

2020 年 06 月 09 日

行业研究

评级:推荐 (维持)

研究所

证券分析师:
021-60338167

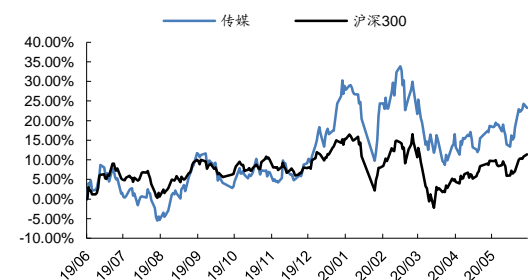
朱珠 S0350519060001
zhuz@ghzq.com.cn

当主流媒体广电系遇见 MCN 一切才刚刚开始

(上篇)

——传媒行业深度报告

最近一年行业走势



行业相对表现

表现	1M	3M	12M
传媒	3.9	-3.8	24.1
沪深 300	1.5	-2.8	12.8

相关报告

《传媒行业周报: 疫情后院线开业统一时间持续看好头部院线 线上 618 助推与线下回暖进行时》——2020-06-07

《传媒行业周报: 618 将至看直播看营销看产品 持续看好头部院线》——2020-05-31

《传媒行业周报: 看头部院线及电影 看确定性 看 5G 应用》——2020-05-24

《传媒行业深度报告: 回看五年年报 再看 2020 年中期文化传媒策略》——2020-05-17

《传媒行业周报: 政策加码 头部院线及优质院线电影公司布局进行时》——2020-05-10

投资要点:

- **中国 MCN 的发展是趋势红利的集中体现** 中国 MCN 作为内容产业新环节, 主导和链接了生产、流通与内容变现。由于中国的移动互联网发展从流量红利到流量枯竭的交界处, 需要新的媒介运营存量市场, 进而推动 MCN 在中国市场的发展壮大, 且得益于中国新晋平台的流量增长, 预计到 2020 年中国 MCN 机构数量将达到 2.8 万家。中国 MCN 机构较为主流的盈利模式仍为广告营销、直播电商变现等, 预计 2020 年 MCN 电商变现预计占比 46%、广告营销占比约 43%。
- **广电 MCN 成为电商直播下的新晋供应链 尼尔森推出 NMK 指数为行业数据透明化背书** 从供给与需求端看, 广电 MCN 组织架构本质上是通过广电媒体的资源禀赋实现内容再造 (供给), 为正在谋求经济转型的广电媒体提供探索路径 (需求)。从商业化变现端看, 尼尔森专门推出 NMK 红人指数榜为广电系红人商业价值量化进行背书。
- **广电转型的 MCN 之路“前途光明”, 其商业化变现端主要在广告营销与直播电商等** 中国 MCN 市场流的盈利模式为广告营销、直播电商, 直播电商进入精细化运营阶段, 预计 2020 年 C 端直播电商市场规模达 9610 亿元 (同比增速 122%); 2B 端的直播营销市场规模在 2020 年预计 76 亿元 (同比增速 50.8%) 仍具提升空间。
- **行业评级及投资策略** 给予行业推荐评级。2019 年 VR、AI、短视频等技术与媒介带动直播行业发展, 2020 年疫情加速线上商业变现竞争, MCN 机构的进入是行业精细化与专业化发展的必经之路, 同时, 直播电商的千亿变现规模也为传统行业发展打开天花板, 有望为地方广电经济发展带来第二春的新机遇, 进而给与行业推荐评级。
- **重点推荐个股** 芒果超媒 (300413) 作为中国融媒体标杆企业, 在线上以芒果 TV 为代表的长视频领域取得广告与付费会员双增下, 芒果超媒以芒果媒体创意与内容制作为核心, 深度结合大数据挖掘、网红 MCN 媒体社交电商等整合营销方式, 实现内容流量的商品化再

变现。我们预计 2020-2022 年公司归母净利润为 14.95 亿元、17.88 亿元、20.76 亿元，对应最新 PE 分别为 61.31 倍、51.5 倍、44 倍。

风语筑（603466）作为数字展示领域头部企业，享受行业增长带红利，也在推动行业跨界融合、下沉发展方面做出探索。借助主业展览展示技术优势，牵手安徽广播电视台联合设立 MCN 合资公司，并打造全国首个沉浸式网红直播空间 AH SPACE 暨安徽网红经济产业基地，打造特色体验经济同时也建立了“MCN 领域正规军”，利于公司在新赛道带来新增量，我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 3.17 亿元、3.86 亿元、4.84 亿元，对应最新 PE 分别为 16.28 倍、13.45 倍、10.7 倍。

- **风险提示：** 商业化进展不及预期的风险；红人直播等个人自身因素带来潜在风险；重点关注公司未来业绩的不确定性；行业估值继续下行风险；行业竞争及发展不及预期风险；政策风险等。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2020-06-08 股价	EPS			PE			投资 评级
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
300413.SZ	芒果超媒	51.5	0.65	0.84	1.0	79.23	61.31	51.5	买入
603466.SH	风语筑	17.75	0.9	1.09	1.32	19.72	16.28	13.45	买入

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

内容目录

1、 中国 MCN 的发展是趋势红利的集中体现（MCN 数量 2.8 万家）	5
1.1、 直播电商进入精细化运营（C 端直播电商 2020 年规模预计 9610 亿元 增速 122%）	7
1.2、 直播营销市场规模（2B 端 2020 年预计 76 亿元市场规模具提升空间）	9
1.3、 中国直播电商行业头部 MCN 机构以及平台	11
2、 广电对 MCN 刚需：主流媒体的融合之路	13
2.1、 广电 C 端用户渐流失 新媒介下广电大融合势在必行	13
2.2、 广电 MCN 商业变现拥有尼尔森 NMK 红人指数背书	14
2.3、 从供给与需求端看广电系发展 MCN	17
2.4、 广电 MCN 发展趋势：MCN 机构的浪潮正向主流媒体涌来	18
3、 5G+全息 新技术赋能直播新场景	19
4、 政策优势：广电系抗内容风险能力相对占优	21
5、 行业评级及投资策略	22
6、 重点推荐个股	24
7、 风险提示	26

图表目录

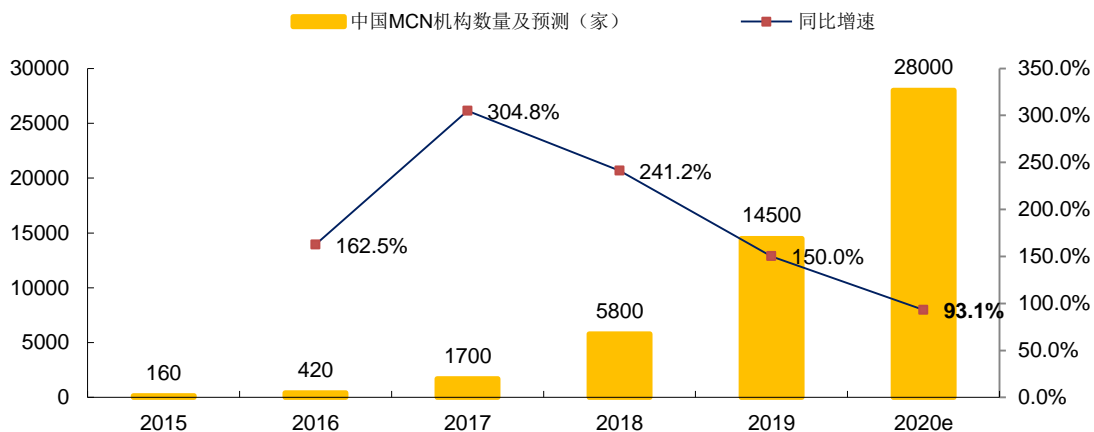
图 1: 2015-2020 年中国 MCN 机构数量与预测以及同比增速	5
图 2: 2019 年中国 MCN 机构营收方式分布	6
图 3: 2019 年中国 MCN 机构营收规模分布	6
图 4: 2020 年中国 MCN 机构变现方式占比	7
图 5: 2020 年中国直播电商产业链（上）、直播电商产业图谱（下）	7
图 6: 2017-2020 年中国直播电商行业市场规模及同比增速	8
图 7: 中国网红到 KOL（意见领袖）主播的发展历程	9
图 8: 中国主播需具备三大基本要素	9
图 9: 2016-2020 年中国直播营销市场规模及预测以及同比增速	10
图 10: 2019 年中国 MCN 机构组织规模分布（上）、中国 MCN 成立年限与组织规模分布关系（下）	11
图 11: 2020 年 4 月中国直播电商行业 MCN 机构旗下主要主播数据	12
图 12: 2020 年 3-4 月中国直播电商行业主要平台活跃用户数（左）、2020 年 4 月直播电商平台用户画像	12
图 13: 2020 年 5 月广电主播红人榜前 20 名占比	15
图 14: 2020 年 5 月电视主播红人榜前 10 名（头部）占比以及腰部电视主播红人榜	15
图 15: 湖南娱乐 MCN 机构官方平台以及湖南娱乐 MCN 的成绩	17
图 16: 抖音 app 平台主要广电系主持人内容	17
图 17: 2020 年五一电商直播带货的情况	18
图 18: 2020 年内容产业关系图谱（广电系扮演的角色）	19
图 19: 主持人与全国人大代表“云拍照”，为战“疫”加油（上）、“云握手”（下）	20
图 20: 2020 年 MCN 企业中稳定发展的核心人员配置比例	21
表 1: 2018-2019 年中国主要省份广电系 MCN 机构代表	13
表 2: 2020 年 3-5 月广电主播红人榜 TOP5	14
表 3: 广电系主持人抖音账号的粉丝数等	16
表 4: 广电系电视台主持人切入新媒体广电主播赛道后带来商业价值预估（年度）	23

