证券研究报告—动态报告/行业快评

传媒

MCN 视角看影视系列之二

超配

（维持评级）

2020 年 06 月 19 日

新生态下的新机遇

证券分析师：张衡 021-60875160 zhangheng2@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517060002
证券分析师：高博文 gaobowen@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520030004
证券分析师：夏妍 021-60933162 xiayan2@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520030003

核心观点：

直播带货给营销行业、内容行业带来新的变现模式和更高的议价能力，商业模式和价值值得重新审慎。诸多营销、内容公司开始从事 MCN/直播电商业务，本篇报告我们将以愚恒影业（上市公司龙韵股份参股公司）作为研究对象，分析内容公司如何迎接新变化。愚恒影业通过：1）综艺和短视频互补模式带货，充分利用研发、生产、运营的能力，通过不同账号矩阵实现引流带货，实现长视频内容的二次变现，其下“叁食堂”预计食品类目年 GMV 5000 万，21 年继续开拓美妆等类目。2）直播带货，签约合作部分头部主播，比如“Timor 小小疯”——全网 TOP 30 的主播，5 月带货 GMV 超过 1 亿，其中非箱包品类（约 1/3）由公司负责，收取坑位费差价和约 3-5%的佣金，与头部主播实现共赢。MCN 行业的本质——自媒体创作者和平台的中介机构，类似于过去广告公司的功能。公司依靠广告领域积累的客户资源，以及愚恒影业的内容创作和艺人孵化优势，快速在 MCN 领域崛起，为行业未来发展提供一定借鉴意义。

投资建议：经历下行周期，影视行业迎来上游内容供给出清的拐点时刻；MCN 及电商产业的快速发展亦赋予商业模式从 to B 到 to C 转变的可能，在多元变现、产业链价值重塑之下，上市公司成长性和估值体系有望重塑，建议关注影视内容头部标的：内容与平台运营推荐芒果超媒、哔哩哔哩，影视剧板块推荐华策影视、新文化、慈文传媒、欢瑞世纪以及内容与营销相结合的龙韵股份、新文化等标的。

风险提示：内容项目波动风险；政策端监管趋严；MCN 业务开展不及预期。

评论：

■ **案例：愚恒影业深耕内容行业，“综艺/短视频”+“直播带货”双管齐下**

愚恒影业创立于 2015 年，是一家集“研、产、供、销”于一体的综合型影视文化集团。集团致力于综艺节目、精品影视剧（含网络剧）研发策划、制作发行，近年来出品大量优秀综艺节目及影视作品，如《超凡小达人》、《最美旅拍 1/2》、《爱的味道》、《家宴》、《钟馗捉妖记》、《招摇》、《奔腾年代》、《你和我的倾城时光》。公司与业内众多知名监制、导演、编剧、演员及多个影视工作室建立并保持良好的合作关系，与爱奇艺、腾讯影业、西瓜视频、东方卫视、浙江卫视、广东卫视、山东卫视、安徽卫视等主流视频网站、电视媒体均保持着稳定的合作关系。

愚恒影业集团及下属**已有超过 3 家公司成为抖音、小红书、微博等平台的 MCN 机构**，开发了移动互联网内容制作、短视频制作、红人艺人经纪、综艺节目 IP 带货、KOL 红人带货等相关核心业务。公司以原创内容、艺人经纪、红人孵化等业务为基础，以控股子公司磐云科技、石榴影业等公司为运营主体，新设立电商事业部，签约了如“小小疯”（天猫“箱包一哥”）、“西门大嫂”等淘宝红人主播。充分利用综艺节目、抖音等长、短视频内容引流至公司自营天猫卖场型旗舰店“叁食堂”，实现原创内容 IP 的二次商业变现。2020 年疫情后，愚恒影业集团投资生产的综艺节目《最美旅拍 2》，利用节目流量艺人+“最美旅拍”官方抖音账号/官方微博账号+签约主播“小小疯”直播 +叁食堂天猫旗舰店等链条合作，将内容 IP 带货模式正式打通运营。模式打通传统内容屏→社交屏→购物屏等多屏互动，实现从节目轻知识输出→流量转化→收割变现等通路渠道，真正实现所见、所想、所得的大小屏流量即泛流量→精准流量转化变现之路。

