

传媒行业

全球视角下的MCN历史沿革与本土进化

分析师： 旷实

分析师： 朱可夫



SAC 执业证号: S0260517030002



SAC 执业证号: S0260518080001



010-59136610



0755-23942152



kuangshi@gf.com.cn



zhukefu@gf.com.cn

请注意，朱可夫并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

核心观点：

- **国内 MCN 与海外的发展不一样的核心在于国内的渠道更多、商业通路更广。**MCN 的全称为 Multiple Channel Network, 主要系国外针对 YouTube 平台孵化单个视频内容频道而出现的业态。我们认为国内业态与海外失败的 MCN 业态的核心差别在于国内有短视频、社交、电商、垂直、直播、资讯等多个平台，媒介之间和媒介内部的集中度更低、竞争更激烈，上游的议价权相对没有那么弱。另外海外 MCN 的表现主要以广告为主，而国内的商业化环境更好。
- **MCN 的行业状况和三大变现通路：电商、广告、直播。**根据克劳锐的统计，国内 MCN 机构数量在 2019 年有望达到 6800 个，而仅仅广告变现市场就有百亿规模。目前主要变现模式包括接单广告、直播打赏和直播带货。其中广告主要切走品牌商的投放预算，克劳锐预计市场规模为百亿元级别。直播打赏我们综合考虑艾瑞的统计和短视频、音乐 App 打赏收入，2019 年约有千亿元的规模。而直播带货我们预计是规模最大和增长最快的业务，在 2019 年有小几千的 GMV。综合来看行业仍处于早期，未来 1-2 年高速增长有保证。
- **仅分析直播/视频带货市场，产业链各个环节中，MCN/主播最为受益，其他各方均受益于市场规模扩张。**我们判断直播带货在 2019 年崛起主要系短视频内容平台流量红利外溢，而这一商业模式相比于原来的线下经销商体系不用占 MCN 的库存和没有押款，提高了商品流和资金流的周转速度。我们可以将直播带货分为 MCN/主播、内容平台/平台代理方、电商平台、品牌主/品牌代理方/电商代运营公司四个大的环节。为什么短期或 MCN 受益，因为平台当前还在快速争夺市场份额的时点，快手抖音需要依赖 MCN 拓展垂类内容库和商品库。
- **中长期来看，提供撮合价值的商业模式很难诞生特别大的公司。**从目前产业的阶段来说，我们认为仍处于发展的早期。1-2 年内，MCN 作为平台拓展内容库和商品库的重要抓手，我们认为暂时将保持高议价能力。从抖音快手的内容分类和电商带货分类上，热门品类的重合度集中度依然很高，预计未来平台 1-2 年内将依赖 MCN 拓展各个垂类内容。另外我们从如涵电商和 Uuum 的例子可以看出，长远来看这一行业的隐患在于三点：内容平台崛起后吃掉中介环节利润、头部效应明显导致头部主播掌控力偏弱、中长尾主播的扩张会带来管理边界问题。长远来看 MCN 有两条发展路径：（1）成为复合型广告公司；（2）或者可以部分涉足供应链，打造自有品牌。
- **投资建议：**当前引发市场关注主要系直播带货市场爆发，GMV 在 1-2 年内高速增长逻辑的确定性较高。从产业链环节上，除了 MCN/主播受益较多，电商代运营公司、广告代理公司、内容平台和电商平台均能受益于市场规模的高速扩张和低线城市的增量购物需求挖掘。可重点关注芒果超媒，另外还有壹网壹创、星期六、引力传媒、中广天择等公司。
- **风险提示：**（1）行业监管趋严；（2）外延并购不及预期；（3）头部主播出走风险。

相关研究：

传媒行业:11月畅销榜数据跟踪：双十一销量再创新高	2019-12-23
传媒行业:5G应用主题引领涨幅，关注后续行情的进一步扩散	2019-12-22
传媒行业:2020年投资策略：PB-ROE框架确认底部，5G创新成为行情核心因子	2019-12-16

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

本报告联系人： 叶敏婷 021-60759783 yeminting@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
光线传媒	300251.SZ	人民币	11.88	2019/10/25	买入	10.62	0.43	0.30	27.63	39.60	31.7	48.9	12.6	8.0
横店影视	603103.SH	人民币	19.25	2019/10/30	买入	20.9	0.51	0.66	37.75	29.17	22.3	16.4	11.2	13.4
芒果超媒	300413.SZ	人民币	39.35	2019/10/29	买入	32.64	0.69	0.85	56.74	46.05	11.7	9.1	15.0	15.6
视觉中国	000681.SZ	人民币	18.40	2019/10/29	买入	24	0.44	0.60	42.13	30.77	37.7	26.5	9.8	11.6
平治信息	300571.SZ	人民币	55.86	2019/10/31	买入	65.27	2.61	3.10	21.40	18.02	13.3	11.0	37.6	30.8
万达电影	002739.SZ	人民币	19.55	2019/10/31	买入	19.86	0.58	0.97	33.71	20.15	12.6	10.0	6.7	10.0
新媒股份	300770.SZ	人民币	136.69	2019/11/20	买入	140.17	2.82	4.00	48.47	34.14	33.5	24.6	16.2	18.7
蓝色光标	300058.SZ	人民币	6.64	2019/10/22	买入	6.5	0.30	0.26	22.13	25.54	14.8	13.8	9.5	7.6
完美世界	002624.SZ	人民币	49.67	2019/10/28	买入	32.6	1.63	1.89	30.48	26.28	25.5	20.8	21.3	18.8
吉比特	603444.SH	人民币	306.39	2019/10/23	买入	320.23	12.81	14.97	23.92	20.46	15.7	12.8	26.5	25.7
三七互娱	002555.SZ	人民币	28.48	2019/10/31	买入	19.96	1.00	1.11	28.53	25.61	23.3	20.0	26.8	23.7
美吉姆	002621.SZ	人民币	11.28	2019/10/24	买入	13	0.25	0.27	45.66	42.49	26.6	23.2	10.8	10.4
视源股份	002841.SZ	人民币	84.26	2019/10/27	买入	98.4	2.46	2.86	34.21	29.43	26.6	22.5	31.2	26.6
鸿合科技	002955.SZ	人民币	58.94	2019/8/16	买入	74	2.92	3.52	20.20	16.76	12.4	9.9	13.0	13.6
分众传媒	002027.SZ	人民币	6.61	2019/12/31	买入	6.6	0.13	0.22	49.31	30.58	41.5	24.8	12.1	16.4
新经典	603096.SH	人民币	56.36	2019/10/29	买入	64.26	1.96	2.26	28.81	24.99	23.9	20.0	13.8	14.4
中南传媒	601098.SH	人民币	12.14	2019/10/30	增持	14.03	0.74	0.79	16.37	15.40	5.6	4.7	9.4	9.7
中信出版	300788.SZ	人民币	51.01	2019/11/10	买入	56.99	1.31	1.58	38.81	32.23	31.5	25.7	14.5	15.3
中国科传	601858.SH	人民币	11.27	2019/10/29	买入	14.92	0.62	0.69	18.31	16.33	12.4	9.7	12.6	12.8
凤凰传媒	601928.SH	人民币	9.88	2019/11/5	买入	9.88	0.59	0.66	16.76	15.05	5.8	4.6	10.8	11.4
中国出版	601949.SH	人民币	6.58	2019/10/31	买入	7.77	0.37	0.41	17.96	16.10	10.3	8.8	9.9	10.3
国联股份	603613.SH	人民币	78.22	2019/10/25	增持	79.23	1.07	1.65	73.39	47.39	45.3	29.0	13.4	17.2
掌趣科技	300315.SZ	人民币	6.45	2019/10/28	买入	5.46	0.18	0.39	35.96	16.68	27.1	16.6	13.4	17.2
世纪华通	002602.SZ	人民币	12.76	2019/12/22	买入	15.09	0.52	0.70	24.54	18.23	16.1	14.1	12.8	14.6
猫眼娱乐	01896.HK	港元	15.00	2019/8/18	买入	17.38	0.38	0.62	35.01	21.59	22.2	15.0	7.1	10.3
美团点评-W	03690.HK	港元	104.20	2019/11/24	买入	112.38	0.61	1.90	153.19	49.18	84.0	34.8	1.3	9.8
新东方在线	01797.HK	港元	18.32	2019/12/13	买入	22.51	-0.05	-0.03	-	-	-	-	-1.9	-1.2
爱奇艺	IQ.O	美元	23.04	2019/11/10	买入	22.49	-15.86	-11.01	-	-	-	-	-174.2	579.6
网易	NTES.O	美元	324.66	2019/8/9	买入	310	73.31	81.44	30.86	27.78	17.6	15.0	16.8	15.3

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、MCN 缘起：兴起于美国，但舶来品在中国开出了不一样的花.....	6
（一）舶来品 MCN：开始于美国的 YOUTUBE，已走过完整的产业周期.....	6
（二）中国 MCN 发展历程：兴起于微博，逐步拓展业务边界.....	7
（三）何谓不一样的花？渠道分散+短视频红利造就 MCN 生态的繁荣.....	9
二、MCN 商业模式讨论：三大商业化手段齐头并进.....	11
（一）种草带货：19 年开启直播电商元年，减少代理层级改善商业效率.....	11
（二）广告接单：不同于信息流，内容植入&种草广告成为新崛起品类.....	13
（三）直播打赏：抖音、快手异军突起，基础流量池稳固为直播端导流.....	14
三、产业链梳理：平台、代理、MCN、红人、供应链/品牌方多方共享成长红利.....	16
（一）产业规模和分成：直播带货市场规模或最大，也最具增长潜力.....	16
（二）内容平台方：抖音快手引领增长，用户画像决定差异化发展路径.....	18
（三）平台代理方：搭乘平台东风，提供撮合价值.....	20
（四）品牌代理商：电商运营精细化，针对品牌主需求不断优化.....	23
（五）MCN/红人：各细分市场 MCN 后续逐步走向融合，垂类市场空间极大.....	25
四、MCN 和直播带货产业链将走向何处？.....	27
（一）内容平台利用 MCN 在供给侧不断拓展垂类内容，短期增长红利无忧.....	28
（二）内容平台将通过主播构建扩充自有 SKU，搭建购物一站式场景.....	31
（三）头部 MCN 机构规模不断扩张，但短期仍难提供一站式解决方案.....	33
（四）头部博主流量虹吸效应明显，而中长尾扩张或遇上管理边界问题.....	34
（五）MCN 两条发展之路：复合型广告公司或者进入上游建设自有品牌.....	40
五、投资建议.....	42
六、风险提示.....	43

图表索引

图 1: YouTube 与内容频道分成历史推移	6
图 2: YouTube 上面 MCN 发展历史推移图	7
图 3: 国内 MCN 行业发展历史推移图	8
图 4: MCN 市场 (仅广告) 规模发展和增速情况	8
图 5: 2015-2019 年 MCN 市场机构数量	8
图 6: 问卷调查下 2018 年 MCN 营收规模比例分布图	9
图 7: 国内有着社交、资讯、短视频、垂直、电商、直播平台等多个渠道	10
图 8: MCN 主要链接 C 端和 B 端, 为主播提供附加价值	10
图 9: 19H1 短视频的用户同增 32% 达到 8.21 亿	11
图 10: 19H1 短视频月均单人时长增 8.6% 达 22.3 亿小时	11
图 11: 目前短视频和直播带货主要通过如下链接和方式种草	12
图 12: 17Q1-18Q4 和 19 年双十一淘宝 GMV 增长情况	12
图 13: 2019 年双 11 期间六大行业全网销售额排名	12
图 14: 抖音星图平台的接单流程	13
图 15: 快接单为服务商、达人等提供全方位价值	14
图 16: 抖音星图为广告主、创作者提供商业化方案	14
图 17: 2019 年预计整体直播市场规模突破 600 亿元	15
图 18: 游戏直播市场为例打赏占据了大部分收入份额	15
图 19: 小葫芦 Top100 主播打赏收入推移	15
图 20: AppAnnie iOS 推测月收入情况推移	15
图 21: 视频带货、广告投放、直播打赏	17
图 22: 电商直播直播行业概况梳理	18
图 23: 短视频头部 App 月活开始逐渐接近长视频平台	19
图 24: 短视频头部 App 日活已经超过长视频平台	19
图 25: 抖音和快手用户年龄段分布 (单位: %)	20
图 26: 抖音和快手用户城线分布 (单位: %)	20
图 27: 抖音和快手用户性别分布 (单位: %)	20
图 28: 快手对于各个品类广告的关注率情况	20
图 29: 平台代理方天下秀的微任务代理投放操作流程	22
图 30: 2016-2019 年 1-5 月天下秀新媒体广告交易系统服务收入情况	22
图 31: 代运营产业链-以化妆品销售为例	24
图 32: 壹网壹创营业收入 (亿元)	24
图 33: 丽人丽妆营业收入 (亿元)	24
图 34: 壹网壹创各项业务毛利率	25
图 35: 丽人丽妆各项业务毛利率	25
图 36: MCN 分类逐渐进一步细化	25
图 37: 当前直播打赏与直播带货 MCN 重合度较低	25
图 38: 抖音和快手针对 MCN 的权益条件、扶持计划和策略	28
图 39: 从 19Q1 到 19Q4, 抖音的各个垂类内容粉丝增长迅速	29
图 40: 从 19Q1 到 19Q4, 快手的部分垂类内容粉丝增长迅速	30
图 41: 2018 年快手本身内容报告分类	30

图 42: 快手 MCN 创作内容报告分类	30
图 43: 直播带货在女装、美妆等方面转化率较高	31
图 44: 抖音 09.11-10.10 好物榜单商品浏览分类	32
图 45: 快手 09.11-10.10 热销商品分类排行情况	32
图 46: 快手小店和魔筷星选小程序月活增长明显	32
图 47: 抖音&B 站均开通了自己的商品内容库和落地页	32
图 48: 2018 年问卷调查下整体 MCN 头部公司比例增加迅速	33
图 49: 问卷调查下 100-300 人规模 MCN 增速明显	33
图 50: 问卷调查下 100-300 人规模 MCN 增速明显	33
图 51: 完美日记利用多个 KOL 层级投放打造爆款效果 (单位: 位)	34
图 52: 如涵单个 KOL 的 GMV 显示头部效应明显	35
图 53: 如涵单个 KOL 的粉丝数显示出头部效应明显	35
图 54: 如涵头部 KOL 的粉丝显示出了跨品类的能力, 但总体客单价保持稳定	35
图 55: 11-12 月头部主播的涨粉效率明显超出中腰部主播	36
图 56: 知瓜数据显示头部主播的带货能力远超中长尾主播	36
图 57: 淘宝直播 MCN 机构本身头部分化效应已经较为明显	37
图 58: UUUM 17Q1-20Q1 财季的各类收入情况	38
图 59: UUUM 15Q3-20Q1 财季公司 MCN 矩阵总播放量推移	39
图 60: UUUM 15Q3-20Q1 财季频道数和单个频道播放量推移	39
图 61: UUUM 15Q3-20Q1 总收入和单个频道平均收入推移	39
图 62: MCN 的一条发展道路是沿着全案机构的标准深耕自己的广告能力	40
图 63: 2017 年以来如涵电商的收入和增长情况	41
图 64: 2017 年以来如涵电商的净利润和净利率情况	41
图 65: 爱库存平台帮助 MCN 机构控制住部分上游供应链的尾货	41
表 1: 快手 “116 购物狂欢节” 带货达人榜 TOP5	13
表 2: 淘宝针对外部内容平台的带货新规	17
表 3: 以快手为例看短视频平台开放的广告位置	21
表 4: 各代运营公司主要情况	23
表 5: 快手各个等级的 MCN 分类情况和标准	26
表 6: 抖音各个等级的 MCN 分类情况和标准	27
表 7: 部分可比公司对比估值	42

一、MCN 缘起：兴起于美国，但舶来品在中国开出了不一样的花

我们在首部分希望讨论为何MCN在美国被验证失败的商业模式，但在国内重新焕发了生机，其背后的原因或有2个：（1）相比于海外YouTube一家独大的局面，国内复杂的媒介环节让渠道更加分散，媒体内部的竞争也十分激烈，因此作为中介方的MCN才具有更大的产业价值。（2）MCN本身是在帮助博主生产能力和完善内容商业化机制，相比于海外主要以广告为主的模式，国内的变现通路更多。

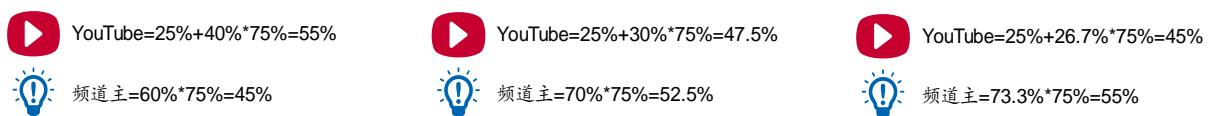
（一）舶来品 MCN：开始于美国的 YouTube，已走过完整的产业周期

MCN的全称是Multiple Channel Network，最早从美国的YouTube衍生，是指与多个YouTube频道具有隶属关系的第三方服务商，作为连接YouTube、内容创作者以及广告主三方的重要环节，其对于内容创作者的价值在于可提供用户群拓展、内容编排、创作者协作、数字版权管理、获利以及销售等服务，而对于YouTube侧，其起到了提供偏专业化的内容、帮助完善内容生态的作用。

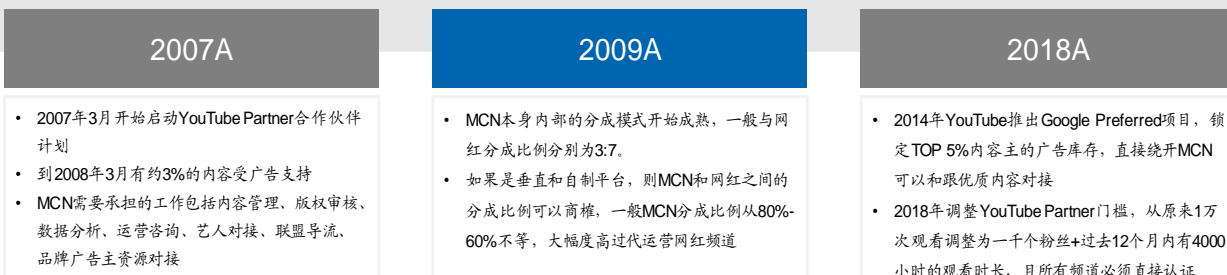
MCN商业变现手段以广告为主。YouTube推出了YouTube Partner计划，对于部分内容创作者有展示广告的利润分成，平台首先抽取25%的广告收益覆盖带宽和其他成本，剩下的75%广告收入进行分配。2007年YouTube共抽取55%的广告收益，2009年降为47.5%，到2018年又略降至45%。而在MCN介入的情况下，创作者的分成会被MCN抽取一部分，具体比例由双方协商。

