合计 20 万元/年。

综上，中上水平的剧本杀店铺年单店利润可达约 110 万元，净利率 43%。根据调研及单独模型拆分，剧本杀门店利润率可达在 30% 以上，最高可达 50%-60%，影响利润率的核心成本是租金。以此测算，单店可以承受上座率下降至 10%-20% 仍不亏钱（目前影院上座率水平），预计行业进入仍将继续。

图表 96: 剧本杀门店单店模型

假定10个房间，300平				
收入	总流水（万元）	259.2		
收入拆分	客单价（元）	100	人次	25,920
	平均单场人次	6	场次	4,320
	满座场次	10,800	上座率	40.0%
成本	成本合计	148.4		
固定成本	前期投入	50	年摊销	10
	租金	64.8	人工	53.6
可变成本	租金/收入	25.0%	人工/收入	20.7%
	其他成本	20		
利润	单店利润	110.8	利润率	42.7%

资料来源：国盛证券研究所

我们对未来行业发展的判断：（1）剧本杀行业的持续性将长于其他不插电娱乐，主要原因在于内容和模式的持续迭代更新。**内容端**，知名作者开始进入行业，并与影视剧等大 IP 横向结合。例如近期上海的一场剧本杀行业展会上，著名悬疑作家蔡骏作为监制，携手剧本杀作者吞星推出的同名新作《地狱的第十九层》亮相，成为顶级新作。《庆余年》《刺杀小说家》《唐探 3》《赘婿》等热门影视 IP 改编的剧本杀便已相继发行上市。**模式上**，开始向更沉浸的实景演绎方向升级，一场游戏由 10 位以上 NPC 带领推进线索，不同角色有完全不同的故事线及多种结局，提高用户复购率。**对比传统密室及实景搜证类剧本杀**，**沉浸式实景演绎项目的特点在于：**（1）多任务线多结局，玩家可复刷；（2）同一实景可匹配多个剧本，如同一古装场景可同时兼容《九子夺嫡》、《后宫心计》和《反清复明》三个剧本；（3）翻台率高，同一时段不同剧本可同时进行，NPC 复用提高效率；（4）高客单价，一般在 400 元以上，比密室（200 元左右）和实景搜证类剧本杀（300 元左右）价格更高。因此，沉浸式实景演绎类剧本杀虽然前期投入及人工成本更高，但上述特点意味着商业模式的升级，单店店效更高。

（2）但与此同时，由于剧本杀目前净利率较高，预计供给扩张将持续，稀释效应可能导致上座率不断下滑，影院等其他线下娱乐发展的历程及遇到的问题剧本杀行业未来可能都将经历，非标准化服务和用户属性问题会导致用户渗透率无法达到电影水平，改变上述问题需要产业规范化及巨头进入。

