

季风剧场即将开启，线下剧本杀深挖 IP 价值

买入|维持

——芒果超媒 (300413) 跟踪报告

报告要点:

● **首家自营剧本杀门店落地长沙，流量+口碑双高，未来将进一步拓店**
芒果结合自身热门 IP 和独特的内容优势布局线下实景娱乐行业，2021 年 4 月，《明侦》全国首家剧本杀节目门店“芒果 M-CITY”落地长沙，店内已储备 300+难度不同的剧本，对比其他门店开业储备剧本量仅约 40 个；价格上，凭借独有 IP+品牌溢价，定价远高于长沙其他剧本杀门店，与一线城市定价相近；客流量上，五一期间吸引 900+玩家体验，场次常处于订满状态；口碑上，大众点评评分高达 4.95 分（截至 2021 年 5 月），位居“长沙剧本杀好评榜”第一名。根据我们测算，在 70%满场率的中性假设下，长沙店年收入可达到 800.23 万元，年利润可达到 244.91 万元。未来，芒果 M-CITY 将在上海、成都、武汉等城市布局更多门店。

● **季风剧场将于 5 月 24 日开启，台网深度联动试水精品短剧**
季风剧场的首部剧集《猎狼者》定档 2021 年 5 月 24 日在湖南卫视、芒果 TV 同步播出。在排播模式和剧集篇幅上，季风剧场采取台网同步播出*每周 2 集*单集 70 分钟*每部 12 集的全新模式，以多元题材、电影级制作、浓缩剧情的精品短剧刷新观众体验，并以台网联动打通电视和网络受众，实现相互引流、扩大声量。此外，芒果 TV 将在该剧场应用 4D 观影特效，配合特殊情节加入振动、屏幕闪光等动画效果，进一步优化观影视听体验。

● **季风短剧题材多元，内容储备充足，有望助力芒果破圈**
季风剧场已储备多部精品短剧，涵盖了都市职场、家庭话题、情感悬疑等多元现实主义题材，例如即将首播的《猎狼者》聚焦自然生态保护这一新奇题材，主创阵容实力强劲。此外还储备有聚焦当代 80、90 后都市异乡人真实生活的《我在他乡挺好》、探讨新时代年轻人家庭与婚姻关系的《婆婆的镯子》等剧集，部分剧集受众更偏男性和 30+女性用户，有望助力芒果 TV 用户破圈。

● **投资建议与盈利预测**
芒果 TV 凭借台网联动+精品短剧的季风剧场，有望获得更多多元化的用户，同时通过小芒电商和 M-CITY 切入垂直电商和线下实景娱乐两大赛道，全方位挖掘 IP 和内容价值。预计芒果超媒 2021-2023 年营业收入为 184.98/230.46/277.56 亿元，归母净利润为 24.90/31.50/38.35 亿元，EPS 1.40/1.77/2.15 元，对应 PE 51/40/33x，维持“买入”评级。

● **风险提示**
季风剧场表现不及预期、小芒电商业务发展不及预期、政策风险

附表：盈利预测

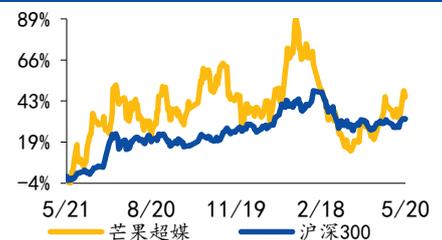
财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	12500.66	14005.53	18498.48	23046.46	27756.20
收入同比 (%)	29.40	12.04	32.08	24.59	20.44
归母净利润(百万元)	1156.29	1982.16	2489.78	3150.13	3835.01
归母净利润同比 (%)	33.59	71.42	25.61	26.52	21.74
ROE (%)	13.16	18.72	19.04	19.41	19.11
每股收益 (元)	0.65	1.11	1.40	1.77	2.15
市盈率(P/E)	109.23	63.72	50.73	40.09	32.93

资料来源：Wind, 国元证券研究所

基本数据

52 周最高/最低价 (元): 91.98 / 46.83
A 股流通股 (百万股): 931.36
A 股总股本 (百万股): 1780.38
流通市值 (百万元): 66070.44
总市值 (百万元): 126299.98

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-芒果超媒(300413) 2020 年报及 2021 年一季报点评：内容护城河逐渐稳固，21 年季风+小芒贡献新看点》2021.04.26

《国元证券公司研究-芒果超媒(300413) 首次覆盖报告：特色“芒果模式”，新阶段新看点》2021.04.21

《国元证券行业研究-2021 年传媒行业策略报告：文娱需求强劲，把握景气子版块》2020.12.17

报告作者

分析师 李典
执业证书编号 S0020516080001
电话 021-51097188-1866
邮箱 lidian@gyzq.com.cn

联系人 陈俊璇
邮箱 chenjunxuan@gyzq.com.cn

目 录

1.剧本杀：入局线下沉浸式娱乐体验，IP+内容制作为核心优势.....	3
1.1 行业：高速增长的百亿蓝海，逐步走向规范化、规模化.....	3
1.2 芒果：首家剧本杀门店落地长沙，将IP价值向线下延伸.....	8
2.季风剧场即将开启，内容、制播独具一格.....	10
3.盈利预测.....	11

