



# 剧本杀引领线下娱乐潮流，芒果超媒入局优势明显

姓名 方光照（分析师）

证书编号：S0790520030004

邮箱：fangguangzhao@kysec.cn

姓名 余倩莹（联系人）

证书编号：S0790120040010

邮箱：yuqianying@kysec.cn

## 1.发展历程：源起线下派对游戏，国内综艺助推快速发展

剧本杀游戏全程以剧本为核心，为真人角色扮演游戏，由DM（游戏主持人）引导，起源于欧美国家的线下派对游戏，国内综艺《明星大侦探》热播助推快速发展，目前国内线上线下剧本杀各有特色，内容题材多元化。

## 2.商业模式：产业链结构日趋完善，产业生态渐成熟

剧本杀行业已经形成了“剧本创作者—剧本发行商—剧本分发平台—线上游戏APP/线下门店”的产业链。上游优质剧本产出有限，为行业的稀有资源；中游发行商与分发平台高效撮合优质剧本成交，主要采取分成方式发行，分成比例为2:8到4:6不等，发行商占大头；下游线上APP盈利模式以剧本付费为主，道具付费为辅；下游线下实体店资源分散、有待整合，实景模式客单价较高。

## 3.市场空间：线下规模2022年或超400亿元

根据艾媒咨询数据，2020年我国剧本杀市场规模达117亿元，预计2022年将达239亿元，2018年至2022年CAGR或达38.3%。根据我们的测算，线上剧本杀整体规模较小，2021年市场规模或在0.40-2.41亿元；线下店发展迅速，2021年市场规模或在150-250亿元，预计2022年线下市场规模或达到400亿元以上；线下剧本杀单店年均收入在50万元左右，平均回收周期在1年左右。

## 4.核心玩家：芒果超媒入局优势明显，代表性公司已初具规模

芒果超媒在线上通过《明星大侦探》打造剧本杀真人秀，播放量及口碑双收；在线下依托《明侦》IP布局实景娱乐，M-CITY表现亮眼，有望凭借内容、品牌、资金及运营优势，打造全产业链龙头。其他核心玩家中，小黑探、百变大侦探、叁千世界等代表性公司已初具规模，腾讯、字节跳动、华策影视、万达影视等巨头多通过IP授权入局。我们重点推荐芒果超媒。

**5.风险提示：**行业竞争加剧的风险、行业监管趋严的风险、新冠肺炎疫情持续时间及对线下娱乐的影响存在不确定性、盗版内容影响优质内容产出的风险。

# 目录

## CONTENTS

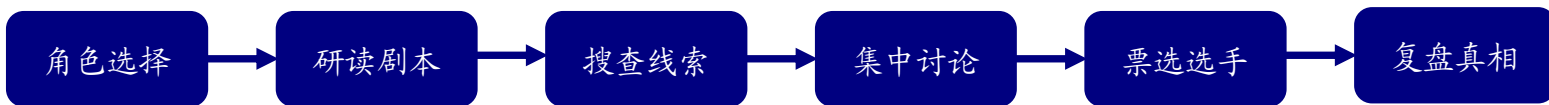
- 1 发展历程：源起线下派对游戏，国内综艺助推快速发展
- 2 商业模式：产业链结构日趋完善，产业生态渐成熟
- 3 市场空间：线下规模2022年或超400亿元
- 4 核心玩家：芒果超媒入局优势明显，代表性公司已初具规模
- 5 投资建议及风险提示

## 1.1 剧本杀以剧本为核心，集社交、推理、扮演等元素于一身

**定义：**剧本杀游戏全程以剧本为核心，为真人角色扮演游戏，由 DM（游戏主持人）引导。剧本杀游戏通常会有一名玩家在其他玩家不知道的情况下扮演凶手，玩家通过多轮搜证、讨论、推理，最终票选出凶手，并破解凶手的作案动机和作案手法，由主持人（DM）把控流程并公布真相。一般来说，一场剧本杀的游戏时间在2-6小时，参与人数在5-10人不等。

**类型：**剧本杀分为封闭式玩法和开放式玩法。封闭式玩法中玩家先选择好自己想要扮演的角色，阅读背景故事和人物剧本，故事开始后，先以剧本中的角色自我介绍，之后进行讨论、搜证，出现某些线索(固定或隐藏触发)来供大家研究。开放式玩法一般没有固定的流程，每个玩家都需要从自己的剧情和别人的剧情中得知自己完整的故事线，玩家们可以互换线索或者进行私聊从而完成自己的支线和隐藏任务。

图1:剧本杀剧本各异，核心玩法相似



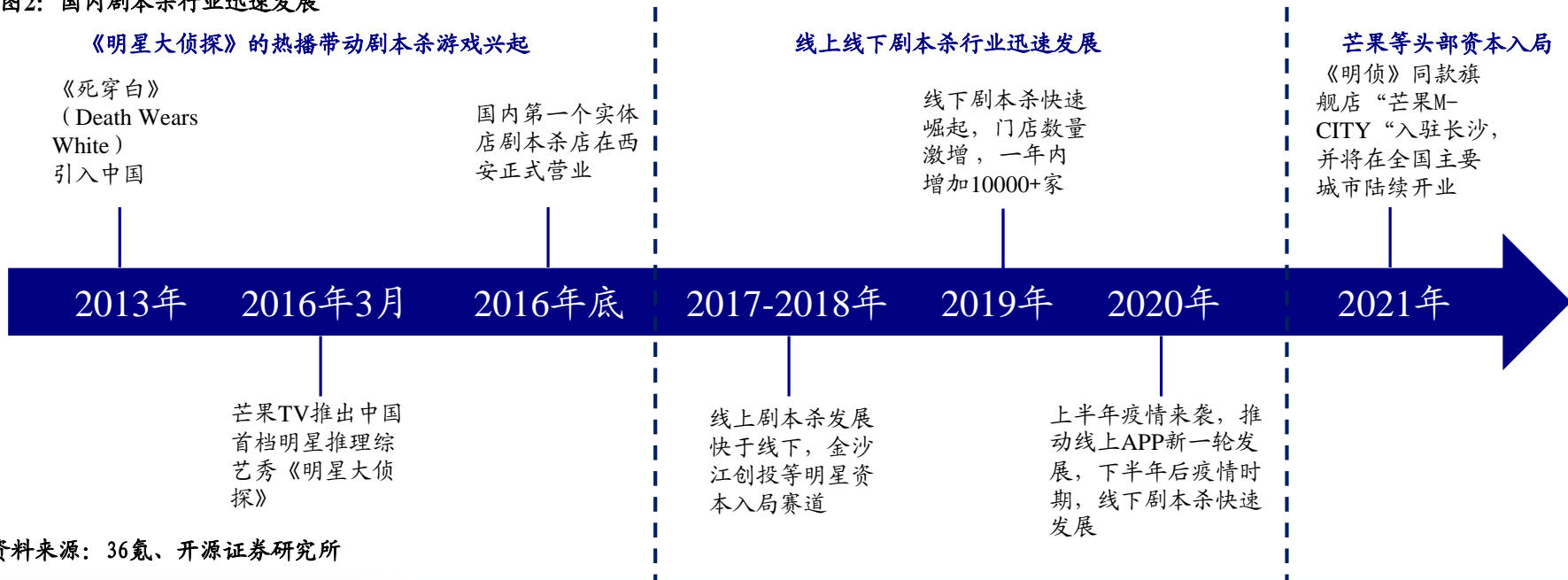
资料来源：36氪、开源证券研究所

## 1.2 源起线下派对游戏，国内综艺助推快速发展

**起源：**剧本杀起源于欧美国家的“谋杀之谜”游戏(MurderMysteryGame)，这类游戏的灵感来自于欧美的法庭陪审团制度。

**发展：**伴随着《明星大侦探》热播，剧本杀已取代KTV、传统桌游成为最热门的线下游戏之一。2013年《死穿白》引入中国，但剧本杀市场不温不火。2016年3月《明星大侦探》热播带动剧本杀兴起，同年第一家实体店在西安开业。2017-2020年明星资本入局，线上线下剧本杀快速发展。2021年芒果入局，M-CITY入驻长沙。

