

证券研究报告—深度报告

传媒

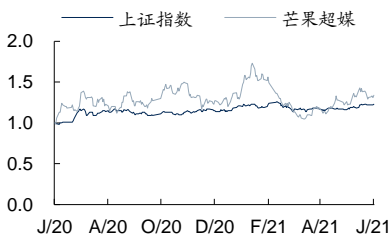
影视娱乐

芒果超媒(300413)
买入

合理估值: 85—94 元 昨收盘: 69.81 元

(维持评级)

2021年06月16日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	1,780/931
总市值/流通(百万元)	126,585/66,219
上证综指/深圳成指	3,611/14,894
12个月最高/最低(元)	93.01/51.00

相关研究报告:

《芒果超媒-300413-20 年年报和 21 年一季报点评: 更强的执行力和更迅猛的增长势头, 打开全新成长空间》——2021-04-27

《芒果超媒-300413-重大事件快评: 阿里有望入股成公司第二大股东, 长视频将迎新市场格局》——2020-11-17

《芒果超媒-300413-2020 年三季报点评: 业务逻辑不断兑现, 新成长空间全面打开》——2020-11-04

《芒果超媒-300413-2020Q3 业绩预告点评: Q3 业绩超预期, 成长逻辑不断验证》——2020-10-15

《芒果超媒-300413-重大事件快评: “破圈”进行时, 布局内容电商打造第二增长曲线》——2020-09-10

证券分析师: 张衡

电话: 021-60875160
 E-MAIL: zhangheng2@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517060002

证券分析师: 夏妍

电话: 021-60933162
 E-MAIL: xiayan2@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520030003

证券分析师: 高博文

电话:
 E-MAIL: gaobowen@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520030004

独立性声明:

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。

深度报告
多元变现篇:
“小芒”、“剧本杀”打开长期成长空间
●引言: 多元变现篇

公司在主业渐行稳健的前提下内容品牌渐出圈, 探索新兴业态: 2020 年 12 月 31 日“小芒电商”上线标志公司进军内容电商, 2020 年 4 月芒果 TV 首家剧本杀门店“芒果 M-CITY”在长沙开业, 标志公司深入探索“剧本杀”, 本篇围绕内容电商和剧本杀两大市场较关注的新赛道做探讨。

●“小芒电商”: 超前的布局, 万亿的内容电商赛道

小芒是公司独立运营的内容驱动型电商 APP, 在公司内部有较高的战略价值。其所在内容电商行业赛道超 2 万亿, 相比抖音、快手等内容电商: 1) 小芒电商的流量池更垂直; 2) 预计专业垂直化的小芒其商品池转化率更高。据测算, 若芒果 TV 的 10%~20% 付费用户转化为小芒的月活用户, 若小芒 GMV/MAU 在 70~110 元之间, 预计小芒 21 年 GMV 在 10 亿上下, 根据测算中远期空间有 100 亿 GMV, 渗透率不足 10%。更关键的是, 从平台流量演进角度看, 当前阶段超级平台的用户年龄出现更加平均化的趋势, 小芒“深度内容+自营电商”模式有望抓住新一波“Z 世代年轻人缺口机会”, 是管理层超前的布局。

●布局“剧本杀”: 有望打开线下社交娱乐变现空间

芒果超媒系列 IP 推理综艺《明星大侦探》奠定今天线下剧本杀的娱乐雏形, 2016 年起中国才开始出现真正意义上的剧本杀概念。从剧本杀行业本质来看, 仍有一些不可避免的问题: 1) 当前阶段剧本杀尚未产业化, 短期内只是一门生意; 2) 剧本杀本质为内容行业, 内容行业的问题仍然存在; 3) 剧本杀有代际的消费替代效应, 技术加持下的线下沉浸式互动游戏可能是终极形态。目前公司位处赛道头部玩家, 有望跟随行业共同成长, 资本的介入可能会倒逼剧本杀产业链上游创作者提升内容质量。

●投资建议: 多元变现打开长期成长空间, 维持“买入”评级

当前阶段“小芒电商”和“剧本杀”尚未带来实际业绩贡献, 长期构建的内容壁垒已形成内容品牌并出圈, 更重要的是多元化变现打开了公司长期空间。预计公司 21-23 年 EPS 为 1.36/1.67/2.01 元, 对应 PE 51/42/35 倍; 我们进一步采用分部估值法预计 21 年目标市值在 1384~1803 亿, 中性预期下目标市值 1594 亿, 维持“买入”评级。

●风险提示: 内容风险; 监管风险、用户不及预期; 人才流失等风险。
盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	12500.66	14005.53	18346.64	23323.02	28915.27
(+/-%)	29.40%	12.04%	31.00%	27.12%	23.98%
净利润(百万元)	1156.29	1982.16	2417.11	2977.08	3582.72
(+/-%)	33.59%	71.42%	21.94%	23.17%	20.34%
摊薄每股收益(元)	0.65	1.11	1.36	1.67	2.01
EBIT Margin	9.71%	14.80%	12.41%	12.13%	11.78%
净资产收益率(ROE)	13.16%	18.72%	18.90%	19.21%	19.10%
市盈率(PE)	107.49	62.70	51.41	41.74	34.68
EV/EBITDA	26.59	20.42	35.97	35.00	33.28
市净率(PB)	14.15	11.74	9.72	8.02	6.62

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

当前阶段“小芒电商”和“剧本杀”尚未给公司带来实际业绩贡献，在 1200 亿市值的基础上，更重要的是多元化变现打开了公司长期市场空间，或进一步巩固芒果生态。公司经历 21Q1 的调整，拥有更具性价比的配置价值，考虑 21 年疫情影响变弱，各项业务依然发展迅猛，21Q1 业绩超预期，预计公司 21-23 年归母净利润 24.17/29.77/35.83 亿，EPS 为 1.36/1.67/2.01 元，对应 PE 52/42/35 倍；我们进一步采用分部估值法对公司 2021 年目标市值做测算，预计 21 年公司目标市值在 1384~1803 亿，中性预期下公司目标市值 1594 亿，维持“买入”评级。

核心假设与逻辑

第一，长视频行会员和广告仍存在稳定提升的空间

第二，小芒电商在内容电商赛道渗透率低，行业空间巨大

第三，剧本杀打开芒果线下社交娱乐变现，成为芒果内容生态的重要补充

与市场的差异之处

第一，我们认为小芒电商的核心用户主要由芒果 TV 的付费用户引流，实现芒果 TV 核心圈层用户的深度变现，小芒电商作为内容驱动型的专业垂直化平台，赛道空间超 2 万亿，公司远期 GMV 渗透空间不足 10%，更为重要的是小芒电商“深度内容+自营电商”模式实现了年轻人价值观和圈层电商运营的有机结合，抓住了新一波平台演进的“Z 世代年轻人缺口机会”；

第二，市场对剧本杀探讨较多，但对该行业又过于乐观。我们认为不足 200 亿的剧本杀市场目前尚未产业化，该行业本质仍为内容行业，目前很难将其与电影院类似的线下场景娱乐相提并论，芒果超媒作为中国剧本杀的开辟者之一，有望跟随行业共同成长，我们认为剧本杀的理想形态为 VR/AR、全息等技术加持下的线下互动游戏场景。

股价变化的催化因素

第一，芒果 TV 用户数及付费会员数增长超预期

第二，“芒果系”内容质量及数量表现超同行，季风剧场打造市场口碑

第三，小芒电商 MAU/DAU 超预期，GMV 数据表现较好

第四，剧本杀逐渐产业化、规范化，公司线下剧本杀门店出现连锁化趋势

核心假设或逻辑的主要风险

内容项目波动的风险；人才流失的风险；多元化变现不及预期风险；用户规模及营收不及预期的风险等

内容目录

引言：多元变现篇	6
“小芒电商”：超前的布局，万亿的内容电商赛道	6
“小芒电商”的价值：入口价值、平台逻辑、独立运营	6
“小芒电商”的空间：内容驱动型平台，超 2 万亿电商赛道	9
平台演进角度看“小芒”：抢夺“年轻人缺口期”的超前布局	11
“剧本杀”：有望打开线下社交娱乐变现空间	13
“芒果 M-CITY”标志公司全面进军实景娱乐“剧本杀”	13
“剧本杀”缘起：《明星大侦探》将中国“剧本杀”生意成功带出圈	14
“剧本杀”之于芒果：行业空间、前景及本质	15
盈利预测和估值	19
公司主业经营情况	19
业绩预测	20
如何估值	21
风险提示	23
附表：财务预测与估值	24
国信证券投资评级	25
分析师承诺	25
风险提示	25
证券投资咨询业务的说明	25