图表目录

图 1：剧本杀游戏流程.....	3
图 2：剧本杀发展历程.....	3
图 3：2021H1 中国消费者偏好线下潮流娱乐方式.....	4
图 4：2021Q1 中国剧本杀玩家年龄分布.....	4
图 5：2018-2022 年中国剧本杀行业市场规模及预测.....	4
图 6：剧本杀产业链构成.....	5
图 7：2021Q1 中国网民认为目前剧本杀行业存在的问题.....	6
图 8：2020Q1 中国网民体验过的剧本杀形式分布.....	7
图 9：2020H1 中国玩家可接受的剧本杀消费单价.....	7
图 10：芒果 M-CITY 长沙店剧本杀现场照.....	9
图 11：大众点评长沙剧本杀好评榜单.....	9
表 1：四种剧本类型介绍.....	5
表 2：IP 授权类剧本杀作品.....	6
表 3：不同剧本杀体验形式差异.....	7
表 4：单店年收入测算.....	7
表 5：单店年收入测算.....	8
表 6：芒果 M-CITY 长沙店近一周预约情况（统计时间：2021 年 5 月 19 日中午）.....	9
表 7：芒果 M-CITY 长沙店不同类型剧本杀年收入敏感性分析.....	10
表 8：芒果 M-CITY 长沙店收入及利润测算.....	10
表 9：季风剧场剧集排布.....	11

1.剧本杀：入局线下沉浸式娱乐体验，IP+内容制作为核心优势

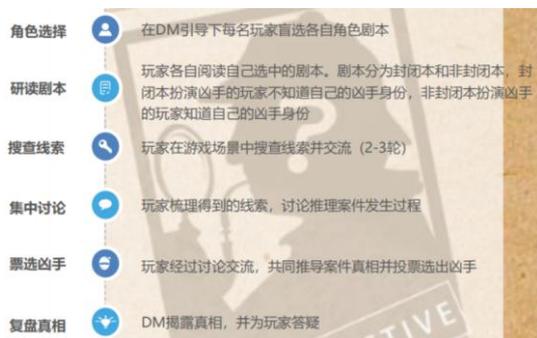
1.1 行业：高速增长百亿蓝海，逐步走向规范化、规模化

剧本杀是以剧本为核心的逻辑推理游戏。剧本杀以剧本为核心，在DM(游戏主持人)引导下每位玩家随机选择角色剧本，通常会有一名玩家在其他人不不知情的情况下扮演凶手，玩家经过多轮搜证、讨论，最终票选出凶手，并推理出其作案动机和手法，最后由DM公布真相并答疑。

剧本杀起源于英国，《明侦》热播将其带入国内主流视野。剧本杀起源于英国一款真人角色扮演游戏“谋杀之谜”(Mystery of Murder)；2013年，英文剧本杀《死穿白》(Death Wears White)传入国内，标志着剧本杀在国内初步兴起；2016年，《明侦》的热播驱动剧本杀进入主流大众视野；2018年线上剧本杀APP“我是谜”、“百变大侦探”等APP兴起，并获得明星机构投资；2019年，线下剧本杀门店数量激增5倍至1.2万家；2020年疫情下，线上APP迎来新一轮热潮，线下店注册数增长至3万家；2021年，芒果超媒入局线下剧本杀店，热门IP+海量优质剧本储备有望带来行业格局的改变。

图 1：剧本杀游戏流程

图 2：剧本杀发展历程

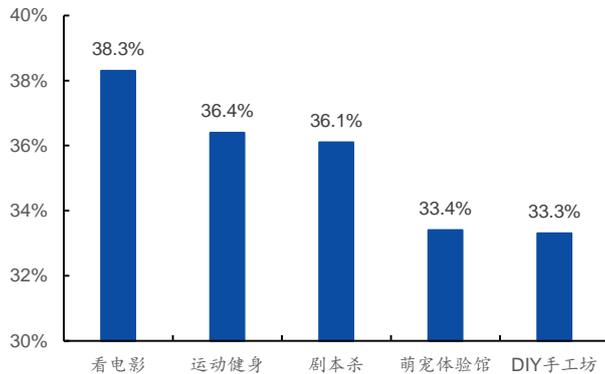


资料来源：36Kr，国元证券研究所

资料来源：36Kr，美团研究院，国元证券研究所

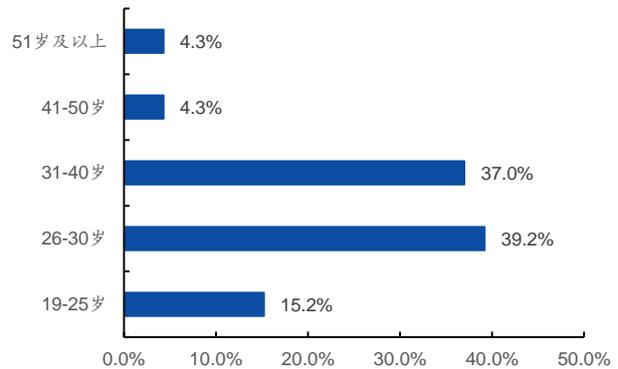
剧本杀已成为 80、90 后的主流线下娱乐方式。剧本杀满足了玩家休闲娱乐、推理表演、线下社交等需求，成为新潮的线下娱乐方式，根据艾媒数据，2021 上半年，剧本杀在中国消费者偏好的线下潮流娱乐方式中排名仅次于看电影和运动健身，选择用户占比 36.1%。从消费者年龄结构看，以 90、80 后为主，占比最高的年龄段分别为 26-30 岁 (39.2%)、31-40 岁 (37.0%)、19-25 岁 (15.2%)。