图2：国内剧本杀行业迅速发展



资料来源：36氪、开源证券研究所

## 1.3 线上线下各有特色，内容题材多元化

按玩法形式分类，剧本杀可分为线上和线下。线上剧本杀以手机APP为主，时间自由，自带连麦，成本低廉，剧本价格一般在2-10元不等，但是玩家可随时退出，剧本质量参差不齐。线下剧本杀又可分为桌游版和实景版两种，桌游版剧本杀形式简单，仅需桌椅和剧本卡片；实景版搜证剧本杀不仅有换装服务，还有等比例还原的实际场景、道具等，主要包括现场搜证、密室逃脱等融合玩法。近年来，线下“文旅+剧本杀”形式也在北京、广州、深圳、海南等各大城市景区兴起，为文旅景区增加亮点，吸引客流。

按内容题材分类，剧本类型主要可分为推理本、还原本、阵营本、机制本、沉浸本等。（1）推理本一般是找出隐藏在玩家中的凶手角色，重视逻辑推断与线索的挖掘。（2）还原本通常以角色失忆为前提，玩家各自掌握不同的线索，需要拼凑出事实真相。（3）阵营本分队进行角色扮演游戏互动，同队的玩家有相同的任务或者需要相互掩护，通常以熟人社交为主。（4）机制本主要玩点在于作者设置的一些环节规则，例如搜证讨论前的“你比划我猜”、“掷骰子”、“划拳”等小游戏，增加互动性的同时帮助玩家获得更多线索。（5）沉浸本通过环境、主持人和剧本能把玩家带入剧本情景中，通过剧本场景还原，玩家穿着特定服饰来体验剧本推理。

表1:芒果TV剧本杀旗舰店M-CITY剧本类型多样，迎合不同玩家需求

| 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       |

资料来源：M-CITY明星大侦探、开源证券研究所

# 1.3 线上线下载各有特色，内容题材多元化

表2:北上广深各地剧本杀线下店剧本各有特色

| 城市             | 头部剧本杀店             | 大众点评评分  | 剧本       | 类型        | 城市           | 头部剧本杀店      | 大众点评评分   | 剧本       | 类型       |
|----------------|--------------------|---------|----------|-----------|--------------|-------------|----------|----------|----------|
| 北京             | 锦衣 考拉萌侦探社          | 5.00    | 年轮       | 科幻/悬疑/非恐  | 广州           | 9527沉浸实景推理馆 | 4.98     | 极夜       | 对抗/非恐    |
|                |                    |         | 木夕僧之戏    | 悬疑/恐怖     |              |             |          | 十六       | 悬疑/微恐    |
|                |                    |         | 鸢飞戾天     | 古风/情感/非恐  |              |             |          | 锦官       | 对抗/悬疑/非恐 |
|                | 正点戏精剧本推理吧          | 4.99    | 散魂—般宅    | 悬疑/古风/中恐  |              | harana推理空间  | 4.95     | 二重身      | 非恐       |
|                |                    |         | 无双       | 悬疑/情感/非恐  |              |             |          | 花        | 非恐       |
|                |                    |         | 阴缘       | 古风/悬疑/恐怖  |              |             |          | 1911 裂痕  | 非恐       |
| 小五郎剧本推理演绎探案事务所 | 4.98               | 满江红 燕鸿斩 | 悬疑/古风/恐怖 | CLUE探案推理馆 | 4.94         | 黄金杀机        | 悬疑/非恐    |          |          |
|                |                    | 诡七杀     | 悬疑/恐怖    |           |              | 曙光          | 悬疑/非恐    |          |          |
|                |                    | 百鬼档案    | 悬疑/恐怖    |           |              | 海平线 下       | 悬疑/科幻/非恐 |          |          |
| 上海             | 梦境研究所 M谋已久剧本杀推理探案馆 | 4.99    | 漓川怪谈薄    | 悬疑/非恐     | 梦墨绘梦馆 沉浸式剧本杀 | 4.98        | 园丁       | 悬疑/非恐    |          |
|                |                    |         | 七月的少年    | 情感/悬疑/微恐  |              |             | 娜美娅之歌    | 悬疑/科幻/非恐 |          |
|                |                    |         | 间1间2     | 悬疑/对抗     |              |             | 极昼之下     | 悬疑/非恐    |          |
|                | 罪案调查局 侦探推理实景体验馆    | 4.98    | 忌日追凶     | 悬疑/非恐     | 梦墨剧本杀        | 4.96        | 请给五星好评   | 悬疑/中恐    |          |
|                |                    |         | 二十花杀     | 古风/非恐     |              |             | 就像水消失在水中 | 情感/非恐    |          |
|                |                    |         | 404      | 悬疑/微恐     |              |             | 空山望月图    | 古风/非恐    |          |
| 机遇屋 实景剧本侦探推理馆  | 4.98               | 寻人启事    | 悬疑/非恐    | 芸游沉浸式剧本杀  | 4.91         | 琉璃劫         | 古风/微恐    |          |          |
|                |                    | 眼见为虚    | 悬疑/非恐    |           |              | 舍离断念        | 古风/情感/非恐 |          |          |
|                |                    | 漓川怪谈    | 悬疑/非恐    |           |              | 丑时参拜        | 悬疑/非恐    |          |          |

资料来源：大众点评、开源证券研究所

# 目录

## CONTENTS

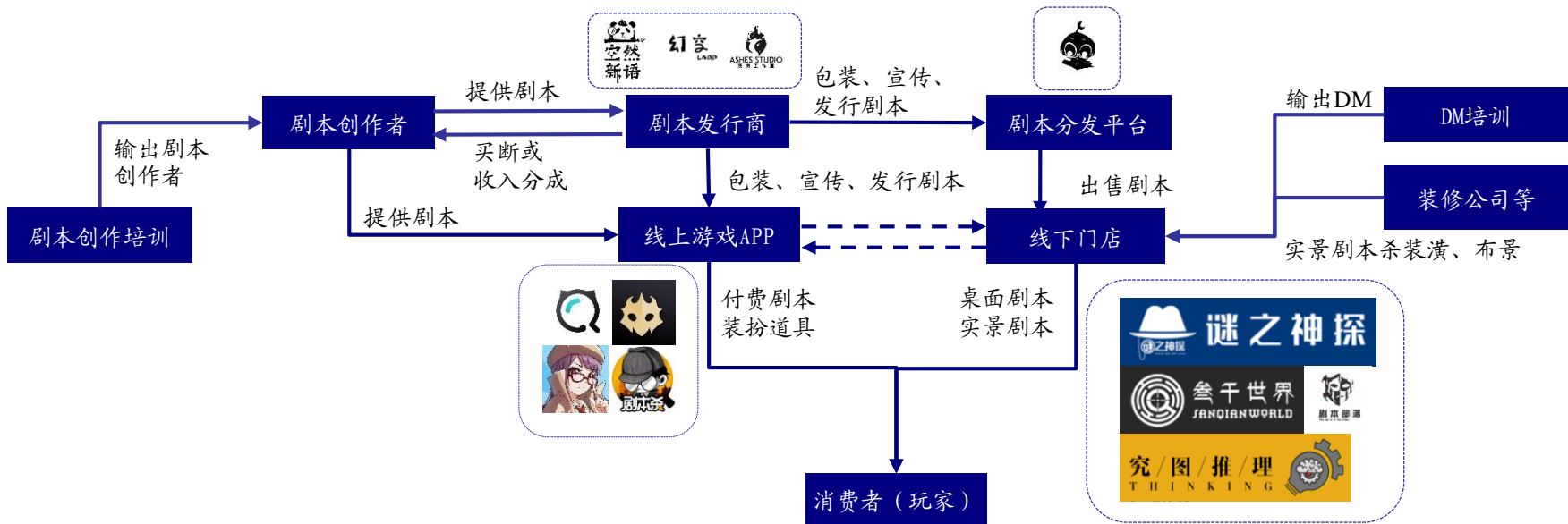
- 1 发展历程：源起线下派对游戏，国内综艺助推快速发展
- 2 商业模式：产业链结构日趋完善，产业生态渐成熟
- 3 市场空间：线下规模2022年或超400亿元
- 4 核心玩家：芒果超媒入局优势明显，代表性公司已初具规模
- 5 投资建议及风险提示



## 2.1 产业链结构日趋完善，产业生态成熟

剧本杀已经形成了“剧本创作者—剧本发行商—剧本分发平台—线上游戏APP/线下门店”的产业链，并衍生出了剧本创作培训、DM培训、包装、宣传发行、沉浸式剧本的装修布景等一系列相关业务，比较成熟的产业生态已经形成。