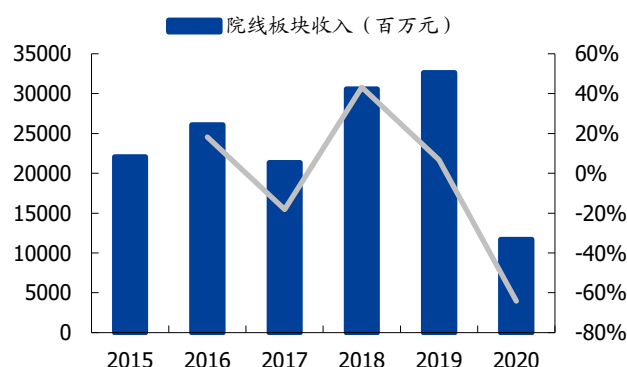
3 影视内容：长视频努力寻找变现新模式，院线关注需求改善

3.1 院线：院线板块整体偏基本面左侧，关注影院复工后的需求改善

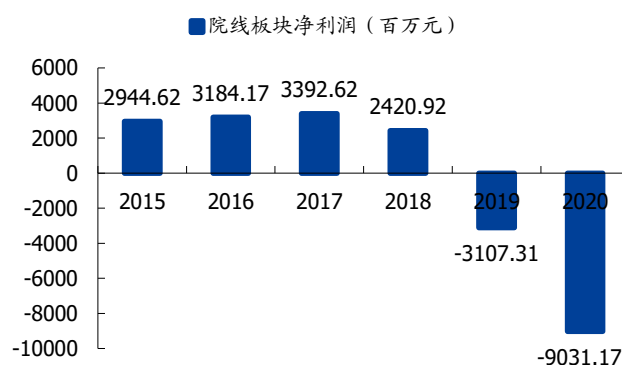
3.1.1 2020 及 2021Q1 业绩梳理

疫情影响叠加部分公司计提大额资产减值，2020 年院线板块亏损严重。2020 年院线板块收入 117.0 亿元，同比下滑 64.13%，下滑幅度略微低于电影市场票房大盘(-68.7%)；受疫情影响，影院自 1 月 23 日以来影院全部闭店，停摆半年后直至 7 月复工，且部分公司计提大额资产减值，致院线板块整体净利润亏损 90.3 亿元。其中万达电影净利润 -66.7 亿元，其中计提商誉及其他资产减值 44.81 亿元；其他公司也有不同程度亏损，主要由于疫情期间基本无票房收入，但仍需要支出人力及房租等刚性成本。

图表 97：院线板块年度收入及同比增速



图表 98：院线板块年度净利润



资料来源：Wind，国盛证券研究所

资料来源：Wind，国盛证券研究所

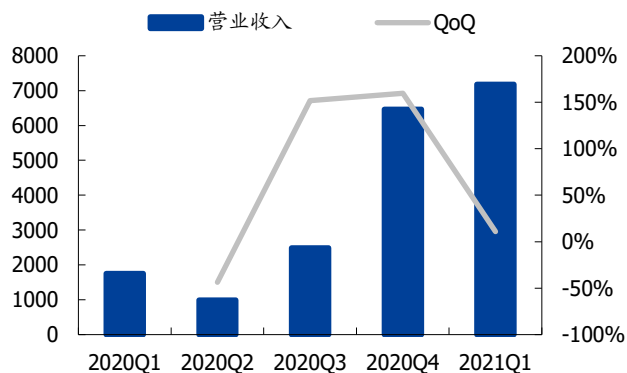
图表 99：六家院线上市公司 2020 业绩概览 (单位：亿元)

公司	2020 营收	增速(%)	2020 净利润
万达电影	63.0	-64.1	-66.7
中国电影	29.5	-67.5	-5.56
上海电影	3.1	-72	-4.31
幸福蓝海	5.7	-71.5	-3.89
横店影视	9.9	-64.8	-4.81
金逸影视	5.9	-59.2	-5.06

资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所

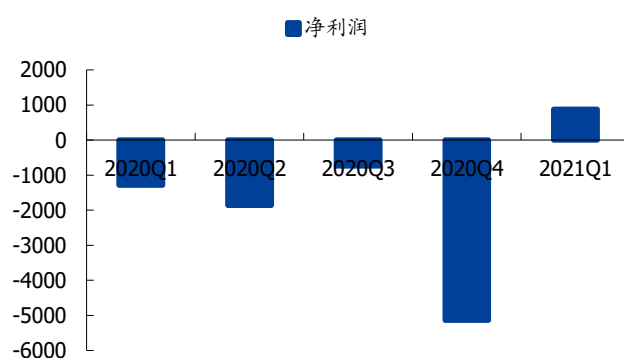
单季度看院线公司业绩在逐季改善。由于影院 7 月复工，优质内容供应持续拉动观影需求，院线公司业绩自 2020Q3 以来逐季改善营业收入环比均实现增长，经营性现金流持续好转。

图表 100: 院线板块季度营业收入 (单位: 百万元)



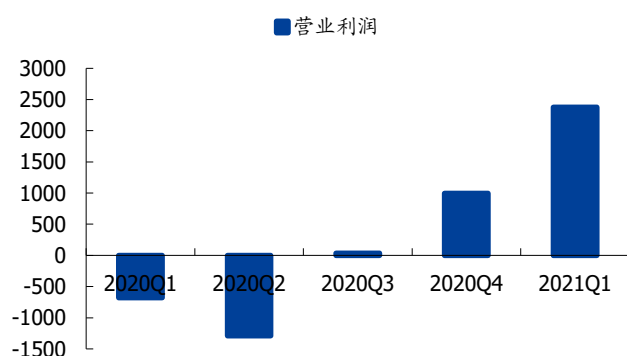
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 101: 院线板块季度净利润 (单位: 百万元)