图 3：2021H1 中国消费者偏好线下潮流娱乐方式



资料来源：艾媒咨询，国元证券研究所

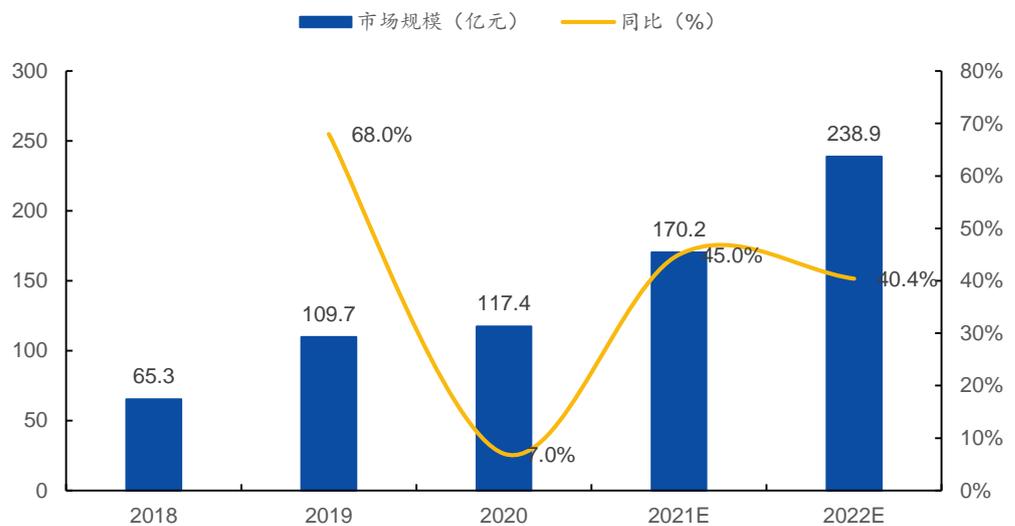
图 4：2021Q1 中国剧本杀玩家年龄分布



资料来源：艾媒咨询，国元证券研究所

剧本杀需求强劲，2019 年市场规模破百亿，预计 22 年突破 200 亿。根据艾媒数据，2019 年中国剧本杀行业市场规模突破百亿元，同比增长 68.0%，2020 年疫情影响下增幅回落至 7.0%，市场规模为 117.4 亿元，预计在上游门店快速扩张、服务精品化叠加下游需求旺盛等因素的共同推动下，中国剧本杀行业市场规模将持续增长，预计 2022 年可突破 200 亿元，同比增速保持在 40%+。

图 5：2018-2022 年中国剧本杀行业市场规模及预测

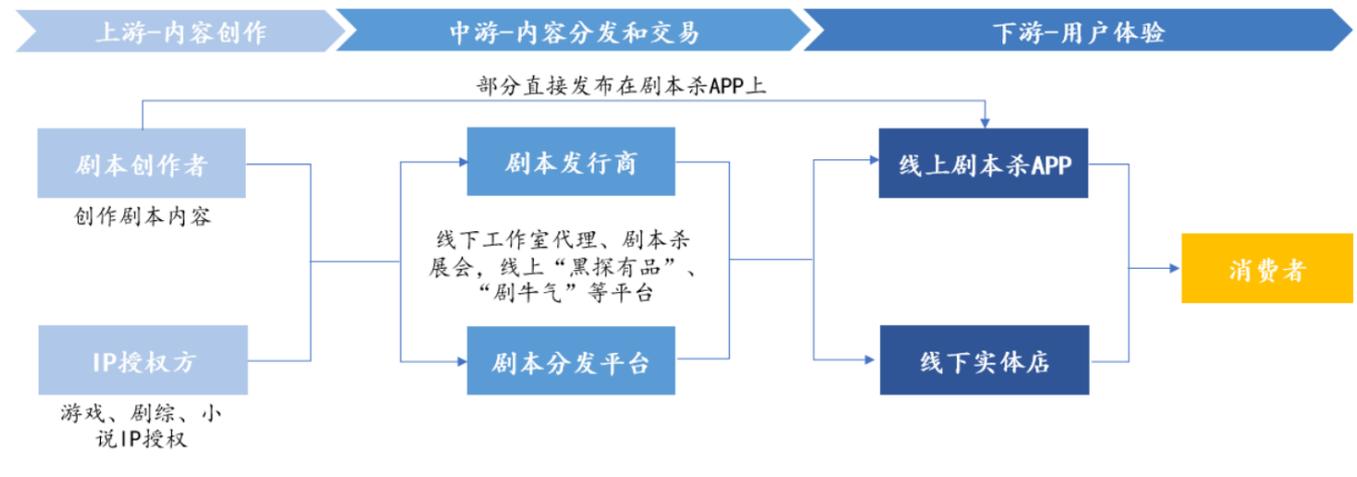


资料来源：艾媒咨询，国元证券研究所

剧本杀由上游内容生产、中游内容分发、下游终端用户体验构成：(1) 上游由剧本杀作者、IP 授权方构成。整体呈优质剧本供不应求的局面；(2) 中游由线上线下的剧本发行商/分发平台构成。剧本发行方将上游产出的剧本杀作品代理出售给下游实体店或 APP，线上有“黑探有品”、“剧牛气”等分发平台，剧本发行商和分发平台会定期组织线下展会，店家在展会上通过试玩测试剧本质量、进行甄选和购买，根据 36 氪，2020 年全国共举办 18 场剧本杀展会，2021 年 10 月前排期的展会已有 16 场，