尽管YouTube分成逐步向MCN倾斜，但审核的标准等却逐步提高。规模逐渐扩大的美国MCN利润受限于平台广告收入的55%，规模扩大所致的运营成本增长更快。而YouTube的新项目Google Preferred项目（头部创作者直接对接）、抬高平台合作伙伴门槛等，令MCN的成长性大打折扣。

图1：YouTube与内容频道分成历史推移



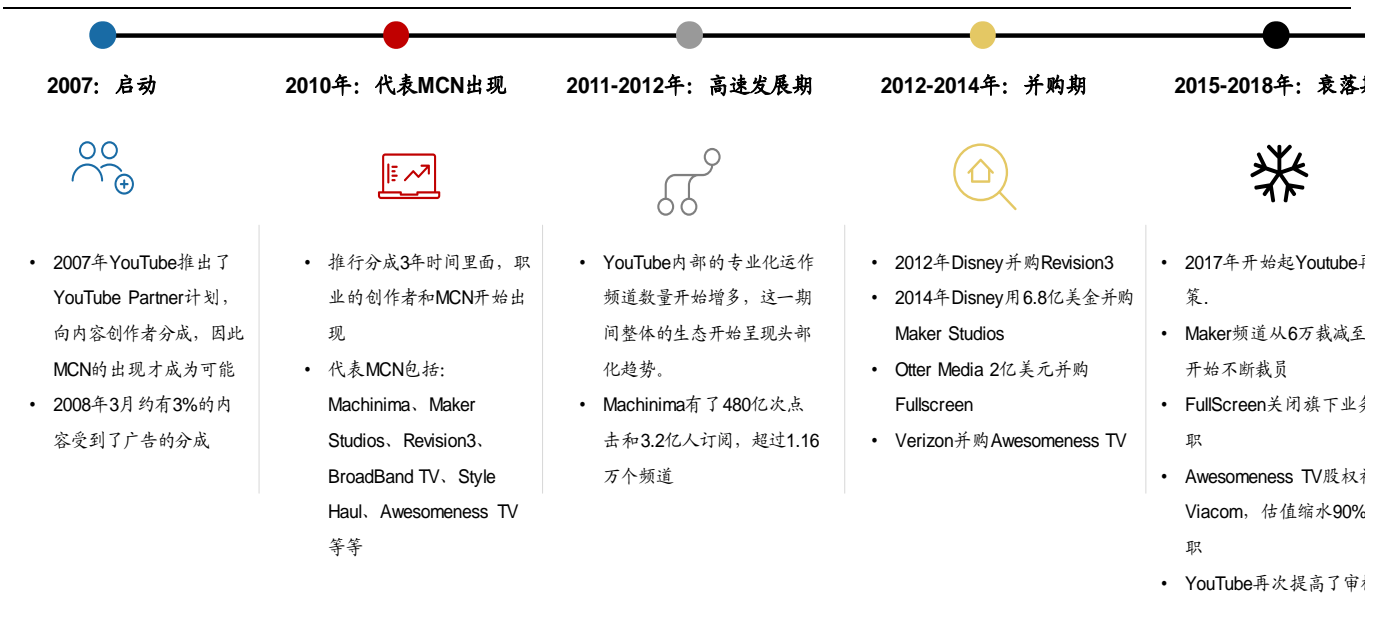
注：第一道分成系YouTube将先从广告收入中抽取25%覆盖带宽和其他成本，剩下75%再在YouTube和频道主中分配。



数据来源：YouTube官网，广发证券发展研究中心

梳理MCN的历史来看，2015年之后出现了明显的衰退期。2007年YouTube推出的合作伙伴计划之后MCN机构开始成型，总观看次数达到1万次便可以申请成为可获得内容收益分成的YouTube合作伙伴。2010年，Maker Studios, Treasure Hunter, Awesomeness TV等代表性MCN开始出现，整体MCN生态的头部机构开始占据优势逐步跑出。2012年开始，Machinima这样的头部MCN已经拥有了超过480亿次的点击和3.2亿人次的订阅，有着超过1.16万个频道；2013-2014年，头部的媒体公司开始收购部分的MCN，如Disney并购Revision3、Disney以6.8亿美金对价并购Maler Studios等。但并购之后，正如我们上文中提到的原因，这一业态却开始逐步出现了问题，Maler、FullScreen等开始裁员，MCN行业之后逐步进入衰落期，并购方也需要计提相应的商誉减值。至此可说美国MCN行业已走过从“启动→发展→并购潮→衰退”的完整产业周期。

图2: YouTube上面MCN发展历史推移图



数据来源: YouTube官网, 广发证券发展研究中心

(二) 中国MCN发展历程: 兴起于微博, 逐步拓展业务边界

国内MCN的发展历史兴起于社交媒体微博的兴起，随后在短视频平台出现之后得到快速发展。2012-2013年3G时代向4G时代转型之时，伴随着微博这样的公共社交媒体的出现，平台开始需要有MCN这样的业态帮助平台管理网红帐号和拓展新的内容疆域。随后在2015-2018年，媒介平台逐步丰富，微信、美拍、快手、抖音等相继出现，行业入局者越来越多。2019年开始，一方面抖音快手带头提出了“内容补贴”战略，行业迎来了大批包括直播公会的红人机构转型MCN，头部公司逐步成型。而另外一方面，MCN本身的商业模式也在跟随平台探索，淘宝直播、抖音、快手发展出来了直播带货模式，红人种草带货成为MCN们的核心变现手段之一。

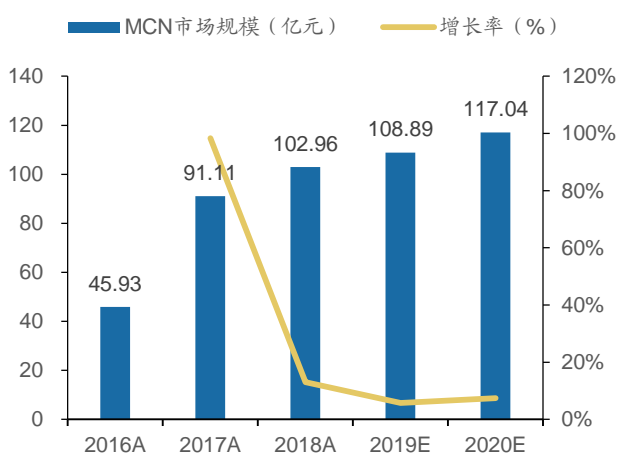
图3: 国内MCN行业发展历史推移图



数据来源：克劳锐，广发证券发展研究中心

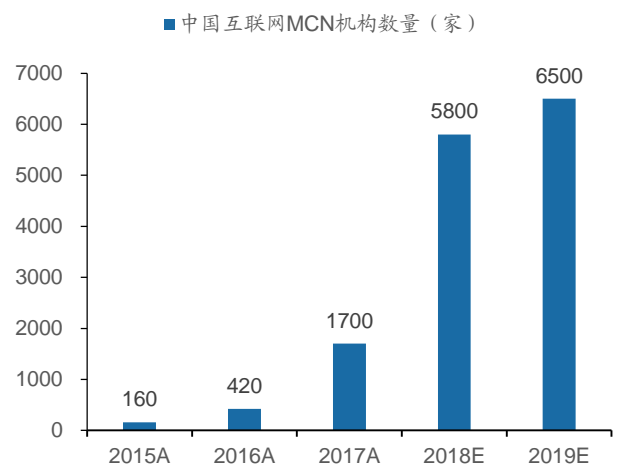
从数量和营收规模上，国内当前MCN处于高速增长状态。根据克劳锐的《2019年中国MCN行业研究白皮书》，中国互联网MCN机构家数从2015年仅160家预计将增加至2019年的6500家，相比2017年的1700家也实现了翻数倍增长。而仅仅统计广告收入为主，根据克劳锐的数据显示，行业规模在2018年已经达到了103亿元，相比2016年的46亿左右翻倍，其中2018年行业规模当中，头部的MCN占比其中的60%。我们预计2020年整体行业从业者仍将不断增多。

图4: MCN市场（仅广告）规模发展和增速情况



数据来源：《2019中国MCN行业研究白皮书》，广发证券发展研究中心

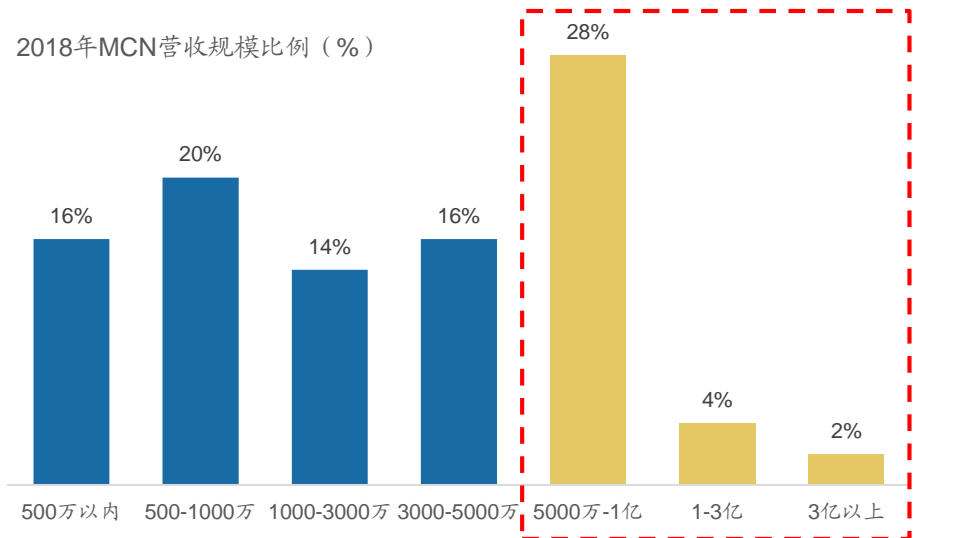
图5: 2015-2019年MCN市场机构数量



数据来源：《2019中国MCN行业研究白皮书》，广发证券发展研究中心

在MCN内部发展的结构上，头部企业的占比并不算高。当前虽然已经涌现出来了大批头部机构，但总体上因为行业红利期仍在，机构呈现齐头并进的态势。根据克劳锐的抽样调查（样本数量达到315家），约有2%的MCN企业年收入在3亿元以上，1-3亿元年收入区间的数量占比达到4%，分布数量最多的集中在5000万-1亿收入阶段的公司，占比达到28%。我们认为随着行业逐渐成熟，头部MCN的先发优势逐步体现，行业收入或将更加两级分化，部分中长尾公司还将退出市场。

图6：问卷调查下2018年MCN营收规模比例分布图



数据来源：《2019中国MCN行业研究白皮书》，广发证券发展研究中心

（三）何谓不一样的花？渠道分散+短视频红利造就MCN生态的繁荣

中国相比于YouTube更适合MCN的核心是因为渠道更分散。国内市场渠道复杂，我们可以将渠道平台分为社交平台、资讯平台、短视频平台、垂直平台、电商平台、直播平台六大类，在媒介环境上相比海外以Facebook社交网络、YouTube视频的情况更加复杂。同时在单个媒体内部，竞争的环境也更加激烈。以短视频平台为例，主流的平台包括抖音、快手、西瓜、火山、微视、美拍、秒拍等，且还有各大厂商在不断孵化新产品；资讯平台端包括一点资讯、手百信息流、腾讯新闻、今日头条等也糅杂了部分视频内容；电商平台端包括了小红书、值得买这类的导购平台，还有淘宝、京东等综合性电商平台和蘑菇街、唯品会等垂直电商平台。因此对于MCN和背后的内容创作者来说，多个渠道分发成为可能，内容的议价能力上升，为中国MCN公司提供了大施拳脚的机会。

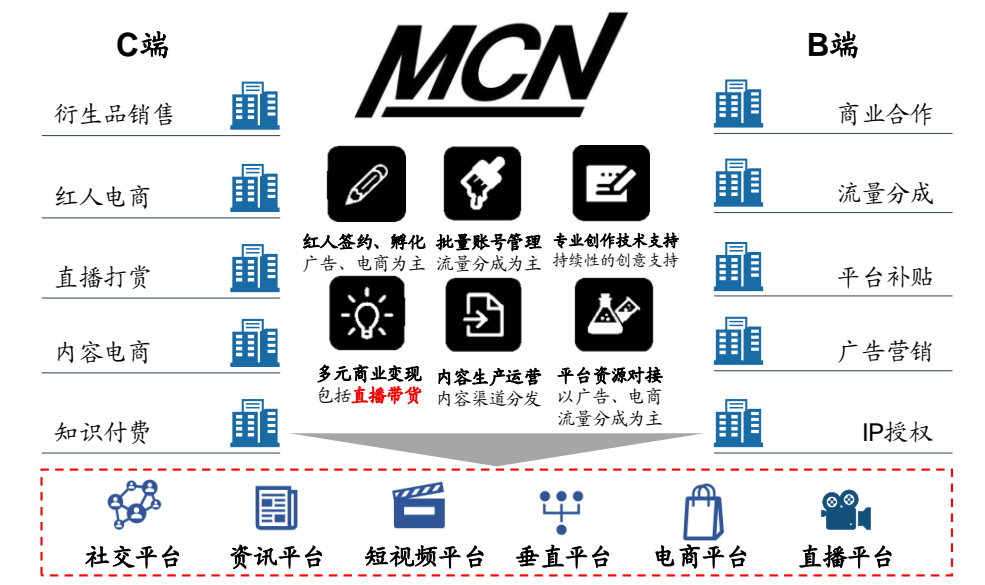
图7: 国内有着社交、资讯、短视频、垂直、电商、直播平台等多个渠道



数据来源: 《2019中国MCN行业研究白皮书》, 广发证券发展研究中心

议价权的提升表现为作为中介, MCN承担的功能职责远比海外MCN丰富。国内MCN主要起到的作用是联系B端和C端。对于社区、视频平台和社交网络, 其需要帮助创作者管理帐号、提供资源对接渠道等, 对于创作者本身, 它则需要提供创意技术支持、内容的生产运营等工作。其变现模式在B端主要是商业合作、流量分成、索要补贴、广告变现、IP授权等, 在C端主要是衍生品销售、红人电商、直播打赏、内容电商和知识付费等, 其中2019年新崛起的变现模式直播带货, 本身对于MCN的营销、选品等能力都提出了更高的要求。

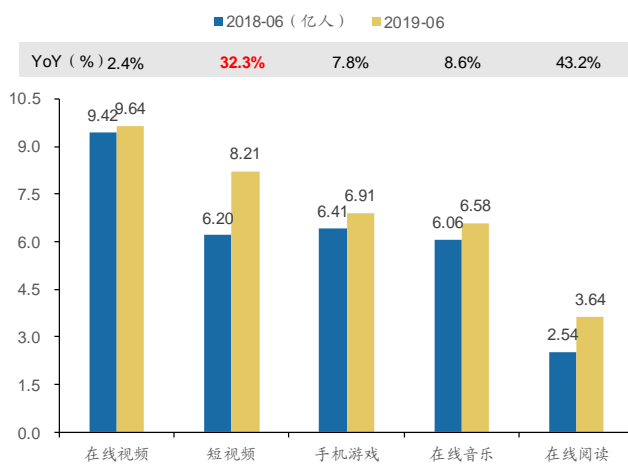
图8: MCN主要链接C端和B端, 为主播提供附加价值



数据来源: IT桔子, 克劳锐, 广发证券发展研究中心

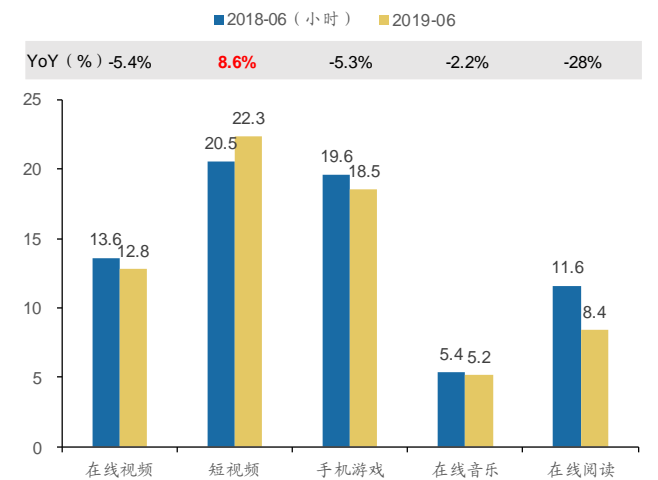
2018年以来的短视频行业的崛起为MCN提供了机遇。根据QuestMobile，2019年6月相比2018年6月，在线视频、手机游戏、在线音乐、在线阅读等多个领域的用户规模增长均放缓了速度，增速分别为2.4%、7.8%、8.6%和43.2%，而短视频用户规模同比大幅增长32%达到8.21亿，直追长视频；时长维度上更加明显，在线视频、手机游戏、在线音乐、在线阅读等多个领域的月均单人使用时长均出现了不同程度的下滑，下滑幅度约为-5.4%、-5.3%、-2.2%和-28%，而仅有短视频强势瓜分用户注意力，月人均使用市场超过22小时，同比增长8.6%。短视频的崛起引入了相比于长视频PGC而言更加分散和大规模的创作者，MCN在一个供给、需求双边集中度都下降的市场上才能更好的发挥中介作用。

图9：19H1短视频的用户同增32%达到8.21亿



数据来源：Quest Mobile，广发证券发展研究中心

图10：19H1短视频月均单人时长增8.6%达22.3亿小时



数据来源：Quest Mobile，广发证券发展研究中心

二、MCN 商业模式讨论：三大商业化手段齐头并进

从变现手段上来看，MCN的商业化路径主要有三种：种草带货、广告接单和直播打赏。目前值得一提的是，多数MCN利用单一的变现途径就已经能够取得长足的发展。其中电商变现为2019年新崛起的风口，目前除了大家已经较为熟悉的直播带货之外，内容平台也在尝试通过短视频来进行带货，而内容广告和直播打赏是相对传统的变现路径在新媒介-短视频上的应用。

（一）种草带货：19年开启直播电商元年，减少代理层级改善商业效率

我们首先介绍崛起时间最短、交易链路最复杂同时也是规模最大的直播/短视频带货业务。随着抖音和快手在广告业务上的拓展，仅仅提供导流功能已经不能满足平台扩张的野心，因此两家公司逐步开放了直播和短视频带货的权限，将商品购买的全链路整合进了App当中。以抖音和淘宝直播为例，目前消费者在直播界面，主要通过左下方商品橱窗链接直接进入落地页购买商品，同时淘宝主播也会不断口播，与字幕提升一起完成种草功能；抖音界面当中，分别有橱窗链接直通手淘或者