1、中国 MCN 的发展是趋势红利的集中体现 (MCN 数量 2.8 万家)

2020 年疫情重塑分发渠道，分发渠道的改变也反向促使内容的生产方式，作为内容产业的新兴环节，主导和链接了生产、流通与内容变现。MCN (Multi-Channel Network 多频道网络) 诞生于国外 (MCN 不生产内容，而是将众多腰部尾部的内容创作者聚集后建立的渠道，帮助其解决推广和变现，随后进行货币化后的分成)。

中国的移动互联网发展从流量红利到流量枯竭的交界处，需要新的媒介运营存量市场，进而推动 MCN 在中国市场的发展壮大。MCN 出现的背景离不开短视频，回看短视频历程，2012-2013 年是萌芽期，其中短视频起步，微博微信等平台生态商业化战略部署；2015-2016 年资本推动短视频的 PGC 创业浪潮，出现单一账号到多账号的孵化模式；2017-2018 年进入发展期，在抖音以及快手的催化下，各大平台转型延伸，推出短视频以及推出内容补贴战略。2019 年现象级的李子柒等个人 IP 的内容具有较好带货的电商属性后，A 股的部分内容营销公司也进行 MCN 的概念普及，进一步推动 MCN 的关注度。据 iimedia 数据显示预计到 2020 年中国 MCN 市场规模将进一步扩展，达到 245.0 亿元，中国 MCN 机构数量将突破两万家，达到 28000 家 (得益于新晋平台的流量增长)。

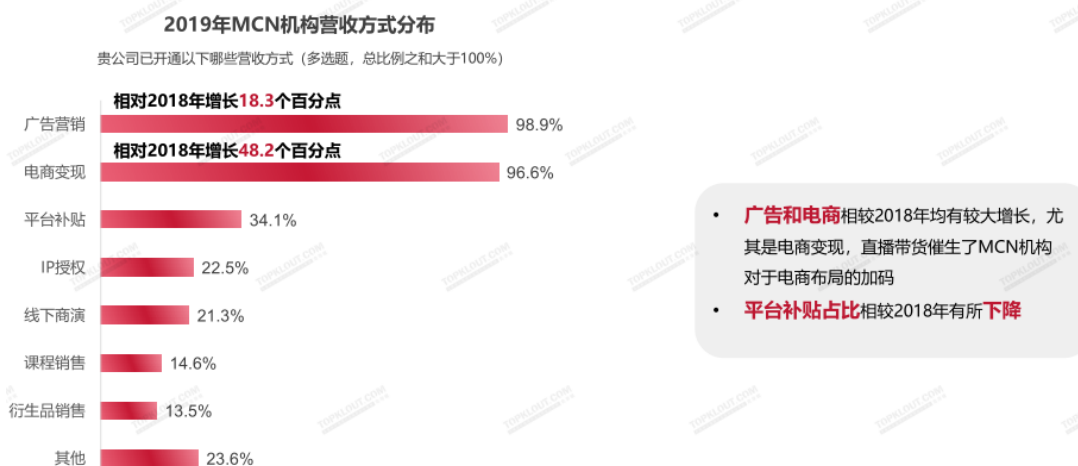
图 1：2015-2020 年中国 MCN 机构数量与预测以及同比增速



资料来源：iiMedia Research、国海证券研究所

中国 MCN 机构的盈利模式主要分为两大类：一是面向 B 端用户，如商业合作、流量分成、平台补贴、广告营销、IP 授权等；二是面向 C 端商家，主要通过衍生品销售、红人电商、直播打赏、内容电商、知识付费等方式获取营收。目前，中国 MCN 机构较为主流的盈利模式仍为广告营销、直播电商变现等。

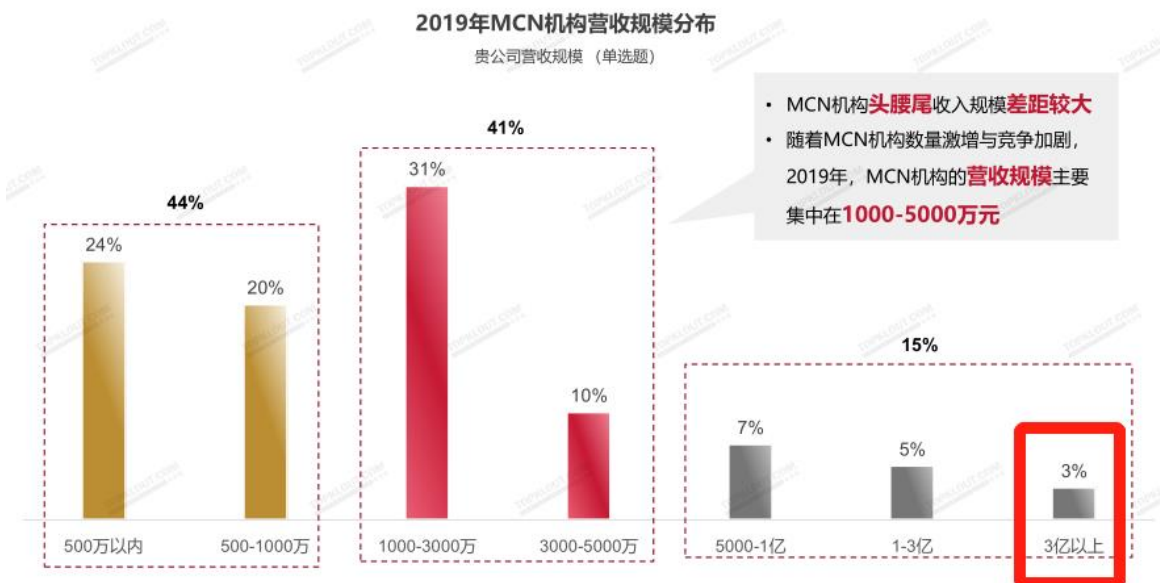
图 2：2019 年中国 MCN 机构营收方式分布



资料来源：Topklout、国海证券研究所

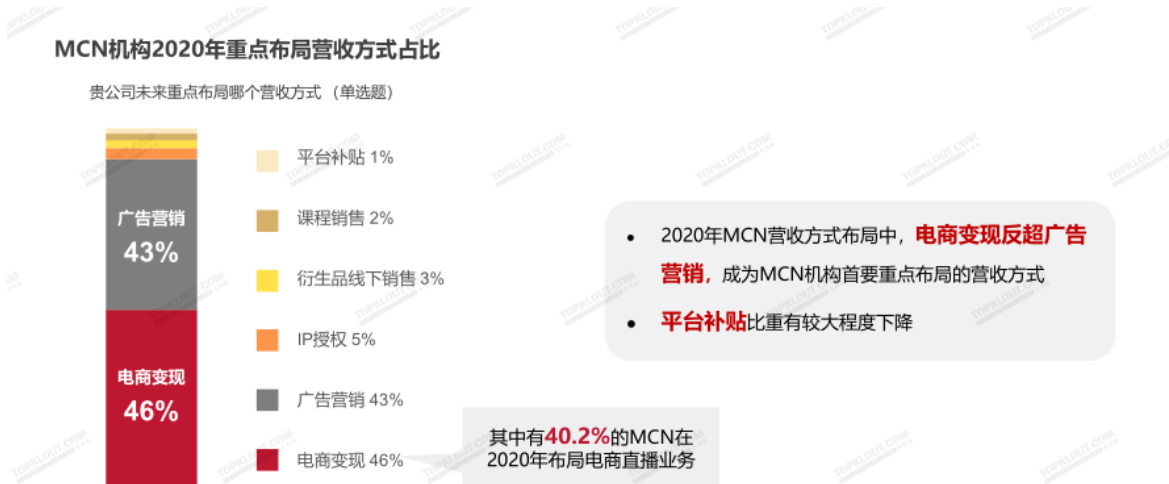
2019 年中国 MCN 机构营收主要集中在 1000-5000 万元，其中营收超过 3 亿元的 MCN 机构占比 3%；从行业趋势看，新生 MCN 更看重新兴电商，老牌 MCN 坚守在广告阵地，预计 2020 年 MCN 电商变现布局占比将超过广告营销（电商变现预计占比 46%、广告营销占比约 43%）。

