

网红经济商业模式合集：模式创新驱动 MCN提升变现规模与效率

——传媒系列报告之8

2020年05月25日

看好/维持

传媒

行业报告

分析师	石伟晶	电话：010-66554067	邮箱：shi_wj@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480518080001
研究助理	辛迪	电话：010-66554013	邮箱：xindi@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480119070074

投资摘要：

MCN 是网红经济重要推手，以内容生产和流量曝光为基础的商业组织机构。MCN 公司在制作、交互推广、合作管理、资本等方面支持网红，保障网红持续输出内容，最终实现稳定商业变现。

商业模式持续创新迭代驱动 MCN 机构提升变现规模与效率。国内网红经济产业生态快速扩张，越来越多的企业、MCN、KOL、平台、服务支持方入局网红经济，为 MCN 机构的商业模式持续变化和突破提供可能性。目前国内 MCN 机构对内强化组织架构管理，提升内容质量与账号运营能力、加码电商带货；对外增强 MCN 协助、深化电商产业链、借助资本以及相关产业资源，进而提升变现规模与效率，打破营收天花板。

遥望网络顺势转型 MCN，孵化社交电商业务。遥望网络由互联网广告分发业务起家，后布局微信生态圈推广，始终围绕流量价值开展业务，2018 年 Q4 起，公司基于“人-货-场”的商业逻辑，开展短视频与直播形态的社交电商服务业务，致力于提供产品全生命周期营销服务。2019 年，公司短视频平台的带货 GMV 约 2.1 亿元。

网星梦工厂打造腰部网红矩阵，通过旗下众多 IP 集团式种草导流进行转化。作为国内最早一批 MCN 公司之一，通过专业化体系孵化网红 IP，为不同需求客户提供内容电商、整合营销、内容广告等互联网营销服务。2019 年公司内容电商业务收入 5474 万元，成为公司营收增长的重要引擎。

天下秀助力 MCN 与平台实现广告变现。公司为广告主提供智能化的新媒体营销解决方案，帮助广告主低成本获取客户以及带动产品销售和口碑转化，2018 年公司新媒体营销客户代理服务收入超过 9 亿元；同时帮助海量文化创意产业、数字内容产业的新媒体从业者实现高效便捷的价值变现，2018 年公司新媒体广告交易系统服务收入超过 3 亿元。

壹网壹创借力 MCN，增强网店运营及销售。公司作为国内一线水平的电商代运营服务商，主要有品牌线上服务、线上分销和内容服务三大板块业务。品牌线上服务是为品牌商提供线上代运营服务，其中部分产品需要先买断采购；线上分销指获得品牌方分销业务授权后，把从品牌方买断采购的产品分销给其他天猫店铺或第三方 B2C 平台；内容服务主要是为品牌方提供营销策划及执行服务。成立 8 年来，公司围绕“拓品牌—拓品类—拓平台”的路线发展，与 MCN 机构合作，利于自身业务的开拓，而 MCN 机构与代运营公司合作，利于突破单一网红经纪模式天花板。

微盟集团赋能 MCN，实现协同发展。微盟集团是国内领先的中小企业云端商业及营销解决方案提供商。公司的商业云、营销云、销售云等 SaaS 产品，帮助商家实现微信生态的商品销售和客户服务、为商家提供销售和营销工具，微盟集团具备 SaaS 赋能以及精准营销能力。微盟产业投资基金投资 MCN 机构构美，旨在将 MCN 机构纳入公司生态合作体系，为 MCN 与 KOL 提供全链路技术解决方案，推动两者业务协同与深度赋能，把握直播电商市场机遇。

投资建议：

国内网红经济发展火热，头部 MCN 借助平台红利，营收规模突破亿元，验证 MCN 机构具有盈利能力。天下秀与网星梦工厂是较早享受网红经济发展红利的新经济公司。天下秀搭建的“微任务”新媒体广告交易系统，满足广告主在新浪微博上的广告投放需求，助力 MCN 与微博平台实现广告变现，并从中获得交易额分成收入。网星梦工厂曾获得微博和淘宝网共同颁发的“2016 年度微电商创新 MCN”等荣誉，公司通过旗下数百个腰部带货达人与数亿粉丝联动，集团式种草和拔草，并获取服务费及佣金收入。

2019 年开始，国内直播带货潮催生 MCN 机构加码电商带货布局。遥望网络、网星梦工厂均转型布局网红带货。例如遥望网络 2019 年带货 GMV 约 2.1 亿元、网星梦工厂内容电商业务也获得较快增长。与此同时，随着名人加入，直播带货竞争激烈。头部电商 MCN 通过搭建供应链平台或培育自有平台从而实现营收突破。

2020 年以来，可以看到，越来越多产业资本投资 MCN 机构，利用其产业资源和业务能力助力 MCN 提升变现能力或借助 MCN 机构扩大其自身产业和业务的发展边界。例如壹网壹创与微盟集团均看中直播带货 MCN 机构与公司业务具有较为密切的协同性。我们认为，尽管头部 MCN 机构已经实现营收过亿，但同时面临成长天花板，产业资本的介入将驱动 MCN 机构持续创新商业模式，继而诞生新业态，有助于 MCN 机构提升变现规模与效率，进一步做大做强。

风险提示：文化监管政策趋严，直播带货竞争激烈，核心网红流失风险，网红经济新产品新业态拓展不及预期等。

目 录

1. MCN 商业模式持续创新迭代	5
2. 遥望网络：顺势转型 MCN，孵化社交电商业务	7
3. 网星梦工厂：打造腰部网红矩阵，掘金内容电商	8
4. 天下秀：助力 MCN 与平台实现广告变现	11
5. 壹网壹创：借力 MCN，增强网店运营及销售	14
6. 微盟集团：赋能 MCN，实现协同发展	16
7. 投资建议	18
8. 风险提示	18
9. 相关报告汇总	19

插图目录

图 1：MCN 机构主要功能	5
图 2：2015-2019 年中国 MCN 数量	5
图 3：2019 年 MCN 机构规模分布	5
图 4：2019 年中国 MCN 机构营收规模分布	6
图 5：2019 年 MCN 机构盈利模式分布	6
图 6：网红经济产业图谱	6
图 7：遥望网络发展历程	7
图 8：遥望网络 MCN 业务模式	7
图 9：2016-2019 年遥望网络营收及利润（亿元）	8
图 10：2016-2018 年 1-10 月公司遥望网络营收结构（亿元）	8
图 11：2018-2019 年公司营收结构（万元）	9
图 12：2018-2019 年公司各项业务毛利率	9
图 13：网星梦工厂 IP 集团式营销案例	10
图 14：新媒体广告交易系统服务	11
图 15：微任务广告主下单界面	12
图 16：自媒体接单报价	12
图 17：天下秀新媒体营销客户代理服务	13
图 18：2015-2019 年公司营收与净利润（亿元）	14
图 19：2015-2019 年公司营收结构	14
图 20：构美发展历程	17

