

核心三问：竞争格局，增长空间，内容体系建设

2023 年 09 月 24 日

➤ 本篇报告，我们重点探讨芒果超媒竞争格局、增长空间及内容体系建设三个问题。

➤ 当前长视频平台竞争格局处于什么阶段？

国内在线视频行业竞争态势进入新时期，生存和健康发展成为新主题。1) 赛道间：随着短视频流量见顶，视频行业格局趋稳，长视频流量企稳；2) 赛道内：国内长视频平台起源于 PC 互联网黄金时代，乐视、土豆、优酷等平台纷纷上线。此后在资本、政策的推动下，平台纷纷抢占版权内容以获取用户，版权费用持续提升。从而中小平台退出市场，竞争格局发展至目前“两超两强”的格局。竞争的核心由购买付费内容抢占用户，转为自制优质内容促使用户付费。

➤ 如何看待当前会员广告的增长空间？

芒果超媒 23H1 会员、广告业务增长较为乏力。23 年公司业务的复苏节奏如何？中长期的增长空间如何？

1) 我们认为当下时点，受宏观经济及内容排播影响，公司会员、广告业务下降较多。芒果广告以内容广告为主，品牌主预算受宏观经济影响高于效果广告，此外 Q1 内容排播受疫情影响较大。随着内容排播恢复，经济企稳，广告有望实现复苏。受平台发展阶段影响，会员业务当前仍处于促销拉动用户数增长的阶段，随着 88vip 导入增量会员，内容排播恢复，会员业务也有望实现快速增长。

2) 中长期来看，会员广告主业的增长仍然需要看剧集的建设。优质剧集内容可留存更多的 MAU，从而为广告、会员的变现提供支撑。以会员业务为例，当前长视频平台已经迈入稳步提价空间，但是芒果会员业务仍然处于增用户、降价格的阶段，从该阶段迈向量价齐升的关键一跃在于优质剧集能力建设。

➤ 如何看待内容体系建设？

我们进一步探究芒果内容体系能力的搭建进程，试图为芒果剧集未来的发展提供视角。芒果综艺的优势始于卫视时期，并在新媒体平台的冲击下实现快速转型，从而综艺团队能够实现薪火相传，综艺制作工业化体系不断迭代，实现产品持续推新。而剧集团队搭建时间较晚，其产品较综艺更为复杂，成本更高，产业链分工精细，体系化的搭建并非为一朝一夕之功。

➤ **投资建议：**随着内容排播及经济复苏，公司会员、广告具有较高弹性。预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 22.4 亿元、27.8 亿元、33.7 亿元，当前股价对应 PE 分别为 23x、18x、15x，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**政策监管风险，经济复苏不及预期，会员业务进展不及预期，新业务拓展风险，视频平台竞争激烈风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	13,704	15,564	17,784	19,997
增长率 (%)	-10.8	13.6	14.3	12.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,825	2,244	2,775	3,368
增长率 (%)	-13.7	23.0	23.6	21.4
每股收益 (元)	0.98	1.20	1.48	1.80
PE	28	23	18	15
PB	2.7	2.5	2.2	1.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 09 月 22 日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

27.39 元

分析师 李瑶

执业证书：S0100523090002

邮箱：liyao_yj@mszq.com

分析师 陈良栋

执业证书：S0100523050005

邮箱：chenliangdong@mszq.com

目录

1 底色：国有融媒体平台，全产业链布局	3
1.1 互联网视频业务为核心，全产业链布局完善	3
1.2 国资背景优势明显，管理层深耕内容产业	7
2 当前长视频平台竞争格局到什么阶段？	9
2.1 竞争氛围趋缓，聚焦盈利是共同主题	9
2.2 内容成本下降，优质内容推动会员提价，利润逐步进入释放阶段	13
3 芒果平台会员空间有多大？	17
3.1 会员数、ARPPU 均有空间	17
3.2 促销是短期驱动，88VIP 带来增量	18
3.3 剧集能力是长期驱动，当下初步得到验证	21
4 优质综艺打造能力如何练成？	23
4.1 继承湖南卫视内容及创新基因	23
4.2 工业化内容体系已然形成	25
5 芒果优质剧集塑造走向何方？	28
5.1 剧集体系的搭建非一朝一夕之功	28
5.2 内容班底搭建，自制剧静待花开	29
6 广告业务的复苏增长来自于哪里？	34
7 如何看待芒果新业务探索？	37
8 盈利预测与投资建议	39
8.1 盈利预测假设与业务拆分	39
8.2 估值分析与投资建议	41
9 风险提示	44
插图目录	46
表格目录	47

1 底色：国有融媒体平台，全产业链布局

1.1 互联网视频业务为核心，全产业链布局完善

国有互联网背景，产业链生态完整。芒果超媒是湖南广电旗下唯一新媒体及资本运营平台，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。公司依托芒果特色融媒体生态，以互联网视频平台为核心，打造涵盖会员、广告、IPTV、OTT、影视剧、综艺节目、艺人经纪、音乐版权运营、IP 衍生开发及实景娱乐、内容电商等在在的上下游协同发展的传媒全产业链生态。

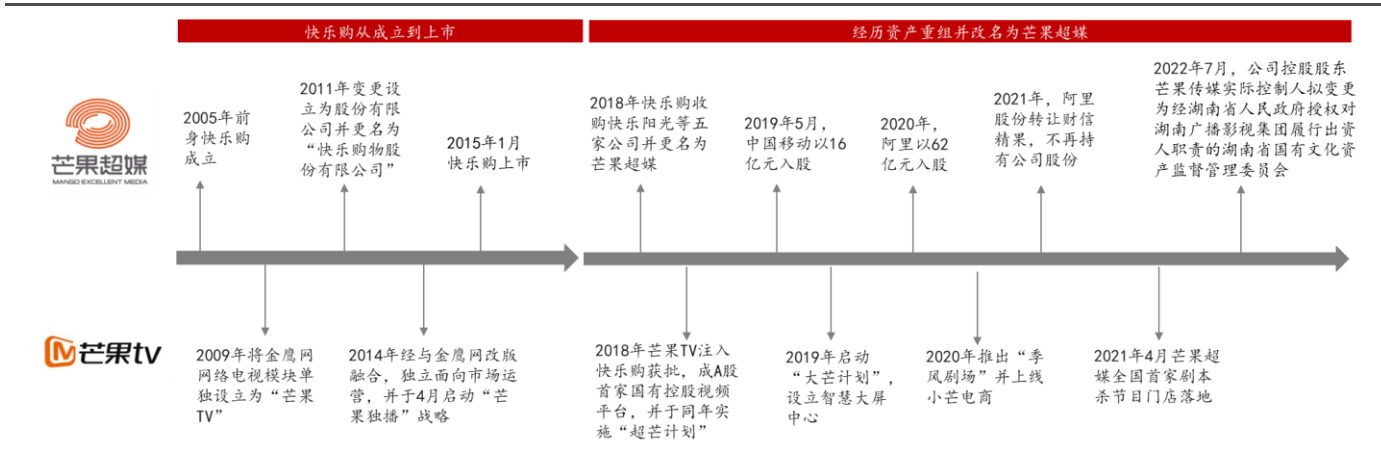
图1：芒果超媒业务布局



资料来源：公司公告，民生证券研究院

脱胎快乐购，核心资产“芒果 TV”业务覆盖新媒体全产业链。芒果超媒前身快乐购成立于 2005 年，由湖南电视台、湖南广播影视集团共同出资设立。2015 年公司上市，2018 年收购快乐阳光、芒果互娱、天娱传媒、芒果影视、芒果娱乐五家公司，重组并更名为芒果超媒。作为芒果超媒核心资产，芒果 TV 起源于金鹰网网络电视模块，2014 年与金鹰网改版融合，独立面向市场运营。作为湖南广电旗下唯一互联网视频平台，芒果 TV 依托湖南卫视资源迅速崛起。2014 年 4 月启动“芒果独播”战略，2018 年 6 月注入快乐购，此后在新媒体领域进行一系列探索。2018 年实施“超芒计划”进军网大市场，2019 年启动“大芒计划”，2020 年推出“季风剧场”，上线“小芒”电商，2021 年布局线下实景娱乐赛道，开设剧本杀实体店。2023 年积极探索 AIGC 应用，在新剧《大宋少年志 2》中推出 AI 聊天功能。

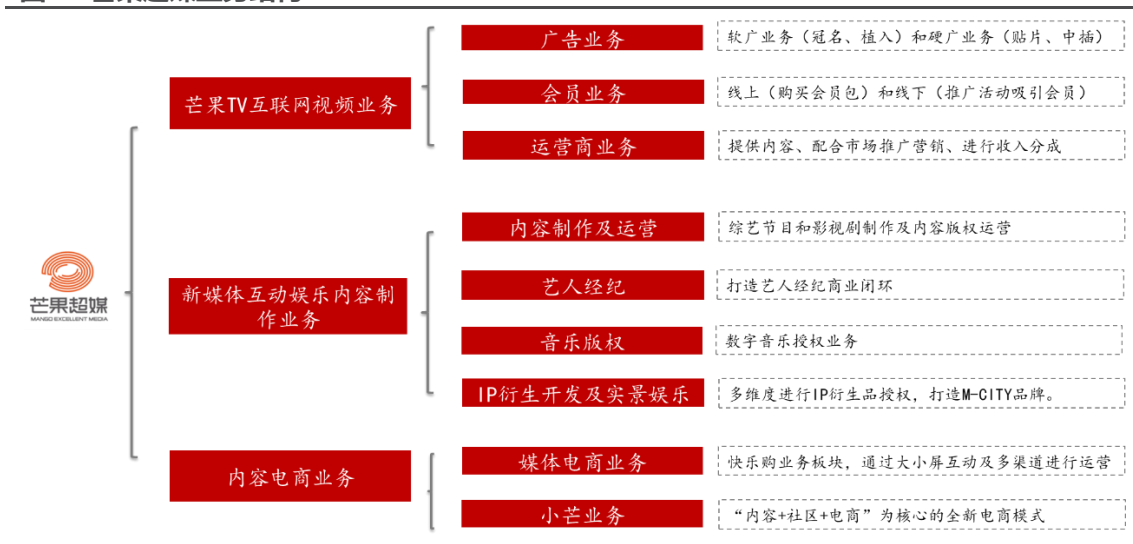
图2：芒果超媒发展历程



资料来源：公司公告，芒果TV官网，同花顺，民生证券研究院

芒果超媒资产重组上市后，主营业务由媒体零售拓展至互联网视频业务、新媒体互动娱乐内容制作及内容电商业务。其中芒果TV互联网视频业务分为广告、会员及运营业务。新媒体互动娱乐内容制作业务包含内容制作及运营、艺人经纪、音乐版权、IP衍生开发及实景娱乐等业务。内容电商业务包括转型为媒体电商快乐购业务板块，以及构建以“内容+社区+电商”为核心的全新电商模式的小芒业务板块。

图3：芒果超媒业务结构



资料来源：公司公告，民生证券研究院

芒果TV互联网视频业务：主要分为广告、会员及运营业务。广告业务分为软广和硬广业务，软广业务以内容为核心，为客户提供冠名、植入等广告产品；硬广业务主要为客户提供贴片、中插等广告服务。会员业务分为线上和线下两部分，线上会员业务指的是公司通过上线优质付费内容吸引用户购买会员包；线下会员业务指的是通过各种形式的推广活动吸引用户成为会员。运营商大屏业务主要是

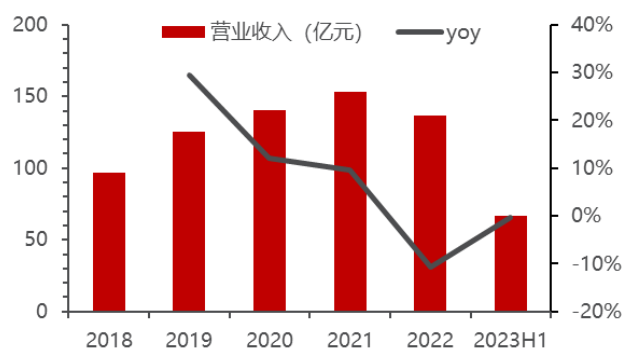
与各大运营商及电视运营商签署合作协议，公司提供内容产品，配合市场推广与营销，双方对相关收入进行分成。

新媒体互动娱乐内容制作：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。内容制作及运营业务主要包括综艺节目和影视剧制作及内容版权运用，一方面通过自制、定制等方式生产优质内容，另一方面通过内容吸引 C 端用户、B 端广告客户实现收益。艺人经纪业务主要通过挖掘、培养具有潜力的新人，为艺人提供从定位、宣传、造型、商务代言等全方位服务，并通过艺人参演影视综艺节目、演出、演唱会、代言、衍生授权等方式打造艺人经济闭环。音乐版权方面，公司基于艺人经纪长期积淀下来的音乐 IP 资源进行授权，包括线上 APP、游戏、节目使用权、影视配乐等授权业务。IP 衍生开发及实景娱乐板块，公司依托自身王牌节目如《大侦探》、《密室大逃脱》等，进行多维度的 IP 授权，并在全国布局线下实景娱乐业务，打造 M-CITY 品牌。

内容电商业务：包括传统电视购物转型媒体电商的快乐购业务板块，以及基于长视频内容的垂直内容电商平台小芒。媒体电商业务主要依托电视大屏，拓展 IPTV、移动 APP 与小程序等大小屏互动及多渠道运营。小芒电商定位为“新潮国货内容电商平台”，以“上小芒，发现新潮国货”为口号，通过优质内容向年轻用户推荐国货，构建以“内容+社区+电商”为核心的全新电商模式。

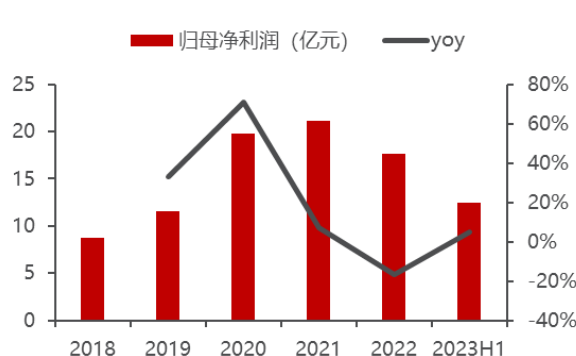
2022 年疫情影响业绩下滑，23 年有望企稳回升。公司重组上市以来，营收及归母实现稳健增长，2018-2021 年，公司营收由 97 亿元增长至 153 亿元，CAGR 为 16.7%；归母净利润则由 8.7 亿元增长至 21 亿元，CAGR 达 34 %。2022 年受疫情影响，广告业务短期承压，营收及归母有所下滑。2022 年营收、归母净利润分别为 137 亿元、18 亿元，分别同比下滑 11%、16%。2023H1 公司实现营收 67 亿元，同比下降 0.37%，降幅进一步收窄；成本进一步控制，归母净利润 13 亿元，同比增长 5.04%。

图4：芒果超媒营业收入及增速



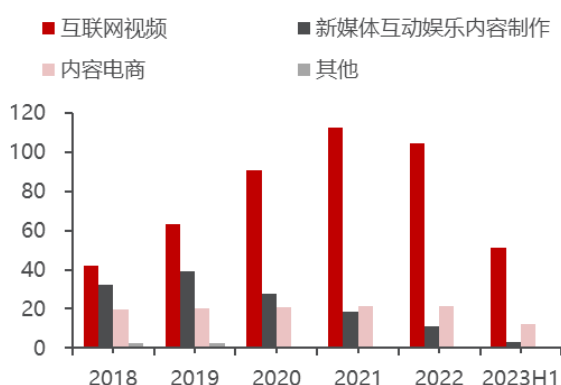
资料来源：wind，民生证券研究院

图5：芒果超媒归母净利润及增速

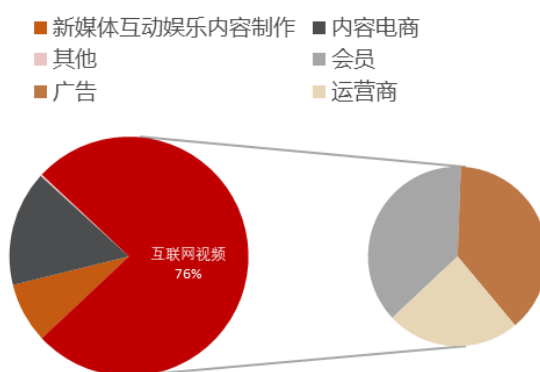


资料来源：wind，民生证券研究院

分业务来看，互联网视频业务占比持续提升。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业务及内容电商业务。互联网视频业务分为广告、会员及运营业务，2018 年以来在广告、会员业务的驱动下取得快速增长，营收占比由 2018 年的 43% 持续提升至 2022 年的 76%。而内容制作及内容电商业务增长相对平稳，营收占比持续下降。内容制作业务包含内容制作及运营、艺人经纪、音乐版权、IP 衍生开发及实景娱乐等业务，营收占比由 2018 年的 34% 持续下降至 2022 年的 8%。内容电商业务包括快乐购及小芒，营收占比由 2018 年的 20.6% 下降至 2022 年的 16%。

