

## 巨星传奇 (06683.HK)

## 把握健康生活红利，焕新明星 IP 价值，加速进击

2024 年 08 月 15 日

——港股公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

初敏（分析师）

方光照（分析师）

chumin@kysec.cn

fangguangzhao@kysec.cn

证书编号：S0790522080008

证书编号：S0790520030004

日期	2024/8/14
当前股价(港元)	10.260
一年最高最低(港元)	13.160/5.300
总市值(亿港元)	85.50
流通市值(亿港元)	85.50
总股本(亿股)	8.33
流通港股(亿股)	8.33
近 3 个月换手率(%)	22.5

### ● IP 运营+新零售双轮驱动，稀缺明星 IP 构筑护城河

巨星传奇开辟了“自有明星 IP+内容化场景+新零售”的独特流量变现路径，背靠周杰伦、刘畊宏两大稀缺明星 IP，现有明星矩阵全网粉丝数约 2 亿，潜在商业价值较大。2023 年公司实现营收 4.3 亿元/同比+25%，其中 IP 运营业务创收 1.9 亿元/同比+83%，收入占比已提升至 44%。经多年深耕 IP 运营、新零售两大业务已逐步形成独立造血能力，呈现“IP 势能×渠道增长”的乘数效应，有望开启新一轮成长周期。我们预计 2024-2026 年实现归母净利润 1.11、1.80、2.39 亿元，对应 EPS 为 0.13、0.22、0.29 元，当前股价对应 PE 为 70.5、43.5、32.8 倍。公司明星利益绑定关系稳固，且核心 IP 具备一定稀缺性，IP 运营业务变现路径丰富多元，享受一定估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。

### ● 粉丝经济撬动万亿市场，健康管理赛道大有可为

粉丝经济盛行，红人 IP 市场快速成长，预计至 2025 年中国红人产业规模有望提升至 8.2 万亿元，2022-2025 年 CAGR 达 14.2%。借助明星 IP 社交流量和信任背书，明星 IP 可与社交电商形成良性互动，进而赋能新零售品牌变现。我国消费者愈发重视轻量化生活，健康管理有望成为社交电商的新细分风口，预计 2027 年中国健康管理社区社交电商市场规模达 384 亿元，2023-2027 年 CAGR 为 8.3%。

### ● IP 业务：明星矩阵持续拓宽，泛娱乐平台生态繁荣可期

**明星 IP 矩阵：**公司持续挖掘优质的老牌艺人，打造多元化明星组合，2019 年首创明星虚拟 IP “周同学”，2022 年孵化现象级健身 KOL 刘畊宏，验证明星 IP 孵化能力。同时输出多元化的泛娱乐内容，累积流量池，丰富变现渠道。**IP 内容创作：**经验复用+借力 AIGC，IP 内容生产效率不断提升，综艺节目后续有望稳定上新，口碑积累进一步提升变现空间。**活动策划：**多样化活动投资或/及策划，加码演唱会经济，IP 线下场景植入进一步放大 IP 势能。**IP 管理：**为明星提供 IP 管理服务，并围绕刘畊宏、陈法蓉抖音矩阵号切入直播电商，现已形成机构化运营能力，2023 年三方带货佣金收入贡献 2210 万元。**数字 IP：**合作行业巨头，探索明星 IP 元宇宙生态，视频彩铃、元宇宙演唱会有望打造新增长点。

### ● 新零售业务：加码研发拓宽产品线，ToB/ToC 渠道并重发展

公司以 ToB 私域渠道起家，通过新零售品牌与自有明星 IP 的深度互动，释放 IP 社交流量的长尾价值，2019 年围绕健康管理赛道推出魔胴咖啡、爱吃鲜摩人抹茶粉等明星垂类产品，稳居细分赛道龙头。展望后续，新品&渠道放量有望构筑新零售业务成长潜力：（1）**拓品类：**与供应商、高校、科研院展开合作研发，通过拓展新品牌和现有品牌丰富 SKU，向上溯源提升产品力。（2）**展渠道：**巩固私域分销网络优势基础上，积极招募和培育自有 KOL，补足 ToC 渠道品牌声量。

### ● 风险提示：明星流失或声誉受损、产品质量风险、娱乐行业政策变动风险等。

### 财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	344	430	654	856	1038
YOY(%)	-5.8	25.0	51.9	31.0	21.3
净利润(百万元)	60	35	111	180	239
YOY(%)	26.7	15.0	26.5	32.4	35.6
毛利率(%)	64.7	64.2	65.3	65.4	65.6
净利率(%)	17.5	8.0	17.0	21.0	23.0
ROE(%)	25.8	5.0	10.8	14.8	16.3
EPS(摊薄/元)	0.1	0.0	0.1	0.2	0.3
P/E(倍)	84.5	218.4	70.5	43.5	32.8
P/B(倍)	21.8	10.9	7.6	6.4	5.3

数据来源：聚源、开源证券研究所（港币兑人民币汇率为 0.91262）

### 股价走势图



数据来源：聚源

## 内容目录

1、 巨星传奇：进击的创新型零售商，明星 IP 构筑护城河 .....	4
1.1、 公司概况：IP 运营、新零售双轮驱动，商业变现路径趋向多元 .....	4
1.2、 公司治理：股权绑定核心明星 IP，专业管理层充分赋能 .....	5
1.3、 业务及财务分析：IP 运营业务势能向上，静待人效提升改善盈利 .....	6
2、 行业概览：粉丝经济撬动万亿市场，健康管理市场大有可为 .....	9
2.1、 IP 运营：红人 IP 产业化发展，粉丝经济撬动万亿市场 .....	9
2.2、 新零售：IP 撬动社交电商流量，健康管理赛道大有可为 .....	10
2.2.1、 社交电商顺势而起，IP 提升消费者信任 .....	10
2.2.2、 大众健康管理意识提升，健康管理赛道大有可为 .....	11
3、 IP 业务：明星矩阵持续拓宽，泛娱乐平台生态繁荣可期 .....	12
3.1、 IP 孵化：虚拟 IP 积累流量池，明星 IP 组合持续扩容 .....	12
3.2、 IP 运营：内容运营生态迈向成熟，IP 流量势能不断放大 .....	14
3.2.1、 媒体内容：围绕核心艺人 IP，打造优质媒体内容 .....	14
3.2.2、 活动策划：加码演唱会布局，渗透线下放大 IP 势能 .....	15
3.2.3、 IP 管理服务：切入直播电商，加速明星 IP 商业变现 .....	16
3.2.4、 数字文娱：“AI+元宇宙”延伸运营场景，探索明星数字 IP 多元变现 .....	19
4、 新零售业务：加码研发拓宽产品线，打造公私域流量网络 .....	21
4.1、 产品端：围绕健康/美护赛道，构建多元化产品网络 .....	21
4.2、 渠道端：B 端 C 端双向发力，构建全域营销网络 .....	22
5、 盈利预测与投资建议 .....	24
5.1、 盈利假设 .....	24
5.2、 投资建议 .....	25
6、 风险提示 .....	25
附：财务预测摘要 .....	27

## 图表目录

图 1： 公司“明星 IP 运营+新零售”业务彼此协同、双轮驱动 .....	4
图 2： 巨星传奇明星 IP 矩阵持续丰富，商业变现路径趋向多元 .....	5
图 3： 公司核心股东与周杰伦已建立多年稳定合作关系 .....	5
图 4： 公司 IP 创造及运营业务创收渠道多元 .....	7
图 5： 2023 年公司实现营收 4.3 亿元，同比+25% .....	7
图 6： 2023 年 IP 业务收入占比达 44% .....	7
图 7： IP 和新零售业务毛利率分别同比-0.7/-2pct .....	8
图 8： 2023 年公司实现经调净利润 0.74 亿元，同比-4% .....	8
图 9： 2023 年销售/管理/财务费用率同比+5.1/+6.2/-0.2 pct .....	8
图 10： 2023 年经营活动现金流有所承压 .....	8
图 11： 预计至 2025 年我国红人经济关联产业市场规模约 8.2 万亿元 .....	9
图 12： 红人 IP 发展有赖于内外生需求的共同推动 .....	10
图 13： 红人 IP 经济迈向产业化发展 .....	10
图 14： 社区社交电商消费者可向分销商/经销商转化 .....	11
图 15： 预计 2022-2027 年中国社区社交电商市场规模 CAGR 为 9.0% .....	11
图 16： 直播电商快速渗透，预计 2024-2026 年 CAGR 为 18% .....	11

