



长视频×广告×电商×新业态四位一体，芒果超媒蓄势待发

公司情况

国有互联网企业基因，弘扬文化强国：芒果超媒是一家覆盖内容生态与渠道分发的完整娱乐核心产业链的国有新媒体公司。依托湖南广电集团，手握OTT与IPTV双牌照，具备内容创新核心竞争力。2021年实现营收153.6亿元，归母净利润达到21.4亿元，其中芒果TV互联网视频业务实现112.61亿元，占比73.34%；新媒体互动娱乐内容制作实现18.78亿元，占比12.23%；内容电商突破21.57亿元，占比14.05%。芒果TV与湖南卫视平台联动发展芒果融媒优势，弘扬文化自信主旋律，形成“内容创作-渠道分发-广告招商-会员运营-运营商联动-IP开发-艺人经纪-音乐版权-线下实景-元宇宙创新”上下游协同发展的传媒全产业链生态。

告别流量粗放扩张时代，长视频平台回归优质内容：“亏损换市场”等过往粗放发展模式已成过去式，广告、会员领域竞争白热化。公司通过不断打造“现象级”的行业爆款，坚守芒果特色精品内容制作护城河，持续锻造“芒果出品”内容品牌。**广告端**，通过优质自制综艺及剧集，吸引大批优质广告主入驻、冠名；**会员端**，公司积极创新会员运营，加强权益互动，会员用户规模有望持续上行。2022年期间公司两次上调会员价格，年末有效会员规模仍创新高达到5916万，同比增加17%，侧面印证了会员价格仍有上调空间，有望迎来“量价齐飞”的增长态势，拉动公司会员收入的双位数增长。**运营商端**，芒果超媒在2021年与中国移动旗下的咪咕文化签订为期三年的框架协议，双方将会持续开展不低于35亿元的战略合作，在构建大屏生态圈、多屏联动、内容分发等渠道优势明显，增厚上市公司业绩。

多业态创新成行业新趋势，IP联动，共同打造营收增长极：提前布局艺人经纪、互动剧、剧本杀、密室逃脱、元宇宙、NFT数字藏品多业态打开成长空间，巩固娱乐IP资源，实现资源协同利用，推动平台线上+线下、传统+创新两条腿走路。在后疫情时代有望通过线下门店扩张，带动增量收入释放。

探索电商新路径，构建“内容+视频+电商”的商业闭环：小芒电商定位国货潮牌，彰显文化自信，把控主旋律内容和社会责任。依托芒果TV App沉淀目标客户，在用户触达、品宣上具备先发优势。品牌内容定调+达人测评种草+社区运营，有效拉动消费转化。2022年小芒电商全年GMV同比实现7倍增长，DAU峰值达206万。伴随物流恢复，生活有序，小芒电商有望入驻更多商家和品牌的加盟，收入放量在即。

投资建议

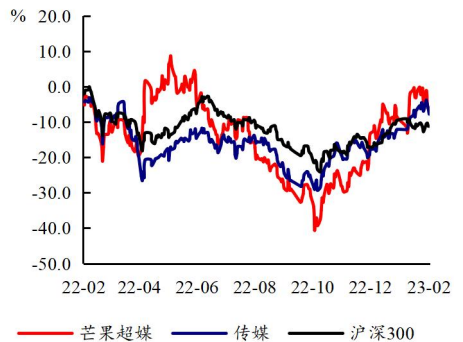
芒果超媒全面布局内容生态，在会员拓展和广告招商领域卡位优势凸显，具备持续推出爆款的能力。且公司积极探索技术革新与业态创新，全面布局VR+数字藏品+密室逃脱+元宇宙新业态，实景娱乐赛道和虚拟现实领域双向发力，疫情放缓后有望带动营收的新增量，推动场景化内容更新换代。我们预计公司2022-2024年营业收入分别为136.71\162.95\188.05亿元，归母净利润分别为17.73\24.90\29.39亿元，对应EPS分别为0.95\1.33\1.57元/股，对应2023年3月7日34.90元/

评级 强烈推荐（首次覆盖）

报告作者

作者姓名 彭琦
资格证书 S1710522060001
电子邮箱 pengq887@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	1870.72
流通A股/B股(百万股)	1870.72/0.00
资产负债率(%)	35.17
每股净资产(元)	10.00
市净率(倍)	3.29
净资产收益率(加权)	0.00
12个月内最高/最低价	38.29/20.84

相关研究

- 《【传媒】传媒互联网2023年度策略报告：复盘海外复苏路径，关注景气边际修复行业_20230228》2023.02.28
- 《【传媒】春节档电影迎开门红，疫后复苏未来可期_20230129》2023.01.30
- 《【传媒】游戏版号有望常态化发行，板块或将迎来戴维斯双击_20230118》2023.01.18
- 《【传媒】游戏版号再度下发，关注春节档+出海的营收增量市场_20230103》2023.01.03

股收盘价，PE 分别为 36.83×/26.22×/22.22×。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

风险提示

广告招商不及预期；会员增长不及预期；文娱行业监管加剧；电商业务拓展不及预期；新业务开展不及预期。

盈利预测

项目(单位:百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	15355.86	13670.74	16295.06	18804.56
增长率(%)	9.64	-10.97	19.20	15.40
归母净利润	2114.09	1772.67	2489.93	2938.50
增长率(%)	6.66	-16.15	40.46	18.02
EPS(元/股)	1.17	0.95	1.33	1.57
市盈率(P/E)	48.91	36.83	26.22	22.22
市净率(P/B)	6.31	3.54	3.12	2.73

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所预测，股价基准为 2023 年 3 月 7 日收盘价 34.90 元

正文目录

1. 国有属性新媒体，双平台联动发展芒果融媒优势.....	6
1.1. 台网融合独创，主动破局重生.....	6
1.2. 背靠湖南卫视，国有互联网企业基因独特.....	6
1.3. 手握双业务牌照，市场竞争优势尽显.....	8
1.4. 公司高层深耕广电系统，双平台融合提速.....	9
1.5. 媒体深度融合做强内容生态，捍卫内容创新核心竞争力.....	10
2. TV与互联网视频业务凸显发展韧性.....	10
2.1. 广告业务受疫情冲击，探索创新联合招商机制.....	10
2.2. 发展会员业务，强调精细化运营和渠道拓展合作.....	12
2.3. 协同三大运营商推进战略合作.....	15
3. 新媒体互动娱乐内容创作创新升级.....	16
3.1. 坚守芒果特色精品内容制作护城河.....	17
3.2. 打造艺人经济商业闭环，沉淀音乐IP资源.....	29
3.3. 打破传统叙事结构，互动内容提升观众黏性.....	30
3.4. M-CITY 横跨剧本杀+密室逃脱，巩固IP资源.....	32
3.5. 提前卡位元宇宙与数字藏品，把握未来流行趋势.....	37
4. 构建“内容+视频+电商”商业闭环，探索电商新路径.....	38
5. 盈利预测与投资建议.....	40
5.1. 盈利预测假设.....	40
5.1.1. 收入拆分及假设.....	40
5.1.2. 费用率假设.....	42
5.2. 估值与投资建议.....	43
6. 风险提示.....	44

图表目录

图表 1. 芒果超媒业务架构	6
图表 2. 公司发展情况	7
图表 3. 芒果超媒股权架构	7
图表 4. IPTV 和 OTT 牌照情况	8
图表 5. 公司现任高管情况	9
图表 6. 2021 年公司主营业务构成	10
图表 7. 2017-2021 年芒果 TV 互联网视频业务收入及增长情况	11
图表 8. 2017-2021 年芒果 TV 互联网视频业务毛利及毛利率情况	11
图表 9. 2017-2021 年广告业务收入及增长情况	12
图表 10. 2017-2021 年会员业务收入及增长情况	12
图表 11. 2023 年爱奇艺、腾讯视频、芒果 TV、优酷视频会员价格对比	12
图表 12. 爱奇艺会员提价周期梳理	13
图表 13. 腾讯视频会员提价周期梳理	13
图表 14. 芒果 TV 会员提价周期梳理	13
图表 15. 优酷视频会员提价周期梳理	13
图表 16. 芒果 TV 联合会员情况-购物和试听类	14
图表 17. 芒果 TV 联合会员情况-生活和运营商类	14
图表 18. 2021-2022 年爱奇艺、腾讯视频、芒果 TV、优酷视频月活情况	15
图表 19. 2021-2022 年芒果 TV 月度活跃用户数及活跃率情况	15
图表 20. 2021-2022 年芒果 TV 日均活跃用户数及日均活跃渗透率情况	15
图表 21. 2017-2021 年运营商业务收入及增长情况	16
图表 22. 2017-2021 年运营商业务毛利及毛利率情况	16
图表 23. 2017-2021 年新媒体互动娱乐内容制作业务收入及增长情况	17
图表 24. 2017-2021 年新媒体互动娱乐内容制作业务毛利及毛利率情况	17
图表 25. 2017-2021 年新媒体互动娱乐内容制作业务版权及制作成本	17
图表 26. 2017-2021 年新媒体互动娱乐内容制作业务职工薪酬及其他成本	17
图表 27. 芒果 TV 综艺合作情况 (截至 2023 年 2 月 7 日)	18
图表 28. 2021-2022 年全网综艺各平台有效播放数对比	19
图表 29. 2021-2022 年各平台上新季播综艺部数对比	19
图表 30. 2021-2022 年各平台上榜网综前十名的综艺数量对比	19
图表 31. 2021-2022 年各平台上新季播综艺正片有效播放数对比	19
图表 32. 2022 年上新综艺豆瓣评分 TOP10 (评分人数 >=5000)	20
图表 33. 2023 年 1 月全网综艺正片有效播放霸屏榜	21
图表 34. 2023 年芒果 TV 综艺资源汇总	21
图表 35. 2023 年湖南卫视综艺资源汇总	22
图表 36. 芒果 TV 的综艺制作团队 1	22
图表 37. 芒果 TV 的综艺制作团队 2	23
图表 38. 2023 年 1 月全网微短剧正片有效播放霸屏榜	24
图表 39. 2023 年湖南卫视&芒果 TV 暖冬品鉴剧集资源汇总	25
图表 40. 2020-2022 年爱奇艺、芒果 TV、腾讯视频、优酷视频的平均年龄	26
图表 41. 2020-2022 年爱奇艺、芒果 TV、腾讯视频、优酷视频的男性占比	26
图表 42. 大芒计划的分账公式	27
图表 43. 大芒计划的准入资格	27
图表 44. 四大平台分账模式对比	28
图表 45. 芒果 TV 旗下艺人	29
图表 46. 芒果超媒艺人与音乐版权	30
图表 47. 互动剧流程示意	31
图表 48. 五大平台对比	31
图表 49. 剧本杀行业发展历程梳理	32
图表 50. 2018-2025E 剧本杀行业规模及增速	33
图表 51. 中国剧本杀产业链图谱	34

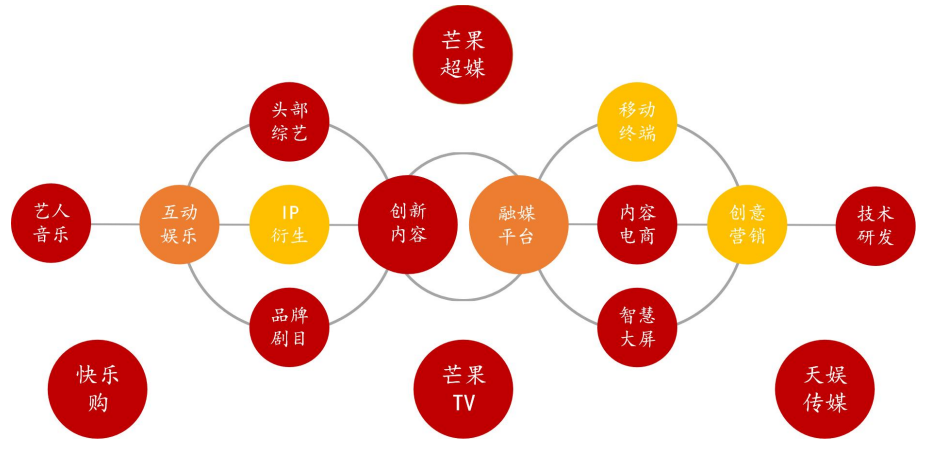
图表 52. 剧本杀新业态展望	35
图表 53. 密室逃脱业态对比	35
图表 54. 中国密室逃脱企业盈利模式分析	35
图表 55. 2018-2026E 密室逃脱行业的市场规模及增速	36
图表 56. MCITY 剧本馆、VR 馆	37
图表 57. 芒果 TV 数字藏品	38
图表 58. 2017-2021 年内容电商业务收入及增长情况	38
图表 59. 2017-2021 年内容电商业务毛利及毛利率情况	38
图表 60. 小芒 APP 界面	39
图表 61. 小芒电商矩阵化的商品结构	40
图表 62. 公司分业务收入及毛利率预测	42
图表 63. 公司费用率情况	43
图表 64. 可比公司估值表（可比公司为 iFinD 一致预期，芒果超媒为预测值）	44

1. 国有属性新媒体，双平台联动发展芒果融媒优势

1.1. 台网融合独创，主动破局重生

湖南卫视和芒果TV逆风双打、融合新生。芒果超媒是一家覆盖内容生态与渠道分发的完整娱乐核心产业链的国有新媒体公司。公司以创新内容和融媒平台业务为核心，以双平台共赢发展为使命，不断自我革新打破边界，向外拓展至IP衍生、互动娱乐、内容电商和创意营销领域。采用传统媒体与传统业务双轮驱动的模式，通过资本化、市场化运营，带领国有企业整体转型，承担文娱行业领军者的企业责任。

图表 1. 芒果超媒业务架构



资料来源：芒果超媒年报，东亚前海证券研究所

1.2. 背靠湖南卫视，国有互联网企业基因独特

依托国有资源，迎来高质量发展重大机遇期。2017年，芒果TV扭亏为盈，率先实现4.89亿的盈利。2018年6月，快乐购重大资产重组正式获批，芒果TV作为湖南广电“双核驱动”战略主体之一，与芒果互娱、天娱传媒、芒果影视、芒果娱乐五家公司整体打包注入快乐购，正式成为国内A股首家国有控股的视频平台，同年7月，快乐购正式更名“芒果超媒”。2018年芒果超媒启动“超芒计划”进军网大市场；2019年实施“大芒计划”全面升级营销体系；2020年以来，相继推出季风剧场和小芒电商，并利用独家IP资源布局线下实景娱乐赛道，持续加强网络电视品牌建设。