图3：剧本杀产业链结构日趋完善，产业生态成熟



资料来源：36氪、我是谜、戏精大侦探、百变大侦探、剧本杀、空然新语、LARP、灰烬、黑探有品、谜之神探、叁千世界、究图推理、剧本部落、开源证券研究所

## 2.2 上游：优质剧本产出有限，为行业的稀有资源

剧本创作者数量有限，产出周期长，优质剧本成为行业稀缺资源。根据“黑探有品”平台数据，目前我国有4000-5000个剧本创作者，考虑剧本杀剧本发行前需要进行测试修改，单个剧本的创造周期一般在2-6个月不等，一个作者一般一年只能发行2-3本剧本。2020年全国共举办展会18场，每场展会上新的剧本在100-200本不等，可以估算2020年全国共上新剧本3000本左右。目前全国有30000家以上剧本杀店铺，一般店铺同时上架剧本数为40本左右，每月更新剧本数为店内剧本总数的10%左右，“黑探有品”平台盒装本销售量大多数在300本以下，由此估算每年至少需要5000本剧本上新。如叠加城限/独家本最多销售至160/60家店铺左右等因素，这一数字还会更高，与当下3000本左右的产量之间存在明显差距。因此，保证剧本产出与质量成为行业存续发展的关键。

知名作家入场，IP衍生不断丰富，有效提升优质内容诞生率。剧本杀与IP内容联合创作成为剧本产出新方式，如空然新语工作室与网游IP《新笑傲江湖》、《诛仙3》签约，联合推出剧本杀；剧本杀编剧八目刀生与阅文集团合作推出《庆余年》、《全职高手》衍生剧本杀等。旺盛的市场需求下，众多知名悬疑作家也开始了剧本杀领域的创作尝试，包括紫金陈、周浩晖、蔡骏等。

表3：知名悬疑作家纷纷入局剧本杀

| 作家  | 代表作品                                    | 相关动态  |
|-----|---|---|
| 周浩晖 | 《生死翡翠湖》、《禁屋》、《致命的遗嘱》、《死亡通知单》系列          | 由周浩晖创作的《2026》于2021年1月31日发行，销量近3000册   |
| 蔡骏  | 《幽灵客栈》、《荒村公寓》、《蝴蝶公墓》、《谋杀似水年华》、《地狱的第19层》 | 由《地狱的第19层》改编的剧本杀由蔡骏本人担任监制，将于6月30日正式发行，黑探平台已预售超过300部，而同期发行的其他预售剧本销量只有100部左右。 |
| 紫金陈 | 《无证之罪》、《长夜难明》、《坏小孩》、《高智商犯罪》系列           | 爱奇艺推出的剧本杀类型综艺“奇异剧本鲨”由紫金陈担任编剧  |

资料来源：美团、黑探有品、开源证券研究所

剧本发行商主要采取分成方式发行。剧本发行商主要承担着对投稿进行审核筛选、测试修改剧本以及后续的包装、宣传推广、售后等一系列职责。目前，行业内较为成熟的发行商有贵阳葵花发行工作室、老玉米工作室、空然新语工作室、LAPR工作室等。剧本发行商与剧本创作者的合作方式主要分为买断、“保底+分成”以及完全分成等形式，其中分成方式占据了较大比例，分成比例为2:8到4:6不等，发行商占大头，少数头部作者可以拿到5:5的分成比例。

发行商通过线上线下两种方式将剧本向店家进行分发。（1）线上途径：以“黑探有品”为代表的线上分发平台，选购方式类似于一般的电商平台。（2）线下途径：剧本发行商与分发平台会在全国各地举办展会，店家可以在展会上亲身体验剧本后决定是否购买，根据剧本杀展会小程序，2021年已经确定档期的展会有69场，举办地集中在长沙、重庆、西安等城市。

表4：在剧本的出售上，根据剧本的不同类型，价格也有所差距

| 剧本类型 | 售卖范围         | 购买渠道      | 价格        |
|------|--------------|-----------|-----------|
| 盒装本  | 无限制          | 线上平台&线下展会 | 300-800元  |
| 城限本  | 一座城市一般仅限3家店铺 | 线上平台&线下展会 | 800-5000元 |
| 独家本  | 一座城市仅限1家店铺   | 线上平台&线下展会 | 5000-上万元  |

资料来源：黑探有品、剧本杀展会小程序、开源证券研究所

## 2.4 下游：线上APP盈利模式以剧本付费为主，道具付费为辅

线上APP剧本采购日趋成熟。线上剧本杀在剧本采购方面分为免费剧本与付费剧本两种，免费作品价格基于“基础稿酬+评分奖励”，签约稿酬高于普通作者，付费作品基于“保底+分成”，以APP百变大侦探为例，所有上架免费剧本享有基础稿费2000元，根据作品评分情况作者可获得最多3500元额外评分奖励，付费作品以“保底+分成”形式签约，保底预付款为5000元，分成比例由3:7到5:5不等，视情况而定。

线上APP的盈利模式以剧本付费为主，道具付费为辅。目前，行业内较为成熟的线上APP有我是谜、百变大侦探、戏精大侦探、剧本杀等，各APP每个付费剧本单人付费一般不超过10元，此外，还通过向线下进行剧本投放、提供线下预约服务、向用户提供道具与装扮、开辟可进行礼物打赏的互动区等作为补充盈利模式。

表5：线上APP的盈利模式以剧本付费为主，道具付费为辅

| APP   | 充值方式   | 付费项目               | 付费金额  | 免费项目                            |
|-------|--|--------------------|---|---------------------------------|
| 百变大侦探 | 月卡30元/月，可获得300以上钻石/1元=10钻石，6元到648元不等         | 付费剧本<br>道具及其他装扮    | 标准版(单人使用)：29钻石-69钻石；共享版(多人使用)：49钻石-559钻石，共享版=标准版*剧本人数*(0.8~0.95)<br>道具：30-580钻石；其他装扮：一般装扮40-120钻石(时效7天)、96-288钻石(时效30天)；套装699-1999钻石(永久)；婚戒520-5200钻石   | 免费剧本、金币兑换剧本(完成任务获得金币)/活动获取道具、装扮 |
| 我是谜   | 月卡30元/月，可获得300以上钻石/1元=10钻石，6元到5000元不等        | 付费剧本<br>时装、道具及其他装扮 | 标准版(单人使用)：18钻石-88钻石；共享版(多人使用)：36钻石-464钻石，共享版=标准版*剧本人数<br>时装：3-23钻石(时效7天)、8-57钻石(时效30天)、18-341钻石(时效365天)；套装价格=组件装扮之和；道具：5-500钻石；其他装扮：50-80钻石(时效7天)、180-300钻石(时效30天)、399-780钻石(时效永久)；礼包1288-48888钻石 | 免费剧本/活动获取道具、装扮/M币兑换剧本(完成任务获得M币) |
| 戏精大侦探 | 月卡30元/月，可获得300以上钻石/1元=10点券，6元到648元不等，可等额兑换钻石 | 付费剧本<br>时装、道具及其他装扮 | 标准版(单人使用)：38钻石-99钻石；共享版(多人使用)：68钻石-418钻石，共享版=标准版*剧本人数*(约0.9)<br>时装：6-42钻石(时效7天)、24-168钻石(时效30天)、100-680钻石(永久)；套装价格=组件价格之和；道具及其他装扮：15-125钻石(时效7天)、60-500钻石(时效30天)、240-2000钻石(永久)                   | 免费剧本/活动获取道具、装扮                  |
| 剧本杀   | 6元=88钻石，6元到648元不等                            | 付费剧本<br>道具、皮肤及礼物   | 50钻石-100钻石，无共享版<br>道具：39-298钻石；皮肤：48-198钻石；礼物：2-998钻石   | 免费剧本                            |

资料来源：百变大侦探、我是谜、戏精大侦探、剧本杀、开源证券研究所

## 2.5 下游：线下实体店资源分散，实景模式客单价较高

线下店铺准入门槛低，资源分散有待整合。线下店铺与线上APP相比，能够提供更加身临其境的游戏体验，同时解决了线上游戏受网络限制，队友可能掉线、挂机等问题。同时准入门槛较低，许多原本经营桌游、密室逃脱的店家也开始转型入局剧本杀，目前行业头部的品牌有谜之神探、叁千世界、究图推理、剧本部落、M-CITY等。根据美团数据，2020年末全国的剧本杀店铺已经超过30000家，并且呈现出由一线城市向二三线城市逐渐下沉的趋势，这些店铺大多为独立经营，即使是谜之神探在全国也只有74家直营及加盟店铺。