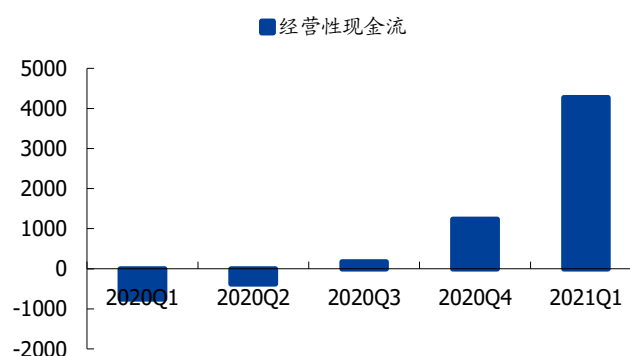
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 102: 院线板块季度营业利润 (单位: 百万元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 103: 院线板块经营性现金流 (单位: 百万元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2021 春节档及元旦档票房高增, 2021Q1 票房恢复至 2019 年同期, 带动院线板块业绩迅速恢复。2021 元旦档票房为 11.9 亿元 (较 2019 年同期增长 29.3%), 春节档票房为 71.7 亿元 (较 2019 年同期增长 29.8%), 非档期外影片供应不足, 2021Q1 电影市场整体票房为 165.1 亿元, 较 2019Q1 小幅下滑 4.6%。从公司角度看, 2021Q1 除幸福蓝海外, 其他五家院线公司均实现盈利, 万达电影 2021Q1 实现净利润 5.2 亿元, 较 2019Q1 仍有 22.9% 增长, 除院线业务恢复迅速之外, 其春节档主控电影《唐人街探案 3》上映, 分账票房 41.2 亿元, 拉动电影制作与发行收入大幅增长。

图表 104: 六家院线上市公司 2020Q1vs2019Q1 业绩概览 (单位: 亿元)

公司	2021Q1 营收	较 2019Q1 增速	2021Q1 净利润	较 2019Q1 增速
万达电影	41.2	5.3%	5.2	22.9%
中国电影	12.6	-43.4%	1.4	-59.6%
上海电影	2.2	-21.8%	0.2	-51.2%
幸福蓝海	2.5	-58.4%	-0.04	-131.9%
横店影视	8.4	-4.1%	1.7	7.7%
金逸影视	4.8	-14.2%	0.2	-48.0%

资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

3.1.2 院线市场经营情况梳理：银幕建设速度已有所放缓，龙头市占率持续提升

银幕扩张速度有所下滑，2021 年银幕数量已在减少。根据艺恩数据，2020 年银幕 72786 块，同比增长 6.5%，增速较 2019 年的 11.1% 有所下滑。截至 2021 年 5 月，全国银幕数量为 70693 块，较 2020 年已有所减少，预计在疫情压力之下，有部分中小影院出清。

图表 105: 银幕数以及银幕产出

指标	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021(截至 5 月)
银幕数量 (块)	34027	42909	52694	61517	68,324	72,786	70707
新增银幕数量 (块)	9723	8882	9785	8823	6807	4462	-2079
银幕增速	40.01%	26.10%	22.80%	16.74%	11.07%	6.53%	-2.86%

资料来源：艺恩数据，国盛证券研究所

从公司角度看，龙头院线公司仍在逆势扩张，各院线公司均对存量影院做动态调整。一方面，各上市公司在疫情期间仍保持新建影院，但受疫情影响建设速度均有所下滑，另一方面，公司也在对经营不佳的影院做动态调整，关闭效益欠佳的影院。上市公司中银幕净增长速度较高的为万达电影（银幕增长 6.61%）及幸福蓝海（银幕增长 13.37%），而上海电影、金逸影视由于关停影院数大于新增，银幕较 2019 年有所减少。

图表 106: 各院线上市公司银幕 (块) 及影院数量 (家)

