

# 剧本杀： 新赛道，高成长， 芒果入局引领行业集中

## 分析师及联系人

• 王傲野

(8621)61118753

wangay@cjsc.com.cn

执业证书编号：

S0490518010002

• 王成璐

(8621)61118753

wangcl2@cjsc.com.cn

执业证书编号：

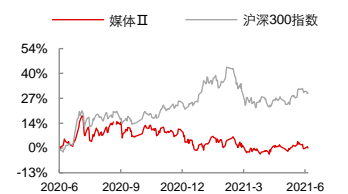
S0490519070001

报告日期 2021-06-10  
行业研究 深度报告  
评级 看好 | 维持

## 行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
300413	芒果超媒	买入

## 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源: Wind

## 相关研究

- 《远看Metaverse和VR, 近看优质内容底部机会——传媒行业2021年度中期投资策略》2021-06-03
- 《Roblox系列研究之一: 工具赋能、社区创作, 打造多元虚拟世界》2021-05-24
- 《传媒行业2020年年报及2021年一季度综述: 后疫情期业绩逐步修复, 视频与广告表现亮眼》2021-05-08

## 媒体 II

# 剧本杀: 新赛道, 高成长, 芒果入局引领行业集中

## ● 剧本杀产业链: 行业集中度低, 上下游高度分散

**上游:** 剧本创作者创作出的剧本通过剧本发行商销售给线上及线下渠道。销售给线下门店的剧本一般为分成模式, 剧本创作者分成 30%-40%, 发行商分成 60%-70%。爆款情感本《你好》的销量突破 6000 盒, 售价 528 元, 收入超过 316 万, 若扣除发行成本、平台抽成等费用, 作者收入预计接近百万级;

**中游:** 中游发行端分为线下展会及线上剧本交易平台。一般新剧本会在展会上首发, 店家在购买剧本前, 可在展会上通过试玩的方式鉴定剧本质量。新剧本在展会首发后会上架电商平台, 剧本杀工作室入驻平台自主运营店铺, 将剧本售卖给线下门店;

**下游:** 渠道端包括线上 App 及线下门店, 线下门店是现阶段剧本杀行业中发展最快的产业链条。门店类型包括圆桌剧本杀、实景剧本杀及圆桌+实景复合型门店, 一线城市门店利润率预计在 20%-30%左右, 员工及租金是主要费用构成。

## ● 剧本杀的竞争壁垒: 内容为基, 上下产业链的深度绑定

剧本杀行业以内容为核心, 竞争壁垒在于剧本内容。因下游剧本杀门店与上游创作方相对独立, 门店以采购剧本为主, 多为建立在城限本及独家本上的区域性优势, 全国性内容优势建立难度高, 也是现阶段线下剧本杀行业分散的主要原因。我们认为, 当前背景下芒果的入局有望带动行业集中度的提升, 《明星大侦探》系列综艺具备天然的品牌影响力, 公司在剧本编剧、DM 运营上经验丰富, 此次切入线下门店联动上下产业链, 竞争优势显著。

## ● 剧本杀的市场空间: 低消费者渗透率, 超 600 亿空间展望

现阶段剧本杀市场总玩家超过 5000 万, 整体市场面向 15-35 岁年轻群体, 2019 年该群体比重为 27%, 对应 3.76 亿消费人群为剧本杀行业的目标消费群体, 当前市场渗透率仅 13%, 消费群体渗透率依然较低。假设消费者天花板渗透率为 35%, 对应 1.32 亿剧本杀玩家上限。2020 年剧本杀市场规模达到 117 亿, 以 5000 万玩家测算, 人均消费价格为 235 元/年, 剧本杀每年的人均复购达到 2 次以上。我们认为, 长期看剧本杀人均消费价格有望达到 500 元/年, 结合 1.32 亿剧本杀玩家, 剧本杀市场规模有望超过 650 亿。

## ● 投资建议

建议关注芒果超媒, 推出头部综艺《明星大侦探》引领剧本杀风潮, 2021 年切入线下剧本杀赛道, 于长沙开设第一家官方《明星大侦探》线下剧本杀旗舰店, 客流火爆。芒果具备显著的内容、红人资源优势, 结合头部 IP 联动上下游产业链有望推动线下剧本杀业务的强劲增长, 拓宽长视频行业多样化流量变现。

## 风险提示:

1. 剧本可复制性强, 易引发盗版问题;
2. 行业发展不及预期。

## 目录

剧本杀：爆发式增长的线下娱乐新业态 .....	5
剧本杀产业链剖析 .....	8
剧本杀的竞争壁垒：内容为基，上下产业链的深度绑定 .....	15
剧本杀的市场空间：低消费者渗透率，超 600 亿空间展望 .....	19
投资建议 .....	20

## 图表目录

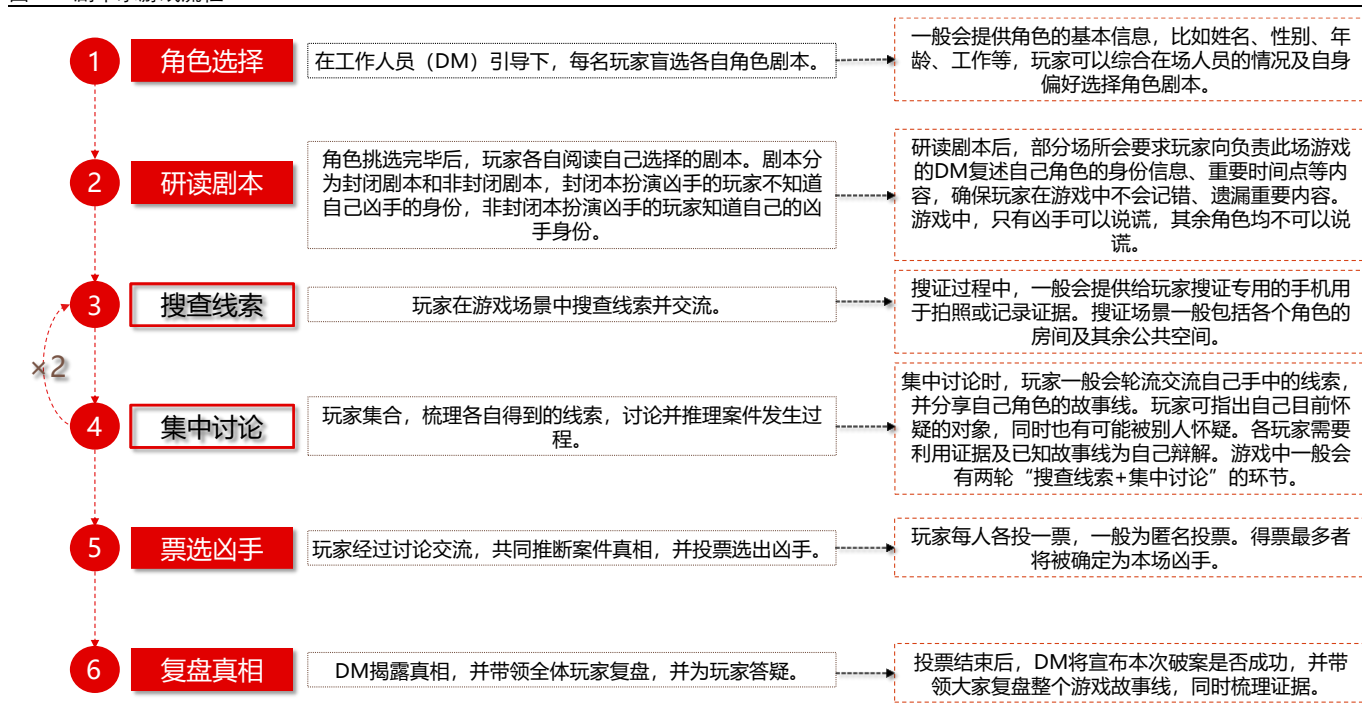
图 1：剧本杀游戏流程 .....	5
图 2：剧本杀行业发展历程 .....	6
图 3：2019 年剧本杀、密室类沉浸式线下社交娱乐活动玩家年龄分布 .....	7
图 4：2021Q1 中国剧本杀玩家性别分布 .....	7
图 5：2021H1 中国消费者偏好线下娱乐方式 TOP5 .....	8
图 6：2021H1 中国受访玩家剧本杀目的的调查 .....	8
图 7：剧本杀市场规模超过百亿 .....	8
图 8：剧本杀实体店数量高速增长 .....	8
图 9：剧本杀产业链分析 .....	9
图 10：小黑探注册用户近 20 万 .....	11
图 11：《我是谜》App 通过用户充值收费 .....	11
图 12：优质剧本的增加推动行业关注度的提升 .....	15
图 13：不同发行形式的头部剧本线下可玩门店梳理（统计时间截至 2021 年 6 月 1 日） .....	16
图 14：《明星大侦探》系列综艺播放表现（截至 2021 年 6 月 2 日） .....	16
图 15：《密室大逃脱》系列综艺播放表现（截至 2021 年 6 月 2 日） .....	16
图 16：芒果长沙旗舰店实景本《NZND》实景摆设 .....	17
图 17：芒果长沙旗舰店实景本《学院怪谈》实景摆设 .....	17
图 18：芒果剧本杀剧本数量与行业头部门店对比 .....	17
图 19：芒果长沙旗舰店代言人齐思钧 .....	18
图 20：消费者选择线下剧本杀门店的决策因素 .....	18
图 21：线下剧本杀消费者客单价多数在 100 元以下 .....	20
表 1：圆桌剧本杀与实景剧本杀对比 .....	5
表 2：剧本杀类型梳理 .....	7
表 3：按发行方式分类的剧本销量及售价梳理 .....	9
表 4：2021 年待办剧本杀展会及城市梳理 .....	10
表 5：圆桌剧本杀收入测算 .....	12
表 6：圆桌剧本杀成本测算（单位：元） .....	12
表 7：实景剧本杀收入测算 .....	13
表 8：实景剧本杀成本测算（单位：元） .....	13