图表目录

表 1: 长视频平台的内容电商布局.....	8
表 2: 典型内容电商平台抖音、快手、小红书内容端和变现端对比.....	10
表 3: 内容电商规模测算（剔除电商驱动型等综合类电商平台）.....	11
表 4: 小芒电商 21 年 GMV 预测敏感性分析.....	11
表 5: 芒果 TV 平均月活及付费用户情况.....	11
表 6: 长沙“芒果 M-CITY”开店情况.....	14
表 7: 芒果超媒实景推理系列综艺《明星大侦探》播放情况.....	15
表 8: 剧本杀的主要类型.....	16
表 9: 2021 年 2 月剧本杀线下门店单店模型测算.....	17
表 10: 2020 年剧本杀行业成交量 TOP10 剧本.....	17
表 11: 影视、游戏公司围绕内容 IP 向剧本杀衍生.....	18
表 12: 芒果超媒分业务收入预测情况.....	20
表 13: 芒果超媒盈利预测.....	21
表 14: 芒果 TV 2021 年目标市值测算.....	21
表 15: 可比公司估值（互联网视频平台）.....	21
表 16: 可比公司估值（A 股相关公司）.....	22
图 1: 芒果超媒业务逻辑示意图.....	6
图 2: 小芒电商 APP 产品示意图.....	7
图 3: 小芒电商的主要引流入口.....	8
图 4: 芒果 TV 其他品类电商入口：“芒果好物”和“芒果盲盒”.....	8
图 5: 内容电商平台包括流量池运营和商品池运营.....	9
图 6: 按照驱动要素内容电商平台的分类.....	9
图 7: 芒果超媒内容生态和平台变现生态.....	10
图 8: 中国互联网平台 APP 流量格局占比变化.....	12
图 9: 中国互联网平台 APP MAU 变化.....	12
图 10: 2015 年美国社交媒体年龄分布.....	12
图 11: 抖音国内用户年龄变化趋势.....	12
图 12: 代表年轻人方向的内容平台和专业垂类新兴电商平台.....	13
图 13: 长沙“芒果 M-CITY”开业场景.....	13
图 14: “芒果 M-CITY”剧本杀实景现场.....	14
图 15: “芒果 M-CITY”剧本杀实景现场.....	14
图 16: 代表年轻人的内容平台和专业垂类新兴电商平台.....	15
图 18: 2018-2022 年中国剧本杀行业市场规模及增速.....	16
图 19: 2018-2020 年中国剧本杀线下实体店数量.....	16
图 20: 剧本杀产业链示意图.....	16
图 20: 剧本杀等沉浸式线下社交娱乐活动参与者年龄段分部.....	18
图 21: 2021H1 中国消费者偏好线下潮流娱乐方式 TOP5.....	18
图 22: 芒果超媒营业收入变化.....	19

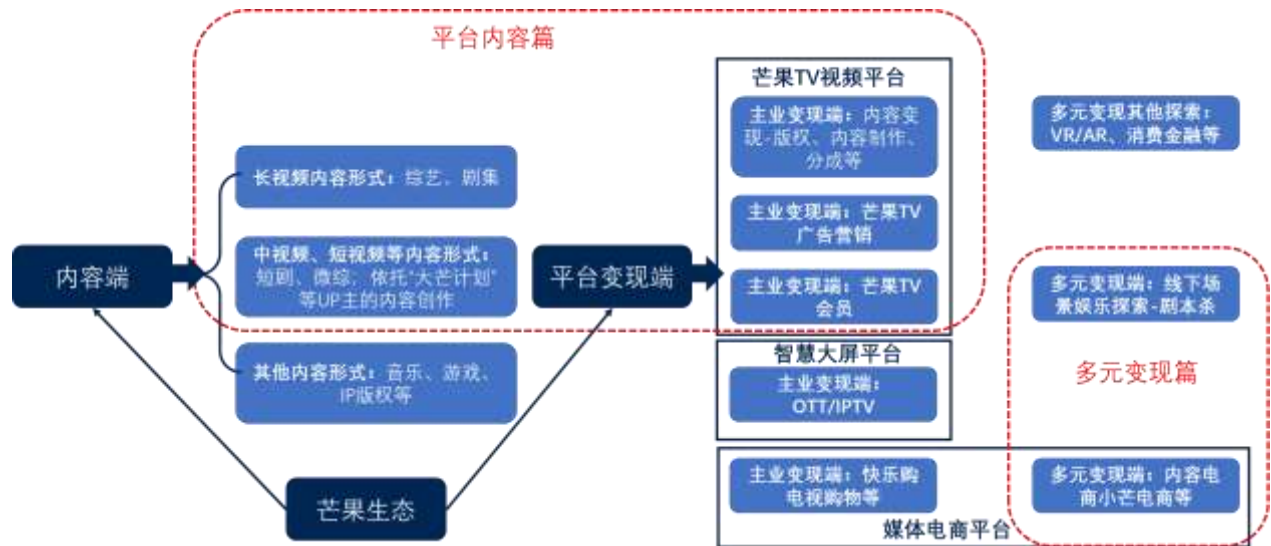
图 23: 芒果 TV 互联网视频业务分业务增长情况.....	19
图 24: 新媒体互动娱乐内容制作业务收入及增长情况.....	20
图 25: 媒体零售业务收入及增长情况.....	20

引言：多元变现篇

2020年4月我们发布芒果超媒深度报告，核心内容包括发力影视剧、布局“大芒计划”、智慧大屏不断革新及媒体零售业务将迎来拐点，旨在从公司成长阶段逻辑验证角度说明公司有望开启新的成长周期并看到千亿市值。2021系列包括“平台内容篇”和“多元变现篇。”“平台内容篇”侧重公司核心主业的变化，本篇在“平台内容篇”的基础上，进一步阐述公司在内容品牌出圈上的落地程度，挖掘芒果生态的内容电商和线下场景娱乐的价值。当前阶段“小芒电商”和“剧本杀”尚未给公司带来实际的业绩贡献，在1200亿市值的基础上，更重要的是多元化变现打开了公司长期市场空间，或进一步巩固芒果生态。

芒果超媒在主业渐行稳健的前提下不断探索新业态：2020年12月31日“小芒电商”正式上线标志公司进军内容电商业务，2020年4月芒果TV首家剧本杀生活馆“芒果M-CITY”在长沙开业，标志公司进一步深入线下场景娱乐消费的探索，本文围绕内容电商和剧本杀两大市场较关注的新兴赛道做进一步探讨。

图1：芒果超媒业务逻辑示意图



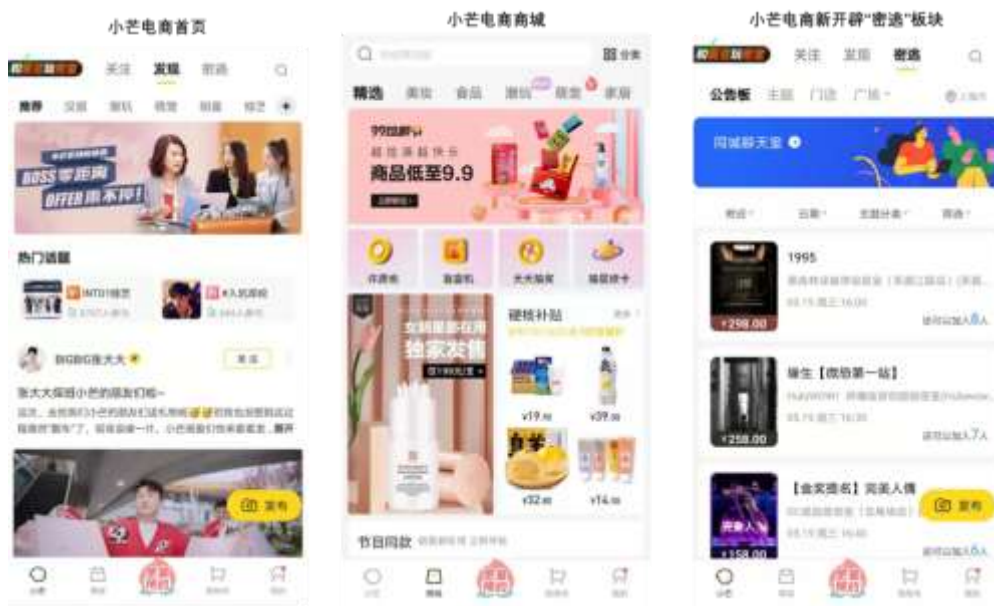
资料来源:国信证券经济研究所整理

“小芒电商”：超前的布局，万亿的内容电商赛道

“小芒电商”的价值：入口价值、平台逻辑、独立运营

“小芒电商”（以下或简称为“小芒”）是芒果超媒于2020年底推出的内容电商平台。目前小芒首页内容端在“发现”栏，二级子栏目包括“汉服-潮玩-萌宠-明星-综艺-美妆-美食-家居”，小芒电商商品端的商城主要包括“美妆-食品-潮玩-萌宠-家居-汉服-JK制服-饰品-数码-手机壳-文具”。内容端基本和商品端相对应。2021年5月小芒电商首页添加“密室逃脱”的分类，售卖“剧本杀”服务，包括芒果自有密室逃脱体验门店和其他线下门店。目前小芒电商商品有10万+SKU。

图 2：小芒电商 APP 产品示意图



资料来源:小芒电商，国信证券经济研究所整理

目前“小芒电商”运营团队集结芒果 TV 顶尖内容、运营及技术团队，包括《明星大侦探》、《密室大逃脱》总导演何舒将专注电商化 IP 开发，湖南卫视《我是大美人》项目创始人贾芳，以及来自芒果 TV 广告营销中心等核心骨干；电商运营方面人才主要来自阿里巴巴、苏宁易购电商平台运营操盘手。

小芒电商平台逻辑：小芒电商依据芒果 TV 消费者特点来整合供应链，甄选大众类商品以及定制版市场稀缺品，基于芒果 TV 内容制作优势，小芒电商甄选定制尖货在综艺、电视剧 IP 中进行深度植入，并引入品牌主理机制，打造艺人联名品牌，组织包括艺人在内的大量 KOL 参与商品的种草；在大众化商品销售上，小芒电商采取“精选+会员”的模式，形成以货为基础，以明星艺人联名或推荐来迅速聚集流量，以内容为手段来提升用户购买意愿的核心模式，最终形成人、货、内容互相并存、互相促进的有机生态。