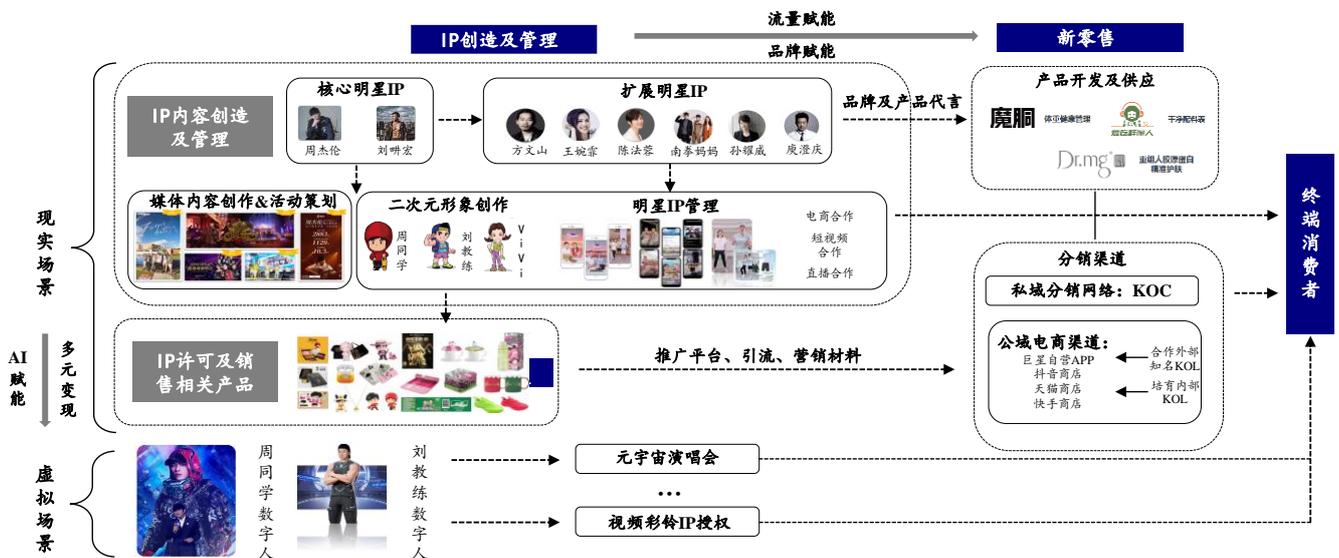
图 17: 预计 2023-2027 中国健康管理社区社交电商市场规模 CAGR 为 8.3% (单位: 亿元)	12
图 18: 预计 2023-2027 年中国防弹饮料市场市场规模 CAGR 为 23.1%	12
图 19: 周杰伦二次元形象展示	12
图 20: 2022 年周同学 IP 许可和销售产品收入 856 万元	12
图 21: 2022 年刘畊宏健身操直播出圈	13
图 22: 刘畊宏夫妇 IP 二次元形象展示	13
图 23: 公司持续扩充明星 IP 资源, 现有明星 IP 导流矩阵号粉丝体量约 2 亿	13
图 24: 借势演唱会线下流量, 公司 IP 全场景渗透提升影响力	16
图 25: 2023 年 12 月“周同学”IP 落地泰国	16
图 26: 2024 年 7 月日本“周同学”主题展览开放	16
图 27: 与旗下明星围绕短视频/直播/电商/演出/代言展开合作	16
图 28: 巨星抖音直播电商运营模式具备产品、流量两端在内的成本优势	17
图 29: 矩阵号孵化主播团队、打造差异化内容	17
图 30: 公司抖音直播矩阵号针对客群呈现差异化	18
图 31: 抖音矩阵号橱窗推荐品类有明显差异	19
图 32: 公司稳步推进数字领域“明星 IP+AIGC+元宇宙”布局	20
图 33: 数字王国邓丽君虚拟人效果展示	20
图 34: 周杰伦&刘畊宏 IP 元宇宙场景概念图	20
图 35: 魔胴咖啡赞助综艺节目《周游记 1》, 并推出周同学特别版	21
图 36: 《周游记》播出助推 2020 年魔胴咖啡销售起量	21
图 37: 2022 年周同学特别版魔胴咖啡收入占比超经典款	21
图 38: 公司围绕健康和美护领域构建多元化产品网络	22
图 39: 2023H1 新零售产品收入魔胴咖啡占比降至 60%	22
图 40: 2022 年公司拥有超 16000 家经销商	22
图 41: 2023 年自营产品电商渠道销售额 4940 万元, 同比+21.4%	22
图 42: 公司以抖音直播电商为核心场景, 货架电商为 ToC 渠道补充	23
表 1: 公司完成新一轮配股, 加码演唱会&元宇宙生态投资	5
表 2: 公司管理层在 IP 内容创作内容上有丰富经验	6
表 3: 综艺节目《周游记 1》、《周游记 2》、《乐来乐快乐》收视/话题表现不俗	14
表 4: 公司综艺节目广告招商能力较强	15
表 5: 周杰伦演唱会经济杠杠效应突出	15
表 6: 刘畊宏矩阵账号已形成机构化直播能力 (日期区间为 4.8-4.14)	18
表 7: 2024H1 自有品牌线上销售额同比高增	23
表 8: 预计 2024-2026 年公司将实现营收 6.54/8.56/10.38 亿元, yoy+51.9%/+31%/+21.3%	24
表 9: 预计 2024-2026 年巨星传奇当前股价对应 PE 为 71.5、44.2、33.3 倍	25

## 1、巨星传奇：进击的创新型零售商，明星 IP 构筑护城河

### 1.1、公司概况：IP 运营、新零售双轮驱动，商业变现路径趋向多元

巨星传奇是开创独特明星 IP 运营模式的创新型零售玩家。公司自成立以来专注于“明星 IP 驱动流量+全域营销零售”的双核商业模式，即通过明星 IP 内容运营积累流量池，并作为营销工具赋能自有品牌零售实现二次变现。公司深度绑定核心明星资产周杰伦、刘畊宏，目前已打造“周同学”、“刘教练”两大现象级明星 IP，并接续构建了包括方文山、Vivi、南拳妈妈、陈法蓉、孙耀威等在内的明星 IP 组合，截至 2024 年 3 月旗下明星 IP 导流矩阵号全网粉丝体量约 2 亿。

图1：公司“明星 IP 运营+新零售”业务彼此协同、双轮驱动



资料来源：公司招股书、公司业绩会推介材料、开源证券研究所

回顾巨星传奇的发展历程，精准的战略眼光与执行力、创新力贯穿始终：

(1) 0→1 的跳跃：公司成立于 2017 年，作为国内明星虚拟 IP 运营先行者，2019 年成功孵化周杰伦二次元形象 IP “周同学”，基于私域社交电商渠道成功打造爆款单品魔胴咖啡，初步跑通明星 IP 流量赋能新零售的独特商业模式。

(2) 1→N 的成长：不断丰富明星 IP 和新零售产品矩阵，2022 年打造现象级健身 KOL 刘畊宏，同步创建抖音矩阵号切入直播电商领域，通过整合直播电商、短视频、自有 APP 渠道流量池构建“私域+公域”全体系营销网络，赋能新零售业务。

(3) N→X 的外延：2023 年至今 IP 运营各业务线全面开花，综艺节目《周游记 2》、《乐来乐快乐》接续上线，媒体内容生态逐步成熟；线下加码投资周杰伦演唱会，策划及举办孙耀威和南拳妈妈全国巡演，演唱会业务创造收入增量；相继合作中国移动、数字王国，加码布局 AI+元宇宙，视频彩铃、元宇宙演唱会等新业务有望接续落地，探索数字 IP 商业变现。

### 图2：巨星传奇明星 IP 矩阵持续丰富，商业变现路径趋向多元



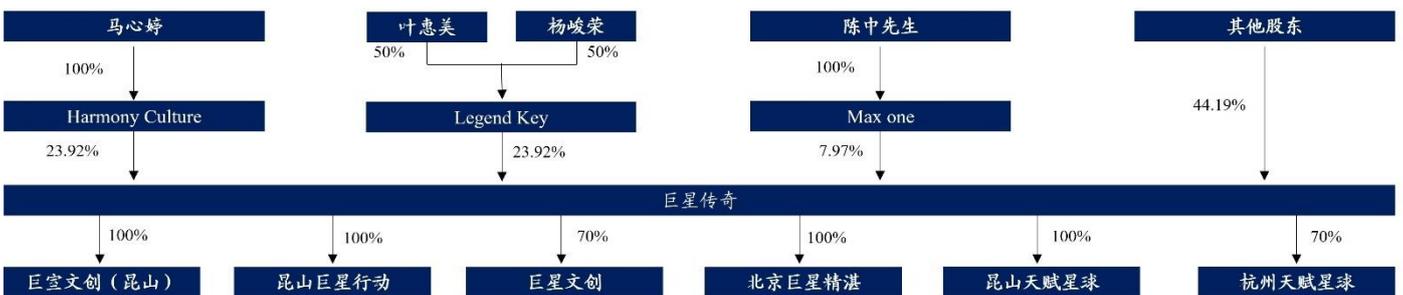
资料来源：公司公告、公司官网、巨星行动公众号等、开源证券研究所

## 1.2、公司治理：股权绑定核心明星 IP，专业管理层充分赋能

股东、管理层与周杰伦关系绑定紧密。截至 2024 年 5 月 2 日，公司创始人、董事会主席兼执行董事马心婷持股 23.92%，创始人兼非执行董事杨峻荣与创始人叶惠美共持股 23.92%，创始人兼非执行董事陈中持股 7.97%，为一致行动人。叶惠美女士为周杰伦母亲，杨峻荣为周杰伦所属经纪公司（杰威尔）大股东及其经纪人，马心婷女士与周杰伦多年稳定合作关系，陈中先生曾长期负责周杰伦推荐和活动执行事宜。

与核心明星建立稳固合作关系。公司成立时即与杰威尔音乐（周杰伦持股 40%）签订 10 年 IP 授权协议（可续约），获得“周同学”IP 专属开发权，及全球范围内周杰伦有关项目的非独家优先合作权。2021 年 11 月，公司与刘畊宏夫妇经纪公司设立合资公司天赋星球（公司持股 70%），通过协议获取刘畊宏所有 IP 和商业变现的独家代理权。

### 图3：公司核心股东与周杰伦已建立多年稳定合作关系



资料来源：Wind、公司公告、开源证券研究所（截至 2024 年 5 月 2 日）

新股配售完成，募资 2.2 亿港元，加码投资演唱会和建设元宇宙生态。公司于 2024 年 5 月 2 日完成配售，配售股份占配售后总股本 3.77%，共募集 2.2 亿港元，其中 7980 万港元用于投资和策划合作艺人的实体演唱会，6050 万港元用于建设元宇宙生态系统，6000 万港元用于和公司业务相关并购，2180 万港元用于一般营运资金。

### 表1：公司完成新一轮配股，加码演唱会&元宇宙生态投资

配售募资总额	配售募资净额	配售股份每股净价	投资金额	投资用途
2.233 亿	2.221 亿	7.1	7980 万	合作艺人演唱会投资

配售募资总额	配售募 资净额	配售股份 每股净价	投资金额	投资用途
			6050 万	元宇宙生态系统建设及内容创作/元宇宙虚拟演唱会投资/人工智能系统开发
			6000 万	并购或合资企业出资
			2180 万	一般营运资金

资料来源：公司公告、开源证券研究所（单位：港元）

**高管团队配置合理、经验丰富，敏锐洞察力&持续创造力推动明星 IP 长青。**管理层团队始终保持敏锐的商业洞察眼光，周佩敏、张志鹏、方文山等核心成员均为文娱细分领域深耕多年的行业翘楚，操盘经验和专业能力覆盖 IP 创造、媒体内容创作、活动策划、IP 授权运营、品牌营销、零售分销等业务链条关键环节，各司其职实现协同互补，是公司创新商业模式跑通的关键因素。

**表2：公司管理层在 IP 内容创作内容上有丰富经验**

高管	职务	年龄	履历
马心婷女士	董事会主席、执行董事	48	公司创始人，具备于文化、媒体、金融行业 20 余年的工作经验。2022 年 5 月马女士获委任为国家市场监督管理总局发展研究中心成立的新零售和直播电商专家委员会品牌专委会专家，任首席执行官后大量参与产品品牌创捷和魔胴咖啡分销系统及网络的建立
钱中山先生	执行董事、首席执行官	60	在金融市场及上市公司管理上具备 20 余年工作经验，曾于好耶信息技术（上海）有限公司（主要从事网络营销）担任首席财务官。
赖国辉先生	执行董事、首席财务官	61	在会计及财务顾问方面具备超 30 年工作经验，曾任花旗银行全球证券服务部副总裁、JPMorgan Chase&Co. 财务及证券投资部执行董事，曾任文化项目管理相关公司总经理。
周佩敏女士	首席运营官	46	于零售及知识产权相关工作方面具备约 20 年工作经验，曾认华特迪士尼（中国）有限公司担任数字业务发展部高级经理，担任巨室文创（昆山）首席运营官、北京巨星传奇董事兼总经理。
张志鹏先生	首席项目官	55	曾任《龙兄虎弟》《综艺旗舰》等娱乐节目制作人、北京精湛（从事制作及发行电视与网络节目）总经理、上海光芒文化传播有限公司总经理。
方文山先生	首席文化官	45	杰威尔音乐旗下中国流行音乐作词人及音乐制作人，于作词及文化创作方面拥有 20 年工作经验，担任方道文山流创意有限公司首席执行官。
王婉霏女士	市场总监	46	中国台湾女演员，刘畊宏太太，以 KOL 和公司市场总监双重身份参与直播带货内容策划和演示。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