背后的抖音小店，打开评论页中第一条也提供了链接组件，除此之外，抖音的详情页功能支持外链到天猫，大V可直接获此权限。另外除了直播本身的场景之外，抖音的博主关注页上有抖音小店的直通链接，内部包含了抖音的购物助手，通过购物助手可以进入抖音的购物广场。

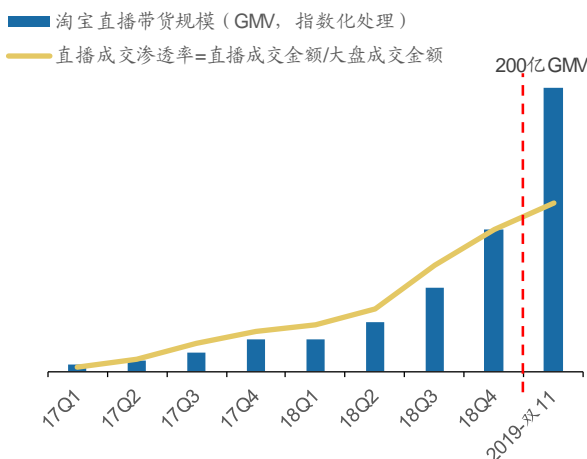
图11: 目前短视频和直播带货主要通过如下链接和方式种草



数据来源: 淘宝直播App, 抖音App, 广发证券发展研究中心

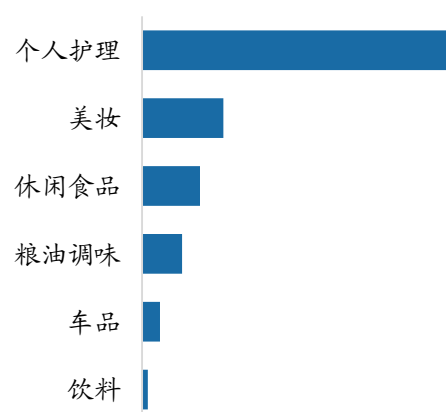
2018年以来伴随着短视频流量红利兴起和市场整体下沉，直播电商已经成为变现能力最强的风口之一。根据淘宝的《2019年淘宝直播生态发展趋势报告》，淘宝直播贡献的GMV占比淘宝体系内的交易GMV一路上行，2018年淘宝直播的带货规模已经超出1000亿，带货销量的同比增速达到400%，消费者每天可观看直播内容超过15万小时，可售卖商品的数量超过60万款；而根据天猫披露，2019年双十一期间有超过50%的品牌商家抓住淘宝直播的新风口，超过10万商家开通直播，淘宝直播带动近200亿元的GMV，全天在整体支付宝交易总额（2684亿元）中占比近10%。

图12: 17Q1-18Q4和19年双十一淘宝GMV增长情况



数据来源: 淘宝数据, 广发证券发展研究中心

图13: 2019年双11期间六大行业全网销售额排名



数据来源: 淘宝数据, 广发证券发展研究中心

无论是电商直播还是短视频直播，其都减少了原来线下体系的代理层级。以快手为例，根据快手App披露的带货王数据来看，在2019年快手的“116购物狂欢节”（11月1日-11月6日）中，仅Top 5快手达人实现销售额5.84亿，其中最大的主播辛巴（粉丝数3223.7万）售出了357.6万件商品，带动的GMV超过2.69亿。带货达人们均依靠在短视频平台上发布的内容积攒粉丝资源，直播卖出货品后直接品牌商从仓库发货，中间没有任何的代理层级吃掉利润，而且直播的成交链路端，MCN/主播本身不压库存、直接走线上交易结算，资金和货品的周转效率都远高于原来的“品牌商→一级代理→二级代理→……→消费者”这一链条体系。

表 1: 快手“116 购物狂欢节”带货达人榜 TOP5

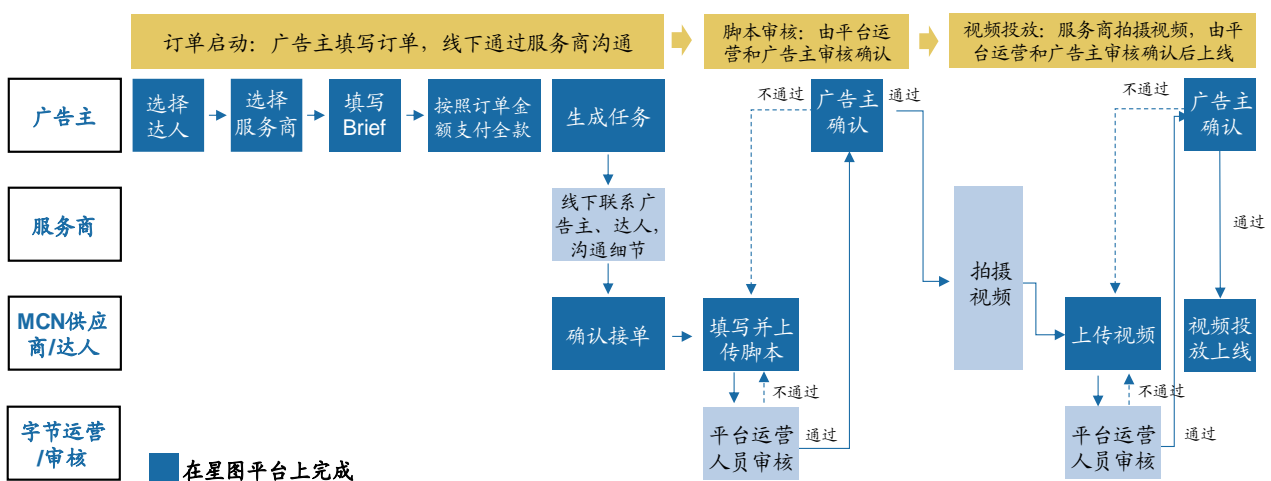
带货达人	粉丝数	销量	销售额
辛有志 辛巴 818	3223.7 万	357.6 万	26899.60 万
娃娃（每周一 6 点）	1329.6 万	65.6 万	12598.40 万
半姐在广州开服装店	165.5 万	50.7 万	8409.09 万
蔡儿 kuki	584.1 万	20 万	6309.35 万
初瑞雪 每周末 6 点	2232.7 万	56.2 万	4181.49 万

资料来源：快手 App，广发证券发展研究中心

（二）广告接单：不同于信息流，内容植入&种草广告成为新崛起品类

除了直播电商业务之外，此前占据主播们变现主流的方式主要是软广。其运作流程主要系广告主通过平台找到MCN/博主，随后形成视频曝光之后，在平台内部或者代理方内部成单结算。以抖音为例，其旗下的星图是广告交易平台，提供两端服务。商家可根据星图平台提供的刊例表多维度选择与产品相符的达人，达人在星图上找到合适的商家，并且只有通过星图接入的商业化内容才能减少降权影响、获得更多曝光。其中与广告主对接的分为抖音签约达人、抖音认证MCN、其他达人（西瓜、头条和火山端的达人粉丝达到5万+）及抖音服务商四类。收费模式主要系星图采用信息流广告中常用的充值限额，起始门槛为20万元，除此商家还需额外支付部分的硬广流量费。平台经过两次视频内容审核之后，将最后投放上线，同时广告成单。

图14: 抖音星图平台的接单流程



数据来源：星图平台，广发证券发展研究中心

目前通行的模式为商家在抖音、快手平台上提出需求，然后MCN和达人接单，然后再分出其中一笔预算购买流量费用，然后剩下部分是自己实际收入。

- 快手用户可以通过“快接单”功能接受商家发布的 App 下载、淘宝商品推广等任务，拍摄视频并获得相应的推广收入。
- 抖音星图是广告交易平台，提供双端服务。商家可根据星图平台提供的刊例表多维度选择与产品相符的达人，达人在星图上找到合适的商家，并且只有通过星图接入的广告才不会被平台限流或删除。
- 目前通行的标准是平台从广告费中抽成30%左右作为流量费用。

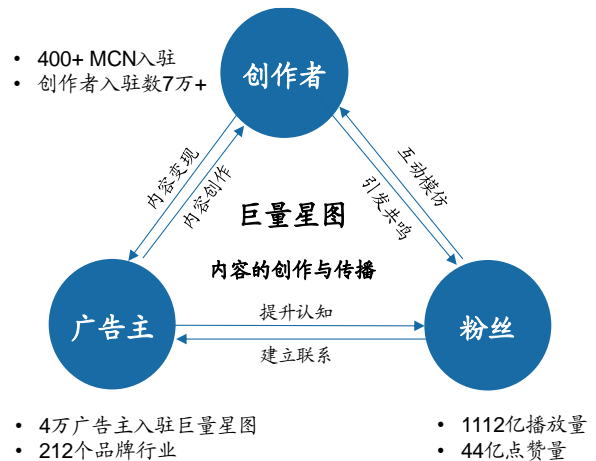
值得一提的是，目前短视频平台当中，都会算法检测你的视频里面有没有商业元素，一旦有了商业元素，是可以直接降权，不放流量给这一视频的，甚至你的粉丝也看不到你更新了视频，因此相比于微博和微信，短视频平台拥有对于流量更强的分配权。

图15: 快接单为服务商、达人等提供全方位价值



数据来源: 快手光合生态大会, 广发证券发展研究中心

图16: 抖音星图为广告主、创作者提供商业化方案

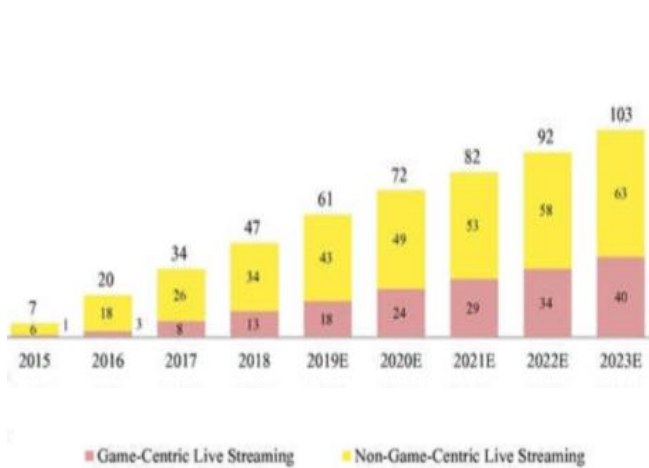


数据来源: 抖音星图, 广发证券发展研究中心

(三) 直播打赏: 抖音、快手异军突起, 基础流量池稳固为直播端导流

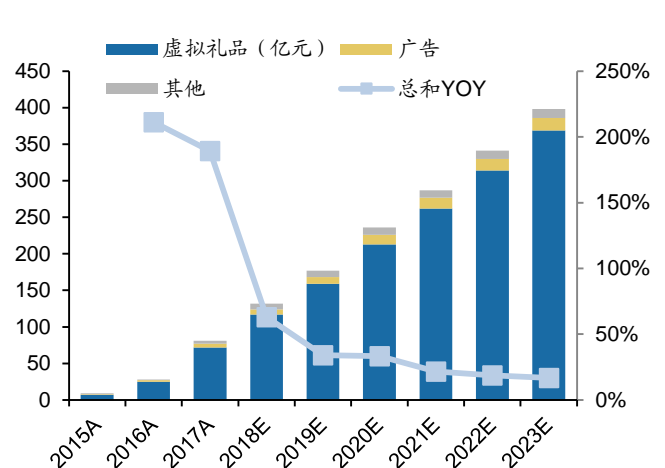
除了能够收到直播带货佣金和广告费之外，还有一类收入主要系直播打赏分成。在斗鱼、虎牙、YY、MOMO等直播生态当中，直播公会MCN均起到了活跃平台气氛，帮助平台拉新，制造直播内容，策划直播活动，最终达到刺激用户付费的作用。此前快手基本上没有接入官方公会，近期也将逐步探索接入公会，而抖音在做直播的时候一开始就接入了公会。不考虑短视频行业进入带来的增量，根据艾瑞报告统计，整体直播行业的规模在2019年突破600亿元，增速约为29.8%。而以其中的游戏直播为例，其中虚拟物品打赏的占比一直保持在90%以上，另外还有部分是广告和其他收入，占大部分的虚拟物品打赏收入平台方均需要与MCN/主播进行分成。

图17: 2019年预计整体直播市场规模突破600亿元



数据来源: 艾瑞数据, 广发证券发展研究中心

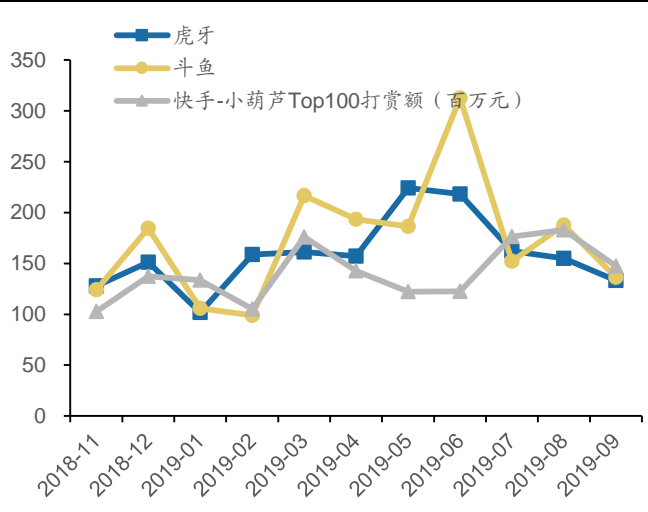
图18: 游戏直播市场为例打赏占据了大部分收入份额



数据来源: 克劳锐数据, 广发证券发展研究中心

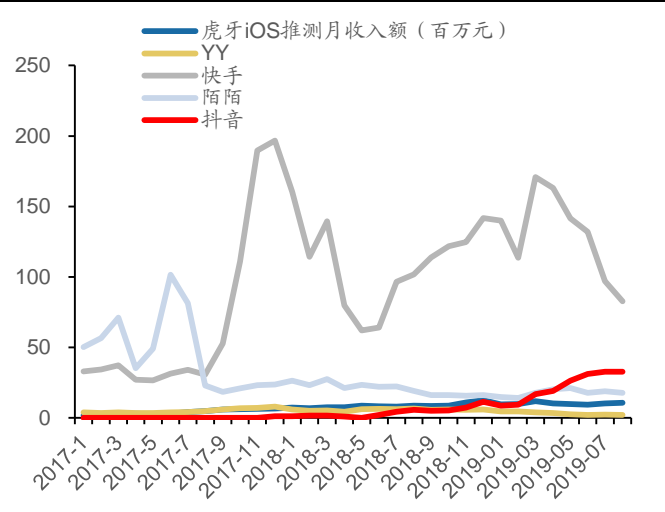
目前从直播的量级来看, 根据AppAnnie数据估计, 快手已经是所有直播软件的第一名。抖音从19Q1之后崛起飞快, 目前已经在产品端开了直播广场, iOS的收入迎头赶上位列第二。我们另外根据小葫芦统计的Top100主播打赏收入来看头部平台的打赏集中度情况, 可以发现虎牙、斗鱼、快手均处于同一量级, 而考虑到快手本身的直播打赏收入要高于虎牙和斗鱼, 因此我们认为快手的打赏者结构更加平均, 不是很依赖鲸鱼主播和鲸鱼用户, 用户会长周期、平均地打赏非单一的主播。对于平台而言, 这样能够有效拉高平台的长期留存率和搭建直播内容生态。另外对于MCN来说, 没有过度突出的头部主播, 也使其议价能力提升, 不会过多依赖那1-2个主播挣得收入, 能够源源不断的切割细分市场, 培养出中腰部主播。

图19: 小葫芦Top100主播打赏收入推移



数据来源: 小葫芦, 广发证券发展研究中心

图20: AppAnnie iOS推测月收入情况推移



数据来源: AppAnnie, 广发证券发展研究中心

三、产业链梳理：平台、代理、MCN、红人、供应链/品牌方多方共享成长红利

我们对于整体的产业规模和分层模式进行的大致的梳理，市场规模上带货最大、直播打赏次之、最后才是内容广告市场。以直播为例，分成参与者主要系内容平台方、平台代理方、代理商、MCN/红人四个环节，而“人-货-场”的链条中，主导产业链利益分配的主要系新的消费场景的承载平台即内容平台方（抖音、快手、淘宝直播等），当前仍处于产业初期，多方一起享受行业成长红利。

（一）产业规模和分成：直播带货市场规模或最大，也最具增长潜力

我们对三类变现业务进行了大致的总结，其中直播带货市场或许是最大也最具增长潜力的市场。

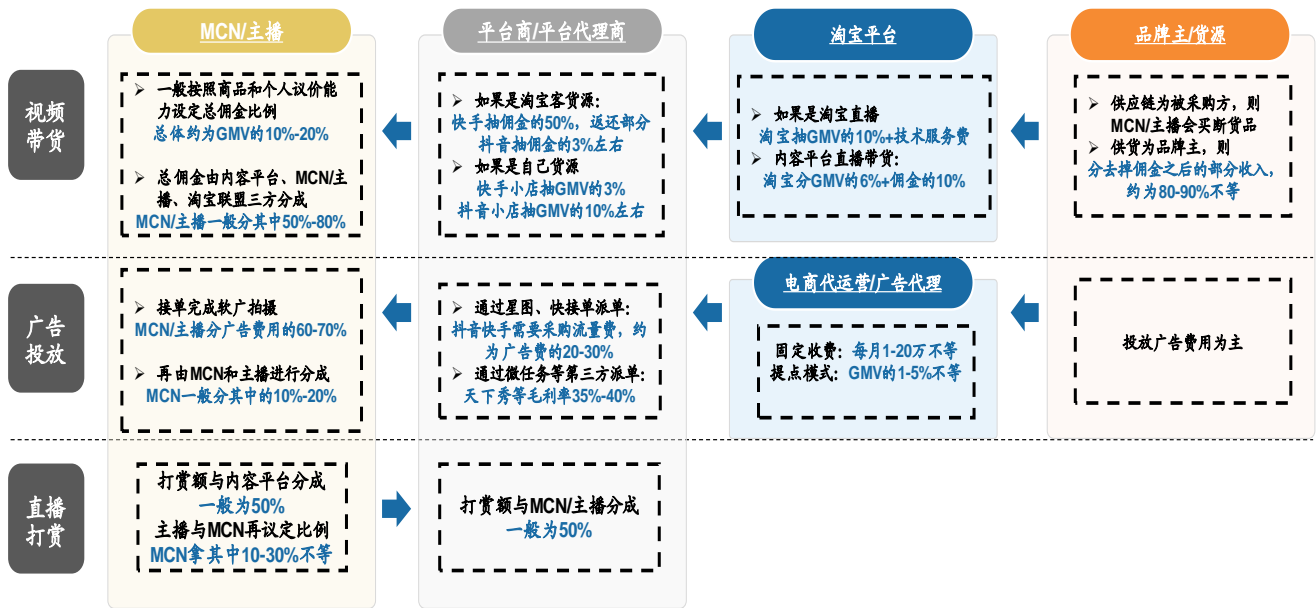
- **直播/视频带货：**根据淘宝透露的数据，淘宝直播早在2018年就已经突破了千亿GMV，而2019年双十一带动销售额过200亿元，另外考虑到快手电商直播规模较大（快手&有赞11月6日举办的购物节GMV同比增速超400%，19H1有赞快手商家GMV达到10亿元）、抖音（与淘宝签订了大额年度框架协议，内包括带货佣金）等短视频平台的电商规模，我们认为这或是一个小几千亿GMV规模的市场。而当前考虑到直播带货的品类仍然在不断拓展，用户被带货的产品仍主要以客单价较低商品为主，我们认为这一市场或仍有较大的增长潜力。
- **广告分成：**我们此前曾在《品牌广告：广度、深度、强度三维度定义价值，持续看好楼宇广告及大屏广告》报告中拆解了品牌广告和效果广告的比例，我们认为2018年整体品牌广告市场规模高达3374亿元，而考虑到MCN仅仅只能切走短视频和部分社交网络平台当中的非效果广告的份额，我们认为这仅仅只是一个百亿级别的市场，根据克劳锐在《2019中国MCN行业研究白皮书》援引艾瑞的统计，2019年MCN行业预计将切走约109亿元的市场规模。
- **直播打赏：**根据艾瑞报告数据，仅考虑纯直播App，直播行业的规模在2019年突破600亿元，增速约为29.8%，如果我们考虑到快手和抖音等短视频App、酷狗音乐和QQ音乐等音乐App的直播收入，则整体市场规模或许将更大，考虑仅腾讯音乐集团19Q1-Q3的直播收入就高达130.94亿元，我们认为整体直播打赏市场或高达1000亿以上。