芒果 TV 核心位置主推小芒电商，显示极重要的战略价值和变现模式

湖南广电经过半年筹划，小芒电商于 20 年 9 月正式公布“小芒”的名称，12 月公测，2021 年 1 月 1 日湖南卫视跨年夜晚会正式发布，首次引流通过小芒线上活动“1 亿跨年礼，点燃 2021”发布新年爆款、独家首发、明星同款、限量盲盒、整点限时抢购、“188 元新人礼券”和首笔订单 100%中奖等一系列活动。其他引流入口还包括芒果 TV 的首页核心位置推荐入口，并内嵌于芒果 TV “我的”功能栏推荐，此外视频观看过程中会通过“红包雨”的营销方式赠送小芒电商优惠券，整体来看，核心入口主推小芒，公司内部极其重视小芒的战略价值，并将电商业务逐渐内化为芒果 TV 的重点变现方式之一。

图 3：小芒电商的主要引流入口



资料来源：小芒电商，国信证券经济研究所整理

较其他长视频，当前阶段小芒电商是唯一独立运营的内容电商平台。长视频的电商布局由来已久，2015 年上线的“爱奇艺商城”是长视频领域最早的电商布局，早期各家长视频平台主打“边买边看”，但大多夭折。目前来看，爱奇艺、腾讯视频和优酷的内容电商基本是为所在集团战略服务，B 站和芒果 TV 的内容电商布局是为粉丝社群运营的垂类内容电商，其中小芒电商是唯一独立运营的 APP 且在公司内部有一定战略高度的电商平台。

表 1：长视频平台的内容电商布局

	独立运营的内容电商平台	内容电商布局情况
芒果 TV	小芒电商(21 年 1 月上线)	公司内部高度重视小芒，且与芒果 TV 有效整合，电商业务有望打造第二增长曲线
爱奇艺	饭饭星球(19 年 6 月上线)	公司曾上线爱奇艺商城、美妆垂类内容电商 APP“斩颜”，目前未实际运营，20 年爱奇艺 iJOY 悦享会曾宣布将布局明星+KOL 的带货矩阵，搭建线上内容直播闭环，现独立运营的“饭饭星球”主要为粉丝服务的明星衍生品平台
腾讯视频	-	腾讯视频首页有“商城”和“衍生品”子栏目，商城以直播带货为主，主要为京东货品引流，衍生品核心产品为腾讯 IP 周边及盲盒等模玩
优酷	-	优酷作为阿里大文娱产品，主要为阿里电商引流，优酷“星直播”和大麦“平行表现场”、淘宝直播曾开展合作
哔哩哔哩	-	B 站直播和电商业务是公司重要增长一极，B 站平台内嵌“会员购”，商品端为二次元周边、手办、次元服饰等

资料来源：各大视频平台，国信证券经济研究所整理

除了小芒电商之外，芒果 TV 其他电商入口——芒果好物、芒果盲盒都是芒果超媒在其他细分领域的重要补充，和小芒电商有本质区别。芒果好物主要为综艺节目周边衍生品，芒果盲盒为公司潮玩领域的布局。

图 4：芒果 TV 其他品类电商入口：“芒果好物”和“芒果盲盒”



资料来源：芒果 TV，国信证券经济研究所整理

“小芒电商”的空间：内容驱动型平台，超2万亿电商赛道

内容电商平台运营两大池：“流量池”和“商品池”，市场上的内容电商大体可分为内容驱动型和电商驱动型，其中内容驱动型平台，变现方式包括商品销售、分佣、广告、PGC制作费用等，电商更多是平台多元化变现手段之一。内容驱动型以抖音、快手、小红书为典型代表；

电商驱动型平台，内容助力公司电商业务的高效成长，其本质是通过私域流量价值的挖掘，目的以较低的获客成本实现货品的销售，仍然围绕电商本质。电商驱动型以京东直播、淘宝直播为典型代表。

图 5：内容电商平台包括流量池运营和商品池运营



资料来源:艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理

图 6：按照驱动要素内容电商平台的分类

	主要业务形式	行业玩家举例	主要特点	发展趋势
内容驱动型	<ul style="list-style-type: none"> 通过UGC、PGC或PUGC内容聚集流量，粉丝社群沉淀流量，再将流量引流至商品购买实现流量变现 		<ul style="list-style-type: none"> 重社区及内容质量 依靠内容种草，形成用户刚需之外的消费增量 	<ul style="list-style-type: none"> 在广告之外探索新的变现渠道，挖掘电商价值 形成发现-购买-分享的商业闭环，在内容运营的过程中激发用户购买热情，沉淀用户偏好数据 为优质内容创作者拓宽商业化边界 商业化带值变现理解内容制作成本压力 商业价值获得广告主认可，内容营销投入不断增加
电商驱动型	<ul style="list-style-type: none"> 从以商品为中心转向以人为中心，通过引入视频内容挖掘潜在需求，提升成交转化率 		<ul style="list-style-type: none"> 重实时互动 丰富商品展示信息 	<ul style="list-style-type: none"> 拓宽流量来源，提升用户粘性 通过内容导购，降低消费者决策门槛，获得用户刚需外的消费增量 通过多样化视频内容引导消费者进行购物，提升电商营销效果

资料来源:艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理

小芒电商是一家较典型的内容驱动型电商平台，芒果超媒围绕内容流量池，变现端包括会员、广告、IPTV/OTT、衍生品、线下场景等，内容电商是其多元化变现的重要一部分。但小芒电商和最典型的内容驱动型内容电商平台有本质区别，我们以以市场规模最大的抖音、快手和小红书为例做对比。

图 7：芒果超媒内容生态和平台变现生态



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

1) 抖音、快手和小红书的内容推送逻辑是“推送我想看的”，核心是算法或社交，从流量池到商品池的转化路径为“PUGC/UGC 短视频内容→算法推荐→种草→变现（广告、二类电商、自营小店等）”，其中抖音基于自身庞大的公域流量池做有侧重的算法推荐，快手更强调普惠公平做算法推荐，小红书基于标记标签和社交关系做算法推荐，相比抖音、快手，小红书的调性构建了更好的种草场景，但其转化环节更侧重广告和电商引流，本身并不做电商业务。

表 2：典型内容电商平台抖音、快手、小红书内容端和变现端对比

	抖音	快手	小红书
调性	记录美好生活	普惠、连接	标记生活
内容逻辑	侧重公域流量，强调算法推荐	侧重私域流量，基于社交和直播最算法推荐	典型的分享型生活种草社区，基于标签、痕迹做算法推荐
变现手段	广告为基本盘，直播、电商等为重要增量	直播为基本盘，广告和直播电商是重要增量	基于社区运营的广告是核心，自营电商式微
电商形态	自营电商抖音小店+二类电商+品牌企业号+三方电商链接	自营电商快手小店+三方电商链接+金牛电商；2020 年和京东合作	自营电商式微，直播电商起步期
2020 年 GMV	5000 亿（公开资料）	3500 亿（估算，截至 11 月底 3327 亿）	不足百亿
2020 年平均 MAU(百万)	526.64	437.19	83.78
P（市值）/MAU(元)	1842.81	2351.25	772.26
GMV/MAU（元）	949.42	800.57	107.42

资料来源:国信证券经济研究所整理

2) “小芒电商”目前的内容推送逻辑是“推送给我的粉丝用户”，核心是内容。小芒电商通过长期的长视频内容培育忠实的粉丝用户，并将用户从芒果 TV 引流至小芒电商 APP，实现了流量池和商品池的转化，具体路径为“PGC 长视频内容→艺人明星短视频内容→精准推荐→变现（自营电商）”，从这个角度看，小芒电商的自营电商本质上围绕芒果 TV 的内容，仍然为长视频内容的用户服务。

小芒电商和抖音、快手和小红书等内容电商有着实质性区别。1) 小芒电商的流量池更垂直，快手抖音等的流量池更大。小芒电商基于深度内容切入，用户粘性更强，因而其商品端和内容端找到其真正的粉丝。抖音、快手和小红书等是通过碎片化短视频内容或图文切入，基于短视频的碎片化内容和强大的算法推荐或社交关系沉淀实现流量变现；2) 我们预计小芒电商的商品池转化率较高：流量质量较高，基于用户的社群运营可获得较高收益，获客成本极低、电商自营，商品、供应链可控，但小芒的内容电商总规模相对有限。

3) 测算小芒电商 2021 年 GMV 及所在内容电商（内容驱动型）赛道空间

我们剔除了综合类电商平台 GMV（不考虑电商驱动型平台），假设“抖音+快手+小红书”的 GMV 占内容电商市场规模约 80%，预计 2021 年内容电商市场规模超 2 万亿。

表 3: 内容电商规模测算（剔除电商驱动型等综合类电商平台）

	抖音	快手	小红书	合计	内容电商 市场规模 测算	yoy
2019	1500	600	90	2190	2737.50	
2020	5000	3812	100	8912	11140.00	306.94%
2021E	10000	8000	110	18110	22637.50	103.21%
2022E	14000	13000	120	27120	33900.00	49.75%
2023E	17000	16000	130	33130	41412.50	22.16%