图 3：2019 年中国 MCN 机构营收规模分布



资料来源：Topklout、国海证券研究所

图 4：2020 年中国 MCN 机构变现方式占比



资料来源：Topklout、国海证券研究所

1.1、直播电商进入精细化运营（C端直播电商 2020 年规模预计 9610 亿元 增速 122%）

MCN 机构核心变现方式之一即电商直播,相较于传统电商以产品为主呈现方式,直播电商更能体现以消费者需求为导向,通过信任与认同促成购买。直播电商主要分为三个环节,环节一,由于商品供应方提供底价产品或付费平台佣金;环节二,内容制作方进行直播方案设计并邀请主播(该部分伴随市场规模扩大后从UGC到PGU,进而MCN等机构也入驻);环节三,运营平台直播并促成用户购买。直播从野蛮生长到精细化运营的基础是与MCN机构的扶持密不可分。

图 5：2020 年中国直播电商产业链（上）、直播电商产业图谱（下）

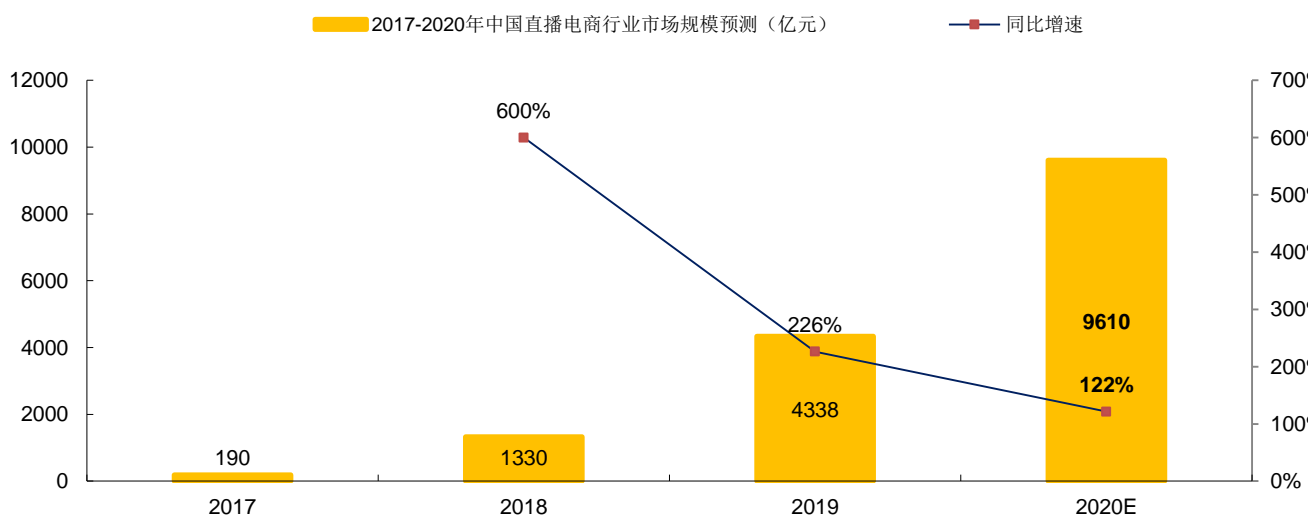




资料来源：iiMedia Research、国海证券研究所

据 iiMedia Research 数据显示，2020 年中国直播电商市场规模预计将达到 9610 亿元，同比增加 122%，伴随直播电商的进一步开展，行业生态也将逐步优化。单纯的追求曝光率、话题度将被沉浸体验、商品供应链等专业化运营替代。用户也将被导向产品质量、用户体验与满意度较高的平台。

图 6：2017-2020 年中国直播电商行业市场规模及同比增速

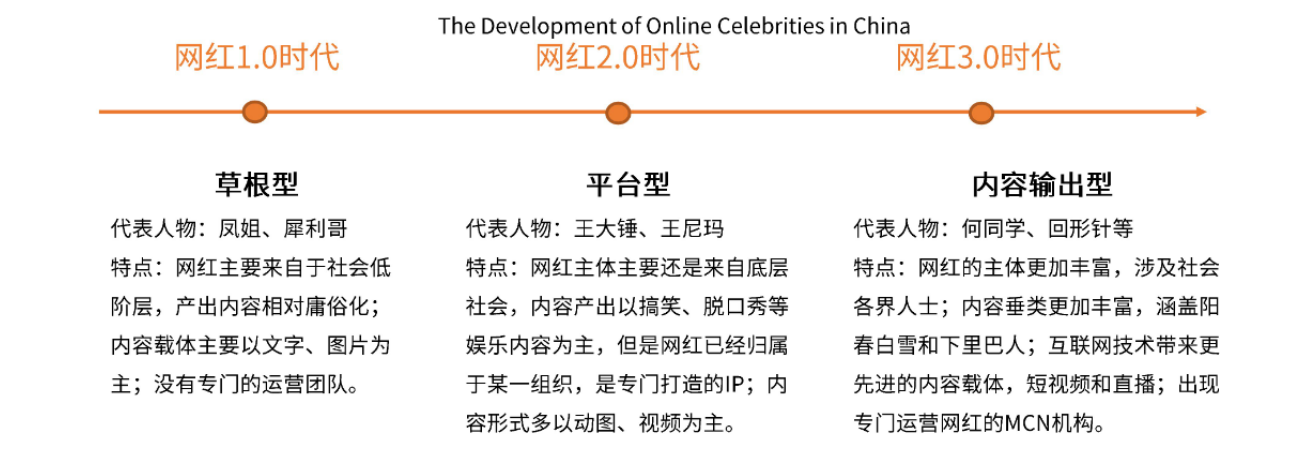


资料来源：iiMedia Research、国海证券研究所

1.1.1、电商也转型至精细化运营 精细化运营的前提是 KOL (主播等) 综合实力提升，进而带动 MCN 机构的需求

数字经济中网红经济从 1.0 升级至 3.0，网红主播的发展历程也从图片到视频再到直播互动变迁，当前主播网红等在流量天花板下，头部腰部以及尾部均寻找流量变现，进而也需要更加专业机构运营，进而主播从 UGC 模式升级至 PUGC 模式后也带动 MCN 专业机构的需求空间。

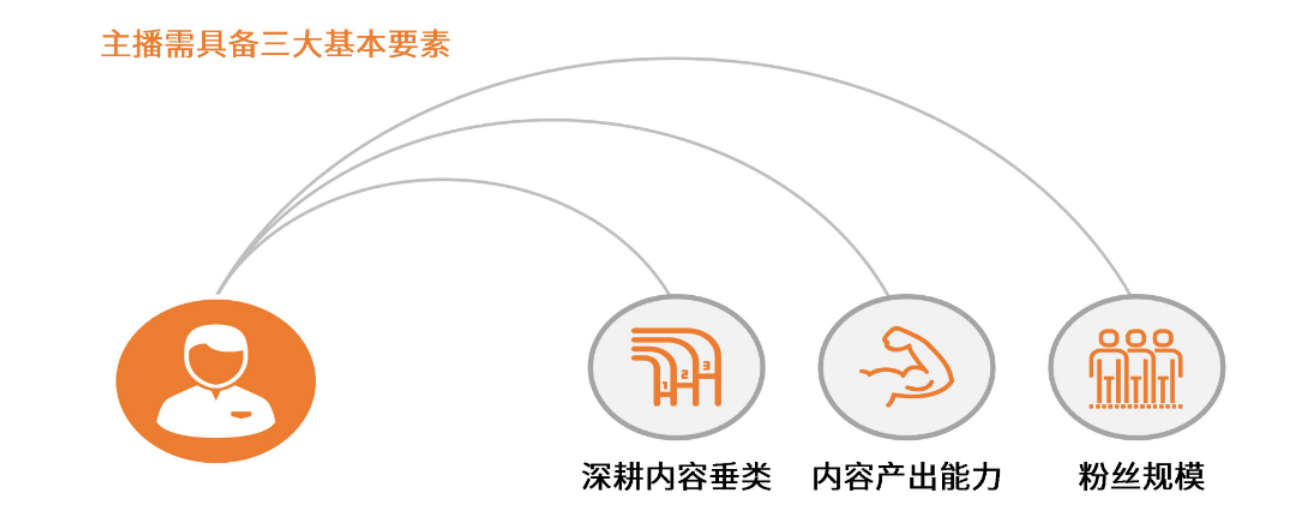
图 7：中国网红到 KOL（意见领袖）主播的发展历程



资料来源：iiMedia Research、国海证券研究所

在各个平台进行精细化运营下，网红主播的供给也在提升，主播的基本要素如，在某一垂直细分领域有所建树、有内容产出能力、有相对数量粉丝基础，具备传达独特鲜明的个人价值观，同时具有特色标签的主播的可替代性较低。换言之，广电系的原有电台、电视台的主播们在各自细分领域已基于各自栏目属性带来粉丝基础，且具备较鲜明的价值观（即主流价值为导向），进而带来后直播时代的“先天优势”。