表格目录

表 1：公司旗下签约的明星、网红及短视频平台粉丝数（不完全统计）	8
表 2：公司旗下账号及粉丝数	9
表 3：公司旗下账号及粉丝数	11

表 4：天下秀新媒体广告交易系统服务的收入及成本	12
表 5：天下秀运营支撑费计算规则.....	13
表 6：天下秀新媒体广告交易系统交易总额与订单数量	13
表 7：天下秀媒体资源采购成本及采购平台分布情况	14
表 8：2019 年下半年淘宝六星级服务商合作品牌及品类情况（不完全统计）	15
表 9：微盟集团旗下 SaaS 业务经营数据.....	16
表 10：微盟精准营销业务经营数据	17

1. MCN 商业模式持续创新迭代

MCN 是网红经济重要推手，以内容生产和流量曝光为基础的商业组织机构。MCN 公司在制作、交互推广、合作管理、资本等方面支持网红，保障网红持续输出内容，最终实现稳定商业变现。

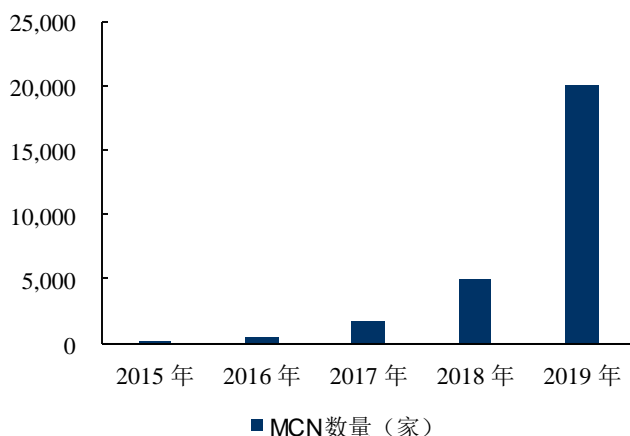
图 1：MCN 机构主要功能



资料来源：克劳锐，东兴证券研究所

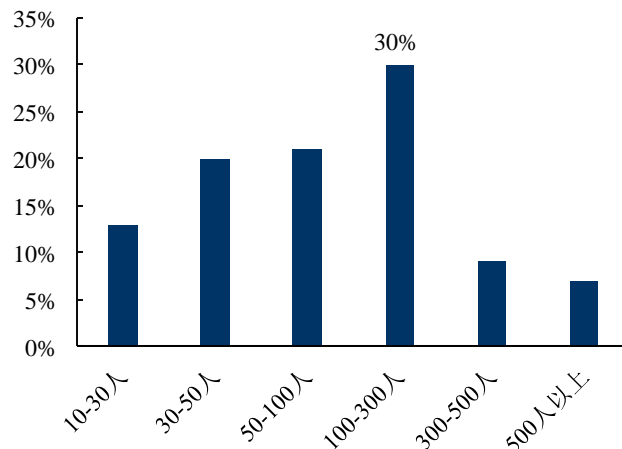
国内 MCN 数量快速增长。根据克劳锐统计，在电商平台及短视频平台扶持下，2019 年国内 MCN 机构数量超过 20000 家。其中，绝大部分 MCN 机构人员规模处于 100-300 人，300 人以上规模的 MCN 机构占比约 16%。可见，国内 MCN 机构已经较为庞大与成熟。

图 2：2015-2019 年中国 MCN 数量



资料来源：克劳锐，东兴证券研究所

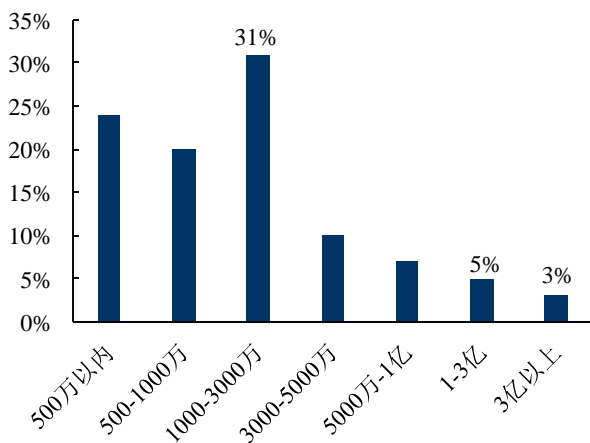
图 3：2019 年 MCN 机构规模分布



资料来源：克劳锐，东兴证券研究所

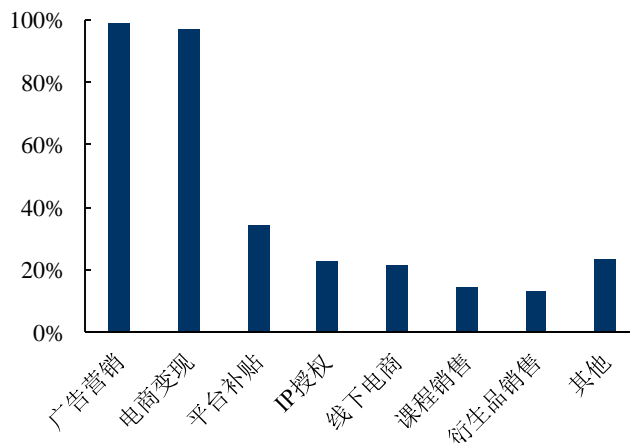
广告和电商是 MCN 主要盈利模式。直播带货催生 MCN 机构对于电商布局的加码。根据克劳锐统计，2019 年，MCN 机构的营收规模主要集中在 1000-3000 万元。头腰尾 MCN 收入规模差距较大，头部 MCN 公司营收规模突破 3 亿元，同时也变现面临成长天花板。