资料来源: 国信证券经济研究所整理

我们判断当前阶段小芒电商的 APP 的核心用户主要由芒果 TV 的付费用户引流至小芒 APP，2020 年小芒处于试运营起步期，我们假设“小芒电商 MAU/芒果 TV 付费用户”约为 10%~20%，类比小红书，假设小芒电商 GMV/MAU 在 70~110 元之间，预计小芒电商 21 年 GMV 在 10 亿上下。

表 4: 小芒电商 21 年 GMV 预测敏感性分析

小芒电商 MAU/芒果 TV 付费用户	5%	10%	15%	20%	25%
小芒电商 MAU (百万)	2.89	5.78	8.67	11.56	14.45
60	173.42	346.85	520.27	693.70	867.12
70	202.33	404.66	606.98	809.31	1011.64
80	231.23	462.46	693.70	924.93	1156.16
90	260.14	520.27	780.41	1040.54	1300.68
100	289.04	578.08	867.12	1156.16	1445.20
110	317.94	635.89	953.83	1271.78	1589.72
120	346.85	693.70	1040.54	1387.39	1734.24

资料来源: 国信证券经济研究所整理

表 5: 芒果 TV 平均月活及付费用户情况

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
付费用户数 (百万个)	4.51	10.75	18.37	36.13	57.81	86.71	112.73
yoy	136.13%	138.36%	70.88%	96.68%	60%	50%	30%
平均 MAU (百万)	79.00	90.80	133.74	182.83	255.96	345.55	431.94
yoy	9.72%	14.93%	47.30%	36.71%	40%	35%	25%
付费率	5.71%	11.84%	13.74%	19.76%	22.58%	25.09%	26.10%

资料来源: 国信证券经济研究所整理

我们预计小芒电商从垂直内容电商赛道切入，有望在万亿市场分得一杯羹。理想状态下，若小芒电商从芒果 TV 引流一半活跃用户，即小芒电商的 MAU 理想状态下达到 9000 万-1 亿，假设按照 100 元单用户成交额，小芒电商中远期 GMV 可达到 100 亿，当前小芒电商 GMV 远期渗透空间仍然不足 10%。

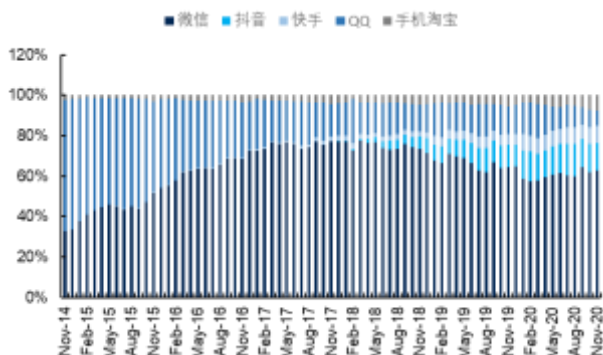
平台演进角度看“小芒”：抢夺“年轻人缺口期”的超前布局

从产业演进分析的维度，小芒抓住了“年轻人缺口期”结构性机会。

抖音快手抓住了互联网超级平台的第一个流量缺口期。我们以“MAU*平均用户使用时长”来衡量平台的流量格局，腾讯系的 QQ 和微信依然是流量格局的王者，14-17 年是微信和 QQ 在腾讯内部的流量“腾挪”，然而稳定的流量格局在

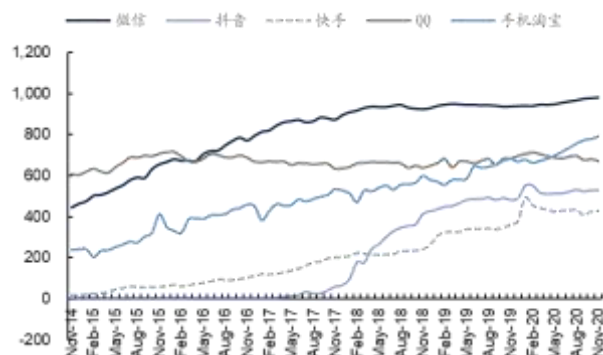
18年初被抖音、快手打开缺口，同一时点微信的月活增速放缓，QQ已出现向下趋势，一方面，抖音快手抓住了短视频表达的机会，另一方面，更加关键的是，抖音抓住了18年初一部分从微信流失年轻人的需求，从而奠定成为超级APP的根基。

图 8：中国互联网平台 APP 流量格局占比变化



资料来源: Questmobile, 国信证券经济研究所整理

图 9：中国互联网平台 APP MAU 变化



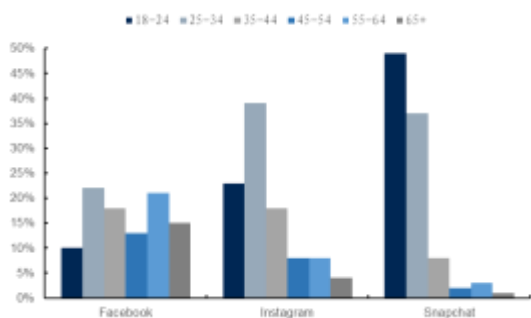
资料来源: Questmobile, 国信证券经济研究所整理

从平台流量演进和商业化角度，我们认为需要关注平台更替期的“年轻人缺口期”。微信这样的超级 APP 可能会一直占据社交垄断地位，但始终会有新的平台诞生并瓜分增量或存量流量市场，根源是超级平台快速商业化必经之路是破圈，势必会伤害年轻用户的体验，用户年龄结构开始平均化，在平台商业化规模达到一定阶段后客观存在年轻用户的流失，新的平台如早期的抖音抢夺流失的年轻人从而迅速崛起。

1) 国外市场间接印证了这一点：Facebook 在整体用户增长到达瓶颈后，出现了年轻用户流失的现象，2013 年 Facebook 35 岁以上用户占比 65%，而 2015 年已经达到 70%，Instagram 和 Snapchat 受年轻人追捧的 APP 抓住巨头快速商业化缺口期迅速崛起。

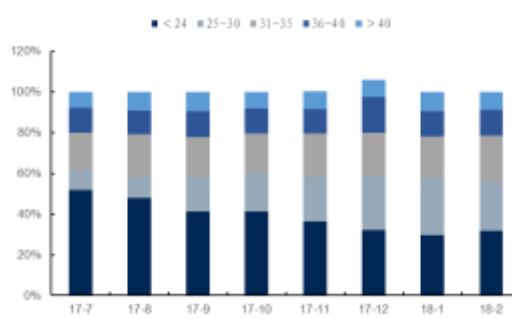
2) 国内市场看，基于连接和社交的微信已即便已占据流量平台的绝对话语权，并不影响抖音迅猛发展。微信已经覆盖中国 10 亿以上的用户，成为中国人线上交流的刚需，在微信全年龄结构深度覆盖之际，抖音以“潮流”入局并迅猛崛起。随着互联网平台成长迭代周期变快，抖音“老龄化”的速度更快了，在月活增长放缓的情况下已经开始出现用户年龄结构平均化的趋势，24 岁以下用户的占比从 52% 降至 32%，一方面有加速商业化的因素，更为关键的是，抖音商业化进程远未达到天花板，在抖音用户增速放缓且年龄结构平均化趋势加强，在内容电商赛道，下一波抢夺年轻人的缺口期的机会可能已经开始。

图 10：2015 年美国社交媒体年龄分布



资料来源: Socialbakers, 国信证券经济研究所整理

图 11：抖音国内用户年龄变化趋势



资料来源: Statista, 国信证券经济研究所整理

放在这样一个更宏观的平台流量视角更能够理解当前时点芒果 TV 对内容电商的布局。我们认为，在未来可能发生的新旧流量平台交替下，小芒电商是公司管理层相对超前的判断和布局。从内容端看，芒果 TV 的“青春芒果”、B 站的“后浪”和小红书的“标记生活”均代表典型 Z 世代年轻人的不同价值观和生活态度，从电商端看，不考虑成熟的综合电商平台，新兴电商赛道有年轻人热衷的潮鞋“得物”、“识货”等，还有泡泡玛特的自有潮玩电商平台“葩趣”等。未来趋势是内容端和电商端逐渐圈层化、垂直化，目前新兴电商平台和内容端还未完全打通。

小芒电商“深度内容+自营电商”实现年轻人价值观和圈层电商运营的有机结合，抓住了新一波平台演进的“Z 世代年轻人缺口机会”。小芒电商背后的内容实力毋庸置疑，围绕内容运营好用户，切入电商是水到渠成，微信、快抖之外，垂类内容电商平台小芒已经入局。

图 12: 代表年轻人方向的内容平台和专业垂类新兴电商平台



资料来源: 国信证券经济研究所整理

“剧本杀”: 有望打开线下社交娱乐变现空间

“芒果 M-CITY”标志公司全面进军实景娱乐“剧本杀”

内容电商之外，基于公司重要情景推理综艺《明星大侦探》，芒果超媒也在积极布局线下场景娱乐“剧本杀”，有望打开公司全新多元业态空间。2020 年 4 月 30 日，芒果超媒旗下首家《明星大侦探》剧本杀节目门店“芒果 M-CITY”在长沙开业。2021 年 2 月，由芒果授权的 VR 剧本杀门店“芒果探案馆”在上海开了第一家分店。未来，“芒果 M-CITY 项目”将陆续登录上海、成都、武汉等城市，开设更多新门店。