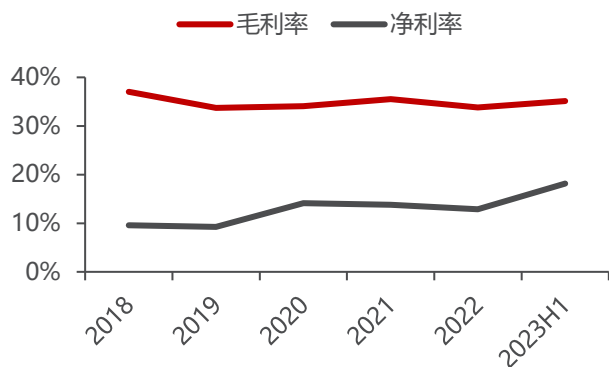
图6：芒果超媒分业务收入（亿元）


资料来源：wind，民生证券研究院

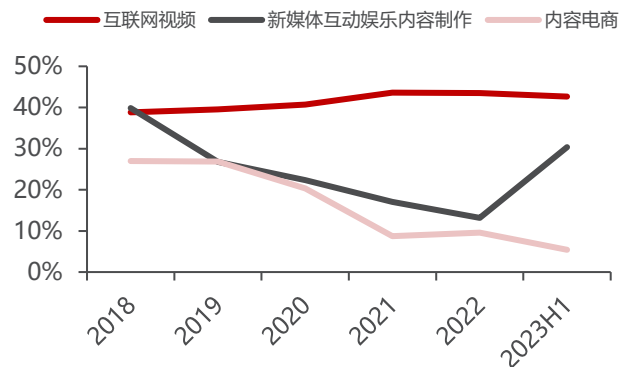
图7：芒果超媒 2022 年营收拆分


资料来源：wind，民生证券研究院

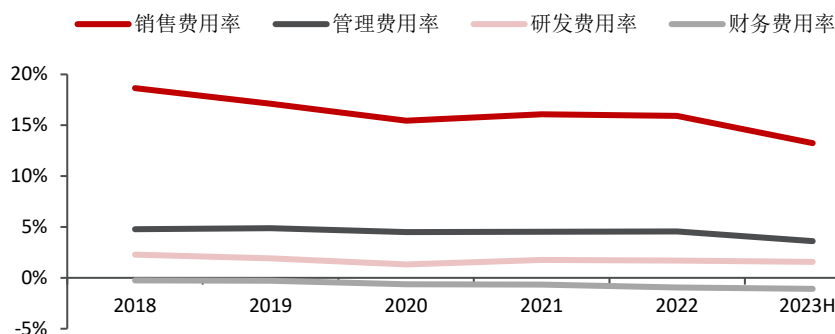
近年来毛利率企稳，净利率稳步提升。2019 年以来公司盈利能力稳步提升，**毛利率**在 35% 上下波动。**净利率**由 2019 年的 9.2% 提升至 2022 年的 13%，2023H1 进一步提升至 18.16%。原因系费用率的持续优化所致。销售、管理费用率分别由 2019 年的 17%、5% 持续缩窄至 2022 年的 16%、5%，2023H1 进一步缩窄至 13%、3.6%。展望未来，我们认为公司盈利能力有望持续提升。公司依靠前期王牌综艺剧集等积攒大量观众基础，推动招商品牌数及会员数上升以及费用率稳中有降，带动公司利润率回升。

图8：芒果超媒毛利率、净利率变化


资料来源：wind，民生证券研究院

图9：芒果超媒分业务毛利率变化


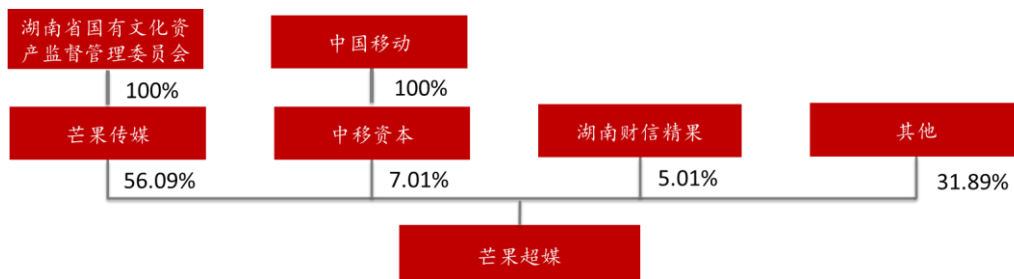
资料来源：wind，民生证券研究院

图10：芒果超媒费用率变化


资料来源：wind，民生证券研究院

1.2 国资背景优势明显，管理层深耕内容产业

湖南省文资委为实控人，国资背景优势明显。湖南省文资委是公司实控人兼第一大股东，其持有芒果传媒 100%股份，并通过芒果传媒持有公司 56.09%的股份。中国移动全资子公司中移资本是公司第二大股东，目前持股 7.01%。国资平台湖南财信精果是公司第三大股东，目前持股 5.01%。

图11：芒果超媒股权结构图（2023H1）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

管理层多出自湖南广电，深耕内容产业。公司管理层多出自广电体系，深耕内容产业多年。董事长蔡怀军于 2023 年 2 月任职，此前历任湖南广电财务部副主任、芒果传媒战投部、芒果超媒总经理等。其自 2017 年担任快乐阳光总经理，其任职期间芒果超媒完成资产重组并上市，并积极推进双平台融合，公司内容能力更上一层楼，系列综艺《哥哥》、《姐姐》等取得重大突破。

表1：芒果超媒管理层履历

姓名	职务	履历
蔡怀军	董事长兼董事	芒果超媒董事长,小芒电商董事长。 历任湖南广电财务部副主任、芒果传媒副总经理、战投部部长,快乐阳光党委书记、执行董事、经理等。
梁德平	总经理兼董事	2023.1 至今, 任芒果超媒总经理 历任湖南广电娱乐频道总监助理兼财务部主任、芒果娱乐副总经理、芒果互娱执行董事、芒果超媒副总经理兼财务总监等。
周海	副总经理	2023.1 至今, 任芒果超媒副总经理 历任湖南广电总监助理兼总编室主任, 湖南台卫视频道党委委员,芒果超媒党委委员、纪委书记等。
张志红	副总经理, 财务总监、董秘	2022.7 至今, 任芒果超媒副总经理、财务总监兼董秘 历任湖南有线财务部副总经理, 电广传媒财务和资管部总经理助理, 快乐阳光财务总监等。
申亚东	副总经理	2022.7 至今, 任芒果超媒副总经理 历任湖南广电卫视频道总编室节目部副经理, 天娱传媒副总经理等。
罗泽军	副总经理	2022.7 至今, 任芒果超媒副总经理 历任湖南经视保卫部主任、湖南广电都市频道副总监、快乐阳光副总经理等。
郑华平	副总经理	2018.8 至今, 任芒果超媒副总经理 历任湖南台新闻中心记者、湖南台金鹰卡通频道行政部主任、湖南广电节目交易管理中心副主任、快乐阳光副总经理、芒果互娱董事长兼总经理等。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

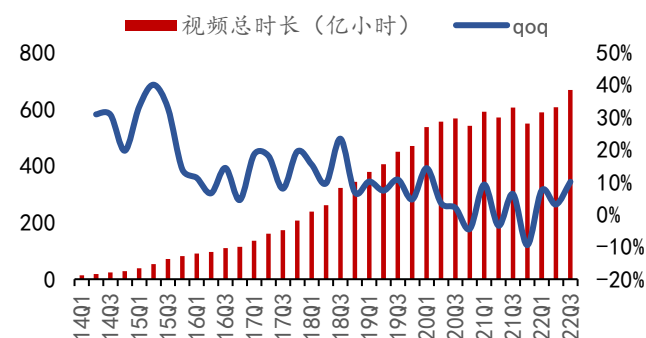
2 当前长视频平台竞争格局到什么阶段？

2.1 竞争氛围趋缓，聚焦盈利是共同主题

长视频行业竞争格局趋缓。国内在线视频行业经过前几年的激烈竞争，目前已经进入较为温和的竞争态势。1) 赛道间：随着短视频流量见顶，视频行业格局趋稳，长视频流量企稳。2) 赛道内：国内长视频平台起源于 PC 互联网黄金时代，乐视、土豆、优酷等平台纷纷上线。此后在资本、政策的推动下，平台纷纷抢占版权内容以获取用户，版权费用持续提升。从而中小平台退出市场，竞争格局发展到目前“两超两强”的格局。竞争的核心由购买付费内容抢占用户，转为自制优质内容促使用户付费。

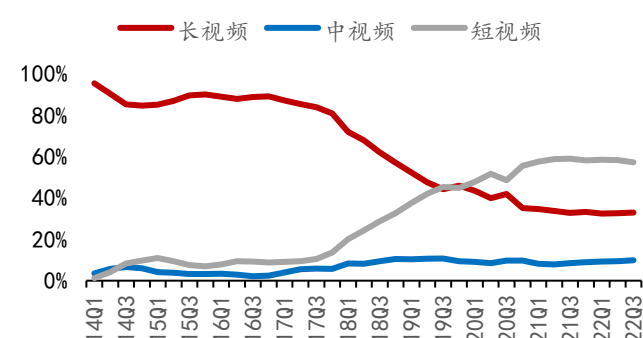
赛道间竞争：短视频冲击趋缓，长视频份额企稳。2018 年之前，受益于移动互联网的流量红利，视频行业时长随着移动网民数量的增长而增长；2018 年后，视频行业增长主要驱动力来源于短视频的增长红利。2018Q1 至 2021Q1，视频整体时长由 238 亿小时增长至 590 亿小时，其中短视频时长由 48 亿小时快速增长至 339 亿小时，占视频整体时长比由 20%提升至 57%。2020 年以来，随着短视频时长逐渐饱和，长视频时长份额下跌趋势呈边际收窄态势，2022Q3 短视频、中视频、长视频时长占比为 57%、10%和 33%，环比基本持平，视频行业各细分板块时长格局趋稳。

图12：2014-2022Q3 视频总时长（亿小时）



资料来源：易观千帆，民生证券研究院

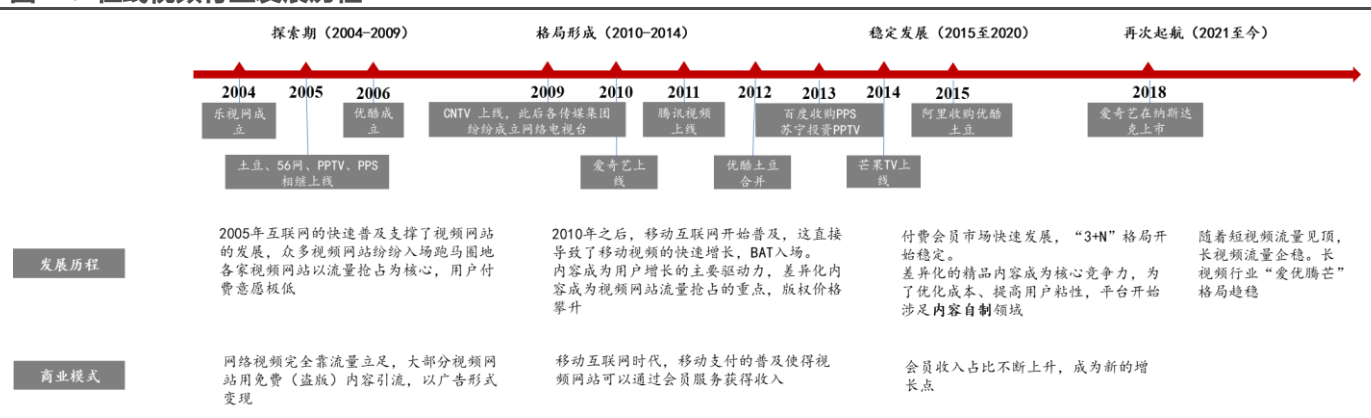
图13：2014-2022Q3 视频时长结构



资料来源：易观千帆，民生证券研究院

赛道内竞争：长视频格局稳定。国内在线视频平台起源于 05 年，彼时正处于 PC 互联网的黄金时代，国内在线视频平台由 UGC 内容起家，乐视、土豆、优酷等平台纷纷上线。2010 年以来随着版权意识觉醒，资本推动下在线视频平台开启“版权大战”以获取用户，版权价格飞速提升，中小平台退出市场，竞争格局发展到目前“两超两强”的格局。2018 年以来，随着在线视频用户增长见顶，深耕现有存量用户成为平台的首要任务。长视频平台间的竞争要素由资本转为内容体系的建立，即由之前“烧钱”抢占版权，从而获得用户的模式，转向通过自制优质内容带动会员付费及提价，从而驱动利润增长。

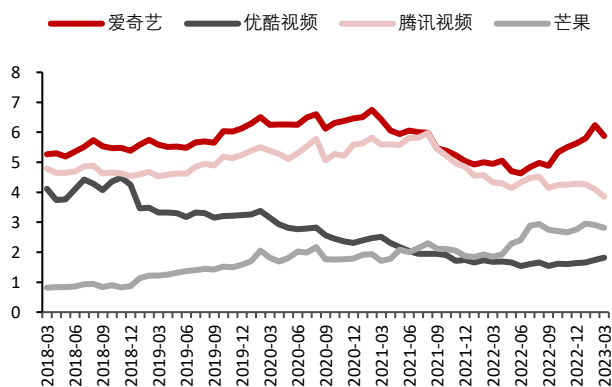
图14：在线视频行业发展历程



资料来源：民生证券研究院整理

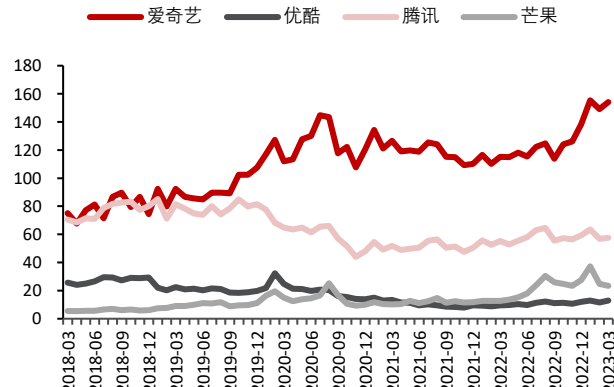
爱奇艺、腾讯处于第一梯队，优酷、芒果处于第二梯队。用户数来看，2023Q1 爱奇艺、腾讯视频、芒果 TV、优酷视频 MAU 分别为 5.97、4.07、2.89、1.74 亿人（易观千帆），分别同比增长 20.6%、-9.2%、54.5%和 3.1%，芒果是增速最高的长视频平台。时长来看，爱奇艺在《人世间》、《苍兰诀》、《狂飙》等优质内容的推动下，时长筑底回升，腾讯及优酷保持平稳，芒果 TV 时长呈提升态势。

图15：长视频平台用户数（亿人）



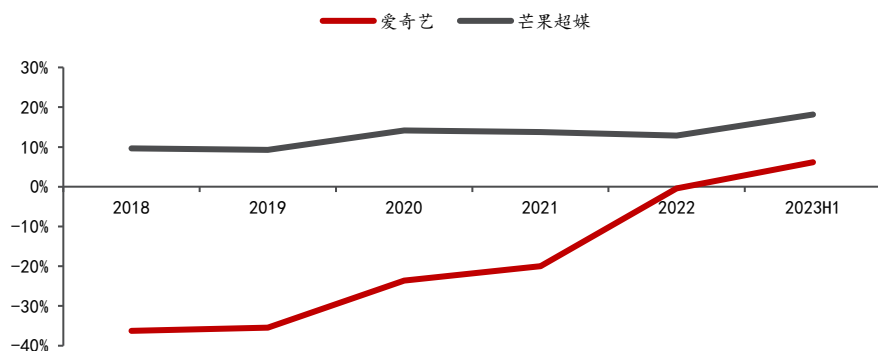
资料来源：易观千帆，民生证券研究院

图16：长视频平台用户时长（亿小时）



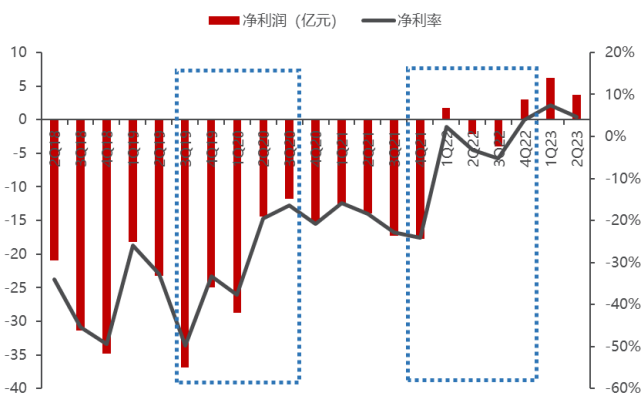
资料来源：易观千帆，民生证券研究院

随着竞争格局稳定，平台聚焦盈利，2022 年利润大幅改善。2021 年以来，竞争趋缓叠加互联网监管收紧，平台纷纷进行降本增效，聚焦盈利能力的提升。芒果超媒由于较低的内容成本一直处于盈利状态；爱奇艺 2022Q1 实现单季度盈利，2022 全年 Non-GAAP 净利润为 13 亿元。

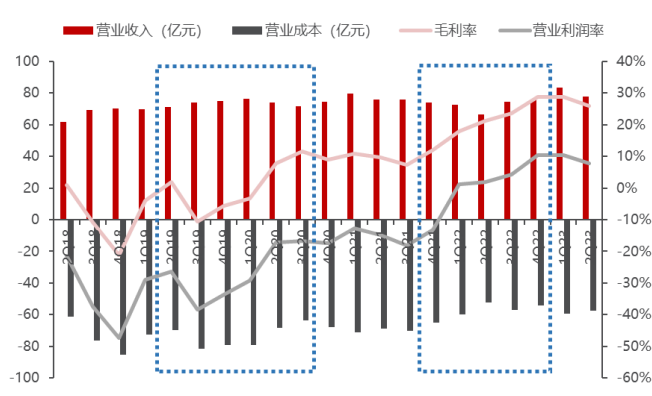
图17：爱奇艺、芒果超媒净利率对比


资料来源：wind，民生证券研究院

盈利能力的提升主要系成本下降所致。进一步我们拆分平台 UE 模型，来分析盈利能力改善的原因，探究盈利能力改善的持续性以及空间。以爱奇艺为例，其净利润在 2019Q3-2020Q3 和 2021Q4-2022Q4 实现两段跃升，系内容成本持续优化所致。收入来看，两阶段收入均维持在 73-76 亿元区间；成本来看，19Q3-20Q3 成本由 82 亿元下降至 64 亿元；21Q4-22Q4 成本由 65 亿元下降至 54 亿元。