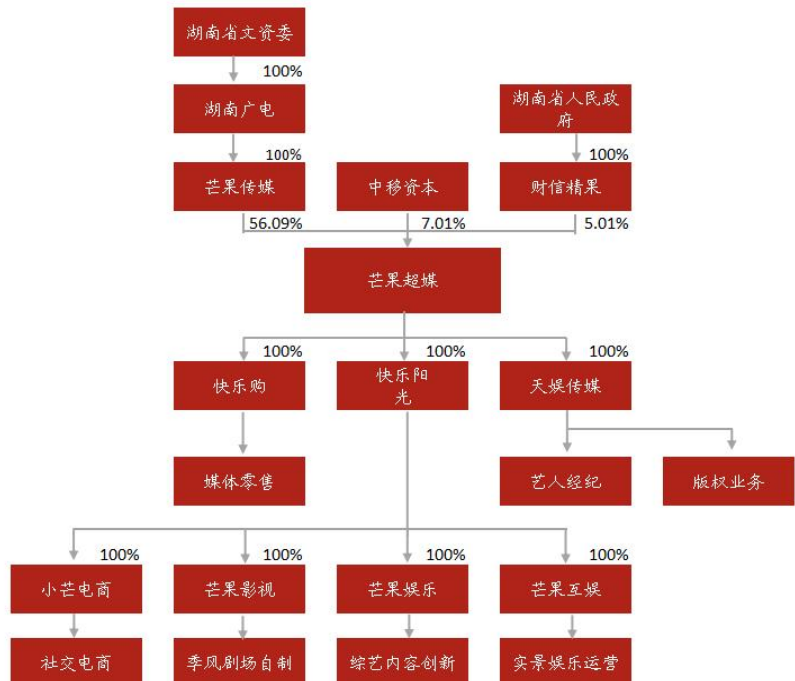
图表 2. 公司发展情况



资料来源：芒果TV官网，东亚前海证券研究所

国有属性弘扬文化自信。公司的控股股东为湖南广电，由湖南省文资委 100%持股；第二大股东是中移资本，为中国移动全资子公司；第三大股东为财信精果，其实控人为湖南省人民政府。公司前三大股东皆为国有企业，有助于公司理解文娱行业的政策指引，发挥题材和选题优势，引领文化强国发展。

图表 3. 芒果超媒股权架构



资料来源：芒果超媒年报，东亚前海证券研究所

充分发挥双平台联动的芒果体系优势和全产业链优势。2022年，双平台成立综艺节目、电视剧立项委员会，集结48支综艺团队、29个影视自制团队和34家战略工作室；同时，通过打造智能中台矩阵，标准化内容生产评估、运营、产品、技术环节，不断拓宽具备芒果特色的自制内容护城河。

1.3. 手握双业务牌照，市场竞争优势尽显

手握IPTV、OTT双业务牌照，公司资源丰富。1997年湖南卫视上星后，深耕电视娱乐领域，潜心打造爆款节目，构建起以年轻化、娱乐化为中心的内容矩阵。以年轻人的审美偏好作为风向标，弘扬中国优秀主流文化，坚持内容自主创新，打造了多款现象级的综艺节目，市场份额与收视率迅速提升，被誉为“电视湘军”。同时，依托于湖南广播电视台的优质资源，芒果TV目前是互联网视频行业同时具备IPTV、OTT业务牌照的媒体平台，充分发挥市场竞争潜力。

图表 4. IPTV 和 OTT 牌照情况

	序号	公司	牌照性质
IPTV	1	百视通	全国性牌照
	2	央视国际	全国性牌照
	3	南方传媒	全国性牌照
	4	国广东方	全国性牌照
	5	华数传媒	地方性牌照
	6	江苏卫视台	地方性牌照
	7	辽宁广播电视台	省级播控平台牌照
	8	广东广播电视台	省级播控平台牌照
	9	湖南广播电视台	省级播控平台牌照
	10	中国电信	IPTV 传输牌照
	11	中国联通	IPTV 传输牌照
	12	中国移动	IPTV 传输牌照
	13	北京华夏安业科技有限公司	IPTV 行业牌照
OTT	1	百事通	地方牌照运营机构
	2	华数传媒	地方牌照运营机构
	3	芒果TV	地方牌照运营机构
	4	南方新媒体	地方牌照运营机构
	5	央视国际	中央牌照
	6	国广东方	中央牌照
	7	中国人民广播电视台	中央牌照

资料来源：芒果超媒年报，东亚前海证券研究所

1.4. 公司高层深耕广电系统，双平台融合提速

管理层调整优化，带领芒果TV与湖南卫视双平台加速融合。2023年2月1日，芒果披露公司人事变动公告，董事蔡怀军被选举为新任董事长。同时，董事会聘任常务副总经理梁德平为公司新任总经理，周海为公司副总经理。蔡怀军和梁德平均在广电系统深耕多年，投资财务背景深厚，注重风险管理，在资产重组打包上市、联合战略伙伴等重要议程上贡献较大。我们认为公司年初人事的重大调整，彰显了芒果超媒开启双平台加速融合征程的决心。

图表 5. 公司现任高管情况

名字	职务	履历
蔡怀军	董事长兼董事	1977年12月出生，中共党员，管理学博士。历任湖南广播电视台财务部副主任、芒果传媒有限公司副总经理、战略投资部部长，湖南快乐阳光互动娱乐传媒有限公司党委书记、执行董事、总经理等。现任芒果超媒股份有限公司党委副书记、董事长，小芒电子商务有限责任公司董事长等。
梁德平	总经理	1979年2月出生，中共党员，工商管理硕士。历任湖南芒果娱乐有限公司副总经理，上海芒果互娱科技有限公司执行董事，芒果超媒股份有限公司副总经理、财务总监等。现任芒果超媒股份有限公司党委委员、总经理，湖南快乐阳光互动娱乐传媒党委书记、执行董事、总经理等。
吴俊	副总经理	1983年2月出生，中共党员，武汉大学文学博士。2007年6月起，先后担任湖南电视台新闻中心《湖南新闻联播》记者、《湖南新闻联播》责任编辑、芒果传媒有限公司行政人事部副部长、总经办主任，自2018年8月至今担任芒果超媒股份有限公司董事会办公室主任。
周海	副总经理	1976年11月出生，中共党员，法学硕士，二级文学编辑。历任湖南广播电视台卫视频道总编室主任、总监助理兼总编室主任、湖南广播影视集团有限公司（湖南广播电视台）卫视频道党委委员、副总监兼总编室主任，芒果超媒股份有限公司党委委员、纪委书记。现任芒果超媒股份有限公司党委委员，副总经理，湖南广播影视集团有限公司（湖南广播电视台）卫视频道党委委员。
张志红	副总经理，财务总监	1977年9月出生，中共党员，中南大学管理学硕士。2004年11月，进入湖南电广传媒股份有限公司工作，历任湖南快乐阳光互动娱乐传媒有限公司财务中心总经理、财务总监等。现任湖南快乐阳光互动娱乐传媒有限公司党委委员、副总经理兼财务总监，小芒电子商务有限责任公司董事。
申亚东	副总经理	1980年6月出生，中共党员，武汉大学法学硕士。历任湖南广播电视台卫视频道总编室节目部副经理、湖南广播电视台节目交易管理中心版权管理部负责人、上海天娱传媒有限公司副总经理等，现任芒果超媒股份有限公司总经理助理、上海天娱传媒有限公司总经理。
罗泽军	副总经理	1971年2月出生，中共党员，本科学历。先后担任湖南广播电视台都市频道副总监，湖南省广播影视物业管理中心常务副总经理、党总支书记、总经理等，2020年5月起，任湖南快乐阳光互动娱乐传媒有限公司副总经理，现任湖南快乐阳光互动娱乐传媒有限公司党委委员、副总经理。
郑华平	副总经理	1976年10月出生，中共党员，中南大学哲学专业硕士研究生毕业。历任上海芒果互娱科技有限公司董事长、总经理，湖南快乐芒果互娱科技有限公司董事长，芒果超媒股份有限公司副总经理等，2018年11月至今任芒果超媒股份有限公司党委委员、副总经理。
吴俊	董事会秘书	1983年2月出生，中共党员，武汉大学文学博士。2007年6月开始，先后担任芒果传媒有限公司行政人事部副部长、总经办主任，自2018年8月至今担任芒果超媒股份有限公司董事会办公室主任。2019年4月至今任芒果超媒股份有限公司董事会秘书。

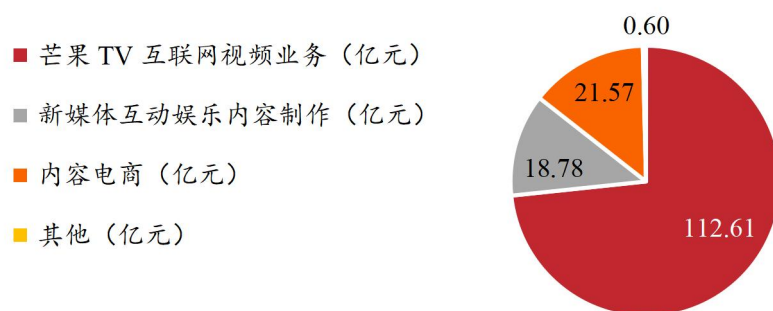
资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

1.5. 媒体深度融合做强内容生态，捍卫内容创新核心竞争力

顺应媒体融合发展趋势，双平台联动积极开创效益。芒果 TV 与湖南卫视以“融为一体、共同生长”重大战略为指导，通过双平台策略发展势能，完成产品集群链路的优势互补，为打造新媒体集团奠定坚实基础。秉承湖南广电创新精神，始终坚持“不创新，毋宁死”的创新理念。通过对于激励制度大胆创新，搭建青年人才创新创意交流平台，完善人才储备体系和梯队建设体系，并且积极布局新技术与新业务，创造营收新增长极。

互联网视频业务+娱乐内容制作+内容电商三大板块，构筑公司营收情况。经过多年深耕，公司在娱乐领域取得长足进展，形成“芒果 TV 互联网视频业务+新媒体互动娱乐内容制作+内容电商”三位一体业务布局。2021 年这三大板块营收分别为 112.61\18.78\21.57 亿元，占比分别为 73.34%\12.23%\14.05%。

图表 6. 2021 年公司主营业务构成



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

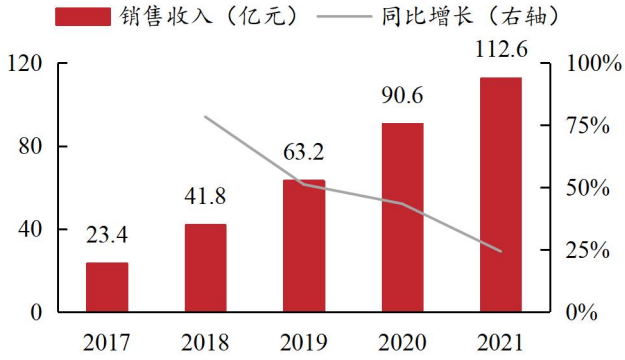
2. TV 与互联网视频业务凸显发展韧性

2.1. 广告业务受疫情冲击，探索创新联合招商机制

勇立时代潮头，打造全新芒果营销厂牌。芒果 TV 互联网视频业务主要分为广告、会员及运营业务。广告业务主要分为软广业务和硬广业务，其中前者以内容为核心，通过冠名、植入等广告产品，赋能 IP 价值；而后者则是传统的贴片及中插等传统广告。会员业务则是通过芒果 TV 的独家内容吸引消费者购买视频会员。运营业务则是联合运营商开展视频、阅读、动漫、音乐、语音杂志、定向流量包等业务。芒果 TV 以超级芒果生态、超级内容矩阵和超级全域用户为三大核心竞争力，凭借芒系内容力、营销力、生态力三大升级赋能，打造以台网 IP 资源为核心的跨平台、多圈层、全链

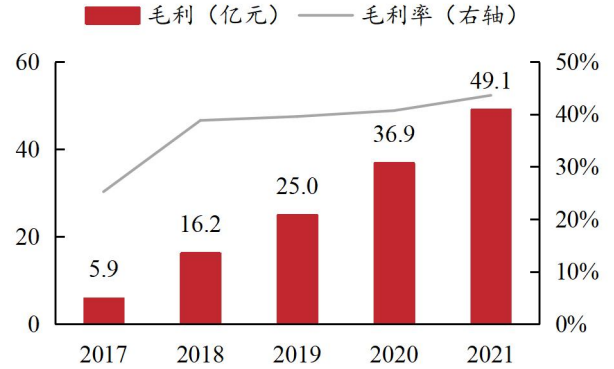
路的营销体系，做到用户的叠加覆盖和深度渗透，实现由内容到全场景的扩散传播，最大化助力品牌实现阶段性的飞跃提升。

图表 7. 2017-2021 年芒果 TV 互联网视频业务收入及增长情况



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

图表 8. 2017-2021 年芒果 TV 互联网视频业务毛利及毛利率情况

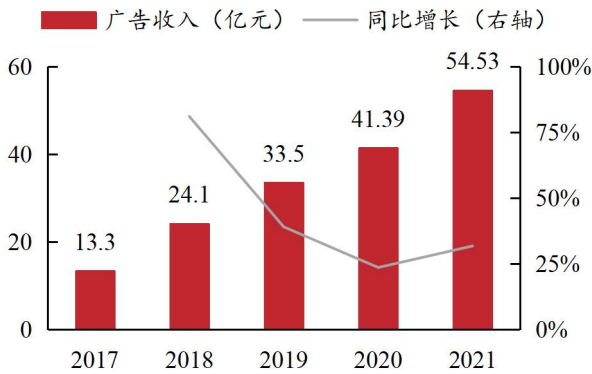


资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

财务结构相对平衡，广告收入 2021 年达到 54.5 亿元。2022 年广告行业整体景气度有所下滑。据业绩预告显示，2022 年芒果超媒的广告业务同比下降 27%，降幅较半年度收窄 4 个百分点。面对行业景气度下行，公司通过积极广告招商、创新联合招商机制等方式力求突破，构建以台网 IP 为核心的跨平台营销网络。而在市场环境较为平稳的 2017-2021 年，芒果超媒的广告收入分别为 13.3\24.1\ 33.5\41.4\54.5 亿元，同比增长 81%\39%\24%\32%。我们认为在 2023 年宏观环境上行的前提假设下，公司的广告业务能够继续延续前期双位数的增长。

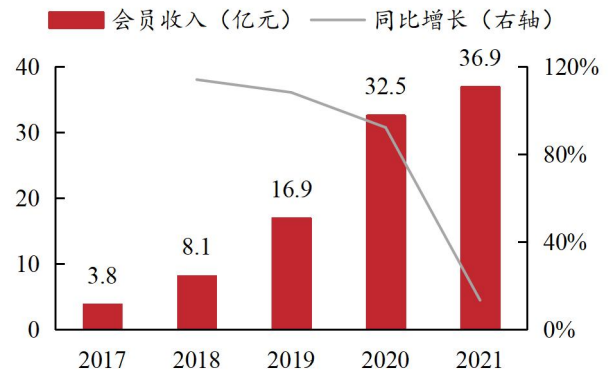
有效会员数量持续攀升，带动会员收入规模持续上行。公司 2018-2021 年的有效会员数量分别为 1075\1837\3613\5040 万人，而同期的会员收入分别为 8.1\16.9\32.5\36.9 亿元，计算可知每付费用户的平均收益 (ARPPU) 分别为 75.7\92.2\90.1\73.2 元。我们认为公司在竞争加剧的情况下主动降低 ARPPU 以便换取长视频行业的市场份额迅速增加，体现出会员运营的市场灵活性。