图 8：中国主播需具备三大基本要素



资料来源：iiMedia Research、国海证券研究所

1.2、直播营销市场规模（2B 端 2020 年预计 76 亿元 市场规模具提升空间）

据艾媒数据显示中国直播营销市场规模从 2016 年 7.6 亿元增加至 2020 年（预计）的 76.3 亿元。直播营销是一种营销形式上的重要创新，也是“以屏”为生的商业模式下带来的广告营销市场的增量。对于广告主而言，直播营销具有较大优势：

一、直播营销类似事件营销。除本身的广告效应，直播内容的新闻效应更明显，引爆性也更强。一个事件或一个话题，更易传播和引起关注。

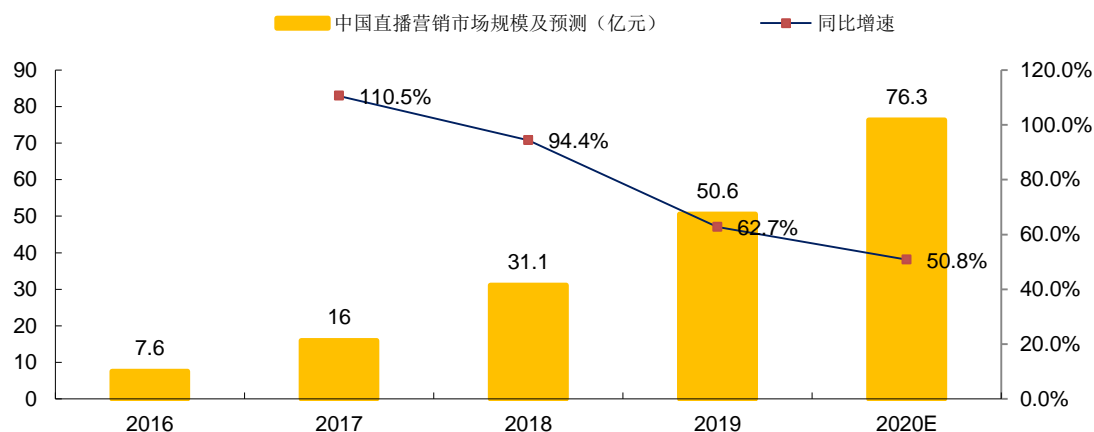
二、更能体现用户群的精准性。在观看直播视频时，用户需要在一个特定的时间共同进入播放页面，播出时间上的限制，也能够真正识别出并抓住具有忠诚度的精准目标人群。

三、实现与用户的实时互动。相比传统电视，互联网视频的一大优势是能够满足用户更为多元的需求。从单向的观看，到发弹幕吐槽，且能用民意的力量改变节目进程。直播下互动的真实性和立体性也较好展现。

四、深入沟通，情感共鸣。在碎片化与去中心化的语境下，日常生活中的交集越来越少，尤其是情感层面的交流越来越浅。直播，带有仪式感的内容播出形式，能让一批具有相同志趣的人聚集在一起，聚焦在共同的爱好上，情绪相互感染，若品牌能在这种氛围下做到恰到好处的推波助澜，其营销效果也将具有四两拨千斤之效。

2020 年中国直播营销市场规模预计为 76.3 亿元（同比增加 50.8%），直播营销市场规模的增长主要来源于直播平台 and 广告主对于直播营销的逐渐重视，对于广告主来说，伴随技术的进步和直播平台内创新营销玩法的开发，相对于泛娱乐直播的 KOL 宣传模式，2B 端企业直播平台“量身定制”营销策略，**在品牌露出、用户沉淀以及功能服务上将更好地满足企业和商家的营销需求**，直播营销活动边际成本远低于单场线下活动成本，且天然的数据优势能帮助企业简单快速构建更全面的用户画像，将直播精准分发至目标市场和及时获得用户反馈，从而以较低的营销成本激发更高的营销价值。