愚恒影业系龙韵股份（603729.SH）持股 42%的参股公司，与上市公司同一实质控制人。2019 年 1 月龙韵股份增资愚恒影业时，新疆智恒股权投资有限合伙企业、段泽坤、段佩璋承诺 2019 至 2021 年的每年净利润（以扣除非经常性损益后的金额为准）将不低于 0.8 亿，且三年累积净利润不低于 3.6 亿。**愚恒影业 2019 年度实现营收 9.72 亿，扣非后净利润 1.27 亿**，2019 年直播带货业务仍处于储备期，2020 年开始逐步贡献盈利。

图 1：聚焦于红色主题电视剧内容



资料来源：国信证券经济研究所整理

图 2：上线带货综艺《最美旅拍》



资料来源：国信证券经济研究所整理

在 2019 年内容行业整体不景气的背景下，愚恒影业仍能保持较高增速，主要得益于两方面因素：1）内容 IP 方面，公司深耕电视剧和综艺。发行业务上，愚恒影业与龙韵股份有很好的协同效应，利用龙韵多年在地方多个媒体的**合作关系从广告合作关系延伸到电视剧发行**。在 2019 年有三部大剧在一线卫视和视频平台播放，包括《招摇》、《推手》和《奔腾年代》。综艺节目实现盈利只能通过广告，而在国内拥有自主优质综艺制作能力的只有湖南卫视、浙江卫视等少数电视台，大部分卫视仍需要内容采买，愚恒利用龙韵的客户资源进行托底，与纯综艺制作公司拉开明显差距。2019 年下半年非常短的时间有三档节目上线，2020 年出品了《最美旅拍》第二季，《最美旅拍》安徽/四川/江西等也规划上线，预计 6-7 月同时开拍，8 月上线。2）愚恒影业 2019 年和天猫合作的“叁食堂”，属于天猫级别最高的卖场型旗舰店，4 月开始试开通运营，目前还是天猫推荐商家联名款合作，7 月底将正式自主运营。未来有望通过“叁食堂”旗舰店和一系列“叁食堂”自媒体矩阵抖音、微博账号同步运营，**实现长视频的二次商业变现**。实现了区别于传统的内容制作公司的商业模式，也是是愚恒影业能够立足和稳定发展的重要原因。

表 1：愚恒影业 2020 年储备带货综艺

项目名称	分类	播期	备注
皖美旅拍-安徽	带货综艺	筹备中	旅拍系列横向复制，聚焦安徽美食美景地方人文特色。
旅拍天府-四川	带货综艺	筹备中	旅拍系列横向复制，带领观众体验四川之美。
最美旅拍-山东	带货综艺	筹备中	旅拍系列横向复制，展现山东当地传统及新青年文化的结合与碰撞。
花样旅拍-江西	带货综艺	筹备中	旅拍系列横向复制，让更多的观众深度了解江西、种草江西。

资料来源：愚恒影业，国信证券经济研究所整理

■ 模式：长短内容共鸣孵化账号，签约红人营销赋能

愚恒影业采用两种方式切入直播带货领域：**综艺/短视频带货**和**直播带货**，采取“**孵化账号，签约网红**”的模式。

1）综艺/短视频带货中，规划两个行业板块食品和美妆品类，目前天猫等电商平台的品类中依次是鞋服、美妆、3C、食品，疫情之后在电商上销售有着非常强劲的增长。从 2020 年 4 月-2021 年 3 月底来看，公司计划 5000 万的 GMV 目标。美妆行业，会通过综艺行业 IP 进行美妆带货，目前正在香港的流量明星谈带货节目合作，预计货品 2021 年上线。希望通过“叁食堂”将**综艺带货、长短视频引流**，把食品品类跑通以后，**迅速复制美妆**，盈利能力也会有明显提升。

2）直播带货中，公司签约了很多主播。以“Timor 小小疯”为例，在淘宝直播拥有 266.3 万粉丝，其除了箱包品类外的直播带货都是由公司旗下 MCN 机构签约合作。从 6 月 1 日-7 日的周度数据来看，小小疯是增粉数仅次于薇娅的天猫红人，周带货超过 2500 万，**5 月带货 GMV 接近 1.2 亿，位列全网 TOP 30**。公司与小小疯并没有签约费用投入，其箱包品类是孵化的，其与愚恒合作非常久（在其粉丝数较少的时候就已经签约），其他品类都由公司负责（约占 GMV 1/3）。1）**坑位费方面**，一般在 3-4 万（需要给小小疯 1-2 万），每天大概 30 个商家和品类。2）**抽成方面**，根据不同品类约 3-5%的抽佣，基本上是纯利。