且在持续增加中，每期展会的新本量约 100-200 部，2020 全年新本量约 2-3 千部；
(3) 下游由线上剧本杀 APP 和线下实体店构成。线下门店准入门槛低，竞争格局较为分散，尚未出现头部连锁门店。线上剧本杀 APP 以“我是谜”为代表，并逐渐开拓线下娱乐布局。

图 6：剧本杀产业链构成



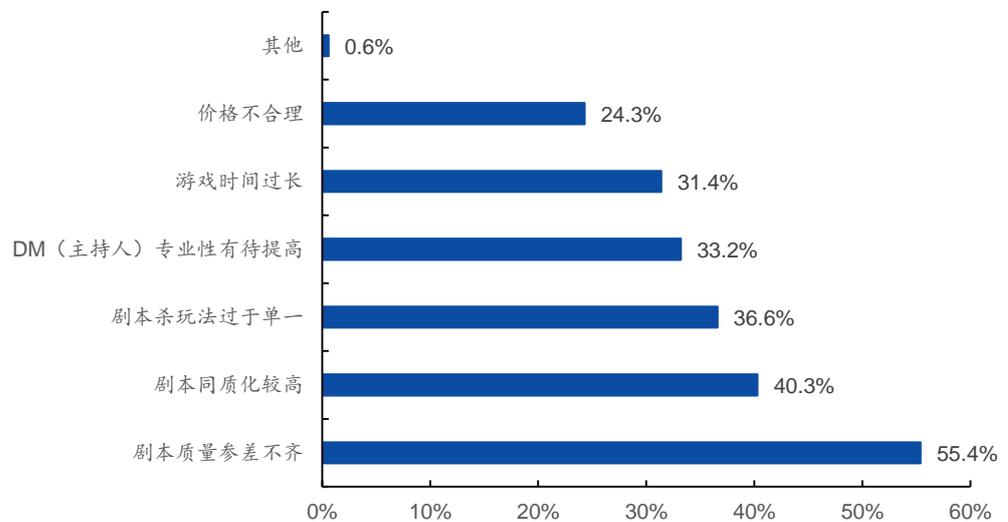
资料来源：36Kr，公开资料，国元证券研究所

上游剧本质量良莠不齐，专业创作个人/机构入局将带动行业变革。剧本杀对于优质内容的依赖度较高，分为线上本和线下本，线下本按照其独占性又可细分为盒装本、城市限定本和城市独家本，其中盒装本由于不限量销售，故单价较低，而独家本仅在一个城市授权一家门店，类似于视频平台的“独播内容”，故价格最高，约 3000-10000 元/盒。目前剧本创作者通常由网文作者、资深玩家、店家、编剧等群体组成，但剧本质量良莠不齐，优质剧本呈供不应求的局面，根据艾媒调研，2021Q1，中国网民认为剧本杀行业前三大问题为剧本质量参差不齐、剧本同质化较高、剧本杀玩法过于单一。编剧培训班的出现和专业团队（空然新语等工作室）、知名作家的入场有望带动行业标准化、专业化发展。

表 1：四种剧本类型介绍

剧本类型	简介	销售价格
线上本	发布在线上剧本杀 APP 的剧本	0-20 元/玩家/部
盒装本（成本）	不限量销售的剧本，是大部分店铺的主要流通剧本	约 500 元/盒
城市限定本	每个城市仅少数剧本杀门店可获得授权	1000-3000 元/盒
城市独家本	每个城市仅一家门店可获得授权，部分包含服装、道具	3000-10000 元/盒

资料来源：艾媒咨询，36Kr，我是谜 APP，国元证券研究所

图 7：2021Q1 中国网民认为目前剧本杀行业存在的问题


资料来源：艾媒咨询，国元证券研究所

人气 IP 与剧本杀共创内容，助力 IP 价拓宽和用户破圈。越来越多知名游戏、剧综、小说 IP 方开始主动与剧本杀合作，王者荣耀于 2021 年 1 月与发行方探案笔记、《明侦》编剧张小猫合作，围绕王者荣耀游戏角色和新版本内容共创首部剧本杀《不夜长安·机关诡》，中手游经典 IP《仙剑奇侠传》改编的剧本杀《仙剑·参商别》也于同年 3 月发布；此外，爱奇艺迷雾剧场 IP、《唐探 3》电影 IP、《斗罗大陆》等小说 IP 也陆续入场。对于授权方而言，可进一步深挖 IP 变现价值，对合作的剧本杀公司而言，则可通过热门 IP 吸引流量、提高收入。