图 9：2016-2020 年中国直播营销市场规模及预测以及同比增速

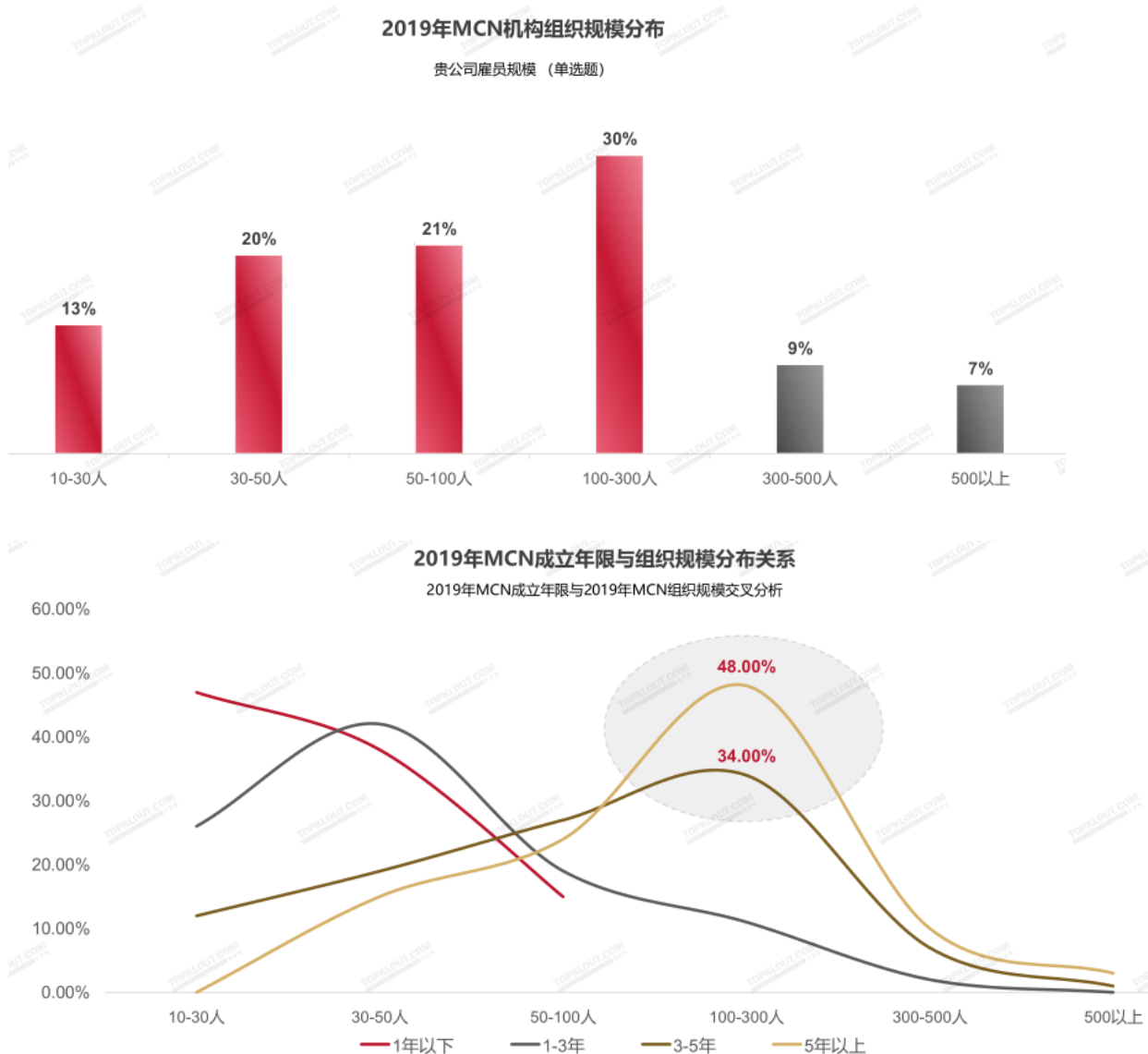


资料来源：iiMedia、国海证券研究所

1.3、中国直播电商行业头部 MCN 机构以及平台

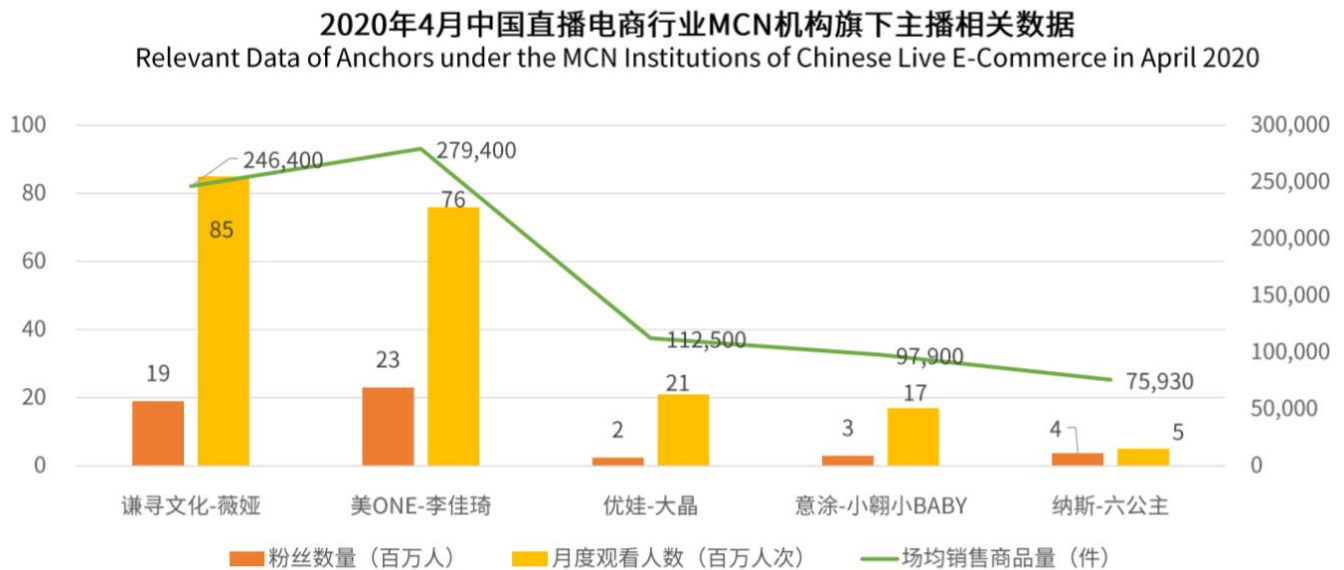
伴随直播电商火热,其关注度较高的主播背后的运营机构也备受关注,截至 2019 年中国 MCN 机构规模在 100-300 人部分占比达到 30%,同时成立 3-5 年的 MCN 机构占比达到 34%,间接说明中国 MCN 的发展是伴随中国移动互联网流量精细化运营而产生的,也说明中国 MCN 产业是趋势红利的集中体现。截止 2020 年 4 月中国前三大 MCN 机构分为为谦寻文化、美 ONE 与优娃,旗下的主播数量分别为 45 位、8 位、19 位,以薇娅、李佳琦为代表的直播带货影响力强于其他 MCN 机构的当家主播。

图 10: 2019 年中国 MCN 机构组织规模分布 (上)、中国 MCN 成立年限与组织规模分布关系 (下)



资料来源: Topklout、国海证券研究所

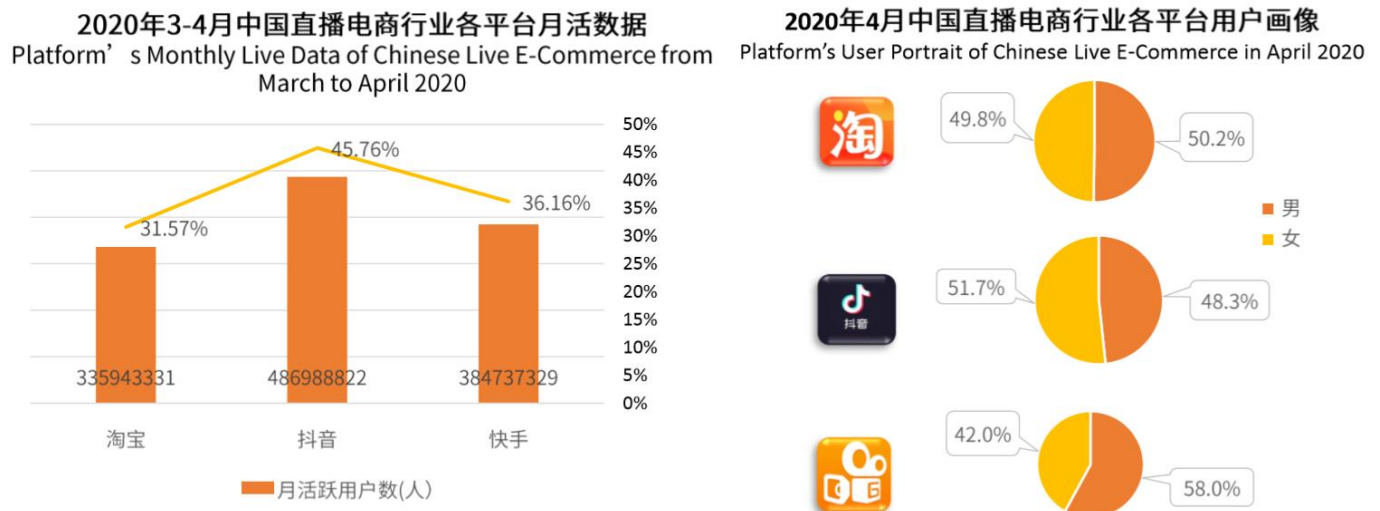
图 11: 2020 年 4 月中国直播电商行业 MCN 机构旗下主要主播数据



资料来源: iiMedia Research、国海证券研究所

平台角度看, 2020 年 4 月中国直播电商平台活跃度中, 抖音、快手、淘宝平台的月活跃用户分别为 4.87 亿人、3.85 亿人、3.36 亿人; 用户画像部分, 抖音平台获得女性关注高 (女性占比 51.7%)。

图 12: 2020 年 3-4 月中国直播电商行业主要平台活跃用户数 (左)、2020 年 4 月直播电商平台用户画像



资料来源: iiMedia Research、国海证券研究所

2、广电对 MCN 刚需：主流媒体的融合之路

2.1、广电 C 端用户渐流失 新媒介下广电大融合势在必行

- 广电 MCN 优势在抗风险能力强、内容根基深厚、人才资源雄厚、品牌效应显著，广电 MCN 可能是地方广电自我救赎与焕发第二春的新机会

伴随移动互联网快速发展，社交、短视频、长视频、游戏、新闻资讯等互联网 APP 不断抢占国民注意力与使用时长。受此影响，传统有线电视受到较大冲击，收视呈现多元化的发展。广电作为传统主流媒体的重要一员，C 端用户不断流失，营收也受到冲击。相比之下，短视频、直播等新媒介中用户快速增长，其商业价值也渐凸显，在媒体融合纵深推进和短视频平台内容生态战略双重催化下，广电 MCN 进一步加速铺开。疫情期间，直播电商带货方式加速网红经济变现，若融合新媒介发展，广电 MCN 也有望迎来新一轮的增长期。

MCN (multi-channel network 多渠道分发) 作为多频道网络的产品形态，将 PGC 内容联合起来，在资本的有力支持下，保障内容的稳定持续输出，从而实现商业的稳定变现，广电 MCN 通过嫁接市场 MCN 模式结合广电媒体本身资源禀赋实现内容再造。

表 1：2018-2019 年中国主要省份广电系 MCN 机构代表

	地方广电	MCN 名称 (品牌)	成立时间
1	黑龙江广电	龙视频	2019 年 12 月
2	湖南广电	Drama TV	2018 年 10 月
3	济南广电	鹊华 (与贝壳视频合作)	2019 年 11 月
4	成都广电	云上新视听	2018 年 9 月
5	山东广电	闪电 Lightning TV	2019 年 12 月
6	浙江广电	黄金眼 MCN	2019 年下半年

资料来源：《电视指南》杂志 (国家广播电视总局主管)、国海证券研究所

广电 MCN 本质上是一种新型视频媒体机构。从内容 IP 打造到常态化运营，再到商业化成效初显，广电 MCN 也在不断探索中形成具备广电特色的成长路径和运营机制。相对于市场化的 MCN，广电 MCN 具备抗风险能力强、内容根基深厚、人才资源雄厚、品牌效应明显等特点，广电 MCN 对内容行业、媒体传播、内容管控、生产要素配置都相对比自媒体 MCN 略胜一筹。

2.2、广电 MCN 商业变现拥有尼尔森 NMK 红人指数背书

- 尼尔森自 2020 年 3 月份起设立广电主播红人榜以及电视主播红人榜，从第三方数据角度为行业进行数据量化

MCN 与广电体系有天然高适配性，如广电系拥有专业主持人与经验丰富的内容策划及制作人员，与 MCN 拥有自身的 KOL 和内容制作方相一致，进而广电 MCN 拥有较大的存量资源优势。MCN 机构旗下博主在各个领域均有细分，而电视台也是由不同风格栏目及团队组建，也较易转型。据尼尔森数据显示，以抖音、快手等短视频平台开设账号的广电媒体主播中，2020 年 5 月前 100 广播红人榜中主要来自杭州、安徽、湖南、武汉等地的卫视、电台等。不同于自媒体统计的 topklut，广电系领域，尼尔森自 2020 年 3 月新推出 NMK 指数，即尼尔森以 NMK 红人榜指数衡量广电主播的流量价值与变现能力。

尼尔森自 2020 年 3 月份起设立广电主播红人榜以及电视主播红人榜，从第三方数据角度为行业的进行数据量化。目前市场部分的量化数据部分，自媒体价值排行榜代表为 Topklout（克劳锐），该数据主要来自微博、微信、抖音、快手、小红书等平台数据，与 28 个垂直自媒体、14 大品牌社交榜深度合作，为自媒体的商业价值提供评估服务，相比之下，广电红人榜指数通过尼尔森的第三方量化数据推出，也具有行业风向标指向，自上而下的主流媒体拥抱新媒体融合下，相应的数据量化指数的推出，也会行业的可持续健康透明发展提供了底层数据。