图18：爱奇艺净利润及净利率


资料来源：wind，民生证券研究院

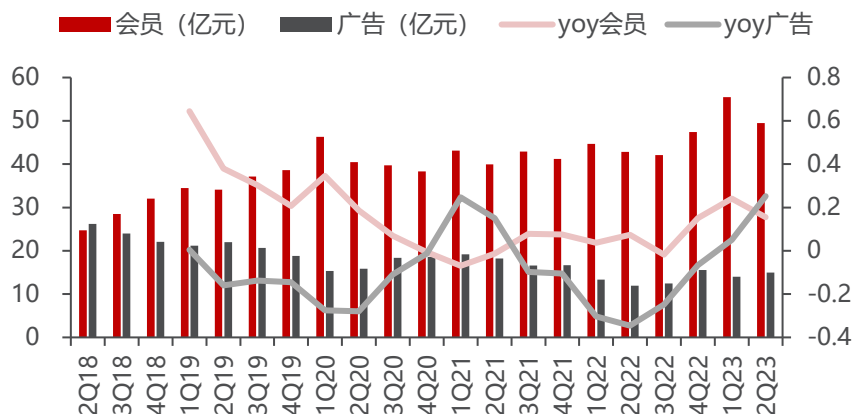
图19：爱奇艺毛利率及营业利润率


资料来源：wind，民生证券研究院

除了降本，收入端提价逻辑也在持续兑现。2023 年爱奇艺盈利能力持续同比大幅改善，23Q1 净利率达 7%，环比提升 3pct；毛利率和营业利润率环比持平，利润的增长更多由收入规模的提升所带动。爱奇艺收入主要由会员和广告构成，23Q1 尽管广告收入小幅下滑，但会员收入的大幅增长，仍然有效带动整体收入规模的提升。而复盘 19Q3-20Q3 和 21Q4-22Q4 的两段利润释放期，整体收入规模变化不大，原因系会员收入的上升，被广告收入的下滑所冲抵。当前整体广告收入企稳，会员收入增长驱动整体收入规模提升。进一步拆分会员收入来看，19-22 年会员数量维持在 1 亿人左右，而 ARPPU 由 35-38 元提升至 42-45 元左右，会员提价逻辑在持续兑现。展望未来，广告收入企稳回升，会员提价有望带动整体收

入规模提升。

图20：爱奇艺会员、广告收入及增速



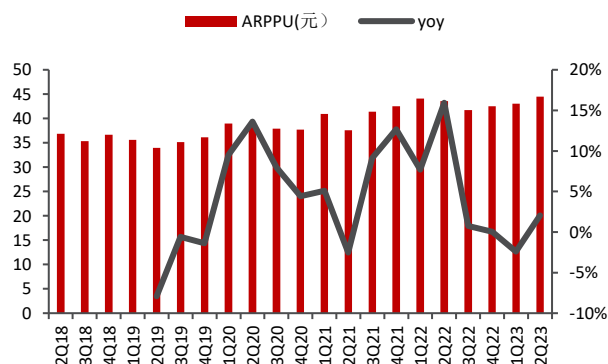
资料来源：wind，民生证券研究院

图21：爱奇艺会员数及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图22：爱奇艺会员 ARPPU 及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

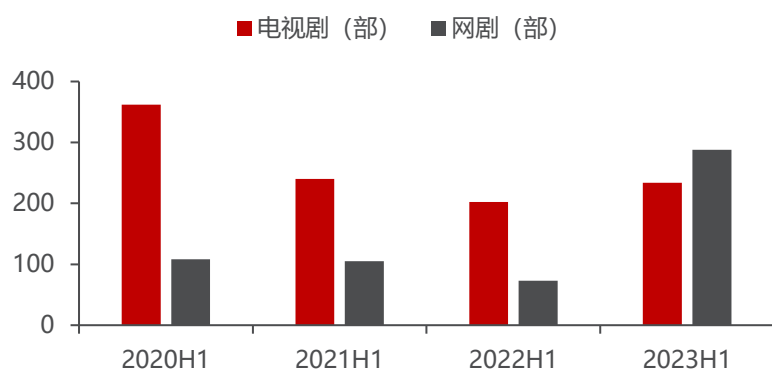
2.2 内容成本下降，优质内容推动会员提价，利润逐步进入释放阶段

2.2.1 成本端：内容成本持续下降

我们进一步总结内容成本下降的原因：量：减少内容购买。平台更加注重内容 ROI，聚焦头部内容，减少 ROI 较低的中腰部内容数量购买。价：1) 内容采购成本下降。限薪令叠加平台竞争趋缓，上游内容采购成本下降；2) 平台加强自制。内容获取方式由采购模式，不断转为更低成本的自制模式。

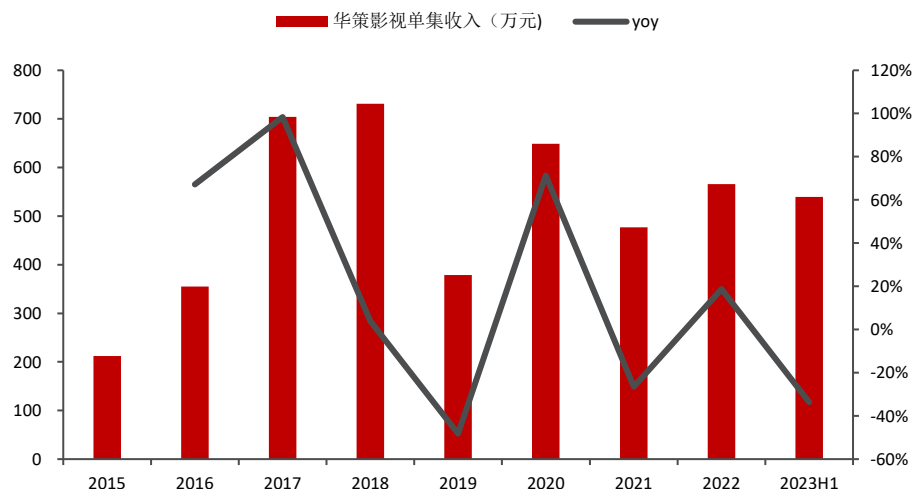
1、平台降本增效，减少内容购买。21 年以来，长视频平台纷纷进行“降本增效”，将资金投向 ROI 更高头部内容，减少 ROI 较低的中腰部内容。2020H1-2022H1 剧集备案数逐年下降，电视剧、网剧分别由 362、108 部下降至 202、73 部。2023 年随着市场回暖，剧集供给有所回升。

图23：2020H1-2023H1 剧集备案数



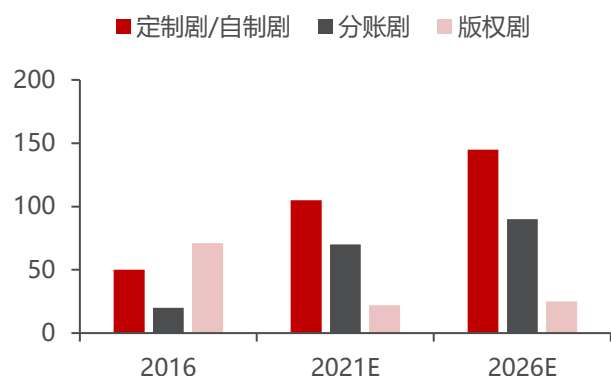
资料来源：华经产业研究院，娱乐资本论，民生证券研究院

2、限薪令推动内容成本下降。2018 年三大视频网站于六大制片公司发布联合申明，共同抵制“天价”片酬现象，同年广电总局发布“限薪令”，2020 年、2022 年广电总局再次颁布新版限薪令，坚持对艺人综艺、电视剧片酬进行限制。在监管部门与企业的共同推动下，艺人片酬得以下降，内容成本明显下降。我们以华策为例，2018 年之后，单集收入呈下滑态势。

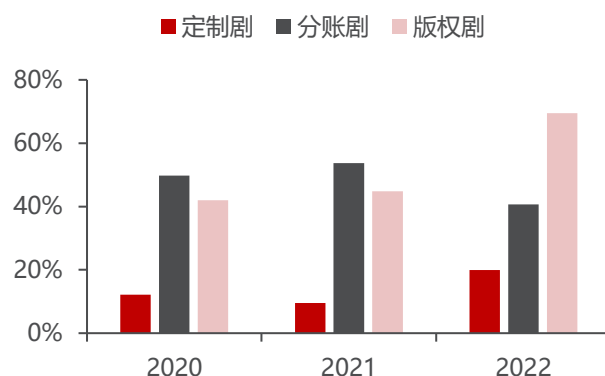
图24：华策影视剧集单集收入下降


资料来源：华策影视公告，民生证券研究院

自制趋势下，内容成本下降。整体供给端出清的背景下，剧集内部结构也在改变，分账剧和定制剧占比持续提升，版权剧占比下降。2016-2021年，分账剧、定制剧分别由20、50部上升至70、105部，版权剧由71部下降至22部。以影视制作公司耐看娱乐为例，其自制剧毛利率低于版权剧，2022年版权剧毛利率近70%，而定制剧毛利率仅为20%。因此我们认为，自制趋势下，内容成本有望持续优化。

图25：自制剧数量提升（部）


资料来源：弗若斯特沙利文，观研天下，民生证券研究院

图26：自制剧毛利率较低


资料来源：耐看娱乐招股书，民生证券研究院

成本端短期下降空间有限，长期有望对标海外。对比海外，国内平台内容成本较高，其原因系：国内演员片酬较高，且中美影视产业链存在差异。美国影视行业经历数百年的发展历程，内容已经形成工业化制作体系，专业化分工较为成熟，影视制作环节导演、剧本、演员、设备等均由不同公司负责，从而平台作为内容整合方具有较高议价权。而国内影视行业发展历程相对较短，目前项目制特征更为明显。影视公司倾向于全产业链的布局，呈经纪、制作、发行全产业链服务，从而优质内容成为稀缺资源，平台话语权削弱。尽管近年来各平台开始自建工作室团队，推动影视制作工业化，但行业的改变绝非一朝一夕之功。

2.2.2 收入端：提价释放利润空间

长视频平台进入稳定提价区间。2019 年以来，长视频竞争趋缓叠加盈利诉求提升，平台开始相继涨价。爱奇艺于 2020 年底首先开启涨价，此后腾讯视频、芒果 TV 陆续跟进，并于 2022 年先后提价。当前各平台会员价格趋于一致，月卡价格均已达到 30 元水平。

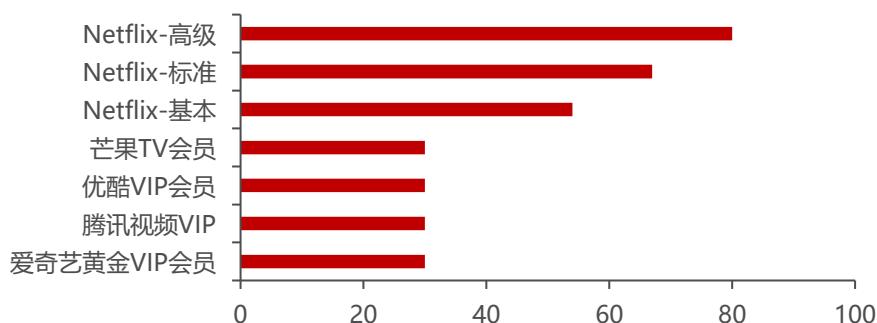
表2：视频网站会员价格体系

视频平台	提价前后	服务名称	连续包月 (元/月)	月卡 (元/月)	连续包季 (元/季)	季卡 (元/季)	连续包年 (元/年)	年卡 (元/年)
爱奇艺	提价前	黄金 VIP 会员	15	19.8	45	58	178	198
	2020/11/13 提价	黄金 VIP 会员	19	25	58	68	218	248
	2021/12/1 提价	黄金 VIP 会员	22	30	63	78	218	248
	2022/12/16 提价	黄金 VIP 会员	25	30	68	78	238	258
腾讯视频	提价前	腾讯视频 VIP	15	20	45	58	178	198
	2021/4/10 提价	腾讯视频 VIP	20	30	58	68	218	253
	2022/4/20 提价	腾讯视频 VIP	25	30	68	78	238	258
优酷视频	提价前	优酷 VIP	19	30	53	78	228	238
	2022/6/21 提价	优酷 VIP	25	30	68	78	238	258
芒果 TV	提价前	芒果 TV 会员	18	25	53	68	208	228
	2022/1/2 提价	芒果 TV 会员	19	25	58	68	218	248
	2022/8/9 提价	芒果 TV 会员	22	30	63	78	218	248

资料来源：爱奇艺，腾讯视频，芒果 TV，民生证券研究院整理

提价空间：对标奈飞尚有空间。目前国内视频平台已经形成提价趋势，月卡价格已达到 30 元水平，但是对比奈飞仍有较大差距。2022 年奈飞香港地区会员付费水平来看，基本、标准、高级会员费用分别为 54、67、80 元/月，对标基本会员水平尚有较高空间。

图27：国内视频平台与奈飞香港地区会员月费对比（元）

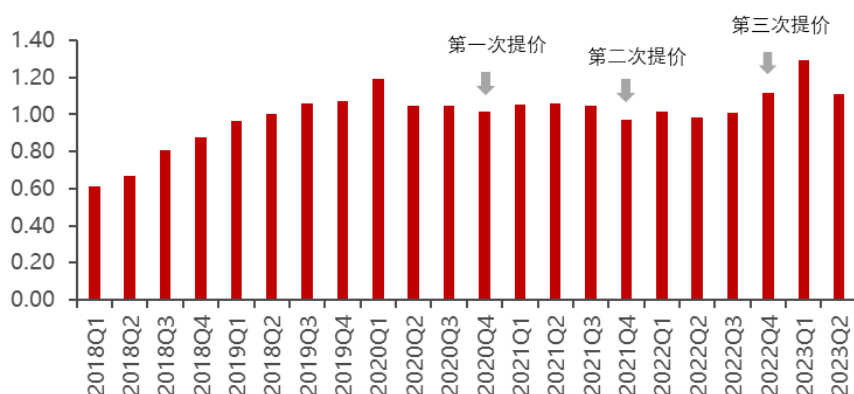


资料来源：华经产业研究院，民生证券研究院

长期来看，涨价的核心驱动是精品内容的稳定输出能力。目前提价并未影响平台会员数量，其原因可能在于当前国内长视频平台价格较低，用户对于价格不敏感，此外用户已对平台产生一定的粘性。但是长期来看，涨价的核心仍然在于精品内容

的稳定输出能力。参考奈飞，在精品内容构建的护城河下，多次提价覆盖高昂内容成本，同时会员规模长期向上，形成优质内容生产、用户付费意愿提升的正向循环。近年来国内长视频平台不断发力自制精品内容，并涌现出《延禧攻略》、《隐秘的角落》等优质剧集，国内长视频精品内容输出能力不断增强。

图28：爱奇艺会员数量（亿人）



资料来源：爱奇艺公告，民生证券研究院

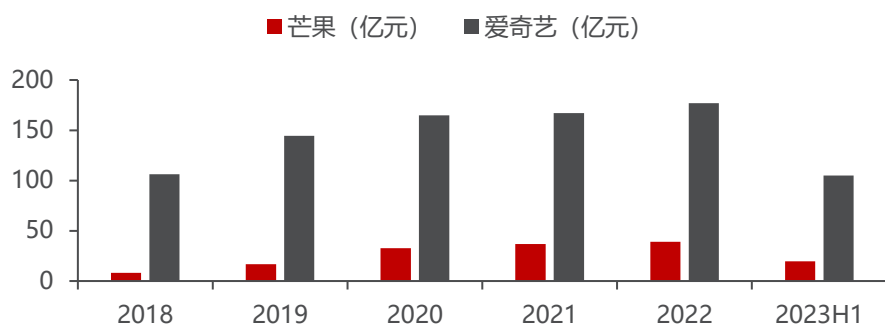
内容能力是未来竞争的核心。长视频平台过去面临盈利难题的原因在于流量快速增长期，平台之间陷入“烧钱”抢版权的恶性竞争。流量见顶之后，长视频竞争趋缓，平台盈利好转。展望未来，平台之间竞争的关键在于内容自制。一方面，存量市场用户忠于内容而非渠道，优质内容是吸引用户的关键。另一方面，长视频盈利能力持续提升，需要继续降低内容成本，以及进行会员提价，自制内容具有相对更低的成本，也能支撑平台进行提价。

3 芒果平台会员空间有多大？

3.1 会员数、ARPPU 均有空间

芒果 TV 会员收入仅为爱奇艺的 1/4。2022 年芒果超媒、爱奇艺会员收入分别为 39、177 亿元，芒果会员收入仅为爱奇艺的 1/4。拆分来看，会员数及 ARPPU 均有较大差距。芒果 TV 发力长视频业务较晚，当前仍然处于用户增长阶段，MAU 及会员对标竞对均有较高空间。ARPPU 较竞对差距较大，长期公司需要持续补足剧集能力，以迈入用户及 ARPPU 提升的下一阶段。