表 9：圆桌+实景剧本杀收入测算 .....	14
表 10：圆桌+实景剧本杀成本测算（单位：元） .....	14
表 11：芒果长沙旗舰店城限本梳理 .....	18
表 12：芒果长沙 M-CITY 收入敏感性分析 .....	19
表 13：剧本杀市场规模测算 .....	20

## 剧本杀：爆发式增长的线下娱乐新业态

剧本杀作为新兴沉浸式娱乐活动，原型为“谋杀之谜”，属于真人角色扮演推理游戏。游戏全程以剧本为核心，一局游戏 6-8 人，通常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，游戏全程由 DM（游戏主持人）引导，最后由 DM 公布真相，若推理出真正的凶手，则非凶手的玩家获胜，反之则凶手获胜。

图 1：剧本杀游戏流程



资料来源：36Kr，长江证券研究所

线下剧本杀时长一般在 3 小时以上，根据场景的不同分为圆桌剧本杀及实景剧本杀。圆桌剧本杀仅提供剧本，玩家根据剧本角色直接开始讨论推理，无实际搜证环节，圆桌剧本杀对线下门店的面积及成本要求均较低；实景剧本杀还原剧本场景，除集体讨论外，设有实体场景搜证环节，游戏体验相比圆桌剧本杀更具用户沉浸感，但前期投入更高。

表 1：圆桌剧本杀与实景剧本杀对比

	圆桌剧本杀	实景剧本杀
价格	一般在 250 元以下。价格一般和剧本时长、难度等因素相关。	一般在 250-400 元之间。价格较贵，主要是因为人员成本及场地成本较高。
占地面积	一个能坐下十人左右的房间即足够开始一场游戏，一般一场游戏需要的用地面积为 30 平米左右，占地面积较小。	一般需要多个房间的组合，所需场地根据剧本性质的不同，面积跨度较大，一般为 100 平以上，大型布景可达 600 平，占地面积较大。
时间	由于剧本难度及设定不同，圆桌剧本杀的游戏时长也有所不同。目前常规剧本一般在四个小时左右，也有需要五到六个小时左右的长剧本。	包括换装、搜证等环节在内，实景剧本杀一般需要三个小时或以上的游戏时间。
流程	无搜证环节，玩家读完剧本后直接开始	包含换装、搜证及与 NPC 互动环节，一

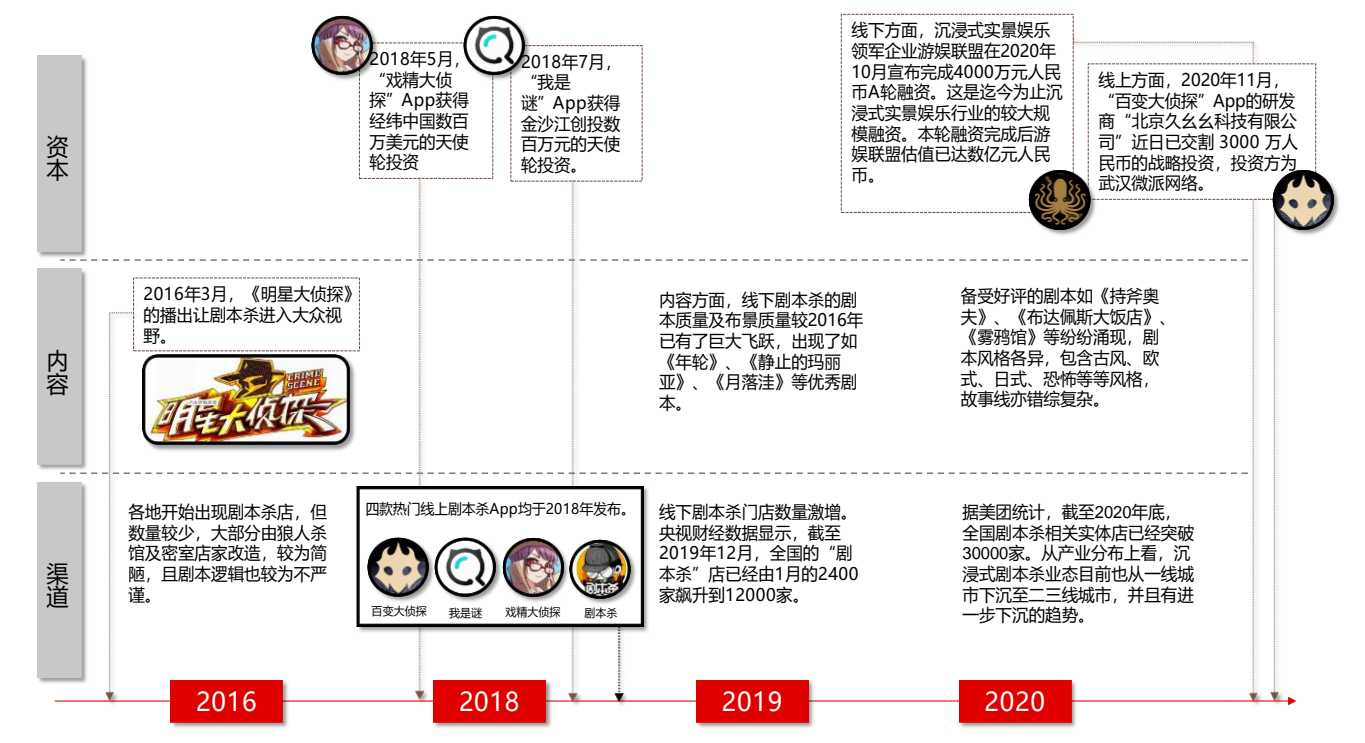


	轮流讲述每个人的故事线。店家一般会提供执笔供玩家记录线索并推理案发过程。	一般需要拍照记录线索。
道具	无道具，只需要剧本即可玩。	道具一般包括服装及布景中的证物。
NPC（非玩家角色）	一般仅需 DM 一人控场	可能会有除 DM 外的 NPC 协助情节推进
内容饱和度	由于圆桌剧本杀无需换装、搜证及与 NPC 互动的环节，剧本耗时相同的情况下，圆桌剧本杀内容饱和度及难度一般均高于实景剧本杀。	由于实景剧本杀包含了开局换装、两轮搜证环节及更多的互动环节，剧本耗时相同的情况下，内容饱和度及难度均低于圆桌剧本杀。