表 2：2020 年 3-5 月广电主播红人榜 TOP5

月份	主播抖音名称	所属电视频道/广播频率	NMK 指数
3 月	1、虎哥说车	杭州交通经济广播	1602.36
3 月	2、戴晓琛	湖南音乐之声广播	1346.29
3 月	3、林琳 Regina	广东广播电视台音乐之声	1240.43
3 月	4、主持人星宁	云南交通之声	1178.21
3 月	5、秦鸽	长春交通之声广播	1176.45
4 月	1、温格夫妇	河北广播电视台	1627.41
4 月	2、虎哥说车	杭州交通经济广播	1604.37
4 月	3、虎小叔说车	杭州西湖之声	1584.49
4 月	4、王小川	安徽卫视	1497.66
4 月	5、张丹丹的育儿经	湖南卫视	1491.06
5 月	1、虎小叔说车	杭州西湖之声	1598.88
5 月	2、虎哥说车	杭州交通经济广播	1551.54
5 月	3、王小川	安徽卫视	1478.53
5 月	4、张丹丹的育儿经	湖南卫视	1422.02
5 月	5、汉咖	武汉广播电视台	1373.01

资料来源：CCdata、尼尔森、国海证券研究所

图 13: 2020 年 5 月广电主播红人榜前 20 名占比

月榜 TOP100 广电主播红人榜							
排名	主播抖音名称	所属电视频道/广播频率	NMK指数				
1	虎小叔说车	杭州西湖之声	1598.88	11	杜海涛	湖南卫视	1270.53
2	虎哥说车	杭州交通经济广播	1551.54	12	孟非	江苏卫视	1251.18
3	王小川	安徽卫视	1478.53	13	智辛	福建新闻频道	1235.16
4	张丹丹的育儿经	湖南卫视	1422.02	14	主持人沈涛	浙江卫视	1230.42
5	汉咖	武汉广播电视台	1373.01	15	程鸣	江苏交通广播	1213.06
6	林琳regina	广东音乐之声	1346.51	16	主持人星宁	云南交通之声	1205.06
7	主持人的日常	成都电视台第二频道	1341.43	17	芒果小师妹	湖南都市频道	1201.20
8	芒果台声丁文山	湖南卫视	1322.62	18	主持人yoyo	湖南卫视	1196.51
9	戴晓琛	湖南人民广播电台音乐之声	1310.63	19	DJ王师傅	甘肃都市调频广播	1189.79
10	晓北-城市私家车	浙江城市之声	1292.73	20	张大琪	山东公共频道	1177.95

资料来源: CCdata、尼尔森、国海证券研究所

*NMK (NCC Media KOL) 红人指数=广电主播红人榜价值评价综合指数, 结合了节目观看/收听数据、短视频平台内容数据及直播、电商变现数据

图 14: 2020 年 5 月电视主播红人榜前 10 名 (头部) 占比以及腰部电视主播红人榜

月榜 TOP100 电视主播红人榜				月榜 TOP100 电视主播红人榜			
排名	主播抖音名称	所属电视频道/广播频率	NMK指数	排名	主播抖音名称	所属电视频道/广播频率	NMK指数
1	王小川	安徽卫视	1478.53	26	主持人李思思	CCTV3-综艺频道	1044.72
2	张丹丹的育儿经	湖南卫视	1422.02	27	阿进	安徽综艺频道	1041.04
3	汉咖	武汉广播电视台	1373.01	28	何炅	湖南卫视	1038.54
4	主持人的日常	成都电视台第二频道	1341.43	29	大海兄弟热心肠	辽宁北方频道	1036.03
5	芒果台声丁文山	湖南卫视	1322.62	30	马滢	安徽卫视	1034.57
6	杜海涛	湖南卫视	1270.53	31	海瑞	湖南都市频道	1024.48
7	孟非	江苏卫视	1251.18	32	月亮姐姐	CCTV14-少儿频道	1019.77
8	智辛	福建新闻频道	1235.16	33	简单快乐	河北影视频道	1019.54
9	主持人沈涛	浙江卫视	1230.42	34	喜子	湖北垄上频道	1013.60
10	芒果小师妹	湖南都市频道	1201.20	35	孙鹏飞sun	安徽卫视	1008.59
				36	尚玥儿	湖南经视	999.94

资料来源: CCdata、尼尔森、国海证券研究所

从商业化变现角度来看，广电 MCN 变现主要集中在广告营销、内容电商、内容制作、短视频代运营、版权收益及流量分成等方面，已有部分广电 MCN 成效初显，实现营收，如，湖南娱乐频道广电 MCN 收入将超过传统电视广告占比超 70%；无锡广电“百室千端 智慧联盟”项目自 2019 年以来实现经营收入 500 多万元。

表 3：广电系主持人抖音账号的粉丝数等

平台	主持人	节目类型	粉丝量（百万）	内容领域
央视	金龟子	少儿节目	3.8	生活日常
央视	尼格买提	综艺节目	10.0	生活日常
央视	月亮姐姐	少儿节目	5.3	生活日常
湖南广电	张丹丹	访谈节目	4.8	母婴教育
湖南广电	艾雪	购物节目	4.1	母婴健身
湖南广电	尚玥	经济节目	3.5	创意搞笑

资料来源：抖音 app、国海证券研究所

注：以上粉丝数截止于 2020 年 5 月 25 日

2018 年 10 月湖南娱乐开始孵化 MCN 机构 Drama TV，2019 年 5 月开始从广告拓展到电商推广，“湖南娱乐”是湖南广播电视台娱乐频道组建的全国首家电视媒体成功转型的短视频 MCN 机构，湖南娱乐 MCN 全面对接市场，搭建了完善的运营机制，成功打造了“张丹丹的育儿经”“叨叨酱紫”“维密也小曼”“逆转时光酒吧”“一个大金意”“张之助竟然”等 IP 矩阵。Drama TV 已进驻抖音、快手、微视、头条号、百家号、淘宝直播等全网平台，依托湖南广电强大的内容基因，结合市场化手段，积极布局母婴、美妆、美食、娱乐、竖屏剧等内容赛道。

2019 年 2 月至 2020 年 4 月，湖南娱乐已形成“人员配备-IP 孵化-达人养成-商务售卖”的完整产业链。目前，湖南娱乐 MCN 已拥有达人 261 位，累计粉丝 1.6 亿+，总播放量 473 亿+。通过湖南娱乐的摸索也凸显广电转型之中 MCN 之路的“前途光明”。

图 15: 湖南娱乐 MCN 机构官方平台以及湖南娱乐 MCN 的成绩



资料来源：湖南娱乐官方公众号、国海证券研究所

2019 年下半年，浙江广电黄金眼 MCN 在短视频孵化、电商直播、账号代运营等方面打开局面，“黄金眼 MCN”下设内容创作中心、平台运营中心、商务拓展中心，同时进行管理机制再造、工作流程再造、考核方式再造。2019 年 11 月 16 日，济南广电与贝壳视频签约联合成立城市 IP 孵化机构“鹊华 MCN”，“鹊华 MCN”致力于构建“圈层共融、开放共享、合作共赢”的短视频孵化新业态。

广电布局 MCN 有利于孵化本地 IP、开发垂直内容、本土网红产品、塑造本土形象，培育扶持潜在丰富融媒产品数量和生态；且广电 MCN 融合模式利于实现与融媒体建设同频共振。通过嫁接资本市场激活体制机制利于加速全员转型与媒体生产流程再造。

图 16: 抖音 app 平台主要广电系主持人内容



资料来源：抖音 app 截图、国海证券研究所

2.3、从供给与需求端看广电系发展 MCN

广电 MCN 组织架构本质上是通过发挥广电媒体的资源禀赋实现内容再造，为正在谋求转型的广电媒体提供了探索路径。一方面，广电系旗下的主持人均拥有丰富的镜头表现力与较高的专业度，同时，在各大电视台，广电系旗下主持人均会拥有多档节目，自带粉丝流量，且一般专注于一个垂类；另一方面，作为正规官方媒体拥有权威性和话语权，更易获得用户信任，在直播带货变现上公信力更强。目前，湖南娱乐频道、黑龙江广电、浙江广电、山东广电、安徽卫视等均在 MCN 领域上有所布局，从布局的广电 MCN 机构中大部分广电 MCN 机构选择“入驻账号”等初始阶段，距离市场化成熟 MCN 机构仍有距离，如何助力广电 MCN 发展为特色的细分赛道，也渐成为各企业探索的方向。

图 17：2020 年五一电商直播带货的情况



资料来源：QM、国海证券研究所

广电系从事 MCN 从高适配性到得益于电视台庞大资源以及电视台信誉背书等优势之外，相较于市场化 MCN，电视台对内容把控更加严格，在平台倾向寻找“内容安全”的供应商下，电视台的内容也成为优选。为了补齐内容生态，引入更多主流正能量的内容，短视频平台从内容、运营和变现等角度大力扶持机构媒体，进一步催化了广电 MCN 融合升级。