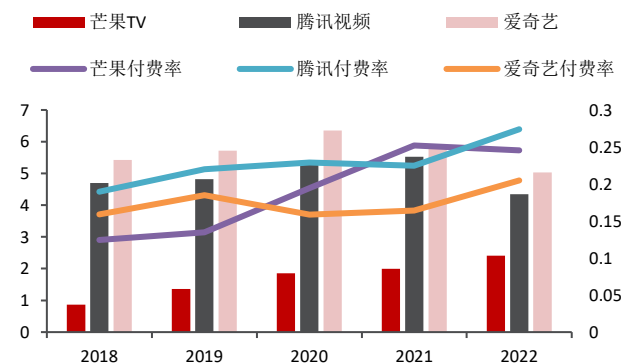
图29：芒果超媒、爱奇艺会员收入对比



资料来源：wind，民生证券研究院

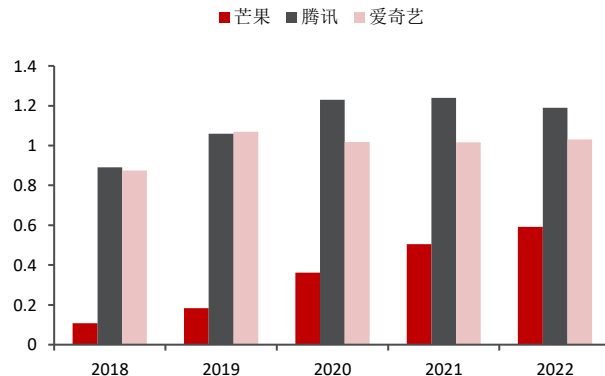
会员数仅为爱奇艺、腾讯视频的一半。相较于腾讯视频、爱奇艺，芒果 TV 成立较晚，随着平台内容建设不断加强，会员数由 18 年的 1075 万增长至 22 年的 5916 万。相比于腾讯、爱奇艺 1 亿左右的会员数，尚有较高空间。进一步拆分会员数的增长驱动：会员数=MAU x 付费率。MAU 芒果为竞对的一半，22 年芒果 TV、腾讯视频、爱奇艺 MAU 分别为 2.41、4.34、5.03 亿人。付费率居中，22 年芒果 TV、腾讯视频、爱奇艺付费率分别为 25%、27%、20%。展望未来，会员数的增长主要通过促进 MAU 的提升以及 MAU 付费转化所驱动。

图30：芒果、腾讯、爱奇艺 MAU (亿人) 及付费率



资料来源：易观千帆，民生证券研究院

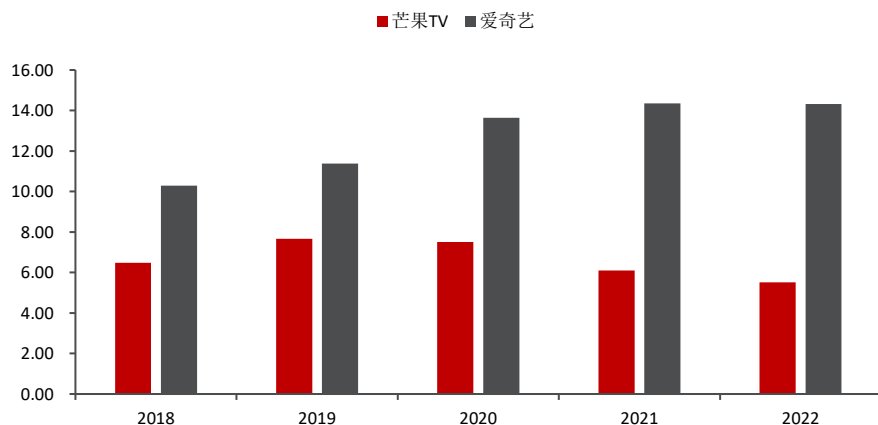
图31：芒果、腾讯、爱奇艺会员数 (亿人)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

ARPPU 仅为爱奇艺的一半。长视频平台的发展历程可以总结为追求用户增长，到注重存量用户变现两个阶段。于 2010 年成立的爱奇艺当前已然处于第二阶段，MAU 及会员均已达 5 亿、1 亿的稳态，当前更为注重会员 ARPPU 的提升。而芒果 TV 成立较晚，当前仍然处于通过促销拉动用户增长的阶段。2022 年芒果平均月 ARPPU 仅为 6 元左右，而爱奇艺为 14.3 元，芒果 ARPPU 较同行有较高空间。

图32：芒果 TV、爱奇艺月 ARPPU (元)



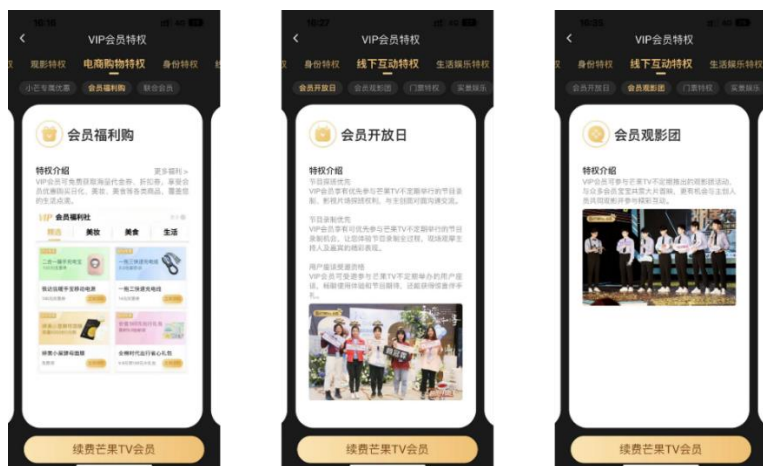
资料来源：公司公告，民生证券研究院

总结来看，当前由于发展阶段的原因，芒果 TV 的目标仍然是追求用户增长，用户增长见顶后，将转为 ARPPU 的提升。接下来我们重点探究用户数的增长路径及空间，具体包括买量、促销、提供福利、内容投入等。

3.2 促销是短期驱动，88VIP 带来增量

公司主要通过买量、促销、提供福利拉动会员数增长。买量主要为广告投放，通过去热门平台买量，扩充用户接触面积。**促销**包括：1) 新用户优惠。通过新用户首充特惠等方式拉新引流，比如新用户连续包月活动首月 1 元 (18 年 12 月)。2) 长周期会员促销。引导用户购买长周期会员。比如当前月卡 30 元/月，连续包月 22 元/月 (23 年 8 月)。3) 联合会员促销。与其他平台联合售卖会员。比如阿里 88VIP 价格 88 元/年，可享有淘宝、芒果 TV、网易云音乐等多平台会员权益。**福利**包括：1) 电商购物福利。会员专享日化、美妆、美食等生活类权益，促进会员活跃，增强留存。2) 线下互动福利。打通线上线下权益，引导节目忠实粉丝向会员转化。比如会员开放日，VIP 会员可优先享有节目探班、节目录制等特权。3) 商务合作。发放体验会员、代金券，接触更多潜在用户，促进二次付费转化。

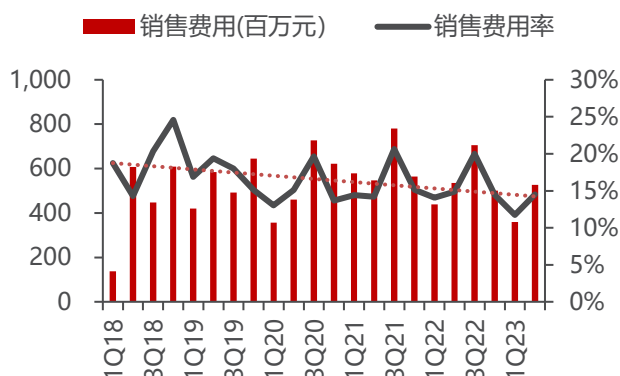
图33：公司通过买量、促销、福利等拉动会员增长



资料来源：芒果TV APP，民生证券研究院

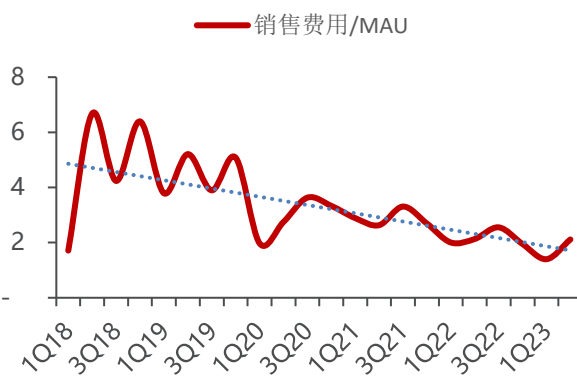
买量支出控制较好。买量是提升 MAU 比较立竿见影的方式，但随着移动互联网流量红利见顶，买量费用不断提升，买量性价比越来越低。芒果TV 营销支出控制较好，绝对值维持在单季度 5 亿元左右，销售费用率、销售费用/MAU 呈波动下降态势。

图34：公司销售费用及销售费用率



资料来源：wind，民生证券研究院

图35：公司销售费用/MAU



资料来源：wind，Questmobile，民生证券研究院

促销是短期增长驱动，88VIP 有望带来增量。8 月 1 日，芒果TV 与淘宝天猫 88VIP 达成合作，淘宝天猫 88VIP 页面增加芒果TV 会员年卡选项。双方合作后，88VIP 用户可在权益页面选择兑换芒果TV 会员，即可在有效期内享受芒果会员身份及相关权益，包括芒果的独家综艺、影视剧等，以及节目录制体验、会员专属线下活动等。此次合作基于双方需求考量，芒果需要用户增长，88VIP 是阿里核心用户，消费能力强。而阿里近年来发力内容电商，需要更多的内容资源。我们认为此次合作有望为芒果TV 带来会员增量。我们梳理 88VIP 联合会员产品发现，其加入 88VIP 之后与淘宝 MAU 重合率均有提升，我们认为一定程度上是 88VIP 导流所致。以优酷为例，18 年 8 月纳入 88VIP 体系至今，优酷与淘宝的 MAU 重合率由 50% 上升至 92%，19 财年-22 财年优酷日均付费用户增速分别达 88%、50%、35%、15%（阿里财报）。

表3: 88VIP 会员体系 (万人)

会员体系	加入时间	场景	加入时间				2023 年 7 月			
			淘宝 MAU	产品 MAU	重合用户	重合率	淘宝 MAU	产品 MAU	重合用户	重合率
飞猪	2019.8.8	旅游	64216	2677	2543	95%	88049	2881	2769	97%
饿了么	2018.8.8	外卖	55571	4394	3615	82%		9571	9012	95%
优酷	2018.8.8	视频	55571	47000	23479	50%		23218	21189	92%
网易云	2020.8.7	音乐	75330	15042	13463	90%		15778	14346	92%
淘票票	2018.8.8	观影	55571	1354	1139	84%		976	944	97%
高德地图	2021.8.4	出行	82693	65952	49913	76%		80938	62636	79%
芒果 TV	2023.8.1	观影						26401	21701	84%

资料来源: Questmobile, 民生证券研究院

88VIP 有望贡献千万会员增量。开通 88VIP 的用户可以兑换芒果 TV 的会员, 可为芒果 TV 带来新增会员。具体测算如下: **MAU 来看**, 22 年底淘宝和芒果 TV 的 MAU 重合用户为 2.32 亿人, 淘宝独占用户为 6.55 亿, 独占率为 74%。**会员数来看**, 22 年 6 月 88VIP 会员为 2500 万人, 假设 88VIP 增速同 MAU 增速一致, 参考 22 年 6-12 月, 淘宝 MAU 由 8.75 亿人增长至 8.88 亿人, 增速为 1.5%, 那么 22 年底 88VIP 数量为 2537 万 ($2500 \times 1.5\% = 2537$)。假设 22 年底芒果 TV 会员同 88VIP 会员重合率与双方 MAU 重合率一致, 那么 2537 万的淘宝 88VIP 会员中有 1872 万独占用户, 最高可为芒果 TV 带来 1872 万的增量用户。

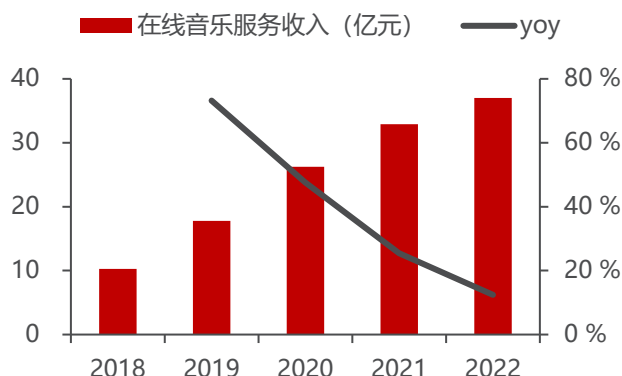
表4: 88VIP 最高有望为芒果 TV 带来千万会员增量 (万人)

	淘宝	芒果 TV
MAU	88,803	26,181
重合会员	23,265	
独占 MAU	65,538	
独占率	74%	
会员数	2,537	5,916
独占率	74%	
独占会员	1,872	

资料来源: Questmobile, 阿里财报, 芒果财报, 民生证券研究院测算 注: 数据截至 2022 年 12 月

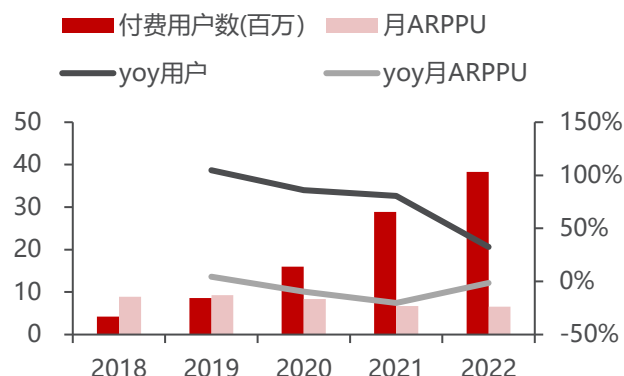
88VIP 对 ARPPU 影响有限。由于 88VIP 涉及结算定价, 88VIP 带来的会员数对于平台 ARPU 有所稀释。但是处于用户增长期的平台, 其会员增速往往远高于 ARPPU 下降幅度。参考网易云音乐, 其于 20 年 8 月加入 88VIP, 21-22 年会员数增速分别为 86%、81%, ARPPU 下降-10%、-20%。

图36：云音乐在线音乐服务收入及增速



资料来源：云音乐财报，民生证券研究院整理

图37：云音乐付费用户数、月 ARPPU

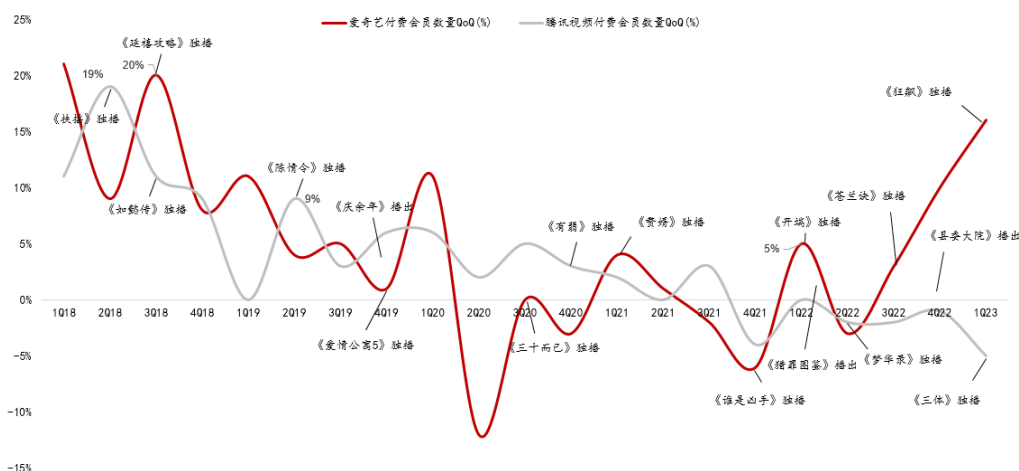


资料来源：云音乐财报，民生证券研究院整理

3.3 剧集能力是长期驱动，当下初步得到验证

优质内容有效拉动用户付费。国内平台通常通过优质内容拉动 MAU 及付费会员提升。以爱奇艺为例，18Q3《延禧攻略》、20Q1《庆余年》、20Q3《三十而已》、21Q1《赘婿》、23Q1《赘婿》的热播拉动会员数环比高增。以腾讯视频为例，18Q2《扶摇》、18Q3《如懿传》、19Q2《陈情令》、19Q4《庆余年》、22Q1《开端》热播拉动会员数量环比高增。

图38：热播剧集有效拉动平台付费会员增长



资料来源：腾讯财报、爱奇艺财报，民生证券研究院

公司持续投入剧集，长期向好。平台增长的第一阶段是用户数的增长，第二阶段是 ARPPU 的提升。由第一阶段切往第二阶段的关键一跃在于足够的内容留住用户，从而得以提价。前文已经分析，长视频平台提价已经成为趋势，但是芒果的 ARPPU 却在持续下降。背后反映的是芒果综艺内容达到天花板，而剧集内容仍未实现明显突破。18 年以来，公司在持续投入内容版权，20 年后持续加大剧集投入，