资料来源：大众点评，长江证券研究所

剧本杀行业的兴起源于芒果推出的《明星大侦探》系列综艺。2016 年芒果推出明星推理类综艺《明星大侦探》，将剧本杀的游戏玩法带入大众视野，2018 年线上剧本杀 App 密集上线，进一步培养玩家对剧本杀这一游戏模式的兴趣。2019 年线下剧本杀开始爆发，门店数量飞速增长，带动整体行业规模提升。

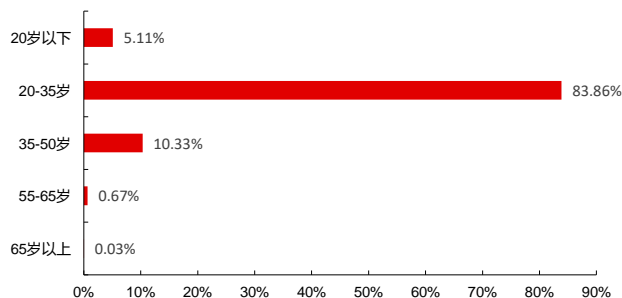
图 2：剧本杀行业发展历程



资料来源：36Kr，央视财经，美团，天眼查，长江证券研究所

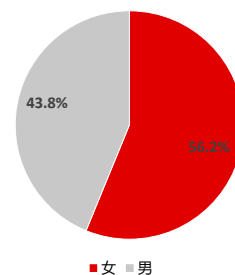
从用户画像看，剧本杀主要针对 20-35 岁年轻人群。根据艾媒数据统计，在剧本杀、密室大逃脱等沉浸式线下娱乐社交活动中，2019 年 20-35 岁玩家占比高达 83.86%，为主力消费人群。性别画像层面，剧本杀的男女用户比例相对平衡，2021 年女性玩家略高于男性，占比达 56%，男性玩家占比 44%。

图 3：2019 年剧本杀、密逃类沉浸式线下社交娱乐活动玩家年龄分布



资料来源：美团研究院，长江证券研究所

图 4：2021Q1 中国剧本杀玩家性别分布



资料来源：艾媒数据，长江证券研究所

区别于潮玩、汉服等女性用户偏多的潮流娱乐偏好，剧本杀剧本类型及玩法的多样性保障年轻群体在性别上的均衡发展。剧本杀类型多样，其中有女性用户喜好的情感本、男性用户选择较多的硬核推理本，还包括机制本、恐怖本、换原本等多种类型。线下剧本杀玩法中换装实景等沉浸式的表演也有助于吸引未接触过剧本杀的消费者群体，有助于实现玩家破圈。

表 2：剧本杀类型梳理

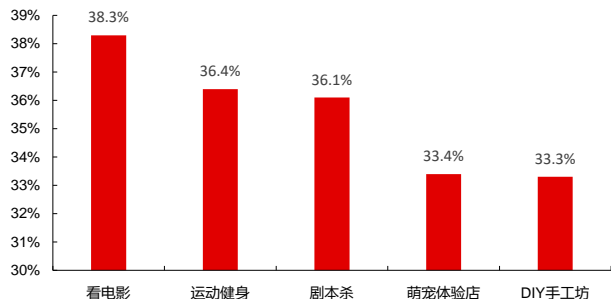
	类型介绍	剧本举例
恐怖本	恐怖本是以恐怖、惊悚的故事线为主的剧情类剧本，重氛围、重推理。	《二十二条校规》《一点半》《扶桑嫂》
情感本	情感本的故事线一般是感人的故事，包含友情、亲情、爱情等要素。情感本让玩家通过剧本的演绎和推理，带入自身情感并感受人物泪点。	《你好》《挟剑惊风》《舍离二：断念》
推理本	硬核推理本一般以通过线索还原杀人手法和推凶为主要目的，需要长时间的推理，耗时较长。故事线一般也较为曲折。	《持斧奥夫》《虚拟游戏》《第七号嫌疑人》
欢乐本	欢乐本一般比较注重在故事线中突出欢乐要素，营造氛围，适合团建、聚会。	《青楼》《酒大奇迹》《上钟儿》
阵营本	阵营本在游戏形式上一般会要求玩家分队完成任务或游戏设定。阵营有时候是固定的，有时候是变动的，形式较为丰富。	《纸妻》《龙宴》《艺妓回忆录》
机制本	机制本在剧本推理的过程中以游戏环节和游戏机制为主要体验，是一种有故事背景的桌游互动游戏。一般互动性较强。	《刺秦》《唤灵师》《兵临城下》
谍战本	谍战本的游戏设定及人物设定均为谍战背景。	《孤城》《太君》《谍影：重庆迷雾》
武侠本	武侠本的背景设定及人物设定均以武侠小说、江湖为背景。	《K 的游戏 8：望雀》《帝阙谣》《洛阳东风几时来》
玄幻本	玄幻本的背景设定及要素一般取材于仙侠小说及神话故事。	《涂川》《它是龙》《八荒》
校园本	谍战本的场景设定、故事线及人物设定均以校园为背景，代入感较强。	《那时的我们》《女厕》《七日怪谈》
立意本	立意本的故事线在推理之外，一般会额外强调剧本想要传递的特定的精神。	《野の蔷薇》《你的礼物》《奥尔幼儿园》

资料来源：大众点评，小黑探，长江证券研究所

剧本杀的火爆本质上满足年轻人对线下娱乐及社交的需求，也是流量从线下传统娱乐业态向新型娱乐业态的逐步转移。剧本杀 6 人以上时长超过 3 小时的群体活动是推动熟人

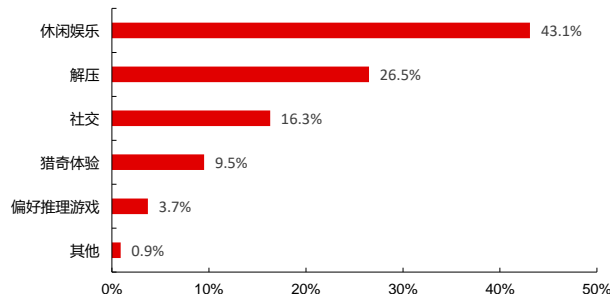
及陌生人社交的有效载体。根据调查统计，剧本杀已成为消费者偏好线下娱乐方式 TOP3，休闲娱乐、解压及社交是玩家选择剧本杀的三大主要原因。

图 5：2021H1 中国消费者偏好线下娱乐方式 TOP5



资料来源：艾媒数据，长江证券研究所

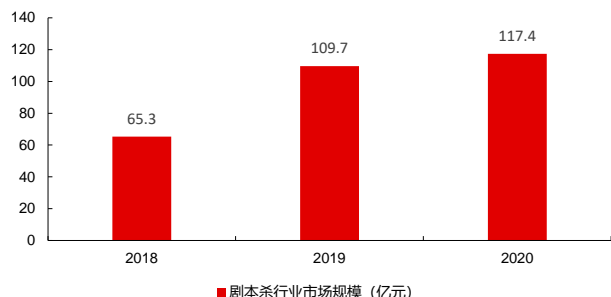
图 6：2021H1 中国受访玩家剧本杀目的的调查



资料来源：艾媒数据，长江证券研究所

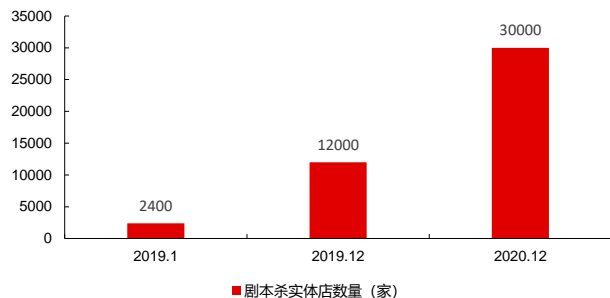
现阶段剧本杀处于高速发展阶段。2019 年整体剧本杀市场规模超过百亿，2020 年疫情影响下剧本杀行业规模依然保持增长，收入规模达到 117 亿。线下门店经历 2019 年的爆发式增长后，2020 年下半年后疫情期门店数量继续保持高增。我们认为，剧本杀作为线下娱乐的新兴赛道，2021 年在门店基数扩大，线下娱乐放开的前提下行业规模有望延续高增。