2.4、广电 MCN 发展趋势：MCN 机构的浪潮正向主流媒体涌来

趋势一：主持人 IP 化。将主持人 IP 化培养，聚集粉丝后反哺广电栏目，提高栏目收视及其他变现方式；

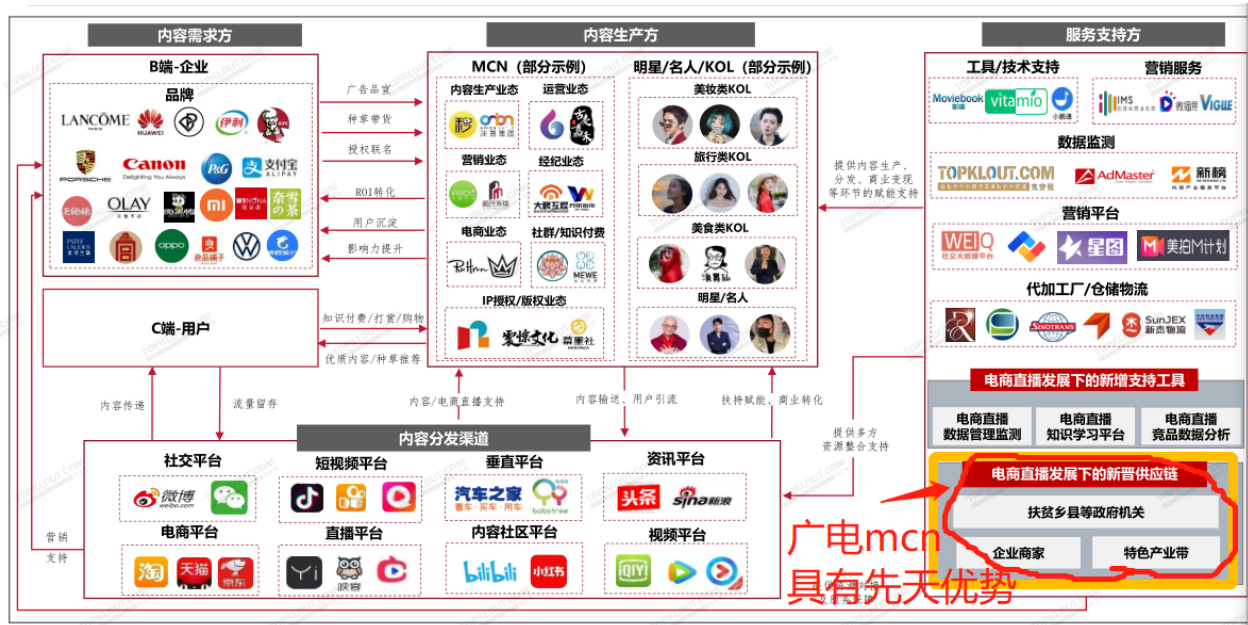
趋势二：内容市场化。改变账号入驻模式，扩充账号以及内容生产方式，矩阵化运营，正面与市场化 MCN 共同竞争。

趋势三：栏目短视频化。将已有的具有品牌辨识度栏目拆条精简在各短视频传播，用短视频带动栏目的收视，以短带长。

趋势四：孵化 MCN 机构可探索成为传统电视台尤其是省级地面频道、城市台等媒体转型升级的一种有效路径

趋势五：广电 MCN 成为电商直播下的新晋供应链，例如扶贫乡县等政府机关，地方营销能力较弱的副产品等企业商家以及特色产业带（例如茶叶故乡）。

图 18: 2020 年内容产业关系图谱 (广电系扮演的角色)



资料来源：Topklout、国海证券研究所

3、5G+全息 新技术赋能直播新场景

2020 年两会期间，新华社智能化编辑部陆续推出 5G 全息异地同屏系列访谈、全球首位 3D 版 AI 合成主播、新闻互动微纪录片、“5G+8K+卫星”直播报道等新媒体产品，创意创新两会报道方式和新闻样式。

5G 全息异地同屏系列访谈使用 5G 网络传输和全息成像技术，让身在异地、相隔千里的代表与记者跨越时空“面对面”实时交流，5G 网络的千兆级超高带宽和毫秒级的低延时令全息成像技术得到较好发挥，真人等比例大小的“代表”被实时投放至异地演播间，虚拟与现实融为一体，开创 5G 时代远程同屏访谈的先河。

图 19: 主持人与全国人大代表“云拍照”，为战“疫”加油（上）、“云握手”（下）

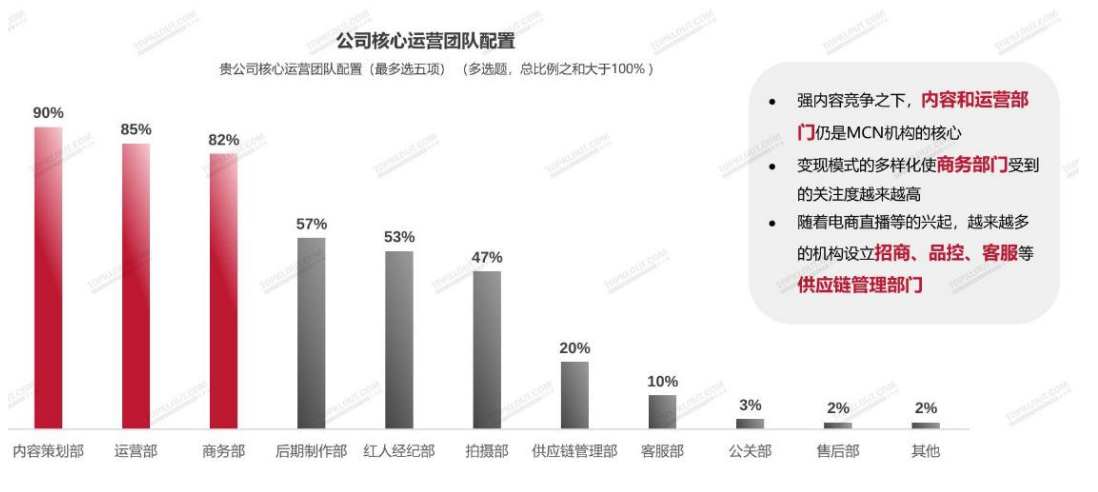


资料来源：新华社截图、国海证券研究所

5G 信息技术和全息成像技术有效融合，响应了 5G 时代智能互联的发展趋势，为媒体行业的科技升级提供实践价值。公司作为业内领先的数字文化展示技术代表企业，不断创新与开发展览展示新技术、新应用，公司也掌握全息成像技术、裸眼 3D 技术等应用。

新技术与新场景中，从线下体验经济到线上视觉经济的媒介是直播，传统媒体如电视台拥有主持人、编导、运营等专业人才库和强大的公信力等基因是广电媒体发展 MCN 的先天优势，如何借助 MCN 的模式，实现广电系特有 MCN 经济模型也成为广电媒体在探索的方向。一般 MCN 机构中的运营团队配置主要在内容策划、运营、商务、后期制作、红人经纪、拍摄部、供应链管理部业绩客服部，占比配置依次递减。

图 20: 2020 年 MCN 企业中稳定发展的核心人员配置比例



资料来源：Topklut、国海证券研究所

4、政策优势：广电系抗内容风险能力相对占优

2020 年 6 月 5 日，国家网信办、全国“扫黄打非”办等 8 部门集中开展网络直播行业专项整治行动，强化规范管理。督促企业落实主体责任，最终目的是为了促进行业健康有序发展。

针对网民反映强烈的网络直播“打赏”严重冲击主流价值观等行业突出问题，即日起，国家网信办、全国“扫黄打非”办会同人民法院、工业和信息化部、公安部、文化和旅游部、市场监管总局、广电总局等部门启动为期半年的网络直播行业专项整治和规范管理行动。此次集中行动不仅要坚决有效遏制行业乱象，也要科学规范行业规则，促进网络生态持续向好。

近日，根据群众举报线索并经核查取证，首批依法依规对“皇冠直播”“嗨够直播”“UP 直播”“月爱直播”等 44 款传播涉淫秽色情、严重低俗庸俗内容的违法违规网络直播平台，分别采取约谈、下架、关停服务等阶梯处罚；部署查办了一批利用色情低俗直播内容诱导打赏案例，对“么妹直播”“触手直播”“9158 美女视频”“喵喵”“么么直播”“蜜桃直播”“啵比直播”等平台传播网络低俗直播内容作出行政处罚。

近几年来，网络直播行业虽得到有效治理和规范管理，但一些中小型直播平台依然乱象频出。尤其在新冠肺炎疫情期间，全国大多数网民上网时长明显增多，有的直播平台利用这一时机，为追求流量、吸引眼球，任由主播穿着暴露、言语粗俗、行为恶劣，通过“送福利”、低俗表演、下流动作等方式吸引用户进行高额打赏，甚至诱导未成年人进行充值打赏，所涉及的举报案例居高不下；有的直播平台主播向网民兜售三无产品、假冒伪劣商品等，严重侵犯消费者合法权益，扰乱正常网络购物市场秩序；有的直播平台主播大肆宣扬历史虚无主义和拜金主义错误思潮，散布谣言信息，传播封建迷信，发表负面言论，甚至从事网络诈骗等违法犯罪活动；更有一些从事淫秽色情和网络赌博的直播平台，通过社交群组 and 论坛传播有害链接和二维码，公然招募从事色情直播从业人员，传授躲避网络侦查方法等。网络直播平台的这些违法违规行为，严重破坏网络生态，对青少年