表 2：直播电商带货主播 GMV5 月榜单中小小疯排名第 31

排名	主播	平台	5 月 GMV（亿）	5 月销量（万）
1	薇娅 viya	淘宝直播	22.00	2216.10
2	李佳琦 Aystin	淘宝直播	19.03	1988.05
3	爱美食的猫妹妹	快手	4.64	898.69
4	蛋蛋小盆友	快手	4.33	412.08
5	二驴	快手	4.10	137.50
6	驴嫂平荣 JLV	快手	3.91	134.68
7	雪梨_Charie	淘宝直播	3.83	301.27
8	西街绿园大厨	快手	2.79	777.44
9	格力董明珠店	快手	2.63	14.33
10	周周	快手	2.60	48.31
31	Timor 小小疯	淘宝直播	1.18	78.31

资料来源：WeMedia，国信证券经济研究所整理

愚恒影业具备传统内容制作/PGC 公司的优势，有艺人经纪公司、影视综艺工作室，有研发、生产、运营的能力，同时还有非常强的发行和广告销售能力。1）在拍综艺的同时，输出短视频内容，节约了拍摄成本，并且将创作人员创作能力发挥到极致，通过不同账号矩阵实现引流带货。2）在影视、营销、电商行业的运营中，摸透了 MCN 行业的本质——自媒体创作者和平台的中介机构，类似于过去广告公司的功能。愚恒结合内容生产、艺人经纪、广告运营能力，实现更好的内容孵化和变现。

孵化红人还是孵化账号是 MCN 机构面临的一个大问题，愚恒影业的经验是“**孵化账号，红人更多是签约 or 合伙人的模式**”。更加倾向于通过内容孵化账号，而不是人设来孵化账号，否则对人的依赖性非常强。每个网红都希望从拿工资到拿分红，再到自己开公司。公司希望通过综艺内容联合创造账号，粉丝是公司的粉丝，打造公司的私域流量，实现持续运营和变现。

■ 投资建议：MCN/直播电商重塑行业生态，关注影视/营销行业底部向上可能

经历下行周期，影视行业迎来上游内容供给出清的拐点时刻；MCN 及电商产业的快速发展亦赋予商业模式从 to B 到 to C 转变的可能，在多元变现、产业链价值重塑之下，上市公司成长性和估值体系有望重塑，建议关注影视内容头部标的：内容与平台运营推荐芒果超媒、哔哩哔哩，影视剧板块推荐华策影视、新文化、慈文传媒、欢瑞世纪以及内容与营销相结合的龙韵股份、新文化等标的。

■ 风险提示

1、内容项目波动风险；2、政策端监管趋严；3、MCN 业务开展不及预期。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019
300413	芒果超媒	买入	66.12	0.65	0.85	1.08	101.72	77.79	61.22	13.4
300251	光线传媒	增持	11.15	0.32	0.35	0.41	34.84	31.86	27.20	3.6
300133	华策影视	买入	7.30	-0.84	0.31	0.36	-8.69	23.55	20.28	2.4
002343	慈文传媒	增持	9.90	0.33	0.67	0.84	30.00	14.78	11.79	2.8
300336	新文化	增持	5.57	0.25	0.50	0.76	22.28	11.14	7.33	2.2
300182	捷成股份	增持	4.56	-0.93	0.28	0.34	-4.90	16.29	13.41	1.6

数据来源：wind、公司资料，国信证券经济研究所整理预测

相关研究报告:

《字节跳动系列报告之游戏篇：字节跳动强势入局，游戏行业新动能》 ——2020-06-16
《传媒互联网 6 月投资策略：加配游戏，关注营销新生态》 ——2020-06-14
《2020 年 5 月淘宝直播数据点评暨各平台 618 前瞻分析：直播电商 GMV 高速增长，PGC+UGC 共创内容繁荣》 ——2020-06-02
《快手与京东零售战略合作：短视频平台电商化的重要一步，关注直播电商、营销服务产业链》 ——2020-05-31
《在线视频行业深度：芒果/爱奇艺/B 站对比，走不同的路，看不一样的风景》 ——2020-05-28

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032