图 7：剧本杀市场规模超过百亿



资料来源：艾媒数据，长江证券研究所

图 8：剧本杀实体店数量高速增长



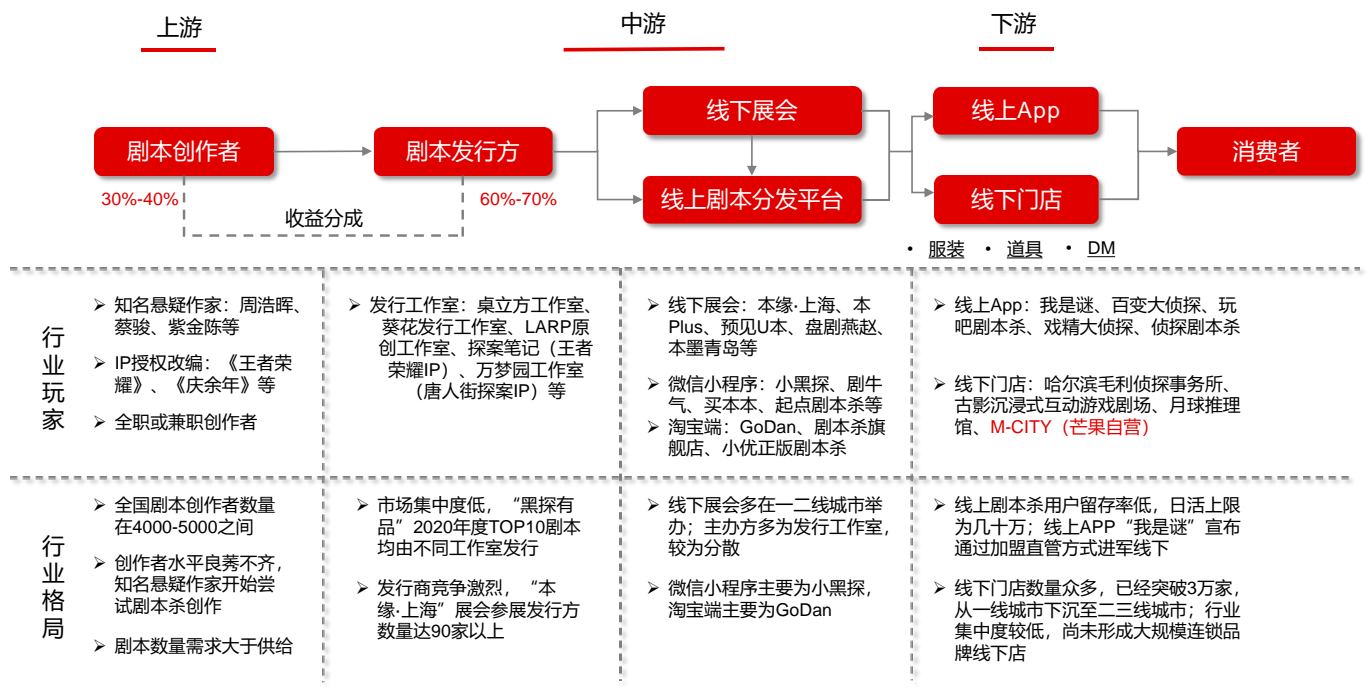
资料来源：央视财经、新浪财经，长江证券研究所

## 剧本杀产业链剖析

剧本杀产业链上游为剧本内容创作者，中游为剧本发行方，下游是线下剧本杀门店及线上剧本杀 App，直接对接消费者。剧本内容创作者将完成的剧本交给剧本发行方，由剧本发行方进行剧本印刷、美工等剧本制作，通过线下展会进行剧本首发，再移交线上交易平台进行剧本交易。剧本创作者主要通过收入分成的模式获取稿酬，线下剧本杀门店通过售卖不同的剧本内容直接向消费者收费。现阶段剧本杀产业链各个环节市场集中度均较低，上游及下游均呈现行业高度分散的状态，中游也存在多家发行商，行业正处于发展初期，具有垄断优势的行业龙头尚未出现。



图 9：剧本杀产业链分析



资料来源：36Kr，长江证券研究所

上游剧本创作者创作出的剧本通过剧本发行商销售给线上及线下渠道。线上渠道的稿酬分为买断及分成两种模式，买断模式即支付给剧本创作者基本稿酬，一般用于免费剧本；分成模式即剧本创作者参与后续销售分成，一般用于付费剧本；销售给线下门店的剧本一般为分成模式，剧本创作者分成 30%-40%，发行商分成 60%-70%。例如爆款情感本《你好》的销量突破 6000 盒（截至 2021 年 2 月 19 日），售价 528 元，收入超过 316 万，若扣除发行成本、平台抽成等费用，作者收入预计接近百万级。

因剧本杀作者相对高额的写作收入、灵活快速的创作周期（1-6 个月）及高度的写作自由度，影视编剧、职业作者相继跨入剧本杀行业成为剧本创作者。同时，影视 IP 也和剧本杀形成联动，《赘婿》、《唐人街探案 3》、《庆余年》相继上市，IP 类剧本杀出品率大幅提升。

表 3：按发行方式分类的剧本销量及售价梳理

剧本分类	剧本售价（元）	作者创作所需时间	销量预计（盒）
<b>独家授权</b> ：每个城市只能有一家剧本店购买。独家授权剧本一般包含服装、道具。	3000-5000	约 4-6 个月	60（爆款 150+）
<b>城市限定</b> ：每个城市可以有多个剧本店购买，一般来说是三家。	1000-2888	约 3 个月	120-150（爆款 450+）
<b>盒装本</b> ：每个有正规营业资格的剧本店均可以购买。	258-688	约 1 个月	300-400（爆款 2000+）

资料来源：艾媒咨询，长江证券研究所

中游发行端分为线下展会及线上剧本交易平台。一般新剧本会在展会上首发，店家在购买剧本前，可在展会上通过试玩的方式鉴定剧本质量及剧本逻辑问题。新剧本在展会首

发后会上架电商平台，店家可在线上进行选购。线下剧本杀展会开设密集，剧本更新频率快，有助于帮助剧本杀从业者了解最新剧本内容动向。

表 4：2021 年待办剧本杀展会及城市梳理

展会名称	举办城市	举办时间	展会名称	举办城市	举办时间
一本正京	北京	2021/8/3~2021/8/5	本墨青岛	青岛	2021/6/7~2021/6/9
剧本游戏嘉年华	北京	2021/8/17~2021/8/19	大航海时代	青岛	2021/7/6~2021/7/8
本缘大连	大连	2021/10/25~2021/10/28	盘剧燕赵	石家庄	2021/6/1~2021/6/3
梦回敦煌	敦煌	2021/7/13~2021/7/15	本缘太原	太原	2021/7/27~2021/7/29
夏良	贵阳	2021/6/16~2021/6/18	青绽畅剧	西安	2021/6/22~2021/6/24
海天剧宴	海口	2021/11/22~2021/11/25	本缘西安	西安	2021/8/9~2021/8/11
徽缘廬聚	合肥	2021/6/10~2021/6/12	梦会渔窑	长沙	2021/8/31~2021/9/2
我本齐鲁	济南	2021/6/15~2021/6/17	一世阑珊	长沙	2021/10/11~2021/10/14
行云	昆明	2021/11/17~2021/11/19	预见 U 本	郑州	2021/6/1~2021/6/3
金戈铁马	兰州	2021/6/15~2021/6/17	本 Plus	重庆	2021/6/1~2021/6/3
本缘兰州	兰州	2021/7/14~2021/7/16	巴渝剧宴	重庆	2021/6/29~2021/7/1
秘剧金城	兰州	2021/9/14~2021/9/16	重行	重庆	2021/10/12~2021/10/14
盛夏避暑	张家口	2021/7/15~2021/7/18	山城秋聚	重庆	2021/10/18~2021/10/20