另外我们还需要分析三大业务当中，MCN/主播能够分成到的份额比例：

- **直播/视频带货：**相对来说分成模式较复杂，一般是MCN和主播设定了一定佣金比例后，佣金由MCN/主播、内容平台（抖音、快手、淘宝直播等）、电商平台（供货的淘宝、拼多多等）三方分成。
- **广告分成：**广告主的投放金额直接通过媒体平台分配给MCN/主播，媒体平台对于内容广告可能会抽取一部分的技术服务费，另外可能这笔广告费用当中需要预留一部分的流量费用用以增加曝光（同样由媒体平台分得）。
- **直播打赏：**一般平台与MCN/主播分成比例从3:7到5:5不等，一般以5:5分成居多。

综合来看，直播带货目前为三大业务中规模最大，同时短期发展增速最快的业务，因此我们下面主要按照直播带货的产业链分类介绍各个环节的情况。

图21：视频带货、广告投放、直播打赏



数据来源：淘宝数据，克劳锐，广发证券发展研究中心

值得一提的是直播带货由于牵扯的产业链环节较多且产业发展尚未成熟，因此分成方式经常调整。2019年7月底，淘宝出台了针对内容平台直播带货的新分成政策，在抖音、快手、微博、今日头条、UC等平台推广的需要额外扣除6%专项服务费。我们简单举例来看，原有模式下，按照20%的佣金比例，100元的商品佣金20元当中2元以技术服务费的名义被阿里巴巴抽取，剩下18元供内容平台和MCN/主播两方分成；而现在则是淘宝首先抽走6元的内容场景专项服务费，然后扣掉1.4元的技术服务费后剩下的12.6元佣金供内容平台和MCN/主播两方分成。

表2：淘宝针对外部内容平台的带货新规

	新规前	新规后
商品售价，假设	100元	100元
佣金，假设20%	20元	20元
扣除内容场景专项服务费（新增，阿里收取）		6元
剩余佣金	20元	14元
扣除技术服务费，佣金10%（阿里收取）	2元	1.4元
剩余佣金	18元	12.6元
阿里巴巴获得比例	2%	7.4%
内容平台和MCN/主播共获得比例	18%	12.6%

数据来源：新浪财经新闻，广发证券发展研究中心

(二) 内容平台方：抖音快手引领增长，用户画像决定差异化发展路径
首先本轮直播带货因何而起？我们认为主要与内容平台快手、抖音流量红利相关。

- ▶ 抖音：2018年才正式接入直播，而此前业务主要以秀场直播为主，带货业务逐步在2019年成为战略重点，当前部分供应商已经开始在抖音上跑通了带货的商业模式，进入快速增长期，其头部供应商每日好货在抖音的GMV达到环比增长40%-50%，呈现出爆发式增长的态势。考虑到抖音在2019年7月公布抖音日活已经超过了3.2亿人，
- ▶ 快手：2017年正式接入直播带货，而根据《2018快手年度报告内容》，快手在2018年平均每个卖货视频能够带来的收益高达1068元/个，通过快手带来直接交易的商业用户比例高达48%、快手交易额占到这些商户收入比例的56%。好货接单日一天散打哥带货就超过了1.6亿元。而2019年快手&有赞直播电商节GMV同比增幅超过了400%等等均揭示快手平台带货仍处于快速成长期，考虑到快手在2019年5月公布日活已经突破2亿人，并且计划在2020春节前突破3亿DAU，而快手直播的日活在2019年12月已经突破1亿人，我们认为快手在直播带货方面的势能还将持续释放。
- ▶ 淘宝直播：2016年淘宝直播正式开通，2016年当年日活峰值已经达到了千万级，而到2018年根据淘宝披露，GMV超过了1000亿元，增速高达350%，2019年双十一的淘宝直播GMV近200亿元，在淘宝总GMV渗透率近10%，我们预计淘宝直播在淘宝整体的GMV仍将以每年1-2pct的速度不断提升。

整体来看，直播带货市场2019年有近小几千亿的市场规模，从目前各家主要直播电商内容平台增速来看，增长似乎仍未有放缓迹象。

图22：电商直播行业概况梳理

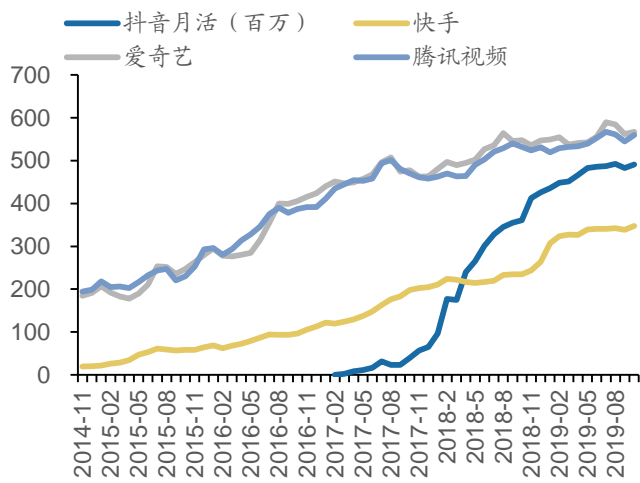
	开始时间	成交场景	用户情况	2018年预计	2019年预计	未来预期
抖音	2018年	抖音小店 淘宝天猫店	抖音DAU超 3.2亿	~	~百亿GMV	成长初期 增速极快
快手	2017年	快手小店 魔筷小店 有赞小店 淘宝天猫店	快手DAU超 2亿	~百亿 GMV	~千亿 GMV	预计仍将有较 大增长空间
淘宝直播	2016年	阿里妈妈 淘宝直播	淘宝DAU超 3亿，18Q3淘宝 直播月活增速超 100%	~1000亿 GMV	~2000亿 GMV	每年以1-2pct提 升在淘宝整体总 的GMV渗透率

数据来源：淘宝数据，抖音好物节，快手数据，广发证券发展研究中心

我们认为抖音和快手的出现带来的新的流量红利外溢，诞生了直播/视频电商这一风口。根据Quest Mobile的数据，截至2019年10月，抖音的月活约为4.91亿人，同比增长35.92%，环比增长1.73%，自推出起呈上涨趋势。第二名的快手月活约为3.48亿人，同比增长47.97%，环比增长2.66%，相当于抖音月活的71%。第三名西瓜视

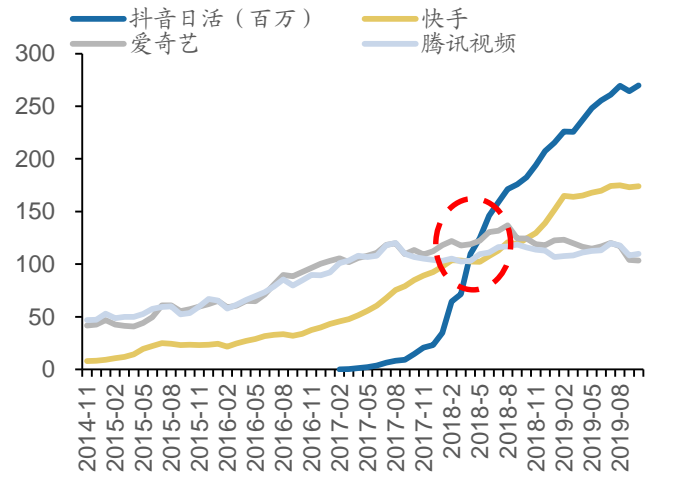
频相当于抖音月活的28%。截至2019年10月，抖音的日活约为2.70亿人，同比增长47.85%，环比增加2.01%，整体呈上涨趋势。第二名的快手日活约为1.74亿人，同比增长40.11%，环比增加0.65%，相当于抖音日活的65%。第三名西瓜视频相当于抖音日活的14%。在整体的流量规模上，抖音、快手已经超过了原来的长视频平台爱奇艺、腾讯视频等。

图23: 短视频头部App月活开始逐渐接近长视频平台



数据来源: Quest Mobile, 广发证券发展研究中心

图24: 短视频头部App日活已经超过长视频平台



数据来源: Quest Mobile, 广发证券发展研究中心

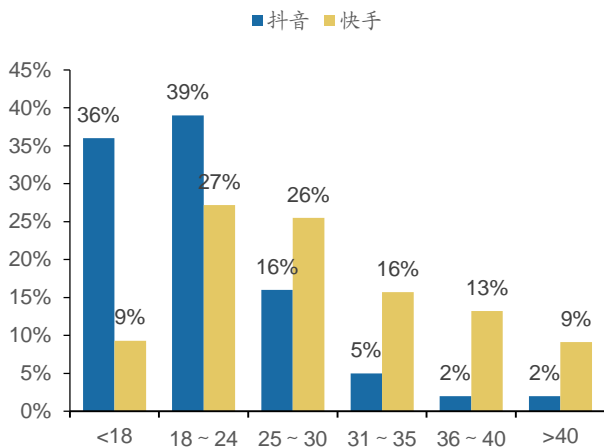
我们认为形成流量分发的基础设施的先决条件主要有三个: (1) 这一媒体形式需要大量占有用户时长, 才能有进行流量分发; (2) 媒体内部必须诞生超级App, 只有用户时长集中在一个平台上, 这一超级App才得以使分发成为可能; (3) 用户使用这一媒体场景的目的性不能太强, 不能是用完即走。

我们认为短视频完美地符合了以上三个条件, 因此通过信息流的形式释放了大量的新增流量红利, 而因此长远来看, 依附于内容平台形成的电商购物场景也与其用户属性完美契合, 用户画像将决定抖音和快手的差异化发展路径, 根据卡思短视频抽样调查的数据:

- 从用户年龄段来看, 抖音受“Z世代”追捧, “80后”偏爱快手。抖音75%用户为24岁以下, 其中不满18周岁用户多达36%, 30岁以上用户仅为9%; 快手30岁以上用户占38%, 不满18周岁用户仅为9%。
- 从用户城线分布来看, 抖音用户在高线城市占比最多, 快手用户在低线城市占比最多。抖音在一线城市占比为31%, 在二线及以下城市分布平均; 快手用户在四线及以下城市占比最高为37%, 一线城市占比最少为15%。
- 用户性别分布方面, 抖音用户女性比例高于快手。抖音女性用户为57%, 快手女性用户为49%。

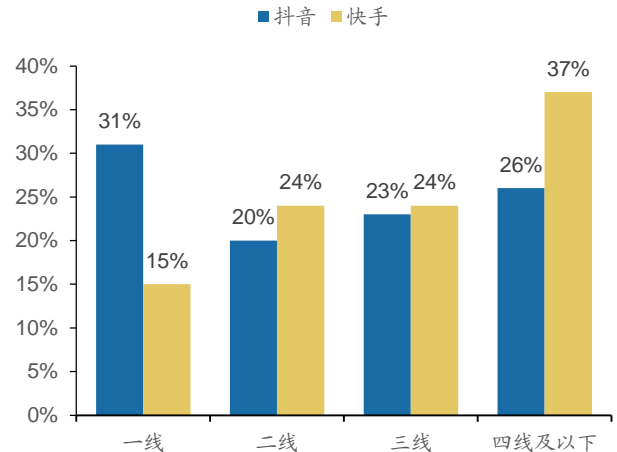
我们可以从快手对于广告和直播位置的关注率来看用户画像的影响, 快手平台上用户对于零食、饮料、3C产品、汽车、护肤品等均具有较高关注度。长期来看, 内容电商平台需要不断扩张自己的SKU以更好的匹配本平台的用户画像。

图25: 抖音和快手用户年龄段分布 (单位: %)



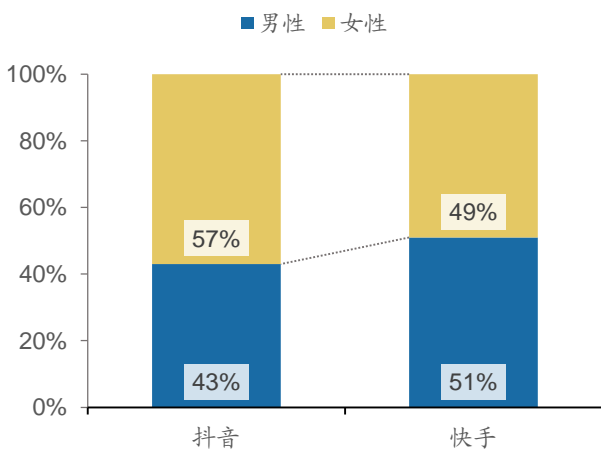
数据来源: 卡思数据, 快手, 广发证券发展研究中心

图26: 抖音和快手用户城线分布 (单位: %)



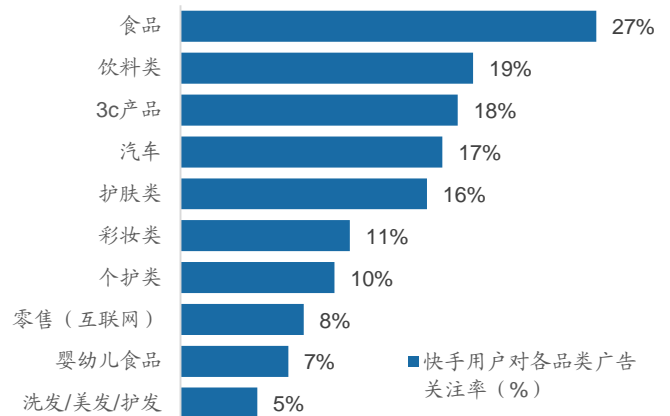
数据来源: 卡思数据, 快手, 广发证券发展研究中心

图27: 抖音和快手用户性别分布 (单位: %)



数据来源: 卡思数据, 快手, 广发证券发展研究中心

图28: 快手对于各个品类广告的关注率情况



数据来源: 快手, 广发证券发展研究中心

(三) 平台代理方: 搭乘平台东风, 提供撮合价值

我们在前文中提到一般软广 (包括视频带货) 需要走平台本身的广告接单系统, 而内容媒体平台 (如微博) 有时候会将这一广告系统外包, 因此诞生出一个新环节是平台的代理方。其主要职责是提供方便且高效的广告任务撮合服务, 这与第一方平台的广告系统职能相似, 因此我们首先以快手的快接单为例说明这一环节是如何运作的。快接单是面向快手网红的推广接单功能, 快手达人可以通过“快接单”功能接受广告主公布的App应用/品牌/电商推广等订单, 拍摄视频或通过直播完成订单, 并获得相应的推广收入。快接单系统内部有20多种可挑选网红类型, 网红的粉丝量级为1000万以上, 总的视频日均曝光量为4亿次以上。同时接单系统里面设有短视频、直播、快享计划等三种广告形态, 有网红粉丝关注页码、网红主页推广、推广视频页、电商跳转页等四种广告推广位置, 广告主完全可以结合需求选择合适价位的广告展示形式。比如以直播带货为例, 广告主就可以选择自己品牌的独场直播, 结算方式按照CPS计算等。

表 3: 以快手为例看短视频平台开放的广告位置

广告形态		展示形式	收费形式	适用范围
短视频	弱链	“去下载”位置	定价模式，根据广告主合租网红的粉丝量、活跃程度、视频播放量、互动量等因素综合计算出一个价格，在下单时扣款	暂仅支持应用下载类投放
	置顶	在合作网红粉丝关注页置顶内容 24h	系统根据发布商业内容网红的粉丝量、粉丝活跃程度，通过算法给出合理的置顶价格，每个达人最终置顶的价格会存在差异	所有视频
直播		独场直播、混场直播	CPT+CPS	所有
快享计划		创作者在部分已有作品添加后贴片广告（图片+文字；视频+文字）	（1）CPC：点击图片即扣费，iOS 低价 0.2 元，安卓底 0.1 元。建议出价在 1 元以上	（1）安卓下载类：点击后直接下载 apk 安装包
			（2）OCPC：下载类广告主可使用 ocpc 激活（账户整体累计 3 个激活数可见）；客资收集类客户可使用 ocpc 表单（账户整体累计 20 个表单数量可见）	（2）iOS 下载类：打开相应 appstore 页面
				（3）落地页类：打开相应 H5 页面
				（4）淘宝/天猫类：打开调起淘宝/天猫 app