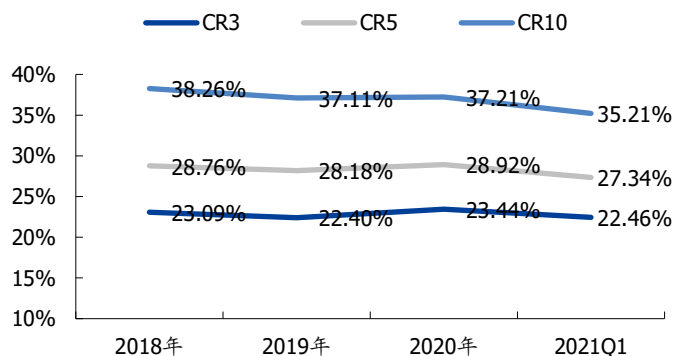
公司	指标	2018	2019	2020
万达电影	影院数	541	603	647
	影院净增加数	78	62	44
	银幕数	4807	5343	5696
	银幕增速	16.30%	11.20%	6.61%
中国电影	影院数	131	139	140
	影院净增加数	14	8	1
	银幕数	952	1026	1045
	银幕增速	13.10%	7.80%	1.85%
上海电影	影院数	58	60	55
	影院净增加数	4	2	-5
	银幕数	428	425	389
	银幕增速	11.70%	-0.70%	-8.47%
幸福蓝海	影院数	73	86	103
	影院净增加数	5	13	17
	银幕数	528	621	704
	银幕增速	9.50%	17.60%	13.37%
横店影视	影院数	316	367	375
	影院净增加数	50	51	8
	银幕数	1996	2306	2363
	银幕增速	18.50%	15.50%	2.47%
金逸影视	影院数	165	186	181
	影院净增加数	16	21	-5
	银幕数	1167	1288	1272
	银幕增速	17.20%	10.40%	-1.24%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

行业集中度有所下滑，但龙头院线公司市占率持续提升。2020 年 CR10 影投市占率为 37.2%，较 2019 年提升 0.1 pct，2021Q1CR10 为 35.2%，较 2019 年下滑 2pct。但龙

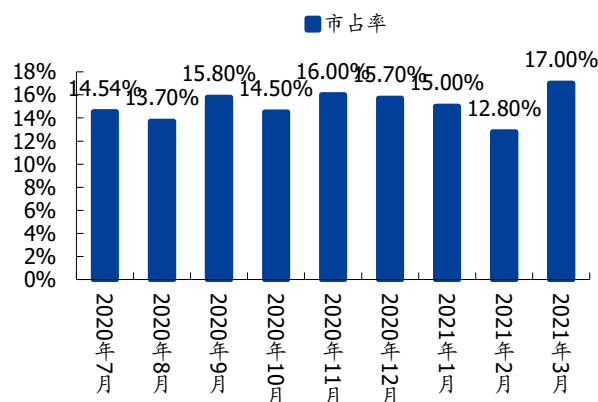
头公司万达电影市占率持续提升，2020年万达市占率 15.08%，较 2019 年提升 1.3pct。分月看，2021 年 3 月万达电影市占率达到 17% 的高点，主要由于 3 月进口影片《阿凡达》《哥斯拉大战金刚》万达市占率较高。

图表 107: 2018-2021Q1 年 CR3、CR5 及 CR10 院线市占率



资料来源: 猫眼专业版, 国盛证券研究所

图表 108: 万达电影月度市占率



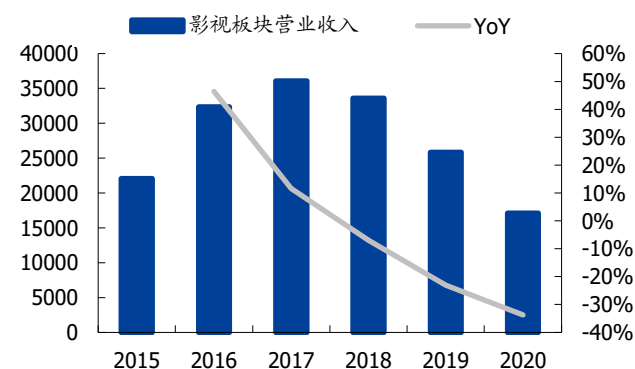
资料来源: 猫眼专业版, 国盛证券研究所

3.2 影视: 行业受疫情影响大, 龙头公司保持韧性

疫情导致开机减少及项目上线进度不及预期, 2020 年影视板块业绩持续下滑。2020 年影视剧公司整体实现营收 171.1 亿元, 同比下滑 33.72%; 行业整体归母净利润为 -128.92 亿元, 亏损幅度较 2019 年进一步拉大。

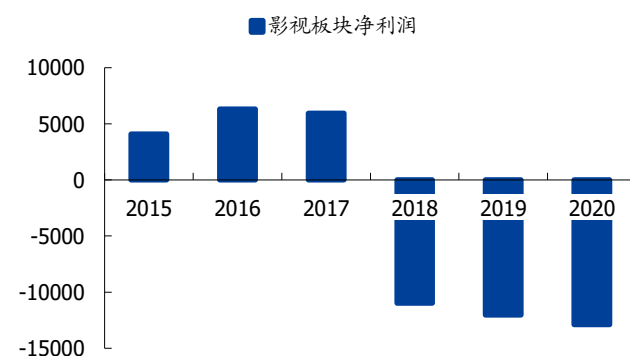
新收入准则确认亦影响收入确认。电视剧公司 2020 年年报首次执行新收入准则, 对于合同中约定上线播出时间, 且购货方无法主导播出时间的, 收入确认时点增加“电视剧开始播映”条件, 或发生前期已经确认但未播出剧集的收入调减。