表 2：IP 授权类剧本杀作品

日期	展会名称	IP 作品	剧本类型	IP 类型
2021 年 3 月	有酒且长歌·剧本盛会	《王者荣耀不夜长安·机关诡》	城限	游戏
2021 年 4 月	大唐剧献剧本展会	《仙剑·参商别》	城限	游戏
		《鬼吹灯 II 轮回之渊》	城限	小说
		《诡秘之主：倒吊人的审判》	城限	小说
2021 年 4 月	第二节青春芒果剧本展	《斗罗大陆 2》	城限	小说
		《凤凰于飞之寒锋落羽》	盒装	小说
		《仙剑奇侠传四—回梦游仙》	城限	游戏

资料来源：剧本杀展会小程序，国元证券研究所

下游分为主要有线上连线、线下圆桌、线下实景三种形式体验游戏：(1) 线下实景剧本杀布景设置较复杂，普遍提供服化道，可能增加闯关等趣味性环节，剧本通常为独家创作，故定价较高，通常在 250 元以上；(2) 线下圆桌提供场地、剧本、DM、道具，一般采用盒装本，定价大概在 50-250 元区间；(3) 线上通过剧本杀 APP 即时匹配玩家进行游戏，无 DM 主持，剧本分为免费和付费本，定价较低。根据艾媒咨

询，体验过线上连线的网民过半，占比达 54.4%，体验过线下圆桌、线下实景的比例分别为 39.8%、32.0%，价格接受度由高到低依次是线下实景>线下圆桌>线上。

图 8: 2020Q1 中国网民体验过的剧本杀形式分布

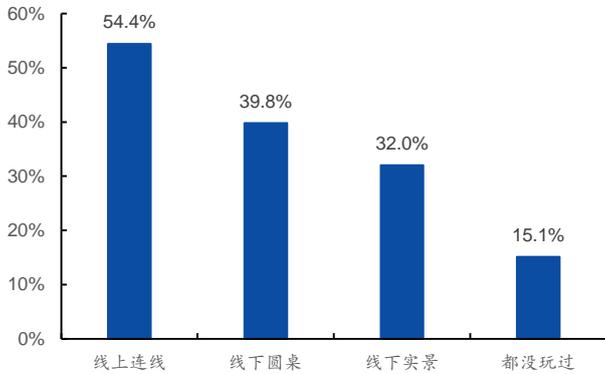
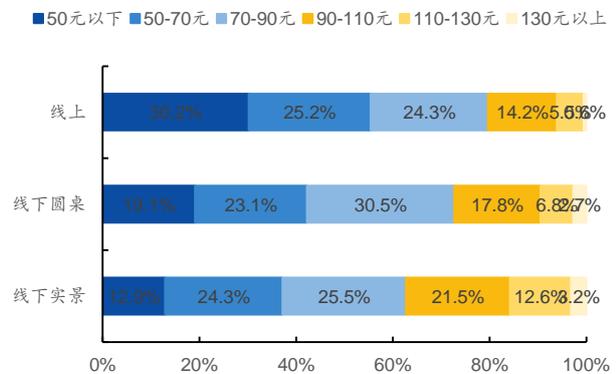


图 9: 2020H1 中国玩家可接受的剧本杀消费单价



资料来源: 艾媒咨询, 国元证券研究所

资料来源: 艾媒咨询, 国元证券研究所

表 3: 不同剧本杀体验形式差异

类型	游戏模式	特点	价格	剧本类型	剧本消耗频率
线上游戏 APP	通过剧本杀 APP 即时匹配玩家进行游戏, 无 DM, 由 APP 组织流程	简单、快捷、便宜	0-20 元/人	线上本	较高
线下圆桌店	提供场地、剧本、道具, 有 DM 组织流程	价格中等	通常在 50-250 元/人	多数为盒装本, 部分为限量本	较高
线下实景店	布景设置较复杂, 提供服装、道具、DM、NPC 等, 可能增加闯关等趣味性环节	沉浸式体验、价格较高	通常在 250 元/人以上	独家本居多	较低

资料来源: 大众点评, 公开资料, 国元证券研究所

我们分别对线下圆桌和实景店的单店模型测算, 收入端上, 预计线下实景店、圆桌店的平均单店年收入分别可达 156 万元、74 万元。对于线下圆桌店, 我们假设 150 平米的店面有 4 个房间, 预计节假日和工作日单日接待场次分别为 14、2 场次, 单次消费金额人均消费为 70 元, 则年收入预计可达 74 万。对于线下实景店, 我们假设 200 平米的店面可设置 2 个房间, 预计节假日和工作日单日接待场次分别为 5、1 场, 保守估计人均单次消费为 270 元, 则年收入预计可达 156 万。

表 4: 单店年收入测算

类型	单店房间数	单次接待人数	节假日接待场次 (每日)	工作日接待场次 (每日)	节假日天数 (天)	工作日天数 (天)	全年接待人数 (万人次)	人均消费 (元)	年收入 (万元)
线下圆桌店 (150 m ²)	4	5	14	2	115	250	1.06	70	73.85
线下实景店 (200 m ²)	2	7	5	1			0.58	270	155.93