图 4：2019 年中国 MCN 机构营收规模分布



资料来源：克劳锐，东兴证券研究所

图 5：2019 年 MCN 机构盈利模式分布



资料来源：克劳锐，东兴证券研究所

商业模式持续创新迭代驱动 MCN 机构提升变现规模与效率。国内网红经济产业生态快速扩张，越来越多的企业、MCN、KOL、平台、服务支持方入局网红经济，为 MCN 机构的商业模式持续变化和突破提供可能性。目前国内 MCN 机构对内强化组织架构管理，提升内容质量与账号运营能力、加码电商带货；对外增强 MCN 协助、深化电商产业链、借助资本以及相关产业资源，进而提升变现规模与效率，打破营收天花板。

图 6：网红经济产业图谱

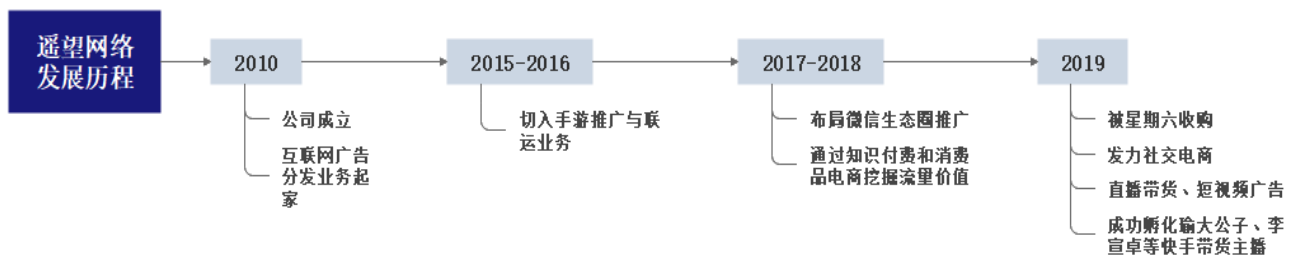


资料来源：克劳锐，东兴证券研究所

2. 遥望网络：顺势转型 MCN，孵化社交电商业务

遥望网络顺势转型 MCN，孵化社交电商业务。遥望网络成立于 2010 年，公司由互联网广告分发业务起家；2015 年，公司切入手游推广与联运业务；2017 年，公司布局微信生态圈推广，通过知识付费和消费品电商挖掘流量价值；自 2018 年四季度开始，公司基于“人-货-场”的商业逻辑，链接明星、达人与品牌电商开展短视频与直播形态的社交电商服务业务。目前遥望网络主要业务涵盖传统互联网广告投放、基于微信的社交营销、社交电商服务业务。

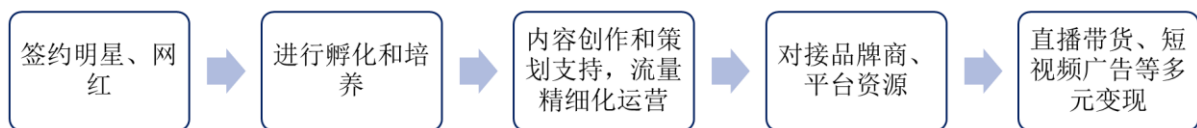
图 7：遥望网络发展历程



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司基于“人-货-场”的商业逻辑开展直播带货业务。(1)“人”，公司通过自主孵化达人、外部签约合作明星及达人的形式逐渐构建抖音、快手、淘宝直播、小红书各生态下的达人及明星艺人矩阵。(2)“货”，公司利用自身积累的招商资源，与国内数百家各品类的知名电商品牌建立起了良好的合作关系。(3)“场”，公司利用自有文创团队，在各短视频平台为达人/明星拍摄优质内容并结合运营策略不断积累粉丝，并利用创意短视频、直播等形式为各类电商品牌实现商品营销推广。

图 8：遥望网络 MCN 业务模式



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司旗下签约明星及网红阵容强大。截至 2020 年 3 月 31 日，遥望网络签约及孵化短视频平台 IP 合计 205 个，明星及主播数量 96 位，合计总粉丝数超过 2.4 亿，累计播放量超过 150 亿。公司签约明星包括王祖蓝、张柏芝、李亚男等十余位，签约及孵化的网红包括尬演七段、瑜大公子、李宣卓、李大嗓等。2020 年以来，公司与浙江文广集团、杭州文广集团达成合作，已签约 32 位电台主持人。

公司具备网红孵化能力突出。在网红孵化运营过程中，公司在网红培训、人设构建、内容策划及流量支持等方面给予支持。以遥望旗下签约网红尬演七段为例，其在抖音上发布第一条视频的时间是 2019 年 6 月 6 日，仅用半年时间涨粉 780w，截至 2020 年 5 月 20 日，抖音粉丝数已经超过 1400w。

表1：公司旗下签约的明星、网红及短视频平台粉丝数（不完全统计）

明星	粉丝数	知名网红	粉丝数	电台主持人
王祖蓝	抖音 2136.5w, 快手 2844.3w	尬演七段	抖音 1407.2w, 快手 112.4w	来自浙江文广集团、杭州文广集团的 32 位电台主持人
张柏芝	抖音 1315.8w	瑜大公子	快手 432.6w	
李亚男	抖音 527.4w, 快手 434.7w	李宣卓	快手 359.9w	
刘维	抖音 366.4w, 快手	李大嗓	抖音 689w	
		乃提 Guli	抖音 803.1w, 快手 338.5w	
		浩辉进城	抖音 366.4w, 快手 1203.4w	

资料来源：公司年报，东兴证券研究所，截至 2020-5-20

公司社交电商业务致力于产品全生命周期营销服务。公司从新品上市的品宣及销量提升，到库存尾货的出清等方面为品牌方提供营销带货服务。盈利模式主要为 CPS 分成+固定坑位费(或有)，分成比例在 15%-30%。公司服务对象以主要服务快销品领域的品牌客户为主，已经取得如一叶子、LOVO、欧诗漫、妇炎洁等 8 个知名品牌在指定平台上的独家经营权。2019 年，公司短视频广告及直播带货的业务量增速较快，短视频平台的带货 GMV 约 2.1 亿元。