图表 109: 影视板块年度收入及同比增速 (单位: 百万元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

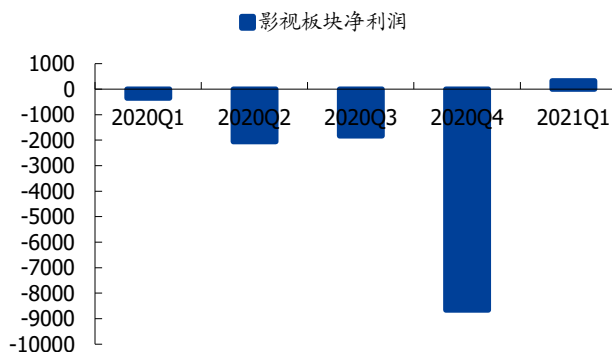
图表 110: 影视板块年度净利润 (单位: 百万元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

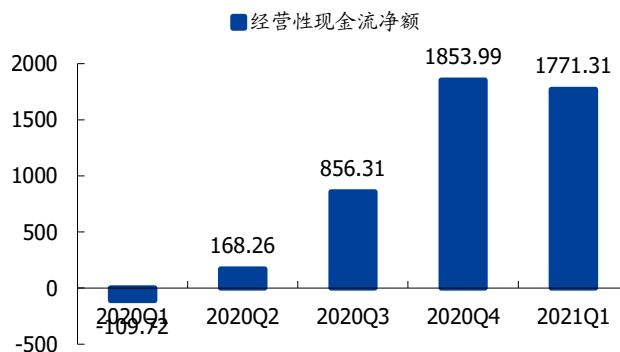
2021Q1 板块实现盈利，现金流改善趋势持续。2021Q1 影视板块实现 3.26 亿净利润，此外现金流情况持续改善，一方面定制剧模式下，公司应收账款大幅减少，现金流情况改善；另一方面，2021Q1 各公司加快去库存节奏，板块经营性现金流为 17.7 亿元，较 2020Q4 的 18.54 亿元基本持平，较 2020 年整体大幅改善。

图表 111: 影视板块季度净利润 (单位: 百万元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 112: 影视板块季度经营性现金流净额 (单位: 百万元)

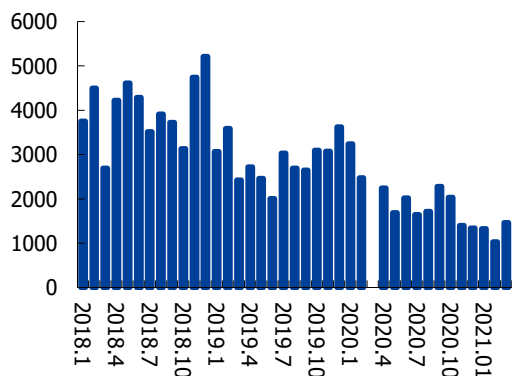


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

在板块整体偏左侧情况下，龙头制作公司韧性凸显。(1) 电视剧方面，华策影视 2020 年实现净利润 4.0 亿元，2021Q1 实现净利润 1.37 亿元，主要由于公司储备的优质剧集《有匪》《长歌行》等播出平滑疫情期间停机供给不足的风险。(2) 电影方面，光线传媒 2020 年实现净利润 2.91 亿元，2021Q1 实现净利润 1.98 亿元，除主控电影《人潮汹涌》等确认收入外，参投公司猫眼娱乐等贡献丰厚的投资收益。在疫情重压之下，龙头公司凭借优质的项目储备以及优秀的成本控制能力在逆境下仍实现盈利，未来随着疫情影响逐步消化，龙头公司的竞争优势有望进一步加强。