图表 9. 2017-2021 年广告业务收入及增长情况



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

图表 10. 2017-2021 年会员业务收入及增长情况



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

2.2. 发展会员业务，强调精细化运营和渠道拓展合作

会员费持续提价，打开会员收入的成长空间。会员业务通过线上和线下双线进行，线上会员业务主要依托芒果 TV 丰富的版权资源和优质独播内容优势，吸引用户线上购买会员包；线下会员业务主要瞄准目标客户，开展线下推广活动。2020 年至今，各大长视频平台为缓解营收压力，纷纷调整会员价格。爱奇艺保持年均一次的调价频率，目前已上调三次会员价格；腾讯视频紧跟其后，2021 年和 2022 年均调价一次；优酷在 2022 年进行了五年来的首次涨价；芒果 TV 提价步伐紧凑，2022 年内调价两次。截至 2023 年 2 月，四家长视频公司的会员价格基本持平。据业绩预报显示，2022 年芒果会员业务实现营业收入 39 亿，同比增长 6%。

图表 11. 2023 年爱奇艺、腾讯视频、芒果 TV、优酷视频会员价格对比

	不含电视端会员 (元)						含电视端会员 (元)					
	月卡	连续包月	季卡	连续包季	年卡	连续包年	月卡	连续包月	季卡	连续包季	年卡	连续包年
爱奇艺	30	25	78	68	258	238	50	35	128	98	388	348
腾讯视频	30	25	78	68	258	238	50	35	148	98	488	348
芒果 TV	30	22	78	63	248	218	50	35	148	98	488	348
优酷视频	30	25	78	68	258	238	50	35	148	98	488	348

资料来源：南方都市报，东亚前海证券研究所

图表 12. 爱奇艺会员提价周期梳理

时间轴	月卡 (元)	连续包月 (元)	季卡 (元)	连续包季 (元)	年卡 (元)	连续包年 (元)
2020.11.13前	19.8	15	58	45	198	178
2020.11.13—2021.12.1	25	19	68	58	248	218
2021.12.16—2022.12.1	30	22	78	63	248	218
2022.12.16—至今	30	25	78	68	258	238
第一轮提价幅度	26%	27%	17%	29%	25%	22%
第二轮提价幅度	20%	16%	15%	9%	0%	0%
第三轮提价幅度	0%	14%	0%	8%	4%	9%

资料来源：爱奇艺VIP会员微博，东亚前海证券研究所

图表 13. 腾讯视频会员提价周期梳理

时间轴	月卡 (元)	连续包月 (元)	季卡 (元)	连续包季 (元)	年卡 (元)	连续包年 (元)
2021.4.10前	20	15	58	45	198	178
2021.4.10—2022.4.20	30	20	68	58	253	218
2022.4.20—至今	30	25	78	68	258	238
第一轮提价幅度	50%	33%	17%	29%	28%	22%
第二轮提价幅度	0%	25%	15%	17%	2%	9%

资料来源：腾讯视频VIP微博，东亚前海证券研究所

图表 14. 芒果TV会员提价周期梳理

时间轴	月卡 (元)	连续包月 (元)	季卡 (元)	连续包季 (元)	年卡 (元)	连续包年 (元)
2022.1.2前	25	18	68	53	228	208
2022.1.2—2022.8.9	25	19	68	58	248	218
2022.8.9—至今	30	22	78	63	248	218
第一轮提价幅度	0%	6%	0%	9%	9%	5%
第二轮提价幅度	20%	16%	15%	9%	0%	0%

资料来源：芒果TV公众号，东亚前海证券研究所

图表 15. 优酷视频会员提价周期梳理

时间轴	月卡 (元)	连续包月 (元)	季卡 (元)	连续包季 (元)	年卡 (元)	连续包年 (元)
2022.6.21前	30	19	78	53	228	238
2022.6.21—至今	30	25	78	68	258	238
第一轮提价幅度	0%	32%	0%	28%	13%	0%

资料来源：中国新闻网，东亚前海证券研究所

“以点带面”布局综艺，促进会员体系与定制内容进行高度融合。芒果TV首创综艺节目“正片播前+播后衍生”综艺矩阵，推出《欢迎来到蘑菇屋》《快乐再出发》等热播衍生售前、售后综艺。我们认为“小而美”的精品衍生综艺多选择最为生活化的场景进行录制，内容轻度，可有效控制成本，同时拉动赞助品牌的多维营销。在优质内容的加持下，加强精细化运营，持续迭代创新运营策略，有利于增加APP的用户留存，增强用户粘性，提升会员付费转化率。

细分内容偏好，满足多元化的会员需求。芒果TV不仅按照常规内容和权益需求细分创新推出电影卡、少儿卡、闺蜜卡等会员卡种，而且结合了自身优势进行多领域独家权益的开发，尝试综艺会员定制化运营，头部IP如《披荆斩棘的哥哥》《大侦探》均采用贯穿全周期的会员定制化运营，打造限定IP限定套餐会员，根据类型为会员提供芒果系音乐节优先参与权、周边衍生特权、节目典藏卡手办、嘉宾手办等不同权益。目前，芒果TV已与二十余家品牌达成合作，建成七大品类200多项会员权益，会员权益体系丰富。

加大渠道拓展合作力度，有效提升收入规模，拓宽会员基数。一方面，芒果TV先后联合合作伙伴推出联合会员，主打价格优惠；另一方面，芒果升级会员权益，与运营商、实景娱乐、内容电商等业务协同合作，主打会

员价值的提高。除此之外，芒果 TV 还与小鹏汽车、极狐等多家车企合作探索车载屏视频服务，积极延展会员权益边界。

图表 16. 芒果 TV 联合会员情况-购物和试听类

权益类型	合作方	类型	价格 (元)
购物	京东	年卡	248
	唯品会	年卡	248
	屈臣氏	月卡	30
	苏宁易购	年卡	248
	网易严选	季卡	78
视听	酷狗音乐	月卡	30
	QQ 音乐	月卡	30
	网易云音乐	月卡	30
	快看漫画	月卡	30
	蜻蜓 FM	月卡	30
	懒人听书	月卡	30
	贝乐虎	月卡	30

资料来源：芒果 TV 公众号，东亚前海证券研究所

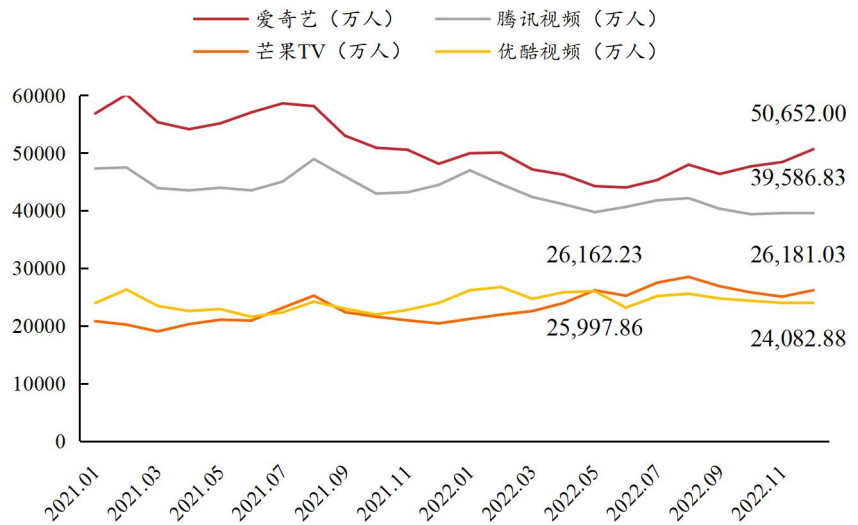
图表 17. 芒果 TV 联合会员情况-生活和运营商类

权益类型	合作方	类型	价格 (元)
生活	必胜客	季卡	78
	WPS	月卡	30
	肯德基	月卡	30
	飞猪旅行	季卡	78
	QQ 超级会员	年卡	248
	东呈酒店	年卡	248
	同程黑鲸	月卡	30
	亚朵	年卡	248
运营商	移动	中国移动 宝藏卡	19

资料来源：芒果 TV 公众号，东亚前海证券研究所

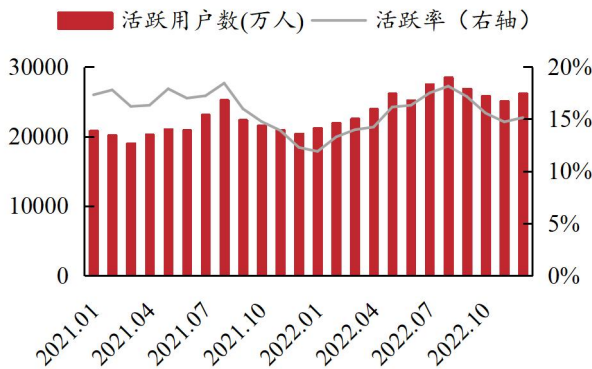
积极创新会员运营打法，会员业务打开成长空间。因为自制内容资源的高质量和不可替代性，芒果 TV 的用户规模和会员粘性稳步增长。Questmobile 数据显示，2022 年爱奇艺和腾讯视频的 MAU 下降明显，分别同比-13.7%\ -7.8%，而芒果 TV 则实现+17.6%的逆势上扬。芒果 TV 的 MAU 则在 2022 年 5 月反超优酷，达到 2.62 亿。我们认为在制作优质内容和创新会员运营的组合拳下，芒果 TV 的会员用户规模有望持续上行，会员黏性有望进一步加强。2022 年，芒果 TV 尽管期间两次上调会员价格，年末有效会员规模仍创新高达到 5916 万，同比增加 17%，这也侧面印证了会员价格仍有上调空间，有望迎来“量价齐飞”的增长态势，拉动公司会员收入的双位数增长。

图表 18. 2021-2022 年爱奇艺、腾讯视频、芒果 TV、优酷视频月活情况



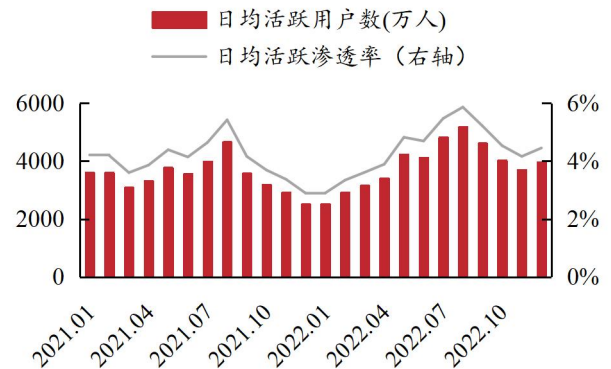
资料来源: QuestMobile, 东亚前海证券研究所

图表 19. 2021-2022 年芒果 TV 月度活跃用户数及活跃率情况



资料来源: QuestMobile, 东亚前海证券研究所

图表 20. 2021-2022 年芒果 TV 日均活跃用户数及日均活跃渗透率情况



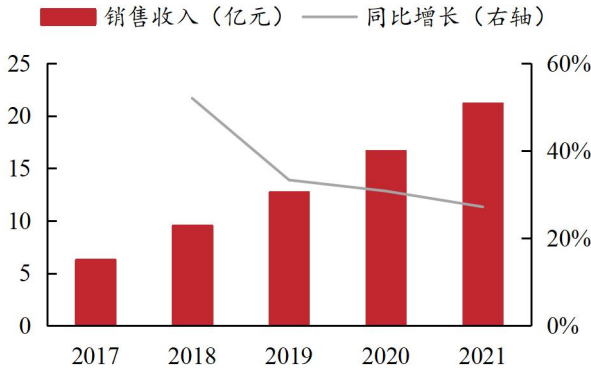
资料来源: QuestMobile, 东亚前海证券研究所

2.3. 协同三大运营商推进战略合作

全面提升运营商合作成效，运营商业务继续保持稳健增长。全国业务方面，芒果超媒在 2021 年与中国移动旗下的咪咕文化签订为期三年的框架协议，双方将会持续开展不低于 35 亿元的战略合作。公司持续深化与中国移动在渠道、内容、技术等领域的合作，实现资源优势互补及多元业务协同。目前运营商业务已覆盖 31 个省级行政区域，覆盖用户数超 3.41 亿。通过优化付费模式，运营商省内用户拉新效果明显，与中国移动合作推出的“芒果卡”已在全国范围内多个省份上线，2022 年全年芒果 TV 运营商业务收入规模同比增长 19%。我们认为公司与中国移动深化合作，芒果超媒

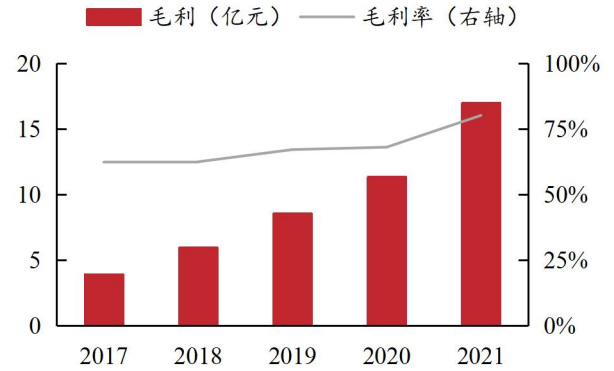
的大屏生态圈战略有望夯实，多屏联动等技术有望得到保障，内容分发等渠道优势有望进一步凸显，进而降低商务沟通成本，同时也增厚上市公司业绩。

图表 21. 2017-2021 年运营业务收入及增长情况



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

图表 22. 2017-2021 年运营业务毛利及毛利率情况

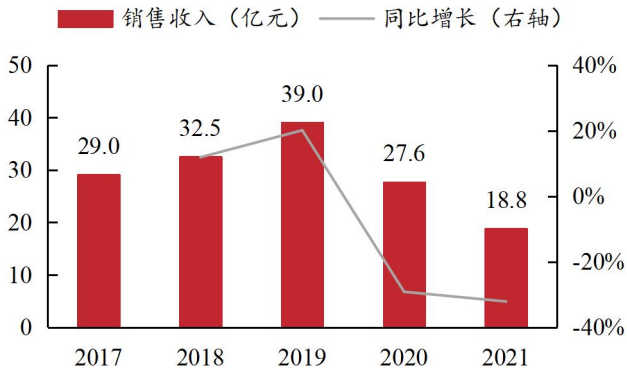


资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

3. 新媒体互动娱乐内容创作创新升级

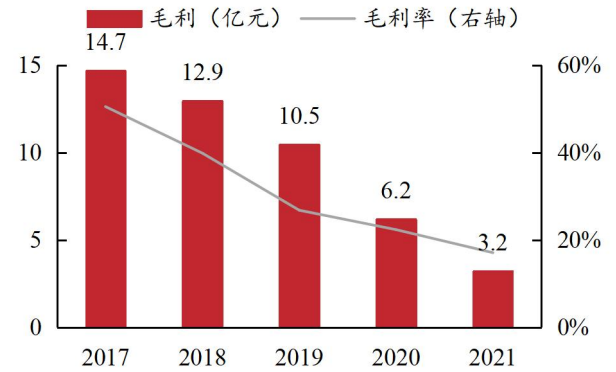
新媒体互动娱乐内容板块受疫情影响较大，后疫情时代增量潜力足。新媒体互动娱乐内容板块主要包括内容制作及运营、艺人经纪、音乐版权、IP 衍生开发及实景娱乐等业务。营收端，公司 2017-2021 年互动娱乐板块营收分别为 29.0\32.5\39.0\27.6\18.8 亿元，可以发现在无疫情时保持正向增长，2018、2019 年的同比增长分别为+11.88%\+20.12%，而 2020、2021 年此项业务缩减较为明显，主要因线下经营受阻。成本端，主要包括版权及制作成本、职工薪酬及其他成本，其中前者 2017-2021 年分别为 12.6\17.5\26.2\19.8\14.0 亿元，后者分别为 1.8\2.0\2.4\1.7\1.5 亿元。版权及制作成本具备前置化的特点，所以毛利率有所压低，但伴随疫情管控的结束，我们预计此项业务将会迎来触底回暖，2023 年的业务增量可观。