若剧集逻辑得以兑现，有望带动会员收入实现量价齐升。

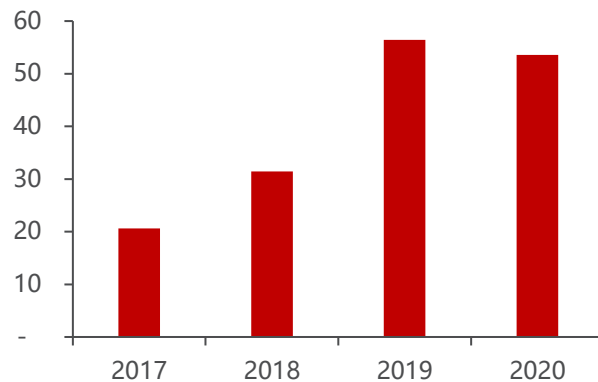
图39：公司内容版权资产（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

注：无形资产、存货代替内容版权资产

图40：公司内容版权投入（亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

4 优质综艺打造能力如何练成？

4.1 继承湖南卫视内容及创新基因

当前芒果 TV 在综艺市场具有优势，该种优势源于其强大的创新体系。而体系的建立来源于长久积累的内容制作经验、人才储备，以及激励机制，从而支撑芒果不断推出创新综艺。复盘历史，芒果 TV 初期的内容几乎都来自湖南卫视，因此要探究芒果的内容体系，需要复盘湖南卫视的发展历史。

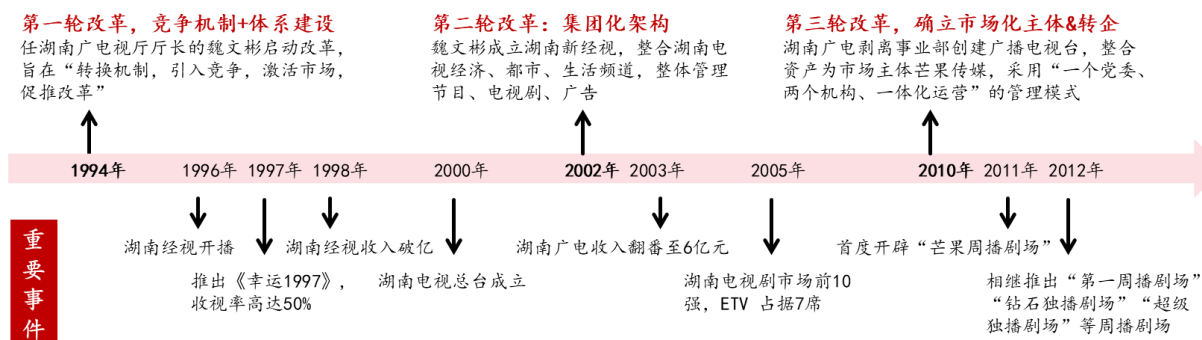
湖南广电经历三轮改革，积淀内容基因。复盘历史，湖南卫视一直秉承“不创新，毋宁死”的观念，积极鼓励内容创新，并为之匹配各种支持制度。

第一轮改革引入竞争机制，推动综艺体系建设。1994 年时任湖南广播电视厅厅长的魏文彬启动第一轮改革，目的是“转换机制，引入竞争，激活市场，促推改革”。经视成立之初，受成本制约，以栏目（综艺前身）作为寻求差异化的核心路径。97 年推出的《幸运 1997》收视率最高达到 50%，99 年经视收入破亿元。此后卫视基于经视创作经验，推出《快乐大本营》、《玫瑰之约》等系列节目，最终综艺节目成为湖南广电树立品牌的核心路径。

第二轮改革建立集团化架构。2002 年魏文彬成立湖南经济电视台（新经视），重新整合湖南电视经济频道、都市频道、生活频道，将节目、电视剧、广告进行整体管理，基本建立集团化架构。次年湖南广电收入翻番至 6 亿元，05 年湖南电视剧市场前 10 强，ETV 占据 7 席。

第三轮改革确立市场化主体，成立芒果 TV 平台。10 年湖南广电开启第三轮改革，将事业部剥离成立广播电视台，产业资产整合成市场主体芒果传媒。两者采取“一个党委，两个机构，一体化运行”的管理模式。前者为事业单位，履行党台新闻宣传职能，后者为企业单位，主要负责产业经营。

图41：湖南广电改革历程



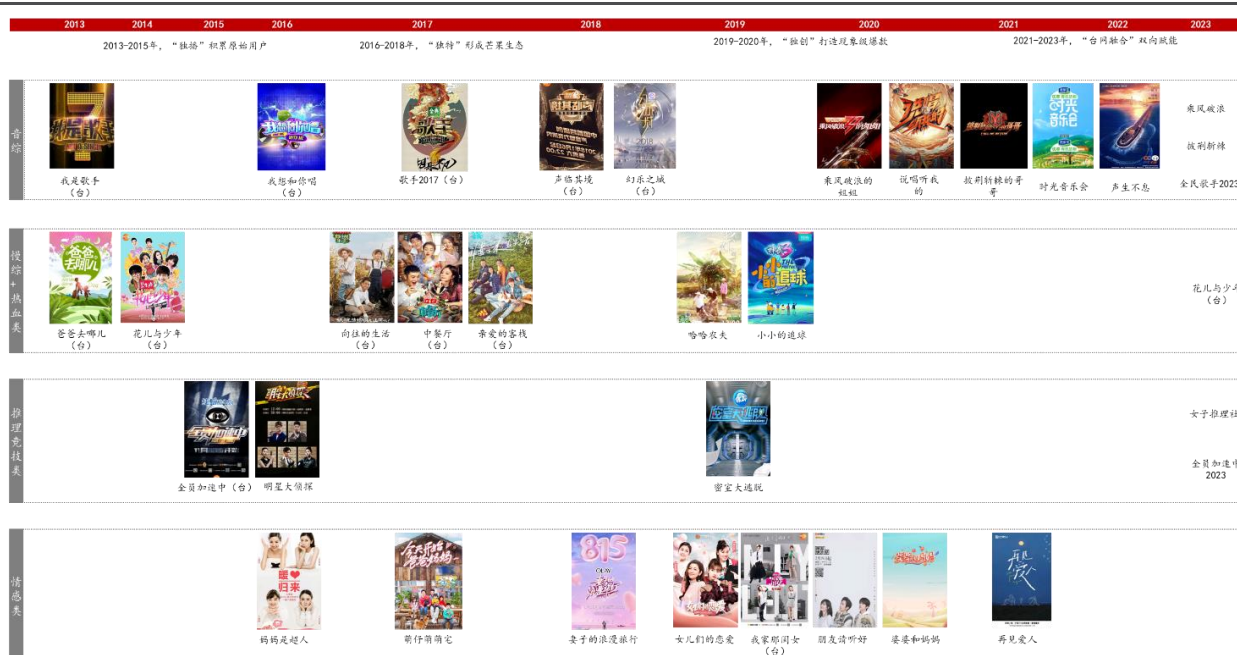
资料来源：界面新闻，商业新知，民生证券研究院整理

芒果 TV 创新基因与湖南卫视一脉相承。芒果超媒脱胎于湖南广电，内容创新能力一脉相承。

内容来看，独播-独特-独创，综艺差异化打法已经建立。复盘芒果 TV 的内容

战略,由最初的独播、到独特、独创,其内容团队、产品无不打上湖南湘军的烙印。13 年平台成立之初,版权内容较少,主要来自湖南卫视,比如《我是歌手》、《爸爸去哪儿》的独播权等。15 年 6 月,芒果 TV 开始实行以版权内容为主,自制为辅的“独特”战略。除了湖南卫视版权外,也进行差异化采购其他卫视版权,并开始搭建自制体系。19 年起正式提出独创战略,平台内容以自制为主。通过建立“工作室制度”等改革措施,成功打造《妻子的浪漫旅行》、《密室大逃脱》、《乘风破浪的姐姐》等系列 IP。

图42：芒果综艺内容推陈出新



资料来源：民生证券研究院整理

人才来看，芒果综艺火种薪火相传。随着独播后的芒果 TV 异军突起，仅靠湖南卫视的内容已经难以满足进一步发展需求。15 年 6 月平台开始实施“独特”战略，差异化采购其他卫视版权，并开始搭建自制体系。18 年湖南卫视原制片人吴梦知和单丹霞等人确认入职芒果 TV。18 年仅 7 个月间，卫视离职的 31 人中大部分入职芒果 TV，数量远超过去两年的人数。某种层面而言，14 年前后在新媒体平台的冲击下，传统卫视平台人才流失较为严重，而芒果由于综艺体系搭建较早（源于卫视栏目），且及时改革转型新媒体平台，芒果 TV 成为湖南卫视的人才转移承接平台。从而芒果综艺自制体系得以不断迭代、内容制作人才得以薪火相传。

公司制作团队实力强大，保障优质内容输出能力。芒果独到的人才培养及管理体系搭建行业顶级团队，成为芒果持续输出优质内容的关键所在。公司储备多个自制综艺制作团队、影视制作团队、新芒计划战略工作室，推出多部优质剧集综艺，代表如李甜团队《妻子的浪漫旅行》5 季、《乐队的海边》、《我们的滚烫人生》等综艺，李龙飞团队《张卫国的夏天》、《玉面桃花总相逢》、《别想打扰我学习》等剧集。公司内容生产创新能力得到保障，有效提升综艺、剧集良品率，全面提升平台竞争能力。

体系来看，一方面湖南卫视拥有完善的支持系统，多年发展中卫视逐步建设完善的支持系统，包括制片、演播、艺统、导摄、服化道等在内的 100 多人支持系统，工种齐全、作业流程成熟规划。另一方面，内容生产体系也在不断迭代，由科组长制，到栏目制，大兵团作战，再到工作室制度。内容始终是创新驱动的行业，过去的体系中，创新多由管理层发起，自上而下进行，工作室制度下创新动力更强，从而能持续生产优质内容。

表5：电视台内容生产体系发展历程

制度	形式	酬劳分配方式	问题
科组长制	一个节目就是一个事业属性的部门	事业编制为主，按身份分配	动力不强
栏目制	以节目为中心，制片人按照节目发展自行聘用人员	按劳分配为主	栏目下掉后，团队如何存续
大兵团作战	制作中心根据需求，统一调动人员、整合资源、监制内容	按劳分配为主，与效益有所挂钩	与市场公司相比，激励性不够强

资料来源：《媒体融合的芒果实践报告》，民生证券研究院

4.2 工业化内容体系已然形成

工作室制度提升创造力。传统节目制作中，每档节目幕后团队由制作方根据项目组织而成，项目结束后即散。而工作室制度下，各类人才被吸纳至各工作室，以独立公司化运营。工作室负责人多为节目制作人，大家协同合作共同制作各类项目。其优势在于 1) 灵活的薪酬及晋升机制，激励团队发挥创造力；2) 有利于团队树立品牌标杆，推出后续综艺即衍生产品的系列化；3) 独立工作室可在艺人及商务资源建立长期合作意向。16 年广东卫视率先试点该制度，18 年湖南卫视开始大力推行，先后审批通过的 12 个工作室，拥有卫视 26 个节目团队中 51% 的导演，主创完成卫视近 80% 的自制节目量，赢得超过 90% 的频道营收。

复盘芒果的内容制作体系，由最初的项目经理制度到目前的工作室制度，自制体系也在随公司的战略不断升级。18 年的广告招商会上，芒果 TV 宣布大力推行工作室制度。公司兜底风险参与利润分成，并将人事权下放至各工作室，给予其充分的自主性，工作室资源配置、节目创意、过程把关、成本预算等环节完全独立，激发创作活力并从源头上提升成功效率。工作室运作特色如下：

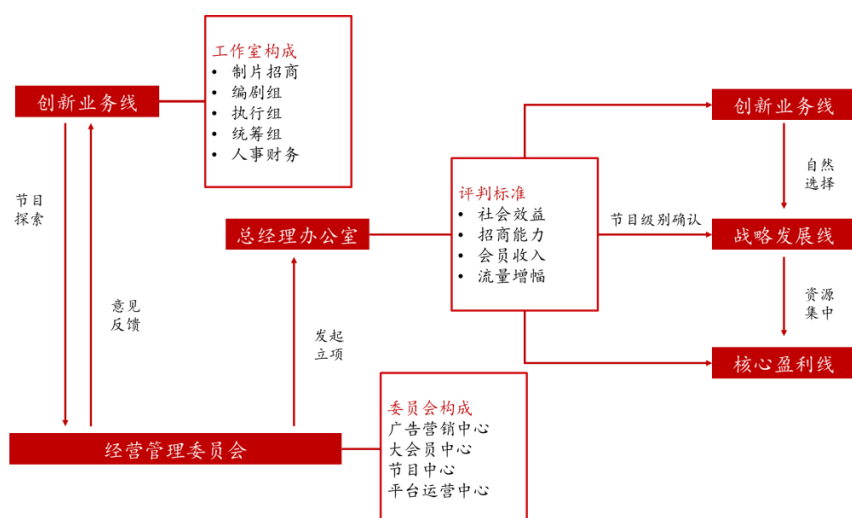
1、经营模式市场化。工作室经营模式较为市场化，其经营更类似于内部的独立制作公司，拥有独立的资源配置、节目创意、流程把控及人事财务。工作室每年对自身工作量进行推算，考核项目量、收入、成本等。除了完成节目中心的项目，还可以以提案的方式从会员、平台、短视频中心等部门拿到预算，也可以承接其他部门的订单。此外工作室对于自有 IP 的开发享有更高的主动权和自由权，比如《明星大侦探》推出互动微剧《明星大侦探之头号嫌疑人》，《密室大逃脱》则开发线下体验馆等。市场化的经营模式给予工作室员工更高的收入弹性，激励工作室创新能力涌现。

2、人才培养流程化。人才与团队是内容行业的创意源泉，也是内容公司创作能力的关键所在。公司一方面**给予创作人专业发展路径**。早在 2014 年芒果 TV 便

开始实行双通道管理，制片人被划分至专业通道发展，路径为“执行制片人-制片人-资深制片人-首席制片人”。制片人在特定路径上得以不断历练专业能力。另一方面**给予新人机会**，不断培养新兴血液。在一些大 IP 衍生节目或会员专享等项目中启动新人，为公司储备源源不断的创作力量，同时也为产品带来全新的生命力。以制作人晏吉为例，曾担任《明星大侦探》1-3 季编剧，后独立带领团队制作恋综《女儿们的恋爱》1-4 季，2022 年带领工作室成为《明星大侦探 7》的全新幕后，为系列化综艺带来全新的生命力。

3、机制稳定化，执行扁平化。工作室继承了湖南卫视组织的稳定机制，组织架构采用“一枢纽三部门”的体系，打通总编室、节目制作中心和创新研发中心三大板块资源。其中总编室提供引导，节目制作中心提供通过工作室激发创新动力，创新研发中心提供创意。执行层面，工作室采用更为扁平化的管理，为优秀创作者提供更好的创作环境。

图43：芒果 TV 工作室制度



资料来源：芒果青春营销研究院，民生证券研究院

工业化生产体系下，产品生命周期长，确定性高。公司内容制作机制可以概括为“用项目练团队，用团队拼项目”，在公司工业化生产及人才培养体系下，系列化综艺产品具有长生命周期，《明星大侦探》系列生命周期超 7 年，播放量稳中有升。

图44：系列综艺产品具有长生命周期

		第一季	第二季	第三季	第四季	第五季	第六季	第七季	第八季
明星大侦探	上线时间	2016年3月27日	2017年1月13日	2017年9月22日	2018年10月26日	2019年11月1日	2020年12月24日	2022年1月28日	2023年1月19日
	播放量 (亿)	24.8	25.7	39.5	27.7	47.5	43.1	43.9	50.0
	豆瓣评分	9.4	9.0	9.1	8.6	8.3	8.7	7.7	8.9
妻子的浪漫旅行	上线时间	2018年8月22日	2019年2月14日	2019年11月6日	2020年6月6日	2021年4月7日	2022年11月24日		
	播放量 (亿)	23.0	23.5	28.5	35.7	33.7	28.2		
	豆瓣评分	6.7	6.4	6.6	6.0	5.4	7.2		
密室大逃脱	上线时间	2019年3月30日	2020年6月30日	2021年5月6日	2022年7月8日	2023年6月14日			
	播放量 (亿)	25.7	24.5	24.4	31.2	30.8			
	豆瓣评分	6.6	7.1	6.6	7.5	7.6			
乘风破浪的姐姐	上线时间	2020年6月12日	2021年1月22日	2022年5月20日	2023年5月5日				
	播放量 (亿)	52.1	46.2	60.4	71.7				
	豆瓣评分	6.7	5.2	5.8	5.6				
女儿们的恋爱	上线时间	2019年1月23日	2019年8月29日	2020年10月28日	2021年7月31日				
	播放量 (亿)	14.1	15.5	26.5	25.9				
	豆瓣评分	6.5	5.6	5.8	4.8				
披荆斩棘的哥哥	上线时间	2021年8月12日	2022年8月19日	2023年8月25日					
	播放量 (亿)	58.7	62.2	18.5					
	豆瓣评分	7.3	6.8	6.9					
婆婆和妈妈	上线时间	2020年5月2日	2021年2月18日						
	播放量 (亿)	19.4	19.3						
	豆瓣评分	6.1	5.1						