图 9：2016-2019 年遥望网络营收及利润（亿元）

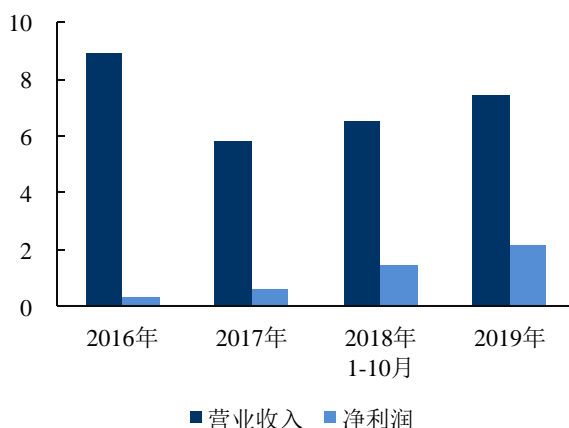
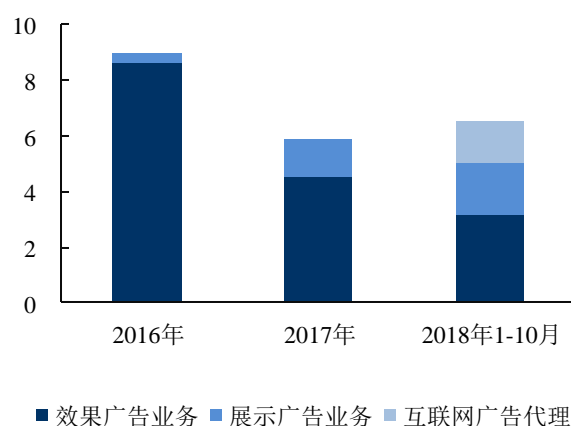


图 10：2016-2018 年 1-10 月公司遥望网络营收结构（亿元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

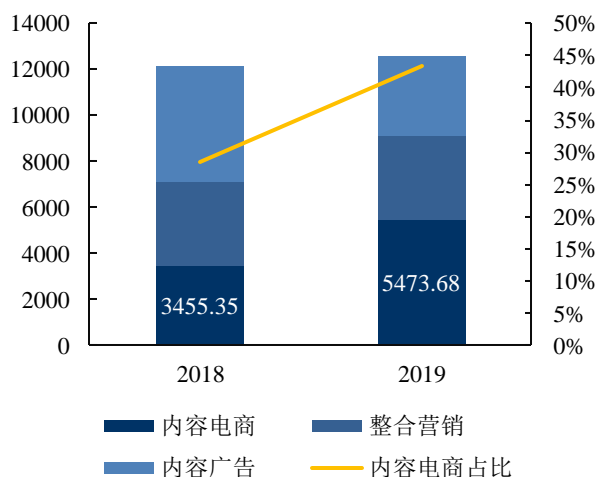
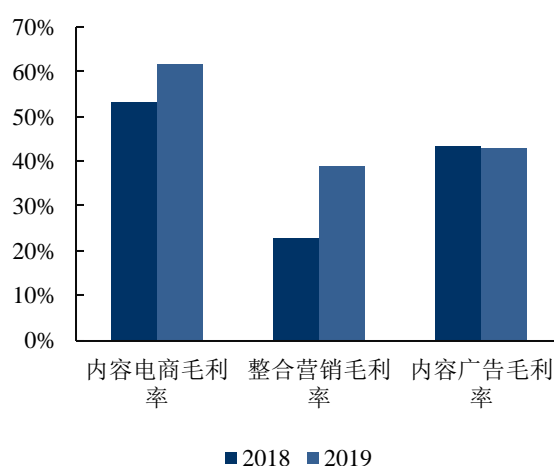
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

风险提示：直播带货竞争激烈，核心网红流失风险等。

3. 网星梦工厂：打造腰部网红矩阵，掘金内容电商

资深 MCN 机构，加大直播带货投入。网星梦工厂成立于 2012 年，从自媒体矩阵运营起家，后业务逐渐延伸至整合营销；2015 年，公司涉足网红孵化业务，成为国内最早一批 MCN 公司之一。公司通过专业化体系孵化网红 IP，打造泛生活内容为载体的网红 IP 生态平台，为不同需求客户提供内容电商、整合营销、内容

广告等互联网营销服务。目前公司内容电商业务已经成为营收增长的重要引擎。2019 年公司内容电商业务收入 5473.68 万元，占比总收入的 43.23%，较 2018 年增长近 15pcts。

图 11：2018-2019 年公司营收结构（万元）

图 12：2018-2019 年公司各项业务毛利率


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司依靠完备的孵化体系，建立了覆盖各垂直领域的网红 IP 矩阵。公司主要通过自主培养的模式孵化网红 IP，具备系统化的筛选、培训、考核流程，为合格素人提供签约、平台合作、赛事评比、综艺选秀等发展机会。目前，公司 IP 池包含 700 余个网红 IP，覆盖时尚美妆、生活、母婴、电商等多个垂直领域，分布于微博、抖音、淘宝、秒拍、美拍等多个平台。

表2：公司旗下账号及粉丝数

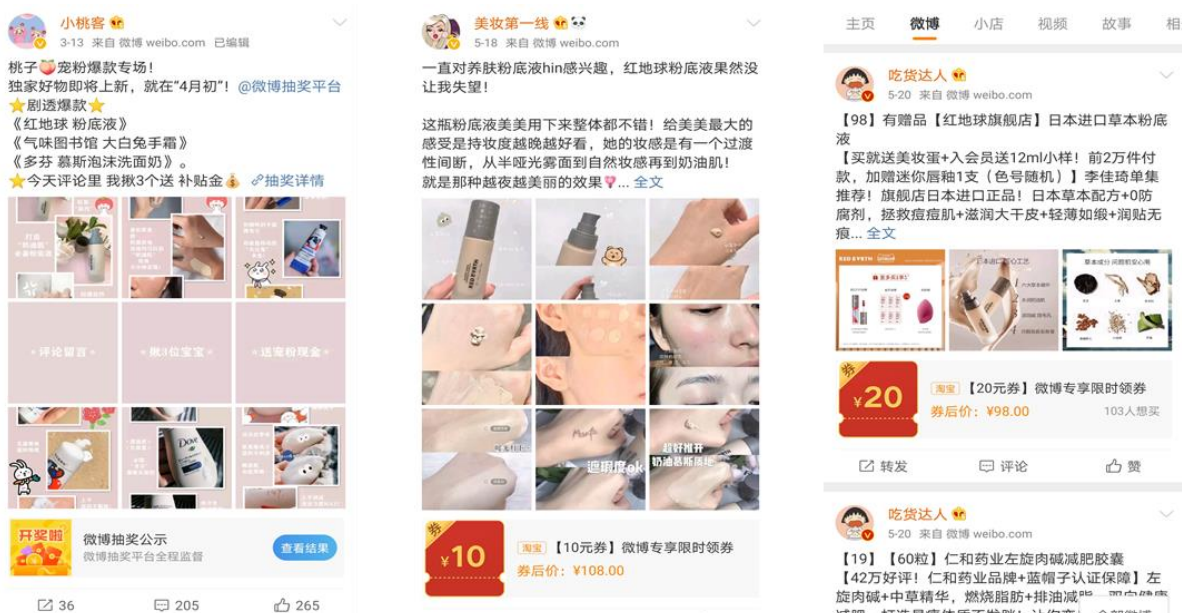
序号	平台	IP 账号数量 (个)	粉丝人数 (万个)	最近两年发布内容 (条)
1	微博	466	26913.8	2097492
2	抖音	49	7351.42	4226
3	快手	91	2153.95	7231
4	头条	18	948.17	7,667
5	小红书	23	137.8	4,014
6	微信公众号	7	102.34	1,783
7	美拍	4	110.5	651
8	淘宝	32	18.16	12,033
9	美图	13	26.28	896
合计		703	37762.42	2135993