图 13: 长沙“芒果 M-CITY”开业场景



资料来源: 芒果 TV, 国信证券经济研究所整理

图 14: “芒果 M-CITY” 剧本杀实景现场



资料来源: 芒果 TV, 国信证券经济研究所整理

图 15: “芒果 M-CITY” 剧本杀实景现场



资料来源: 芒果 TV, 国信证券经济研究所整理

目前长沙“芒果 M-city”店内已储备 300+剧本, 由易到难分为“不一般的经典本”“有点东西的演绎本”“厉害了我的沉浸本”三大类别; 开设 6 个主题场景, 分别匹配中世纪欧洲、医院等多种时空, 且都配备了私聊室和投票间。主题场景中, NZND 实景密室延续了《明星大侦探》1-6 季节目故事;《学院怪谈》为独家自创实景密室, 超大空间配备真人 NPC 演绎。

根据大众点评三方测评软件, 长沙门店上市即位列剧本杀好评榜 Top 1, 大众点评评分 4.96, 尤其是 NZND、《学院怪谈》两个实景密室口碑爆棚, 近一周所有时间段已基本订满, 仅有少量场次缺 1-2 位人头数。

表 6: 长沙“芒果 M-CITY”开店情况

类型	团购价 (元)	原价 (元)	游戏人数	剧本类型	剧本数	时长	难度
不一样的经典本	128	218	5-10 人	盒装本	4 人本 2 本; 5 人本 26 本; 6 人本 34 本; 7 人本 21 本; 8 人本 10 本; 9 人本 2 本; 10 人本 1 本	3-4 小时	适合新手, 无演绎
有点东西的演绎本	148	408	5-7 人	演绎本	14 本	3-4 小时	适合高玩, 有 NPC
厉害了我的沉浸本	198	408	6-8 人	沉浸本	6 人本 4 本; 7 人本 1 本	4 小时以上	适合骨灰级玩家, 顶级服装, 重度演绎, 3 名以上 NPC
NZND 实景搜证	368	648	8 人	实景剧本杀	-	210 分钟	适合新手, 角色扮演
学院怪谈实景搜证	328	548	7 人	实景剧本杀	-	210 分钟	适合高玩, 角色扮演

资料来源: 大众点评, 国信证券经济研究所整理

“剧本杀”缘起:《明星大侦探》将中国“剧本杀”生意成功带出圈

剧本杀是近似于狼人杀和密室逃脱这两种娱乐结合的产物, 以剧本和角色人设为核心, 以场景和道具为辅助。而从剧本杀本身发展起源来看, 这种娱乐形式起源于 19 世纪的英国, 2013 年英文剧本《死穿白》传入中国, 直到 2016 年, 《明星大侦探》综艺的热播, 中国才真正存在剧本杀的概念, 彼时中国还不存在真正意义上的剧本杀实体店, 多是桌游吧和密室逃脱改造而来, 在店内装修简陋、剧本不够严谨、DM (游戏主持人) 不够专业的背景下, 2018 年线上剧本杀迎来风口, 线上 APP“我是谜”、百变大侦探均获得国内知名风投机构投资, 但线上剧本杀面临沉浸感差、周边环境嘈杂等多种问题, 这些问题可在线下实体店打破, 2019 年线下实体店激增, 2020 年面临疫情冲击, 线上和线下齐发展, 2021 年起, 线下剧本杀才开始真正进入爆发期。

图 16: 代表年轻人的内容平台和专业垂类新兴电商平台



资料来源: 36 氪, 国信证券经济研究所整理

具体看《明星大侦探》综艺内容形式, 该节目创意源自韩国 JTBC 台的推理类综艺节目《犯罪现场》, 每期参与录制的明星需要在“案件现场”寻找证据, 并推理出真正的凶手。根据《明星大侦探》的设置, 节目中每期有六位明星嘉宾出席, 扮演不同的人物角色, 他们中有一个侦探、一个凶手和四个嫌疑人, 并同处于一个固定空间。他们共同面对一起精心策划的谋杀案, 并需要通过搜集证据和推理找出真正的凶手。根据节目设定, 整个过程中只有凶手一人可以说谎, 为了隐藏身份会选择嫁祸他人, 洗脱自己的嫌疑。

芒果超媒系列 IP 推理综艺《明星大侦探》奠定今天的线下实体店的“剧本杀”的游戏雏形, 重推理、兼具游戏属性和娱乐属性, 共七季综艺节目均取得豆瓣超高评分, 第七季尚在播出中, 前六季综艺累计播放量达 205.4 亿, 超高热度和超强 IP 品牌价值已经逐渐出圈, 成功渗透并开辟线下剧本杀行业。芒果超媒旗下“芒果 M-CITY”背靠《明星大侦探》系列综艺, 其线下剧本杀门店将获得剧本杀行业在内容储备和 IP 引流价值上的相对优势。

表 7: 芒果超媒实景推理系列综艺《明星大侦探》播放情况

	上映时间	常驻嘉宾	豆瓣评分	累计播放量
明星大侦探第一季	2016 年 3 月 27 日	何炅、撒贝宁、王鸥、吴映洁、白敬亭、大张伟	9.3 分	24 亿
明星大侦探第二季	2017 年 1 月 13 日	何炅、撒贝宁、王鸥、吴映洁、白敬亭、王嘉尔、杨蓉、魏大勋	9.1 分	24.8 亿
明星大侦探第三季	2017 年 9 月 22 日	何炅、撒贝宁、王鸥、吴映洁、白敬亭、魏大勋	9.2 分	39.5 亿
明星大侦探第四季	2018 年 10 月 26 日	何炅、撒贝宁、王鸥、吴映洁、白敬亭、张若昀、刘昊然	8.7 分	27.7 亿
明星大侦探第五季	2019 年 11 月 1 日	何炅、撒贝宁、王鸥、吴映洁(鬼鬼)、白敬亭、张若昀、魏晨、杨蓉、刘昊然	8.4 分	47.5 亿
明星大侦探第六季	2020 年 12 月 24 日	何炅、撒贝宁、白敬亭、刘昊然、张若昀、杨蓉	9 分	41.9 亿
明星大侦探第七季	2021 年 4 月 15 日			尚在播出中

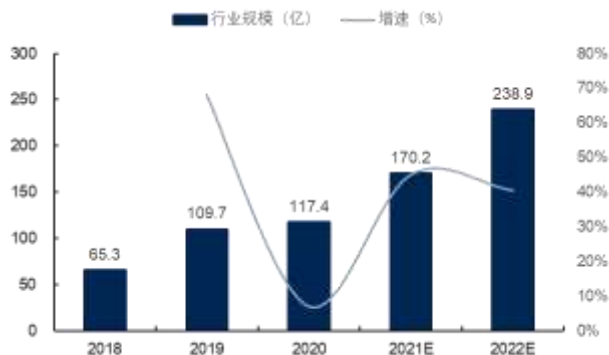
资料来源: 芒果 TV, 国信证券经济研究所整理

“剧本杀”之于芒果: 行业空间、前景及本质

回归剧本杀本身, “剧本杀”本质仍为内容行业, 芒果超媒在剧本杀产业链有望位列头部玩家位置, 但剧本杀本身并未形成真正的产业, 行业前景和空间仍有一定不确定性, 短期内, 我们认为剧本杀布局是公司在内容产业链的延伸, 公司有望跟随行业共同成长。

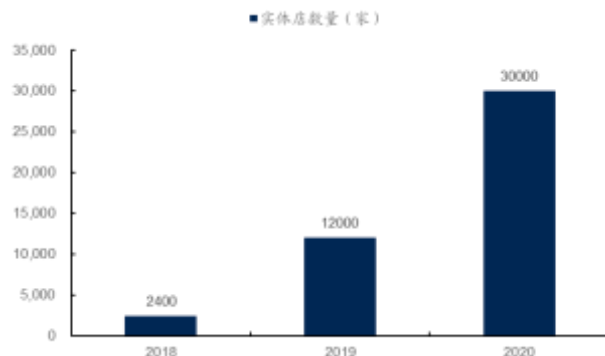
就剧本杀行业本身而言, 根据艾媒咨询, 目前线下实体店处于发展早期, 2020 年市场规模约 117.4 亿, 同比增长 7%, 预计 2021 年市场规模不足 200 亿, 线下实体店在 2020 年线下剧本杀实体店数量突破 3 万家。

图 18: 2018-2022 年中国剧本杀行业市场规模及增速



资料来源: 艾媒咨询, 国信证券经济研究所整理

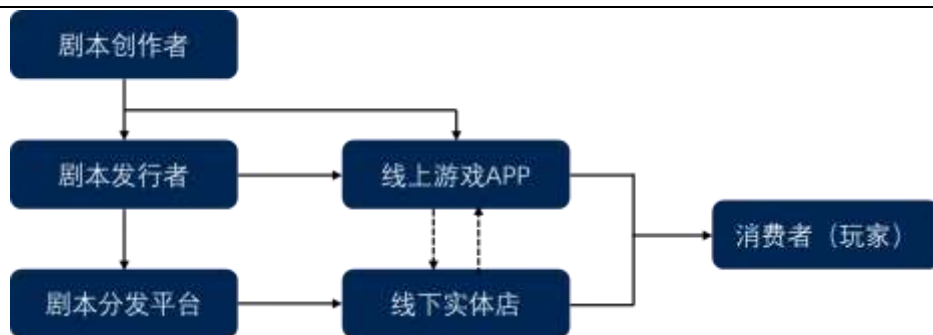
图 19: 2018-2020 年中国剧本杀线下实体店数量



资料来源: 艾媒咨询, 国信证券经济研究所整理

就剧本形式而言, 剧本杀主要包括独家授权、城市限定和盒装本三类, 上游内容制作仍有品质等级差异, 目前创作者和商家分成模式多为四六和三七, 其中剧本发行商先获得剧本, 再对上游创作者进行分成, 同时分发给下游商家, 目前中游发行商和下游商家在产业链处于主导地位, 上游内容创作端相对零散。此外, 线上 APP 和线下实体店融合发展, 互相导流。