资料来源：民生证券研究院整理 截至 2023 年 8 月

5 芒果优质剧集塑造走向何方？

5.1 剧集体系的搭建非一朝一夕之功

剧集较综艺制作更为复杂。从平均制作周期来看，综艺一般为 2-4 月/季，电视剧一般需要 6-12 月/部。流程制作来看，虽然两者流程框架类似，包括前期的剧本创作、拍摄到后期制作。但是制作工序难度均有不同。综艺创作现场灵活性更高，而电视剧、电影注重叙事，产业链分工更为复杂。综艺多通过现场多机位拍摄，后期进行剪辑完成即可。而剧集、电影则需要更完整的叙事流程，配合以完善的美术、服化道等团队。

以头部综艺《姐姐》、剧集《如懿传》为例，来看产品的制作流程。头部剧集《如懿传》制作成本耗费 3 亿元。制作流程上，《如懿传》先后花费 4 年时间筹备剧本，此后又花费 9 个月时间进行拍摄，此后将近一年半的时间才进行定档。头部综艺产品《乘风破浪的姐姐 3》，制作流程上，21 年 10 月芒果 TV 招商会中发布的 22 年综艺节目片单中，《乘风破浪的姐姐 3》已亮相。5 月 18 日发布 MV 并正式定档，5 月 20 日开播，当年 8 月 5 日播出结束。该项目由前期招商策划，到播出结束不到一年，实际制作播出时间不到 3 个月。

图45：《乘风破浪的姐姐 3》剧照



资料来源：芒果 TV，民生证券研究院

行业工业化体系尚未完善，自制剧体系搭建静待花开。相较于综艺市场，剧集市场发展更早，更早形成产业化。2002 年制播分离之后，民营电视剧制作公司取得快速发展，并推出《激情燃烧的岁月》、《亮剑》、《潜伏》等国民热剧。09 年创业板推出，电视剧公司资本化开启，华策、光线、欢瑞、慈文等民营企业成功上市。但是当前而言，剧集工业化体系尚未完善，国内的机制仍然以项目制为主。

头部产品驱动的内容产业，需要搭建成熟体系摊平创新风险。内容产业天然需要创新驱动，但是创新风险非常高。需要尽可能搭建成熟的体系，形成持续产出，从而可以通过多个项目摊平创新风险。综艺产品较剧集生产流程更为简单，而且需要持续不断的运营，尤其是综 N 代模式下，明星、品牌资源持续积累，不断增厚壁垒。而剧集生产流程更为复杂，产业链分工更细化，所需成本也更高。此外同综艺不一样的是，剧集当前仍然以单个项目制为主，未形成工业化、系列化产出。当

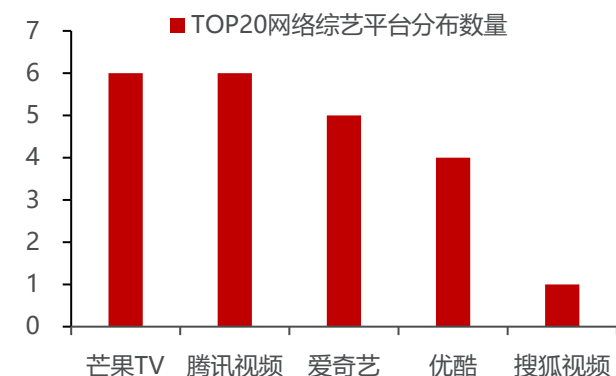
前平台虽然不断搭建剧集体系，但是成功率仍然不太稳定，剧集的自制仍然是一个长期的过程。

5.2 内容班底搭建，自制剧静待花开

在优质内容为竞争核心的视角下，我们进一步对比了四大长视频平台内容情况，当前芒果综艺具有优势，剧集仍有差距。原因系芒果在综艺领域积累多年，工业化制作机制已然形成。而剧集方面，公司布局较晚，2020 年开始加大投入。展望未来，随着芒果不断发力剧集建设，公司市占率有望进一步提升。

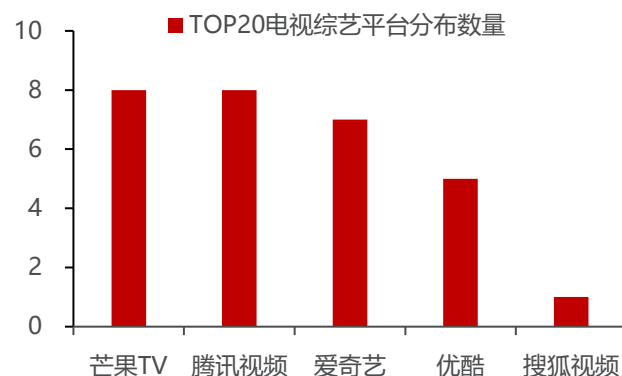
综艺：芒果 TV 处于行业领先地位。王牌综艺播放效果显著，多部综艺占据头部位置。2022 上半年播映指数 TOP20 网络综艺中，有六部属于芒果 TV，2022 上半年播映指数 TOP20 电视综艺平台分布中，八部属于芒果 TV。具体来看，2022 上半年综艺播映指数 TOP10 中，《乘风破浪第三季》播映指数达 64.6，居于榜首，《声生不息》《大侦探 7》分别位列第三、第四，芒果 TV 整体表现领先，其头部覆盖率高，持续推出高质量综艺。2023H1 播放量指数榜前十的电视综艺、网络综艺，芒果 TV 占 4 席，分别为《大侦探第八季》、《乘风 2023》、《声生不息·宝岛季》、《向往的生活第七季》。

图46：2022H1 播映指数 TOP20 网综平台分布



资料来源：艺恩数据，民生证券研究院

图47：2022H1 播映指数 TOP20 电视综艺平台分布



资料来源：艺恩数据，民生证券研究院

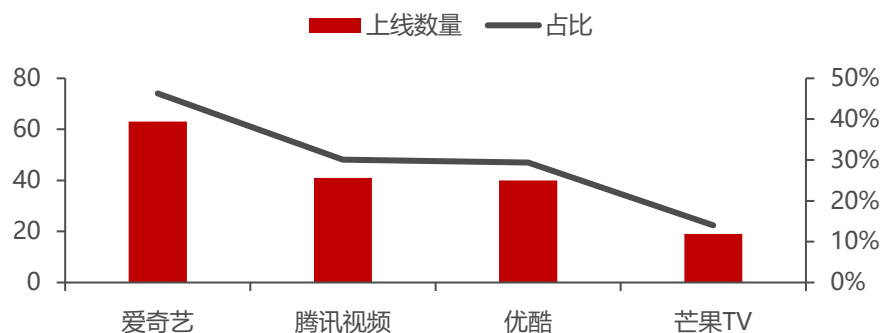
表6：2023H1 播放量指数 TOP10 综艺

排名	综艺名称	网络平台	属性
1	奔跑吧第七季	腾讯/优酷/爱奇艺	电视综艺
2	中国说唱巅峰对决 2023	爱奇艺	网络综艺
3	怦然心动 20 岁第三季	优酷	网络综艺
4	哈哈哈哈哈第三季	腾讯/爱奇艺	网络综艺
5	大侦探第八季	芒果 TV	网络综艺
6	乘风 2023	芒果 TV	网络综艺
7	声生不息·宝岛季	芒果 TV	电视综艺
8	萌探探探第三季	爱奇艺	网络综艺
9	五十公里桃花坞第三季	腾讯视频	网络综艺
10	向往的生活第七季	芒果 TV	网络综艺

资料来源：艺恩数据，民生证券研究院

剧集：芒果 TV 稍显劣势。剧集数量及质量方面芒果 TV 较其他平台稍显劣势。

数量来看，2023H1 芒果 TV 剧集上线数量为 19 部，爱奇艺、腾讯视频、优酷剧集上线数量分别为 63、41、40 部；质量来看，2023H1 观看度 TOP10 剧集中，芒果 TV 只有一部《归路》上榜。芒果超媒已成立影视剧规划委员会，对剧集规划、生产、考核进行统筹管理，实现评估、立项、制作、播出、复盘等全流程系统控制，有效提高影视剧良品率，全面提升平台剧集竞争力，打造剧集精品化、品牌化道路。未来依托强大的国企背景与制作团队，剧集有望向品牌化与精品化发展，提升剧集竞争实力。

图48：2023H1 剧集上线数量（部）及占比


资料来源：艺恩数据，民生证券研究院

公司自 2018 年开始发力剧集自制，此后陆续引入、培养优秀制片人。2021 年以来公司影视制作团队明显扩充，2021 年影视制作团队 29 个（较上年增长 17 个），“新芒计划”战略工作室 34 家（较上年增长 4 家）。公司持续投入剧集制作，剧集产能也快速提升，20 年上线 57 部影视剧，21、22 年分别上线 170、163 部影视剧。2023H1 公司已有 22 个影视制作团队及 36 家“新芒计划”战略工作室，推出 64 部剧集。电视剧体系延续综艺体系建设，以工作室制度运行，并与项目挂钩，体系化打法下，已经初见成效。2023H1 公司上线《去有风的地方》、《今生也是第一次》等热剧，取得良好播放效果。

表7：芒果超媒制作团队及剧集产能

	2019	2020	2021	2022	2023H1
剧集制作团队	15 个自有及外部影视工作室	12 个影视制作团队 30 家“新芒计划”战略工作室	29 个影视制作团队 34 家“新芒计划”战略工作室	25 个影视制作团队， 34 家：“新芒计划”战略工作室	22 个影视自制团队； 36 家“新芒计划”战略工作室
剧集	30 余部自制剧	57 部重点影视剧	170 部各类影视剧 其中，55 部重点影视剧，84 部“大芒计划”微短剧	163 部影视剧	剧集 64 部，其中重点影视剧 19 部、“大芒计划”微短剧 45 部

资料来源：公司公告，民生证券研究院

23 年内容储备丰富，剧集综艺持续输出。2023 年 12 月湖南卫视&芒果 TV 双平台举办“暖冬品鉴”，公布 2023 年节目规划，包括 30 余款重点综艺、大型晚会和纪录片项目。具体来看，综 N 代王牌节目包括《乘风破浪 4》、《披荆斩棘 3》、《声生不息·宝岛季》、《时光音乐会 2》等；大型晚会如跨年晚会、小年夜等将融入 VR、AR 等新兴技术，带来全新视听体验；纪录片领域将推出泛纪实、文化类节目《中国 3》、《白驹过隙与君逢》、《我的大学》等。

表8：2023 年综艺内容排播

名称	上线时间	进度	出品方
《2023 湖南卫视春节联欢晚会》	2023 年 1 月 15 日	播出完毕	湖南卫视、芒果 TV
《2023 “四海同春”全球华侨华人春节大联欢》	2023 年 1 月 22 日	播出完毕	湖南卫视
《大侦探 8》	2023 年 1 月 26 日	播出完毕	芒果 TV（晏吉工作室）
《2023 湖南卫视元宵喜乐会》	2023 年 2 月 5 日	播出完毕	湖南卫视
《声生不息·宝岛季》	2023 年 3 月 16 日	播出完毕	芒果 TV（洪啸工作室）、湖南卫视
《女子推理社》	2023 年 4 月 18 日	播出完毕	芒果 TV（甘亿团队）
《青年π计划》	2023 年 4 月 27 日	播出完毕	湖南卫视、芒果 TV（王恬工作室）
《向往的生活 7》	2023 年 4 月 28 日	播出完毕	湖南卫视、王征宇
《乘风破浪 4》/《乘风 2023》	2023 年 5 月 5 日	播出完毕	芒果 TV（任洋团队）
《爸爸当家 2》	2023 年 5 月 8 日	播出完毕	明艾晴团队
《密室大逃脱 5》	2023 年 5 月 31 日	在播	湖南卫视、芒果 TV（晏吉工作室）
《全员加速中 2023》	2023 年 6 月 10 日	播出完毕	芒果 TV（安德胜工作室）、湖南卫视
《好样的！国货》	2023 年 6 月 25 日	播出完毕	芒果 TV、湖南卫视
《中餐厅 7》	2023 年 7 月 21 日	在播	湖南卫视、芒果 TV（王恬工作室）
《披荆斩棘 3》	2023 年 8 月 25 日	在播	芒果 TV
《再见爱人 3》	2023 年 9 月 5 日	在播	芒果 TV（刘乐团队）
《时光音乐会·老友记》	2023 年 9 月 9 日	在播	湖南卫视、芒果 TV（任洋团队）
《真正的勇士》	暂定 2023 年 Q4	前期准备	芒果 TV、湖南卫视
《推理开始了》	暂定 2023 年 Q4	即将播出	芒果 TV（晏吉工作室）
《宠爱同行》	待定	前期准备	芒果 TV（李晓丹团队）
《鲜生厨房》	待定	前期准备	原子娱乐
《初入职场·的我们 3·就业季》	待定	前期准备	芒果 TV（赵文海团队）
《中国》第三季	待定	前期准备	伯璟文化
《白驹过隙与君逢》	待定	前期准备	伯璟文化
《我的大学》	待定	前期准备	伯璟文化
《中国产业纪录片》	待定	前期准备	伯璟文化

《欢迎来到蘑菇屋 2》	待定	前期准备	大千影业、芒果 TV
《这一波好 6》	待定	前期准备	湖南卫视
《无名之辈》	待定	前期准备	芒果 TV (李晓丹团队)
《城市中的桃花源》	待定	前期准备	芒果 TV

资料来源：2022 湖南卫视&芒果 TV 新生态鉴赏会，民生证券研究院

表9：2023 年剧集内容排播

名称	上线时间	进度	出品方	主演
《去有风的地方》	2023 年 1 月 3 日	已完结	华策影视、瞰心晴	刘亦菲、李现、胡冰卿、
《江湖少年诀》	2023 年 1 月 10 日	已完结	——	陈俊宇、李沛洋
《今生也是第一次》	2023 年 1 月 27 日	已完结	湖南快乐阳光	王子文、唐艺昕、胡杏儿
《女士的品格》	2023 年 2 月 6 日	已完结	芒果 TV、天浩盛世	万茜、刘敏涛
《与卿书》	2023 年 2 月 14 日	已完结	快乐阳光	黄羿、王弘毅
《婚事》	2023 年 3 月 11 日	已完结	芒果 TV	樊治欣、屈梦汝
《薄冰》	2023 年 4 月 5 日	已完结	晟喜华视、芒果 TV	彭冠英、陈钰琪
《恩爱两不疑》	2023 年 4 月 6 日	已完结	——	宋妍霏、张昊唯
《外星房客》	2023 年 4 月 10 日	已完结	——	程意涵、杜艺聪
《无眠之境》	2023 年 4 月 23 日	已完结	快乐阳光	郑业成、辛云来
《温暖的甜蜜的》	2023 年 5 月 3 日	已完结	快乐阳光、完美世界	宋茜、陈妍希、陆毅
《请成为我的家人》	2023 年 5 月 25 日	已完结	芒果 TV	郑湫泓、谢彬彬、
《不止是合租的关系》	2023 年 5 月 26 日	已完结	——	丁敬一、张心怡
《白色城堡》	2023 年 5 月 31 日	已完结	芒果 TV	彭冠英、涂松岩
《夏日奇妙书》	2023 年 6 月 11 日	已完结	芒果影视	王霏霏、魏哲鸣
《我等海风拥抱你》	2023 年 6 月 12 日	已完结	——	魏子翔、乌日丽格
《双身刺客》	2023 年 6 月 16 日	已完结	——	王星玮、刘玮婷
《爱的勘探法》	2023 年 6 月 21 日	已完结	芒果 TV	屠悦爵、谢依尔
《我的人间烟火》	2023 年 7 月 5 日	已完结	芒果 TV	杨洋、王楚然
《风月变》	2023 年 7 月 12 日	已完结	芒果 TV	吕小雨、赵弈钦
《侦探者也 迷雾篇》	2023 年 7 月 28 日	已完结	芒果 TV	周微微、罗予彤
《大宋少年志 2》	2023 年 7 月 29 日	已完结	芒果影视文化有限公司	张新成、周雨彤
《冰雪尖刀连》	2023 年 8 月 11 日	已完结	浙文影业	杜淳、王子奇
《白日梦我》	2023 年 8 月 12 日	已完结	江苏稻草熊影业有限公司	庄达菲、周翊然
《侦探者也 追忆篇》	2023 年 8 月 14 日	已完结	芒果 TV	周微微、罗予彤
《装腔启示录》	2023 年 8 月 18 日	已完结	芒果 TV、湖南卫视	蔡文静、韩东君
《无与伦比的美丽》	2023 年 8 月 28 日	在播	浙江力天影视有限公司	陈晓、古力娜扎
《再一次闪耀》	2023 年 9 月 1 日	在播	芒果 TV	高天妮、魏蓝天
《我有一个朋友》	2023 年 9 月 6 日	在播	芒果 TV	谢兴阳、苏梦迪
《那些回不去的年少时光》	2023 年 9 月 8 日预告	准备上线		赵今麦、白宇帆
《群星闪耀时》	预计 2023 年 10 月 8 日	准备上线	芒果 TV	李现、任敏
《时差一万公里》	预计 2023 年	即将播出	湖南快乐阳光	闫妮
《掌上甄珠》	2023 年	——	——	——
《来北京》	2023 年	——	——	秦昊、金晨、倪大红
《白羽流星》	待定	——	快乐阳光	王子奇、付伟伦
《完美说客》	待定	——	北京哇咖咖文化	郭京飞