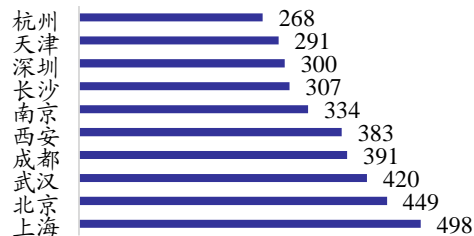
线下剧本杀一般分为桌面模式与实景模式两种，二者在对店铺要求、价格、游戏体验等方面存在较大差异。实景剧本杀店通常会根据剧本搭建实景，配合服装、音乐、道具，使得玩家能够获得沉浸式体验，客单价较高；但同时也存在着场地面积要求更高、剧本更新成本高的问题，目前更适合在具有人口红利或者剧本杀粉丝较为集中的城市经营。桌面剧本杀因为不受场景限制，能够满足更加天马行空的故事背景、更宽松的推理时间，叠加价格方面的优势，成为许多店家入行首选，但此类门店全国数量较多，竞争较为激烈。

表6：实景剧本杀较桌面剧本杀客单价更高

| 店铺类型  | 场地要求                                     | 选址                 | 单场单人价     |
|-------|--|--------------------|-----------|
| 实景剧本杀 | 角色独立搜证区域+公共搜证区域+讨论房间、换装间、休息等，合计约150-300㎡ | 居民楼、公寓，或古镇古街等为实景   | 200-1000元 |
| 桌面剧本杀 | 只有一间集中推理室，一般不超过20㎡                       | 城市人流密集地段，经常出现聚集性经营 | 50-300元   |

资料来源：美团研究院、谜之神探、开源证券研究所

图4：全国剧本杀店铺主要集中在上海、北京、武汉等一线城市



数据来源：大众点评、开源证券研究所

# 目录

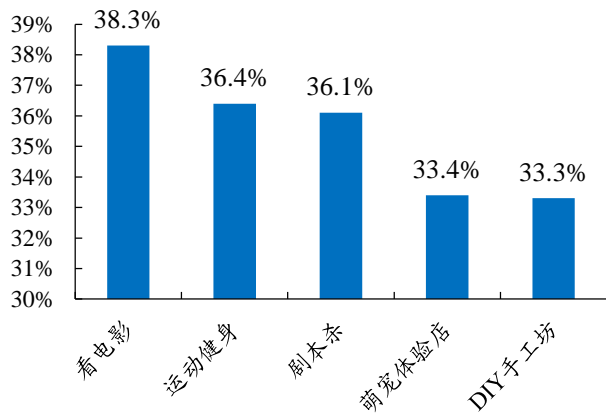
## CONTENTS

- 1 发展历程：源起线下派对游戏，国内综艺助推快速发展
- 2 商业模式：产业链结构日趋完善，产业生态渐成熟
- 3 市场空间：线下规模2022年或超400亿元
- 4 核心玩家：芒果超媒入局优势明显，代表性公司已初具规模
- 5 投资建议及风险提示

## 3.1 剧本杀市场空间广阔，或将持续高速发展

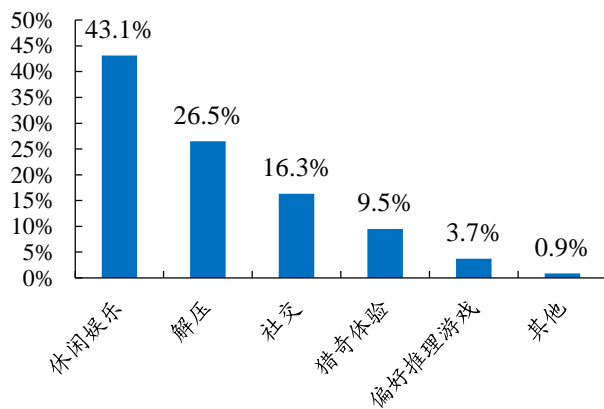
我国剧本杀市场规模超百亿元，2018年至2022年CAGR或达38%。根据艾媒咨询数据，2021年上半年，剧本杀在消费者偏好的线下潮流娱乐方式中排名第三，已是人们休闲、解压的主流方式之一；再加上明星资本入局、头部小说家转型剧本创作等因素，供需两端共同推动了剧本杀市场发展。根据艾媒咨询数据，2020年我国剧本杀市场规模达117亿元，预计2022年将达到239亿元，2018年至2022年CAGR或达38.3%。

图5：2021年H1，剧本杀已进入线下潮流娱乐方式前五名



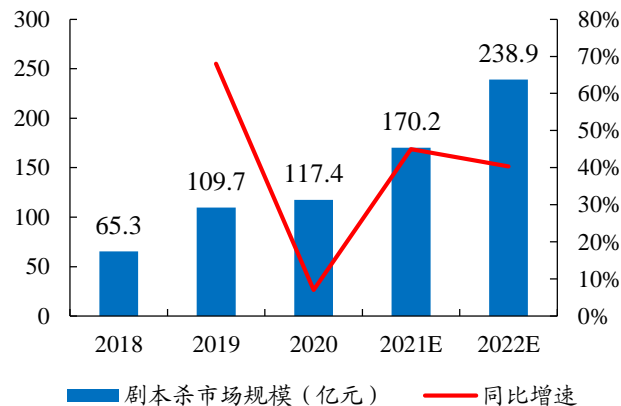
数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

图6：剧本杀成为人们休闲、解压的娱乐方式



数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

图7：我国剧本杀市场规模超百亿元，2018年至2022年CAGR或达38%



数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所



## 3.2 测算：线上整体规模较小，2021年市场规模或在5亿以内

根据易观千帆数据，2021年4月主流线上剧本杀APP《我是谜》MAU约40.5万，《百变大侦探》MAU约21.3万，据此我们估算线上剧本杀整体MAU约150万，并进行不同情景测算。付费率方面，根据36氪数据，主流APP《百变大侦探》的用户付费率近5%。付费内容上，单付费剧本的价格在人均5-9元之间，道具装扮皮肤等参考主流剧本杀APP内展示价格，预计单人月付费金额为20-50元。由此，根据公式“线上剧本杀市场规模=MAU\*付费率\*ARPPU\*12月”，我们预计2021年线上剧本杀市场规模仍较小，预计在0.40-2.41亿元。

表7：线上剧本杀年市场规模或在0.40-2.41亿元

| 指标        | 数据            | 备注                                    |
|-----------|---------------|---------------------------------------|
| MAU       | 100万-200万     | 结合主流剧本杀APP在2021年4月的MAU数据估算，并对不同情景进行测算 |
| 付费率       | 付费剧本：5%-15%   | 以主流APP《百变大侦探》的付费率为基础，进行不同情景测算         |
|           | 皮肤道具：5%-15%   |                                       |
| ARPPU     | 付费剧本：32元/月    | 以单本购买为每人8元计算；按每周一次，每月四次计算             |
|           | 皮肤道具：35元/月    |                                       |
| 线上市场规模（月） | 335万元-2010万元  |                                       |
| 线上市场规模（年） | 0.40亿元-2.41亿元 |                                       |

数据来源：易观数据、36氪、我是谜、百变大侦探、开源证券研究所

表8：我们根据公式“线上剧本杀市场规模=MAU\*付费率\*ARPPU\*12月”进行测算

| 会员付费率 | 单本付费率   |        |         |        |         |        |
|-------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|
|       | 5%      |        | 10%     |        | 15%     |        |
| 5%    | MAU100万 | 0.40亿元 | MAU100万 | 0.59亿元 | MAU100万 | 0.79亿元 |
|       | MAU150万 | 0.60亿元 | MAU150万 | 0.89亿元 | MAU150万 | 1.18亿元 |
|       | MAU200万 | 0.80亿元 | MAU200万 | 1.19亿元 | MAU200万 | 1.57亿元 |
| 10%   | MAU100万 | 0.61亿元 | MAU100万 | 0.80亿元 | MAU100万 | 1.00亿元 |
|       | MAU150万 | 0.92亿元 | MAU150万 | 1.21亿元 | MAU150万 | 1.49亿元 |
|       | MAU200万 | 1.22亿元 | MAU200万 | 1.61亿元 | MAU200万 | 1.99亿元 |
| 15%   | MAU100万 | 0.82亿元 | MAU100万 | 1.01亿元 | MAU100万 | 1.21亿元 |
|       | MAU150万 | 1.23亿元 | MAU150万 | 1.52亿元 | MAU150万 | 1.81亿元 |
|       | MAU200万 | 1.64亿元 | MAU200万 | 2.03亿元 | MAU200万 | 2.41亿元 |