资料来源：剧本杀展会小程序，长江证券研究所

线上剧本分发平台类似剧本杀电商平台，剧本杀工作室入驻平台自主运营店铺，将剧本售卖给下游线下门店。头部分发平台如“小黑探”，截至 2020 年末，“黑探有品”上架 3500 个剧本，月 GMV 超过 1500 万元，注册用户近 20 万人。线上剧本分发平台主要通过抽取销售佣金进行盈利。

下游渠道经历从线上 App 到线下门店的演变。2018 年线上剧本杀 App 集中爆发，剧本杀 App 中的剧本分为付费剧本及免费剧本两类，免费剧本所有用户都可组局参与，付费剧本需要用户通过充值购买虚拟货币才能开局，线上付费也是剧本杀 App 的主要盈利模式。2019 年线下剧本杀门店开始爆发式增长，线上剧本杀因用户体验的限制也开始向线下转移，头部 App “我是谜”宣布通过加盟直管的方式进军线下。

图 10：小黑探注册用户近 20 万



资料来源：36Kr，长江证券研究所

图 11：《我是谜》App 通过用户充值收费



资料来源：我是谜 App，长江证券研究所

线下门店是现阶段剧本杀行业中发展最快的产业链条。线下门店主要的盈利影响要素如下：

- 1) **价格**：实景剧本杀的定价高于圆桌剧本杀，一线城市实景剧本杀的价格在 300-400 元左右，圆桌剧本杀在 100-150 元左右；
- 2) **消费人次**：周末一般是线下剧本杀的消费高峰，工作日的消费人次相比周末会出现明显下降；
- 3) **复购率**：圆桌剧本杀具备较高的复购率，核心在于不同的剧本内容选择，实景剧本杀的复购率较低，但相比圆桌剧本杀更容易引流；
- 4) **装修费用**：实景剧本杀要求还原剧本场景，单个实景装修占地 100-200 平，一般需要 10 万以上的装修费用，圆桌剧本杀只要求提供 30 平左右的圆桌房间，装修费用远低于实景剧本杀；
- 5) **租金**：一线城市的租金远高于二线及以下城市，同城的剧本杀门店根据不同的选址租金也存在差异；
- 6) **内容成本**：剧本杀的内容成本分为前期内容成本及内容更新成本，前期的内容成本是指在开店前对剧本的集中性大量采购，实景本的价格在 30000 左右，普通盒装本的价格在 500 左右，实景本的更新频率低于盒装，盒装本一般需要每月进行剧本更新，即内容更新成本；
- 7) **推广费用**：剧本杀的推广渠道主要是大众点评，通过大众点评吸引玩家消费进行口碑传播，部分剧本杀门店开设在居民住宅楼，人流密集的门店选址不是主要的获客途径；
- 8) **员工费用**：剧本杀门店需要招收 DM（剧本杀主持人）带动整体的剧本杀流程，优秀的 DM 能够带动剧本杀氛围，帮助玩家实现更好的游戏体验感。

### 单店模型一：圆桌剧本杀

#### 核心假设：

- 1) 面积：门店面积 120 平，包括前台 30 平，3 个圆桌剧本杀房间 30 平；
- 2) 消费人次：工作日每日 1 场，周末共 11 场，每场 6 人；
- 3) 消费价格：一线城市人均 150 元，二线城市人均 100 元，三线城市人均 60 元；
- 4) 装修费：一线城市 10 万元，二线城市 8 万元，三线城市 5 万元，分三年摊销；
- 5) 租金：按照《2021 年 4 月全国大中城市租金均价报告》，一线城市 89.36 元/平方米/月，二线城市 33.76 元/平方米/月，三线城市 26.31 元/平方米/月；
- 6) 推广费用：假设每年销售推广费用在收入中占比 10%；
- 7) 员工费用：招收 2 个全职员工，2 个兼职员工，全职员工的薪酬一线/二线/三线城市预计每月 8000/5000/3000 元，兼职员工每场 100 元，假设每周三场；
- 8) 内容成本：初期购置 30 本剧本，每月更新 4 本剧本，每本剧本价格 500 元（盒装本）；
- 9) 其他：水电零食等其他费用一线/二线/三线城市每月 5000/4000/3000 元。

圆桌剧本杀线下门店在一线/二线/三线城市的全年收入为 75/50/30 万元，利润率分别为 25%/27%/12%。

表 5：圆桌剧本杀收入测算

城市等级	人均价格 (元/次)	每周场次	每场人数	单周收入(元)	全年收入(元)
一线	150	16	6	14400	748800
二线	100	16	6	9600	499200
三线	60	16	6	5760	299520

资料来源：大众点评，长江证券研究所

表 6：圆桌剧本杀成本测算（单位：元）

城市等级	装修费	装修 摊销费用	租金	推广费用	员工费用	初期内容成本	内容更新成本	水电零食等 其他成本	成本合计	利润率
一线	100000	33333	128678	74880	223200	15000	24000	60000	559092	25.33%
二线	80000	26667	48614	49920	151200	15000	24000	48000	363401	27.20%
三线	50000	16667	37886	29952	103200	15000	24000	36000	262705	12.29%

资料来源：《2021 年 4 月全国大中城市租金均价报告》，小黑探，长江证券研究所

### 单店模型二：实景剧本杀

#### 核心假设：

- 1) 面积：门店面积 330 平，包括前台 30 平，3 个实景剧本杀房间 100 平；

- 2) **消费人次**: 工作日每日 1 场, 周末共 10 场, 每场 6 人;
- 3) **消费价格**: 一线城市人均 300 元, 二线城市人均 200 元, 三线城市人均 120 元;
- 4) **装修费**: 单个实景装修费一线/二线/三线城市 10/8/5 万元, 分三年摊销;
- 5) **租金**: 按照《2021 年 4 月全国大中城市租金均价报告》, 一线城市 89.36 元/平方米/月, 二线城市 33.76 元/平方米/月, 三线城市 26.31 元/平方米/月;
- 6) **推广费用**: 假设每年销售推广费用在收入中占比 10%;
- 7) **员工费用**: 招收 3 个全职员工, 2 个兼职员工, 全职员工的薪酬一线/二线/三线城市预计每月 8000/5000/3000 元, 兼职员工每场 100 元, 假设每周三场;
- 8) **内容成本**: 初期购置 3 本实景剧本, 每本价格 30000 元;
- 9) **其他**: 服装水电等其他费用一线/二线/三线城市每月 10000/8000/6000 元。

实景剧本杀线下门店在一线/二线/三线城市的全年收入为 140/94/56 万元, 利润率分别为 20%/24%/8%。

表 7: 实景剧本杀收入测算

城市等级	人均价格 (元/次)	每周场次	每场人数	单周收入 (元)	全年收入 (元)
一线	300	15	6	27000	1404000
二线	200	15	6	18000	936000
三线	120	15	6	10800	561600

资料来源: 大众点评, 长江证券研究所

表 8: 实景剧本杀成本测算 (单位: 元)

城市等级	装修费	装修摊销费用	租金	推广费用	员工费用	初期内容成本	服装水电等其他成本	成本合计	利润率
一线	310000	103333	353866	140400	319200	90000	120000	1126799	19.74%
二线	250000	83333	133690	93600	211200	90000	96000	707823	24.38%
三线	160000	53333	104188	56160	139200	90000	72000	514881	8.32%

资料来源: 《2021 年 4 月全国大中城市租金均价报告》, 小黑探, 长江证券研究所

### 单店模型三: 圆桌+实景剧本杀

#### 核心假设:

- 1) **面积**: 门店面积 420 平, 包括前台 30 平, 3 个圆桌剧本杀房间 30 平, 3 个实景剧本杀房间 100 平;
- 2) **消费人次**: 圆桌剧本杀工作日每日 1 场, 周末每天 4 场, 实景剧本杀工作日每日 1 场, 周末每天 6 场, 每场 6 人;
- 3) **消费价格**: 圆桌剧本杀一线城市人均 150 元, 二线城市人均 100 元, 三线城市人均 60 元, 实景剧本杀一线城市人均 300 元, 二线城市人均 200 元, 三线城市人均 120 元;



4) **装修费**: 单个实景装修费一线/二线/三线城市 10/8/5 万元, 圆桌装修费一线城市一线/二线/三线城市合计 10/8/5 万元, 分三年摊销;