资料来源：公司公告，东兴证券研究所，截至 2020-2-20

依托庞大 IP 矩阵，引导粉丝种草和拔草。公司内容电商服务一般为内容带链接形式，主要通过旗下众多 IP 集团式种草导流进行转化，内容电商服务包括淘内和淘外带货：淘内带货主要是指淘宝达人通过淘宝直播、图文/视频种草等方式为客户提供营销服务，淘外带货指通过微博淘宝客带货、社群分享带货和口碑分销帮助

客户进行引流转化。公司的盈利模式主要是从电商依靠导流和转化获取固定服务费及佣金收入：公司依据进店人数、增粉数量、CPC 线上导流数量等指标进行抽佣，比例在 10%-90%不等。

图 13：网星梦工厂 IP 集团式营销案例



资料来源：微博，公司公告，东兴证券研究所

公司网红孵化以“全网挑选，分级孵化”为原则，腰部网红占多数。公司有星探中心和网星学院两个 IP 筛选团队：前者负责全网挖掘有潜力的内容创作者，后者负责面向高校挖掘潜力内容创作者。公司网红 IP 池由不同类型 IP 组成，由素人开始孵化，从内容、粉丝、互动、转化等方面进行考核和升级，公司签约网红分为中小孵化期 IP（成长期 IP）、大咖网红 IP（腰部 IP）、头部网红 IP（头部 IP），公司腰部网红占 67%。

公司优势在于腰部网红批量化孵化能力。头部网红的产生依靠天时地利人和，是可遇而不可求的，但腰部网红孵化有道可寻。公司通过标准化流程进行网红孵化，在 IP 池内积累了大量的自行孵化的网红 IP 资源，能快速按客户需求精准匹配公司网红 IP，针对性地跟进内容执行，便于通过集团式营销，提升内容电商服务效果。同时，腰部网红话语权较小，在孵化和变现端都对公司存在较强的依赖性，对于公司来说稳定性更强，减少了经营过程中的不确定性。

表3：公司旗下账号及粉丝数

序号	类别	分类指标	2018 年		2019 年		数量（个） 截至 2020-02-20
			收入 贡献	占比	收入 贡献	占比	
1	中小孵化 IP (成长期 IP)	5 万粉丝以下，或超过 5 万粉丝但尚未实现商业变现的 IP，总体只产生少量营业收入，尚处于孵化成长期。	78.09	0.64%	67.9	0.54%	233
2	大咖 IP (腰部 IP)	IP 风格、定位基本形成，粉丝在 5 万-数百万之间，具备电商带货和内容广告等商业化价值	12,042.91	99.36%	12,345.48	97.81%	468
3	头部 IP (头部 IP)	粉丝千万级以上，网友中影响力大，但营收对公司总体贡献可以不高，可作为公司对外标杆。	0	0	208.77	1.65%	2

资料来源：公司公告，东兴证券研究所，截至 2020-2-20

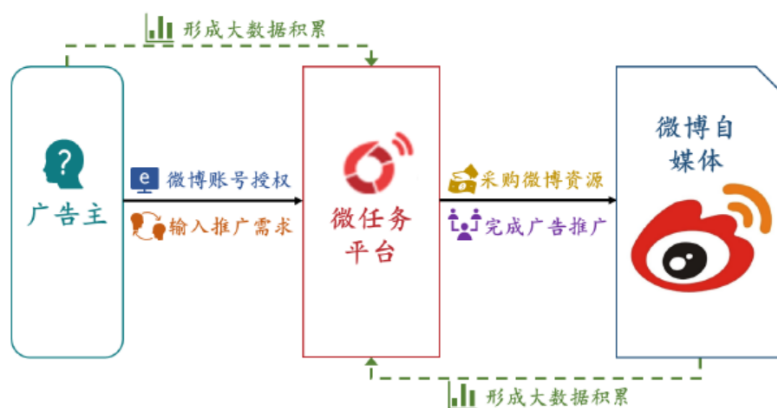
风险提示：市场竞争加剧，网红管理风险等。

4. 天下秀：助力 MCN 与平台实现广告变现

天下秀是一家基于大数据的技术驱动型新媒体营销服务公司，致力于为广告主提供智能化的新媒体营销解决方案，实现产品与消费者的精准匹配，帮助广告主低成本获取客户以及带动产品销售和口碑转化，同时帮助海量文化创意产业、数字内容产业的新媒体从业者实现高效便捷的价值变现。天下秀提供的主要服务包括新媒体广告交易系统服务、新媒体营销客户代理服务。

新媒体广告交易系统服务满足广告主在新浪微博上的广告投放需求。基于天下秀与新浪微博签署的合作协议，新浪微博授权天下秀使用微博域名 weirenwu.weibo.com 及相关微博用户数据，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。微任务的代理商或自行注册微博账号的广告主通过微任务采购微博账号资源。

图 14：新媒体广告交易系统服务



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

新媒体广告交易系统服务下，微任务系统为天下秀基于新浪微博开发。该系统主要对接微博平台的广告主和自媒体，主要解决广告主的微博自媒体推广需求，并帮助微博自媒体实现价值变现。广告主端通过微任务入口自行进行下单，通过微博授权开通微任务的自媒体账号可以在微任务中自行接单。天下秀不承担广告主和自媒体之间的交易风险，仅提供平台运营维护及技术支持等服务。

图 15：微任务广告主下单界面



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 16：自媒体接单报价

	发布类型	报价	预计互动数
MD_摩登兄弟	原发	¥204,100	411,690
	转发	¥143,300	141,265
熊梓淇	原发	¥408,200	110,514
	转发	¥347,400	129,793
papi酱	原发	¥204,100	318,810
	转发	¥204,100	25,289