### 1.3、业务及财务分析：IP 运营业务势能向上，静待人效提升改善盈利

根据 IP 内容创作形式又可划分为：（1）**电视节目及娱乐视频制作**：围绕旗下核心明星，为影视节目或娱乐视频制作提供组织策划服务，已相继推出综艺《周游记》系列、《乐来乐快乐》，获取广告和版权费用收入；（2）**活动策划**：作为大型音乐会及其他线下活动（如健身嘉年华）的活动策划服务提供商、投资方及分包商，前者输出策划服务创收，后者抽取活动票务分成。（3）**明星 IP 管理服务**：与明星、KOL 合作开发 IP 业务，参与明星、KOL 直播带货、短视频策划及运营。（4）**IP 授权**：基于周杰伦、刘畊宏等明星的二次元形象 IP 进行 IP 授权和衍生品开发。

**新零售业务聚焦健康管理和美护赛道。**公司自 2018 年进入新零售领域即专注于低碳健康管理和美容护理产品开发销售，现已孵化出魔胴、爱吃鲜摩人两大健康管理品牌，以及美妆美容品牌摩肌博士，推出产品 SKU 50 余种。销售渠道方面，公司

以 ToB 私域分销网络起家，其后逐步拓展自有 APP 和公域电商等 C 端渠道。

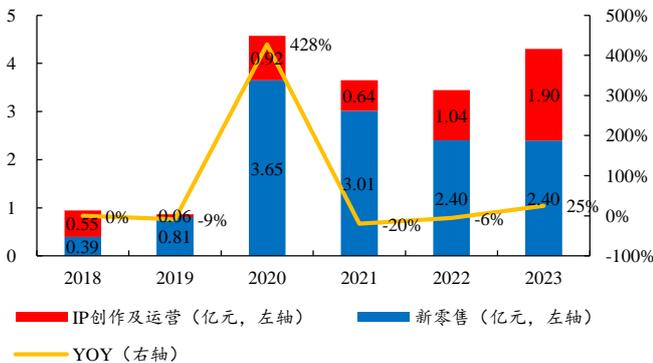
图4：公司 IP 创造及运营业务创收渠道多元

业务拆分 (2023年营收占比)	业务介绍	收入来源	代表产品	营业收入 (百万元)
IP创造及运营 (44.3%)	<b>电视节目/娱乐视频制作 (23.3%)</b> 为电视节目或娱乐视频制作提供组织、策划及其他项目管理服务，具体为节目内容创作、拍摄及推广，目前推出《周游记1》、《周游记2》、《乐来乐开心》等知名综艺节目。	1、电视台或流媒体版权买断收入。 2、广告招商收入。		
	<b>活动策划 (1.6%)</b> 1、作为策划服务供应商：公司负责音乐会等活动的总体策划、投资及执行，包括表演者招募、舞台设计等； 2、作为投资方：提供资金承担；	1、活动策划服务费。 2、活动门票分成。		
	<b>明星IP管理 (16.6%)</b> 与明星、KOL 合作，负责开发 IP。参与策划及开发明星、KOL 在直播带货、线上短视频以及社交媒体平台上的其他线上及线下表演中的公众形象，具体包括 明星电商合作、短视频合作、节目演出、品牌活动、广告代言等	1、明星IP合作赞助或推广费用。 2、抖音直播带货销售第三方品牌产品的坑位费及佣金。		
	<b>明星IP授权 (2.3%)</b> 基于包括二次元风格化身在内的专属明星 IP，创建定制品牌及相关 IP 内容。授权明星 IP 许可并收取许可费，创造及销售与明星 IP 相关的产品	IP 使用特许费用收入		
<b>新零售 (55.7%)</b>	1、健康管理品牌：魔胴、爱吃鲜厨人； 2、美妆品牌：摩肌博士	1、ToB：基于社交电商建立广泛的经销/分销网络，收取健康管理/美容赛道小B或KOC的买断批发费用。 2、ToC：通过自有APP、淘宝、抖音等公域电商向终端消费者销售。	 魔胴 保婴健康管理 摩肌博士 平津眼科	

资料来源：公司公告、公司业绩会推介材料、开源证券研究所

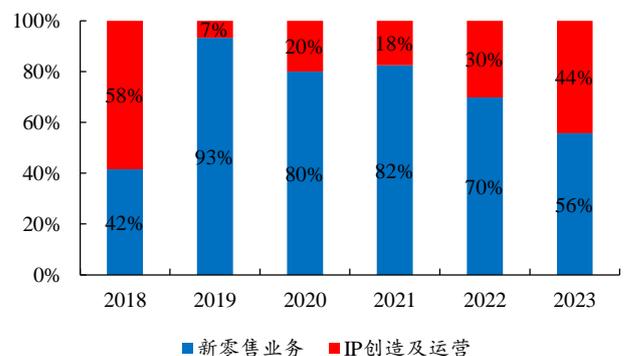
**IP 运营业务潜力释放，2023 年营收增速回正。**2020 年公司王牌综艺《周游记 1》播出，节目广告流量驱动拳头产品魔胴咖啡销量高增，拉动全年营收增长 428%至 4.6 亿元。疫情期间，IP 内容创作和新零售受到严重干扰，收入端下滑明显。2023 年随 IP 运营变现场景不断丰富，IP 业务成长潜力逐步兑现，创收 1.9 亿元/同比+83%，收入占比已提升至 44%；受益于公域直播和货架电商渠道拓展，新零售业务创收 2.4 亿元，与 2022 年基本持平，全年公司实现营收 4.3 亿元/同比+25%，整体经营向好。

图5：2023 年公司实现营收 4.3 亿元，同比+25%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2023 年 IP 业务收入占比达 44%



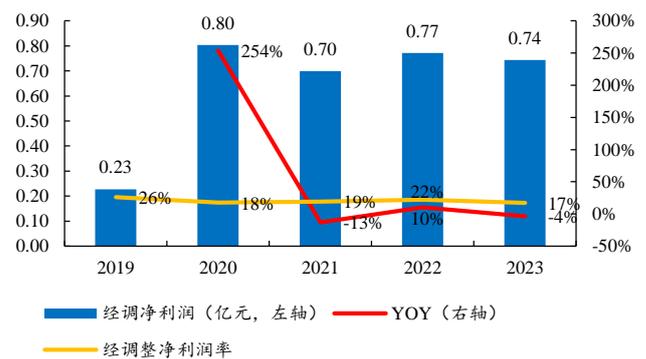
数据来源：Wind、开源证券研究所

盈利能力持续处于较高水平，利润端小幅承压。2023 年公司实现经调整净利润 7440 万元/同比-3.6%，经调整净利润率同比-5pct，主要系公司扩张期人员成本提升较大、上市开支拖累，其中 2023 年上市相关开支计提 3193 万元。拆解来看：**毛利端**，2023 年公司综合毛利率 64.2%/同比-0.5pct，主要系新零售 ToC 端收入占比提高（ToB 分销渠道毛利空间高），同时 IP 业务迈向成熟，毛利率整体维持 70%左右较高水平。**费用端**，随公司加速向平台化 IP 运营企业转型，两大业务均维持积极扩张态势，2023 年员工从 205 人规模扩容至 353 人/同比+72%，同时公司加大旗下明星 IP 流量曝光和品牌推广，带动管理/销售费用率分别同比+6.2/+5.1pct。

图7：IP 和新零售业务毛利率分别同比-0.7/-2pct



图8：2023 年公司实现经调净利润 0.74 亿元，同比-4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

新股配售完成，经营性现金流企稳改善。2023 年综艺节目制作周期投入资本较大，叠加其他各业务线维持扩张，经营性现金流较 2022 年下降明显，预计 2024 年随节目收入逐步确认，以及新股份配售完成，经营性现金流有望企稳回升。

图9：2023 年销售/管理/财务费用率同比+5.1/+6.2/-0.2 pct

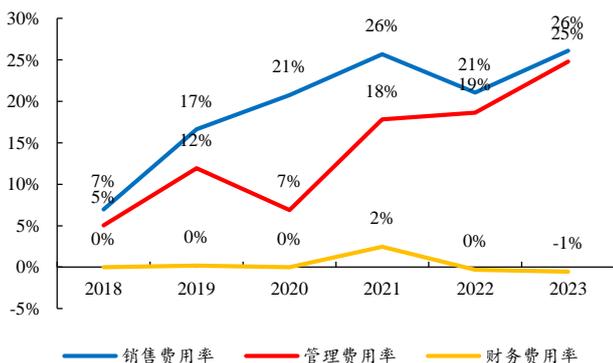
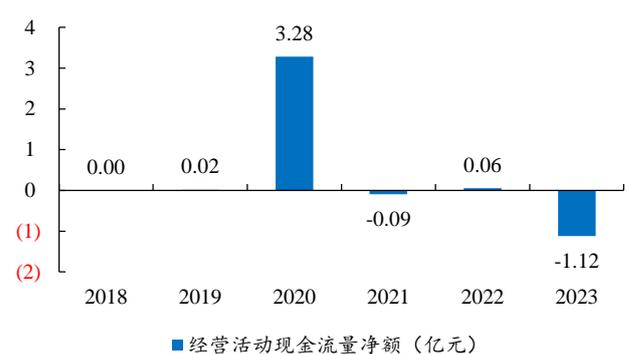


图10：2023 年经营活动现金流有所承压



数据来源：Wind、开源证券研究所

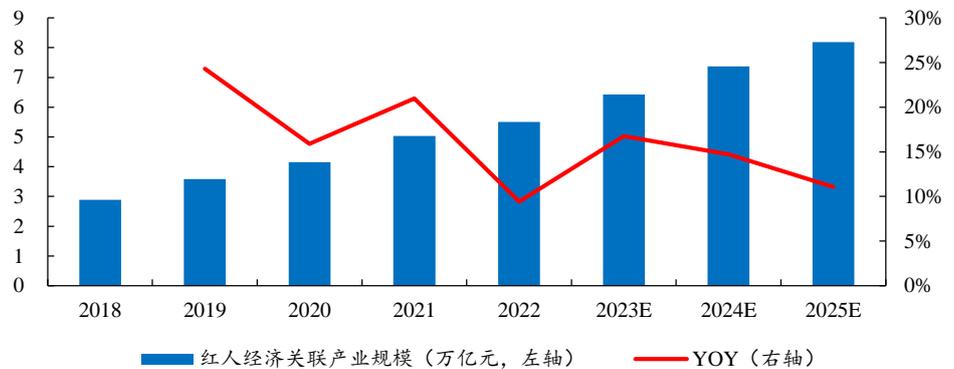
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、行业概览：粉丝经济撬动万亿市场，健康管理市场大有可为