5) **租金**: 按照《2021 年 4 月全国大中城市租金均价报告》, 一线城市 89.36 元/平方米/月, 二线城市 33.76 元/平方米/月, 三线城市 26.31 元/平方米/月;

6) **推广费用**: 假设每年销售推广费用在收入中占比 10%;

7) **员工费用**: 招收 5 个全职员工, 2 个兼职员工, 全职员工的薪酬一线/二线/三线城市预计每月 8000/5000/3000 元, 兼职员工每场 100 元, 假设每周三场;

8) **内容成本**: 初期购置 3 本实景剧本, 每本价格 30000 元, 初期购置 30 本圆桌剧本, 每月更新 4 本圆桌剧本, 每本剧本价格 500 元 (盒装本);

9) **其他**: 服装水电等其他费用一线/二线/三线城市每月 10000/8000/6000 元。

**圆桌+实景剧本杀线下门店在一线/二线/三线城市的全年收入为 220/147/88 万元, 利润率分别为 29%/33%/21%。**

表 9: 圆桌+实景剧本杀收入测算

剧本杀形式	城市等级	人均价格 (元/次)	每周场次	每场人数	单周收入 (元)	全年收入 (元)	收入合计 (元)
圆桌	一线	150	13	6	11700	608400	2199600
实景	一线	300	17	6	30600	1591200	
圆桌	二线	100	13	6	7800	405600	1466400
实景	二线	200	17	6	20400	1060800	
圆桌	三线	60	13	6	4680	243360	879840
实景	三线	120	17	6	12240	636480	

资料来源: 大众点评, 长江证券研究所

表 10: 圆桌+实景剧本杀成本测算 (单位: 元)

城市等级	装修费	装修摊销费用	租金	推广费用	员工费用	初期内容成本	内容更新成本	服装水电等其他成本	成本合计	利润率
一线	400000	133333	450374	219960	511200	105000	24000	120000	1563868	28.90%
二线	320000	106667	170150	146640	331200	105000	24000	96000	979657	33.19%
三线	200000	66667	132602	87984	211200	105000	24000	72000	699453	20.50%

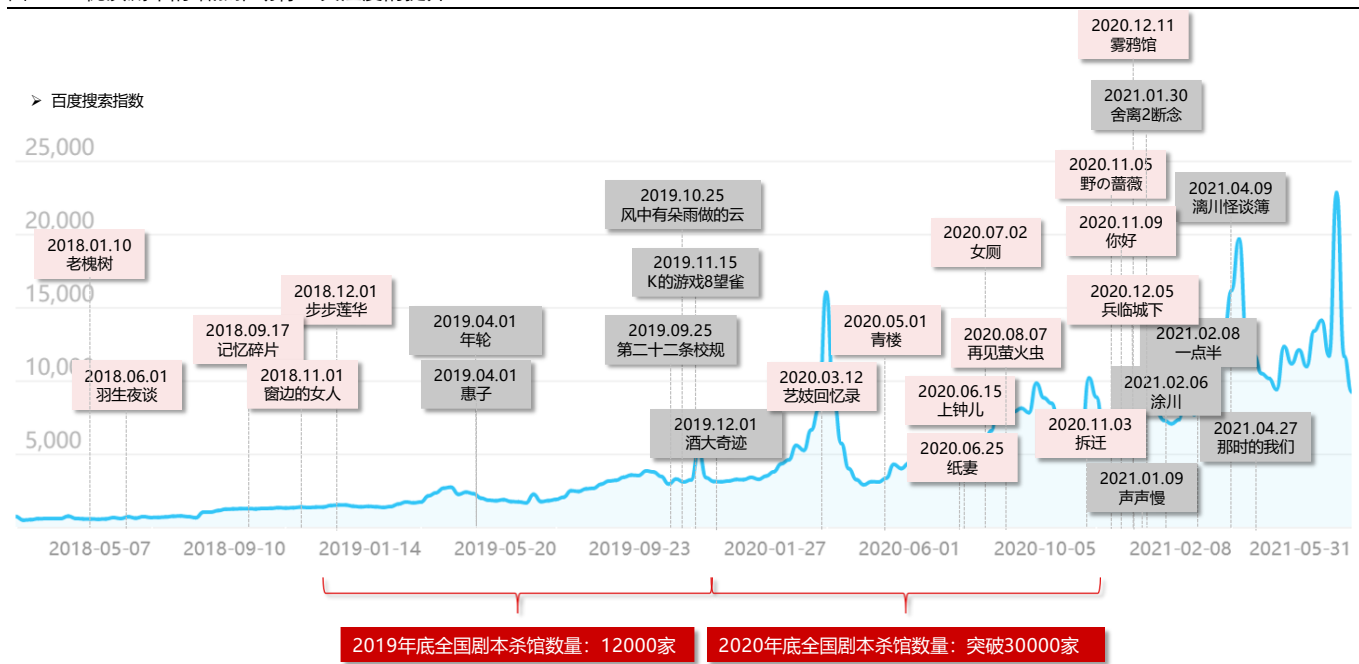
资料来源: 《2021 年 4 月全国大中城市租金均价报告》, 小黑探, 长江证券研究所

比较三种剧本杀单店模型, 可以看到圆桌+剧本杀相结合的模式具备更高的利润率水平, 也是现阶段剧本杀门店的主流方向, 通过实景剧本持续引流, 圆桌剧本加强复购, 达到稳定的消费人次, 加强口碑积累, 从而实现更高的盈利能力。

## 剧本杀的竞争壁垒：内容为基，上下产业链的深度绑定

剧本杀行业以内容为核心，竞争壁垒在于剧本内容。2019 年之前，剧本杀的剧本主要以推理本为主，优质剧本数量较少。2019 年，以《年轮》为代表的情感类剧本掀起市场热度，剧本杀的剧本品类也从单一的推理本向情感本、欢乐本、机制本等多品类发展。在此期间，爆款优质剧本频出，带动剧本杀行业快速发展，线下门店高速扩张。优质内容供给创造消费者对剧本杀的娱乐需求，行业关注度不断提升。

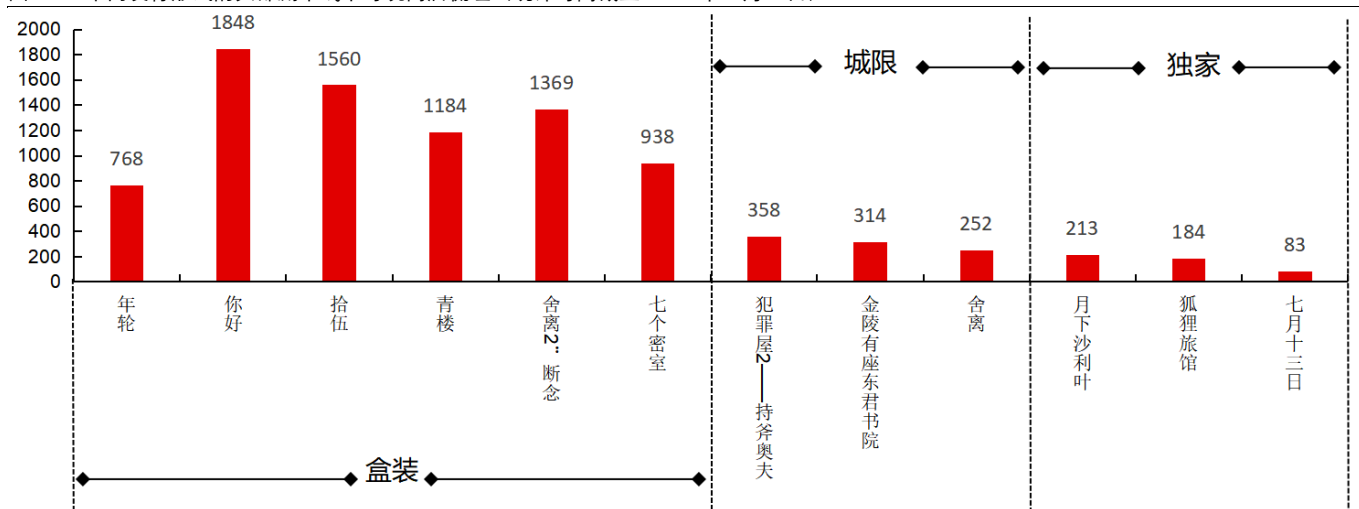
图 12：优质剧本的增加推动行业关注度的提升



资料来源：小黑探，百度指数，长江证券研究所

因下游剧本杀门店与上游创作方相对独立，全国性剧本杀内容优势建立难度高，也是现阶段线下剧本杀行业分散的主要原因。线下门店的剧本获得方式主要以剧本采购为主，剧本发行分为盒装本、城限本及独家本，盒装本没有门店数量限制，城限本一般每个城市仅限3家门店，独家本每个城市仅售一家。优质爆款盒装剧本能实现更高销量，对应线下门店爆款剧本的重合率也较高，如2020年爆款剧本《你好》，截至2021年6月1日线下门店可玩数量达到1848家。城限本及独家本虽然对同城剧本有限制，但扩大到全国范围仍无法建立显著的内容优势，爆款城限和独家更容易呈现“一本难求”的局面。高额内容成本以及城限独家本的特性使得线下行业分散，更多以区域性内容优势为主。