资料来源：Wind，东兴证券研究所

新媒体广告交易系统服务收入主要为根据新媒体广告交易系统服务的交易总额收取一定比例的平台技术服务费。在该业务模式下，天下秀新媒体广告交易系统服务相应成本为向北京微梦（新浪微博的全资子公司）支付的平台分成，金额为天下秀根据后台对账系统核算的分成收入（扣除手续费等相关费用）的 70%。实际平台分成比例与分成规则差异的原因主要是受增值税销项税额、客户返点及第三方支付渠道手续费等影响。

表 4：天下秀新媒体广告交易系统服务的收入及成本

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
微任务交易总额（万元）	69,299	91,092	105,816	18,255
新媒体广告交易系统服务收入（万元）	17,584	24,488	30,618	5,278
收入占交易总额比例	25%	27%	29%	29%
平台分成成本（万元）	12,062	16,540	18,373	3,157
分成成本占比服务收入比例	69%	68%	60%	60%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

基于“微任务”有助于北京微梦提升微博用户资源转化率，北京微梦基于微任务交易总额的规模按相应比例向天下秀支付运营支撑费。运营支撑费的计算规则为：如当年度微任务交易金额超过人民币 3 亿元小于人民币 10 亿元，则该年度运营支撑费金额为交易总额的 1%，返点金额不足 100 万的部分不予计算；如该年度微任务交易金额超过人民币 10 亿元小于人民币 15 亿元，则该年度运营支撑费金额为交易总额的 2%，返点金额不足 100 万的部分不予计算。

表5：天下秀运营支撑费计算规则

微任务交易金额	运营支撑费
3 亿元-10 亿元	1%
10 亿元-15 亿元	2%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

新媒体广告交易系统服务的交易总额逐年上升，主要系平均订单单价持续增长所致。平均订单单价上升主要原因为广告主更重视新媒体行业的广告投放，投放在社交平台的广告预算随之增高，同时，广告主更倾向于选择具有优质粉丝群体的自媒体账号，提升投放效率和营销效果，带来了平均订单单价的上涨。

客户数量下降主要系随微博商业化程度越来越高，自媒体营销行业逐渐走向成熟，具备专业化运作、体系化投放的自媒体广告代理商不断涌现。在该趋势推动下，中小客户为追求更好的广告投放效果更倾向于通过专业的自媒体广告代理商代为进行自媒体广告投放。

表6：天下秀新媒体广告交易系统交易总额与订单数量

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
微任务交易总额（万元）	69,299	91,092	105,816	18,255
订单数量（单）	750,360	653,662	452,411	57,943
平均订单单价（万元/单）	0.09	0.14	0.23	0.32
中小客户（个）	21,637	7,877	1,631	230
代理商客户（个）	28	212	305	334
客户数量合计（个）	21,665	8,089	1,936	564
平均单个客户订单单价（万元/个）	3.20	11.26	54.66	32.37

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

新媒体营销客户代理业务满足广告主营销广告精准投放需求。公司通过旗下 WEIQ 平台实现广告主跨平台投放和精准投放的需求，广告主可实现微信、短视频、直播、音频等多个平台的红人新媒体投放需求；打造新媒体综合解决方案业务 SMART，立足于 WEIQ 大数据平台，为客户提供策略制定、方案策划、创意策划、投放策划和实施、社交媒体账户运营、效果监测等一系列基于新媒体及粉丝经济的综合解决方案。

图 17：天下秀新媒体营销客户代理服务


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司先与客户经过充分沟通确定营销方案并签订合同，在执行方案过程中主要通过 WEIQ 系统采买自媒体资源，并根据项目需要通过各类途径采购其他媒体资源、创意资源等。公司通过直接向客户收取营销服务费实现收入，为此支付的主要成本包括媒体资源、人工成本和其他分摊成本等。公司主要在微博、微信、短视频等其他平台采购自媒体资源，计费模式为 CPT 模式，即按照发布次数计费。

表7：天下秀媒体资源采购成本及采购平台分布情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
新媒体营销客户代理服务收入	25,418	46,709	90,236	29,247
媒体资源采购成本	15,557	29,151	62,904	20,334
微博	13,034	26,093	41,395	10,516
微信	725	952	14,909	4,024
短视频及其他媒体	1,798	2,107	6,600	5,794
媒体资源采购成本/新媒体营销客户代理服务收入	61.20%	62.41%	69.71%	69.52%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

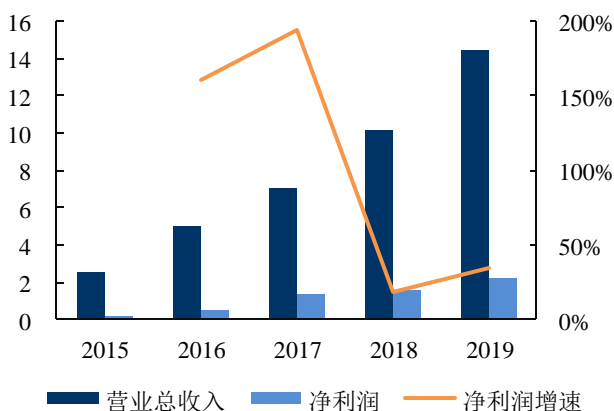
风险提示：新媒体营销客户代理业务竞争激烈、网红经济新产品新业态拓展不及预期等。

5. 壹网壹创：借力 MCN，增强网店运营及销售

壹网壹创是国内一线水平的电商代运营服务商。公司成立于 2012 年 4 月，主要有品牌线上服务、线上分销和内容服务三大板块业务。品牌线上服务是为品牌商提供线上代运营服务，其中部分产品需要先买断采购（品牌线上营销服务，不需采购的为品牌线上管理服务）；线上分销指获得品牌方分销业务授权后，把从品牌方买断采购的产品分销给其他天猫店铺或第三方 B2C 平台；内容服务主要是为品牌方提供营销策划及执行服务。