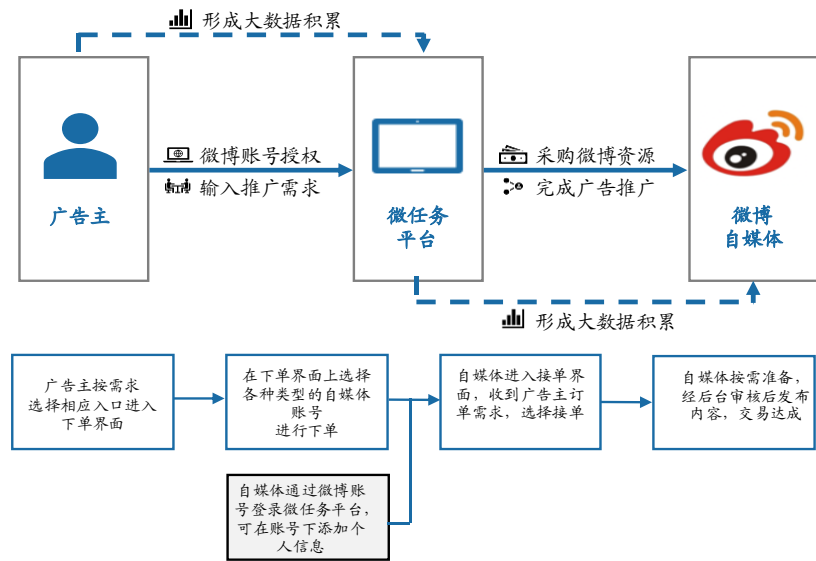
数据来源：快手新闻发布会，广发证券发展研究中心

典型的平台代理方主要系A股上市公司st慧球旗下的天下秀。微博的微任务资源开放给了天下秀帮忙撮合交易。天下秀作为“微任务”运营公司，负责“微任务”产品、技术开发和运营维护、拓展以及相关客户服务工作，“微任务”的业务品牌、所有权及知识产权归天下秀单独所有。广告主通过微任务平台自行选择自媒体账号发布商业信息，天下秀从中收取服务费，并向北京微梦（微博子公司）支付平台分成成本。天下秀向北京微梦支付的金额为天下秀服务费收入（扣除手续费等相关费用）的70%，另外北京微梦也向天下秀支付运营支撑费用（交易金额的一定比例）。

而品牌主在天下秀上投广告的流程为：

- 自媒体通过微博账号登录微任务平台，可在账号下添加个人信息，天下秀的微任务系统会根据自媒体账号属性分配标签。
- 广告主登录微任务平台后选择符合推广需求的自媒体账号类型，系统筛选一批账号，然后供广告主进行下单，。
- 自媒体接单后按照广告主要求并经后台审核后发布推广内容，交易完成。

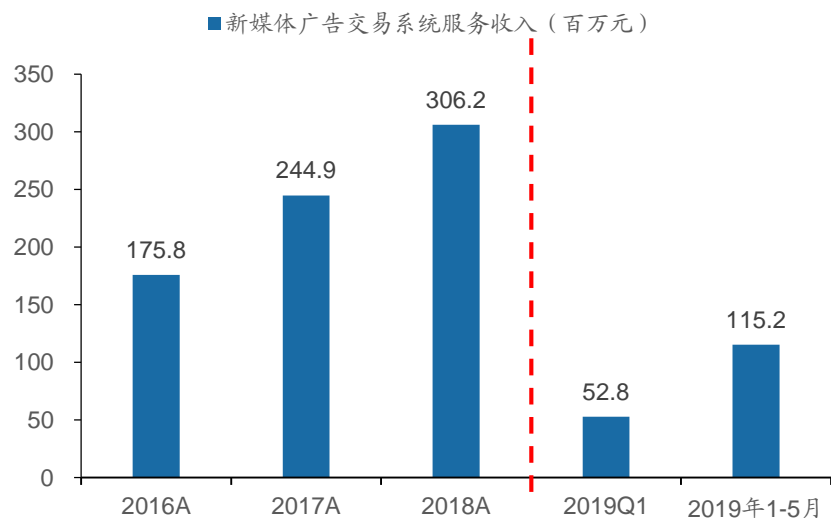
图29: 平台代理方天下秀的微任务代理投放操作流程图



数据来源: st慧球重组说明书, 广发证券发展研究中心

截至2019年5月止5个月, 天下秀新媒体广告交易系统服务收入为1.15亿元。而2016-2019Q1公司通过新媒体交易广告系统录得收入1.76亿元、2.4亿元、3.1亿元和5,278.37万元, 占公司总收入比分别为36.93%、33.76%、25.31%和15.28%。而对应的微博平台的广告主总消耗金额从2016-2019Q1分别是6.9亿元、9.1亿元、10.6亿元和1.8亿元。以此计算平台和代理方在这一广告交易场景中收取的费用比例分别是: 25.4%、26.9%、28.9%和28.9%。

图30: 2016-2019年1-5月天下秀新媒体广告交易系统服务收入情况



数据来源: st慧球重组说明书, 广发证券发展研究中心

(四) 品牌代理商服务商：电商运营精细化，针对品牌主需求不断优化

品牌电商服务商则是针对广告主或者货源侧的代理方，负责帮品牌总电商这一渠道的投放优化等工作，因此直播带货的广告预算可能是有代理方而非品牌方自己分配的。国内目前排前的代运营公司主要有宝尊电商、壹网壹创、杭州悠可、丽人丽妆等。随着品牌越来越重视线上销售渠道，并且化妆品等品类持续推进品牌力的建设，专业的品牌电商服务商在产业链中的重要性提升，品牌选择代运营进行电商平台管理的比例将会增加。根据艾瑞咨询的数据，2018年代运营行业市场规模已达1613亿元，2019年预计整体整体规模为2151亿元，未来两年行业整体将保持25%以上的增速。

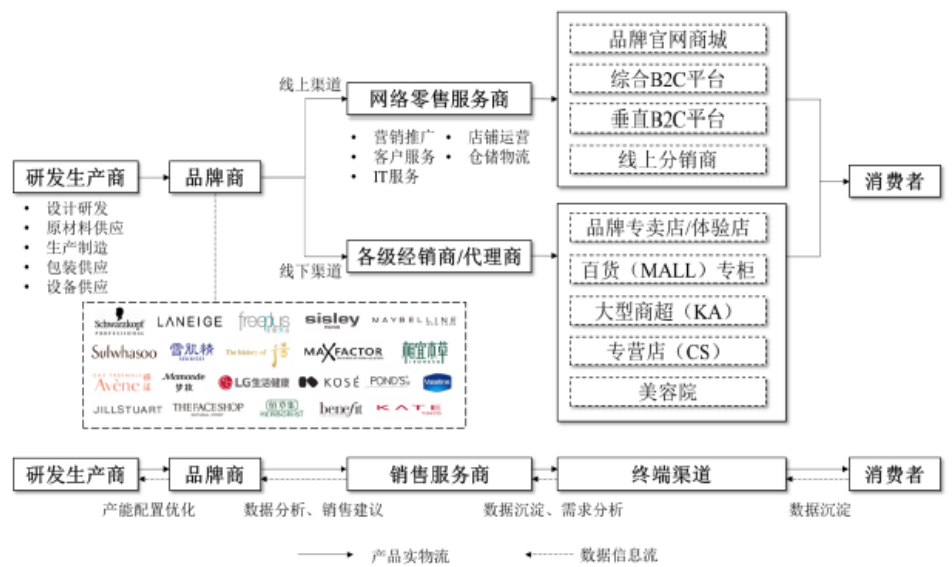
表 4: 各代运营公司主要情况

品牌电商服务商	客户类型	主要合作品牌	业务模式	收入	资产证券化情况
宝尊电商	服装、家电、食品、化妆品、母婴等	耐克、飞利浦微软等	经销类模式、服务类模式，提供包括店铺运营、数字营销、IT解决方案、仓储配送、客户服务等服务	2018 年营收 53.9 亿元，净利 2.7 亿元； 2019H1 营收 29.9 亿元，净利 1.0 亿元	2015 年纳斯达克上市
丽人丽妆	主要集中在化妆品类	雪花秀、施华蔻、雅漾、美宝莲等	电商零售业务以及品牌营销运营服务等	2018 年营收	2016 年 IPO 被否，2019 年再次报送
壹网壹创	主要集中在化妆品类	佰草集、百雀羚、OLAY、宝洁等	品牌线上服务、线上分销、内容服务	2018 年营收 10.1 亿元，净利 1.6 亿元； 2019H1 营收 5.6 亿元，净利 0.7 亿元	2019 年登陆 A 股
杭州悠可	主要集中在化妆品类	雅诗兰黛、香奈儿、娇韵诗等	线上营销、品牌管理、线上分销等	2018 年营收 11.4 亿元，净利 1.3 亿元	

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

品牌电商服务商并不简单只是帮助品牌进行电商店铺管理，其提供的服务内容可以包括从品牌店铺建设到货品采购及库存管理，精准整合营销策划及执行、售前/售后客户服务、销售订单履行、品牌CRM及会员运营等线上零售各个环节。对于代运营公司来讲，不仅需要有强大的销售达成能力还必须要能够持续进行品牌孵化和技术保障的能力。

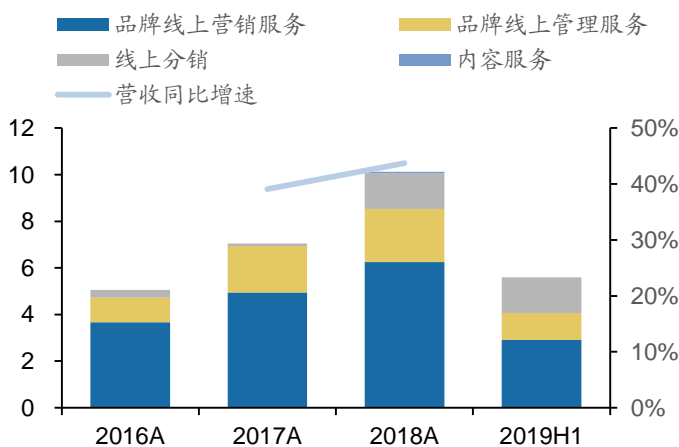
图31: 代运营产业链-以化妆品销售为例



数据来源：丽人丽妆招股说明书，广发证券发展研究中心

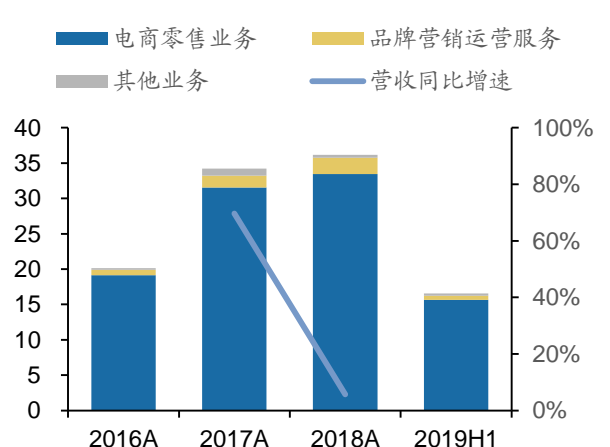
不同代运营公司侧重点有所不同，首先从服务对象来看，根据公司基因不同，专注服务的领域有所差异，宝尊电商服务行业更加多元化，从家电、服装到日化均有覆盖，若羽臣专注保健品、母婴以及个护等，壹网壹创以及丽人丽妆则主要从事化妆品广告主的电商服务。整体营收规模从营收结构来看，丽人丽妆电商零售业务对应壹网壹创品牌线上营销服务，前者该业务营收体量大于网创，而从毛利率来看，壹网壹创品牌线上营销服务毛利率略高于丽人丽妆电商零售业务，主要是因为各家在品牌结构以及与各合作品牌供价策略以及营销策略上有一定差异。

图32: 壹网壹创营业收入(亿元)



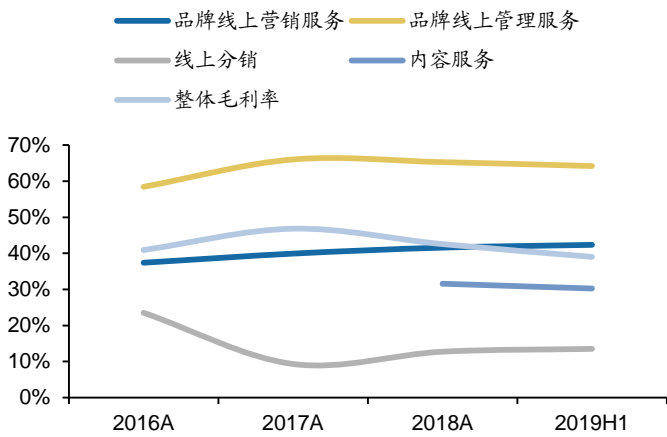
数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

图33: 丽人丽妆营业收入(亿元)



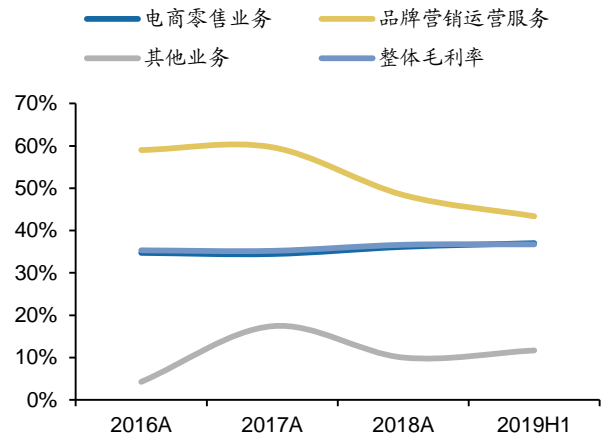
数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

图34: 壹网壹创各项业务毛利率



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

图35: 丽人丽妆各项业务毛利率

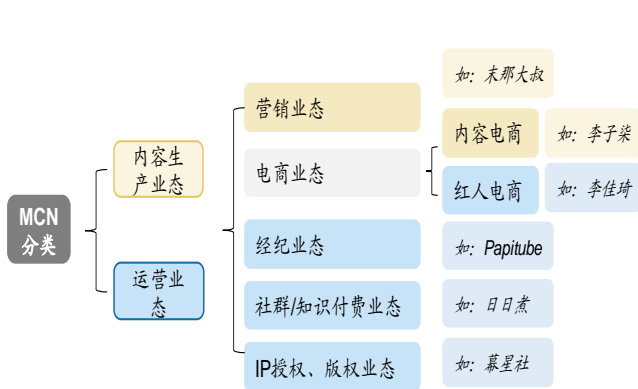


数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

(五) MCN/红人: 各细分市场 MCN 后续逐步走向融合, 垂类市场空间极大

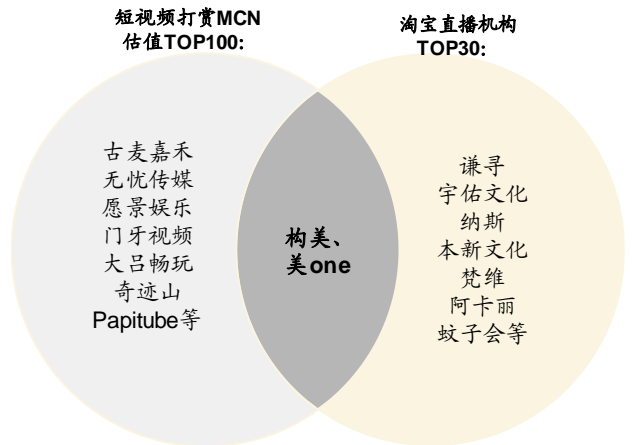
整条产业链带货的主力也是受益最大的环节仍是MCN和红人。值得注意的是我们此前虽然分析了有三种不同的MCN变现模式, 但当前MCN多样化变现的情节并不多, 多集中于同一种变现模式。按照业态的差异, 我们可以将MCN分为营销、电商、经济、社群/知识付费、IP授权/版权业态, 其中电商又可进一步划分为以李子柒和李佳琦分别代表的内容电商(视频内容带货)和红人电商(直播者带货)。我们统计了短视频打赏前100名和淘宝直播前30名MCN发现榜单仅2家重合(以TOP郑予洁等美搭博主代表的美和以李佳琦代表的美one)。说明秀场、游戏等内容打赏的逻辑与直播电商的业务运作逻辑有着较大的不同。能够多项业务均跑通的MCN, 均以规模较大取胜, 以美举例, 其拥有156名短视频平台头部艺人, 近百个街拍型账号, 旗下账号19H1共获100多亿点击率, 并且其也在在淘宝直播发展初期即布局服装垂直领域, 积累经验、口碑和深耕服装品类的自身属性, 使其能在短视频打赏和直播MCN机构两个领域均位列前茅。

图36: MCN分类逐渐进一步细化



数据来源: Quest Mobile, 广发证券发展研究中心

图37: 当前直播打赏与直播带货MCN重合度较低



数据来源: Quest Mobile, 广发证券发展研究中心

为什么我们判断MCN是最受益的环节？一方面因为视频内容博主和直播主播们找到了变现效率更高的方式，另外一方面则是当前渠道混战期，各大平台只会加大对MCN的补贴力度。如快手、抖音对MCN机构均实施分级扶持计划：

- 除了以“优质创作账号数、月人均发布视频数、自然月机构总播放、总涨粉量、机构入驻账号总粉丝量”五项标准对MCN机构分级外，快手还对MCN机构通过“自然月总发文量”进行考核。
- 成为快手的入驻级（C级）MCN仅需满足3项最低要求，即拥有3个优质账号、月发布视频数30个、人均视频发布数10个。从内容级（B级）开始起，对总粉丝量、总播放量、总涨粉数要求增加，且不同高等级之间差异显著。内容级、核心级和战略级最低总播放量分别是500万、1000万和2000万，最低涨粉数分别是5万、10万和20万，最低总粉丝量分别是100万、300万、500万。
- 针对不同等级的MCN权益各不相同，最高可享受14项权益，即专属运营指导、MCN机构管理后台、功能权限开通、粉丝头条折扣、话题活动优先通知、月度流量扶持、优质原创保护、专属活动定制、PR行业传播背书、认证讲师合作、线下运营公开课邀约、优质账号快速认证、区域合作计划、对公结算权限。

表 5: 快手各个等级的 MCN 分类情况和标准

	S 战略级	A 核心级	B 内容级	C 入驻级	
分级标准	优质账号数	≥15	≥10	≥5	≥3
	账号总粉丝量	≥500 万	≥300 万	≥100 万	/
	自然月总发文量	≥200	≥120	≥60	≥30
	自然月总播放量	≥2000 万	≥1000 万	≥500 万	/
	自然月总涨粉数	≥20 万	≥10 万	≥5 万	/
	人均视频发布数/月	≥12	≥10	≥10	≥10
权益	专属运营指导	√	√	√	√
	MCN 机构管理后台	√	√	√	√
	功能权限开通	√	√	√	√
	粉丝头条折扣	√	√	√	√
	话题活动优先通知	√	√	√	√
	月度流量扶持六项权益	√	√	√	√
	优质原创保护	√	√	√	
	专属活动定制	√	√		
	PR 行业传播背书	√	√		
	认证讲师合作	√	√		
	线下运营公开课邀约	√	√		
	优质账号快速认证	√	√		
	区域合作计划	√			
	对公结算权限	√			