《火星孤儿》	待定	——	华录百纳、芒果 TV	费启鸣、赵弈钦
《成家》	待定	——	宁波影视	——
《天生废才》	待定	——	芒果 TV	开心麻花
《寂静证词》	待定	——	芒果 TV	张晋、高翰宇
《长风少年词》	待定	——	芒果 TV	李卓钊、张康乐、于济玮
《礼物》	待定	——	芒果 TV	陈数、王真儿、王智
《此处禁止恋爱》	待定	——	芒果 TV、湖南卫视	李梦、杨英
《喜宴街》	待定	——	——	董子健、于文文
《长安十二时辰 2》	待定	——	——	待定
《甜蜜的你》	待定	——	浙江喜乐文化	黄子韬、王鹤润
《我家的医生》	待定	——	芒果 TV	周游、黄尧
《珍品》	待定	——	芒果 TV	陶虹、郝蕾
《江河日上》	待定	——	芒果 TV、好酷影视	黄志忠、梅婷
《抱住锦鲤相公》	待定	2021 年 12 月 28 日杀青	芒果 TV	阚清子、范世錡
《以爱为营》	待定	2023 年 3 月 20 日已杀青	东阳烈火影视	白鹿、王鹤棣

资料来源：芒果 TV，民生证券研究院整理

6 广告业务的复苏增长来自于哪里？

芒果广告以内容广告为主。公司广告主要分为软广和硬广。软广主要以综艺内容为载体，客户可以进行品牌冠名及植入。公司软广收入主要为自制综艺、自制及定制影视剧（不含外购版权剧），广告收入主要同 IP 知名度相关。硬广收入主要来自贴片、中插等广告产品，收入主要同平台流量相关。整体而言，公司拥有多个自制核心 IP，能够很好的满足广告主品牌宣传的需求，客户认可度持续提升。《乘风破浪的姐姐 3》赞助品牌数量达 27 个，《声生不息·港乐季》赞助品牌数达 10 个。

图49：《乘风破浪的姐姐 2》部分合作品牌



资料来源：芒果 TV，民生证券研究院

芒果 TV 自制综艺广告招商实力强劲。从各视频平台部分节目广告招商情况来看，芒果 TV 自制综艺剧集广告招商数量远超于其他平台，占据绝对优势。头部综艺广告赞助数量均为 10 个以上，腾讯视频、爱奇艺综艺广告主数量稍逊于芒果 TV，多数处于 10 个及以下。综艺节目广告主行业范围大，食品饮料行业占比上升，广告植入不乏新消费赛道的品牌，咖啡茶饮品牌以及女性美妆、护理品牌开始涌入剧综投放市场，如 free 飞，开小灶，永璞咖啡等品牌。对于需要扩大品牌知名度、寻求品牌理念并输出表达的新消费品牌而言，剧集和综艺是性价比最高的内容形式。

表10：各视频平台部分节目广告主数量

芒果 TV		腾讯视频		爱奇艺	
节目	广告数量	节目	广告数量	节目	广告数量
《乘风破浪》3	27	《创造营 2021》	14	《青春有你》2	19
《乘风破浪的姐姐》1	23	《吐槽大会》5	12	《青春有你》3	17
《乘风破浪的姐姐》2	16	《创造营 2020》	12	《乐队的夏天》2	11
《明星大侦探》5	13	《脱口秀大会》4	10	《做家务的男人》2	10
《披荆斩棘的哥哥》	12	《脱口秀大会》5	10	《一年一度喜剧大赛 1》	8
《中餐厅》5	12	《明日之子》4	7	《最后的赢家》	8
《向往的生活》5	11	《黑怕女孩》	5	《超有趣滑雪大会》	8
《声生不息·港乐季》	10	《五十公里桃花坞》	4	《舞蹈生》	7
《披荆斩棘》2	10	《令人心动的 offer》	4	《奇葩说》7	7
《妻子的浪漫旅行》4	10	《导演请指教》	4	《一年一度喜剧大赛 2》	7

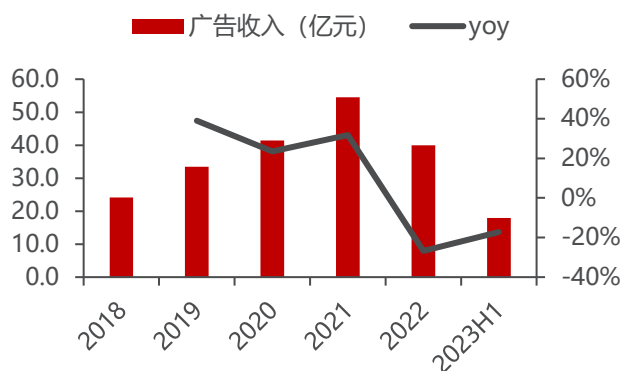
资料来源：各视频官网，公司公告，民生证券研究院

表11：芒果 TV 所包含的部分新消费品牌

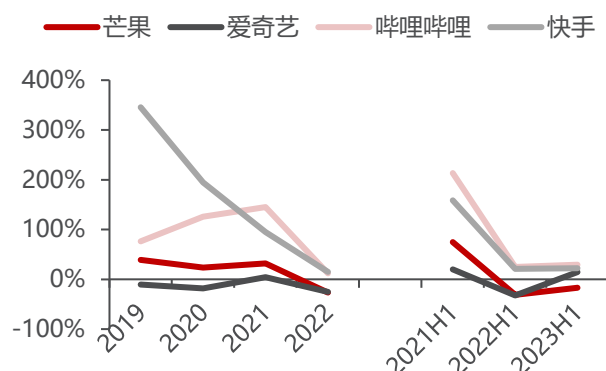
品牌名称	所属品类	品牌创立时间	赞助时间	赞助内容
free 飞	女性护理	2004	2022	《大侦探》《尚食》
开小灶	速食品牌	2005	2020	《中餐厅 4》《向往的生活 4》
永璞咖啡	饮品品牌	2014	2022	《没有工作的一年》
石头科技	科技居家	2014	2020	《向往的生活 4》
鹰集咖啡	饮品品牌	2016	2021	《沉睡花园》
花西子	美妆品牌	2017	2019	《新生日记 1》《新生的秘密》
			2021	《奈娃的上学日记 2》
守一真源	中药	2017	2022	《朋友请听好 2》
V-girl 未可	女性护理	2018	2022	《江照黎明》《尚食》
Airmeter 空刻	速食产品	2019	2021	《江照黎明》
Colorkey 珂拉琪	美妆品牌	2018	2021	《时光音乐会》
芙芙	护肤品牌	2018	2020	《亲爱的请放松》
			2022	《马兰花花便利店》

资料来源：钛媒体，民生证券研究院

受内容排播及经济疲软影响，23H1 广告同比下降。18 年以来芒果 TV 广告业务高速增长，由 24 亿元增长至 21 年的 54 亿元，CAGR 达 30%，增速明显高于其他互联网平台。原因系 21 年政策对于游戏、教培的监管下，广告主投放明显缩窄。而芒果以综艺植入为主要营销方式，其广告主多为女性向消费品，受监管影响较小。22 年受疫情影响，公司广告收入同比下滑 27%至 40 亿元。23H1 广告收入 17.9 亿元，同比下滑 17%。恢复速度低于竞对，原因系：1) Q1 内容排播较少，2) 整体经济恢复疲软，广告主更为倾向于效果广告而非品牌广告。

图50：芒果超媒广告收入及增速


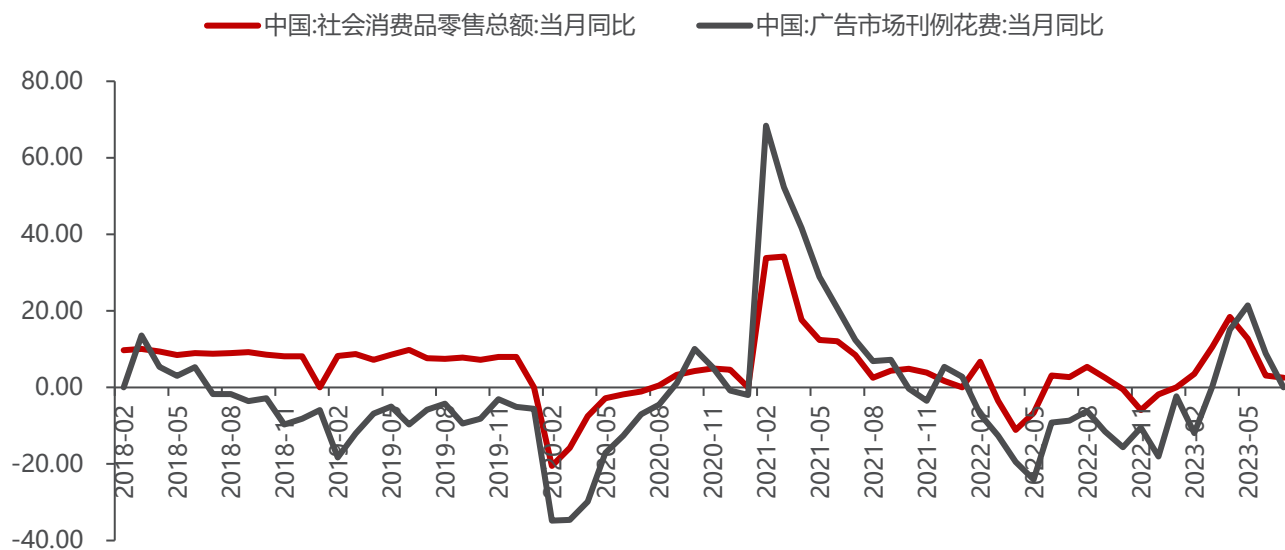
资料来源：wind，民生证券研究院

图51：互联网平台广告收入增速对比


资料来源：wind，民生证券研究院

消费复苏有望带动广告收入增长。回顾我国广告市场走势，与经济周期高度相关，且波动性更高。一方面，广告市场体现了广告主对未来经济的预期，呈现一定的消费后周期属性，我们认为随着未来经济复苏，广告主投放将有望恢复。另一方面，广告市场呈现明显的景气度放大效应及高经营杠杆，广告刊例花费同比增速显著高于社零增速。此外，广告收入短期受需求影响较大而成本相对刚性，因此其利润弹性高于收入弹性。从而广告行业呈现景气度-广告收入-广告利润的逐级放大效应。随着宏观经济及消费复苏，广告主预算恢复，品牌广告有望恢复增长，从而公司广告收入有望恢复上行。

图52：社零增速及广告刊例增速走势图（%）



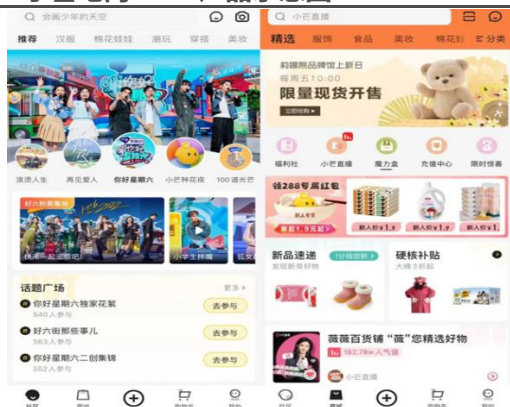
资料来源：wind，民生证券研究院

7 如何看待芒果新业务探索？

小芒电商延续芒果自有优质资源，构建“内容+视频+电商”商业闭环。2022上半年，小芒电商完成增资扩股，引入战略培育期所需的流动资金，推动小芒与芒果双平台等整个芒果生态圈各业务板块之间的协同发展。**内容方面**，利用公司优质IP资源，打造小芒社区，强化用户互动，推出“小芒年货节”“云裳晓芒”等多场主题晚会。**商品方面**，小芒定位为“新世代潮流内容电商”，拓展超500家国潮国货商家，已形成汉服、美妆、潮玩、数码、萌宠、轻露营等多条商品线。致力打造精品垂类电商，加快构建“内容+视频+电商”的商业闭环。

虚拟数字主持人“小漾”亮相，探索面向元宇宙5G+媒体产品形态。“小漾”于2021年10月2日首次亮相，由5G高新视频多场景应用国家广播电视总局重点实验室以及湖南芒果幻视科技有限公司通过采集数百位女性的形象后共同打造。未来公司会继续以国家广电总局授牌成立的5G重点实验室为基座，探索5G背景下元宇宙媒体产品新形态技术应用和业务模式创新。

图53：小芒电商APP产品示意图



资料来源：小芒APP，民生证券研究院

图54：湖南卫视数字主持人“小漾”



资料来源：芒果TV，民生证券研究院

芒果TV将自身IP、业务资源与数字藏品进行结合，探索数字藏品发行新风口。芒果TV凭借丰富的IP储备和年轻化的用户结构，上线数字藏品平台，扩大品牌影响力，进行深度商业化，与自身芒果生态形成协同。已发行产品包括《披荆斩棘·滚烫演唱家族》《衣起锦官城·汉服熊猫》《笔尖触梦·公益数藏芒盒》等，成为芒果探索元宇宙的重要一步。

图55：部分芒果数字藏品

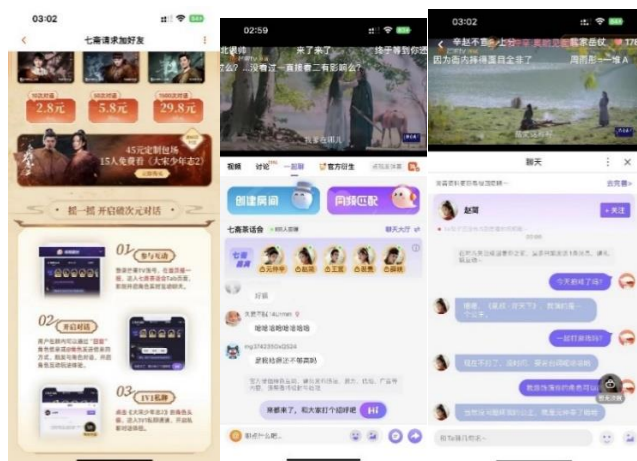


资料来源：小芒 APP，民生证券研究院

《大宋少年志 2》推出 AI 聊天功能，开拓付费新场景。公司在 7.29 上线的剧集《大宋少年志 2》推出 AI 聊天功能。观众可以选定剧中的 6 名 AI 角色，以群聊或私聊的方式开启聊天。每位用户可免费领取 3 次互动对话次数，后续对话需要付费购买，价格分别是 2.8 元/10 次、5.8 元/50 次、29.8 元/1500 次。该功能类似于 Ghatgpt 的对话玩法，不同的是赋予了 AI 剧内的人物和性格。此次尝试是基于影视剧内容训练，将“拟人化大模型”新技术与芒果特色 IP 内容联动，引入热门剧集 AI 角色，赋予剧内人设性格及话术风格，以剧目为中心建立 AI 社交系统，打通 IP 与用户破次元互动。

AIGC+IP 是未来的看点。我们认为此产品是芒果 IP 与 AI 结合的一次尝试，后续有望在更多的综艺及影视作品中复用。一方面，给用户提供了观影之于更多的玩法，有效提升用户互动及留存；另一方面，增加 IP 衍生变现的新尝试，有望增厚公司利润。长期来看，芒果拥有丰富的 IP 储备，我们看好公司在 AI+IP 的尝试，有望打开公司长期变现空间。

图56：《大宋少年志 2》加入 AI 聊天功能



资料来源：小芒 APP，民生证券研究院

8 盈利预测与投资建议

8.1 盈利预测假设与业务拆分

芒果超媒是 A 股稀缺的国企影视内容平台，能够精准把握政策导向，内容制作实力市场领先。2023 年公司优质作品数量明显超过 2022 年，叠加消费复苏带动广告主预期恢复，预计公司广告及会员业务有望恢复增长。我们预计公司 2023-2025 年收入分别为 155.6、177.8、199.9 亿元，分别同比增长 13.6%、14.3%、12.4%。

芒果 TV 互联网视频业务：我们预计 2023-2025 年芒果 TV 互联网视频业务收入分别为 121.3、142.4、163.8 亿元，分别同比增长 16.5%、17.3%、15.0%。具体而言，互联网视频包括会员、广告、运营业务，**我们分别进行预测：****1) 会员：**公司当前仍在持续促销以提升用户数量，当前 88VIP 会员及动感地带芒果卡提升会员数量效果较好。我们预计 2023-2025 年会员收入分别为 46.7、53.9、58.7 亿元，分别同比增长 19.3%、15.5%、8.9%。其中付费会员人数由于 88VIP 及动感地带活动导流效果较好，预计 23-25 年分别为 7158、7946、8502 万人，分别同比增长 21.0%、11.0%、7.0%；由于公司持续进行促销活动，而且 ARPPU 已经较低，因此预计月 ARPPU 稳定在 6.0 元左右的水平。**2) 广告：**广告市场随经济复苏而恢复，此外随着公司优质内容的持续推出，广告业务收入有望恢复增长。预计 2023-2025 年广告收入分别为 45.5、55.5、68.8 亿元，分别同比增长 14.0%、22.0%、24.0%。**3) 运营商：**内容优势是公司拓展省内及省外增值业务的基础，公司与二股东移动的合作有利于拓展省外业务。预计 2023-2025 年运营商收入分别为 29.1、32.8、36.1 亿元，分别同比增长 16.0%、13.0%、10.0%。**毛利率来看，**会员、广告业务近年来公司在持续保持内容投入的情况下，毛利率水平基本保持稳定。但是广告收入受疫情冲击，综艺变现效率下降。未来随着用户数增长及广告业务的复苏，平台毛利率有望持续提升，预计 23-25 年互联网视频业务毛利率分别为 41.5%、42.0%、42.5%。

新媒体互动娱乐内容制作与运营：疫情期间，影视及综艺拍摄，线下剧本杀等业态受限，该项业务收入下滑。随着内容供给恢复，线下场景人流复苏，该项业务收入有望复苏，预计 2023-2025 年收入分别为 11.7、12.2、12.4 亿元，分别同比增长 5.0%、4.0%、2.0%。由于公司该块业务较为成熟，预计 23-25 年毛利率维持稳定，分别为 19.2%、19.2%、19.2%。