图 13：不同发行形式的头部剧本线下可玩门店梳理（统计时间截至 2021 年 6 月 1 日）



资料来源：小黑探，长江证券研究所

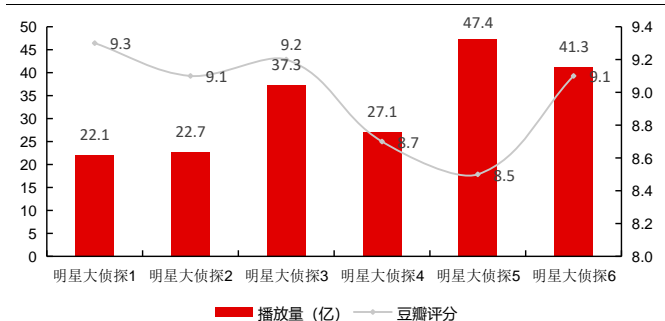
我们认为，当前背景下芒果的入局有望带动行业集中度的提升，《明星大侦探》系列综艺具备天然的品牌影响力，公司在剧本编剧、DM 运营上经验丰富，此次切入线下门店联动上下产业链，竞争优势显著。

#### 芒果的竞争优势一：头部 IP 《明星大侦探》的品牌影响力

剧本杀行业的兴起源于芒果的头部综艺《明星大侦探》的影响力，基于 IP 的芒果线下剧本杀门店能够实现自然引流。2016 年至今，芒果已推出六季《明星大侦探》系列综艺，豆瓣评分始终保持在 9 分左右，同系列综艺《密室大逃脱》的豆瓣评分也持续向上。根据美团数据统计，有 37% 的玩家被《明星大侦探》等综艺节目所吸引，《明星大侦探》的粉丝群体成为芒果进军线下剧本杀的天然流量，头部综艺的口碑效应能帮助芒果实现自然引流。

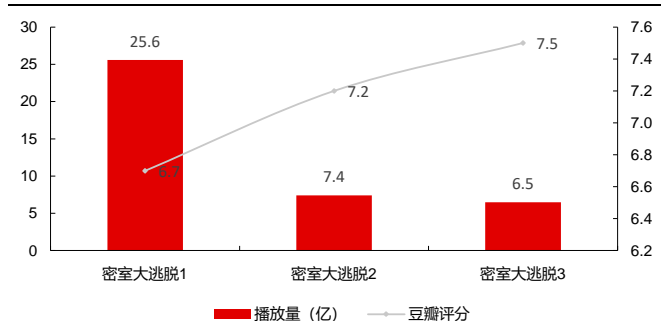
芒果首家长沙剧本杀旗舰店的两大实景剧本均为芒果独家剧本，其中 NZND 实景密室延续了《明星大侦探》1-6 季节目故事，《学院怪谈》配备真人 NPC 演绎。五一期间门店累计体验人数超 900 人次，总营收超过长沙其它剧本杀门店一个月收入总和。

图 14：《明星大侦探》系列综艺播放表现（截至 2021 年 6 月 2 日）



资料来源：艺恩，豆瓣，芒果 TV，长江证券研究所

图 15：《密室大逃脱》系列综艺播放表现（截至 2021 年 6 月 2 日）



资料来源：艺恩，豆瓣，长江证券研究所

图 16: 芒果长沙旗舰店实景本《NZND》实景摆设



资料来源：大众点评，长江证券研究所

图 17: 芒果长沙旗舰店实景本《学院怪谈》实景摆设



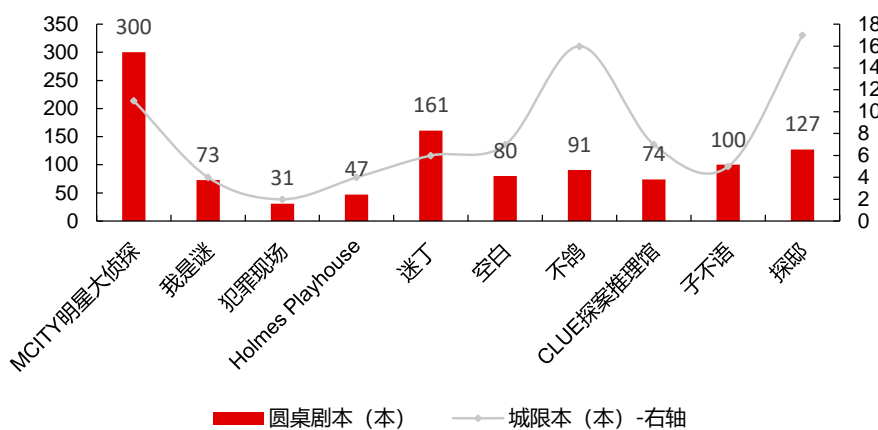
资料来源：大众点评，长江证券研究所

### 芒果的竞争优势二：自有编剧团队与丰富的剧本储备

受益于《明星大侦探》系列综艺的制作经验，芒果配备核心编剧团队，其中包括专业的推理写手及角色导演。芒果与头部剧本杀工作室探索笔记形成深度绑定，联合推出《童谣惊魂祭》（《明星大侦探-恐怖童谣》系列），《请收听 1998》（《明星大侦探-请回答 1988》系列）等剧本杀作品。芒果长沙旗舰店的城限剧本中，有 4 部剧本来源于探索笔记，占总城限本的 36%。

芒果拥有丰富的剧本储备。长沙旗舰店的圆桌剧本数量超过 300 本，总剧本量大幅超过一线城市头部剧本杀旗舰店，同时城限本数量也位于行业前列。芒果通过自有编剧团队及与上游工作室的深度合作形成了深厚的内容积累，在后续的剧本内容更新中同样占据领先优势。

图 18: 芒果剧本杀剧本数量与行业头部门店对比



资料来源：大众点评，长江证券研究所

表 11：芒果长沙旗舰店城限本梳理

剧本名称	剧本类型	剧本时长	剧本来源	线下可玩门店数量(家)
七秒永夜	科技还原	4-5 小时	探案笔记	36
一人之下	还原沉浸机制	5-6 小时	探案笔记	-
寸血河山	机制打斗	5-6 小时	沧之溟工作室	103
心证	硬核情感	4-5 小时	Diss Five 剧制	-
终点	情感硬核	5-6 小时	朋来仙境工作室	-
二律背反	硬核还原	4-5 小时	剧鱼文创	58
点妖簿	微恐情感沉浸	5-6 小时	猫又集剧本工作室	233
春夏秋冬	情感演绎	5-6 小时	侦心不改	125
请收听 1998	情感演绎	4-5 小时	探案笔记	231
一次试镜	微恐情感沉浸	5-6 小时	探案笔记	42
龙吟	家国情感沉浸	5-6 小时	三月剧品	276