数据来源：易观数据、36氪、我是谜、百变大侦探、开源证券研究所



### 3.3 测算：线下店发展迅速，2022年市场规模或超400亿元

根据36氪数据，2020年底我国线下剧本杀门店已经超过3万家；考虑到2021年1-5月的发展，我们保守以3.5万家为基数进行测算。具体测算时，分桌面本、实景本两种类型，并且都考虑节假日和工作日的人流差别，再结合对单店单日场次、每场人数、单人价格的考虑和情景分析，根据公式“线下店市场规模=门店数量\*单店单日场次\*每场人数\*单人价格\*一年天数”测算两种类型剧本杀门店的年收入市场规模。根据测算结果，2021年我国剧本杀线下市场的规模在150-250亿元之间。同时，在同样的测算框架下，对客单价、门店数的不同增长情况进行测算，预计2022年线下市场规模或达到400亿元以上。

表9：以“门店数量\*单店单日场次\*每场人数\*单人价格\*一年天数”测算线下剧本杀市场规模

| 指标     | 桌面本                  |       | 实景本                    |      |
|--------|----------------------|-------|------------------------|------|
|        | 工作日                  | 节假日   | 工作日                    | 节假日  |
| 门店数量   | 3.5万家*3/4            |       | 3.5万家*1/4              |      |
| 单店单日场次 | 1场                   | 6场    | 1场                     | 3场   |
| 每场人数   | 5-8人<br>(以6人计算)      |       | 6-12人<br>(以8人计算)       |      |
| 单人价格   | 50-300元<br>(以100元计算) |       | 150-1000元<br>(以200元计算) |      |
| 一年天数   | 251天                 | 115天  | 251天                   | 115天 |
| 年收入    | 40亿元                 | 109亿元 | 35亿元                   | 48亿元 |
| 市场总规模  | 232亿元                |       |                        |      |

数据来源：艾媒咨询、36氪、知乎、大众点评、美团、开源证券研究所

表10：不同情景分析下，测算得出2021年我国线下剧本杀市场规模在150-250亿元之间

| 单人价格 | 单店单日场次            |       |                 |       |
|------|-------------------|-------|-----------------|-------|
|      | 桌面本               |       | 实景本             |       |
| 80元  | 桌面本：工作日0.5场，节假日5场 |       | 桌面本：工作日1场，节假日6场 |       |
| 150元 | 实景本：工作日0.5场，节假日2场 |       | 实景本：工作日1场，节假日3场 |       |
| 100元 | 桌面本：实景本=4:1       | 124亿元 | 桌面本：实景本=4:1     | 177亿元 |
| 200元 | 桌面本：实景本=3:1       | 126亿元 | 桌面本：实景本=3:1     | 181亿元 |
| 150元 | 桌面本：实景本=2:1       | 128亿元 | 桌面本：实景本=2:1     | 189亿元 |
| 100元 | 桌面本：实景本=4:1       | 158亿元 | 桌面本：实景本=4:1     | 225亿元 |
| 200元 | 桌面本：实景本=3:1       | 160亿元 | 桌面本：实景本=3:1     | 232亿元 |
| 150元 | 桌面本：实景本=2:1       | 164亿元 | 桌面本：实景本=2:1     | 243亿元 |
| 300元 | 桌面本：实景本=4:1       | 236亿元 | 桌面本：实景本=4:1     | 337亿元 |
| 150元 | 桌面本：实景本=3:1       | 240亿元 | 桌面本：实景本=3:1     | 347亿元 |
| 300元 | 桌面本：实景本=2:1       | 247亿元 | 桌面本：实景本=2:1     | 364亿元 |

数据来源：艾媒咨询、36氪、知乎、大众点评、美团、开源证券研究所

表11：不同增长率情景下，测算得出2022年线下剧本杀规模或达400亿元以上

| 单人价格增长 | 门店数量增长        |               |               |
|--------|---------------|---------------|---------------|
|        | 20%           | 30%           | 50%           |
| 5%     | 156-459<br>亿元 | 169-498<br>亿元 | 195-574<br>亿元 |
| 10%    | 164-481<br>亿元 | 177-521<br>亿元 | 205-601<br>亿元 |
| 20%    | 179-525<br>亿元 | 193-569<br>亿元 | 223-656<br>亿元 |

数据来源：艾媒咨询、36氪、知乎、大众点评、美团、开源证券研究所

## 3.4 测算：线下剧本杀单店年均收入在50万元左右，平均回收周期在1年左右

我们分城市级别、剧本类型对线下剧本杀门店进行单店的盈亏分析测算。除下表数字外，涉及的其他关键假设有：（1）前期投入按5年零残值进行直线折旧。（2）NPV计算时，折现率按贷款基准利率4.35%，周期按5年计算。（3）计算每年现金流时，客单价、剧本费、租金水电、人员薪酬均按年增长率5%计算。（4）每月/年现金流=期间营收-租金水电-剧本更新-人员成本-推广成本，不考虑其他费用情况。根据测算结果，线下剧本杀门店单店年均收入规模在50万元左右，平均回收周期在1年左右。

表12: 根据我们的测算，线下剧本杀门店单店年均收入规模在50万元左右，平均回收周期在1年左右

| 城市   | 类型  | 年收入  | 年成本（前期投入） |        |                    | 年成本（后期运营）                  |                          |                          |                          | 折旧  | 前期总投入  | 后期月收入 | 后期月利润率 | 后期月现金流 | 平均回收周期 | NPV   | IRR  |
|------|-----|--|-----------|--------|--------------------|----------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|-----|--------|-------|--------|--------|--------|-------|------|
|      |     |  | 装修费用      | 服装道具   | 首期剧本               | 租金水电                       | 剧本更新                     | 人员成本                     | 推广成本                     |     |        |       |        |        |        |       |      |
| 一线城市 | 桌面本 | 68万<br>=120元/场/人*6人/场*(1场/工作日*250天+6场/节假日*115天)  | 15-20万    | 1.5-3万 | 2万<br>=500元/个*约40个 | 14.4万<br>=100元/平/月*12月     | 2.4万<br>=500元/个*4个/月*12月 | 25万<br>=0.7万/人/月*3人*12月  |                          | 约5万 | 20-25万 | 约5万   | 约20%   | 约1.4万  | 10-16月 | 约94万  | 112% |
|      | 实景本 | 143万<br>=300元/场/人*8人/场*(1场/工作日*250天+3场/节假日*115天) | 25-40万    | 2-3.5万 | 2-5万<br>=1万/个*2-5个 | 24万<br>=100元/平/月*200平*12月  | 主要是剧本细节的丰富               |                          |                          | 约8万 | 30-40万 | 约11万  | 约55%   | 约6.8万  | 5-7月   | 约400万 | 259% |
| 二线城市 | 桌面本 | 56万<br>=100元/场/人*6人/场*(1场/工作日*250天+6场/节假日*115天)  | 约15万      | 1.5-3万 | 2万<br>=500元/个*约40个 | 8.6万<br>=60元/平/月*12月       | 2.4万<br>=500元/个*4个/月*12月 | 20万<br>=0.55万/人/月*3人*12月 | 1.5-2.5万/年<br>(美团、大众点评等) | 约4万 | 约20万   | 约4万   | 约25%   | 约1.5万  | 9-15月  | 约96万  | 127% |
|      | 实景本 | 72万<br>=150元/场/人*8人/场*(1场/工作日*250天+3场/节假日*115天)  | 25-35万    | 2-3.5万 | 2-5万<br>=1万/个*2-5个 | 14.4万<br>=60元/平/月*200平*12月 | 主要是剧本细节的丰富               |                          |                          | 约7万 | 约35万   | 约5.5万 | 约34%   | 约2.5万  | 10-15月 | 约136万 | 99%  |
| 三线城市 | 桌面本 | 40万<br>=70元/场/人*6人/场*(1场/工作日*250天+6场/节假日*115天)   | 10-15万    | 1.5-3万 | 2万<br>=500元/个*约40个 | 5.8万<br>=40元/平/月*12月       | 2.4万<br>=500元/个*4个/月*12月 | 18万<br>=0.5万/人/月*3人*12月  |                          | 约3万 | 约16万   | 约3万   | 约11%   | 约0.6万  | 17-25月 | 约40万  | 70%  |
|      | 实景本 | 48万<br>=100元/场/人*8人/场*(1场/工作日*250天+3场/节假日*115天)  | 20-30万    | 2-3.5万 | 2-5万<br>=1万/个*2-5个 | 10万<br>=40元/平/月*200平*12月   | 主要是剧本细节的丰富               |                          |                          | 约6万 | 约30万   | 约3.7万 | 约20%   | 约1.2万  | 20-25月 | 约57万  | 55%  |