图 20: 剧本杀产业链示意图



资料来源: 36 氪, 国信证券经济研究所整理

表 8: 剧本杀的主要类型

剧本分类	具体内容	剧本售价	作者创作所需时间	销量预估 (盒)
独家授权	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 (爆款能卖到 150 盒)
城市限定	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 (爆款能卖到 450 盒)
盒装本	每个有正轨营业资格的剧本店均可购买	258-688	约 1 个月	300-400 (爆款盒装本能卖到 2000 盒)

资料来源: 艾媒咨询, 国信证券经济研究所整理

虽然剧本杀目前处于高速发展期, 但从产业链来看, 我们认为剧本杀可能面临如下问题:

1) 当前阶段剧本杀尚未产业化, 短期内只是一门生意

剧本杀产业链包括上游内容端-中游发行端-下游门店端, 上游鱼龙混杂, 尚不具有专业化和规模化的优势, 中国娱乐内容产业真正具备赚钱效应的主要是中游和下游, 具体可参考中国的电影产业链。中游发行端包括 1) 线上分发剧本平台, 如“小黑探”、“买本本”; 2) 剧本发行公司, 剧本创作者可通过发行公司发售或直接与终端门店进行剧本交易; 3) 展会, 发行公司邀请店家参与试玩体

验，而后再决定是否购买。但目前中游发行端未标准化，行业整合作用有限，更多仅起到上游和下游的中介作用，而上游的内容质量参差不齐直接导致下游仍可通过非专业化的信息不对称而获利。

表面上看，当前下游门店端似乎是一门低成本、回收快的暴利生意，根据艾媒咨询，以 150 平米店铺为例，根据剧本杀门店单店模型，单店回收周期 1 年，单店净利率约 20%~29%，剧本杀发展更早期阶段，在产业链尚未形成之际，最快可完成半年甚至数月的回收周期。

表 9：2021 年 2 月剧本杀线下门店单店模型测算

剧本杀线下门店单店模型测算（21 年 2 月，艾媒咨询）	
单店面积	150 平
装修施工	5~10 万元
剧本购买	首次投入：约 2 万元（约 40 个盒装本）；后续投入：约 2000 元/月（约 4 个盒装本/月）
服装购买	1.5 万元
租金	一线城市：1.5-2.5 万；二线城市：5000-8000 元/月
水电	500 元
单个 DM 工资	全职 2000-8000 元/月；兼职 100 元/场
美团点评年费	约 2.3 万元/年
客单价	98-168 元
房间数	3~4 个
客流量	工作日：1 场/天，3~7 人；周末：5~6 场/天，15~42 人
单店营收	40~70 万/年
单店净利润	8~20 万/年
理想单店投资回收周期	1 年

资料来源：艾媒咨询，国信证券经济研究所整理

因下游门店准入门槛低，伴随更多玩家的加入，剧本杀线下门店端可能会暴露一些更核心的问题：1）下游门店本质仍然受制于创作者，在长期区域竞争下，会导致客单价下降，头部剧本涨价，中长尾剧本通货化，下游门店会陷入内容成本投入逐渐高企的问题；2）下游门店目前尚未出现全国性的规模化、连锁化、品牌化的趋势（芒果有望打造 IP 品牌），当前绝大多数门店是小作坊运营的模式；3）上游未专业化，中游未标准化，行业分成、定价等问题均未制度化，目前剧本杀谈产业逻辑还为时尚早。我们认为资本对下游的介入可以倒逼上游提升内容质量，产业的根本性转折更关键要看创作者内容端的发展质量。

2）剧本杀核心仍是内容，仍要回归内容行业的核心问题

假设创作者可以和中下游五五分成，若一个剧本采购成本 600 元，全国销售 5000 万套，一个创作者从一个剧本可分成 150 万，简单粗暴的盈利空间吸引上游内容创作者各方加入：包括专业剧本杀写手、网文作家、知名悬疑小说跨界及影视编剧，上游参与者多是工作室性质，离专业工业化还相差甚远。

表 10：2020 年剧本杀行业成交量 TOP10 剧本

名称	成交量（盒）	上架时间	工作室	题材	玩家人数（人）
你好	3684	2020 年 10 月 9 日	剧鱼文创	现代/情感/本格	6
再见萤火虫	2936	2020 年 6 月 30 日	LARP 原创工作室	日式/情感/进阶	7
拾伍	2841	2020 年 9 月 10 日	先人后己工作室	现代/欢乐/情感	6
青楼	2456	2020 年 4 月 1 日	西昆仑工作室（原黑羽发行社）	欢乐/阵营/本格	7
前男友的一百种死法	2347	2020 年 9 月 3 日	山橘推理&闲顽工作室	现代/欢乐/情感	5
上钟儿	2024	2020 年 6 月 1 日	老玉米联合工作室	现代/本格/欢乐	9
舍离 2：断念	2017	2020 年 12 月 14 日	桌立方工作室	古风/情感/玄幻	6
第二十二条军规	1906	2019 年 12 月 12 日	真相骑士	现代/恐怖/变格	7
木夕僧之戏	1885	2020 年 4 月 22 日	西安蛛丝马迹	日式/硬核/本格	7
纸妻	1727	2020 年 6 月 8 日	贵阳葵花发行工作室	民国/恐怖/变格	7

资料来源：小黑探，艾媒数聚，国信证券经济研究所整理

但实际情况是粉丝对单一剧本粘性不够；考虑 IP 分成，改编作家实际从 IP 改编获益少于原创创作者；因题材差异，剧本杀需要专业的人做专业的事，需要具备平衡好上帝视角和多 C 位视角的能力；电影和影视剧上游的工业化，已走过几十年的探索，剧本杀类互动文学的形式仍需时间。

剧本是行业的核心，故事是剧本的核心，同样的玩法、不同的玩家因故事优劣而高下立判。从这个角度看，剧本杀是一个相对前端的产品，和影视、游戏、数字阅读等内容行业没有本质区别。我们认为，当前阶段剧本杀上游还难以开辟形成真正意义上的互动文学行业，剧本杀很难成为和影视、影戏并列的产业，从行业增值价值来看，剧本杀的价值在于延伸影视、游戏领域的 IP 价值，如“芒果 M-CITY”之于芒果 TV 的综艺内容，其他影视、游戏公司如西山居、腾讯、爱奇艺、阅文集团等均在原来内容产业的基础上将业务触角延伸至剧本杀。

表 11: 影视、游戏公司围绕内容 IP 向剧本杀衍生

公司/内容 IP	剧本杀改编/布局	行业
爱奇艺	2020 年爱奇艺授权、小黑探联合出品改编剧本《成化十四年》	影视
电影《刺杀小说家》	片方开展“玩同名剧本杀，送电影票”推广导流活动	影视
电影《世间有她》	片方授权《世间有她》授权同名剧本杀	影视
影视剧《庆余年》	改编剧本杀在 600 个城市限定发售	影视
阅文集团	《全职高手》、《鬼吹灯 2》、《凡人修仙传》、《余罪》等 IP 都开始剧本改编	影视
腾讯《王者荣耀》	首个官方剧本杀游戏《不夜长安·机关诡》5 月 8 日发售，成都、南京等五个城市开启内测，	游戏
西山居	20 年组建了一个 15 人的剧本杀团队，覆盖平台研发、内容创作、剧本发行等板块，在上海已开设第一家线下门店	游戏

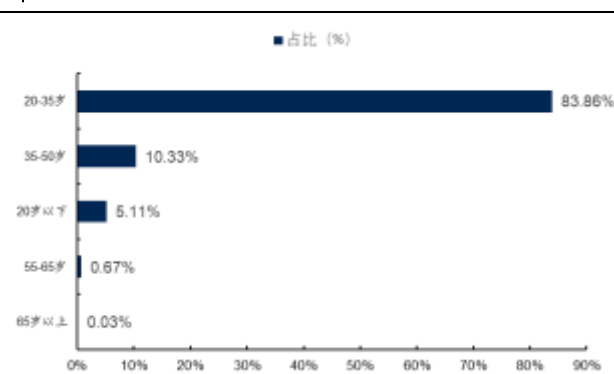
资料来源:深响, 国信证券经济研究所整理

长期来看，VR/AR 技术形式和密室逃脱、剧本杀等形式的结合，可能会从根本上改变剧本杀上游的逻辑，催生更大规模的剧本杀市场。

3) 剧本杀会成为下一个渐渐被忘记的狼人杀吗?