### 2.1、IP 运营：红人 IP 产业化发展，粉丝经济撬动万亿市场

粉丝经济盛行，红人 IP 市场规模快速增长。红人 IP 产业的本质是粉丝经济，即个人（一般为艺人/网红/KOL/企业家）通过优质内容持续输出，聚集大量粉丝基础并形成独特的识别度，并将社交资产转化为购买力，进而驱动个人内容 IP 化、商业化。根据艾瑞咨询，2022 年我国一万粉丝以上的红人规模由 2020 年 900 万提升至 1310 万，红人经济关联产业市场规模超 5.5 万亿元，同比增长 9.4%，预计至 2025 年整体规模有望提升至 8.2 万亿元，期间 CAGR 达 14.2%。

图11：预计至 2025 年我国红人经济关联产业市场规模约 8.2 万亿元

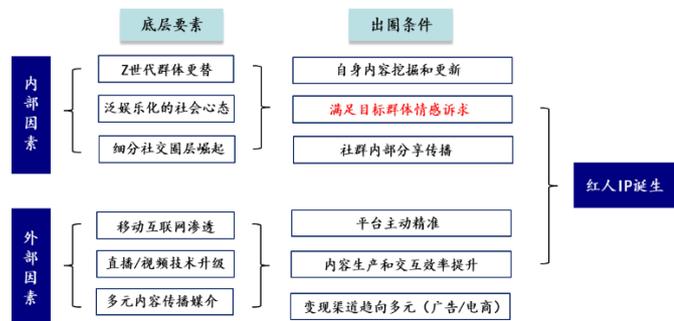


数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

拆解其内外发展因素，我们认为红人 IP 发展契合泛娱乐消费和内容平台演变趋势。随 Z 世代网生青年逐步成为社交平台最核心的用户群，其娱乐化、碎片化、去中心化、快餐式的内容消费心态、社会整体精神消费需求、更聚焦和细分的社交圈层等内在因素，为红人 IP 的诞生更替提供充足的土壤；同时外部因素如技术升级（VR/AI，优化内容生产），多元传播媒介（短视频/直播，提升交互效率）和社交/内容平台（抖音/小红书，提供流量和变现场景）的出现，也使供需得以进一步匹配。

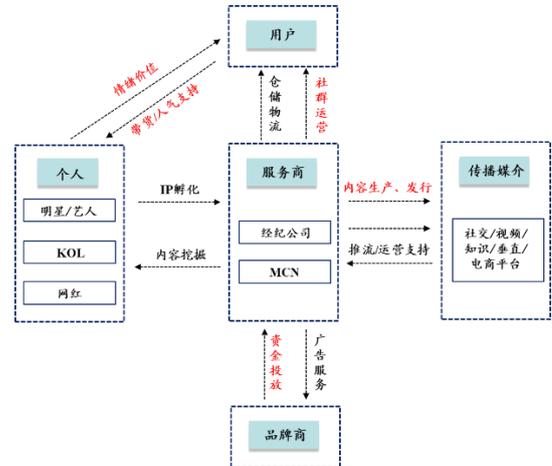
社会“怀旧情绪”、内容平台助推老牌明星艺人翻红。以明星产业为例，近年王心凌、刘畊宏等一批业务能力过关、个人标签辨识度、具有代表作及一定粉丝基础的老牌艺人，在《歌手》、《浪姐》等综艺平台流量助推，及新媒体语境下（UGC 营销）重新展现其强大的流量价值，也是社会“怀旧情绪”的自然映射。值得注意的是，以高国民度作品作为载体，翻红艺人也需要稳定的作品或内容输出以延续个人 IP 的生命周期。

图12: 红人 IP 发展有赖于内外生需求的共同推动



资料来源：开源证券研究所

图13: 红人 IP 经济迈向产业化发展



资料来源：艾媒咨询、开源证券研究所

红人 IP 服务商具有明显天花板，未来标准化运作能力、价值链打造能力有望成为行业的核心竞争力。目前围绕红人 IP 内容生产、粉丝运营和流量变现的关键环节，已形成相对成熟的工业化运营标准和创收模式。机构化的经纪公司或 MCN 作为链接品牌商、平台、红人的关键服务商，具备两大基本能力：（1）向上整合上游艺人/KOL 资源，持续进行内容生产和包装，以吸引更多的受众，为商业变现提供基础；（2）向下疏通流量和内容分发渠道，通过广告营销/直播带货/内容版权/经纪服务/IP 授权/社群（知识）付费等方式进行商业变现。但此类机构“天花板”的局限性在于：

（1）头部红人资源的稳定性较难保证。（2）红人的非标属性叠加迅速变化的大众喜好，使得红人的可复制性较低。（3）优质内容产出需要投入匹配的资源，人效比提升具有瓶颈。

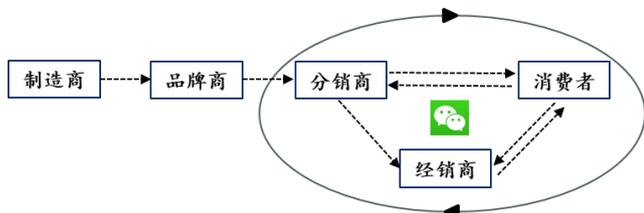
综上，经验丰富的 IP 服务商在标准化运营、流量分发渠道、内部管理体系、内容创作及 IP 资源等方面都具备一定优势，同时部分玩家凭借在供应链和自营产品矩阵的积极布局，或可对网红进行反向赋能，未来行业有望出现马太效应。

## 2.2、新零售：IP 撬动社交电商流量，健康管理赛道大有可为

### 2.2.1、社交电商顺势而起，IP 提升消费者信任

社区社交电商以个人社交网络（私域）为主要流量来源。从价值链出发，上游社交电商公司专注于产品开发和品牌建设，并为下游渠道提供系统营销培训和供应链支持，协助各级分销商浏览、分享、创建内容并与消费者互动，建立广泛营销网络，精准触达消费者。同时部分高粘性的新用户亦能被发掘为分销商，实现分销网络的再生产。根据灼识咨询，2027 年社区社交电商市场规模有望达 11397 亿元，2022-2027 年 CAGR 将达 9.0%。

图14: 社区社交电商消费者可向分销商/经销商转化



资料来源: 公司招股书、开源证券研究所

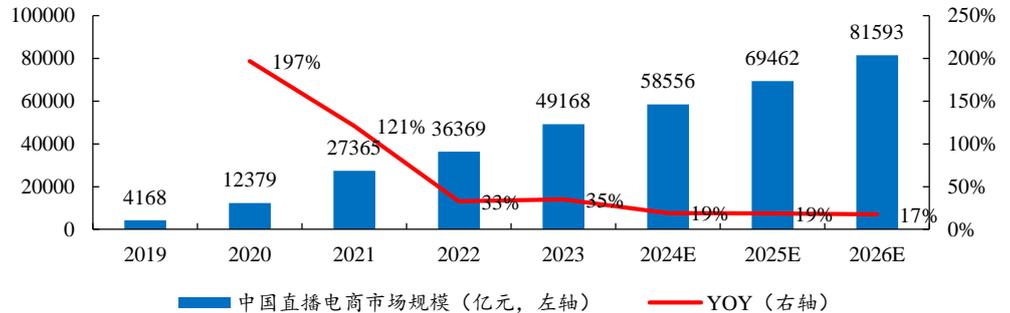
图15: 预计 2022-2027 年中国社区社交电商市场规模 CAGR 为 9.0%



数据来源: 灼识咨询、公司招股书、开源证券研究所

**内容型社交电商快速渗透，公域流量强化品牌势能。**直播电商为例，通过精准匹配潜在消费兴趣点，自 2017 年起快速渗透，根据艾瑞咨询，2023 年中国直播电商规模达 4.92 万亿元，预计 2024-2026 年直播电商市场规模 CAGR 为 18%，保持稳健增长。小红书、抖音等种草社区消费者触达范围广、沟通深度大，作为公域流量渠道与微信私域流量入口形成互补，有助于新兴品牌破圈推广。

图16: 直播电商快速渗透，预计 2024-2026 年 CAGR 为 18%



数据来源: 艾瑞咨询、开源证券研究所

**信任背书+流量引导，明星 IP 赋能社交电商。**将明星 IP 绑定品牌商品，一方面可精准转化明星 IP 自带的粉丝社群，借助其流量曝光提升产品的社交价值，提升公域渠道品牌知名度和辨识度；另一方面也有助于解决私域渠道下消费者对社交电商“种草”的信任问题。另外，围绕明星 IP 进行更深度的营销内容创作或明星可以 KOL 身份直接参与直播带货，将进一步推动社交电商与 IP 运营形成良性互动。

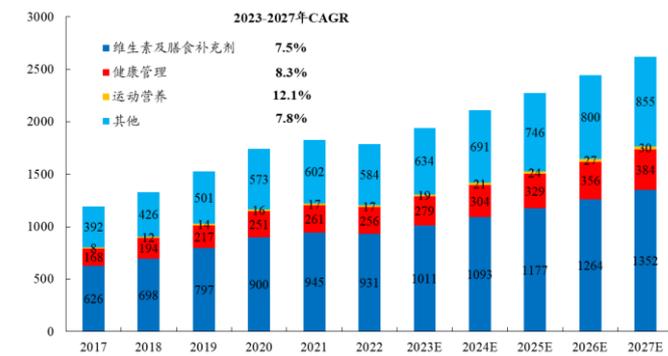
### 2.2.2、大众健康管理意识提升，健康管理赛道大有可为

**大众追求健康轻量化生活，健康饮食消费需求提升。**在政策宣传与居民对健康诉求提升的大背景下，我国消费者愈发重视轻量化生活，并有意识培养低碳饮食习惯进行健康管理。目前中国消费者健康市场主要包括维生素及膳食补充剂、运动营养、健康管理产品及其它产品等，除传统的膳食补充剂之外，健康管理产品有望成

为社交电商的新细分风口。根据灼识咨询，预计 2023-2027 年中国健康管理社区社交电商市场规模将从 279 亿元增长至 384 亿元，期间复合增长率 8.3%。

**减脂瘦身产品种类、口味趋向多元化，防弹饮料为代表性大单品。**随着肥胖人群增多，消费者注重健康饮食等趋势下，中国消费者对各种低碳水化合物产品的需求变得更加多样化。其中防弹饮料是专为低碳水化合物饮食计划而设计，以满足计划脂肪/能量比率的一款热门减脂单品。根据灼识咨询，预计 2023-2027 年中国防弹饮料市场规模将保持 23.1% 的复合增速提升至 86.1 亿人民币。