数据来源：艾媒咨询、36氪、知乎、大众点评、美团、开源证券研究所

# 目录

## CONTENTS

- 1 发展历程：源起线下派对游戏，国内综艺助推快速发展
- 2 商业模式：产业链结构日趋完善，产业生态渐成熟
- 3 市场空间：线下规模2022年或超400亿元
- 4 核心玩家：芒果超媒入局优势明显，代表性公司已初具规模
- 5 投资建议及风险提示

## 4.1 芒果超媒-线上布局：《明星大侦探》打造剧本杀真人秀，播放量及口碑双收

《明星大侦探》开启全民剧本杀潮流。芒果TV自制解谜探案类网综《明星大侦探》融合知名明星嘉宾与新颖的剧本杀形式，自2016年开播以来积累大量粉丝，推动了线上线下剧本杀游戏的风靡。截至2021年6月7日，《明星大侦探》六季综艺累计播放量达195.7亿，并培养了《NZND》、《恐怖童谣》等知名IP。此外，“明侦宇宙”通过《明星大侦探之名侦探学院》及互动衍生微剧不断延伸IP价值。

表13：《明星大侦探》及衍生综艺内容播放量及豆瓣评分表现亮眼

| 节目               | 播映年份 | 豆瓣评分 | 播放量（亿） | 主要嘉宾/主演                                |
|------------------|------|------|--------|--|
| 明星大侦探第一季         | 2016 | 9.3  | 19.1   | 何炅、撒贝宁、王鸥、吴映洁、大张伟、白敬亭                  |
| 明星大侦探第二季         | 2017 | 9.1  | 22.7   | 何炅、撒贝宁、王鸥、白敬亭、吴映洁、王嘉尔、魏大勋、杨蓉           |
| 明星大侦探第三季         | 2017 | 9.1  | 37.3   | 何炅、撒贝宁、吴映洁、白敬亭、王鸥、魏大勋                  |
| 明星大侦探第四季         | 2018 | 8.6  | 27.1   | 何炅、撒贝宁、王鸥、白敬亭、吴映洁、张若昀、刘昊然              |
| 明星大侦探第五季         | 2019 | 8.4  | 47.5   | 何炅、撒贝宁、王鸥、吴映洁、白敬亭、张若昀、魏晨、杨蓉、刘昊然        |
| 明星大侦探第六季         | 2020 | 9.0  | 42.0   | 何炅、撒贝宁、白敬亭、刘昊然、张若昀、杨蓉                  |
| 明星大侦探之名侦探学院第一季   | 2019 | 9.2  | 3.1    | 邵明明、蒲熠星、唐九洲、周峻纬、齐思钧、郭文韬、石凯、潘宥诚、王春彧、郎东哲 |
| 明星大侦探之名侦探学院第二季   | 2020 | 9.3  | 10.2   | 蒲熠星、周峻纬、唐九洲、齐思钧、郭文韬、邵明明、石凯             |
| 明星大侦探之名侦探学院第三季   | 2020 | 9.0  | 8.5    | 邵明明、蒲熠星、唐九洲、齐思钧、郭文韬、石凯、曹恩齐、何运晨、叶逊敏     |
| 明星大侦探之名侦探学院第四季   | 2021 | 9.4  | 3.7    | 罗予彤、蒲熠星、齐思钧、郭文韬、曹恩齐、石凯、何运晨             |
| 明星大侦探互动衍生1之头号嫌疑人 | 2019 | 8.6  | 1.2    | 王鸥、乔振宇、黄明昊、吴映洁、魏晨                      |
| 明星大侦探互动衍生2之目标人物  | 2020 | 8.5  | 2.5    | 白敬亭、魏晨、张雨剑、代露娃、肖旭、张屹杨                  |

资料来源：豆瓣、芒果TV、开源证券研究所（豆瓣评分及播放量数据截至2021年6月7日）

《明侦》首家旗舰店口碑流量双高，未来将持续布局。2021年4月30日，芒果首家明侦主题旗舰店M-CITY于长沙开业，2个独家实景沉浸剧本高度还原综艺IP同款、6个主题场景供给300+个经典圆桌剧本杀，另设衍生品区售卖《明侦》周边。根据芒果TV官方公众号，五一期间门店累计体验人数超900人次，总营收超长沙其它剧本杀门店一个月收入总和。截至2021年5月30日，M-CITY位列大众点评“长沙剧本杀好评榜”第一名，评分高达4.96/5.00，提前14天的预约几乎已满，人均消费221元，在长沙剧本杀商户中排名较高；美团综合评分5.0/5.0，高于99%同行，好评率达99%。根据芒果TV官方公众号，“芒果M-CITY项目”将陆续登陆上海、成都、武汉等城市，开设更多新门店，上海旗舰店已在推进中，未来也将开放加盟，以掌握管理权保障品质。

表14: M-CITY含实景探案、圆桌桌游两种剧本杀形式，另设特色水吧区

| 类型    | 主题       | 适合人数 | 时长/min | 适合人群    | 元素          | 面积/m <sup>2</sup> | 定价/元 | 配置                               | 剧本   |
|-------|----------|------|--------|---------|-------------|-------------------|------|----------------------------------|--|
| 桌面剧本杀 | 不一般的经典本  | 5-10 | 210    | 恐怖、新手   | NPC、换装、多重结局 | 30                | 128  | 超强DM全程陪玩，经过长达半年培训与打磨、颜值与实力并存的主持人 | 4人本*2, 5人本*25, 6人本*34, 7人本*21, 8人本*10, 9人本*2, 10人本*1 |
|       | 有点东西的演绎本 | 5-10 | 210    | 恐怖、高玩   |             | 30                | 148  | 专业DM全程陪玩，2名高颜值NPC                | 6人本*23, 8人本*2  |
|       | 厉害了我的沉浸本 | 6-8  | 360    | 恐怖、高玩   |             | 30                | 198  | 3名以上颜值超高、超专业NPC                  | 6人本*4, 7人本*1   |
| 实景推理  | 学院怪谈实景搜证 | 7    | 210    | 微恐、高玩   | NPC、换装      | 300               | 328  | 同款节目录制道具，第六季明侦未播番外剧本             |  |
|       | NZND实景搜证 | 8    | 210    | 非恐、新手   |             | 300               | 368  | 同款服装道具，明侦编剧打造的衍生剧本               |  |
| 水吧区   | NAND顶牛金曲 |      |        | 小白的高光时刻 | 学院怪谈新月夜     |                   |      | 双北神仙联动                           |  |
| 定价/元  | 60       |      |        | 38      | 50          |                   |      | 52                               |  |

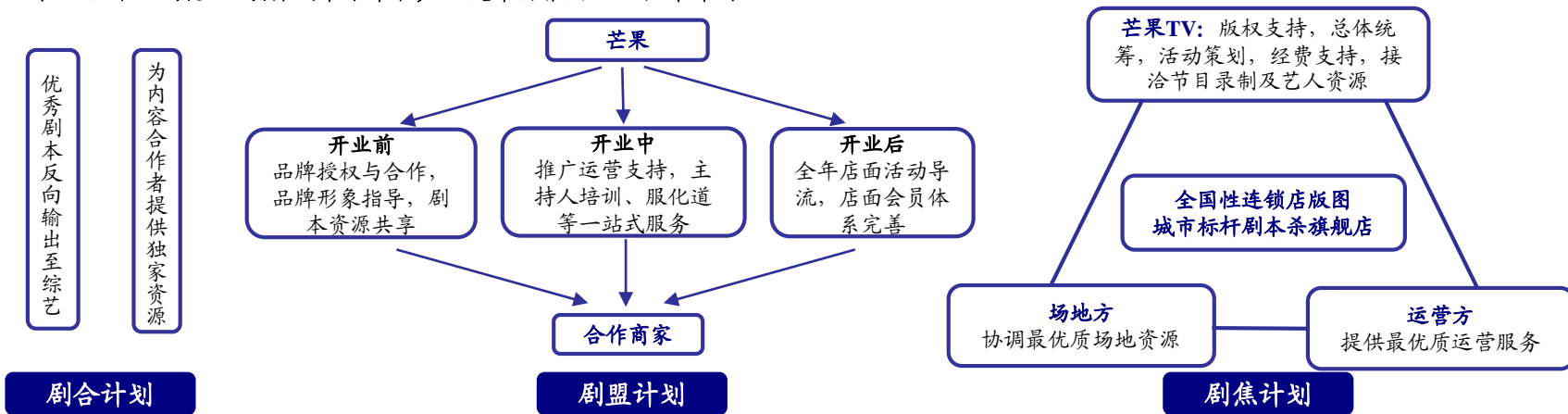
资料来源：大众点评、开源证券研究所

## 4.3 芒果超媒-核心优势：IP及优质内容储备丰富，平台整合能力卓群

依托芒果超媒丰富内容储备及强大制作团队，保证高质量剧本供给。《明星大侦探》开创剧本杀模式，业内顶尖剧本编剧团队六季累计产出70+原创剧本，《NZND》等IP已与线下剧本杀展开联动形成实景探案项目。我们认为，《明星大侦探》优秀剧本共享、芒果TV丰富影视综艺IP均能够有为线下店赋能，芒果超媒标准化自制内容生产体系能够支撑起剧本的持续供给。根据芒果超媒业绩交流会，公司通过《明星大侦探》积累了大量剧本和编剧、业务团队，有能力做到每2-3个月更新店面主题和剧本产品，高质量、快更新的剧本内容利于M-City旗舰店吸引和留存核心客群。