图表 23. 2017-2021 年新媒体互动娱乐内容制作业务收入及增长情况



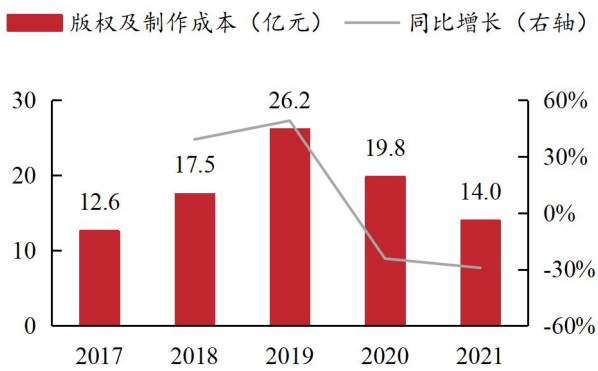
资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

图表 24. 2017-2021 年新媒体互动娱乐内容制作业务毛利及毛利率情况



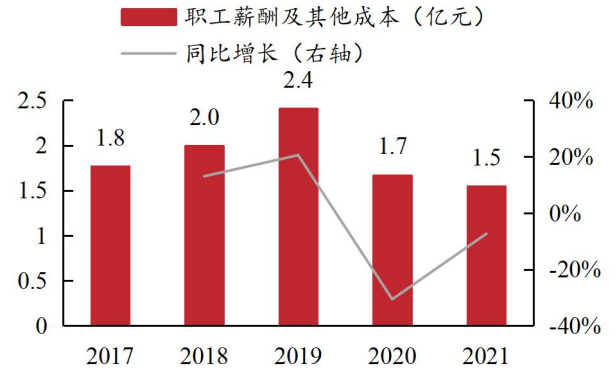
资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

图表 25. 2017-2021 年新媒体互动娱乐内容制作业务版权及制作成本



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

图表 26. 2017-2021 年新媒体互动娱乐内容制作业务职工薪酬及其他成本



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

3.1. 坚守芒果特色精品内容制作护城河

内容制作及运营业务是公司核心竞争力的集中体现。公司主营业务包括芒果 TV 互联网视频业务、新媒体互动娱乐内容制作及内容电商业务等，这些都离不开优质精品的剧集综艺内容作为支撑。公司作为头部内容生产商，其独有的国有文化企业基因决定了其作为文化产业的领军，自制+定制的优质精品内容从社会价值及商业价值传递社会正能量，引领价值观建设。并通过构建的优质精品内容形成飞轮效应，吸引更多的会员与广告客户的加入，迎来可观收益，从而反哺内容投入，形成“内容-会员-广告”的良性循环，通过弘扬正能量与文化自信，未来将充分受益于文化强国的国家战略目标。

芒果 TV 综艺节目招商情况亮眼。在经济环境、短视频分流、直播电商崛起等多因素影响下，2022 年综艺市场招商难度陡增。尽管如此，芒果 TV 在内容赛道仍得到了各大知名品牌的青睐。伊利、蒙牛、拼多多、京东、君乐宝等品牌都冠名、植入了芒果 TV 的综艺中。典型综 N 代节目《妻子的浪漫旅行》吸金力逐年增长，新综艺《声生不息》获得 10 个品牌赞助，衍生综艺《大湾区的夜》吸金能力不容小觑。除此之外，根据云合数据，2022 年芒果 TV 上线的 114 档网络综艺，74%有品牌合作，同比高于去年；而同年的上线 127 档电视综艺，84%有品牌合作。我们认为在外部环境较为艰难的情况下，芒果综艺招商比例不减反增，体现出广告主对于公司综艺节目的高认可度。在 2023 年经济触底反弹的信心加持下，招商情况有望进一步好转，力争实现两位数的增长。

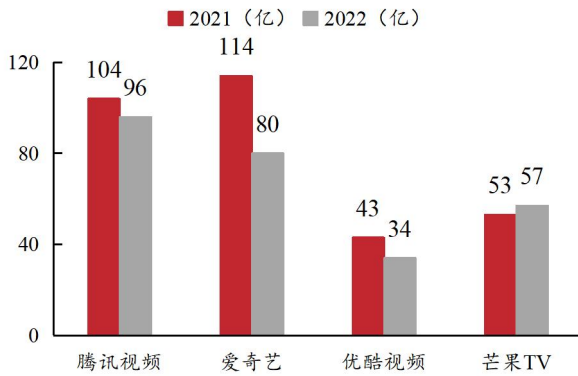
图表 27. 芒果 TV 综艺合作情况（截至 2023 年 2 月 7 日）

序号	节目名称	开播时间	完结时间	主要贡献季度	累计播放	冠名商/首席赞助商	其他赞助商	广告主总数量
1	大侦探7	2022/1/28	2022/5/13	Q1+Q2	43.7	京东	伊利安慕希、SOUL APP、M&M巧克力豆、好粥到、free卫生巾	6
2	我们的滚烫人生	2021/12/19	2022/4/10	Q1	28.6	美团	德芙、益达、奥利奥、SOUL APP等	7
3	大湾区的夜	2021/11/17	2022/2/9	Q4+Q1	14.3	书亦烧仙草	海普诺凯1897、乌苏啤酒、凯迪拉克、博世、紫竹蜂胶口腔膜、雪天、太太乐	8
4	朋友请听好2	2022/1/25	2022/5/20	Q1	18.8	康师傅青梅绿茶	SOUL APP	2
5	勇往直前的我们	2022/1/12	2022/4/9	Q1	10.3	东鹏特饮		1
6	哎呀好身材3	2021/12/5	2022/2/15	Q1	9.1	瘦吧APP		1
7	初入职场的我们-法医	2022/3/19	2022/6/12	Q2	18.3	雀巢咖啡		1
8	春日迟迟再出发	2022/2/23	2022/6/1	Q1+Q2	12.6	海普诺凯1897		1
9	春天花会开	2022/3/11	2022/6/10	Q1+Q2	15.1	海天黄豆酱		1
10	马栏花花便利店	2021/12/21	2022/3/8	Q1	2.7	全家	贝欧宝、芙芙、OATLY	4
11	跨代答题王	2022/2/1	2022/4/12	Q1+Q2	0.8686	小度智能学习平板	山图酒业、珀莱雅等	4
12	去野吧！毛孩子	2022/3/15	2022/4/6	Q2	1.1	新宠克	麦富迪	2
13	我的女儿出嫁了	2022/4/16	2022/7/9	Q2	20.6	悦鲜活	淘特APP、广汽传媒、百岁山、海天草菇老抽、酒鬼酒	6
14	乘风破浪第三季	2022/5/20	2022/8/5	Q2	60.4	金典	合生元、SWISS、力士、洁柔纸巾、德芙饼干、京东、爱玛电动车、双鲸维生素、铭品装饰、智联招聘、库博光学隐形眼镜	12
15	声生不息	2022/5/20	2022/7/10	Q2	36.6	君乐宝简醇	三星、美赞臣、王老吉、中国移动、京东、岚图、绿箭、李锦记、小皮	10
16	快乐再出发	2022/7/5	2022/8/26	Q3	4.1	五谷道场	RIO强爽	2
17	花儿与少年第四季	2022/6/17	2022/9/2	Q3	16.8	立白	伊利优酸乳、美赞臣、百事可乐、绿箭、兰蔻、良品铺子、长城Tank、马科图&溢野、Kingcamp&溢野、小芒女孩	11
18	密室大逃脱4	2022/7/14	2022/10/6	Q3	31.1	美莲达	必胜客	2
19	闪耀吧！体育生	2022/7/23	2022/9/10	Q3	3.6	KEEP	三星	2
20	美好年华研习社	2022/8/7	2022/10/29	Q3	15.6	动力火车	喜之郎、三金西瓜霜、小芒APP	4
21	中餐厅6	2022/8/12	2022/11/18	Q3	16	臻浓	拼多多、可口可乐	5
22	披荆斩棘的哥哥2	2022/8/19	2022/11/4	Q3	62.2	金典	京东、三星、良品铺子、合生元、德芙、中国移动、双鲸维D、青岛啤酒、丁桂儿脐贴、爱玛	11
23	牧野家族	2022/7/16	2022/9/30	Q3	13.7	喜临门	百岁山	2
24	向往的生活6	2022/4/29	2022/8/5	Q3	32.3	蒙牛特仑苏	鲜的蒸了、喜临门、容声冰箱、七猫免费小说、火星集成灶、奥克斯、双汇、道道全、绿源电动车、江铃福特	10
25	我们的滚烫人生骑行季	2022/10/29	-	Q4	21.6	美团	柯迪拉克、宝马	3
26	再见爱人2	2022/11/1	-	Q4	19.6	海普诺凯1897	三九胃泰	2
27	乐队的海边	2022/11/11	-	Q4	13.4	动力火车苏打酒	康师傅茉莉茶、Swiss	3
28	快乐再出发2	2022/12/10	-	Q4	6.3	德芙	京东、必胜客、绿源电动车、背背佳、维达、五谷道场、新康泰克	8
29	妻子的浪漫旅行第六季	2022/12/24	-	Q4	21.5	京东	奔驰、优乐美	3
30	时光音乐会2	2022/12/16	-	Q4	18.1	君乐宝简醇	拼多多、香飘飘、喜临门	4

资料来源：芒果 TV，骨朵数据，东亚前海证券研究所

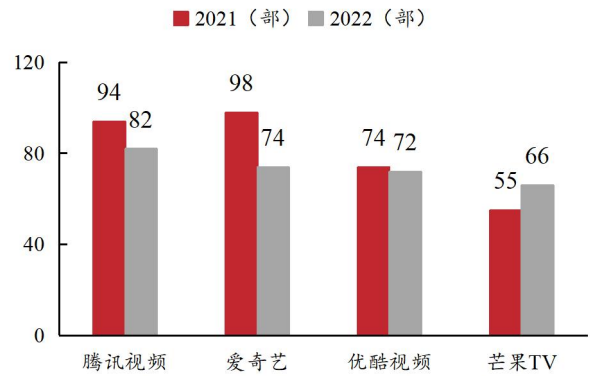
2022年，芒果TV综艺持续创造收视神话。2022年，全网共上线综艺289档，其中芒果TV独播综艺80档。据云合数据，从综艺节目数量上看，爱奇艺、腾讯视频、优酷均呈现缩减上新季播综艺部数的态势，但芒果TV综艺节目数量上新66部，同比增加11部，呈现稳定增长态势。从有效播放量上看，爱奇艺、腾讯、优酷的累计正片有效播放量和上新季播综艺正片有效播放量均有所下滑，但芒果TV仍然保持双增长，其中综艺有效播放量同比+9%，上新季播综艺有效播放量同比+37%。《乘风破浪3》等一系列综N代收收视率均创新高，播放量为60.4亿；《声生不息》播出后多期节目取得CSM全国网同时段节目收视率第一。

图表 28. 2021-2022 年全网综艺各平台有效播放数对比



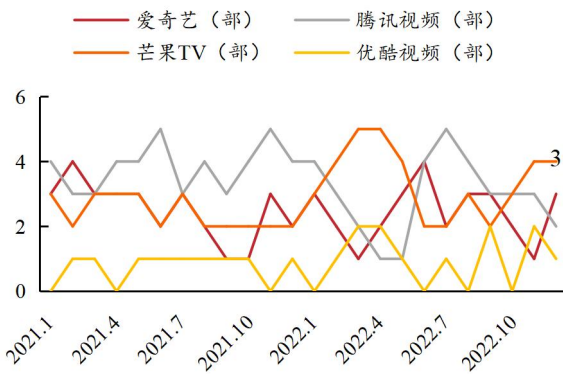
资料来源：云和数据，东亚前海证券研究所

图表 29. 2021-2022 年各平台上新季播综艺部数对比



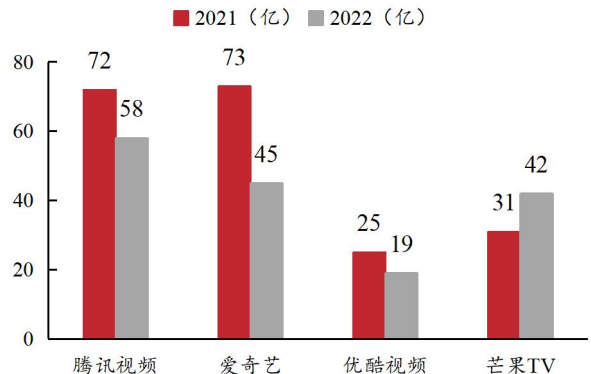
资料来源：云和数据，东亚前海证券研究所

图表 30. 2021-2022 年各平台上榜网综前十名的综艺数量对比



资料来源：骨朵数据，东亚前海证券研究所

图表 31. 2021-2022 年各平台上新季播综艺正片有效播放数对比



资料来源：云和数据，东亚前海证券研究所

口碑与收视齐飞，高分精品综艺带着芒果“乘风破浪”。除了量级层面上的领先外，芒果TV推陈出新，在有限预算前提下，产出品质口碑认可的新综艺。在2022年上新综艺豆瓣评分排名前十榜单中，芒果TV占据7

席领跑各大平台。其中，《快乐再出发》《快乐再出发2》《乐队的海边》《名侦探学院第六季》均获得高于9分的好成绩，自制内容质量有目共睹。另外，全新音综《声生不息·港乐季》联合国家广电总局、国际合作司、香港中联办宣传文体部，庆祝香港回归 25 周年，在歌声中奏响“一国两制”的华章，讴歌文化软实力。

图表 32. 2022 年上新综艺豆瓣评分 TOP10 (评分人数≥5000)

综艺名称	豆瓣评分	豆瓣评分人数
快乐再出发	9.6	259140
快乐再出发 2	9.5	47468
乐队的海边	9.2	9924
闪亮的日子	9.2	9108
名侦探学院第六季	9.1	5982
圆桌派第六季	8.9	5453
星星的约定	8.8	6266
快乐回来啦	8.6	16032
欢迎来到蘑菇屋	8.4	37741
朝阳打歌中心	8.4	5252