图17：预计 2023-2027 中国健康管理社区社交电商市场规模 CAGR 为 8.3%（单位：亿元）



数据来源：灼识咨询、公司招股书、开源证券研究所

图18：预计 2023-2027 年中国防弹饮料市场市场规模 CAGR 为 23.1%



数据来源：灼识咨询、公司招股书、开源证券研究所

### 3、IP 业务：明星矩阵持续拓宽，泛娱乐平台生态繁荣可期

#### 3.1、IP 孵化：虚拟 IP 积累流量池，明星 IP 组合持续扩容

公司在明星 IP 矩阵打造思路精准把握了泛娱乐消费的怀旧经济热潮，通过挖掘业务能力扎实、辨识度较高的老牌艺人，输出多元化的泛娱乐内容，累积流量池增厚商业变现能力。

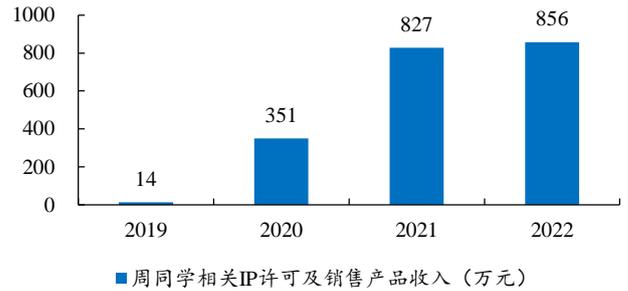
**首创明星虚拟 IP “周同学”。**2019 年公司基于周杰伦自身形象，与街头涂鸦等潮流元素组合，设计推出跨次元少年形象“周同学”，借助周杰伦强大的影响力，“周同学”IP 自创作以来迅速累积庞大的社媒流量，当前快手周同学账号粉丝量超过 5000 万。公司与杰威尔音乐共有周同学商标，可植入各类媒体内容、线下活动、营销广告等商业场景，低成本、高效率反哺明星流量。周同学 IP 亮相时间抓住了二次元经济崛起的窗口期，2022 年周同学相关 IP 许可及销售产品实现收入 856 万元。

图19：周杰伦二次元形象展示

图20：2022 年周同学 IP 许可和销售产品收入 856 万元



资料来源：公司业绩会推介材料



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

**成功孵化现象级健身 KOL 刘畊宏。**2021 年巨星合作头部 MCN 机构无忧传媒，参与刘畊宏在社交媒体（抖音为主体）的健身内容及直播策划，凭借正能量的直播风格和优质的跳操内容，抓住了疫情期间网民居家健身的外部诉求和抖音头部健身 KOL 缺位的机遇，将刘畊宏成功运营为超级健身 KOL，使其在抖音的粉丝量自 2022 年 4 月的 500 万左右，增长至 2022 年末的 7150 万，成为抖音历史上月度增粉最高的账号。截至 2024 年 3 月底，刘畊宏在微博、小红书、快手、抖音等社交平台上全网粉丝数约 1 亿，公司亦为刘畊宏及太太王婉霏量身定制二次元风格角色 IP。

图21：2022 年刘畊宏健身操直播出圈

图22：刘畊宏夫妇 IP 二次元形象展示



资料来源：抖音 APP



资料来源：公司业绩会推介材料

**持续打造多元化明星组合。**公司签约艺人平均年龄普遍大于 45 周岁，其共性在于业务能力扎实、辨识度较高，公司通过为其打造个性化的 IP 内容吸引流量，公司目前已与方文山、詹宇豪、梁心颐 (Lara)、陈法蓉、孙耀威等艺人签约，截至 2024 年 3 月 27 日旗下明星全网粉丝数约 2 亿（不去重），潜在的商业变现增量空间仍然较大。

图23：公司持续扩充明星 IP 资源，现有明星 IP 导流矩阵号粉丝体量约 2 亿



资料来源：公司业绩会推介材料

### 3.2、IP 运营：内容运营生态迈向成熟，IP 流量势能不断放大

**IP 内容运营:**公司聚焦泛娱乐文化领域,为老牌艺人赋予新时代下的叙事内容、潮流标签和精神内核,通过不断靠近消费者,打破创意瓶颈,激活艺人 IP 穿越周期的生命力。公司制作团队经验丰富、创新能力突出,团队领头人张志鹏为电视真人秀节目的制作人,公司首席内容官方文山亦可为 IP 媒体制作赋能。

#### 3.2.1、媒体内容：围绕核心艺人 IP，打造优质媒体内容

**上线媒体节目收视飘红，内容打造能力获验。**公司围绕核心明星 IP 已上线的媒体内容包括周杰伦主演的王牌户外综艺节目《周游记》系列、为庾澄庆量身打造的音乐综艺《乐来乐快乐》等,上线后收视率、网络声量整体均表现不俗,展现公司扎实的媒体内容创作功底。综艺节目《周游记 1》、《周游记 2》、《乐来乐快乐》收视/话题表现良好。同时,公司在媒体内容业务上有多个变现节点,包括电视台或流媒体版权费买断费用、广告招商收入、自有品牌植入销售收入等,优质内容有望提升各个节点的 ROI,放大变现空间。

表3: 综艺节目《周游记 1》、《周游记 2》、《乐来乐快乐》收视/话题表现不俗

综艺节目	首播时间	核心明星 IP	收视/话题表现	版权/广告收入
《周游记 1》	2020 年 3 月	周杰伦	根据索福瑞数据,于 2020 年 3 月至 6 月播出平均收视率达到 1.165%,在同时段播出的电视真人秀节目中排名第一	8159 万
《周游记 2》	2023 年 11 月	周杰伦	总计 12 期,整季节目收视飘红,全网累计斩获热搜 392 个,全网话题阅读量 6.2 亿,节目官方矩阵粉丝数超 152 万,主话题播放量 19.7 亿,相关话题播放量 25.2 亿,快手综艺日榜 TOP1 登顶 27 次,快手综艺周榜 TOP1 霸榜 4 次	8410 万元 (截至 2023 年底仅确认部分收入)
《乐来乐快乐》	2024 年 6 月	庾澄庆	节目首播后,收视率位列省级卫视同时段音乐类综艺收视率第一,全网收获热搜热榜超过 100 个,相关话题微博累计阅读量超 1.5 亿。	-

资料来源：公司招股书、公司公告、浙江卫视、中国网娱乐、开源证券研究所

节目后续有望稳定上新，口碑积累放大变现空间。受益于持续优质的媒体内容，《周游记》第二季播放量稳中有升，于2023年内播出的6期累计获得版权和广告收入8410万元，已基本追平首季收入，预计还有部分收入将于2024年确认，反映了流量和口碑双重积累下的广告变现能力提升的良好态势，我们预计后续内容增量贡献有望边际提升。同时经验积累&借力AIGC，《周游记》系列整体制作周期和成本大幅优化，第三季预计可于2024年内完成制作上线，后续媒体节目或可保证年均1-2部上新节奏。

**表4：公司综艺节目广告招商能力较强**

	《周游记 1》	《周游记 2》	《乐来乐快乐》
合作品牌	快手	快手	中国移动
	浦发银行信用卡	最酒	东阳光药
	爱玛电动车	奇妙积木	锅圈食汇
	志邦家具		零食很忙
			赵一鸣零食

资料来源：浙江卫视公众号、开源证券研究所

### 3.2.2、活动策划：加码演唱会布局，渗透线下放大IP势能

**加码线下演艺经济，有望直接贡献收入增量。**公司已先后取得周杰伦2024嘉年华演唱会福州、杭州、长沙、南京、深圳站投资权，单站投资金额不超过1000万元，同时可获得演唱会盈利的5%。另外，公司已策划举办旗下艺人南拳妈妈、孙耀威多场回归演唱会，直接保证高持续性、确定性的经济效益。

**头部明星演唱会杠杆效应突出。**以周杰伦2024《嘉年华》世界巡回演唱会长沙站为例，演唱会期间场内、场外分别吸引观众14.9、5.42万人次，入场观众中跨城观演比例达92%，跨省观演比例达68%，带动长沙市文旅消费5.18亿，演唱会消费溢出效应凸显。

**表5：周杰伦演唱会经济杠杠效应突出**

年份	城市	时间	场次	观众（万人，场外不计入）	带动本地旅游收入（亿元）
2023	海口	6月	4	15.46	9.76
	呼和浩特	8月	4	18.4	28.8
	天津	9月	4	18.5	30
	太原	9月	4	约20万	数十亿元
	上海	10月	4	18.5	32
	曼谷	12月	2	14	-
2024	杭州	4月	4	20	13.16
	福州	5月	4	25（包含场外）	7
	长沙	6月	4	14.9	5.18

资料来源：大麦网、光明网、21世纪新闻、界面新闻等、开源证券研究所

**明星IP渗透线下场景，IP势能不断放大。**通过“周同学”IP全场景植入，巨星创新“演唱会+IP+文旅+商业”城市文旅新模式，实现演唱会流量的导流转化：（1）合作本地文旅局，周同学大娃连接城市地标景点，打造Citywalk潮流打卡路线，扩

大二次元形象 IP 影响力；(2) 同步配套快闪店、贩卖机，售卖包括“周同学”衍生品及自有品牌产品。公司已将上述模式复制到各地线下演唱会中，尤其近年演出市场地域持续下沉，周同学 IP 有望进一步触达二三线城市年轻群体放大 IP 势能。

图24：借势演唱会线下流量，公司 IP 全场景渗透提升影响力



资料来源：小红书、每日经济新闻、开源证券研究所

**IP 积极出海，掘金亚太市场。**2023 年 12 月，“周同学”IP 首次出海落地泰国曼谷，泰国旅游局亦将周同学大娃列入 Citywalk 推荐路线，快闪店周边产品首日售罄。2024 年 7 月 26 日公司于日本东京塔开设为期 3 周的“周同学”IP 主题展览，有望进一步扩大 IP 海外影响力。

图25：2023 年 12 月“周同学”IP 落地泰国



资料来源：商广网

图26：2024 年 7 月日本“周同学”主题展览开放



资料来源：AASTOCKS 新闻网

### 3.2.3、IP 管理服务：切入直播电商，加速明星 IP 商业变现

以刘畊宏、陈法蓉抖音矩阵号为核心场景，切入直播电商实现明星 IP 多元变现。公司为旗下明星提供 IP 管理服务，包括参与明星 KOL 直播带货、线上短视频以及其他线上线下场景的公众形象和社交内容的策划及开发，**主要收入来源包括：**(1) 签约明星推广第三方产品的推广费用或赞助收入；(2) 在直播带货中销售第三方产品产生的佣金分成。