三大合作计划助力剧本杀业务发展，大平台入局引领行业发展。2020年6月，芒果TV召开明星大侦探剧本杀平台产品发布会，通过剧合计划、剧盟计划、剧焦计划为线下剧本杀提供运营管理支持，共建市场、完善生态。芒果TV作为大型平台入局，品牌效应转化为竞争优势，有足够资金及能力整合行业，制定行业规范。

图8：芒果TV明星大侦探剧本杀平台产品发布会推出三大合作计划

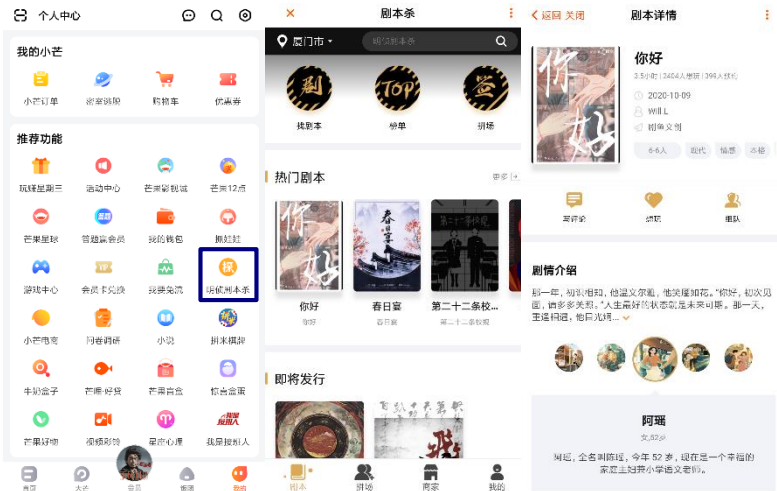


资料来源：芒果TV明星大侦探剧本杀平台产品发布会、开源证券研究所



线上线下共同发力，共建剧本杀娱乐生态。《明侦》综艺的知名度及影响力加持使得M-CITY享有天然的粉丝优势，降低宣传成本，此外芒果还通过微博、微信、官方App等线上渠道为线下旗舰店造势宣传。3月31日M-CITY联合创新研究院推出MR首场直播，根据明侦主题旗舰店微博官方账号，当天首秀观看次数7.6万，#明星大侦探主题旗舰店#话题热度共2107.6万，早鸟票总预售金额破110万。2020年芒果TV上线“明侦剧本杀”功能，展示热门剧本和即将发行剧本，针对每个剧本均开放评论、打分及组队功能；2021年5月小芒迎来改版，针对剧本杀、密室逃脱等线下场景娱乐推出相关服务内容，提供同城聊天室、预约及陌生人组局功能，线上线下互相导流，发挥协同优势。

图9：芒果TV推出“明侦剧本杀”功能



资料来源：芒果TV App

图10：小芒新增“密室预约”版块



资料来源：小芒App

除了芒果超媒，剧本杀产业链的剧本分发平台、线上APP以及线下连锁店中亦有代表性公司脱颖而出。其中，线上APP代表公司“我是谜”、“百变大侦探”已完成多轮融资；线下连锁店“叁千世界”亦于2019年7月完成天使轮融资。此外，腾讯、字节跳动等巨头及华策影视、万达影视等内容公司也纷纷入局剧本杀行业，但目前多数项目处于IP授权阶段。

表15：产业链其他代表性公司已初具规模，巨头多通过IP授权入局

| 其他核心玩家 | 项目名称         | 成立时间  | 融资轮次   | 融资时间       | 融资金额     | 投资方       |
|--------|--------------|---|--------|------------|----------|-----------|
| 剧本分发平台 | LARP剧本杀发行工作室 | 2019.04.04  |        |            |          |           |
|        | 小黑探          | 2019.08.05  |        |            |          |           |
| 线上APP  | 我是谜          | 2015.12.01  | 天使轮    | 2018.07.18 | 数百万人民币   | 金沙江创投     |
|        |              |   | Pre-A轮 | 2018.11.16 | 数千万人民币   | MFund魔量资本 |
|        |              |   | 股权融资   | 2019.09.16 | 未披露      | 赛富投资基金    |
|        |              |   | 股权融资   | 2020.08.06 | 未披露      | 昆仑万维      |
|        | 百变大侦探        | 2017.12.14  | 天使轮    | 2018.10.15 | 数百万人民币   | 个人投资者     |
|        |              |   | 战略融资   | 2020.11.09 | 3000万人民币 | 微派网络      |
|        |              |   | 天使轮    | 2018.05.15 | 数百万人民币   | 经纬中国      |
|        |              |   | 剧本杀    | 2013.01.14 |          |           |
| 线下连锁店  | 谁是凶手         | 2018.09.29  |        |            |          |           |
|        | 叁千世界         | 2019.07.12  | 天使轮    | 2019.07    | 600万     | 未披露       |
|        | 谜之神探         | 2019.07.15  |        |            |          |           |
|        | 究图推理         | 2020.03.02  |        |            |          |           |
|        | 剧本部落         | 2020.12.01  |        |            |          |           |
| 公司     | 入场形式         | 内容  |        |            |          |           |
| 字节跳动   | 与“我是谜”进行合作   | “我是谜”作为字节跳动剧本杀服务定制方   |        |            |          |           |
| 腾讯     | IP授权         | 《庆余年》、《全职高手》、《斗罗大陆2》、《凡人修仙传》、《鬼吹灯2》、《余罪》、《王者荣耀》、《天涯明月刀》等IP改编剧本杀 |        |            |          |           |
| 华策影视   | IP授权         | 《刺杀小说家》IP改编剧本杀  |        |            |          |           |
| 万达影视   | IP授权         | 《唐人街探案3》IP改编剧本杀   |        |            |          |           |
| 芒果超媒   | IP授权         | 剧本杀《记忆重构》IP改编游戏   |        |            |          |           |
| 爱奇艺    | IP授权         | 《成化十四年》、《十日游戏》等IP改编剧本杀  |        |            |          |           |
| 哔哩哔哩   | 自制综艺         | 由哔哩哔哩直播发起，由我是怪异君、韩小沐、舞小喵等参演综艺《推理信条》                             |        |            |          |           |

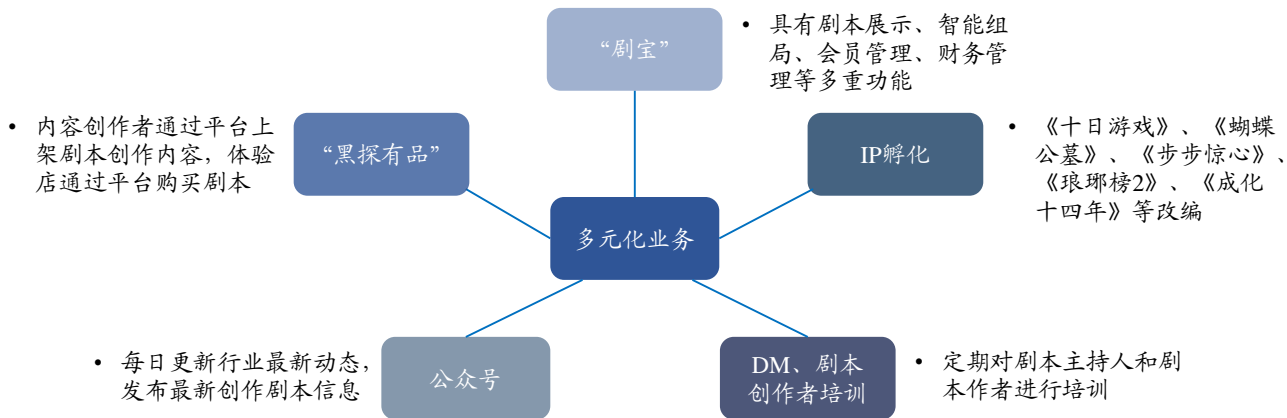
资料来源：天眼查、开源证券研究所



## 4.6 其他核心玩家：小黑探推动线上剧本发行

“黑探有品”消除创作者与交易者的信息不对称。小黑探旗下自营的剧本分发平台“黑探有品”提供内容分发和交易平台，截至2020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。此外，推出剧本杀门店SaaS系统协助线下剧本杀门店运营，截至目前，“剧宝”总计服务玩家30余万人次、辅助组局近10万次，平均帮助店家组局效率提升30%。而旗下IP孵化实验室已爱奇艺迷雾剧场等与多方合作，主导了《十日游戏》、《蝴蝶公墓》等大热IP的剧本杀改编。