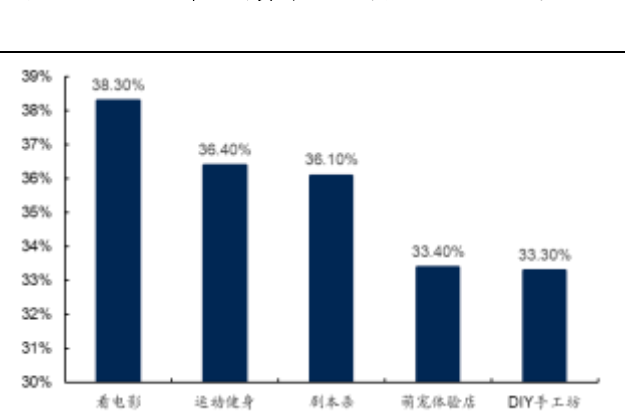
根据艾媒数据和美团研究院数据，剧本杀消费群体仍然是年轻人为主，而不同代际年轻人消费偏好仍有显著区别，剧本杀因玩法、难度以及玩家参与度等层面的限制，仍然停留在相对小众的线下娱乐消费，21H1 中国 TOP5 线下消费是“看电影”这样的大众性娱乐消费。

图 20: 剧本杀等沉浸式线下社交娱乐活动参与者年龄段分布



资料来源: 美团研究院, 国信证券经济研究所整理

图 21: 2021H1 中国消费者偏好线下潮流娱乐方式 TOP5



资料来源: 36 氪, 国信证券经济研究所整理

剧本杀作为一种娱乐性质的可选性消费，长期来看，仍然会面临消费代际更替的问题。从消费形式上来看，今天的剧本杀可能对早年的 KTV，5-8 人规模的年轻人线下娱乐消费有一定替代性，而剧本杀也对早年资本追捧的狼人杀有一

定替代性；从技术升级角度看，本质上无论是狼人杀、密室逃脱还是剧本杀更像是粗犷版的线下互动游戏，更高级的形态可能是VR/AR、全息等技术加持下的线下沉浸式的互动游戏。

结合前文的分析，当前剧本杀上下游仍然面临产业化困难的问题，我们认为剧本杀很可能还是会被全新的娱乐消费形式部分替代，或者说剧本杀本身还会进一步升级。我们认为芒果作为剧本杀行业头部玩家，有望和行业共同成长，始终看好芒果超媒围绕新兴业态的不断探索。

盈利预测和估值

公司主业经营情况

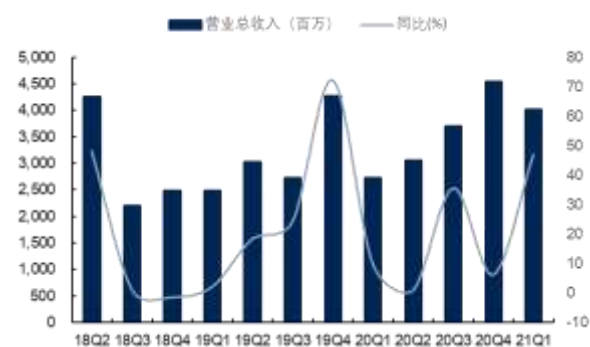
公司主要包括三部分，2020年公司主业情况如下：

1) 芒果TV互联网视频业务实现营收90.61亿，同增43.4%，毛利率40.69%，同增1.13pct，其中**a) 会员业务**实现营收32.55亿，同增92%，会员数实现超预期增长，同比增长96.68%至3613万，根据我们的估算，公司2020年底付费率约19%，同增5pct，单付费用户收入约90元，基本与去年持平；**b) 广告业务**实现营收41.39亿，同增25%，《乘风破浪的姐姐》招商数据刷新多项纪录，总客户数超40家，《下一站是幸福》创剧类广告招商新高；**c) 运营商业**务实现营收16.67亿，同增31%。

2) 新媒体互动娱乐内容制作业务实现营收27.65亿，同减29.14%，毛利率22.35%，同减4.45pct。受疫情影响该业务收入增速下滑明显，此外我们判断加大影视剧投入导致毛利率同步下降。截至2020年底，**a) 内容制作**：芒果TV共有20个综艺节目团队，12个影视剧制作团队和30家战略合作工作室，并成立了音乐、导摄、视觉等多维工作室；**b) 艺人经纪**：公司旗下天娱传媒、快乐阳光、芒果娱乐、芒果影视签约艺人共163位；**c) 音乐版权**：天娱传媒唱片音乐和影视音乐曲库歌曲近1500首；**d) 游戏及IP衍生开发**：芒果TV上线超百款各类单机、网游和H5游戏；电竞频道初具规模，自有独家版权电竞视频内容时长达5000小时，湖南省内IPTV电竞频道用户规模保持较快增速，省外电竞频道产品已落户14个省份。

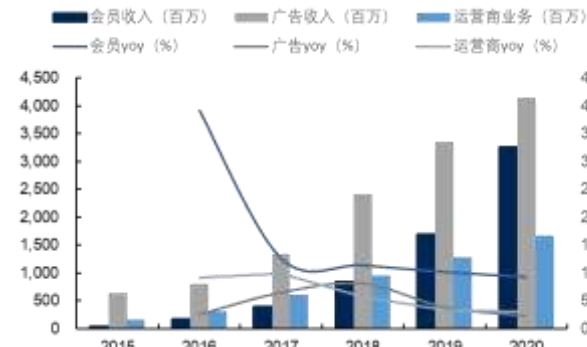
3) 媒体零售业务包括传统的媒体销售和小芒电商为核心的内容电商业务，2020年实现营收21.05亿，同增4.84%，毛利率20.34%，同减6.48pct，除了传统零售板块，小芒电商作为内容电商板块的补充，形成以“视频+内容+电商”为核心的全新模式。

图 22：芒果超媒营业收入变化



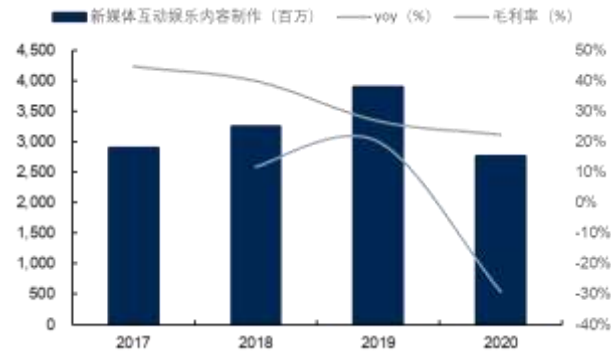
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 23：芒果TV互联网视频业务分业务增长情况



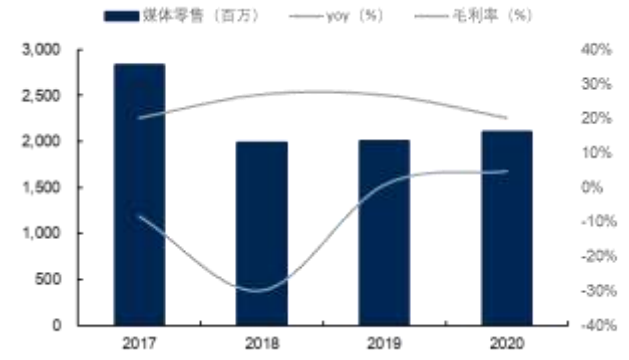
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 24: 新媒体互动娱乐内容制作业务收入及增长情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 25: 媒体零售业务收入及增长情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

业绩预测

公司各业务部分预测如下: 1) 芒果 TV 的互联网视频业务: 互联网视频收入包括会员、广告和运营商业业务, 其中预计公司付费会员 21~23 年增速为 80%/50%/35%, MAU 增速为 28%/24%/20%, 暂不考虑付费会员提价预期, ARPPU 增速为 1%/1%/1%, 单用户广告价值增长为 -5%/-3%/1%, 预计运营商业业务收入增速 27%/26%/25%; 2) 新媒体互动娱乐内容制作业务收入增速为 8%/8%/8%; 3) 媒体零售业务收入增速为 5%/5%/5%。

表 12: 芒果超媒分业务收入预测情况

	2020	2021E	2022E	2023E
新媒体互动娱乐内容制作				
收入 (百万)	2764.98	2986.18	3225.07	3483.08
yoy (%)	-29.14%	8.00%	8.00%	8.00%
芒果 TV 互联网视频业务				
收入 (百万)	9060.57	13067.70	17686.40	22895.51
yoy (%)	43.40%	44.23%	35.34%	29.45%
—会员业务	3255.00	5917.59	8965.15	12223.98
yoy (%)	93.15%	81.80%	51.50%	36.35%
—广告业务	4139.00	5033.02	6053.72	7337.11
yoy	23.47%	21.60%	20.28%	21.20%
—运营商业业务	1667.00	2117.09	2667.53	3334.42
yoy	30.78%	27.00%	26.00%	25.00%
媒体零售业务				
收入 (百万)	2104.53	2209.76	2320.24	2436.26
yoy (%)	4.84%	5.00%	5.00%	5.00%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司 21Q1 业绩超预期, 不断验证公司的执行力和独特的芒果模式, 我们认为随着公司内容生态不断巩固深化, 剧集优势逐渐建立以及小芒电商的落地, 公司下一阶段的成长空间有望不断被打开。公司经历此轮调整, 拥有更具性价比的配置价值, 考虑 21 年疫情影响变弱, 各项业务依然发展迅猛, 21Q1 业绩超预期, 我们预计公司 21-23 年归母净利润 24.17/29.77/35.83 亿, EPS 为 1.36/1.67/2.01 元, 对应 PE 51/42/35 倍。