资料来源: 究图推理, 迷之神探, 国元证券研究所

成本端，主要由员工薪资、剧本采购、折旧摊销、销售费用等项目构成：(1) 剧本采购成本：预计圆桌店保持 5 本/月的更新频率，每本均价在 800 元，而实景店更新频率较低，但采用较贵的独家本，预计分摊到每月的费用为 1 万元；(2) 员工薪资：预计员工月薪为 5 千元/人，圆桌店雇佣员工数在 3 人，实景店考虑 NPC 等玩法，预计员工数为 5 人；(3) 销售费用：预计销售费用率为 10%；(4) 其他成本包括装修、耗材的折旧摊销以及差旅、培训费用等，由于实景店基础装修投入更大，故预计圆桌店、实景店的其他成本分别占营收的 20%、21%。盈利能力看，线下圆桌店、实景店的年利润可达 21、52 万元，对应利润率分别为 28%、33%。

表 5：单店年收入测算

类型	销售费用 (万 元/月)	房租 (万元/ 月)	员工工资 (万 元/人/月)	剧本成本 (万 元/月)	其他成本 (万 元)	年成本 (万元)	年利润 (万 元)	利润率 (%)
线下圆桌店 (150 m ²)	0.6	0.7	0.5	3	1.2	53.1	20.8	28.13%
线下实景店 (200 m ²)	1.3	1.2	0.5	5	2.7	104.4	51.6	33.06%

资料来源：究图推理，迷之神探，国元证券研究所

1.2 芒果：首家剧本杀门店落地长沙，将 IP 价值向线下延伸

芒果首家自营剧本杀门店 M-CITY 开业，拥有丰富剧本储备和品牌溢价。芒果结合自身热门 IP 和独特的内容优势布局线下实景娱乐行业，2021 年 4 月，《明侦》全国首家剧本杀节目门店“芒果 M-CITY”落地长沙，是芒果 TV 自营实景娱乐品牌的首家门店，店内已储备 300+ 难度不同的剧本，对比其他门店开业储备剧本量仅约 40 个；店内共有实景探案和圆桌剧本杀两种模式，开设 6 个主题场景，其中，NZND 实景密室延续《明侦》1-6 季综艺内容。价格上，凭借独有 IP+品牌溢价，圆桌剧本杀定价 128-148 元/人，实景探索剧本杀定价 328-368 元/人，远高于长沙其他剧本杀门店，与一线城市定价相近。

流量和口碑双高，未来将进一步拓店至上海、成都等城市。从人流上看，芒果 M-CITY 长沙店五一期间吸引 900+ 玩家体验，场次常处于订满状态。从口碑上看，凭借高质量剧本和服务，收获“刺激好玩”、“100%还原”、“DM 优质”等好评，大众点评 APP 门店整体评分为 4.95 分（截至 2021 年 5 月），位居“长沙剧本杀好评榜”第一名。未来，芒果 M-CITY 将在上海、成都、武汉等城市陆续布局更多门店，多维度深挖芒果系 IP 价值。

图 10: 芒果 M-CITY 长沙店剧本杀现场照



图 11: 大众点评长沙剧本杀好评榜单



资料来源: 大众点评, 国元证券研究所

资料来源: 大众点评, 国元证券研究所

据我们测算, 芒果 M-CITY 长沙店单店年收入有望超 800 万, 年利润可达 245 万。根据大众点评 APP, “芒果 M-CITY” 共提供 2 个实景探案项目 (《NZND》、《学院怪谈》) 和 5 个圆桌剧本杀项目 (经典本*2、演绎本*2、沉浸本*1), 除沉浸本每日仅有 2 场外, 其他项目每日均提供 3 个场次。我们预计《NZND》、《学院怪谈》、经典本、演绎本、沉浸本的平均单场参与人数分别为 8、7、8、8、7 人。我们在 2021/5/19 统计芒果 M-CITY 未来 1 周的预约情况, 整体满场率约 72%, 其中经典本满场率较低, 约 36%, 但其他主题均在 80% 以上, 因此我们中性假设为 70% 满场, 则长沙店的年收入可达到 800.23 万元, 结合之前的单店模型利润率, 则单店年利润可达到 244.91 万元。

表 6: 芒果 M-CITY 长沙店近一周预约情况 (统计时间: 2021 年 5 月 19 日中午)

类型	预约状态	5.20	5.21	5.22	5.23	5.24	5.25	5.26	近 1 周满场率
		周四	周五	周六	周日	周一	周二	周三	
实景搜证-NZND	满场	2	3	3	2	3	2	2	80.95%
	未满场	1	0	0	1	0	1	1	
实景搜证-学院怪谈	满场	2	2	3	2	2	3	3	80.95%
	未满场	1	1	0	1	1	0	0	
经典本	满场	3	2	2	2	2	2	2	35.71%
	未满场	3	4	4	4	4	4	4	
演绎本	满场	5	6	4	6	6	6	6	92.86%
	未满场	1	0	2	0	0	0	0	
沉浸本	满场	2	2	1	2	2	2	2	92.86%
	未满场	0	0	1	0	0	0	0	
整体	满场	14	15	13	14	15	15	15	72.14%
	未满场	6	5	7	6	5	5	5	

资料来源: 大众点评, 国元证券研究所

表 7：芒果 M-CITY 长沙店不同类型剧本杀年收入敏感性分析

类型	剧本名称	房间数	游玩人数	场地面积	单日场次	游戏时长 (小时)	价格 (元/人)	年收入 (万元)		
								悲观-55%满场	中性-70%满场	乐观-85%满场
实景搜证	NZND	1	8 人	300 m ²	3	3.5	368	193.42	225.66	274.01
实景搜证	学院怪谈	1	7 人	300 m ²	3	3.5	328	150.85	175.99	213.70
圆桌	经典本	2	5-10 人	30 m ²	3	3.5	128	134.55	156.98	190.62
圆桌	演绎本	2	5-10 人	30 m ²	3	3.5	148	155.58	181.51	220.40
圆桌	沉浸本	1	6-8 人	30 m ²	2	4.5	168	51.51	60.09	72.97