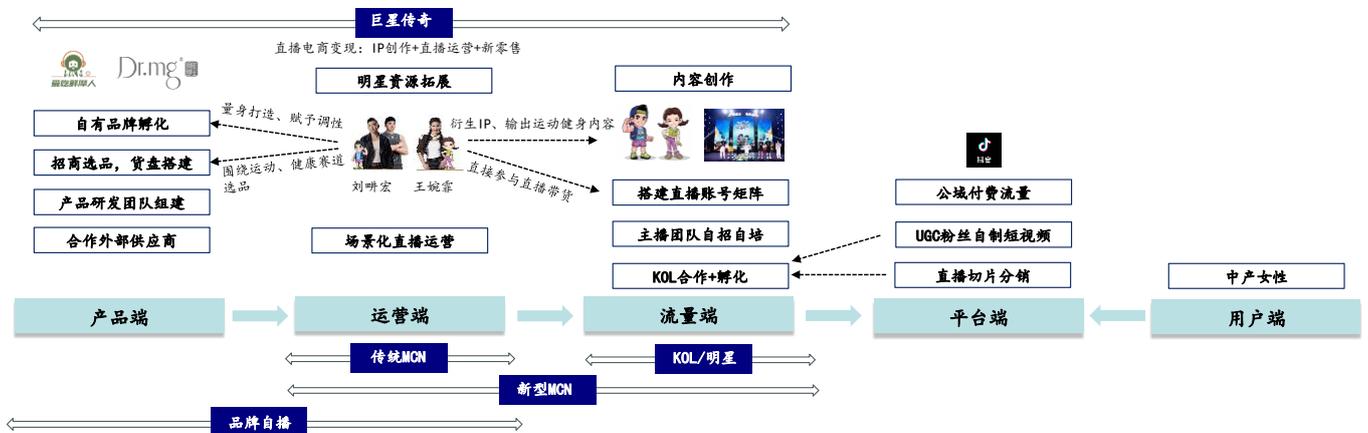
图27：与旗下明星围绕短视频/直播/电商/演出/代言展开合作



资料来源：公司业绩会推介材料

相较传统 MCN 机构和三方品牌自播，巨星直播电商模式形成产品、流量两端在内的成本优势。以刘畊宏直播矩阵为例：(1) 引流模式，常态化线上媒体内容+线下活动持续输出凝聚优质流量，线上刘畊宏账号矩阵输出场景化“云健身”直播，线下健身嘉年华等活动巩固核心粉丝群体，同步孵化“畊练团”新人主播，矩阵号进行交叉时段直播带货承接流量，构建稳定、优质、多元内容以节省流量成本。(2) 货盘策略上，优先服务自营、严控代销选品，其中自有品牌与向上溯源研发，持续扩张新品类，打磨产品力；代销除常规招商选品外，搭配明星风格调性筛选小而美的差异化品类。

图28：巨星抖音直播电商运营模式具备产品、流量两端在内的成本优势



资料来源：巨星行动公众号、公司业绩会推介材料、开源证券研究所

孵化主播团队，矩阵号打造垂直差异化内容。(1) 运动健康：“刘畊宏健康来了”带货主账号由早期直播跳操回放切片，围绕刘畊宏夫妇家庭生活逐步新增美食教学、亲子活动、明星同台、旅行分享等衍生内容，探索多元化内容风格；同时合作头部MCN 机构无忧传媒建立直播基地“畊练村”，同时兼顾素人主播团队的孵化，“青青Tara”、“陈玉轩”、“张峰不是张三丰”已逐步打造为运动健身新人 KOL，矩阵账号“畊练团-give me five”、“畊练团-加练在家练”内容则分别面向男生力量训练和女生塑形瑜伽，与主账号跳操直播形成互补，承接从主号直播间分流的细分健身爱好人群。(2) 文旅户外：“我们eye 旅行”账号直播展示刘畊宏夫妇的户外旅行场景，打包机酒旅游产品。(3) 陈法蓉：以个人生活分享为主，打造冻龄女神形象。

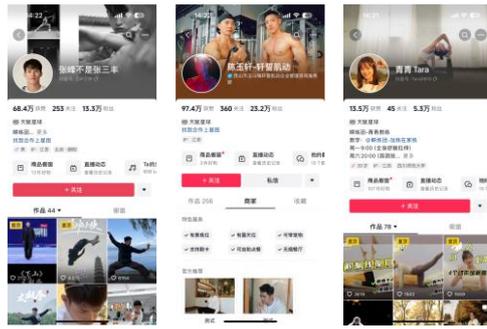
图29：矩阵号孵化主播团队、打造差异化内容

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 主带货账号内容运营持续微创新



### “畊练团”矩阵账号培育新人助播



### “畊练团”矩阵账号针对性别推出互补内容



资料来源：抖音 APP、开源证券研究所

刘畊宏矩阵号聚焦 24-40 岁中产女性，陈法蓉扩充男性粉丝客群。主账号与“畊练团-give me five”、“畊练团-加练在家练”、“我们 eye 旅行”三个矩阵号 IP 属性及粉丝同源，均聚焦高线城市 24-40 岁的宝妈、白领、中产女性群体，为城市中产家庭采购者，消费注重健康度和品质，价格敏感度相对较低，客单价整体居于 50-200 元之间，带货天花板高。细分来看，畊练团和我们 eye 旅行分别开拓单价更高的户外运动及机酒旅游产品，因此显著提升 200 元以上价格带占比；陈法蓉账号直播男性观众群体占比 67.39%，其中 31-50 岁年龄段占比超 86%。

图30：公司抖音直播矩阵号针对客群呈现差异化

	刘畊宏健康来了	畊练团-give me five	畊练团-加练在家练	我们eye旅行	陈法蓉
产品赛道	餐饮、生鲜、母婴	餐饮、户外	户外、餐饮	机酒旅产品	珠宝、钟表
粉丝数	1256.4	117.3	59.3	24.8	614.8
首次带货时间	2022/12/8	2023/9/25	2023/10/23	2023/4/19	2023/6/22
按性别划分					
女	78.65%	79.74%	85.08%	85.08%	32.61%
男	21.35%	20.26%	14.92%	14.92%	67.39%
按年龄划分					
18-23岁	13.10%	10.79%	12.91%	9.65%	1.53%
24-30岁	28.13%	29.60%	32.53%	26.53%	8.85%
31-40岁	50.02%	46.12%	43.62%	53.55%	58.57%
41-50岁	6.78%	10.93%	9.38%	8.78%	27.45%
50岁以上	1.30%	2.01%	1.56%	1.49%	3.59%
直播观众客单价区间					
0-25元	11.67%	10.76%	12.27%	8.26%	17.53%
25-50元	14.25%	12.12%	12.90%	9.03%	16.04%
50-100元	25.87%	22.54%	23.15%	18.06%	23.66%
100-200元	26.46%	26.50%	26.16%	25.50%	22.00%
200-500元	16.40%	20.29%	19.09%	25.01%	14.83%
500元以上	5.35%	7.80%	6.43%	14.15%	5.94%

数据来源：抖音 APP、灰豚、开源证券研究所（数据日期区间为 2023 年 9 月 18 日-12 月 16 日）

选品、投流、运营、物流全流程后台支持团队逐步成熟，现已形成机构化直播能力。2022 年 12 月直播基地“畊练村”入驻昆山，以 2024.4.8-2024.4.14 周度直播带货场次安排为例，刘畊宏健康来了、give me five、加练在家练、我们 eye 旅行矩阵号直播场次分别达 25/2/3/34 场，主号健康来了已接近高频日播，give me five、加练在家练、我们 eye 旅行账号直播时间不完全固定，但在周内日次及单日各时段形成错峰分布，以此充分承接非直播时段的平台流量，提高产品曝光时长。

表6：刘畊宏矩阵账号已形成机构化直播能力（日期区间为 4.8-4.14）

矩阵号	周一	周二	周三	周四	周五	周六	周日	累计场次
-----	----	----	----	----	----	----	----	------

矩阵号	周一	周二	周三	周四	周五	周六	周日	累计场次
<b>刘畊宏</b>		√		√			√	3
健康来了	√	√	√	√	√	√	√	25
give me five	√					√		2
加练在家练		√		√			√	3
我们 eye 旅行		√	√	√	√	√	√	34

资料来源：抖音 APP、开源证券研究所（标红为非带货直播账号）

货盘以自有品牌为基本盘，代销品类逐步丰富。具体来看，健康来了主号聚焦“减脂瘦身、健康饮食”主题内容，以魔胴、爱吃鲜摩人两大自有品牌构筑基本盘。矩阵号针对更细分的提纯粉丝，筛选户外、母婴、个护等品类中与观众匹配更精准的产品，提升转化率。另外公司借助陈法蓉账号进行不同客群、不同品类、不同价格带的扩充尝试。针对陈前港姐“冻龄女神”形象和受众类型，第三方选品侧重珠宝、钟表、饰品、护肤等高档品类以突出直播间调性，客单价整体远高于其他账号。

图31：抖音矩阵号橱窗推荐品类有明显差异



资料来源：抖音 APP

直播电商业务突飞猛进。2023 年公司抖音矩阵号直播带货第三方品牌产品收入（包括销售佣金、坑位费及打赏收入）2210 万元，已为公司贡献可观增量。展望后续，基于公司对刘畊宏流量变化的谨慎态度，明星本人专注于健身领域精品内容生产和健康理念输出，未来进行适度的内容创新或结合线下活动补充曝光度，坚持长期主义积累的观众好感度仍可能带来流量的二次破圈。我们看好公司凭借强大的 IP 资源和运营能力，有望在竞争激烈的直播电商市场中脱颖而出。

### 3.2.4、数字文娱：“AI+元宇宙”延伸运营场景，探索明星数字 IP 多元变现

合作行业巨头拓宽变现空间，抢滩元宇宙内容生态。

**合作中国移动：开辟数字视频彩铃业务。**2023年5月携手好莱坞特效团队维塔工作室打造“周同学”IP的数智分身，成为中国移动动感星推官、中国移动5G元宇宙星际开拓官，作为向元宇宙虚拟场景跃迁的第一步，同时获取授权收入1130万元。2023年10月发布“周同学”数智人首支元宇宙先导片《次元拓》，11月授权入驻中国移动视频彩铃，成为其首个确权合作伙伴。与中国移动旗下音乐平台咪咕音乐合作，推出一系列以其明星IP为特色的视频彩铃（如《周游记2》，用户可以下载并用作个人彩铃），公司将与移动分成用户的彩铃费用或者流量包费用。

**合作数字王国：深度融合AIGC，落地元宇宙演唱会的关键一步。**2024年6月，公司宣布与数字王国达成战略合作，成立子公司共同开发以AI驱动的媒体娱乐内容创作数字版权库，用于媒体娱乐内容制作。数字王国是好莱坞的顶级视效公司曾参与《泰坦尼克号》《美梦成真》等数百部电影和剧集、数千支商业广告及游戏影像的视效制作通过深度学习等底层方案，数字王国的技术已经进阶到实时智能驱动型虚拟人的阶段，具备生产照片写实级、支持情感交互的全实时化数字角色的能力，竞争壁垒较强，在虚拟人方面已开发邓丽君、马丁·路德金、“灭霸”等经典角色。