数据来源：快手光合生态合作者大会，广发证券发展研究中心

注：“对公结算权限”是指机构旗下主播、达人获得的收入会直接进入机构账户，再由 MCN 机构发给个人，直接保证了机构的权益。

抖音可分为战略级内容DP、核心级内容DP、内容DP和入驻MCN。对于入驻MCN最低要求为拥有5个优质创作账号数、月人均发布视频数3个和总粉丝量1万。战略级、核心级和普通内容DP月总播放量、总涨粉量、总粉丝量相差甚远，最低总播放量要求分别为4500万、4亿和9亿，最低总涨粉量分别是10万、150万和550万，最低总粉丝量分别是40万、40万和1亿。MCN权限主要涉及平台权限、工具服务、内容指导、身份特权等方面优惠政策。

表 6: 抖音各个等级的 MCN 分类情况和标准

		战略级内容 DP	核心级内容 DP	内容 DP	入驻 MCN
分级标准	优质创作账号数	≥5	≥5	≥5	≥5
	人均发布视频数/月	≥10/月	≥10/月	≥10/月	≥3/月
	自然月机构总播放	≥9 亿	≥4 亿	≥4500 万	/
	自然月机构总涨粉	≥550 万	≥150 万	≥10 万	/
	机构入驻账号总粉丝量	≥1 亿	≥40 万	≥40 万	≥1 万
权限开启	5 分钟视频权限开启	500 粉	500 粉	500 粉	500 粉
	直播权限开启	500 粉	500 粉	500 粉	500 粉
	入驻星图	√	√	√	部分
工具服务	MCN 机构管理平台 (数据+管理)	√	√	√	√
内容指导	抖音 MCN 内容培养课程	√	√	√	√
	抖音 MCN 内容培养课程主讲	√	√		
	话题预知	√	√	√	√
	活动预埋	√	√		
	激励扶持	√	√	√	√
身份特权	授牌	√			
	专人对接	√			
	优先派单	√	√		
	ip 联合出品	√			
其他激励	官抖发布账号混剪视频	√	√	√	√

数据来源：抖音星图，广发证券发展研究中心

四、MCN 和直播带货产业链将走向何处？

在梳理的MCN的前生今世、业务分类和产业链环节之后，我们想简单讨论下未来行业的发展趋势。（1）短期来看，因为内容平台仍处于混战期，我们认为MCN平台将成为短视频平台之前竞争的抓手，在内容库和商品库两方面进行拓展创新；

（2）中长期来看，海外YouTube模式下暴露的MCN问题仍待解决，比如长期竞争优势更加核心的平台挤压问题、头部博主流量过大带来的成本问题和扩张中中长尾主播的管理边界问题。

（一）内容平台利用 MCN 在供给侧不断拓展垂类内容，短期增长红利无忧

考虑到当前短视频平台正处于激烈竞争状态，我们认为MCN此时是短视频平台拓展新客群的重要抓手之一。UGC保证视频的上传数量，OGC保证高热内容质量，抖音与快手均需要依赖于MCN为其制作优质视频。其中抖音采取内容分发算法中心化策略，其达人视频的推荐路径需经过三个阶段，即经过平均曝光量的冷启动流量池后根据视频各项指标挑选出前10%数据，在更大的流量池曝光，因此推荐给用户的视频有中心效应，有利于优质内容创作者，和MCN机构实现强强联合。快手基于普惠原则和去中心化算法，和MCN机构合作核心主要是提供服务和指导，不涉及资金补贴，也不涉及人工推荐扶持。

但总体上，两家视频平台都给予了MCN各类扶持政策。快手在19年7月提出“百亿流量补贴，助力10万创作者，重点覆盖20垂类”的光合计划、“百亿阶梯助力机构创作者，至少覆盖了10000个MCN机构”的快成长计划、“引入不少于500个头部游戏内容创作者及给予不低于百亿次曝光”的百万游戏创作者扶持计划、媒体号UP计划、政务媒体POWER计划和时尚领域计划；此外，还提供粉条、发现页入口位置调整、话题资源等。抖音和MCN机构合作较为成熟，目前的扶持计划主要涉及西瓜视频等今日头条系平台曝光量、“DUO+”流量资源、官方话题人物包、对外宣传海报、排行榜等活动。

图38：抖音和快手针对MCN的权益条件、扶持计划和策略

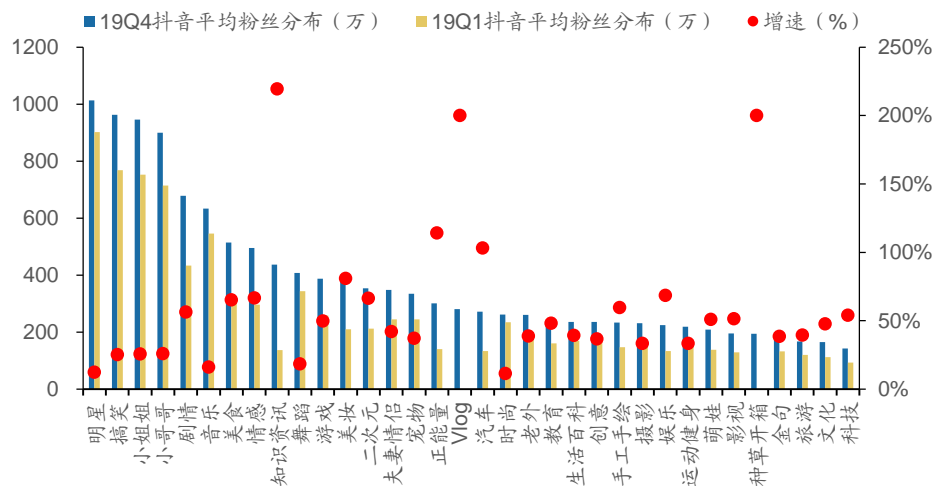


数据来源：抖音星图，快手快接单，广发证券发展研究中心

MCN是怎样帮助短视频平台构建好的内容生态的？答案是通过一般人较难涉足的垂类内容。我们对快手和抖音Top2000的主播主要内容分布进行了统计，可以发现

19Q4，抖音主播粉丝分布数前三是明星、搞笑和小姐姐，其平均粉丝数分别是1012.8万、962.7万和945.5万，较19Q1增速分别是12%，25%和26%，占总品类粉丝数比重分别是7.6%、7.3%和7.1%，这一品类与快手的前五重合度极高。而19Q1-19Q4帐号涨粉较快的是各个垂直品类，19Q4主播平均粉丝数增速最显著的前三品类分别是最显著的有知识资讯、正能量和汽车：知识资讯较19Q1增加219%至436.7万，正能量增加114%至300.7万，汽车增长103%至271.1万粉。另外还有Vlog和种草开箱为新出现品类，平均粉丝数分别是280.1万和193.6万。

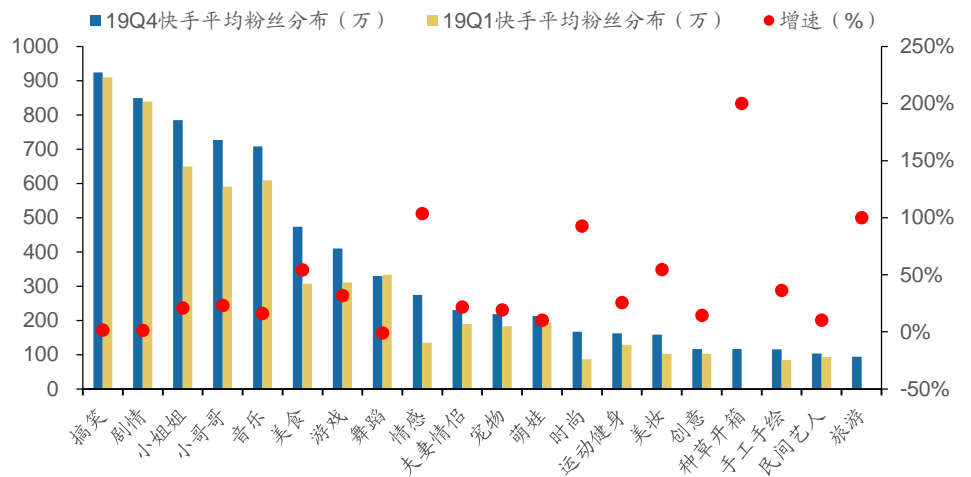
图39：从19Q1到19Q4，抖音的各个垂类内容粉丝增长迅速



数据来源：卡思数据，广发证券发展研究中心

快手平均粉丝数最多帐号的品类为搞笑、剧情和小姐姐，新出现垂类当中同样有种草开箱视频。19Q4新品类种草开箱和旅游在19Q4的粉丝平均数分别是116.3和94%。而前三品类明显增速开始放缓，19Q4搞笑类增长2%至924.5万，剧情类增长1%至849.6万，小姐姐类增长21%至784.9万。未来快手拓展方向同样是细分垂类内容，19Q4涨粉速度最显著的是情感、时尚和美食，分别增长104%，93%和54%。

图40: 从19Q1到19Q4, 快手的部分垂类内容粉丝增长迅速

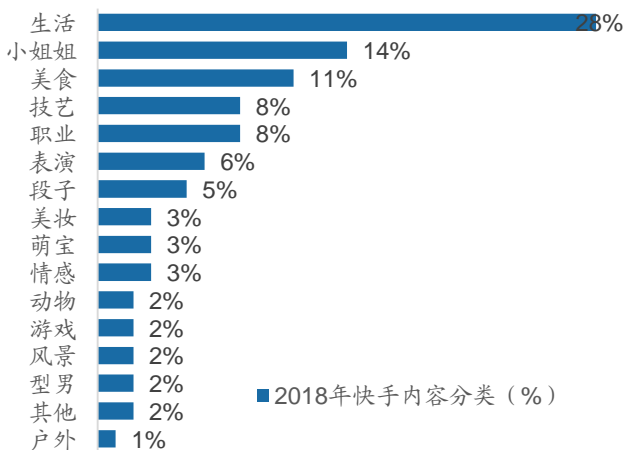


数据来源: 卡思数据, 广发证券发展研究中心

我们对比快手的现存内容库和MCN提供的内容库来看, 明显可以看出MCN代表的OGC垂类内容更加丰富, 一方面能够对平台本身的内容形成重要补充, 另外一方面也能够吸引潜在增量用户, 形成双边网络效应, 同时摆脱品类过于单一的问题。

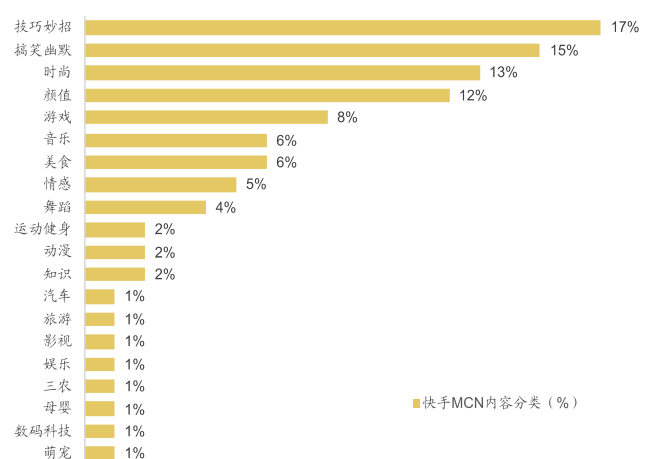
- 根据快手大数据研究院披露的显示, 2018年公司的生活类视频占比超过了28%, 小姐姐小哥哥内容占比达到14%, 二者都是偏娱乐类的流量, 相加占比超过了42%, 偏专业垂类的更能带货或者变现的的美食、美妆、游戏相对较少。
- 快手内的MCN占比最高的是技巧和搞笑, 占比分别为17%和15%, 除此之外MCN带来了大量的时尚(13%)、游戏(8%)、美食(6%)、舞蹈(4%)、知识(2%)等垂类内容, 甚至还有更加细分的汽车(1%)、三农(1%)等专门针对垂直受众的内容。

图41: 2018年快手本身内容报告分类



数据来源: 快手大数据研究院, 广发证券发展研究中心

图42: 快手MCN创作内容报告分类

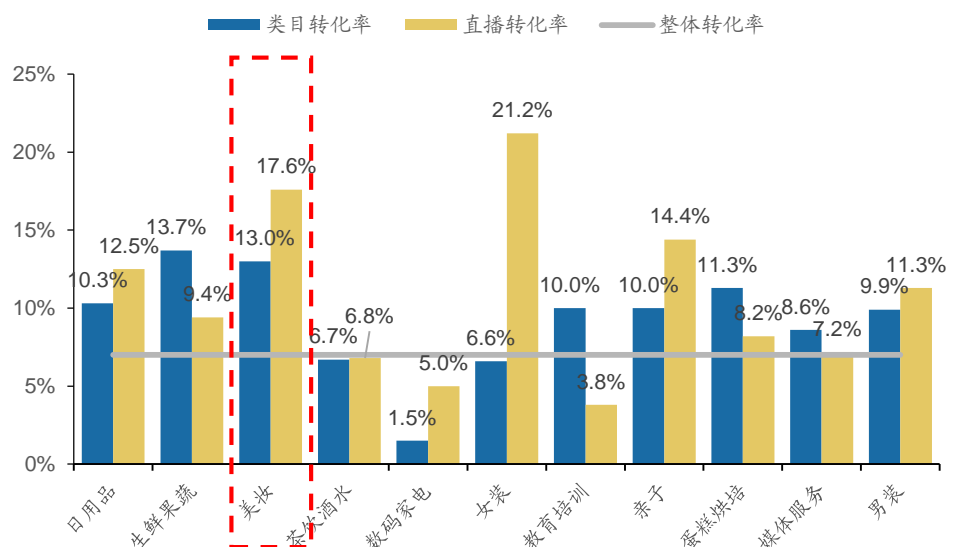


数据来源: 快手大数据研究院, 广发证券发展研究中心

(二) 内容平台将通过主播构建扩充自有 SKU，搭建购物一站式场景

而除了帮助内容平台拓展垂类内容之外，MCN另外肩负的一个重任是帮助内容平台拓展商品库SKU。目前尚处于短视频和直播带货的初期，短视频App在带货品类上相对狭窄，根据有赞数据披露，借助社交生态的高频触达特点，图文、视频、直播等多种形式的用户心智培养，社交电商在用户的触达、复购以及转化上具有先天优势，有赞类整体的购买转化率均值为7.0%，美妆类目以13%的购买转化率高出类目整体6个百分点，遥遥领先，尤其是通过快手直播的购买转化率，高达17.6%。女装品类的购买转化率低于平均0.4pct为6.6%，但其直播转化率达21.2%。直播转化率第三名的是亲子品类，其购买转化率较平均高出4pct至10%，直播转化率为14.4%。美妆、女装和亲子目前是典型较容易带货的品类。

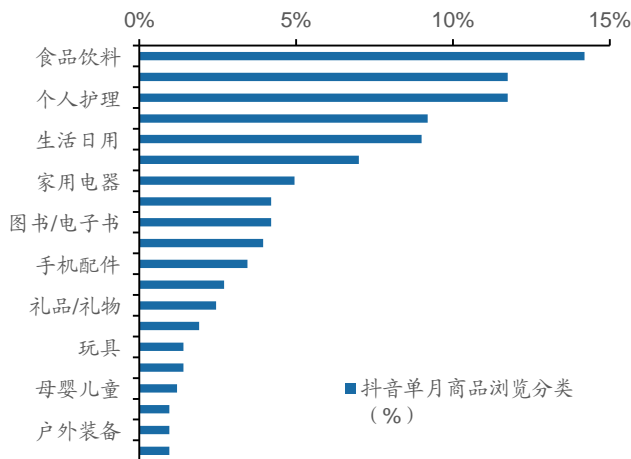
图43: 直播带货在女装、美妆等方面转化率较高



数据来源：有赞，广发证券发展研究中心

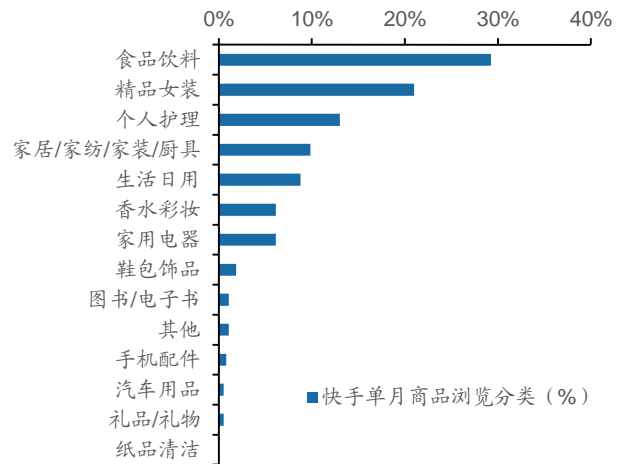
根据卡思数据，目前双方的商品拓品类都取得了一定的成效。分析抖音的30日上榜好物当中，精品女装、食品饮料、家居类产品、鞋包饰品和生活用品前五大品类占比达到了62.85%，但是9-10月份增长比较快的品类是潮流男装、手机/数码硬件、汽车用品类等，说明抖音在男性用户带货上取得了一定的进展。快手的食品饮料、个人护理、精品女装等占比达到了总销量的63.3%，相比抖音，快手的用户更喜欢消费个人护理类和纸品清洁类，另外生活日用品的增长趋势也较好。

图44: 抖音09.11-10.10好物榜单商品浏览分类



数据来源: 火星营销院, 卡思数据, 广发证券发展研究中心

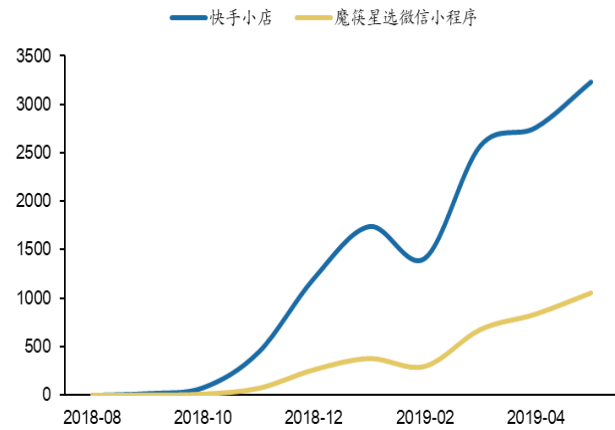
图45: 快手09.11-10.10热销商品分类排行情况



数据来源: 火星营销院, 卡思数据, 广发证券发展研究中心

在完成了主流SKU的积累之后, 短视频平台(快手、抖音等)将逐步开始孵化内部的电商平台。另外长期来看, 我们认为抖音快手肯定希望借此机会拓展电商业, 因此未来其有能够提高抽佣比例。从快手情况来看, 其确实有意扶持自己内部的快手小店和投资的魔筷星选小程序。快手小店和微信小程序自2018年8月上线以来10个月内月活分别为3230万和1050万, 19年5月环比增加17.0%和25.9%, 增长趋势明显。而抖音、B站等也均开设了自己的商品广场、用户界面的抖音小店链接等。