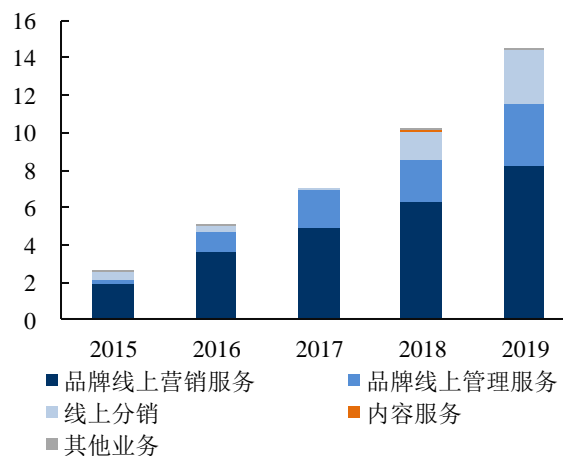
初创时期的标杆性品牌百雀羚开始，公司成立 8 年来，围绕“拓品牌—拓品类—拓平台”的路线发展，目前公司在天猫、小红书、唯品会、京东等平台为近 30 个品牌客户提供服务，是天猫 9 家六星服务商之一。

图 18：2015-2019 年公司营收与净利润（亿元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 19：2015-2019 年公司营收结构



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司与 MCN 机构合作，利于业务拓展，MCN 机构也有望借力公司资源，打开天花板。

从拓品牌和拓品类的角度讲，公司存在较强的扩张需求，但潜在客户需要更强大的营销能力支撑。公司目前合作品牌在 30 个左右，品类也仅为美妆个护、快消、玩具四类，和其他六星级服务商差距显著。从公司潜在的客户群体看，国产腰部品牌、小众品牌较多，相较于知名品牌对营销能力要求更高，MCN 机构可助力这些中小、小众品牌进行线上推广。

从拓平台的角度讲，不同平台间的经验并不能简单线性外推。公司最开始在天猫、唯品会等传统的电商平台上开展业务，运营经验可以简单复制。但小红书、快手、抖音等平台模式更加多元，对高质量内容需求更多，运营门槛更高，需要对接专业的内容生产端，MCN 机构的价值在这一环节得以体现。

MCN 机构与代运营公司合作，利于突破单一网红经纪模式天花板。MCN 公司间商业模式的差别并不显著，大多数 MCN 公司充当的角色是上游内容生产者和下游商业资源间的中介，但单一经纪模式天花板明显。MCN 机构和电商代运营公司建立深度合作，借助后者的品牌资源、供应链、营销策划能力等，利于打通产业链上下游、提升议价能力和市占率。

表8：2019 年下半年淘宝六星级服务商合作品牌及品类情况（不完全统计）

	成立年份	主要品类	品牌数量	主要品牌
壹网壹创	2012	母婴玩具 美妆个护	27	泡泡玛特、佰草集、黑人牙膏、吉列、艾杜莎、丸美、百雀羚、露得清、宝洁、沙宣、OLAY、佳洁士、Aussie、伊丽莎白雅顿、欧珀莱、大宝、达尔肤、雅芳、美肤宝、毛戈平、杨森、赫妍、梦妆、兰芝、吕、艾诺碧、雪花秀
上海百秋	2011	服装 鞋履 箱包 配饰	40	maje、sandro、triumph、clarks、Bally、Pandora、MCM、Kipling、Swatch、天梭、6IXTY8IGHT、FILA、Topshop、the north face 等
宝尊电商	2007	食品饮料 美妆 宠物 服饰 饰品 保健 五谷 家居	223	宏宝莱、不老林、沟帮子熏鸡、振兴集团、沈阳造币厂、天湖啤酒、中盐集团、四季牡丹、好卫口、天乐园集团等
浙江上佰	2011	家电 互联网	14+	美的、小天鹅、联想、松下、优酷土豆、暴风、看尚、花为媒、圣奥、左右坐客、爱奇艺、西门子等
凯诒电商	2010	母婴玩具 食品保健品 宠物 美妆个护 酒店餐饮娱乐	30	乐高、Hottoys、大王、安托、爱璐儿、万代(BANDAI)、pepsi、百吉福、亿滋、农心、格力高、味全、美怡可、tassimo、easiyo、皇家、applaws、Virbac、boehringer ingeheim、nature made、爱尔康、Rohto 乐敦、佑蜜、ARTEMIS+、高露洁、舒适、夏依 (Summer's Eve)、KFC、优悦会、烧范儿、奥乐齐
丽人丽妆	2007	美妆	60+	奥伦纳素、后、雪花秀、兰芝、施华蔻、kissme、kate、相宜本草、安娜苏、芙丽芳丝等
青木科技	2011	服装 鞋履	100+	斯凯奇、Bershka、ecco、Gucci、samsonite、nine west、mido、班尼路、Calvin Klein、H&M

箱包				
兴长信达	2000	消费电子	59	卡西欧、Dyson、BOSE、宝马、奔驰、LG、网易有道等
		家电		
		美妆		
		汽车		
		母婴玩具		
		家居		
碧橙电商	2013	其他	18+	西门子、林内、欧姆龙、阿里健康、妮飘、巧虎、Refa、3M、Playstation、Nutraceutical、HealthyCare、海昌、Be-kind
		消费电子		
		家电		
		美妆		
		健康		
		母婴		

资料来源：公司官网，壹网壹创招股书，截至 2020-5-21

风险提示：新品类新品牌新平台拓展不及预期，与 MCN 机构合作不及预期等。

6. 微盟集团：赋能 MCN，实现协同发展

公司是国内领先的中小企业云端商业及营销解决方案提供商。公司主要 SaaS 产品包括商业云、营销云、销售云等三块。在商业云方面，公司围绕社交电商、智慧零售、智慧餐饮、智慧酒店、本地生活等多个垂直行业布局，推出微商城、智慧零售、客来店、智慧餐厅、智能酒店等一系列智能商业 SaaS 产品，帮助商家实现微信生态的商品销售和客户服务；在营销云方面，公司推出微站、销售推、智营销、微盟会务、微盟窗体等营销工具和产品；销售云方面，公司旗下销售推产品通过与企业微信深度对接，推出多种营销工具，帮助企业销售获客。

表9：微盟集团旗下 SaaS 业务经营数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
收入（百万元）	176	263	347	507
商业云	124	191	266	402
营销云	52	71	81	105
付费商户数（家）	36,344	51,494	64,695	79,546
单用户付费 ARR（元/用户/年）	4834	5100	5365	6,373
流失率	48.7%	27.2%	26.8%	22.20%
新增商户数量（家）	24,076	25,035	26,995	29,223
新增商户数量 yoy%	29.4%	4.0%	7.8%	8.3%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