资料来源：大众点评，国元证券研究所

表 8：芒果 M-CITY 长沙店收入及利润测算

类型	年收入 (万元)	年成本 (万元)	利润率	年利润 (万元)
实景搜证	401.65	268.85	33.06%	132.80
圆桌	398.58	286.47	28.13%	112.11
总计	800.23	555.32	30.60%	244.91

资料来源：大众点评，国元证券研究所

2.季风剧场即将开启，内容、制播独具一格

季风剧场将于 5 月 24 日开启，台网深度联动试水精品短剧。季风剧场由芒果 TV 与湖南卫视联手打造，台端由湖南卫视特别开辟 22:00“季风时段”，网端由芒果 TV 主导创制剧集，并在该剧场应用 4D 观影特效新技术，可配合特殊情节加入振动、屏幕闪光等动画效果，进一步优化观影视听体验。在排播模式和剧集篇幅上，季风剧场采取台网同步播出*每周 2 集*单集 70 分钟*每部 12 集的全新模式，以多元题材、电影级制作、浓缩剧情的精品短剧刷新观众体验，并通过打通电视和网络受众，实现相互引流、扩大声量。作为季风剧场的排头兵，国内首部反盗猎短剧《猎狼者》定档 2021 年 5 月 24 日在湖南卫视、芒果 TV 同步播出。

排头兵《猎狼者》颇具看点，优质内容储备充足，有望助力芒果破圈。芒果季风剧场已储备多部精品短剧，涵盖了都市职场、家庭话题、情感悬疑等多元现实主义题材，部分剧集受众更偏男性和 30+ 女性用户，有望助力芒果 TV 用户破圈。即将播出的反盗猎剧《猎狼者》作为季风剧场的第一部剧，颇具看点：聚焦自然生态保护这一新奇题材；主创阵容实力强劲，由秦昊、尹昉领衔主演，导演为曾执导过《长安十二时辰》的曹盾；实景拍摄、电影级画质。此外，储备中的剧集包括聚焦当代 80、90 后都市异乡人的真实生活《我在他乡挺好》、探讨新时代年轻人家庭与婚姻关系的《婆婆的镯子》、讲述情感博主与心理咨询师爱情故事的《沉睡花园》、聚焦平凡女性的蜕变成长的《江照黎明》等，并已于今年陆续开机，后续内容供给充足。

表 9：季风剧场剧集排布

电视剧	进度	主演	导演	制作公司	题材	备注
猎狼者	2021年5月 24日开播	秦昊、尹昉、黄子星	曹盾		当代、涉案	森林警察与盗猎分子对抗
我在他乡挺好的	2021M2 开机	周雨彤、白宇帆、孙千	李漠		都市、情感	80、90后都市异乡人真实生活
婆婆的镯子	2021M3 开机	蓝盈莹、牛骏峰、邬君梅	李昂		都市、情感	探讨新时代年轻人的婚姻和家庭关系
沉睡花园	2021M4 开机	龚俊、乔欣	臧溪川	华策影视出品	都市、爱情	情感博主与心理咨询师成就彼此的故事
江照黎明	2021M5 开机	马思纯、白客、刘凯	牛超、王涛涛	华娱时代出品	女性、悬疑	平凡女性的蜕变成长
海葵	暂定 2021M11 播出			华谊兄弟出品	家庭、悬疑、现实	超现实悬疑案件背后隐藏原生家庭的爱与救赎
妻子的选择	筹备	-	-	唐人影视出品	都市、情感	婚姻变故后的自我救赎
礼物	筹备			深蓝影业出品	亲情、奇幻、悬疑	新型女性母爱视角下的“她悬疑”