资料来源：大众点评，小黑探，长江证券研究所

### 芒果的竞争优势三：优质的 DM 提升游戏体验

在剧本杀的游戏体验中，除剧本内容外，负责控场和引导的 DM 也起到了关键的作用。强控场力、能够带动氛围的 DM 可以直接提升玩家的游戏体验，反之好的剧本在没有合格的 DM 带动下游戏体验也会大幅下滑，DM 一定程度上代表了线下剧本杀门店的软实力。DM 培训短则几天长达几个月，芒果在《明星大侦探》的经验积累下，对旗舰店 DM 进行长达半年的培训和打磨。从最新的反馈看，芒果的 DM 在剧本演绎和控场能力上得到了玩家的普遍认可。

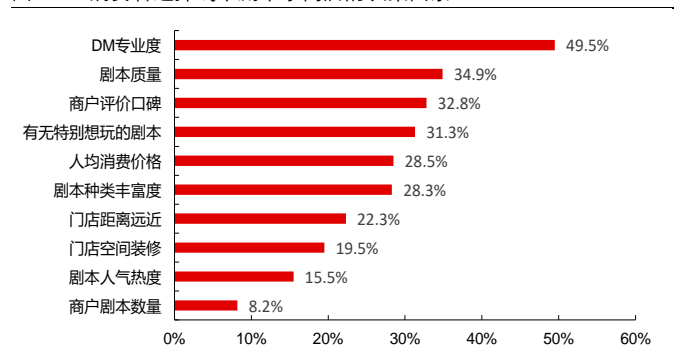
芒果《明星大侦探》的衍生综艺《名侦探学院》培养孵化了擅长剧本杀的明星红人，进一步帮助芒果进行线下引流。《名侦探学院》的常驻嘉宾，芒果主持人齐思钧成为芒果长沙剧本杀旗舰店的代言人，开店首日来到旗舰店客流火爆。当前芒果长沙 M-CITY 旗舰店位列大众点评热门榜及好评榜第一位。

图 19：芒果长沙旗舰店代言人齐思钧



资料来源：《明星大侦探》公众号，长江证券研究所

图 20：消费者选择线下剧本杀门店的决策因素



资料来源：《2021 实体剧本杀消费洞察报告》，长江证券研究所



### 芒果长沙旗舰店的收入测算：年收入有望超过 500 万

我们根据芒果长沙旗舰店实景及圆桌剧本杀单日可安排的场次进行收入的敏感性分析。因周末是剧本杀消费的高峰期，除圆桌经典本外（缺少城限本），默认为全天满场，圆桌剧本杀假设每局人数为 6 人。实景剧本杀《学院怪谈》及《NZND》单日均可安排 3 场，中性分析工作日单日平均 2 场；圆桌经典本单日可排场次为 4 场，中性分析工作日单日平均 1 场，周末单日平均 2 场，因缺少城限本相对消费人次较少；圆桌演绎本单日可排场次为 3 场，中性分析工作日单日平均 2 场；圆桌沉浸本单日可排场次仅 1 场，中性默认周末满场。从测算结果看，芒果长沙旗舰店的年收入在 379 万-768 万之间，中性分析年收入达到 558 万，远超行业平均水平。

表 12：芒果长沙 M-CITY 收入敏感性分析

剧本杀项目	每局人数	人均价格（元）	单日可安排场次	工作日单日场次			周末单日场次	单周收入（元）			全年收入（元）		
				悲观	中性	乐观		悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观
学院怪谈	7	328	3	1	2	3	3	25256	36736	48216	1313312	1910272	2507232
NZND	8	368	3	1	2	3	3	32384	47104	61824	1683968	2449408	3214848
不一般的经典本	6	128	4	0	1	2	2	3072	6912	10752	159744	359424	559104
有点东西的演绎本	6	148	3	1	2	3	3	9768	14208	18648	507936	738816	969696
厉害了我的沉浸本	6	198	1	0	0	1	1	2376	2376	8316	123552	123552	432432
收入合计								72856	107336	147756	3788512	5581472	7683312

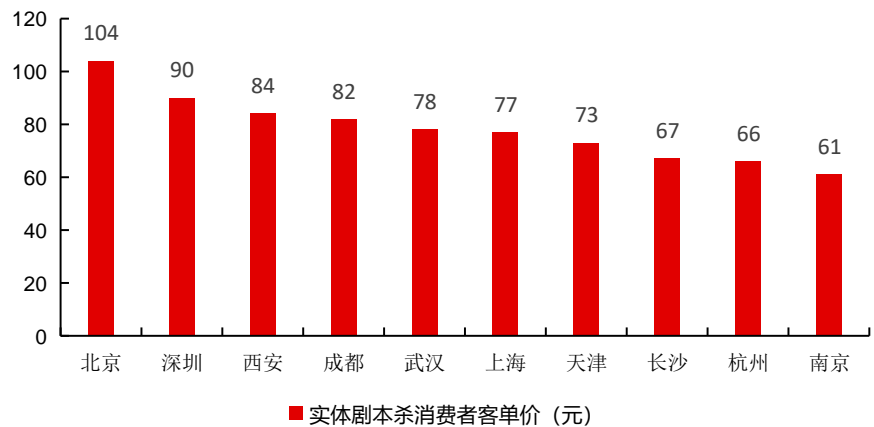
资料来源：大众点评，长江证券研究所

## 剧本杀的市场空间：低消费者渗透率，超 600 亿空间展望

剧本杀市场规模=消费人次\*复购次数\*客单价，我们从消费者的角度测算剧本杀市场的整体空间。现阶段剧本杀市场总玩家超过 5000 万，整体市场面向 15-35 岁年轻群体，2019 年该群体比重为 27%，对应 3.76 亿消费人群为剧本杀行业的目标消费群体，当前市场渗透率仅 13%，消费群体渗透率依然较低。假设消费者天花板渗透率为 35%，对应 1.32 亿剧本杀玩家上限。

复购次数\*客单价=人均消费价格，2020 年剧本杀市场规模达到 117 亿，以 5000 万玩家测算，人均消费价格为 235 元/年，根据头部城市剧本杀门店客单价来看（多数在 100 元以下），剧本杀每年的人均复购达到 2 次以上。剧本杀行业优质剧本的持续供给将进一步推动消费者复购，日趋精致的实景剧本的增加也将不断抬升剧本杀的单次消费价格，我们认为，长期看剧本杀人均消费价格有望达到 500 元/年，结合 1.32 亿剧本杀玩家，剧本杀市场规模有望超过 650 亿。

图 21：线下剧本杀消费者客单价多数在 100 元以下



资料来源：《2021 实体剧本杀消费洞察报告》，长江证券研究所

表 13：剧本杀市场规模测算

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
消费人次 (亿)	0.5	0.60	0.68	0.75	0.83	0.90	0.98
yoy		20%	13%	11%	10%	9%	8%
目标消费人群 (亿人)	3.76	3.76	3.76	3.76	3.76	3.76	3.76
目标消费人群渗透率	13%	16%	18%	20%	22%	24%	26%
人均消费价格 (元)	234.8	281.8	324.0	366.1	402.8	435.0	461.1
yoy		20%	15%	13%	10%	8%	6%
市场规模 (亿元)	117	169	219	275	333	392	450
yoy		44%	29%	26%	21%	18%	15%

资料来源：Wind，艾媒数据，中国互联网新闻中心，长江证券研究所

## 投资建议

我们看好线下剧本杀行业赛道，作为线下娱乐新业态处于初期快速发展期，消费者渗透率低，未来发展空间广阔。建议关注**芒果超媒**，推出头部综艺《明星大侦探》引领剧本杀风潮，2021 年切入线下剧本赛道，于长沙开设第一家官方《明星大侦探》线下剧本杀旗舰店，客流火爆。芒果具备显著的内容、红人资源优势，结合头部 IP 联动上下游产业链有望推动线下剧本杀业务的强劲增长，拓宽长视频行业多样化流量变现。

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于市场

中 性： 相对表现与市场持平

看 淡： 相对表现弱于市场

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对大盘涨幅大于 10%

增 持： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对大盘涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**相关证券市场代表性指数说明：** A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

## 办公地址：

### 上海

Add /浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层  
P.C / (200122)

### 武汉

Add /武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼  
P.C / (430015)

### 北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层  
P.C / (100032)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼  
P.C / (518048)

## 分析师声明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 重要声明：

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（以下简称：本公司）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