微盟精准营销代理业务与 SaaS 业务实现协同发展。针对微信等平台商家的推广营销需求，微盟为商家提供精准营销代理业务。微盟具备海量广告资源，包括微信公众号广告、朋友圈广告、QQ 广告、QQ 空间广告、腾讯新闻/腾讯视频信息流广告，以及百度信息流、知乎效果广告、今日头条广告等，为广告主提供高效检索、精准定向、预算优化、智能出价等一站式服务。

表10：微盟精准营销业务经营数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
新增广告主数量	3,217	16,447	23,521	29,424
广告主数量	3,217	17,681	28,589	34,142
复投率（已复投广告主数量／广告主数量）	35%	51%	55.4%	68.3%
毛收入（百万元）	174	933	2,493	5,281
单个广告主平均支出（元）	54,023	52,767	87,185	154,680

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

微盟产业基金投资直播带货 MCN 构美，致力于业务协同与深度赋能。构美成立于 2016 年，公司聚焦服饰潮搭和美妆护肤，建立庞大的 KOL、KOC 矩阵，连续三年登榜淘宝直播 TOP 机构行列，已从淘宝直播头部 MCN 机构转变成为基于直播电商、新流量电商的全渠道人货匹配平台。微盟集团具备 SaaS 赋能以及精准营销能力，微盟产业投资基金投资构美，旨在将 MCN 机构纳入公司生态合作体系，为 MCN 与 KOL 提供全链路技术解决方案，推动两者业务协同与深度赋能，把握直播电商市场机遇。

图 20：构美发展历程



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

风险提示：SaaS 产品付费商家数不及预期，协同效应不及预期等。

7. 投资建议

国内网红经济发展火热，头部 MCN 借助平台红利，营收规模突破亿元，验证 MCN 机构具有盈利能力。天下秀与网星梦工厂是较早享受网红经济发展红利的新经济公司。天下秀搭建的“微任务”新媒体广告交易系统，满足广告主在新浪微博上的广告投放需求，助力 MCN 与微博平台实现广告变现，并从中获得交易额分成收入。网星梦工厂曾获得微博和淘宝网共同颁发的“2016 年度微电商创新 MCN”等荣誉，公司通过旗下数百个腰部带货达人与数亿粉丝联动，集团式种草和拔草，并获取服务费及佣金收入。

2019 年开始，国内直播带货潮催生 MCN 机构加码电商带货布局。遥望网络、网星梦工厂均转型布局网红带货。例如遥望网络 2019 年带货 GMV 约 2.1 亿元、网星梦工厂内容电商业务也获得较快增长。与此同时，随着名人加入，直播带货竞争激烈。头部电商 MCN 通过搭建供应链平台或培育自有平台从而实现营收突破。

2020 年以来，可以看到，越来越多产业资本投资 MCN 机构，利用其产业资源和业务能力助力 MCN 提升变现能力或借助 MCN 机构扩大其自身产业和业务的发展边界。例如壹网壹创与微盟集团均看中直播带货 MCN 机构与公司业务具有较为密切的协同性。我们认为，尽管头部 MCN 机构已经实现营收过亿，但同时面临成长天花板，产业资本的介入将驱动 MCN 机构持续创新商业模式，继而诞生新业态，有助于 MCN 机构提升变现规模与效率，进一步做大做强。

8. 风险提示

文化监管政策趋严，直播带货竞争激烈，核心网红流失风险，网红经济新产品新业态拓展不及预期等。

9. 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司深度报告	传媒系列报告之 7：分众传媒（002027）：主营走出最难时刻，竞争格局压制估值	2020-05-17
行业深度报告	传媒系列报告之 6：网红经济：渐具马太效应，平台占据优势	2020-05-08
行业深度报告	传媒系列报告之 5：出版产业：互联网催生新业态，新业态带来新活力	2020-05-07
公司深度报告	传媒系列报告之 4：掌阅科技（603533）：精细化运营内容与流量，打造第二增长曲线	2020-04-25
公司财报点评	掌阅科技：版权业务前景明朗，平台商业化价值持续提升	2020-04-12
公司财报点评	吉比特：核心产品长线运营出色，游戏项目储备充足助力增长	2020-04-10
行业深度报告	传媒系列报告之 3：中国云游戏商业模式在哪里	2020-02-21
行业深度报告	电视游戏行业深度报告：旧娱乐，新风尚，大市场	2019-11-26
行业事件点评报告	传媒行业报告：国庆档电影票房表现优异，验证电影产业内容为王	2019-10-09
传媒行业周报	【东兴传媒】传媒行业周观点：监管有望更理性化，关注细分行业龙头 20190916	2019-09-16
传媒行业周报	传媒行业报告：央行降准，板块投资机会在于游戏和广电	2019-09-09
传媒行业周报	传媒行业报告：5G 加速 TMT 发展进程，紧抓游戏和广电两个子行业	2019-09-02
传媒行业周报	【东兴传媒】传媒行业周观点：中报密集发布，关注细分行业龙头 20190826	2019-08-26
传媒行业周报	【东兴传媒】传媒行业周观点：中报陆续披露，推荐吉比特完美世界 2019819	2019-08-19
传媒行业周报	传媒行业报告：板块指数触底，中国出版显著低估	2019-08-12
传媒行业周报	【东兴传媒】传媒行业周观点：《哪吒》刷新中国动画电影票房纪录，关注细分赛道龙头公司_20190805	2019-08-05
公司财报点评	中原传媒年报点评：主营业务稳健增长，分红比例提升	2019-04-02
公司深度报告	光线传媒（300251）：艺术科技结合体，估值对标皮克斯	2019-12-13
公司财报点评	光线传媒（300251）：轻装上阵，开启影视项目多元布局	2019-04-24
公司深度报告	【东兴传媒】吉比特（603444）深度报告：研发底蕴深厚，长线运营守正出奇	2019-08-20
公司财报点评	【东兴传媒】吉比特（603444）：业绩持续持续高增长，长线运营守正出奇	2019-08-13
公司报告	中国出版（601949.SH）：业绩增速超预期，企业价值显著低估	2019-08-29
公司深度报告	中国出版（601949）：出版行业“国家队”，三大使命彰显企业价值	2019-04-30

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

石伟晶

传媒行业高级分析师，上海交通大学工学硕士。4 年证券从业经验，2018 年加入东兴证券研究所。2019 年第一届新浪金麒麟新锐分析师传媒行业第四名。

研究助理简介

辛迪

中央财经大学经济统计学硕士，本科毕业于中央财经大学金融数学专业，2019 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，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。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526