图46: 快手小店和魔筷星选小程序月活增长明显



数据来源: Quest Mobile, 广发证券发展研究中心

图47: 抖音&B站均开通了了自己的商品内容库和落地页



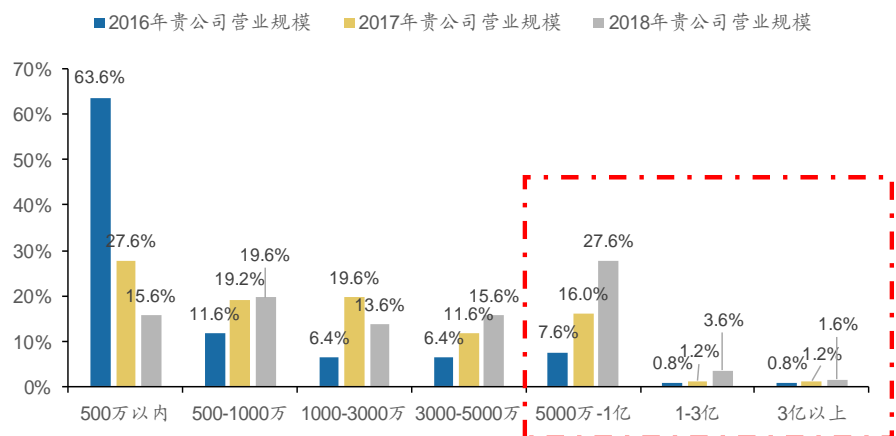
数据来源: Quest Mobile, 广发证券发展研究中心

(三) 头部MCN机构规模不断扩张, 但短期仍难提供一站式解决方案

在MCN的整体趋势上, 近年来已经出现了部分头部MCN集中度提升的情况:

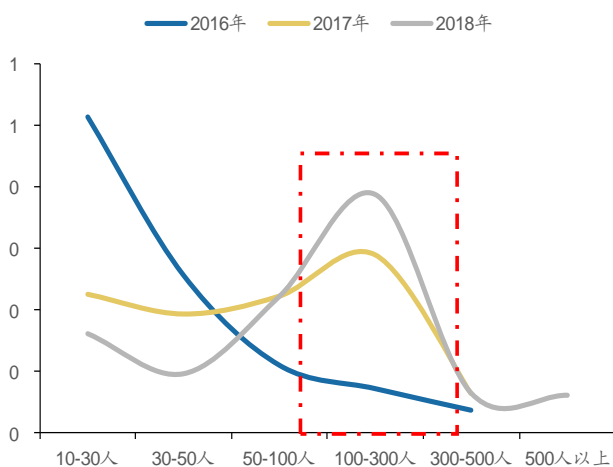
- 近3年, 头部MCN营收规模达亿级的占比逐年提升, 5000万及以上收入比例从16年的近10%提升至18年35%左右。2016年公司营业规模大多数为500万以内。
- 2018年签约20-50个账号的MCN数量明显增长, 较2016年上升24.4pct至35.5%; 签约5-10个账号的MCN数量较2016年显著下降, 从81.5%下降63.4pct至16.1%。

图48: 2018年问卷调查下整体MCN头部公司比例增加迅速



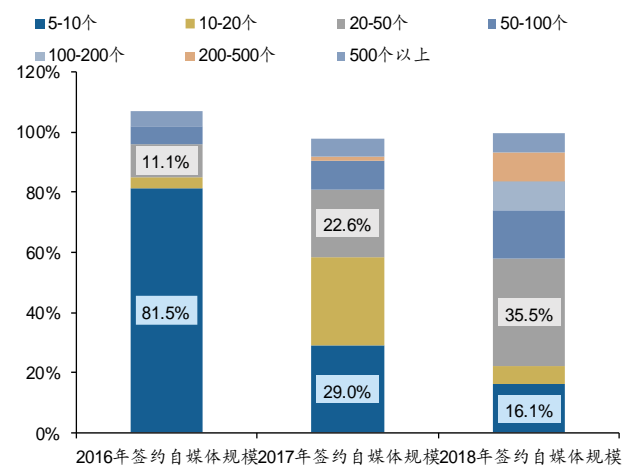
数据来源: 《2019中国MCN行业研究白皮书》, 广发证券发展研究中心

图49: 问卷调查下100-300人规模MCN增速明显



数据来源: 《2019中国MCN行业研究白皮书》, 广发证券发展研究中心

图50: 问卷调查下100-300人规模MCN增速明显

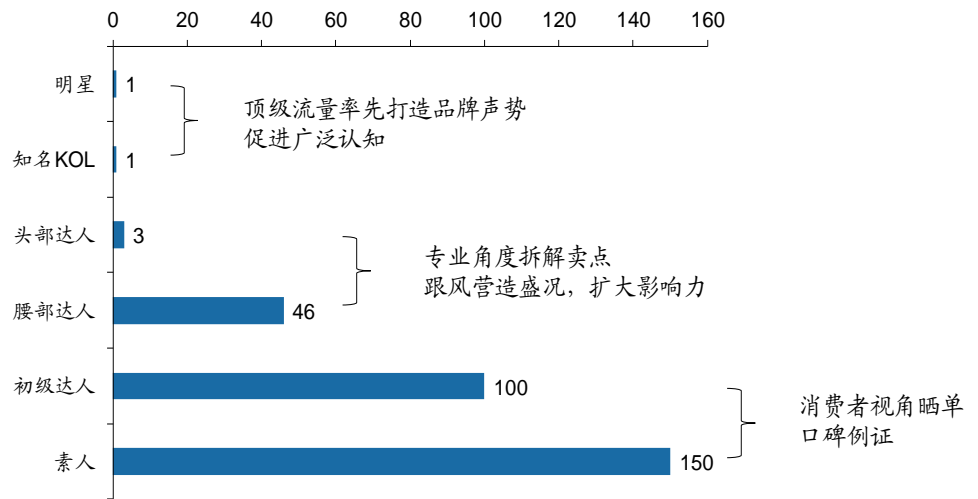


数据来源: 《2019中国MCN行业研究白皮书》, 广发证券发展研究中心

但即使MCN的规模已经较大, 品牌主天生就有投放KOL矩阵的意愿。如在带货、种草上做的很好的完美日记, 其着重投放广告于腰部以下的小众KOL, 倾向于广泛且深度的品牌营销。明星、知名KOL、头部达人、腰部达人、初级达人及素人的投放比例分别是1:1:3:46:100:150。完美日记通过头腰部达人的专业知识拆解卖点, 扩大影响力, 实现“羊群效应”, 辅之顶级流量知名度的提高和消费者视角的口碑例证, 打

造爆款产品。其第一步，先对明星和知名KOL进行投放，引起消费者关注和评论，让品牌短时间内爆发式曝光；第二步，对头部和腰部KOL投放，从专业角度拆解卖点，跟风营造盛况，扩大影响力；第三步，对初级KOL和素人投放，素人通过买家秀进行二次传播。这一过程当中再大的MCN其切到的份额也非营销全案的价格。

图51：完美日记利用多个KOL层级投放打造爆款效果（单位：位）

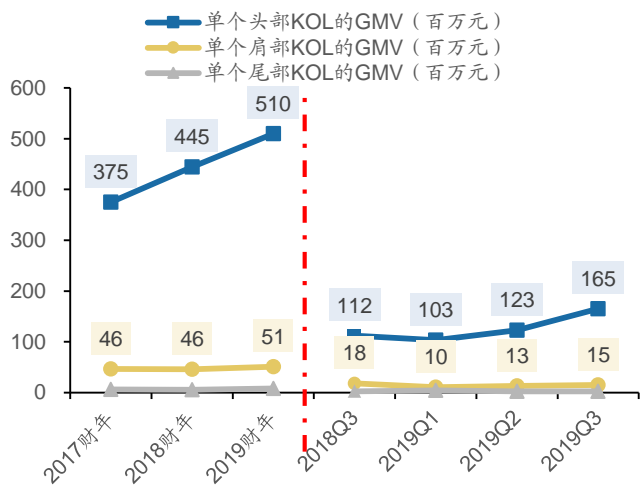


数据来源：新浪科技，广发证券发展研究中心

（四）头部博主流量虹吸效应明显，而中长尾扩张或遇上管理边界问题

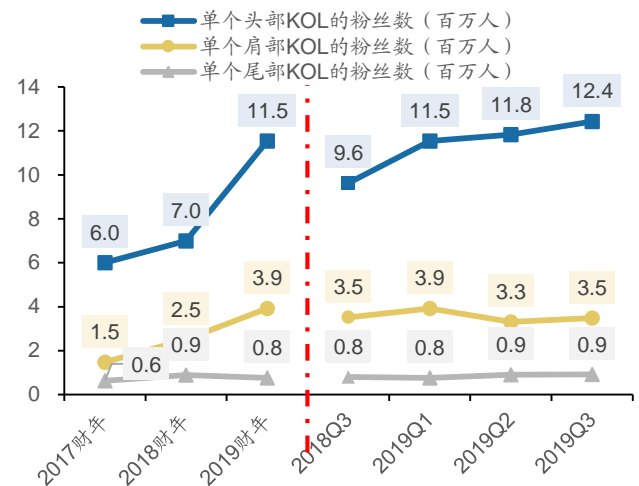
MCN机构面临的第二个问题则是除了面对平台的议价能力较弱之外，对于主播要素把控能力或也很难持续增强。我们以前上市IPO的如涵电商为例，头部博主带货的领先优势明显。从GMV方面看，如涵电商2017财年至2019财年单个头部KOL的GMV对应为3.75亿元、4.45亿元和5.1亿元，约为每个肩部KOL实现的GMV的10倍，单季度来看，2019前三季度每个头部KOL实现GMV分别为1.03亿元、1.23亿元和1.65亿元，每季度都约为每个肩部KOL的GMV10倍。从粉丝数方面看，如涵电商2017财年至2019财年单个头部KOL的粉丝数为600万人、700万人和1150万人，而每个肩部KOL的粉丝数量为150万人、250万人和390万人，单季度来看，2019前三季度每个头部KOL的粉丝数量分别为1150万人、1180万人和1240万人，呈上升趋势，而每个肩部KOL的粉丝数量呈下降趋势，2019前三季度分别对应为390万人、330万人和350万人。

图52: 如涵单个KOL的GMV显示头部效应明显



数据来源: 如涵公司季报, 广发证券发展研究中心

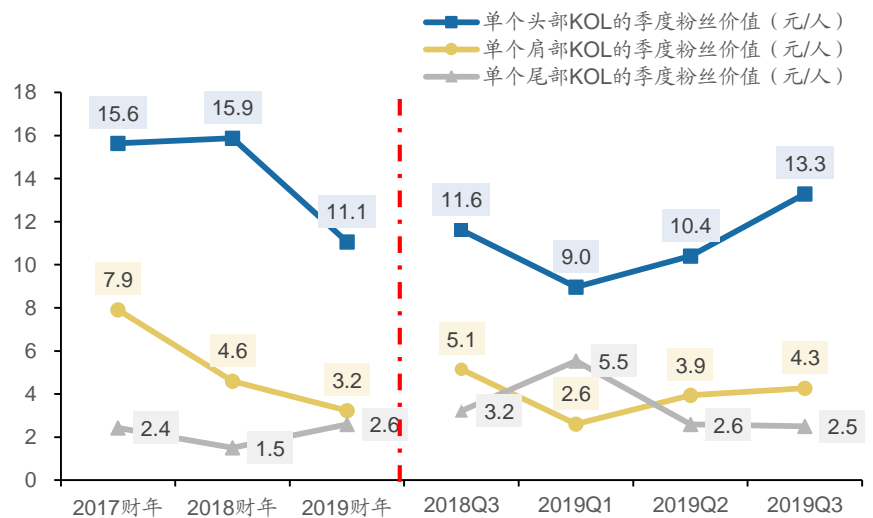
图53: 如涵单个KOL的粉丝数显示出头部效应明显



数据来源: 如涵公司季报, 广发证券发展研究中心

头部KOL粉丝客单价远高于肩尾部, 但总体客单价保持稳定。肩尾部KOL客单价趋近, 头部客单价有所下降, 17-19财年头部KOL客单价为15.6, 15.9和11.1元/人, 肩部是7.9、4.6、3.2元/人, 尾部是2.4、1.5、2.6元/人。就19财年季度来看, 头部KOL客单价分别是11.6、9、10.4、13.3元/人, 客单价保持稳定。

图54: 如涵头部KOL的粉丝显示出了跨品类的能力, 但总体客单价保持稳定

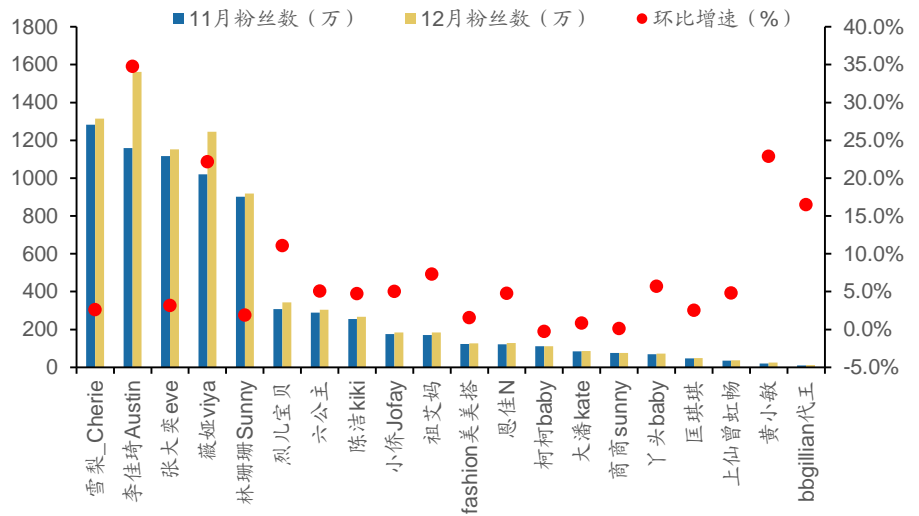


数据来源: 如涵公司季报, 广发证券发展研究中心

如涵电商的模式更偏向于社交网络内容带货而非直播带货, 但是我们爬取了直播带货主播的基本情况, 同样呈现出极强的头部效应。我们统计了阿里巴巴V任务榜单Top20的主播涨粉情况, 11-12月头部主播的涨粉效率明显超出中腰部主播。李佳琦Austin环比增加34.8%至1561.8万, 薇娅viya环比增加22.1%至1245.5万, 此外头部主播雪梨、张大奕还维持稳定粉丝数增长, 分别是33.2万

和35.3万，反倒是Top10-20范围内的主播涨粉速度慢于头部的几个主播。

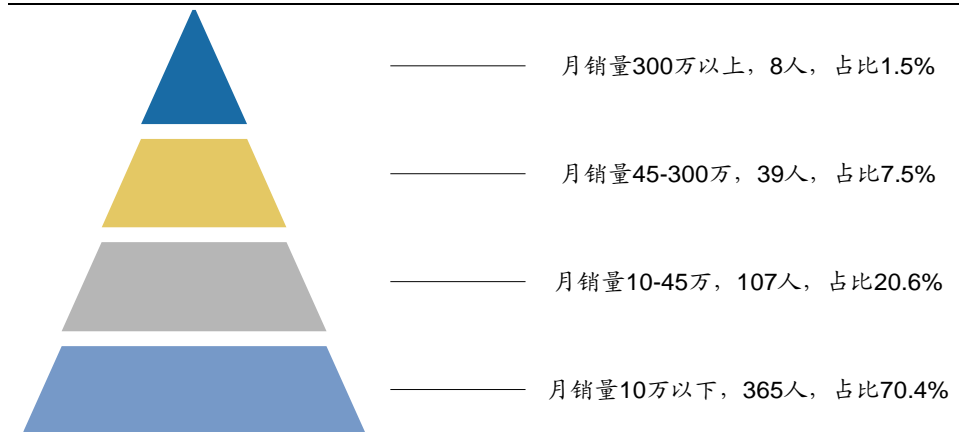
图55: 11-12月头部主播的涨粉效率明显超出中腰部主播



数据来源：阿里V任务，广发证券发展研究中心

按照金额口径来计算同样是主播的头部效应较为明显。根据知瓜数据，淘宝主播当中月销量300万以上头部主播为8人，占比1.5%；45-300万，39人占比7.5%；10-45万107人，占比20.6%；10万以下头部主播为365人，占比70.4%。金字塔效应较为明显，培养中长尾主播远不如集中资源砸一个头部主播的投资回报率高。

图56: 知瓜数据显示头部主播的带货能力远超中长尾主播

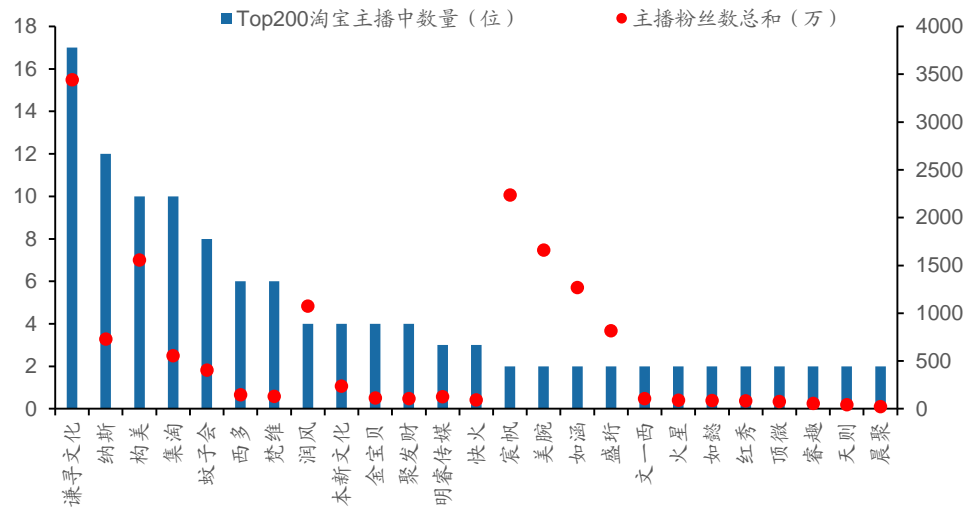


数据来源：知瓜数据，广发证券发展研究中心

而主播的头部效应又带来了MCN机构竞争格局的固化，淘宝直播的头部效应亦十分显著。以薇娅所在的谦寻文化尤其突出，拥有17位前200的直播主播，12月底粉丝总数达3440.2万人；其次是宸帆，仅拥有前200淘宝主播中头部主播雪梨和林珊珊，12月底粉丝总数为2234.1万人；美one和构美分别拥有2名和10名Top200主播，粉丝总数分别为1658和1554.3万。头部MCN因其自身主播资