表 13: 芒果超媒盈利预测

盈利预测及市场重要数据	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	12500.66	14005.53	18346.64	23323.02	28915.27
(+/-%)	29.40%	12.04%	31.00%	27.12%	23.98%
净利润(百万元)	1156.29	1982.16	2417.11	2977.08	3582.72
(+/-%)	33.59%	71.42%	21.94%	23.17%	20.34%
每股收益(元)	0.65	1.11	1.36	1.67	2.01
EBIT Margin	9.71%	14.80%	12.41%	12.13%	11.78%
净资产收益率 (ROE)	13.16%	18.72%	18.90%	19.21%	19.10%
市盈率 (PE)	107.49	62.70	51.41	41.74	34.68
EV/EBITDA	26.59	20.42	35.97	35.00	33.28
市净率 (PB)	14.15	11.74	9.72	8.02	6.62

资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

如何估值

我们进一步采用分部估值法对公司 2021 年目标市值做测算:

- 1) 芒果 TV 互联网视频业务采取 PS 估值法,预计 21 年该业务营收 130.68 亿,考虑公司的互联网视频平台已实现盈亏平衡给予 21 年 10~13 倍 PS;
- 2) 新媒体互动娱乐内容制作业务采取 PE 法,21 年预计该业务营收 29.86 亿,该业务平均净利率约为 10%,预计净利润约 3 亿,考虑行业可比公司多为影视制作,公司综艺优势远超同行,给予 21 年 18~20 倍;
- 3) 媒体零售业务包括传统业务和小芒电商,其中传统业务采用 PE 法,2020 年快乐购刚刚扭亏为盈,实现净利润约 1400 万,预计 21 年保持 50%增长,有望实现 2000 万净利润,给予该部分 18~20 倍 PE,小芒电商部分的预测与比较在前文有详细分析,预计 21 年目标 GMV 10 亿,按照 P/GMV 法,对比抖音、快手和小红书,给予 2~3 倍。

综合以上预计 21 年公司目标市值在 1384~1803 亿,中性预期下公司目标市值 1594 亿,维持买入评级。

表 14: 芒果 TV 2021 年目标市值测算

估值方法	估值	悲观	中性	乐观
PS 法	芒果 TV 互联网视频业务	10	11.5	13
	目标市值(亿)	1306.7	1502.71	1698.71
PE 法	新媒体互动娱乐内容制作	18	19	20
	目标市值(亿)	54	57	60
PE 法	媒体零售-传统业务	18	19	20
	目标市值(亿)	3.78	3.99	4.2
P/GMV	媒体零售-小芒电商	2	3	4
	目标市值(亿)	20	30	40
合计目标市值(亿)		1384.48	1593.70	1802.91

资料来源:国信证券经济研究所整理

表 15: 可比公司估值(互联网视频平台)

证券代码	证券简称	评级	收盘价(港元/美元)	市值	营业收入(亿元,奈飞单位/亿美元)			PS(倍)		
					2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
9626.HK	哔哩哔哩-SW	增持	852.00	3169.07 亿港元	194.53	284.90	395.45	16.29	11.12	8.01
1024.HK	快手-W	买入	206.20	8584.04 亿港元	868.32	1223.24	1606.01	9.89	7.02	5.34
IQ.O	爱奇艺	暂无评级	13.75	725.81 亿元	324.14	362.04	401.85	2.24	2.00	1.81
NFLX.O	奈飞公司	暂无评级	489.43	2193.60 亿美元	297.84	344.56	397.01	7.37	6.37	5.53

资料来源:wind,国信证券经济研究所整理

表 16: 可比公司估值 (A 股相关公司)

证券代码	证券简称	评级	收盘价 (元)	总市值(亿 元)	EPS (元)			PE (倍)		
					2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
300133.SZ	华策影视	买入	6.09	113.87	0.27	0.32	0.35	22.75	19.18	17.57
002343.SZ	慈文传媒	增持	5.69	26.93	0.36	0.39	-	15.81	14.59	-
002291.SZ	星期六	买入	21.28	155.45	0.95	1.61	1.82	22.40	13.22	11.69
600637.SH	东方明珠	暂无评级	8.82	300.82	0.54	0.57	-	16.33	15.47	-
300770.SZ	新媒股份	买入	52.02	122.14	2.94	3.56	4.15	17.71	14.63	12.54
600556.SH	天下秀	买入	10.50	188.01	0.30	0.43	0.60	35.00	24.42	17.50

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

风险提示

政策监管的风险

公司所在行业属于文化传媒行业，具有意识形态特殊属性，政策监管贯穿于行业的整个业务流程。行业监管政策存在变化的可能性，给公司业务经营带来不确定性。公司将严格按照行业监管和政策要求开展内容生产工作，建立内部完善的质量管理和控制机制，避免政策监管带来的风险。

行业竞争风险

公司所处的长视频赛道竞争激烈，各长视频平台加强内容自制能力，内容同质化日趋严重。短视频平台发展迅速，进军长视频领域，长、短视频相互渗透加剧，行业格局发生变化，对公司的经营模式和管理水平提出较大挑战，并可能对公司的市场份额及盈利能力带来不利影响。公司将加强长视频运营能力，巩固自身竞争优势，同时探索布局新业务。

内容项目波动的风险

芒果超媒的核心竞争力为“芒果系”优秀的自制能力，随着优酷、腾讯及爱奇艺自制力量的崛起，以及浙江卫视等省级电视台对自制综艺内容重视程度的逐渐提升，公司内容影响力存在下降的风险。

人才流失的风险

优质内容的背后为优秀的制作团队，随着优酷、腾讯、爱奇艺对于内容制作注意力的增强，“芒果系”人才出走情况偶有发生。若后续核心人才持续流失，公司内容制作力量存在被削弱的风险。

用户规模增长不及预期的风险

与三大视频网站相比，芒果 TV 的用户规模尚小，存在较大的提升空间。虽然芒果 TV 用户数增速快，但付费用户数保持相对慢的增长，MAU 体量上与爱奇艺相差 2 倍以上，长期来看，公司走相对稳健的扩张路径，符合公司媒体平台的定位。

估值和盈利预测的风险

我们将公司各业务拆分分部估值，公司各业务有基于平台的衍生价值，估值时可能会重复考虑相关业务板块；因小芒电商刚过内测期，GMV 数据相对不透明，我们的测算更多基于同行给予大概估算，可能对小芒电商的预期相对较低。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	5336	9692	13782	18160	营业收入	14006	18347	23323	28915
应收款项	3028	4021	5112	6338	营业成本	9230	12216	15456	19091
存货净额	1660	2690	3404	4205	营业税金及附加	22	92	117	145
其他流动资产	2900	3302	4198	5205	销售费用	2164	2935	3848	4916
流动资产合计	12925	19706	26496	33907	管理费用	4995	2299	2178	2188
固定资产	187	282	356	424	财务费用	(87)	(60)	(69)	(99)
无形资产及其他	5894	4421	3316	2487	投资收益	81	50	50	50
投资性房地产	237	237	237	237	资产减值及公允价值变动	37	30	30	30
长期股权投资	23	28	33	38	其他收入	4208	1474	1105	829
资产总计	19266	24673	30437	37092	营业利润	2006	2418	2978	3584
短期借款及交易性金融负债	40	500	600	700	营业外净收支	(20)	0	0	0
应付款项	5929	8071	10127	12404	利润总额	1987	2418	2978	3584
其他流动负债	2618	3207	4090	5092	所得税费用	7	4	5	6
流动负债合计	8587	11779	14817	18196	少数股东损益	(3)	(3)	(4)	(5)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1982	2417	2977	3583
其他长期负债	57	77	97	117					
长期负债合计	57	77	97	117	现金流量表 (百万元)				
负债合计	8644	11856	14915	18314	净利润	1982	2417	2977	3583
少数股东权益	33	30	26	22	资产减值准备	38	52	33	32
股东权益	10588	12788	15497	18757	折旧摊销	4410	1507	1148	879
负债和股东权益总计	19266	24673	30437	37092	公允价值变动损失	(37)	(30)	(30)	(30)
					财务费用	(87)	(60)	(69)	(99)
					营运资本变动	(309)	377	292	298
					其它	(40)	(55)	(37)	(37)
					经营活动现金流	6044	4268	4383	4725
					资本开支	(125)	(150)	(120)	(120)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	62	(155)	(125)	(125)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(192)	(218)	(268)	(322)
					其它融资现金流	(5449)	460	100	100
					融资活动现金流	(5834)	243	(168)	(222)
					现金净变动	272	4356	4090	4378
					货币资金的期初余额	5064	5336	9692	13782
					货币资金的期末余额	5336	9692	13782	18160
					企业自由现金流	6048	4008	4143	4457
					权益自由现金流	598	4528	4312	4655

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	1.11	1.36	1.67	2.01
每股红利	0.11	0.12	0.15	0.18
每股净资产	5.95	7.18	8.71	10.54
ROIC	20%	23%	32%	43%
ROE	19%	19%	19%	19%
毛利率	34%	33%	34%	34%
EBIT Margin	15%	12%	12%	12%
EBITDA Margin	46%	21%	17%	15%
收入增长	12%	31%	27%	24%
净利润增长率	71%	22%	23%	20%
资产负债率	45%	48%	49%	49%
息率	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%
P/E	62.7	51.4	41.7	34.7
P/B	11.7	9.7	8.0	6.6
EV/EBITDA	20.4	36.0	35.0	33.3

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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