基于此次合作，公司将嫁接数字王国顶级好莱坞特技及虚拟人技术，通过AI方式创造更多数字内容及虚拟偶像；同时运用AIGC提高IP授权阈值，拓宽“IP+”边界，以此强化自身IP影响力并激发内容活力，通过AI技术赋能传统IP，对媒体娱乐内容进行工业化生产，开发面向消费者群体的数字内容，进而在全球范围内实现商业化。借助数字王国的技术赋能，巨星IP运营模式进一步升级，结合周同学和刘教练两大IP，进入更多元的业态场景中，如元宇宙演唱会、元宇宙健身房等。

图32：公司稳步推进数字领域“明星IP+AIGC+元宇宙”布局



资料来源：新京报、犀牛娱乐公众号、腾讯云、元力社公众号、巨星行动公众号、开源证券研究所

**我们认为公司在头部IP资源积累和运营商稳固合作有望支撑元宇宙布局落地：**

(1) 未来元宇宙内容的核心在于IP的体量和品质，较早积累传播声量和应用生态的的超级IP有望领跑市场。(2) 未来成熟的元宇宙生态与AI紧密结合，需背靠庞大数据和算力资源，公司技术合作方中国移动、数字王国均是国内外少数兼具行业标准制定能力、丰富的场景落地经验、庞大的算力支撑以及适宜的元宇宙内容平台多重优势于一身的企业。

图33：数字王国邓丽君虚拟人效果展示

图34：周杰伦&刘畊宏IP元宇宙场景概念图



资料来源：数字王国公众号



资料来源：公司业绩会推介材料

## 4、新零售业务：加码研发拓宽产品线，打造公私域流量网络

### 4.1、产品端：围绕健康/美护赛道，构建多元化产品网络

**IP 协同抢占消费者心智，打造垂类大单品。**公司新零售产品线丰富，主要覆盖健康管理和美容护肤品两种品类，其中魔胴咖啡为拳头产品。公司于 2019 年在全国范围内分销魔胴咖啡，2020 年通过自创高人气综艺节目《周游记》和各类线下演艺活动，将周同学 IP 与产品进行深度关联，加强品牌背书宣传，魔胴咖啡成功抢占垂类赛道消费者心智。继 2020 年《周游记》的播出成功为魔胴咖啡打响名号后，公司随即推出带有周同学包装的特别版魔胴咖啡吸引周杰伦粉丝群体、提高复购率。**截至 2022 年，周同学特别版魔胴咖啡对公司收入贡献近 25%，占魔胴咖啡总销售额的 57%，明星 IP 联名助销效果显著。**根据灼识咨询，2023 年魔胴咖啡销量、销售额均位列中国防弹饮料赛道第一。

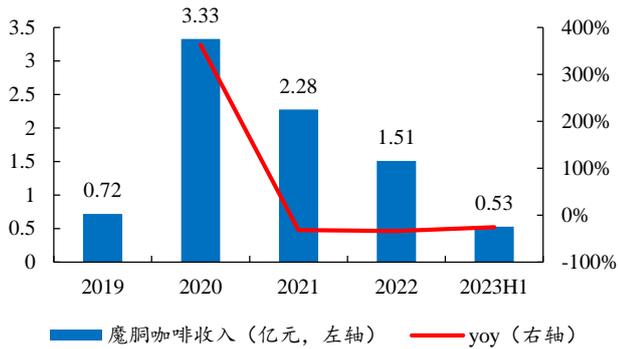
图35：魔胴咖啡赞助综艺节目《周游记 1》，并推出周同学特别版



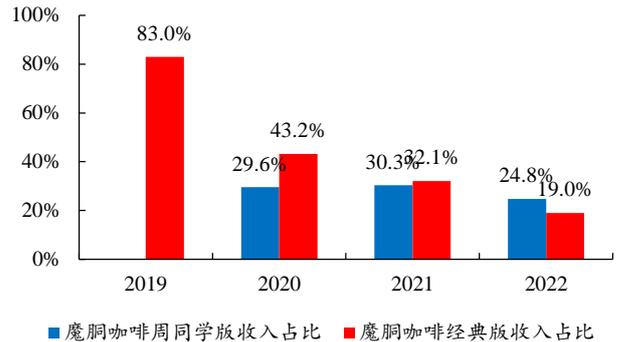
资料来源：巨星行动公众号

图36：《周游记》播出助推 2020 年魔胴咖啡销售起量

图37：2022 年周同学特别版魔胴咖啡收入占比超经典款



数据来源：公司招股书、公司公告、开源证券研究所



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

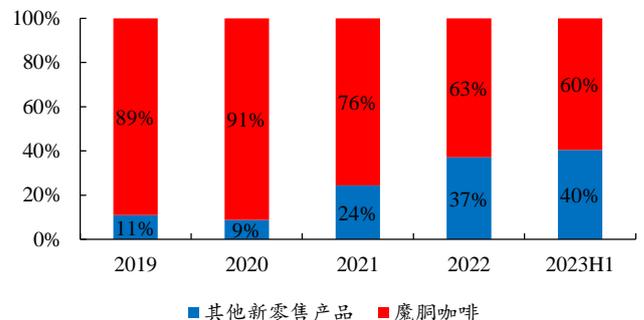
**新零售产品稳步扩张，未来有望开拓宠物赛道。**健康管理产品以魔胴咖啡为核心，致力于推广均衡营养、低碳饮食概念，持续丰富 SKU 构建起互补性的低碳水产品组合。2022 年公司推出爱吃鲜摩人产品线，并邀请王婉霏于抖音直播矩阵号带货宣传，明星产品抹茶粉 2022 年 GMV 突破 2000 万，2023 年于抖音网上商城的天然食品粉末产品中名列第一。通过自有明星深度参与品牌设计、营销环节，公司积极与供应商、高校、科研院展开合作研发，2023-2025 年拟计划投入 5140 万元推出 30 款食品饮料新品和 30 款护肤品新品，具体包括拓展新品牌（为孙耀威打造专属宠食品牌）和现有品牌（魔胴、爱吃鲜磨人、摩肌博士）品类扩张，保持合理研发和推新节奏。多元化战略下，2023H1 除魔胴咖啡外的其他新零售产品收入占比提升至 40%。

图38：公司围绕健康和美护领域构建多元化产品网络



资料来源：公司业绩会推介材料

图39：2023H1 新零售产品收入魔胴咖啡占比降至 60%



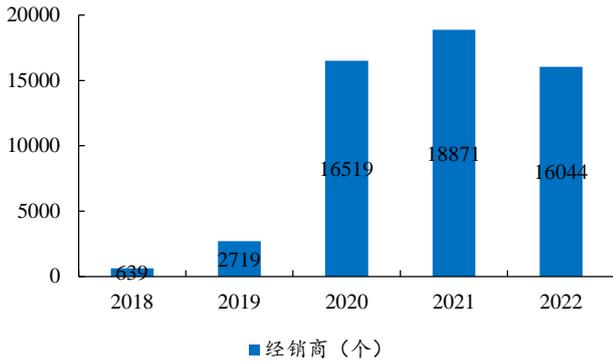
数据来源：公司招股书、公司公告、开源证券研究所

### 4.2、渠道端：B 端 C 端双向发力，构建全域营销网络

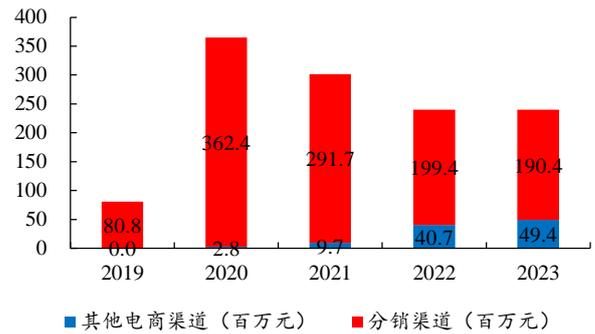
**ToB 私域渠道起家，扩展广泛分销网络。**与传统零售行业不同的是，分销商及经销商均是公司产品的终端客户，公司通过 IP 赋能私域流量转化，推动消费者向分销商及 KOC 裂变。公司借助昆山汀奢分销产品的分销代理向相关经销商提供在线销售和营销方面的辅助及培训，由此建立有效的分销网络，结合线上线下渠道，低成本、高效率地推广产品并扩张客户群。2022 年公司在全国拥有超过 16000 个经销商。

图40：2022 年公司拥有超 16000 家经销商

图41：2023 年自营产品电商渠道销售额 4940 万元，同比+21.4%



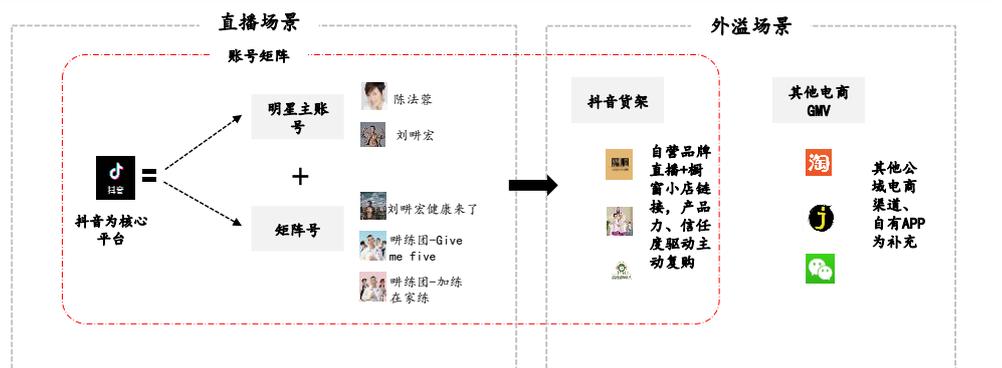
数据来源：公司招股书、开源证券研究所



数据来源：公司招股书、公司公告、开源证券研究所

**融合直播电商公域流量，ToC 渠道逐步扩张。**公司通过自有明星 IP 刘畊宏、陈法蓉抖音矩阵号直播带货为核心场景，抖音货架&自有 APP、其他电商渠道承接外溢复购需求，积极招募和培育外部 KOL（部分 KOC 通过运营社交平台账号，有潜力成为腰尾部 KOL）参与品牌公域推广，补足私域渠道流量天花板不足、品牌声誉较低的缺陷，助推自营品牌销售。2023 年公司通过直播和货架电商渠道销售自有品牌金额为 4940 万元，同比增长 21.4%，占比提升至 21%。

图42：公司以抖音直播电商为核心场景，货架电商为 ToC 渠道补充



资料来源：抖音 APP、开源证券研究所

**2024H1 自有品牌线上销售额高增，看好后续品类扩张&品牌力提升兑现。**根据久谦数据，2024H1 魔胴、爱吃鲜摩人线上（天猫+京东+抖音）销售额分别为 1149、495 万元，同比增长 104%/88%，目前线上收入占比较低，但销售趋势向好。未来，公司新零售业务将加速自有 IP 流量导向自有产品，看好品类扩张&产品力提升下，新零售业务重回增长通道。