图11：“小黑探”开展多元化业务，推动剧本杀行业快速发展



资料来源：小黑探、开源证券研究所

## 4.7 其他核心玩家：百变大侦探引领线上剧本杀潮流

“百变大侦探”作为线上APP，特色玩法丰富。“百变大侦探”是一款由北京久么么科技有限公司开发的线上真人角色扮演剧本杀软件，拥有场景搜证、语音连麦、好友社交、PIA戏连麦等特色玩法，拥有《宫心计》、《南越王陵》、《暗影计划I、II》、《太空谋杀案》等独家经典剧本，主要通过会员订阅、付费剧本、时装道具等模式变现。其作为《明星大侦探》第六季行业指定，迅速出圈，根据36氪数据，截至2020年11月，累计注册用户超过千万。“百变大侦探”已在2018年获得数百万天使轮融资，2020年11月继续获得微派网络3000万人民币战略融资。

图12：“百变大侦探”拥有场景搜证、语音连麦、好友社交、PIA戏连麦等特色玩法



资料来源：TapTap

图13：“百变大侦探”功能完善，主要通过会员订阅、付费剧本、时装道具等模式变现

|      |   |
|------|---|
| 主要功能 | <ul style="list-style-type: none"><li>• 语音连麦</li><li>• 好友系统</li><li>• 场景式搜证</li><li>• 一键邀请</li><li>• 众多原创剧本</li><li>• 支持剧情、技能、机关等玩法</li></ul> |
| 特色优势 | <ul style="list-style-type: none"><li>• 剧本优质</li><li>• 每日上新剧本</li><li>• 匹配系统便捷</li><li>• 界面简洁、易操作</li></ul>                                   |
| 付费模式 | <ul style="list-style-type: none"><li>• 会员订阅</li><li>• 游戏内剧本购买付费</li><li>• 时装道具</li></ul>   |

资料来源：百变大侦探、开源证券研究所

## 4.8 其他核心玩家：叁千世界为线下店头部品牌

作为线下剧本杀体验店，叁千世界注重剧本打造和沉浸式体验。根据官网数据，截至2021年6月，该品牌已授权148个城市，合作商家540家，累计游戏场次1万余场，拥有16份原创剧本，已完成600万天使轮融资。

图14：叁千世界自2017年成立以来快速发展



资料来源：叁千世界官网、开源证券研究所

图15：叁千世界拥有众多原创剧本和沉浸式互娱体验等优势



资料来源：叁千世界官网、开源证券研究所

## 5.1 投资建议及风险提示

**重点推荐芒果超媒 (300413.SZ)：“小芒+剧本杀”创新业务引领线上线下消费潮流，“季风剧场”破圈值得期待**

我们看好公司依托强大内容自制能力巩固长视频核心竞争优势，通过小芒电商打造视频内容电商模式，通过开业M-CITY剧本杀门店布局线下实景娱乐，构建全产业链上下游协同发展的生态护城河。我们预测公司2021-2023年归母净利润分别为24.17/31.13/39.05亿元，对应EPS分别为1.36/1.75/2.19元，当前股价对应PE分别为51.9/40.4/32.3倍，维持“买入”评级。

### (1) “精品自制+芒果独播+优质精选”构建内容矩阵，“季风剧场”或加速破圈

截至2020年末，芒果TV共有20个综艺节目团队，12个影视剧制作团队和30家战略合作工作室，内容自制能力突出。2021年芒果TV季风剧场已播出《猎狼者》，播放量及口碑表现亮眼，并储备有《我在他乡挺好的》、《婆婆的镯子》等剧集；此外，储备有《好男好女》、《夜色暗涌时》、《我和我们在一起》等都市情感剧；《逆光者》、《法医秦明之无声的证词》等悬疑推理剧。我们认为，公司在夯实青春、都市、女性的平台用户定位基础上，将通过丰富内容矩阵获取更多元用户，推动会员数持续较快增长并提升ARPPU。

### (2) “小芒”打造全新视频“内容+社交”电商模式

“小芒”App充分发挥公司在IP内容方面的优势，探索打造密逃社区、潮玩社区、萌宠社区等垂类社区，通过以短视频为主的内容分享和推荐种草，形成以“视频+内容+电商”为核心的内容电商模式。我们认为，“小芒”面向Z世代年轻用户，随着活跃用户的积累及用户消费能力提高，商业价值或逐步显现。

### (3) M-CITY探索线下实景娱乐，有望打造全产业链龙头

芒果TV自制综艺《明星大侦探》推动剧本杀兴起，培养潜在用户。此外，公司储备有较多剧本，4月30日于长沙开业首家剧本杀实体店M-CITY，未来剧本杀旗舰店有望拓展至上海、北京、广州等多个城市，并通过剧本内容输出覆盖更多门店，打通“内容-运营”、“线上-线下”产业链。当前剧本杀行业或进入整合期，公司有望凭借内容、品牌、资金及运营优势，打造全产业链龙头。

## 5.2 投资建议及风险提示

(1) 行业竞争加剧的风险。剧本杀行业目前处于快速发展期，随着大量资本入局，行业竞争日趋激烈，或影响剧本杀产业链各方的收益。

(2) 行业监管趋严的风险。剧本杀行业目前处于快速发展期，暂无针对性的法律法规和行业政策对行业发展进行规范，监管政策的变化对于行业发展的影响存在不确定性。

(3) 新冠肺炎疫情持续时间及对线下娱乐的影响存在不确定性。全球新冠肺炎疫情影响下，用户线下消费意愿仍存在较大不确定性，进而对剧本杀产业链各方的收入影响存在较大不确定性。

(4) 盗版内容影响优质内容产出的风险。剧本杀产业链上游依赖优质剧本内容产出，大量盗版剧本的存在导致上游编剧收益受损，或影响其创作积极性。

表16: 重点推荐芒果超媒

| 公司代码      | 公司简称 | 评级 | 股价    | 市值   | 每股收益 (元/股) |       |       | 市盈率 (倍) |       |       | 最新每股净资产 |
|-----------|------|----|-------|------|------------|-------|-------|---------|-------|-------|---------|
|           |      |    | 元     | 亿元   | 2020A      | 2021E | 2022E | 2020A   | 2021E | 2022E | 元/股     |
| 300413.SZ | 芒果超媒 | 买入 | 70.64 | 1259 | 1.11       | 1.36  | 1.75  | 63.6    | 51.9  | 40.4  | 6.3     |

数据来源: Wind、开源证券研究所 (股价截至2021年6月8日收盘)



## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 股票投资评级说明

|      | 评级               | 说明                    | <b>备注：</b> 评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。 |
|------|------------------|-----------------------|--|
| 证券评级 | 买入（buy）          | 预计相对强于市场表现20%以上；      |  |
|      | 增持（outperform）   | 预计相对强于市场表现5%~20%；     |  |
|      | 中性（Neutral）      | 预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |  |
|      | 减持（underperform） | 预计相对弱于市场表现5%以下。       |  |
| 行业评级 | 看好（overweight）   | 预计行业超越整体市场表现；         |  |
|      | 中性（Neutral）      | 预计行业与整体市场表现基本持平；      |  |
|      | 看淡（underperform） | 预计行业弱于整体市场表现。         |  |

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及

的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

**上海：**上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮箱：research@kysec.cn

**深圳：**深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮箱：research@kysec.cn

**北京：**北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层

邮箱：research@kysec.cn

**西安：**西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券