的健康成长带来恶劣影响，必须坚决予以治理。

针对违法违规网络直播平台开展专项整治，遏制行业乱象，督促企业落实主体责任，最终目的是为了促进行业健康有序发展。国家网信办、全国“扫黄打非”办将会同有关部门，坚持标本兼治、管建并举，在进行专项整治的同时，科学制定推动网络直播行业高质量发展的管理规则和政策导向，探索实施网络直播分级分类规范，以及网络直播打赏、网络直播带货管理规则，形成激励正能量内容供给的网络主播评价体系，严厉打击违法违规直播行为，严肃追究相关直播平台责任，进一步营造积极健康、营养丰富、正能量充沛的网络直播空间。

直播红人的个人行为也将影响平台方以及 MCN 机构，广电系的红人，从内容把控、主流价值观等相对占优。

5、行业评级及投资策略

给予行业推荐评级。2019 年，VR、AI 等技术带动在线直播行业发展，“直播+”的产品与内容创新不断显现，其中“直播+电商”迎来高速发展。2020 年疫情进一步推动线上生活的普及。供给端，短视频为代表的抖音在 3 月携手罗永浩切入直播电商领域也带动资本市场热度；用户端，从长视频到短视频以及直播的用户习惯养成，进而对内容消费习惯以及消费场景也在迭代。

伴随行业快速发展，“直播+”的商业模式将继续发展完善，在线直播平台将更加注重精细化与专业化运营，通过产品、形式与内容的创新塑造和强化自身差异化优势，并通过技术赋能提升用户体验，布局更多业务和内容模块，赢得在线直播行业赛道的竞争。垂直、细分、专业类内容成为流量核心。依托短视频+直播的 MCN 经济持续发展，娱乐传播价值与营销能力也不断得到验证。

换言之，MCN 机构的进入，也是行业精细化与专业化发展的必经之路（中国 MCN 机构从 2015 年 160 家预计增加至 2020 年的 2.8 万家）。MCN 的百花齐放是天时地利人和，多“新势力”入局后也在加速 MCN 进入“产业式”时代，MCN 商业化变现中的直播营销市场预计 2020 年 76.3 亿元（同比增加 50.8%），以及直播电商市场规模预计 2020 年达到 9610 亿元（同比增加 122%）。

如下表，我们按照尼尔森推出的 NMK 指数（即商业价值的单位）为指引，若假设头部一位广电主播红人是 1000 万的 NMK，即年化后，一位头部广电主播红人产生 1.2 亿 NMK，我们假设在存量的电视台主持人市场中，头部主播占比提升 0.9 个百分点，其 NMK 价值即提升 900%（电视台头部主播从 0.1%提升至 1%，广电主播的尼尔森 NMK 指数从 4.8 亿提升至 48 亿，同比增加 900%）。广电主播在 MCN 机构的运营下，其商业价值仍具提升空间，目前尼尔森摘取的 NMK 指数前列的单个主播均未属于某一家广电 MCN 机构，若广电 MCN 机构借助行业资源以及运营，也有望将腰部的主播名列提升至头部区域，形成矩阵模式，利于收入端的稳定同时，广电系的主流媒介的平台属性也利于人员的稳定。

表 4: 广电系电视台主持人切入新媒体广电主播赛道后带来商业价值预估 (年度)

电视台总数 (家)	4000	新媒体头部主播占比	新媒体头部主播数	新媒体头部主播 NMK 数 (月度 1000 万)	广电 MCN 新晋供应链介入运营后头部主播数占比	假设新媒体头部主播数据提升 (广电 MCN 运营后)	假设新媒体头部主播 NMK 数 (月度 1000 万)
电视台配置 1 名主持人	4000	0.1%	4	年度的 NMK 数 $4 \times 1000 \text{ 万} \times 12 = 4.8 \text{ 亿}$	1%	40	年度的 NMK 数 $40 \times 1000 \text{ 万} \times 12 = 48 \text{ 亿}$
电视台配置 2 名主持人	8000	0.1%	8	$8 \times 1000 \text{ 万} \times 12 = 9.6 \text{ 亿}$	1%	80	$80 \times 1000 \text{ 万} \times 12 = 96 \text{ 亿}$

资料来源: 国海证券研究所

*电视台数截止 2007 年 1 月 1 日

* NMK (NCC Media KOL) 红人指数=广电主播红人榜价值评价综合指数, 结合了节目观看/收听数据、短视频平台内容数据及直播、电商变现数据, 我们将其作为广电 MCN 旗下主播的商业价值的单位

*NMK=1000 万, 即我们取尼尔森 NMK 头部主播的 NMK 价值的单月均值数据

当主流媒体广电系拥抱 MCN 新媒体工具, 其利于盘活存量资源进而有望带来广电系商业化的“第二次成长”。广电系 C 端用户的逐渐流失也带来商业价值的收窄, 借助新媒体新技术借助新场景沉浸式体验带来的新增量也成为“刚需”。进而给予行业推荐评级。

6、重点推荐个股

芒果超媒（300413）作为中国融媒体标杆企业，在线上以芒果TV为代表的长视频领域取得广告与付费会员双增下，芒果超媒以芒果媒体创意与内容制作为核心，通过多屏多端布局，面向目标人群精准发布优质商品信息，深度结合大数据挖掘、长尾会员运营、网红MCN媒体社交电商等整合营销方式，激发高价值核心受众消费需求，实现内容流量的商品化变现。**媒体电商方面**，通过明星艺人合作、挖掘和培养网红，**为商品提供展示的场景**，并实现带货销售，通过开拓IPTV+OTT多渠道营销，**探索智慧大屏商业变现，进入湖南等17个省（含直辖市）**，覆盖用户数达1.09亿户；创新明星电商直播，成为淘宝头部明星电商机构；制造极致单品，提供供应链全案解决，全年开发新品3500款。

芒果TV实施“大芒计划”，以优质KOL打造营销新模式，全面升级平台营销体系，满足广告客户一站式需求。同时，“大芒计划”通过开启“用户创作中心”，通过UGC+PGC相结合的运营策略，丰富平台内容矩阵。芒果娱乐打造自有短视频MCN矩阵，形成了以@夹性芝士、@小羊有点萌、@阿莫有点乖等账号为代表的自制微剧类账号矩阵。

主流媒体的电商扶贫部分，芒果开辟新阵地，提升“乡村网红”带货能力。贫困偏远地区副产品销路的增加是扶贫效力最直接的体现。公司旗下媒体电商购物平台快乐购持续推出“一县一品村播项目”，用“电商”+“直播”的形式，通过近距离、直观、身临其境的呈现感，使得农户“直播带货”成为拓宽农副产品销售的有效渠道。依托快乐购自身的供应链优势，让农户直接对接到消费大市场，助力产品推广和销售。2019年7月26日，炎陵黄桃当天销售突破91000斤，销售额达到179.13万元。2019年共实现扶贫销售1.6亿元。

我们预计2020-2022年芒果超媒归母净利润为14.95亿元、17.88亿元、20.76亿元，对应最新PE分别为61.31倍、51.5倍、44倍；从中长期看，未来2-3年视频赛道仍为大型媒体集团及互联网新贵必争之地，芒果TV已占据融媒体头部位置，公司的业绩与用户数进一步增长，业绩夯实底气，新业务积极布局。

风语筑（603466）公司作为数字展示领域头部企业，享受行业增长带红利，也在推动行业跨界融合、下沉发展方面做出探索。公司依靠已有订单稳步发展主业，坚持“文化+创意+科技”的融合理念，在主业稳增基础上，推动产业发展及升级。公司以战略投资方式入股为快科技。双方将联手抓住5G等技术机遇，探索VR+影视、VR+文旅、VR+展览等众多行业领域的新模式、新业态，共同发力并促进国内VR产业的发展；同时，牵手安徽卫视，打造“MCN领域正规军”，进一步将公司技术等产业上下游有效输出，利于在新赛道带来新增量，我们预计公司2020-2022年归母净利润为3.17亿元、3.86亿元、4.84亿元，对应最新PE分别为16.28倍、13.45倍、10.7倍。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2020-06-08 股价	EPS			PE			投资 评级
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
300413.SZ	芒果超媒	51.5	0.65	0.84	1.0	79.23	61.31	51.5	买入
603466.SH	风语筑	17.75	0.9	1.09	1.32	19.72	16.28	13.45	买入

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

7、风险提示

- 1) 商业化进展不及预期的风险;
- 2) 红人直播等个人自身因素带来潜在风险;
- 3) 重点关注公司未来业绩的不确定性;
- 4) 行业估值继续下行风险;
- 5) 行业竞争及发展不及预期风险;
- 6) 政策风险等;

【传媒与互联网组介绍】

朱珠，会计学学士、商科硕士，拥有实业及资产管理从业经历，目前主要负责文化传媒、互联网行业研究

【分析师承诺】

朱珠，本人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。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。