源带来的机构分化极为明显。

图57：淘宝直播MCN机构本身头部分化效应已经较为明显

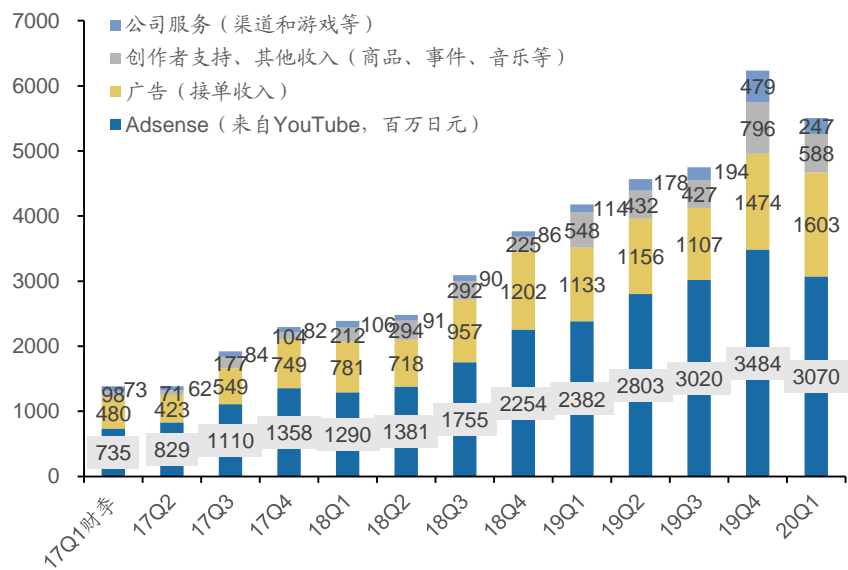


数据来源：阿里V任务，广发证券发展研究中心

那么MCN能否通过堆中长尾主播数量增加头部主播的概率呢？从日本MCN头部公司Uuum来看，头部博主具有不可复制性，而在中长尾扩张的时候反倒又会遇上管理边界的问题。

UUUM是日本最头部的MCN公司，其主要业务是对接YouTube，培养视频频道主播。当前公司的变现渠道可分为来自YouTube的内容广告收入，接单广告收入，从商品、事件、音乐等获得的其他收入及公司游戏方面的服务，四个渠道均呈明显上升。20Q1财季，来自YouTube的内容广告收入同比增加28.9%至30.70亿日元，占总收入比重同比下降1.3pct至55.7%，峰值为19Q4年的34.84亿日元，接单广告收入同比增加41.5%至16.03亿日元，占总收入比重同比增加2pct至29.1%。

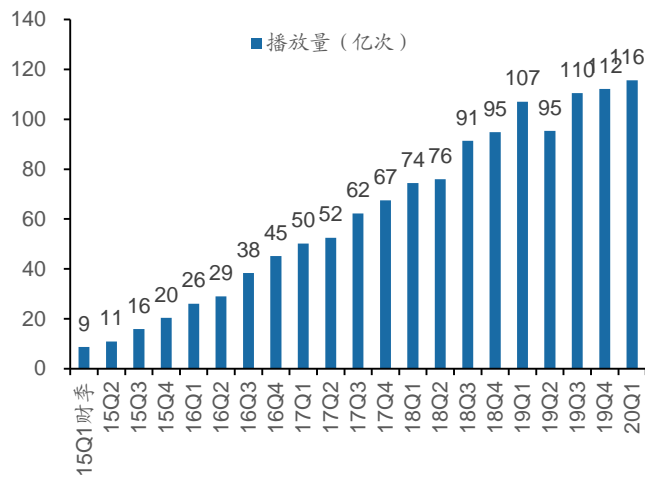
图 58: UUUM 17Q1-20Q1 财季的各类收入情况



数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

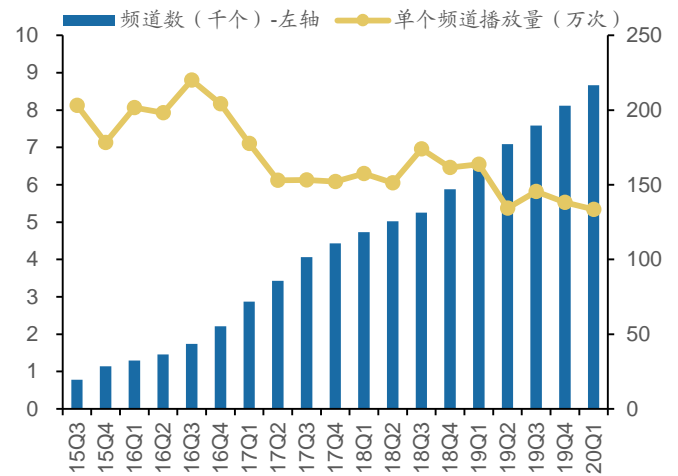
UUUM总播放量稳定增加, 20Q1财季同比增加8.07%至115.7亿次, 环比增加3.11%。季播放量增加3.49亿次。播放量增长的核心动力来自UUUM旗下频道数不断增加, 但单个频道播放量波动下降。20Q1财季频道数为8668个 (同比增加32.6%, 环比增加6.81%)。由此可以看出, 公司整体的思路是不断拓展中长尾频道, 以此能够拓展新的头部主播, 但从播放量来看, 单个频道的播放数据却处于持续的下滑通道当中, 单个视频播放量下降18.5%至133.5万次, 峰值为16Q3财季的220.1万次, 目前下滑幅度已经超过了40%, 考虑到公司目前仍然有近半收入是来自于YouTube的广告分成, 单个频道的流量下滑就意味着单个频道的变现效率下降。

图59: UUUM 15Q3-20Q1财季公司MCN矩阵总播放量推移



数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

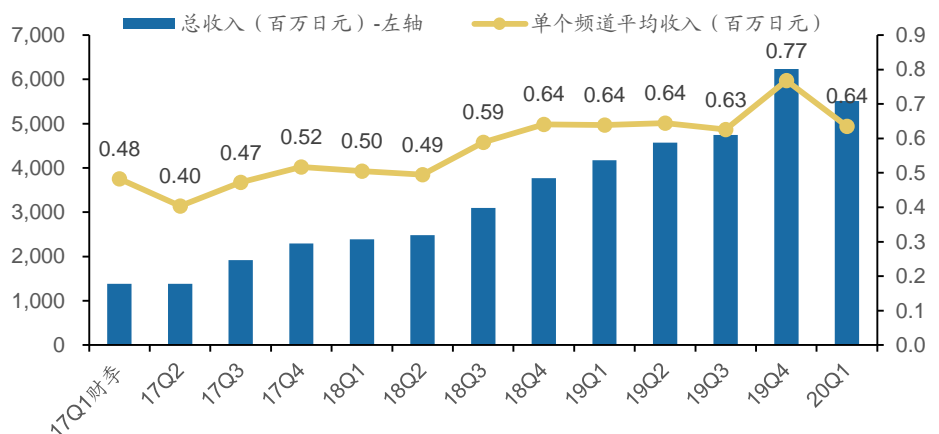
图60: UUUM 15Q3-20Q1财季频道数和单个频道播放量推移



数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

我们统计了整体的收入情况, UUUM总收入呈上涨趋势, 单个频道平均收入在多元化的帮助下趋于稳定略有下滑。公司总收入19Q4财季为总收入和频道平均收入峰值, 分别是62.33亿日元和77万日元。20Q1财季收入端同比上升31.9%至55.08亿日元, 单个频道平均收入较19Q1同比持平, 为64万日元, 环比19Q4财季出现了略微的下滑, 单个频道的收入效率得以保持的原因主要系公司通过提升渠道类业务、创作者支持类业务、软广类接单。但考虑到这些收入主要将分给头部主播, 中长尾主播的盈利能力或实在逐步恶化的。这背后的原因我们认为这是由于MCN类似艺人经纪公司, 在公司资源有限的情况下, 其自然会倾向于支持投资回报率高的头部主播, 而不断扩张主播(频道)数量在后期就有可能产生一定的管理边界问题, 成本上升变现效率下降, 反而会导致MCN的品牌被人诟病。

图61: UUUM 15Q3-20Q1总收入和单个频道平均收入推移



数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

(五) MCN 两条发展之路：复合型广告公司或者进入上游建设自有品牌

MCN短期竞争力的核心在于能否孵化出具备优质创作能力的红人。但随着大量内容创作者的下场，受众审美疲劳加剧，红人的产出效率肯定是不断下降的。因此MCN公司未来必然要延展自己在广告带货上的能力，MCN能够倚重的是自己在带货时沉淀的消费侧数据，将垂直领域的需求标准化、模型化。考虑到品牌主越来越少倾向于找全案公司，我们认为专而精正在成为服务商的发展方向。直播带货的MCN如何作为一个重要渠道去延展其对于品牌的理解，沿着“直播带货→社交媒体全案→品牌全案”的路径向前进化，结合自己的内容标签、KOL标签和红人资源，才能不断增强自己的核心竞争力。也就是说MCN的一条发展路径是从原本单纯的内容制作团队到复合型的广告服务公司。

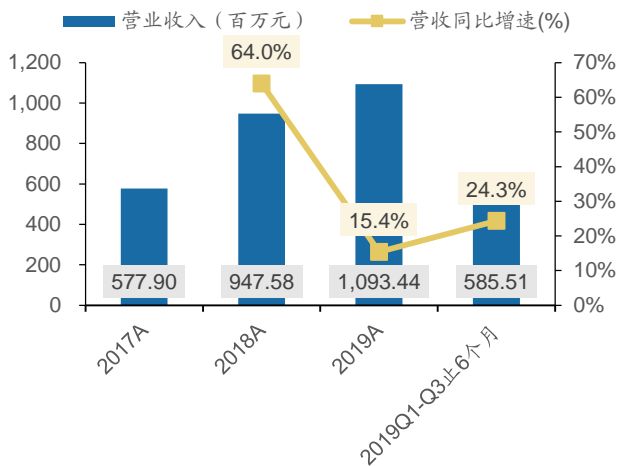
图62: MCN的一条发展道路是沿着全案机构的标准深耕自己的广告能力



数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

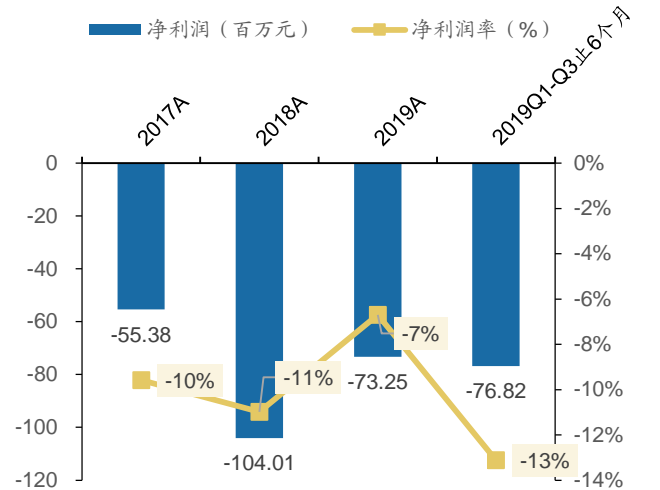
另外一条道路是类似如涵电商，自建电商品牌。如涵电商2017财年至2019财年分别实现营业收入5.78亿元、9.48亿元和10.93亿元，2018财年和2019财年营业收入同比增速对应为64%和15.4%，截至2019年9月止前6个月，如涵电商营业收入为5.85亿元，同比增速为24.3%。如涵电商的背后是一条能够满足小单快反需求的柔性供应链，帮助旗下的KOL如张大奕建立自己的淘宝店铺。但这样也导致公司的扩张速度不如带货别的多家品牌这么快。公司已经在2019年9月之后调整战略，自营品牌和平台类业务（带货业务）双线并行。

图63: 2017年以来如涵电商的收入和增长情况



数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

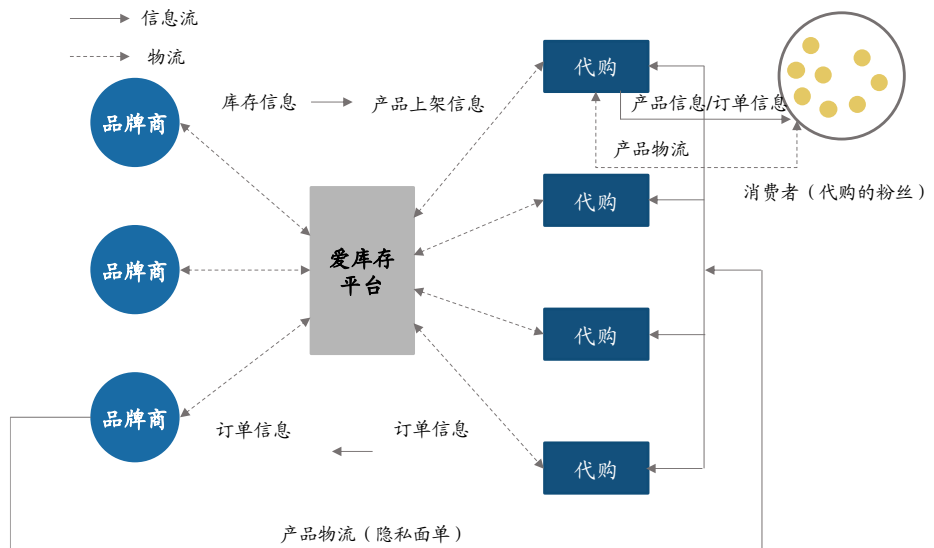
图64: 2017年以来如涵电商的净利润和净利率情况



数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

如果要深入供应链做自己的品牌, 就意味着MCN机构本身将转型为电商运营公司。其本质的区别在于原来MCN仅仅是提供导购销售的功能, 本身自己是不会存在库存和账期的问题, 一旦开始采取自营, 就需要垫资挤压库存, 且MCN本身作为导购的中立性价值也会降低。好处是自营商品能够提高公司的毛利率, 同时长期来看如果能够建立自己的品牌形象, 那企业的生命周期将会被大大延长, 对上下游的议价能力将显著提升。目前市场上有一些专门的公司帮助MCN解决代理问题, 如爱库存的定位就是众包分销平台, MCN可以作为分销商去接受爱库存的货品, 而他的货品来源主要系全球8000+知名品牌商 (以尾货为主)。

图65: 爱库存平台帮助MCN机构控住部分上游供应链的尾货



数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

五、投资建议

近期国内MCN发展较快，我们认为其与海外的发展不一样的核心在于国内的渠道更多、商业通路更多。MCN在2017年后伴随着抖音快手的放量快速崛起，根据克劳锐的统计，MCN机构数量在2019年有望达到6800个，而仅仅广告变现市场就有百亿规模。目前这类公司的主要变现模式包括接单广告、直播打赏和直播带货三类，其中直播带货或是最大也是最具增长潜力的市场。

从目前产业的阶段来说，我们认为仍处于发展的早期。1-2年内，MCN作为平台拓展内容库和商品库的重要抓手，我们认为暂时将保持高价能力。从抖音快手的内容分类和电商带货分类上，热门品类的重合度集中度依然很高，预计未来平台1-2年内将依赖MCN拓展各个垂类内容。另外我们从如涵电商和Uuum的例子可以看出，长远来看这一行业的隐患在于三点：内容平台崛起后吃掉中介环节利润、头部效应明显导致头部主播掌控力偏弱、中长尾主播的扩张会带来管理边界问题。

我们认为直播带货整条产业链当中，MCN/主播在短期受益最多，其次如电商代运营公司、广告代理公司、内容平台和电商平台均能受益整个市场规模的扩张，未来1-2年高成长逻辑不会被证伪。当前A股尚缺少纯正标的，可重点关注芒果超媒，另外还有壹网壹创、星期六、引力传媒、中广天择等公司。

表 7: 部分可比公司对比估值

单位: 百万 元	公司名称	MCN 主题	当前股价 (元)	公司市值 (百 万元)	2019E 归母 净利润	2020E 归 母净利润	2019 PE	2020 PE
300413.SZ	芒果超媒	长视频网站，旗下 有 MCN 矩阵	39.35	70,058	1,177	1,516	59.5	46.2
300792.SZ	壹网壹创	电商代运营公司	194.00	15,520	213	283	72.9	54.9
002291.SZ	星期六	并购的遥望网络开 展 MCN 业务已久	23.80	17,576	104	114	169.0	154.2
603598.SH	引力传媒	旗下有 MCN 帐号 矩阵	20.56	5,564	-	-	-	-
603721.SH	中广天择	旗下有 MCN 帐号 矩阵	31.87	4,143	-	-	-	-
600556.SH	st 慧球	新浪微博的微任务 广告代理商	13.06	21,946	248	341	88.5	64.3
美股相关公司平均估值水平 (美元)							100.5X	85.1X
单位: 百万 美元	公司名称	MCN 主题	当前股价 (美元)	市值 (百万美 元)	2019E 归母 净利润	2020E 归 母净利润	2019 PE	2020 PE
RUHN.O	如涵	旗下有较多头部网 红带货业务	7.89	653	-11	-7	-	-

数据来源: Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

注: A 股统一使用 Wind 一致预期估计 2019 年和 2020 年净利润, 美股使用 Bloomberg 一致预期估计 2019-2020 年净利润

六、风险提示

(1) 直播相应的监管出台，行业监管趋严的风险：当前行业内对于主播的资质考核，以及直播内容并没有系统的监管，随着行业规模发展，相应的监管以及政策将会陆续出台，行业规范化推进。

(2) 外延并购不及预期：当前A股尚缺纯正标的，广告营销公司以及影视制作公司立足自身已有的广告主资源，以及内容制作能力和艺人网红资源，有通过外延并购拓展MCN业务的基础。但外延并购是否能够落地，并购之后标的与上市公司自身业务的协同情况还存在一定不确定性。

(3) 头部主播出走风险：平台对于头部主播有一定依赖性，头部主播的出走将带来大量流量流失。平台维持头部主播的稳定性，以及培育中腰部主播的能力尤为重要。

广发传媒行业研究小组

旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
朱可夫：资深分析师，香港科技大学经济学硕士，中国人民大学金融学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。
徐呈隽：高级分析师，复旦大学世界经济学硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。
叶敏婷：联系人，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
吴桐：联系人，武汉大学金融学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。