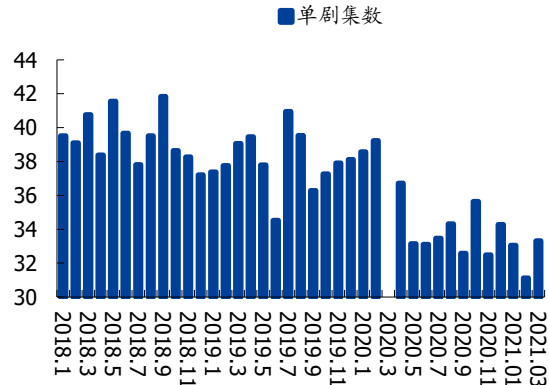
剧集备案数量有所缩减，内容制作精品化趋势凸显。根据广电总局的数据，2020 年完成备案公示的电视剧 628 部，同比减少 30.6%，2021 年 1-2 月备案数分别为 40/33 部，而 2020 年 1-2 月为 84/63 部。而从单剧平均集数来看，电视剧集的集数较少较为明显，已经由 2018 年 1 月平均 40 集/每部剧下降为 2021 年 3 月平均 33 集/每部剧。电视剧集内容精品化趋势持续，能够绑定优质资源实现工业化生产的内容公司有望受益。

图表 113: 2018 年至 2021 年 3 月电视剧备案集数 (单位: 集)



资料来源: 广电总局, 国盛证券研究所

图表 114: 2018 年至 2021 年 3 月电视剧单剧集数 (单位: 集/每部剧)

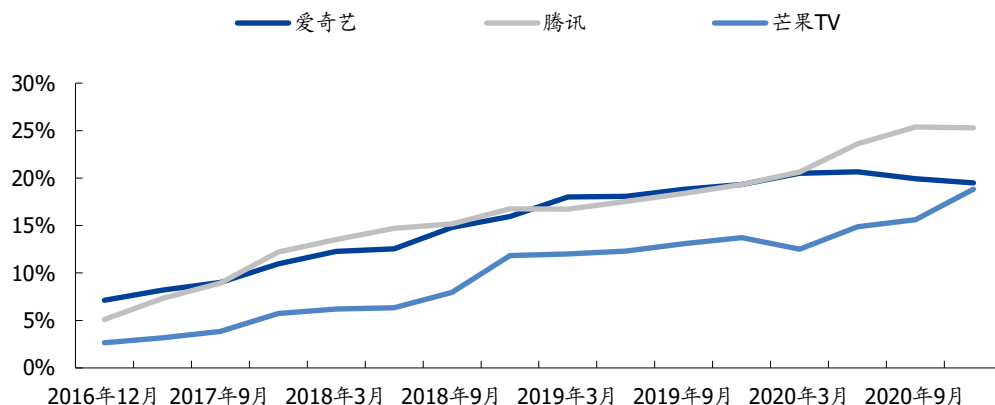


资料来源: 广电总局, 国盛证券研究所

3.3 长视频：行业进入提价阶段

长视频行业付费渗透率稳定提升，并进入提 ARPPU 值阶段。截止 2020Q4，爱奇艺、腾讯视频、芒果 TV 付费会员数量分别为 10170/12300/3613 万人，付费渗透率分别为 19.5%/25.3%/18.8%。随着腾讯视频跟进爱奇艺提价，长视频行业提价趋势确立，ARPPU 值有望从当前 12-13 元/月逐步提升。

图表 115：在线视频行业典型 APP 付费渗透率



资料来源：Questmobile，2020 国盛证券研究所

4 投资建议

2021H2 我们主抓“线上聚焦短视频变现主线+线下重视沉浸式娱乐消费”之一思路，重点推荐受益短视频变现的快手、星期六、掌阅科技、紫天科技。建议关注壹网壹创、值得买。同时线下沉浸式娱乐重点关注发力线下剧本杀业务的芒果超媒。此外，持续推荐泡泡玛特。

5 风险提示

内容监管风险：短视频行业有可能面临各种监管措施，若公司无法面对监管做出及时有效回应，则可能对公司的持续经营造成影响；

行业竞争格局加剧：传媒公司竞争日趋严重，如果公司不能构建自身核心竞争力，则可能在竞争中面临失败。

产品表现不及预期：院线公司可能面临上映电影票房不及预期，潮玩公司可能面临产品上线销量不及预期。

第三方数据统计误差风险：因报告采用了部分第三方数据，可能存在一定的误差风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京 地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层 邮编：100032 传真：010-57671718 邮箱：gsresearch@gszq.com	上海 地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层 邮编：200120 电话：021-38934111 邮箱：gsresearch@gszq.com
南昌 地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦 邮编：330038 传真：0791-86281485 邮箱：gsresearch@gszq.com	深圳 地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼 邮编：518033 邮箱：gsresearch@gszq.com