资料来源：芒果TV，前景传媒，国元证券研究所

3. 盈利预测

芒果TV的综艺自制构筑护城河稳固，剧集制作能力迎头赶上，凭借台网联动+精品短剧的季风剧场，有望获得更多元化的用户，同时通过小芒电商和M-CITY切入垂直电商和线下实景娱乐两大赛道，多方位挖掘IP和内容价值。我们看好芒果TV平台流量和价值的持续提升以及小芒电商和剧本杀的发展潜力，预计芒果超媒2021-2023年营业收入为184.98/230.46/277.56亿元，归母净利润为24.90/31.50/38.35亿元，EPS 1.40/1.77/2.15元，对应PE 51/40/33x，维持“买入”评级。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	11728.03	12924.81	16501.17	20944.77	25165.06
现金	5064.22	5336.32	6828.38	8736.69	10438.88
应收账款	2997.01	2976.70	3895.94	5046.01	6008.40
其他应收款	35.95	51.17	76.46	86.11	106.63
预付账款	1127.73	1398.35	2066.10	2341.85	2868.36
存货	1916.38	1660.32	2248.92	3338.67	4339.65
其他流动资产	586.74	1501.95	1385.38	1395.44	1403.14
非流动资产	5350.18	6340.89	7329.07	8471.03	9385.20
长期投资	210.44	22.88	117.51	101.46	93.71
固定资产	180.61	186.92	140.48	94.04	47.60
无形资产	4851.08	5894.45	6894.45	8094.45	9094.45
其他非流动资产	108.06	236.63	176.63	181.08	149.44
资产总计	17078.21	19265.70	23830.24	29415.80	34550.26
流动负债	7935.59	8587.23	10665.27	13115.28	14421.01
短期借款	349.82	39.79	346.38	585.87	167.26
应付账款	5048.44	5217.09	6776.26	8405.72	10040.96
其他流动负债	2537.33	3330.36	3542.62	4123.68	4212.79
非流动负债	322.66	57.24	54.86	41.38	36.45
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	322.66	57.24	54.86	41.38	36.45
负债合计	8258.25	8644.48	10720.12	13156.66	14457.46
少数股东权益	36.10	33.24	32.36	31.25	29.90
股本	1780.38	1780.38	1780.38	1780.38	1780.38
资本公积	4838.94	4838.94	4838.94	4838.94	4838.94
留存收益	2164.54	3968.67	6458.44	9608.58	13443.59
归属母公司股东权益	8783.86	10587.98	13077.76	16227.89	20062.90
负债和股东权益	17078.21	19265.70	23830.24	29415.80	34550.26

现金流量表

单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	292.87	580.97	988.11	1483.83	1936.21
净利润	1157.50	1979.34	2488.90	3149.02	3833.66
折旧摊销	3770.62	4435.89	4436.35	4655.10	4884.23
财务费用	-36.58	-86.62	-97.64	-109.74	-121.57
投资损失	-6.47	-80.79	-47.79	-51.90	-55.34
营运资金变动	940.15	-502.08	-490.13	-351.31	-851.47
其他经营现金流	-5532.36	-5164.77	-5301.59	-5807.34	-5753.31
投资活动现金流	109.34	194.03	-64.72	75.27	63.03
资本支出	155.97	69.96	0.00	0.00	0.00
长期投资	-63.80	-259.68	113.08	-23.35	-7.69
其他投资现金流	201.50	4.31	48.36	51.91	55.34
筹资活动现金流	2124.68	-501.84	568.68	349.22	-297.05
短期借款	153.72	-310.03	306.59	239.49	-418.61
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	790.35	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1197.85	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-17.24	-191.81	262.09	109.73	121.57
现金净增加额	2526.49	273.39	1492.06	1908.31	1702.19

利润表

单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	12500.66	14005.53	18498.48	23046.46	27756.20
营业成本	8284.74	9230.29	11726.03	14520.00	17423.67
营业税金及附加	96.43	21.98	160.94	230.46	277.56
营业费用	2140.68	2164.42	3052.25	3802.67	4579.77
管理费用	610.14	629.20	832.43	1037.09	1249.03
研发费用	239.30	184.38	369.97	460.93	555.12
财务费用	-36.58	-86.62	-97.64	-109.74	-121.57
资产减值损失	-0.62	-36.80	-36.02	-30.38	-33.33
公允价值变动收益	-1.37	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6.47	80.79	47.79	51.90	55.34
营业利润	1177.73	2006.40	2533.14	3191.58	3884.84
营业外收入	25.84	26.89	22.53	25.09	24.83
营业外支出	26.04	46.54	39.20	37.26	41.00
利润总额	1177.53	1986.75	2516.46	3179.40	3868.67
所得税	20.03	7.41	27.57	30.38	35.02
净利润	1157.50	1979.34	2488.90	3149.02	3833.66
少数股东损益	1.22	-2.82	-0.88	-1.11	-1.35
归属母公司净利润	1156.29	1982.16	2489.78	3150.13	3835.01
EBITDA	4911.77	6355.67	6871.85	7736.93	8647.51
EPS (元)	0.65	1.11	1.40	1.77	2.15

主要财务比率

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	29.40	12.04	32.08	24.59	20.44
营业利润(%)	20.52	70.36	26.25	25.99	21.72
归属母公司净利润(%)	33.59	71.42	25.61	26.52	21.74
获利能力					
毛利率(%)	33.73	34.10	36.61	37.00	37.23
净利率(%)	9.25	14.15	13.46	13.67	13.82
ROE(%)	13.16	18.72	19.04	19.41	19.11
ROIC(%)	26.29	33.12	33.90	35.58	36.29
偿债能力					
资产负债率(%)	48.36	44.87	44.99	44.73	41.84
净负债比率(%)	4.36	0.46	3.23	4.45	1.16
流动比率	1.48	1.51	1.55	1.60	1.75
速动比率	1.23	1.30	1.33	1.33	1.43
营运能力					
总资产周转率	0.86	0.77	0.86	0.87	0.87
应收账款周转率	5.50	4.48	5.15	4.98	4.87
应付账款周转率	1.97	1.80	1.96	1.91	1.89
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.65	1.11	1.40	1.77	2.15
每股经营现金流(最新摊薄)	0.16	0.33	0.00	0.00	0.00
每股净资产(最新摊薄)	4.93	5.95	7.35	9.11	11.27
估值比率					
P/E	109.23	63.72	50.73	40.09	32.93
P/B	14.38	11.93	9.66	7.78	6.30
EV/EBITDA	24.64	19.04	17.61	15.64	13.99

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

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或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限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。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188