内容电商：随着疫后复苏，线下物流得以恢复，同时小芒用户快速增长有望带来更多商家和品牌的加盟。预计该项业务 2023-2025 年收入分别为 22.2、22.8、23.3 亿元，分别同比增长 4.0%、3.0%、2.0%。由于小芒业务仍处于前期投入发展期，预计 23-25 年毛利率小幅下降，分别为 6.2%、6.0%、5.8%。

盈利能力：毛利率来看，近年来公司在持续保持内容投入的情况下，毛利率水

平基本保持稳定。但是广告收入受疫情冲击，综艺变现效率下降。未来随着用户数增长及广告业务的复苏，平台毛利率有望持续提升。预计公司 23-25 年毛利率分别为 34.7%、35.7%、36.7%。

表12：公司营收拆分（百万元）

	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万）	13704	15564	17784	19997
yoy	-10.8%	13.6%	14.3%	12.4%
毛利率	33.8%	34.7%	35.7%	36.7%
一、芒果 TV 互联网视频业务	10418	12136	14241	16383
yoy	-7.5%	16.5%	17.3%	15.0%
毛利率	41.1%	41.5%	42.0%	42.5%
1) 会员收入	3915	4672	5397	5877
yoy	6.2%	19.3%	15.5%	8.9%
付费会员人数（百万人）	59.16	71.58	79.46	85.02
yoy	17.4%	21.0%	11.0%	7.0%
月 ARPPU（元）	6	6	6	6
yoy	-16.2%	0.0%	0.0%	0.0%
2) 广告收入	3994	4553	5555	6888
yoy	-26.8%	14.0%	22.0%	24.0%
3) 运营商收入	2509	2910	3289	3618
yoy	18.3%	16.0%	13.0%	10.0%
二、新媒体互动娱乐内容制作与运营	1118	1174	1221	1245
yoy	-40.4%	5.0%	4.0%	2.0%
毛利率	19.2%	19.2%	19.2%	19.2%
三、内容电商	2136	2222	2288	2334
yoy	-1.0%	4.0%	3.0%	2.0%
毛利率	6.4%	6.2%	6.0%	5.8%
四、其他	32	33	34	34
yoy	-46.2%	2.0%	2.0%	2.0%
毛利率	14.1%	14.1%	14.1%	14.1%

资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院预测

费用率来看，公司整体费用管控良好，由于公司销售费用绝对值控制良好，预计销售费用继续优化，23-25 年分别为 15.2%、15.0%、14.7%。此外管理费用率、研发费用率保持稳定，23-25 年分别稳定在 4.5%、1.7%的水平。综上，预计公司 23-25 年归母净利润分别为 22.4、27.7、33.6 亿元，对应的净利率分别为 14.4%、15.6%、16.8%。

表13：盈利能力分析（百万元）

	2022	2023E	2024E	2025E
毛利润	4637	5403	6357	7342
毛利率	33.8%	34.7%	35.7%	36.7%
销售费用	2180	2366	2668	2940
销售费用率	15.9%	15.2%	15.0%	14.7%
管理费用	624	700	800	900
管理费用率	4.6%	4.5%	4.5%	4.5%
研发费用	235	265	302	340
研发费用率	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
归母净利润	1825	2244	2775	3368
净利率	13.3%	14.4%	15.6%	16.8%

资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院预测

8.2 估值分析与投资建议

复盘公司股价表现，公司股价主要随政策周期、产品周期波动。我们将公司上市以来的股价变动划分为三个阶段：1、2019-2020 年股价上行。原因系监管边际放松背景下，芒果展现成长性，20 年 6 月王牌综艺《姐姐》上线验证综艺能力，20 年 8 月优质独播剧《以家人之名》上线，初步展现剧集能力，此外 21 年初小芒电商推出，展现成长性。2、2021-2022 年股价震荡下行。原因系监管趋严的背景下，产品周期向下。优质综艺续集表现不及预期，此外剧集的表现也不及预期。3、2022 年 11 月至今股价上行。主要系估值跌至底部区间，叠加 AIGC 催化，公司股价持续上行。2023 年在政策边际放松的背景下，公司内容周期向上，叠加消费复苏拉动广告主预期恢复，广告及会员收入有望超预期增长。

芒果超媒作为国企背景的内容公司，能够精准把握政策方向，内容制作能力行业领先。复盘公司历史股价，其随政策、产品周期而波动。当前政策处于放松周期，且产品周期已达拐点，随着优质内容不断推出，预计公司广告、会员等业务将恢复增长。此外，随着 AI 行情的持续催化，公司估值水平有望修复。

图57：公司股价复盘



资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院 注：总市值（亿元，左轴），预测市盈率 PE（X，右轴）

芒果超媒作为 A 股稀缺的互联网视频平台标的，暂时缺乏可直接业务对标的可比公司，因此我们通过 SOTP，对公司进行分业务估值。

互联网视频业务：爱奇艺、哔哩哔哩、奈飞同样作为视频平台，且商业模式也是以会员及广告为主，与芒果互联网视频业务模式类似，因此我们选取这三家公司作为可比公司。目前市场对于三家公司主要采取 PS 估值，23-25 年平均 PS 分别为 2.6/2.3/2.1 倍，考虑到：1) 芒果盈利性好于哔哩哔哩和爱奇艺，芒果盈利较好（22 年盈利 17 亿元），哔哩哔哩还未取得盈利（22 年亏损 74 亿元），爱奇艺盈利未达稳态（22Q3-23Q2 单季度盈利分别为-4、3、6、3 亿元）。2) 芒果业务成熟性不

及奈飞。当前芒果剧集的成长性尚处于持续验证阶段，奈飞全球扩张的逻辑已经验证。我们给予 2024 年 2.3 倍 PS，对应市值为 252 亿元。

运营业务：我们选取同样具有运营业务的新媒股份、华数传媒作为可比公司。23-25 年可比公司 PE 均值分别为 15/14/13X，参考可比公司的平均水平，考虑公司除了省内业务，省外尚有拓展空间，我们给予公司该项业务 2024 年 17 倍 PE，对应市值为 268 亿元。

新媒体互动娱乐内容制作业务：我们选取业务模式相似的内容制作方华策影视、光线传媒作为可比公司。23-25 年可比公司 PE 均值分别为 29/21/18X。参考可比公司平均水平，考虑公司具备台网融合优势，自身平台已经具备优质用户基础，我们给予公司该项业务 2024 年 25 倍 PE，对应市值为 73 亿元。

内容电商业务：我们选取业务逻辑相似的元隆雅图、遥望科技为可比公司。23-25 年可比公司平均 PE 均值分别为 38/16/12X。参考可比公司平均水平，考虑公司自身平台具备优质用户基础，且具有优质内容 IP 积累，我们给予公司该项业务 2024 年 20 倍 PE，对应市值为 32 亿元。

综上，基于 2024 年盈利预测数据，我们认为公司合理市值在 626 亿元左右。我们看好公司互联网视频主业未来受益于经济复苏及内容排播，AIGC 探索有望实现变现。首次覆盖，给予“推荐”评级。

表14：互联网视频可比公司

证券代码	公司简称	市值 (亿元)	营收(亿元)			PS (X)		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
IQ.O	爱奇艺	327	324	350	373	1.0	0.9	0.9
BILI.O	哔哩哔哩	409	233	272	310	1.8	1.5	1.3
NFLX.O	NETFLIX	12073	2444	2714	2994	4.9	4.4	4.0
均值						2.6	2.3	2.1

资料来源：wind，民生证券研究院 注：数据截至 2023 年 9 月 22 日收盘，可比公司数据采用 wind 一致预期

表15：运营商可比公司

证券代码	公司简称	市值 (亿元)	净利润 (亿元)			PE (X)		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
300770.SZ	新媒股份	87	7.3	8.0	8.7	12	11	10
000156.SZ	华数传媒	149	8.5	9.2	9.9	17	16	15
均值						15	14	13

资料来源：wind，民生证券研究院 注：数据截至 2023 年 9 月 22 日收盘，可比公司数据采用 wind 一致预期

表16：新媒体互动娱乐内容制作可比公司

证券代码	公司简称	市值 (亿元)	净利润 (亿元)			PE (X)		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
300251.SZ	光线传媒	252	7.0	10.6	12.5	36	24	20
300133.SZ	华策影视	111	5.1	6.3	7.3	22	18	15
均值						29	21	18

资料来源：wind，民生证券研究院 注：数据截至 2023 年 9 月 22 日收盘，可比公司数据采用 wind 一致预期

表17：内容电商可比公司

证券代码	公司简称	市值 (亿元)	净利润 (亿元)			PE (X)		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
002878.SZ	元隆雅图	37	0.7	2.0	2.5	53	18	15
002291.SZ	遥望科技	88	3.8	6.4	9.1	23	14	10
均值						38	16	12

资料来源：wind，民生证券研究院 注：数据截至 2023 年 9 月 22 日收盘，可比公司数据采用 wind 一致预期

9 风险提示

1、政策监管风险。公司主要产品为综艺、剧集产品，内容监管政策收紧可能导致公司产品上线不及预期。

2、经济复苏不及预期。公司广告收入主要与广告主对经济预期相关，若经济复苏不及预期，可能导致广告主预算收紧，从而公司广告招商不及预期。

3、会员业务进展不及预期。长视频行业提价趋势下，可能导致会员数流失。

4、新业务拓展风险。公司积极布局新兴业务，包括剧本杀、内容电商等，新业务拓展成功与否存在较大的不确定性。

5、视频平台竞争激烈风险。当前视频行业竞争趋缓，若竞对加大竞争力度，可能导致公司用户增速下滑，内容成本大幅上升。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	13,704	15,564	17,784	19,997
营业成本	9,067	10,161	11,427	12,655
营业税金及附加	90	103	101	131
销售费用	2,180	2,366	2,668	2,940
管理费用	624	700	800	900
研发费用	235	265	302	340
EBIT	1,489	1,970	2,486	3,032
财务费用	-131	-162	-183	-229
资产减值损失	-50	-53	-59	-66
投资收益	133	125	124	132
营业利润	1,725	2,203	2,734	3,327
营业外收支	41	41	41	41
利润总额	1,766	2,244	2,775	3,368
所得税	0	0	0	0
净利润	1,766	2,244	2,775	3,368
归属于母公司净利润	1,825	2,244	2,775	3,368
EBITDA	6,635	7,341	8,032	8,757

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	9,687	10,556	12,645	15,413
应收账款及票据	4,660	5,288	6,042	6,793
预付款项	1,650	1,829	2,057	2,278
存货	1,600	1,701	1,913	2,119
其他流动资产	3,838	4,415	4,566	4,716
流动资产合计	21,435	23,789	27,222	31,319
长期股权投资	4	4	4	4
固定资产	165	175	177	177
无形资产	6,965	7,299	7,533	7,667
非流动资产合计	7,615	8,025	8,174	8,226
资产合计	29,050	31,814	35,397	39,544
短期借款	1,058	832	832	832
应付账款及票据	6,477	7,266	8,171	9,049
其他流动负债	2,525	2,631	2,874	3,180
流动负债合计	10,060	10,729	11,877	13,062
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	183	278	236	201
非流动负债合计	183	278	236	201
负债合计	10,243	11,006	12,113	13,263
股本	1,871	1,871	1,871	1,871
少数股东权益	-44	-44	-44	-44
股东权益合计	18,806	20,808	23,284	26,281
负债和股东权益合计	29,050	31,814	35,397	39,544

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-10.76	13.57	14.26	12.44
EBIT 增长率	-25.80	32.33	26.17	21.96
净利润增长率	-13.68	22.99	23.64	21.35
盈利能力 (%)				
毛利率	33.84	34.72	35.75	36.71
净利润率	13.32	14.42	15.60	16.84
总资产收益率 ROA	6.28	7.06	7.84	8.52
净资产收益率 ROE	9.68	10.76	11.90	12.79
偿债能力				
流动比率	2.13	2.22	2.29	2.40
速动比率	1.70	1.79	1.86	1.96
现金比率	0.96	0.98	1.06	1.18
资产负债率 (%)	35.26	34.60	34.22	33.54
经营效率				
应收账款周转天数	86.17	86.00	86.00	86.00
存货周转天数	64.41	63.00	63.00	63.00
总资产周转率	0.50	0.51	0.53	0.53
每股指标 (元)				
每股收益	0.98	1.20	1.48	1.80
每股净资产	10.08	11.15	12.47	14.07
每股经营现金流	0.29	1.05	1.37	1.77
每股股利	0.13	0.16	0.20	0.24
估值分析				
PE	28	23	18	15
PB	2.7	2.5	2.2	1.9
EV/EBITDA	6.26	5.66	5.17	4.75
股息收益率 (%)	0.47	0.58	0.72	0.88

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1,766	2,244	2,775	3,368
折旧和摊销	5,146	5,371	5,546	5,725
营运资金变动	-6,419	-5,600	-5,682	-5,709
经营活动现金流	552	1,960	2,572	3,313
资本开支	-187	-103	-70	-109
投资	0	-565	0	0
投资活动现金流	654	-515	55	23
股权募资	286	0	0	0
债务募资	1,569	-204	-73	0
筹资活动现金流	1,545	-575	-537	-569
现金净流量	2,751	869	2,089	2,768

插图目录

图 1:	芒果超媒业务布局	3
图 2:	芒果超媒发展历程	4
图 3:	芒果超媒业务结构	4
图 4:	芒果超媒营业收入及增速	5
图 5:	芒果超媒归母净利润及增速	5
图 6:	芒果超媒分业务收入 (亿元)	6
图 7:	芒果超媒 2022 年营收拆分	6
图 8:	芒果超媒毛利率、净利率变化	6
图 9:	芒果超媒分业务毛利率变化	6
图 10:	芒果超媒费用率变化	7
图 11:	芒果超媒股权结构图 (2023H1)	7
图 12:	2014-2022Q3 视频总时长 (亿小时)	9
图 13:	2014-2022Q3 视频时长结构	9
图 14:	在线视频行业发展历程	10
图 15:	长视频平台用户数 (亿人)	10
图 16:	长视频平台用户时长 (亿小时)	10
图 17:	爱奇艺、芒果超媒净利率对比	11
图 18:	爱奇艺净利润及净利率	11
图 19:	爱奇艺毛利率及营业利润率	11
图 20:	爱奇艺会员、广告收入及增速	12
图 21:	爱奇艺会员数及增速	12
图 22:	爱奇艺会员 ARPPU 及增速	12
图 23:	2020H1-2023H1 剧集备案数	13
图 24:	华策影视剧集单集收入下降	14
图 25:	自制剧数量提升 (部)	14
图 26:	自制剧毛利率较低	14
图 27:	国内视频平台与奈飞香港地区会员月费对比 (元)	15
图 28:	爱奇艺会员数量 (亿人)	16
图 29:	芒果超媒、爱奇艺会员收入对比	17
图 30:	芒果、腾讯、爱奇艺 MAU (亿人) 及付费率	17
图 31:	芒果、腾讯、爱奇艺会员数 (亿人)	17
图 32:	芒果 TV、爱奇艺月 ARPPU (元)	18
图 33:	公司通过买量、促销、福利等拉动会员增长	19
图 34:	公司销售费用及销售费用率	19
图 35:	公司销售费用/MAU	19
图 36:	云音乐在线音乐服务收入及增速	21
图 37:	云音乐付费用户数、月 ARPPU	21
图 38:	热播剧集有效拉动平台付费会员增长	21
图 39:	公司内容版权资产 (亿元)	22
图 40:	公司内容版权投入 (亿元)	22
图 41:	湖南广电改革历程	23
图 42:	芒果综艺内容推陈出新	24
图 43:	芒果 TV 工作室制度	26
图 44:	系列综艺产品具有长生命周期	27
图 45:	《乘风破浪的姐姐 3》剧照	28
图 46:	2022H1 播映指数 TOP20 网综平台分布	29
图 47:	2022H1 播映指数 TOP20 电视综艺平台分布	29
图 48:	2023H1 剧集上线数量 (部) 及占比	30
图 49:	《乘风破浪的姐姐 2》部分合作品牌	34
图 50:	芒果超媒广告收入及增速	35
图 51:	互联网平台广告收入增速对比	35
图 52:	社零增速及广告刊例增速走势图 (%)	36
图 53:	小芒电商 APP 产品示意图	37
图 54:	湖南卫视数字主持人“小漾”	37

图 55: 部分芒果数字藏品	38
图 56: 《大宋少年志 2》加入 AI 聊天功能	38
图 57: 公司股价复盘	41

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 芒果超媒管理层履历	8
表 2: 视频网站会员价格体系	15
表 3: 88VIP 会员体系 (万人)	20
表 4: 88VIP 最高有望为芒果 TV 带来千万会员增量 (万人)	20
表 5: 电视台内容生产体系发展历程	25
表 6: 2023H1 播放量指数 TOP10 综艺	30
表 7: 芒果超媒制作团队及剧集产能	31
表 8: 2023 年综艺内容排播	31
表 9: 2023 年剧集内容排播	32
表 10: 各视频平台部分节目广告主数量	34
表 11: 芒果 TV 所包含的部分新消费品牌	35
表 12: 公司营收拆分 (百万元)	40
表 13: 盈利能力分析 (百万元)	40
表 14: 互联网视频可比公司	42
表 15: 运营商可比公司	42
表 16: 新媒体互动娱乐内容制作可比公司	43
表 17: 内容电商可比公司	43
公司财务报表数据预测汇总	45

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026