资料来源：豆瓣，云和数据，东亚前海证券研究所

2023 综艺表现独领风骚，题材多元。2023 年 1 月，芒果 TV 的 5 档节目：《妻子的浪漫旅行 6》《大侦探 8》《名侦探学院 6》《乐队的海边》以及《再见爱人 2》位居 2023 年 1 月网络综艺有效播放 TOP10，在所有平台中上榜数量夺冠。其中《大侦探 8》播出前 3 日累计播放量接近 5 亿，远高出第 5-7 季的 0.3\1.5\0.6 亿。此外，2023 年芒果 TV 待播推出综艺 30 余部，优质内容丰富。除了高热综 N 代作为市场热度的保险底牌之外，芒果 TV 积极探索新兴主题，例如《这一波好 6》主打反诈互动体验真人秀，《真正的勇士》和《无名之辈》聚焦军旅和功夫硬核品类，《好样的国牌》契合文化自信的主旋律，弘扬优秀国货与民族文化。芒果 TV 还将打出情怀牌，不仅重启老牌热综《全员加速中》《我们都爱笑》《我想和你唱》，而且推出新晋综 N 代《声生不息宝岛季》，即将引起一波怀旧浪潮。

图表 33. 2023 年 1 月全网综艺正片有效播放霸屏榜

排名	综艺名称	正片有效播放(万)	上线日期	统计天数	播出平台
1	令人心动的 offer 第 4 季	13000	2022/11/29	31	腾讯视频
2	奔跑吧共富篇	10000	2022/11/4	31	爱奇艺/腾讯视频/ 优酷视频
3	无限超越班	10000	2022/12/17	31	优酷视频
4	我们的客栈	9783	2023/1/6	26	爱奇艺/腾讯视频/ 优酷视频
5	大侦探第八季	9296	2023/1/19	13	芒果 TV
6	妻子的浪漫旅行第六季	7707	2022/11/24	31	芒果 TV
7	快乐再出发 2	5880	2022/12/15	31	芒果 TV
8	名侦探学院第六季	5562	2022/12/14	31	芒果 TV
9	一年一度喜剧大赛第 2 季	5462	2022/9/23	31	爱奇艺
10	时光音乐会第二季	4735	2022/12/9	31	芒果 TV

资料来源：云和数据，东亚前海证券研究所

我们认为综艺制造话题的能力更强，由于目前大多数是半真人秀的节目，在话题方面，每期综艺均可产生不同的爆点，相较于影视剧的单向剧情更显自由；其次，综艺风险系数较低，综艺节目可以通过更换嘉宾、临时增加内容等方式规避风险，每集综艺节目均可并列进行；并且综艺的商业植入更加顺畅，变现逻辑更加清晰，体现其商业价值的升值空间。

图表 34. 2023 年芒果 TV 综艺资源汇总

	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	评级
芒果 TV		大侦探 8 安慕希		乘风破浪 4			披荆斩棘 3						S+
		声生不息宝岛季			全员加速中 2023								
	快乐再出发 2 德芙	欢迎来到蘑菇屋 2				推理开始了			无名之辈				
	妻子的浪漫旅行 6 京东			爸爸当家 2			再见爱人 3					S	
	我们的滚烫人生 2		女子推理社			真正的勇士			宠爱同行				
	大湾仔的夜 2		初入职场的我们 3			鲜生厨房			城市中的桃花源				
乐队的海边													

资料来源：星联互动公众号，东亚前海证券研究所

图表 35. 2023 年湖南卫视综艺资源汇总

	星期	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
湖南卫视	五	时光音乐会 2		全民歌手 2023			全员加速中 2023						时光音乐会 3
		会画少年的天空			向往的生活 7			中餐厅 7					
	六	你好，星期六											
	七	云上的小店 2		我想和你唱 4			这一波好 6			好样的！国牌			

资料来源：星联互动公众号，东亚前海证券研究所

成熟健全、自有可控的规模化团队是精品化的内容输出坚实底盘。双芒平台大小综艺制片团队总计 42 支，隶属芒果 TV 的制片团队就达 33 支，显示出了网生平台旺盛的内容制造活力。芒果 TV 的制片团队中，有客户满意度较高的老牌制片人工作室，也有活力满满、把握时代潮流的新生代制片人工作室。我们认为仰仗大体量的综艺团队资源，芒果 TV 团队深刻把握“以人民为中心”的创作理念，敏锐感知社会需求和情绪变化，不断推陈出新。团队创意不竭的高效创制能力使得芒果综艺在大环境欠佳、降本增效成为平台主旋律的境遇下仍能保持高速量产。

图表 36. 芒果 TV 的综艺制作团队 1

序号	团队名称	代表项目	主要成绩
1	安德胜工作室	《春天花会开》《百变大咖秀》《幻乐之城》	4 年 4 档原创节目，3 次跨年演唱会
2	张一蓓工作室	《美好年华互联网社》《天天向上 2002-2013》《越策越开心》	作为《天天向上》创始人，深耕原创节目研发 20 余年
3	严典雅工作室	《说唱听我的》2 季、《姐姐的爱乐之旅》	2 年 3 档原创，新人出圈，歌曲当道，原创看我的
4	单丹霞工作室	《大湾区的夜》2 季、《我在你的未来吗》《婆婆和妈妈》	情感综艺先行者，四年三档原创节目
5	洪啸工作室	《声生不息港乐季》《声生不息宝岛季》、《歌手》多季、《舞蹈风暴》2 季	领跑音乐和舞蹈综艺领域
6	晏吉工作室	《密室大逃脱 4》《大侦探 7》《浪姐 2》《女儿们的恋爱》4 季	养成系最强综艺新力量，5 制作 10 余个 S 级项目
7	孔晓一团队	《夏日甜心》《少年说》5 季、《小芒种花夜》	1 部综艺跻身抖音 TOP 顶流，晚会出圈卖光国货

资料来源：犀牛娱乐，东亚前海证券研究所

图表 37. 芒果 TV 的综艺制作团队 2

序号	团队名称	代表项目	主要成绩
8	王梓睿团队	《天天云时间》《天猫双十一开幕直播盛典》《818 全球汽车夜》	最年轻的 95 后团队
9	甘亿团队	《名侦探学院》第 5 季	不怕不休不眠，烧脑可甜可盐
10	刘乐团	《再见爱人》2 季、《春日迟迟再出发》	首档作品创下豆瓣恋综最高分
11	刘昕团队	《偶像来了》《再次见到你》《湖南卫视春节联欢晚会》	女性真人秀 OG，主题晚会超级天团
12	任洋团队	《时光音乐会》2 季、《会画少年的天空》《谁是宝藏歌手》《声入人心》2 季	专注精品音综，引领慢音综先河
13	朱锋团队	《湖南卫视元宵喜乐会》4 届、《摇啊笑啊桥》3 季	一届中秋，三载摇桥，四度元宵，喜乐玩转
14	刘蕾团队	《我们约会吧》五年、《恋梦空间》2 季、《向上吧少年》	开创首档婚恋爆款，深耕情感综艺 13 年
15	杨子扬团队	《稻花香里说丰年》《百年正青春》	破壳 2 年，5 大项目揽 12 项行业大奖
16	陈杳团队	《哎呀好身材》3 季、《披荆斩棘》2 季	健身赛道唯一持续三年项目，客户满意度 100%
17	杨思远团队	《突袭训练室》《芒果捞星闻》5 年、《甜蜜的任务》	一年棚综超 280 期
18	李俊浩团队	《飞驰吧！少年》《明星大侦探 NZND 顶牛演唱会》、《乘风破浪 3》	一年半参与制作 5 档创新项目
19	李晓丹团队	《新生日记》共 2 季、《披荆斩棘》第 1 季	擅于以 A 级的投入获得 S 级流量
20	李甜团队	《妻子的浪漫旅行》6 季、《乐队的海边》《我们的滚烫人生》	三年五季妻子旅行，口碑与流量齐飞
21	邹曼妮团队	《披荆斩棘》2 季、《朋友请听好》2 季、《青春芒果夜》	最炙热的哥哥舞台，最原创的声音互动陪伴真人秀
22	李超团队	《我们的滚烫人生·骑行季》《花儿与少年》露营季、《勇往直前的我们》	超速度、超硬核，30 天打造六网第一
23	陈震团队	《看见美好生活》《28 岁的你》《云上的小店》	一年两获广电总局创新创优节目
24	明艾晴团队	《乘风破浪的姐姐》《听姐说》《奥运叨叨叨》《定义》	原创策划现象级节目《乘风破浪的姐姐》
25	罗敏娜团队	《百年青春当燃有我——五四青年特别节目》	成立 1 个月操盘完成五四重点项目
26	罗煦明团队	《声临其境》第三季、《真正男子汉》2 季、《28 岁的你》	20 年磨砺，10 年棚综，10 年真人秀
27	荆一嵘团队	《乘风破浪》第三季、《功夫学徒之走读中国》《变形计》	首个全英文制作团队，播出覆盖全球
28	赵文海团队	《法医探案团》、《初入职场的我们》2 季、《一年级》《声临其境》	首创法医节目，用新思想打开综艺新视界
29	胡蓉团队	《大使的厨房》《我的家乡好美》《闪耀的平凡》《我们的乐队》《童言有计》	荣获中国新闻奖二等奖，两年斩获 3 次湖南新闻奖
30	凌晨团队	《乘风破浪》三季、《披荆斩棘的哥哥》《小小的追球》	30 未滿，连续 3 年守护姐姐哥哥
31	曹怡佳团队	《月光书房》《手可摘星辰》《巧手神探》	读书 3000 册，像做书一样做综艺
32	蔡熙团队	《快乐回来啦》、《设计理想家》2 季、《哥哥的少年时代》《声生不息》	合家欢赛道 7 年，创新综艺 7 档
33	潘瑞芳团队	《变形计》《向你致敬》《让世界听见》	坚持深耕公益正能量节目

资料来源：犀牛娱乐，东亚前海证券研究所

剧集方面，具备持续打造爆款剧集的能力。2022年，公司《麓山之歌》《底线》《天下长河》《二十不惑2》4部电视剧入选国家广播电视总局“2022中国电视剧选集”。重点头部剧《少年派2》播放量达40亿；季风剧场两部悬疑题材剧集《江照黎明》和《消失的孩子》开播超预期，分别累计12.8/9.4亿播放量，吸引了不少男性观众；低成本、高周转的微短剧也创下记录，大芒计划上线的古装题材《念念无名》、《虚颜》陆续出圈，口碑和讨论度不输长剧，播放量均破6亿次。2023年1月，《去有风的地方》开启超前点播，在芒果TV斩获33亿+播放量，收视率表现逼近芒果TV2022年最热剧集《少年派2》。大芒短剧新作《我迟到了那么多年》成功刷新此前热度，在2023年1月全网微短剧正片有效霸屏榜中排名第一。

图表 38. 2023 年 1 月全网微短剧正片有效播放霸屏榜

排名	微短剧名称	正片有效播放 (万)	上线日期	统计天数	总集数	播出平台
1	我迟到了那么多年	3792	2022/12/30	31	22	芒果TV
2	三生缘起是清欢	3612	2022/12/30	31	23	腾讯视频
3	侍酒令	2944	2022/12/23	31	64	腾讯视频
4	盲少爷的小女仆 (2023)	2400	2023/1/9	31	15	爱奇艺
5	开局一座山	2205	2023/1/17	31	30	腾讯视频
6	寒枝折不断	1676	2022/12/31	31	21	芒果TV
7	致命女人	1586	2022/12/30	31	24	优酷视频
8	一不小心顺走了将军	1572	2022/12/19	31	31	爱奇艺
9	城主是我的	1433	2023/1/1	31	24	腾讯视频
10	夏日不宜入爱河	1371	2023/1/11	21	18	腾讯视频

资料来源：云和数据，东亚前海证券研究所

“自建工作室+外部战略工作室”双管齐下打造自主自控影视制作体系。芒果TV以29个影视制作团队和34家“新芒计划”战略工作室为核心生产力，加强平台剧集内容生态建设，进一步提高影视剧良品率，从而全面提升平台剧集竞争力和用户粘性。芒果TV2023年推出三个剧场，口碑优秀的金鹰独播剧场稳定用户底盘，打造内容优势的季风剧场支撑网剧生存空间，以小博大的大芒微短剧开拓未来发展创新趋势。

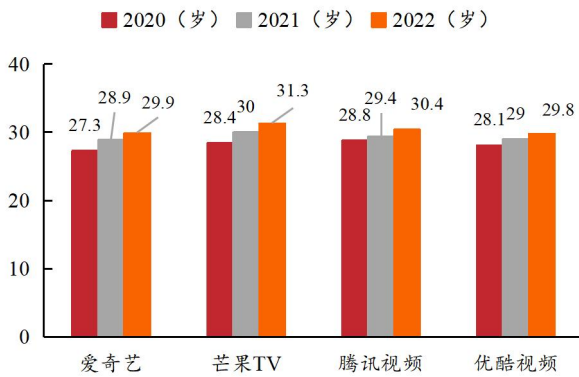
图表 39. 2023 年湖南卫视&芒果 TV 暖冬品鉴剧集资源汇总

剧场名称	电视剧	播出平台	主演	导演	出品公司	题材类型
季风剧场	今生也是第一次	湖南卫视、芒果TV	王子文、唐艺昕、胡杏儿、艾伦	易军	湖南快乐阳光互动娱乐传媒	都市、生育、话题
	极速悖论	湖南卫视、芒果TV	柯佳嬿、翟子路	黄颖湘	芒果TV、湖南卫视、芒果超媒	都市、爱情、竞技
	大宋少年志2	湖南卫视、芒果TV	张新成、周雨彤	/	芒果影视	古装、热血、悬疑
	装腔启示录	湖南卫视、芒果TV	蔡文静、韩东君、耿乐、包上恩	李漠	芒果TV、湖南卫视、芒果超媒	现实、情感、话题
	江河日上	芒果TV	黄志忠、梅婷、姜文	韩晓军	好酷影视	环保、现实
	19层	芒果TV	孙千、魏哲鸣	蔡聪	量子泛娱	科技、青春、冒险、无限流
	非凡医者	湖南卫视、芒果TV	张晚意、姜珮瑶	陆川	合唱影业	医疗、成长、治愈
	珍品	湖南卫视、芒果TV	郝蕾、刘以豪、曾黎	/	汇乐道	都市、悬疑、拍卖行业
	此处禁止恋爱	湖南卫视、芒果TV	李梦、杨英格	廖子豪	泊远文化	都市、爱情
	夏日奇妙书	芒果TV	王霏霏、魏哲鸣、李立群	李雨夕	汇乐道	奇妙、浪漫、爱情
金鹰独播剧场	我家的医生	湖南卫视、芒果TV	周游、黄尧、刘家祎	姜威	天娱影视	都市、生活、医疗
	以爱为营	湖南卫视、芒果TV	白鹿、王鹤棣、魏哲鸣、沈羽洁	郭虎	东阳烈火影视	都市言情
	群星闪耀时	湖南卫视、芒果TV	李现、任敏	万里扬	芒果影视	近代革命
	人生若如初见	湖南卫视、芒果TV	李现、春夏、魏大勋	王伟	华人文化集团、爱奇艺	年代史诗
	去有风的地方	湖南卫视、芒果TV	刘亦菲、李现	丁梓光	华策影视	田园、治愈
	我的人间烟火	湖南卫视、芒果TV	杨洋、王楚然	李木戈	悦凯影视	都市爱情
	薄冰	湖南卫视、芒果TV	彭冠英、陈钰琪、富大龙、陈小纭	金琛	晟喜华视	年代、谍战
	白色城堡	芒果TV	彭冠英、涂松岩、盖玥儿	杨文军	芒果TV、非凡响影视	医疗职场
	千秋令	湖南卫视、芒果TV	张予曦、佟梦实	麦贯之	欢瑞世纪	仙侠、青春、爱情
	甜蜜的你	湖南卫视、芒果TV	黄子韬、王鹤润	/	喜乐互娱	都市、萌宠、情感
	白日梦我	湖南卫视、芒果TV	周翊然、庄达菲	邓珂	稻草熊	青春、校园
	时差一万公里	湖南卫视、芒果TV	闫妮	刘紫薇	/	都市、生活、家庭
	女士的品格	芒果TV	万茂、刘敏涛、白客、邢菲	高寒	芒果TV、天浩盛世、丽泽影业、华夏视听	都市生活
	那些回不去的年少时光	芒果TV	赵今麦、白宇帆	/	浙江梦幻星生园影视	青春成长
	我有一个朋友	芒果TV	谢兴阳、苏梦迪	毕鑫业	芒果TV	古装武侠
	爱的勘探法	芒果TV	高瀚宇、宋妍霏	/	火凤燎原	当代、都市
	芒果钜献	请成为我的家人	芒果TV	郑湫泓、谢彬彬	宋迪、李杰	芒果TV
与卿书		芒果TV	黄羿、王弘毅	/	/	古装、轻喜、爱情
对你不止是喜欢		芒果TV	魏哲鸣、黄日莹	/	蓝港影业	都市、爱情
恩爱两不疑		芒果TV	宋妍霏、张昊唯	/	华策影视	古装爱情
白羽流星		芒果TV	王子奇、付伟伦	/	力天影视	青春竞技

资料来源：芒果TV官网，东亚前海证券研究所

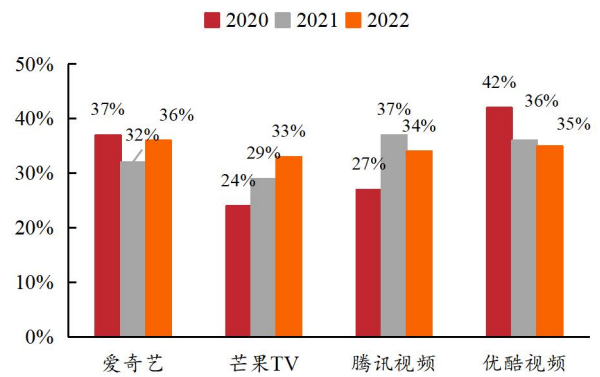
“台网+季风剧场”双轮驱动，男性用户占比逐年上升。芒果超媒通过打造“台网+季风剧场”双剧场，构建起独具一格的内容矩阵，拓宽目标受众频谱，有效会员拉新，提升会员活跃度及续费率。根据云合数据，2020-2022年期间，芒果TV上新独播剧的男性占比逐年上升，分别为24%、29%、33%；受众年龄也呈上升趋势，由2020年的平均年龄28.4岁上升至2022年的31.3岁。

图表 40. 2020-2022 年爱奇艺、芒果 TV、腾讯视频、优酷视频的平均年龄



资料来源：云和数据，东亚前海证券研究所

图表 41. 2020-2022 年爱奇艺、芒果 TV、腾讯视频、优酷视频的男性占比



资料来源：云和数据，东亚前海证券研究所

深耕微短剧，已与 15+ 影视机构达成合作。芒果 TV 自 2019 年起布局轻量微短剧，推出了《恋爱吧，游戏君》《传闻中的陆神医》《念念无明》等系列爆款短剧。从 2020 年至今，芒果 TV “大芒计划” 已与 15+ 影视机构平台方合作超过 30 部短剧作品，合作方包括新世相、网易娱乐、米读小说、稻草熊影业等。

细分垂类精品内容，题材多元，元素多样。在题材上，芒果 TV 在题材的纵深和横扩均有突破，挖掘出精品垂类内容。大芒短剧创作主打剧情狗血的甜宠恋爱剧，引入了剧本杀、快穿、无限流等新鲜元素，规避同类题材的同质化。反转强、剧情爽等属性能够巩固已有观众基础；多元化的题材拓展了处在短剧圈层外延的增量观众，增大大芒短剧影响力。在内容上，大芒短剧的创作水准不断朝着精品化发展。比如 2022 年出品的《念念无明》以十分走心的后期制作、配乐、布景、服化道等惊艳行业，累计播放数量 6.15 亿，豆瓣评分 7.0，为微短剧行业在技术层面树立新的里程碑。

“主题大片场+题材小剧场”运营，培养观看习惯。在剧场运营上，大芒计划启动“主题大片场+题材小剧场”运营模式，通过设置“短剧频道”专属页面、“季度片场”、“题材小剧场”等运营编排方式培养用户观看习惯，抢夺

碎片时间。通过细分题材，实现短剧观看的场景化、主题化，有助于提高用户黏性。

刀刃向内，率先卡位微短剧市场。短剧营销投入的周期更短、植入更灵活，性价比更高。微短剧可以通过“剧内+剧外”联动、“短视频+直播”双管齐下，借助参演过的短剧剧情，适当联动剧情与产品使用场景，放大产品卖点，从而吸引用户下单。在此基础上，品牌更容易打造从声量曝光到直播互动、效果转化的短剧营销闭环。目前，热度与口碑兼具的出圈短剧不断推陈出新，短剧市场大盘存在较大发展空间，内容创作处于开拓期。芒果TV加大发展步伐，改革创新，有助于其在微短剧市场上提前卡位。

推出全新分账模式，形成大芒内容自生自长能力。相比长视频，短剧具备周期更短、模式更多元的特点；商业变现方式包括流量分账、产品植入、直播带货、节目定制、内容付费等。其中，流量分账仍属于主要的商业变现来源。2022年大芒计划推出全新短剧分账模式，升级新增了优质成片项目保底分账和前期项目平台联合投资分账的商业模型。目前，优酷视频、腾讯视频、芒果TV、爱奇艺皆已布局微短剧赛道。但是各大平台在分账模式、分成比例、账期、时长、内容特性上存在一定差异。**整体来看，大芒短剧最高的S+2.5元分账单价，有效吸引优质剧集制作方加盟。**

图表 42. 大芒计划的分账公式

分账公式						
合作方最终收益=核心用户分账+奖励+自招商分成						
核心用户分账=核心用户（会员）观看时长（h）*评级单价						
奖励=用户主动购买会员收入*60%						
自招商分成=（合作方自招商收入-渠道成本）*（最高90%具体比例以实际洽谈为准）						
级别	单价	类型	单集时长	版权	分账周期	授权期
S+	2.5 保底金额 以实际洽 谈为主	横屏	8-15分 钟	独家	项目 更新 期 +90 天	三年
S	2.5	不限	2-15分 钟	不限		
A	2					
B	1					
C	0.5					
联合投资项目，播出后按分账公式计算金额。合作方收益=分账金额*（1-芒果TV投资比例）						

资料来源：大芒计划公众号，东亚前海证券研究所

图表 43. 大芒计划的准入资格

准入资格
1. 题材新颖，有创新特色优先；
2. 单集时长 2-15 分钟，总集数 >= 12 集，鼓励横屏；
3. 项目符合国家相关政策法规及审核标准。
项目资料投递
成片：
1. 项目方案（包含项目信息、项目亮点、出品方信息、故事大纲、人物小传等）；
2. 完整成片（至少前 6 集）；
3. 项目对接人联系电话及微信。
平台联合投资：
1. 项目方案（包含项目亮点、故事大纲、人物小传、项目预算等）
2. 分集剧本（至少前三集）；
3. 团队介绍及过往案例；
4. 项目对接人联系电话及微信。

资料来源：大芒计划公众号，东亚前海证券研究所

图表 44. 四大平台分账模式对比

	腾讯	芒果	优酷	爱奇艺
分账模式	会员分账收入+广告分账收入+激励收入	核心用户分账+奖励+自招商分成	会员分账+广告 CPM 分账; 流量分账; 广告 CPM 分账	会员基础分成+会员奖励分成+广告分成
	会员分账收入=会员有效播放次数*会员有效播放次数单价*分账比例	核心用户分账=核心用户(会员)观看时长*评级单价	会员分账+广告 CPM 分账模式 1) 会员分账期收入=会员有效观看总时长/固定时长*单价 2) 广告 CPM 分账期收入=(节目所产生的广告收益-平台运营成本)*分成比例(80%)	会员基础分成=分账有效时长*单价(分七端定价) *分端单价(元/小时): 手机(PH) 0.8+补贴 0.1(补贴有效期自 2022/10/1 至 2023/3/31 止)、电视(TV) 0.5、电脑(PC) 0.6、平板(TB) 0.7、智能家居(HM) 0.5、车联网(IV) 1.3、虚拟现实(VR) 2.0
	广告分账收入=可分成广告收入*(1-运营成本比例)*合作方分成比例	自招商分成=(合作方自招商收入-渠道成本)*(最高 90%)	流量分账模式 合作方收入=节目有效播放量/1000*级别单价	广告分成=CPM 广告净收益*(1-运营成本比例)*广告收入分成比例(70%)
	激励收入=根据有效正价会员开通数和独家非独家设置阶梯奖励	奖励=用户主动购买会员收入*60%	广告 CPM 分账模式: 广告 CPM 分账期收入=(节目所产生的广告收益-平台运营成本)*分成比例(100%)	会员奖励分成=奖励会员订单收益*(1-渠道费用比例)*会员奖励分成比例(50%)
分成比例	取消评级, 分成比例为: 独家: 100% 非独家: 100%	S+级, S 级, A 级, B 级, C 级(非独家)	S 级, A 级, B 级, C 级(非独家)	若授权作品为非独家或非首播, 分成比例按 70%计算
分账期	首次上线日起 6 个月, 具体可协商	项目更新期+90 天	会员分账: 运营期+60 天 广告分账: 整个授权期	跟播期+6 个月
授权期	不低于五年	三年	-	5 年及以上
时长	单集正片时长不少于 15 分钟	单集时长 2-15 分钟	-	单部/季网剧正片时长(除去片头片尾)不少于 240 分钟; 单集时长不少于 20 分钟

资料来源: 大芒计划公众号, 猫眼研究院, 德塔文数据组公众号, 东亚前海证券研究所

3.2. 打造艺人经济商业闭环，沉淀音乐 IP 资源

建立多层次艺人梯队，打造经纪商业闭环。艺人经纪业务方面，据公司年报，截至 2021 年末，公司签约艺人达 128 位，知名艺人包括华晨宇、李斯丹妮、白举纲等，涵盖影视、综艺、音乐、主持等全业务类型，在内部综艺节目、影视剧等内容产品上给予资源倾斜。为艺人提供定位、宣传、造型、商务代言等全方位服务，提升艺人经纪的专业度，赋能签约艺人，同时规划艺人的商业化变现。

图表 45. 芒果 TV 旗下艺人



资料来源：超媒很芒公众号，东亚前海证券研究所

扩大版权规模，开发音乐 IP。音乐版权业务方面，打造重点签约艺人个人专辑，推动头部艺人数字单曲、数字专辑的发行。公司基于艺人经纪长期积淀并持续丰富的音乐 IP 资源，开展线上 APP 授权、海外数字音乐授权、游戏授权、节目使用授权、影视配乐合作等数字音乐授权业务。截至 2021 年末，公司储备唱片音乐和影视综艺音乐曲库近 1800 首。

整合经纪和音乐版权业务，力图实现协同效应。受 2019-2021 年疫情扰动，艺人经纪各项业务开展受阻。公司积极推进艺人经纪业务与音乐版权业务的融合，积极打造爆款节目与签约艺人联动的品牌效应。目前，公司围绕芒果 TV，已经形成了市场独有的艺人经纪、电视剧制作、综艺制作、视频网站运营、电视节目运营、周边业务全产业链布局。上下游之间联动紧密，能够有效控制业务成本，优化节目调性。

图表 46. 芒果超媒艺人与音乐版权



资料来源：天娱传媒公众号，东亚前海证券研究所

3.3. 打破传统叙事结构，互动内容提升观众黏性

把握互动剧新业态，平行叙事，提升观众参与感。互动剧，是以交互式观影和交叉式叙事为主要特点的影视作品新形式，通过赋予观众主动权，实现观众与作品内容的交互，营造观影的代入感和沉浸感。其具体操作为观众在观影过程中触发情节点后，需要自主选择剧情走向，即点击视频播放器中的选项按钮，来展开不同的分支剧情，而不同的分支则对应不同的叙事段落与结局，在多条线索平行叙事中，观众的选择直接决定了影片的结局。

图表 47. 互动剧流程示意



资料来源：艾媒咨询，东亚前海证券研究所

布局加速，五大平台特点各有千秋。目前我国主要有五大互动剧主要出品平台,分别为芒果、爱奇艺、优酷、腾讯和哔哩哔哩，其特点各不相同：

1) 腾讯：同时拥有游戏制作和影视制作的经验和资源，凭借其视频平台的强大力量，产品的质量和数量均处领先地位。

2) 爱奇艺：互动内容包括电影、互动剧、互动综艺、互动游戏、互动小说和互动漫画的等全业务领域，同时搭载互动视频技术平台和标准，赋予创作者高度的自由度和未来进行开发的广阔空间。在互动视频领域的探索呈现出全面开花的特征。

3) 优酷：多采用爆款单品策略，制作精良，单部剧成本较高。

4) 芒果 TV：凭借自身积累的综艺 IP 进行互动综艺的制作，背靠湖南卫视，预计芒果 TV 将持续发力互动综艺的细分领域。

5) 哔哩哔哩：推出的互动视频功能模式主打的是短视频的互动创作与主播的直播互动化。

图表 48. 五大平台对比

公司	模式	优势
腾讯	以游戏制作作为根基，游戏影视双平台推送	同时拥有游戏制作和影视制作的经验和资源
爱奇艺	互动领域内容全业务发力，打造互动化 IP 生产平台	互动内容有更广泛的受众，各内容之间构成互相协同
优酷	高成本打造互动影视单个爆款	互动剧质量较高
芒果 TV	凭借自身积累的综艺 IP 进行互动综艺的制作	相关经验足，背靠湖南卫视
哔哩哔哩	短视频结合主播模式	长期优质的 UGC 优势为互动视频创作奠定基础

资料来源：前瞻经济学人，东亚前海证券研究所

3.4. M-CITY 橫跨剧本杀+密室逃脱，巩固 IP 资源

剧本杀带动新型娱乐消费，后疫情时代潜力可期。剧本杀的主要消费人群以学生和刚刚进入职场的上班族为主，带有极强的社交属性。2016年《明星大侦探》节目推出，成功带动剧本杀线上游戏出圈，成为年轻消费者喜爱的休闲娱乐活动之一。2018年开始剧本杀APP也开始不断涌现，线上剧本杀的风靡带动了线下形式的发展，截至2021H1，剧本杀已经成为主流的线下娱乐方式之一，选择用户占比高达36.1%。

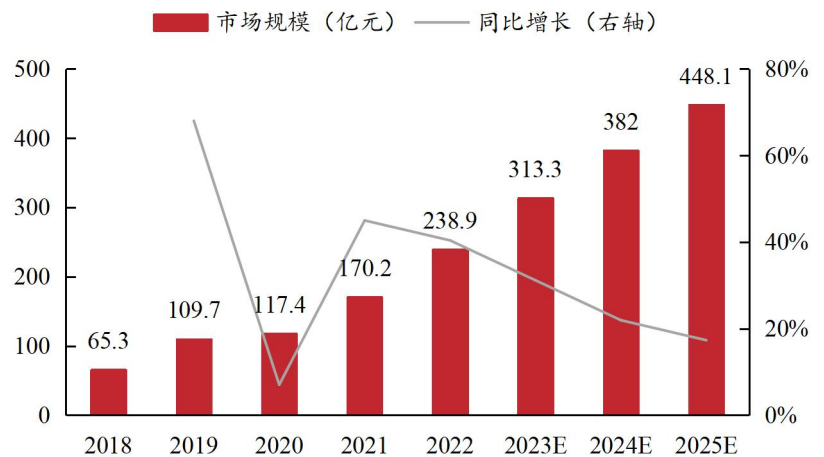
图表 49. 剧本杀行业发展历程梳理



资料来源：小墨探公众号，东亚前海证券研究所

预计2025年剧本杀行业市场规模将达到448.1亿元。2019年是业内公认的“中国剧本杀元年”，中国剧本杀行业市场规模超过百亿元，同比增长68%，2020年受疫情影响，但市场规模依然逆势增长，增幅回落至7%。2021年中国剧本杀行业市场规模达170.2亿元，同比增长45.0%。预计到2025年中国剧本杀行业市场规模将增至448.1亿元。

图表 50. 2018-2025E 剧本杀行业规模及增速



资料来源：艾媒咨询，东亚前海证券研究所

产业生态日臻完善：剧本杀行业的产业链通常包括剧本创作者-剧本发行商-剧本分发平台-线上游戏 APP/线下门店，目前产业生态已基本构成。

1) 上游的**剧本创作者**：通常也是剧本的发行商，剧本发行商作为剧本杀产业链上游，为剧本杀行业输出剧本创作内容，带动剧本杀行业发展，而剧本发行质量是剧本杀行业的核心价值体现。

2) 中游的**剧本分发平台**多为线上平台，例如黑探有品、剧世界等平台，通过链接作者、发行商、门店，致力于解决行业内信息不对称的痛点。

3) 下游的**线上游戏 APP 和线上小程序**的服务范围更加广泛，其优势主要在于形式灵活，不受时间和场地的限制，有望打造全国性品牌，获得资本市场认可。而实体门店则是店家直接面向玩家营销收费，高质量的实体门店能够增加玩家的沉浸感和互动体验。

图表 51. 中国剧本杀产业链图谱



资料来源: 艾媒咨询, 东亚前海证券研究所

产业整合+技术迭代或将打开行业想象空间。现有剧本杀剧本质量良莠不齐, 因此除资金支持外, 行业也需更多投资机构入场进行产业整合, 为剧本杀引入多元化合作资源, 不断完善产业生态, 实现营收的多元化, 未来的发展路径包括:

1) **与线上娱乐融合发展**, 代表案例为剧本《古董局中局》, 小说、影视和游戏三位一体, 以《唐人街探案3》中的日本“中华街”场景作为线下体验馆的新主题。

2) **VR、XR等技术加持**, 提升玩家体验, 例如虎牙直播联合优酷和小黑探推出的全国首档沉浸式剧本杀直播综艺《最后赢家》与XR技术结合, 营造虚拟环境, 进行游戏空间延伸, 增强沉浸感。

3) **“剧本+”模式**, 如可打造“剧本+文旅”模式, 推动剧本与文化旅游的有机融合, 实现场景多元化和内容独特化。

图表 52. 剧本杀新业态展望

业态对比	融合发展	IP 打造	技术应用	剧本+模式
传统线上、线下剧本杀	线上与线下一般割裂并存，没有融合	以最初爆火的少数 IP 为主	以传统应用技术为主	玩家体验仍然主要来源于剧情和场景打造
新业态	小说、影视与游戏串联，作为线下体验馆主题	剧本杀与综艺、网易云阅读等大热主题联合，热衷知名 IP 打造	VR 和 XR 的加入提升玩家体验	剧本+文旅的沉浸式创意联合吸引玩家目光

资料来源：艾媒咨询，东亚前海证券研究所

线下真人实景游戏内容丰富。密室逃脱是线下的真人实景游戏，玩家通常选定剧本主题，扮演特定角色，通过与周围物品以及场景的互动完成逃离空间的目的。目前密室逃脱产业进入发展规范期，消费者愈发重视商家的口碑以及密室场景的设计，游戏体验不断升级，传统密室逐渐向沉浸式密室演化。我们认为，伴随娱乐消费升级，消费者将更偏向于选择口碑较好、玩法新颖、具备沉浸式交互体验的密室逃脱商家，具备创新精神、注重游戏体验感的企业有望持续受益。

商业模式不断更新迭代，滚场、跨界营销、沉浸式主题开发成新主流营收。传统密室逃脱商家收入主要是靠票务，但受时间、空间、场地固定的限制，单个密室纳客具备显著的营收天花板。为了突破单个密室的收入上限，部分密室商家积极拓展跨界营销、滚场、合作开发沉浸式主题，可额外获得出版、IP 衍生、主题乐园票务收入，从而突破传统密室逃脱场地和场次的限制，带动收入提升。

图表 53. 密室逃脱业态对比

	传统密室	沉浸式密室
概念	密室设备相对简单，玩家依靠大脑和纸笔完成解密	密室借助真人 NPC、电子机械打造沉浸式环境
建造成本	30 万元以下	100 万元以上
游戏时长	1 小时	2.5 小时
单价	50-100 元	350-600 元
回本周期	0.5 年	1 年以上
日均场次	8 场	5 场

资料来源：艾媒咨询，东亚前海证券研究所

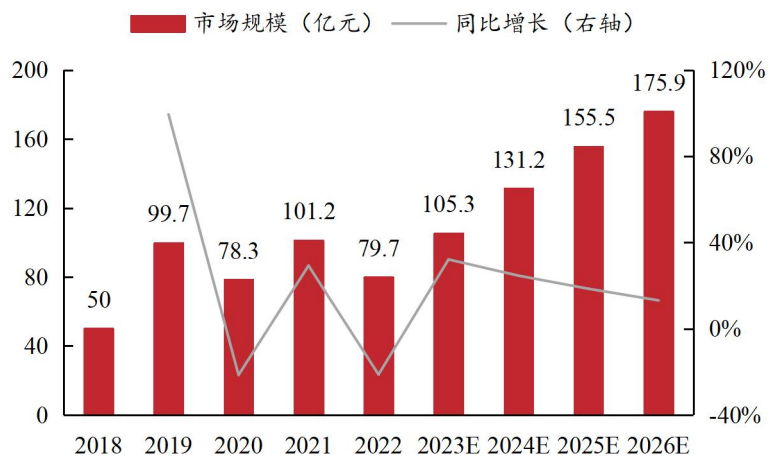
图表 54. 中国密室逃脱企业盈利模式分析

票务	滚场	跨界营销	合作开发沉浸式主题
出售门票收入	比如在知名《弥生》主题下，两小时场次每一小时进一批玩家	“奥秘之家”结合外部 IP 开发互动解谜书籍，并获取出版收入	“游娱联盟”与地方旅游项目合作线下沉浸主题，如怀化山下花海景区《疯狂的麦咭》

资料来源：艾媒咨询，东亚前海证券研究所

2026年密室逃脱市场规模预计达到175.9亿元。2021年密室行业总产值为101.2亿元，但2022年受宏观环境影响行业总产值跌至79.7亿元。我们认为密室逃脱的商业化路径不断更迭，极强的沉浸式体验感将吸引消费者体验，行业规模将会在2023年重新步入上行区间。据艾媒咨询数据，2022-2026年密室逃脱的CAGR将达到13.1%，2026年市场规模有望达到175.9亿元。

图表 55. 2018-2026E 密室逃脱行业的市场规模及增速



资料来源：艾媒咨询，东亚前海证券研究所

布局实景娱乐 M-CITY，推出数字藏品，进一步巩固优质衍生 IP 优势。芒果 TV 的受众基数较高且 IP 资源丰富，通过构建内容矩阵，公司可实现存量用户的再次触达，也可复用 IP 资源，强化商业变现。依托芒果系 IP 优势，在《大侦探》《密室大逃脱》等爆款节目的带动下，在长沙、上海分别打造了明侦剧本杀、密逃主题店，打造 M-CITY 品牌。用户评分较高，被评价为“剧本杀天花板”。上海店建筑面积达 5000 平方米，为当地目前最大的沉浸式娱乐体验场所。M-CITY 今年重启扩张，南京店开启预售，预计将在成都、武汉等多地开设门店。

图表 56. MCITY 剧本馆、VR 馆



资料来源：芒果 M-CITY 小程序，东亚前海证券研究所

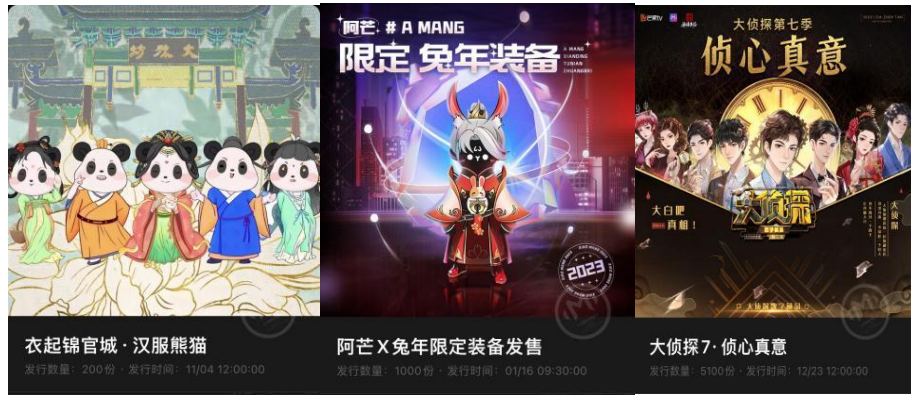
3.5. 提前卡位元宇宙与数字藏品，把握未来流行趋势

提前布局元宇宙，规划清晰，步伐稳健。在 WEB3.0 时代，芒果 TV 分三步走打造从“内容生产-商业化”的元宇宙闭环：

- 1) 用 UE 引擎创作长视频内容；
- 2) 虚拟人作为内容生产要素，高效融合技术与内容；
- 3) AI 作为生产要素放置线上线下的内容场景。

虚拟人+数字藏品+VR 综艺，构建芒果元宇宙体系。芒果超媒从探索 VR/AR 内容、推出虚拟人、进军虚拟直播赛道，到上线数字藏品平台，及首发元宇宙产品。成立幻视科技，其目的在于专注于 XR 研究与应用，战略布局 VR、AR、MR 等扩展现实领域，基于自有区块链技术，基于 TBFT 共识算法的“光芒链”芒果数字藏品平台上线，重点打造“芒果崽”、“圆滚滚的使命”等系列藏品。综艺节目方面，在 2022 年 9 月推出全国首档全虚拟 VR 综艺《唱玩芒果幻城》，而元宇宙综艺《嗷呜!星期五》则有望在今年播出。

图表 57. 芒果 TV 数字藏品

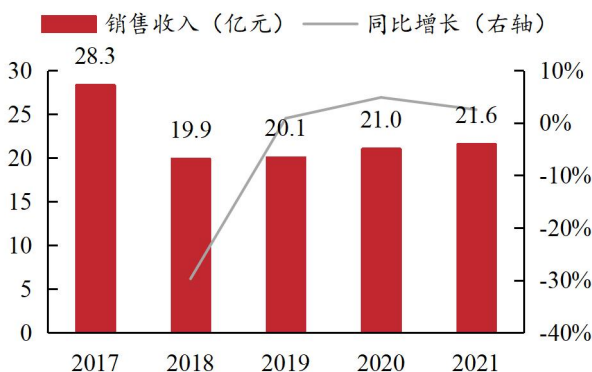


资料来源：芒果 TV 小程序，东亚前海证券研究所

4. 构建“内容+视频+电商”商业闭环，探索电商新路径

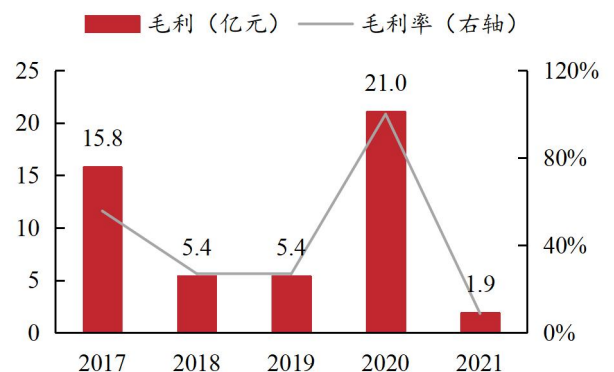
强势挺进电商赛道，打造高用户粘性、强转化、强交互的内容电商平台。在以阿里、京东为首货架电商和以抖音为主兴趣电商之外，芒果 TV 正在拓展第三极：从长视频内容平台出发，衍生到电商领域的内容电商。2020 年 8 月，湖南广电决定启动“小芒”电商项目。2022 年小芒电商全年 GMV 同比实现 7 倍增长，DAU 峰值达 206 万。公司业务口径披露在 2021 年有所变更（此前披露为媒体零售），2017-2021 年收入分别为 28.32\19.90\20.07\21.05\21.57 亿元。目前，小芒电商作为湖南广电战略赛道的全新增长极，已逐渐成为联系芒系 IP 与国货消费品牌的强枢纽。

图表 58. 2017-2021 年内容电商业务收入及增长情况



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所
注：2017-2019 年该项业务财务口径披露为媒体零售

图表 59. 2017-2021 年内容电商业务毛利及毛利率情况



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所
注：2017-2019 年该项业务财务口径披露为媒体零售

作为湖南广电旗下新潮国货内容电商平台，小芒 App 自诞生初始就拥有得天独厚的资源优势。

1) 人才资源优势，在初始团队配置上，小芒可调用芒果 TV 的人才团队；

2) 用户资源优势，凭借芒果 TV 的用户沉淀，小芒平台可进行内部协同，触达此部分用户资源；

3) 内容资源优势，小芒 App 敏锐抓住消费品内容营销的大趋势，实施“用内容为产品赋能”战略。目前有 1000 名达人入驻，与超 20 个节目和电视剧合作，在打造官方 IP 同款的内容资源上存在独家优势。

做最懂用户的“情绪电商”，构建与受众的强关联。小芒电商主打“发现新潮国货”，与芒果超媒的国有属性的调性较为吻合，牢牢把控主旋律内容和社会责任。叠加小芒 APP 可直接触达芒果 TV 的用户，在用户积累、沉淀、拉新上具备先发优势。同时，把握内容生态，挖掘种花达人，建立兴趣社区，福利群，独家策划“非遗聚光计划”，提升文化认知度及认同感。通过品牌内容定调+达人测评种草，共同驱动用户下单商品。内部孵化的小芒社区，开创热门话题提高用户活跃度参与度，提高用户粘性，有效拉动消费转化。

图表 60. 小芒 APP 界面



资料来源：小芒 APP，东亚前海证券研究所

兴趣赛道发力，建立矩阵化的商品结构。小芒孵化“芒品牌”，与品牌共成长，拓展超 500 家国潮国货商家，拓展汉服、棉花娃娃、国货潮玩、萌宠、轻露营、互动谜玩等多条兴趣商品线。小芒电商可结合芒果 TV 上映的节目热门话题点进行联名合作，以流量为导向，进行品牌联名和 IP 衍生品的售卖，助力商品破圈，打造“粉丝经济”，形成从内容到电商转化的销售闭环。譬如，芒系 TV 借助《天天向上》《乘风破浪》《妻子的浪漫旅行》等多部综艺吸引潜在的 4.5 亿用户对汉服产生兴趣，并打造汉服界米兰时装周“云裳晓芒”流行趋势发布会等系列自有 IP，联动全球头部汉服社团覆盖全年系列活动。线上线下交互式体验带着小芒电商强势挺进汉服赛道，掀起汉服狂热。

图表 61. 小芒电商矩阵化的商品结构



资料来源：义务进口展公众号，东亚前海证券研究所

仓配一体式的物联网服务，确保落实平台服务。履约服务是电商平台的核心环节，据年报显示，小芒 APP 目前在全国建立了五大仓配一体中心，并基于仓配中心引入了顺丰+中通的综合性配送网络搭配，已实现同城当日达、核心城市次日达，全国 90%以上区域 72 小时送达。我们认为，后续小芒 App 将会以供应链建设为核心，探索以供应链服务为基础的选货分销业务，进一步强化与物流企业的战略合作，在独特包装、送货效率、物流体验等方面持续发力。

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 盈利预测假设

5.1.1. 收入拆分及假设

公司主营业务包括芒果 TV 互联网视频业务、新媒体互动娱乐内容制作、内容电商三大业务。

芒果 TV 互联网视频业务：该业务主要是围绕广告收入、会员收入和运营业务三项，目前公司正持续优化广告招商情况，并积极整合会员权益且深化与中国移动咪咕文化的合作。我们预计 2022-2024 年公司此项收入增速分别为-7.53%\19.16%\15.50%，毛利率分别为 46.66%\47.47%\48.10%。

1) **广告收入：**我们认为，2022 年受疫情影响，公司招商情况可能不及预期，影响投广体量。但考虑芒果 TV 在 2023 年的综艺与影视储备较为充足，排期较为明朗，叠加经济上行的预期使得广告主的投广意愿增加，2023-2024 年的广告招商情况预计将会迎来触底反弹。预计 2022-2024 年广告收入增速分别为-27%\15%\15%。

2) **会员收入：**会员收入=有效会员数*ARPPU（单用户年度付费额）。芒果 TV 的 2019-2021 年有效会员数分别为 1837\3613\5040 万人，ARPPU 分别为 92.2\90.1\73.2 元。我们认为伴随爆款综艺和剧集的上映、会员权益的丰富、渠道合作的强化，有望带动会员价格的逐步恢复到疫情前水平，同时也会触及更多的观影人群从而带动有效会员数量的上升。我们预计 2022-2024 年公司有效会员数增速分别为 10%\10%\10%，ARPPU 分别为 71\80\85 元。

3) **运营业务：**公司手握 OTT 与 IPTV 双牌照，IPTV 用户通过电信运营商提供的硬件终端付费获取视频服务，芒果 TV 从运营商处获得收费分成。同时芒果 TV 客户端与三大运营商合作开展定向流量包业务，为 3G、4G 用户提供特色内容服务。2021 年 11 月芒果超媒与中国移动旗下的咪咕文化签署为期三年的框架协议，有望持续贡献稳定收益，预计 2022-2024 年运营业务的收入增速分别为 19%\17%\14%。

新媒体互动娱乐内容制作：疫情管控期间，影视及综艺的拍摄周期被显著拉长，制作成本提高，目前来看新冠影响力边际减弱，常态化的创作有望恢复，内容供给将会提速。政策缓释能有效提振公司和市场信心，预计影视剧、音乐版权、艺人经纪等业务将会迎来供给端的持续向好，且线下 M-CITY、剧本杀、密室逃脱等有望重启开业扩张，带来营收的新增长极。预计 2022-2024 年收入增速分别为-20%\30%\20%。

内容电商：该业务依托于芒果 TV 的内容资源与宣发优势触达用户，2022 年受疫情管控物流受阻，预计将会影响营收。随着疫情管控的逐渐好转，公司有望入驻更多商家和品牌的加盟，预计该业务将在 2023 年触底反弹，贡献可观营收，预计 2022-2024 年收入增速分别为-20%\10%\10%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入、毛利率如下表所示：

图表 62. 公司分业务收入及毛利率预测

单位: 百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
芒果 TV 互联网视频业务					
收入	9,060.60	11,261.20	10,413.03	12,408.19	14,331.38
YoY	43.40%	24.29%	-7.53%	19.16%	15.50%
毛利率	40.69%	43.61%	46.66%	47.47%	48.10%
收入占比	64.69%	73.34%	76.17%	76.15%	76.21%
其中: 广告收入	4,139.00	5,453.00	3,980.70	4,577.80	5,264.50
YOY	23.55%	31.75%	-27%	15%	15%
其中: 会员收入	3,254.60	3,688.20	3,909.54	4,878.72	5,702.00
YOY	92.17%	13.33%	6.00%	24.79%	16.88%
其中: 运营商收入	1,667.00	2,120.00	2,522.80	2,951.70	3,364.90
YOY	30.78%	27.17%	19%	17%	14%
新媒体互动娱乐内容制作					
收入	2,765.00	1,877.50	1,502.00	1,952.60	2,343.10
YoY	-29.14%	-32.10%	-20%	30%	20%
毛利率	22.35%	17.09%	7.75%	15.48%	16.06%
收入占比	19.74%	12.23%	10.99%	11.98%	12.46%
内容电商					
收入	2,104.50	2,157.20	1,725.80	1,898.30	2,088.20
YoY	—	2.50%	-20%	10%	10%
毛利率	20.34%	8.73%	3%	10%	10%
收入占比	15.03%	14.05%	12.62%	11.65%	11.10%
其他					
收入	75.5	59.9	30	36	41.9
YoY	-72.35%	-20.56%	-50.00%	20.00%	16.59%
毛利率	-448.03%	-377.82%	-267.06%	-132.94%	6.44%
收入占比	0.54%	0.39%	0.22%	0.22%	0.22%
总收入	14005.53	15355.86	13670.74	16295.06	18804.56
YoY	12.04%	9.64%	-10.97%	19.20%	15.40%
毛利率	34.10%	35.49%	36.19%	38.87%	39.78%

资料来源: 公司公告, 东亚前海证券研究所预测

综上, 预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 136.71\162.95\188.05 亿元, 分别同比增长-10.97%\19.20%\15.40%; 对应的毛利率分别为 36.19%\38.87%\39.78%。

5.1.2. 费用率假设

公司总体费用管控良好。公司业务模式较为稳定, 人工薪酬和职工人数预计将伴随人员调动而小幅波动; 销售端, 预计未来仍将保持一定投入以加强广告招商、市场推广、广告代理、节目投放的竞争力; 研发端, 公司将持续研发投入构建数字藏品推广、电商 APP 开发, 研发费用率预计将延续小幅增长。因此, 预计 2022-2024 年公司销售费用率分别为

17.32%\17.92%\18.48%；管理费用率分别为 5.27%\5.14%\4.98%；研发费用率分别为 1.85%\1.87%\1.88%。

图表 63. 公司费用率情况

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
销售费用率	15.45%	16.08%	17.32%	17.92%	18.48%
管理费用率	4.49%	4.53%	5.27%	5.14%	4.98%
研发费用率	1.32%	1.77%	1.85%	1.87%	1.88%

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所预测

5.2. 估值与投资建议

公司未来营收的主要增长点包括广告营收、会员收入、娱乐内容制作、内容电商等业务，但由于国内长视频平台腾讯视频（腾讯控股旗下平台）、爱奇艺视频（美股上市）、优酷视频（阿里巴巴控股）均不直接可比，因此选取主营业务与公司相近的新媒股份（IPTV+OTT 业务）、东方明珠（流媒体+广电网络）、华数传媒（IPTV+OTT+广告+运营商）作为可比公司。选用相对估值法下的市盈率 PE 对公司进行估值，可比公司 2022-2024 年平均 PE 为 15.79×/14.44×/13.21×，芒果超媒为 36.83×/26.22×/22.22×，作为娱乐赛道的代表公司，公司享受一定的头部溢价。

芒果超媒全面布局内容生态，在会员拓展和广告招商领域卡位优势凸显，具备持续推出爆款的能力。且公司积极探索技术革新与业态创新，全面布局 VR+数字藏品+密室逃脱+元宇宙新业态，实景娱乐赛道和虚拟现实领域双向发力，疫情放缓后有望带动营收的新增量，推动场景化内容更新换代。我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 136.71\162.95\188.05 亿元，归母净利润分别为 17.73\24.90\29.39 亿元，对应 EPS 分别为 0.95\1.33\1.57 元/股，对应 2023 年 3 月 7 日 34.90 元/股收盘价，PE 分别为 36.83×/26.22×/22.22×。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

图表 64. 可比公司估值表（可比公司为 iFinD 一致预期，芒果超媒为预测值）

可比公司基本信息			可比公司EPS TTM（元/股）				可比公司PE			
证券简称	证券代码	总市值 (亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
300770.SZ	新媒股份	98.08	2.94	2.91	3.46	3.98	14.43	14.57	12.27	10.67
600637.SH	东方明珠	243.45	0.54	0.49	0.51	0.54	13.09	14.54	13.92	13.20
000156.SZ	华数传媒	151.20	0.49	0.45	0.48	0.52	16.67	18.26	17.13	15.77
均值	——	164.25	1.33	1.28	1.48	1.68	14.73	15.79	14.44	13.21
300413.SZ	芒果超媒	652.88	1.13	1.32	1.63	1.93	30.88	36.83	26.22	22.22

资料来源：基于 2023 年 3 月 7 日收盘价，iFinD，东亚前海证券研究所

6. 风险提示

(1) 广告招商不及预期：公司的主要收入来源之一为自制剧集、自制综艺的招商，若企业客户缩减其广告支出预算，将会使公司的广告业务收入产生影响。

(2) 会员增长不及预期：长视频平台自 2020 年起经历多次提价，会员费的提升或将降低消费者购买会员的偏好。

(3) 文娱行业监管加剧：公司所处的文娱行业具有意识形态的特殊性，若后续政策监管口径收窄，将会对内容创作的丰富度造成影响，也会导致现有储备或正在制作的影视作品通过审查的风险加剧。

(4) 电商业务拓展不及预期：公司的电商 APP 入驻商家、使用人数拓展存在不确定性。

(5) 新业务开展不及预期：公司积极拓展剧本杀、M-CITY 密室逃脱等线下新业态，若线下选址、定价、开业、拓展不及预期，将对公司业务收入产生不利影响。

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	15355.86	13670.74	16295.06	18804.56
%同比增速	9.64%	-10.97%	19.20%	15.40%
营业成本	9905.46	8723.89	9961.03	11323.93
毛利	5450.40	4946.86	6334.03	7480.63
%营业收入	35.49%	36.19%	38.87%	39.78%
税金及附加	26.89	82.02	97.77	112.83
%营业收入	0.18%	0.60%	0.60%	0.60%
销售费用	2469.33	2367.90	2920.39	3474.85
%营业收入	16.08%	17.32%	17.92%	18.48%
管理费用	695.93	720.77	836.75	937.19
%营业收入	4.53%	5.27%	5.14%	4.98%
研发费用	271.99	252.75	304.83	354.21
%营业收入	1.77%	1.85%	1.87%	1.88%
财务费用	-101.21	-114.35	-166.41	-163.98
%营业收入	-0.66%	-0.84%	-1.02%	-0.87%
资产减值损失	-68.09	50.00	50.00	50.00
信用减值损失	-43.92	-49.25	-48.59	-47.25
其他收益	123.33	109.37	130.36	150.44
投资收益	37.23	27.34	32.59	37.61
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	2135.93	1775.11	2504.95	2956.22
%营业收入	13.91%	12.98%	15.37%	15.72%
营业外收支	-21.45	-20.00	0.00	0.00
利润总额	2114.48	1755.11	2504.95	2956.22
%营业收入	13.77%	12.84%	15.37%	15.72%
所得税费用	0.00	0.00	12.52	14.78
净利润	2114.48	1755.11	2492.43	2941.44
%营业收入	13.77%	12.84%	15.30%	15.64%
归属于母公司的净利润	2114.09	1772.67	2489.93	2938.50
%同比增速	6.66%	-16.15%	40.46%	18.02%
少数股东损益	0.39	-17.55	2.49	2.94
EPS (元/股)	1.17	0.95	1.33	1.57

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	1.17	0.95	1.33	1.57
BVPS	9.07	9.87	11.20	12.77
PE	48.91	37.16	26.45	22.42
PEG	7.35	—	0.65	1.24
PB	6.31	3.57	3.14	2.76
EV/EBITDA	14.51	30.50	22.21	16.54
ROE	12%	10%	12%	12%
ROIC	12%	9%	11%	11%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	6974	9822	9953	16760
交易性金融资产	3410	3440	3470	3500
应收账款及应收票据	3787	2239	6263	1999
存货	1690	1526	2066	2073
预付账款	1834	1375	1641	1916
其他流动资产	1205	1119	1291	1505
流动资产合计	18901	19522	24683	27753
长期股权投资	24	24	24	24
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	184	233	274	307
无形资产	6444	6584	6764	6984
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	0	0	0	0
其他非流动资产	558	364	403	442
资产总计	26111	26726	32148	35510
短期借款	40	40	40	40
应付票据及应付账款	5882	5050	7333	7179
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	980	829	1096	1246
应交税费	123	178	165	195
其他流动负债	1859	1835	2137	2442
流动负债合计	8885	7931	10770	11101
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	40	80	120
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	229	279	329	379
负债合计	9114	8250	11179	11600
归属于母公司的所有者权益	16966	18463	20953	23891
少数股东权益	31	13	16	19
股东权益	16997	18476	20968	23910
负债及股东权益	26111	26726	32148	35510

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金净额	562	3230	496	7221
投资	244	-30	-30	-30
资本性支出	-193	-183	-445	-495
其他	-3244	28	34	39
投资活动现金净额	-3193	-184	-442	-486
债权融资	-40	90	90	90
股权融资	4497	0	0	0
银行贷款增加(减少)	70	0	0	0
筹资成本	-234	-255	-14	-17
其他	-66	0	0	0
筹资活动现金净额	4227	-165	76	73
现金净流量	1597	2881	130	6807

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

彭琦，近20年电子行业从业经验。曾担任intel和泰科电子等美资半导体和元器件公司市场和战略等相关工作。2010年起在券商从事电子和半导体行业证券研究工作，期间多次获得水晶球，IAMAC，金牛奖以及新财富相关奖项。后在大型PE和对冲基金有近4年买方经历。于2022年6月加入东亚前海担任电子行业首席分析师。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层 邮编：100086
上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼 邮编：200120
广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层 邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>