表7：2024H1 自有品牌线上销售额同比高增

月份	魔胴		爱吃鲜摩人	
	销售额 (万元)	同比	销售额 (万元)	同比
202401	122	236%	26	2022%
202402	101	15%	20	643%
202403	303	171%	68	112%
202404	217	123%	87	151%
202405	227	259%	170	79%

		魔胴	爱吃鲜摩人	
202406	179	7%	124	27%

数据来源：久谦数据中台、开源证券研究所

## 5、盈利预测与投资建议

### 5.1、盈利假设

**营收假设：**公司明星IP运营生态逐步迈向成熟，后续IP业务有望成为收入重心，叠加IP业务流量加速赋能自有品牌零售，预计2024-2026年将实现营收6.54/8.56/10.38亿元，yoy+51.9%/+31%/+21.3%。

(1) **IP创造及运营：**公司已构建多元明星IP组合，2023-2024年围绕周杰伦、刘畊宏等核心艺人IP策划落地多档媒体节目和线下演唱会活动，IP价值和内容运营能力持续获验，创收渠道愈趋多元。目前公司已完成2.2亿元配售募资，后续将加码元宇宙生态和演唱会布局，我们看好公司旗下艺人实体演唱会收益的确定性，同时“AI+元宇宙”技术加持下，明星数字IP业务打造新增长点。预计2024-2026年IP创造和运营业务收入3.6/5.05/6.31亿元，yoy+89.3%/40%/25%。

(2) **新零售：**产品上，公司新品牌开发（孙耀威宠物零售品牌）、现有品牌拓品类持续拓宽产品矩阵，加码研发向上打磨产品力；渠道上，在巩固私域社交分销网络的基础上，不断扩张以直播电商为主的公域电商渠道，并积极探索线下演唱会周边零售场景，提升消费者品牌认知。展望后续，我们预计《周游记》、《乐来乐开心》以及其他优质的IP内容赋能下，新零售有望把握IP流量红利重启增长通道。

表8：预计2024-2026年公司将实现营收6.54/8.56/10.38亿元，yoy+51.9%/+31%/+21.3%

单位：百万元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营收拆分</b>						
总营收	365	344	430	654	856	1038
YOY		-5.8%	25.0%	51.9%	31.0%	21.3%
毛利率	62.2%	64.7%	64.2%	65.3%	65.4%	65.6%
<b>IP创造和运营</b>						
营收	64	104	190	360	505	631
YOY		62.7%	83.0%	89.3%	40.0%	25.0%
毛利率	34.3%	69.3%	68.5%	69.0%	69.5%	70.0%
收入占比	17.5%	30.2%	44.3%	55.2%	59.0%	60.8%
<b>新零售</b>						
营收	301	240	240	293	351	407
YOY		-20.3%	-0.1%	22.2%	19.8%	15.9%
毛利率	68.2%	62.8%	60.8%	60.7%	59.6%	58.7%
收入占比	82.5%	69.8%	55.7%	44.8%	41.0%	39.2%
<b>费用率预测</b>						
销售费用	94	72	112	140	160	180
费用率	25.7%	21.1%	26.1%	21.4%	18.7%	17.3%
管理费用	65	64	107	120	130	140

单位：百万元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
费用率	17.8%	18.6%	24.8%	18.4%	15.2%	13.5%

数据来源：Wind、开源证券研究所

**毛利/费用率：毛利率端**，预计 IP 业务 2024-2026 年毛利率为 69%/69.5%/70%，主要系内容运营趋于成熟，叠加 AIGC 应用降低生产成本，预计未来有小幅提升；随公域渠道销售占比提升，预计新零售业务毛利率保持小幅下降，2024-2026 年毛利率为 60.7%/59.6%/58.7%。**销售费用端**，前期 IP 内容投流和自有品牌营销投入较大，后续旗下 IP 及品牌逐步形成品牌效应，销售费用率有望逐步摊薄。**管理费用端**，公司人员规模持续扩张，后续优化内部管理、提升人效，管理费用率后续有望降低。

## 5.2、投资建议

巨星传奇开辟了“自有明星 IP+内容化场景+新零售”的独特流量变现路径，深度绑定周杰伦、刘畊宏两大高人气明星 IP 构筑核心壁垒，目前已构建丰富明星组合。经多年深耕，IP 创造和运营、新零售两大业务已形成独立造血能力，呈现“IP 势能×渠道增长”的乘数效应，有望开启新一轮成长周期。

**投资建议：**给予“买入”评级。我们预计 2024-2026 年实现归母净利润 1.11、1.80、2.39 亿元，对应 EPS 预测分别为 0.13、0.22、0.29 元，当前股价对应 PE 为 70.5、43.5、32.8 倍。考虑到公司 IP 变现路径多元，我们选取港股、A 股两地的直播电商、IP 运营、数字媒体类公司作为可比公司，目前公司估值高于可比公司。我们认为公司明星资源绑定关系稳定，核心 IP 具备一定稀缺性，IP 业务未来有望保持较快增长，同时新零售业务充分释放 IP 的流量价值，商业模式已获市场验证。综上，我们认为公司享受一定估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。

表9：预计 2024-2026 年巨星传奇当前股价对应 PE 为 70.5、43.5、32.8 倍

代码	公司名称	2024/8/14 收盘价(元)	EPS (元)			PE			评级
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
1797.HK	东方甄选	10.20	0.63	1.17	1.34	14.9	8.0	7.0	买入
002291.SZ	遥望科技	4.41	-0.15	0.14	0.33		30.7	13.5	未评级
9992.HK	泡泡玛特	39.45	1.08	1.38	1.75	33.6	26.1	20.6	买入
002292.SZ	奥飞娱乐	5.64	0.14	0.21	0.28	40.7	26.6	20.3	买入
300133.SZ	华策影视	5.35	0.24	0.28	0.30	22.1	19.4	18.1	未评级
300413.SZ	芒果超媒	20.63	1.03	1.17	1.27	20.1	17.7	16.2	买入
	平均		0.49	0.72	0.88	26.3	21.4	15.9	
6683.HK	巨星传奇	10.26	0.13	0.22	0.29	70.5	43.5	32.8	买入

数据来源：Wind、开源证券研究所（东方甄选、泡泡玛特、奥飞娱乐、芒果超媒盈利预测来自开源证券研究所；遥望科技、华策影视盈利预测来自 Wind 一致预期。A 股收盘价单位为人民币，港股收盘价单位为港元，港币兑人民币汇率为 0.91262）

## 6、风险提示

(1) **旗下明星流失或声誉受损风险。**公司业务高度依赖与周杰伦、刘畊宏等明星的稳定合作，如若公司无法妥善维系与旗下明星的利益关系，将面临核心明星流

失的可能，同时不可预知的公众事件将使明星个人影响受损，进而对公司业务产生负面影响。

(2) **产品质量问题风险**。公司健康管理品牌以食品饮料产品为主，消费者对产品的质量要求较高。若公司品控不严，或在包装、物流、仓储等环节不够严格细致，则可能出现产品质量不达标或变质损坏等问题，对品牌声誉产生不利影响。

(3) **娱乐行业政策变动风险**。近年来国家对娱乐行业的流量经济着重治理，公司综艺节目、娱乐视频收入贡献占比较高，内容监管政策收紧可能导致公司产品上线不及预期。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	416	723	1128	1379	1685
现金	183	146	371	455	642
应收账款	115	394	537	645	711
存货	29	20	30	39	48
其他流动资产	90	162	189	240	285
<b>非流动资产</b>	139	180	182	181	179
固定资产及在建工程	69	68	74	77	79
无形资产及其他长期资产	70	112	108	104	100
<b>资产总计</b>	555	903	1310	1561	1864
<b>流动负债</b>	310	204	271	334	391
短期借款	184	5	5	5	5
应付账款	10	42	62	81	98
其他流动负债	117	157	203	248	288
<b>非流动负债</b>	10	7	7	7	7
长期借款	10	5	5	4	3
其他非流动负债	0	2	2	3	4
<b>负债合计</b>	321	211	278	341	398
股本	0	0	0	0	0
储备	234	684	1017	1197	1436
归母所有者权益	234	684	1017	1197	1436
少数股东权益	1	7	14	22	30
<b>负债和股东权益总计</b>	555	903	1310	1561	1864

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	5	-119	40	142	238
税前利润	60	35	118	187	247
折旧和摊销	6	11	8	8	9
营运资本变动	-99	-184	-86	-53	-17
其他	38	20	0	1	2
<b>投资活动现金流</b>	-25	-140	-37	-59	-52
资本开支	10	13	-10	-8	-6
其他	-35	-153	-27	-51	-46
<b>融资活动现金流</b>	-11	219	222	0	0
股权融资	0	289	222	0	0
银行借款	-8	-10	0	0	0
其他	-3	-60	0	0	0
汇率变动对现金的影响	-0	2	0	1	2
<b>现金净增加额</b>	-29	-37	225	84	186
<b>期末现金总额</b>	183	146	371	455	642

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	344	430	654	856	1038
营业成本	121	154	227	296	357
营业费用	72	112	140	160	180
管理费用	64	107	120	130	140
其他收入/费用	6	7	6	8	9
<b>营业利润</b>	92	65	173	278	369
净财务收入/费用	1	2	1	1	1
其他利润	0	0	0	0	0
除税前利润	93	67	174	279	370
所得税	28	25	56	91	124
少数股东损益	5	7	7	8	8
<b>归母净利润</b>	60	35	111	180	239
EBITDA	98	75	181	286	378
<b>扣非后净利润</b>	60	35	111	180	239
EPS(最新摊薄)	0.11	0.04	0.13	0.22	0.29

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-5.8	25.0	51.9	31.0	21.3
营业利润(%)	25.1	-29.9	168.0	60.6	33.0
归属于母公司净利润(%)	26.7	15.0	26.5	32.4	35.6
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	64.7	64.2	65.3	65.4	65.6
净利率(%)	17.5	8.0	17.0	21.0	23.0
ROE(%)	25.8	5.0	10.8	14.8	16.3
ROIC(%)	143.5	(50.7)	(37.9)	(47.7)	(42.3)
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	57.8	23.4	21.2	21.9	21.4
净负债比率(%)	0.0	-0.2	-0.4	-0.4	-0.4
流动比率	1.3	3.5	4.2	4.1	4.3
速动比率	1.2	3.4	4.1	4.0	4.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	3.1	1.7	1.4	1.4	1.5
应付账款周转率	22.1	16.6	12.5	11.9	11.6
存货周转率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.1	0.0	0.1	0.2	0.3
每股经营现金流(最新摊薄)	0.0	-0.1	0.0	0.2	0.3
每股净资产(最新摊薄)	0.4	0.9	1.2	1.5	1.8
<b>估值比率</b>					
P/E	84.5	218.4	70.5	43.5	32.8
P/B	21.8	10.9	7.6	6.4	5.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

### 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境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内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。

### 分析师承诺

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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
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。

备注：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。

### 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，已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，属于商业秘密材料，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

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn