



芒果超媒 (300413.SZ)

买入 (维持评级)

公司深度研究

证券研究报告

优质内容为内核，台网一体打造优势

投资逻辑

公司是以融合发展为特色、掌握全渠道与内容生态完整核心产业链的国有新媒体公司，主营业务包括互联网视频业务、新媒体互动娱乐制作业务及内容电商业务，2022 年收入占比分别为 76%/8%/16%。目前长视频行业正处于提价周期，公司仍处于用户规模及会员规模扩大阶段，我们认为后续公司在完成用户积累后有望步入提价周期。

竞争优势一：内容具备差异化，有望带动用户规模及会员数提升。公司制作团队丰富且具备成熟经验，优质内容产出率高，有望带动公司会员数持续提升，2022 年芒果 TV 会员数达到 5094 万。综艺：公司综艺自制能力突出，爆款品牌“综 N 代”品牌持续性强。公司具备持续推出爆款综艺的能力，且具备爆款标签后其“综 N 代”能够持续贡献热度及商业价值。剧集：长短剧集齐发力，剧集自制能力提升。公司在长视频剧集领域与其他平台存在一定差距，依托双平台优质制作团队，剧集短板正在补齐，并且微短剧尚处于发展早期，公司有望在该领域突围。动画：收购金鹰卡通，有望完善内容矩阵及下游衍生布局。

竞争优势二：台网一体，在招商能力和成本端具备优势。制作及招商优势：将双业务深度融合影视方面实现一份“耕耘”、两份“收获”。影视方面实现联合采购和播出，共同购买、营销推广，资源高效协同，2022 年湖南卫视与芒果 TV 双平台举办三次联合招商会，效果良好。成本优势：与湖南卫视签订采购协议，锁定湖南卫视节目版权购买价格，相较于其他长视频平台，能够有效控制内容成本，互联网视频业务毛利率较高。2018-2022 年，公司互联网视频业务毛利率分别为 38.82%/39.57%/40.69%/43.61%/41.1%，爱奇艺毛利率分别为 -8.58%/-4.67%/6.14%/9.95%/23.03%。

创新业务逐渐变现，未来有望成为新的增长曲线。内容电商：小芒电商 2022 年完成首轮融资后高速发展，GMV 峰值达到 2021 年 7 倍，DAU 峰值达到 206 万。实景娱乐：MCITY 开拓线下衍生体验，加速助力旗下平台或内容的出圈，实现用户圈层扩张。创新技术：公司产品技术智能算法团队对内推出了 AIGC HUB 平台，具备生成文本、图像、语音模态等 AIGC 能力，未来 AI 技术将持续有效赋能公司业务场景。

盈利预测、估值和评级

我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 24.1/28.23/31.30 亿元，采用 PE 估值法，给予公司 2023 年 25X PE，对应市值 603 亿元，目标价 32.23 元，维持“买入”评级。

风险提示

综艺表现不及预期；广告主需求修复不及预期风险；核心团队离职风险；用户增长不及预期

传媒与互联网组

分析师：陆意 (执业 S1130522080009)

luyi5@gjzq.com.cn

分析师：许孟婕 (执业 S1130522080003)

xumengjie@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：26.48 元

目标价 (人民币)：32.23 元

相关报告：

- 1.《芒果超媒公司点评：广告修复可期，关注内容上线及 AIGC 布局》，2023.4.23
- 2.《会员业务稳健，广告承压不改长期逻辑-芒果超媒 22 年三季报点评》，2022.10.25



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	15,356	13,704	14,637	17,087	19,102
营业收入增长率	9.64%	-10.76%	6.80%	16.74%	11.79%
归母净利润(百万元)	2,114	1,825	2,410	2,823	3,130
归母净利润增长率	6.66%	-13.68%	32.05%	17.16%	10.87%
摊薄每股收益(元)	1.130	0.976	1.288	1.509	1.673
每股经营性现金流净额	0.30	0.29	2.76	3.29	3.65
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.46%	9.68%	11.49%	12.00%	11.87%
P/E	50.63	30.77	20.56	17.55	15.83
P/B	6.31	2.98	2.36	2.11	1.88

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、台网融合双轮驱动，行业处于提价周期.....	4
1.1 芒果超媒：台网融合双轮驱动，国内媒体数字龙头.....	4
1.2 行业内部竞争：长视频流量红利见顶，步入提价周期，拥有差异化优质内容的平台具备竞争优势....	5
1.3 行业外部竞争：短视频对用户有一定影响，但长期来看影响有限.....	7
二、公司竞争优势一：内容具备差异化，有望带动用户规模及会员数提升.....	7
2.1 综艺：自制综艺工业化程度较高，爆款品牌“综 N 代”品牌持续性强.....	7
2.2 剧集端：长短剧集齐发力，剧集自制能力提升.....	12
2.3 动画端：收购金鹰卡通，有望完善内容矩阵及下游衍生布局.....	14
三、竞争优势二：台网一体在招商能力和成本端具备优势.....	15
3.1 台网一体联采联播，招商能力更强.....	15
3.2 台网一体在内容成本端占据优势，毛利率水平领先.....	15
四、创新业务逐渐变现，有望打造新成长曲线.....	16
4.1 内容电商背靠双平台优质内容产出能力，未来有望提供业绩增量.....	16
4.2 线下布局实景娱乐乐园，打造综艺宇宙，目前仍在开城拓展阶段.....	17
4.3 AI、VR 创新赋能元宇宙，NFT 数字藏品持续上线.....	18
五、盈利预测与估值.....	20
5.1 核心假设及盈利预测.....	20
5.2 估值及投资建议.....	22
六、附录.....	24
七、风险提示.....	25

图表目录

图表 1： 芒果超媒产业链架构.....	4
图表 2： 公司营业收入及增速（半年度）.....	5
图表 3： 公司主营业务分业务收入及增速（半年度）.....	5
图表 4： 公司主营业务构成.....	5
图表 5： 中国移动互联网用户规模及同比.....	6
图表 6： 移动互联网用户月人均网络使用时长.....	6
图表 7： 长视频平台 MAU 对比，单位：万人.....	6
图表 8： 四大长视频平台会员价格提价情况.....	7
图表 9： 芒果超媒旗下综艺团队整理.....	8
图表 10： 芒果 TV 会员数量.....	9
图表 11： 各大平台 22H1/23H1 综艺上新部数.....	9



图表 12:	各大平台 23H1 综艺有效播放数 (亿)	9
图表 13:	2023H1 头部平台综艺独播比例	10
图表 14:	公司综 N 代招商能力延续性强	10
图表 15:	23H1 各平台独播剧正片播放指数	12
图表 16:	23H1 全网剧集有效播放数	12
图表 17:	《大宋少年志 2》试水 AI 角色对话收费	13
图表 18:	2022 网络视听行业市场规模占比	14
图表 19:	2021、2022 微短剧上线数量	14
图表 20:	2022 微短剧排名 Top15	14
图表 21:	《疯狂的麦咭》上线芒果 TV	15
图表 22:	金鹰卡通线下乐园开拓经验丰富 (麦咭乐园)	15
图表 23:	国家广电总局发布的 20 部 2022 年度电视剧选集	15
图表 24:	湖南卫视、芒果 TV 实现业务全面打通	15
图表 25:	爱奇艺版权、自制内容净值占比	16
图表 26:	爱奇艺及芒果超媒互联网视频业务毛利率对比	16
图表 26:	2022 小芒“种花夜”	17
图表 27:	2022 小芒“汉服节”	17
图表 28:	湖南长沙 MICTY 实景	17
图表 29:	南京夫子庙 MCITY 开业仪式	17
图表 30:	中国密室逃脱市场规模及同比	18
图表 31:	中国剧本杀市场规模	18
图表 32:	中国密室逃脱用户单次消费分布	18
图表 33:	MCITY 票价	18
图表 34:	VR 平台“芒果幻城”可跟随 VR 数字人唱歌	19
图表 35:	芒果 TV 数字藏品	19
图表 36:	《全员加速中 2023》使用 VR 技术打造 VR+综艺	19
图表 37:	主营业务收入预测	21
图表 38:	主营业务毛利率预测	21
图表 39:	公司利润表	22
图表 40:	可比公司估值	23
图表 41:	芒果 TV2023 年下半年综艺储备上线情况	24
图表 42:	芒果 TV2023 年下半年剧集储备上线情况	25



一、台网融合双轮驱动，行业处于提价周期

1.1 芒果超媒：台网融合双轮驱动，国内媒体数字龙头

公司是以融合发展为特色、掌握全渠道与内容生态完整核心产业链的国有新媒体公司，拥有国内全行业领先的台网融合优势，旗下湖南卫视及芒果TV双轮驱动，依托新媒体平台芒果TV与传统媒体湖南卫视双平台驱动，围绕互联网上下游打造全产业链，实现内容生态闭环。

上游主要包括艺人经纪以及综艺、影视制作业务，中游依托强大的内容自制能力和优质内容产品矩阵，通过互联网视频平台多渠道进行内容运营分发；下游围绕芒果系内容IP开展分类改编开发、线下实景娱乐衍生，并以内容为基础形成以“视频+内容+电商”为核心的视频内容电商模式，实现线上线下多渠道衍生变现。产业链各环节之间具有较强的协同互补性，形成了媒体融合背景下一体共生、独具特色的芒果全产业链生态护城河。

图表1：芒果超媒产业链架构



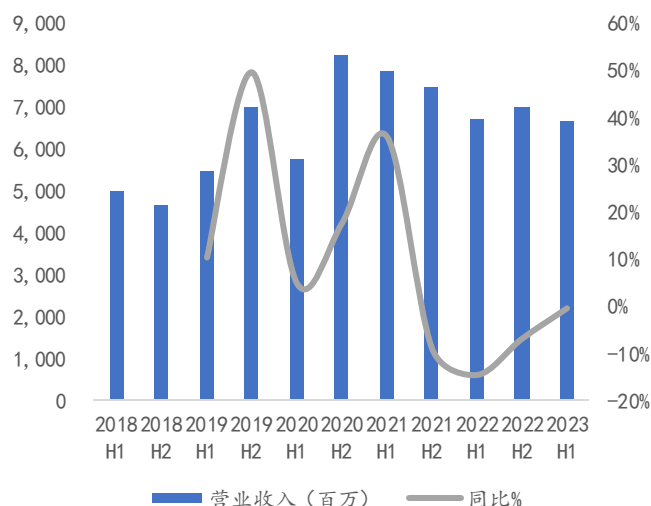
来源：公司公告，国金证券研究所

公司主营业务主要分为三大板块：互联网视频业务、新媒体互动娱乐内容制作、内容电商。其中互联网视频业务的主要变现模式为会员、广告等增值服务以及运营商大屏（IPTV及OTT），新媒体互动娱乐制作则依靠综艺制作、旗下艺人代言、IP衍生进行收费；内容电商则分为快乐购及小芒电商两大平台，分别定位不同的消费客户群体，快乐购围绕电视大屏，实现电视人群销售闭环的服务，小芒电商则围绕芒果TV打造的综艺节目进行布局，定位为新潮国货电商平台。

2022年受到疫情影响公司收入端承压，2023年业绩有望稳步修复，电商业务有望成为第二增长曲线。从营收构成来看，互联网视频业务依然是公司主要营收板块，2022年公司全年营收137.04亿元，同比下降10.76%，其中互联网视频业务营收104.18亿元，占比76.02%，同比下降7.49%，主要因2022年疫情影响之下广告整体市场需求较少，2023年有望逐步修复。除上游内容平台运营以外，公司加大资源力度整合，在电商等新业态业务实现较快增长，2022年全年内容电商业务板块营收21.36亿元，占总营收占比的15.59%，（21年同期为14.07%），未来有望成为公司第二增长曲线。



图表2：公司营业收入及增速（半年度）



图表3：公司主营业务分业务收入及增速（半年度）



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

图表4：公司主营业务构成

互联网视频业务	广告、会员	依托芒果TV互联网平台内容，通过广告、会员等其他增值业务变现
	运营商大屏服务	通过提供IPTV和OTT服务，按用户付费与运营商进行基础服务和增值分成
新媒体互动娱乐制作	内容制作及运营	影视剧及综艺节目生成，打造IP版权、策划制作、拍摄、营销、商务发行衍生开发等
	艺人经纪	通过旗下艺人参演影视综艺节目、商业类演出、品牌演唱会、代言的活动收取费用
	音乐版权	围绕数字音乐开展线上音乐类平台，影视配乐等的授权业务
	游戏及IP内容互动营销	通过定制游戏开发、发行；为电视互动内容提供技术、运营、营销支持；围绕芒果系IP进行衍生授权，打造衍生线下品牌Micity等
内容电商	快乐购电商	聚焦电视购物业务和供应链建设与拓展，打造围绕电视大屏和电视人群销售闭环的服务
	小芒电商	新潮国货内容电商平台”，深度聚焦IP内容与电商业态融合，依托内容孵化多条特色商品线，打造垂类芒品牌

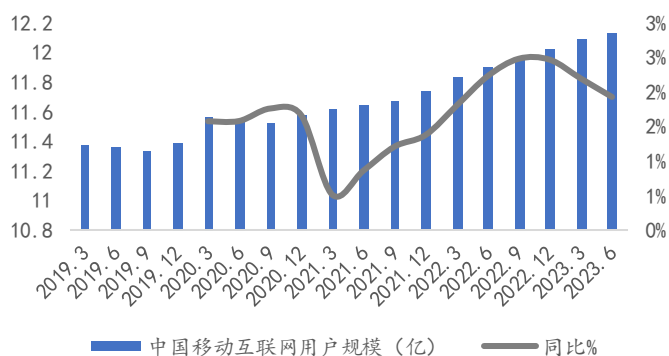
来源：公司公告，国金证券研究所

1.2 行业内部竞争：长视频流量红利见顶，步入提价周期，拥有差异化优质内容的平台具备竞争优势

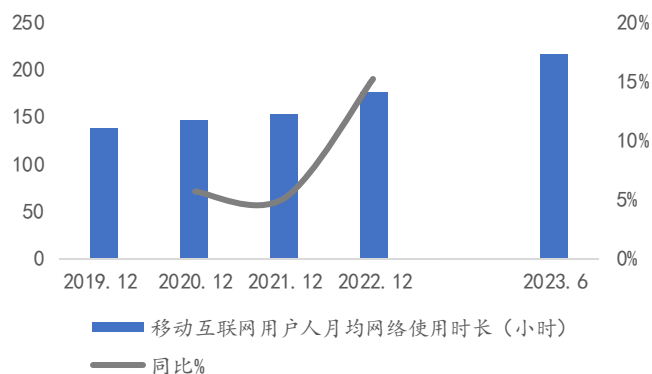
从长视频行业来看，当前处于流量和竞争格局相对稳定阶段，公司的芒果TV以差异化的综艺内容等具备一定的竞争优势。流量红利基本见顶，互联网整体流量大盘的用户数量呈现缓慢增长趋势，根据Questmobile数据，截至2023年6月，我国移动互联网用户规模人数为12.13亿人，同比增长1.93%。国内线长视频行业市场已趋于成熟化，竞争格局初步形成，以爱奇艺、腾讯视频、优酷、芒果TV为代表的四大头部平台的核心用户规模较为稳固。行业转入存量竞争，未来长视频行业必然进入以内容为核心，走精细化、差异化运营策略的时代，长视频行业整体用户的增量红利几乎见顶，在此情况下具备差异化内容的平台具备优势。



图表5：中国移动互联网用户规模及同比



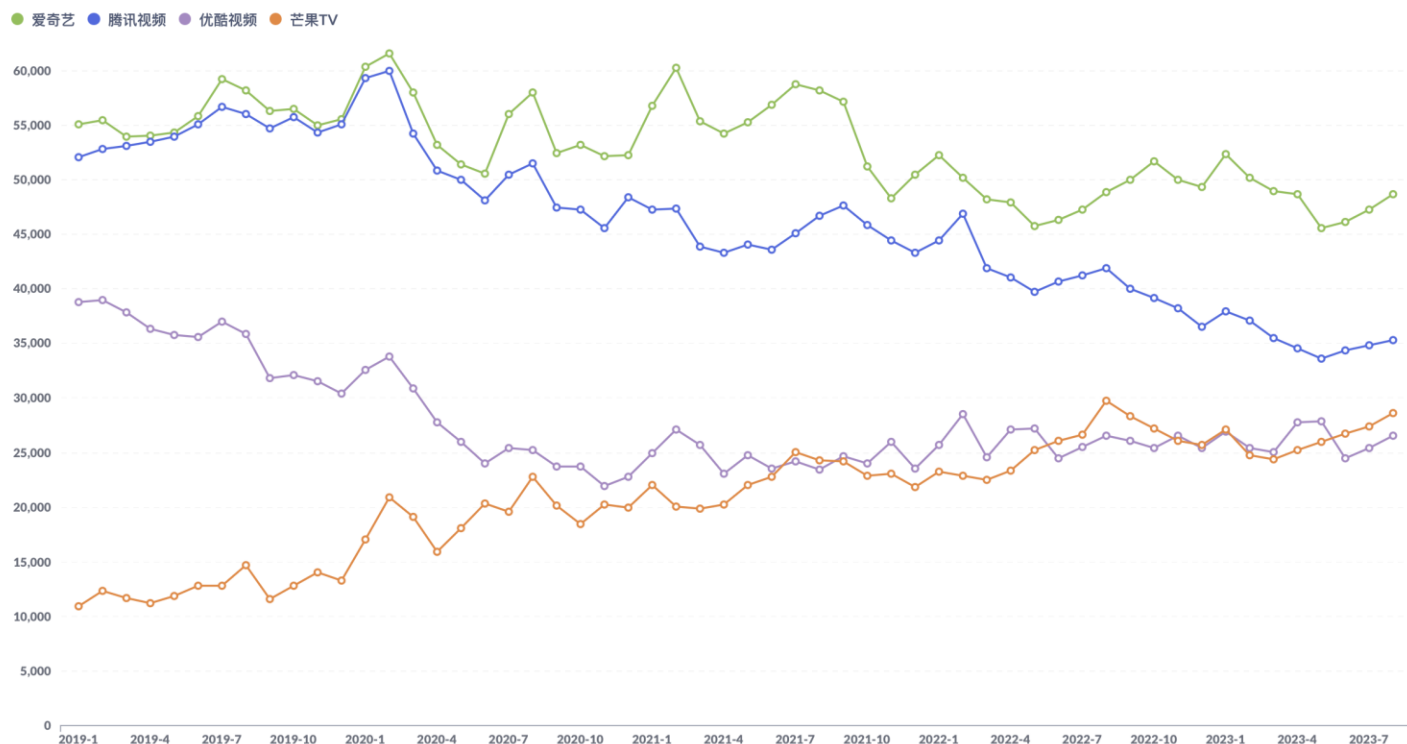
图表6：移动互联网用户月人均网络使用时长



来源：Questmobile，国金证券研究所

来源：Questmobile，国金证券研究所

图表7：长视频平台 MAU 对比，单位：万人



来源：国金数字未来 LAB，国金证券研究所

长视频行业用户会随着爆款内容切换平台，打造爆款内容对长视频平台至关重要，但无论是选择采购第三方版权还是选择内容进行自制都需要高昂的版权成本和较长的变现周期，因此长视频平台度过在前期的用户积累期整体盈利能力较差，获得较多用户后进入商业化提速阶段。在大盘流量红利见顶的情况下，依靠高额的营销费用获取新用户并非企业 ROI 策略下的优解，用户相对稳定情况下，各长视频平台步入会员费提价周期。近两年内头部长视频平台进行了多次会员提价，商业化加速，其中爱奇艺节奏最为紧凑，连续三年进行了会员调价，平均上涨幅度在 10%-20%，相较而言，芒果 TV 的调价策略相对保守，整体价格在头部平台中处于较低水平，我们认为其后续商业化空间和提价策略的弹性较大。


图表8：四大长视频平台会员价格提价情况

提价周期	月卡	连续包月	季卡	连续包季	年卡	连续包年
爱奇艺						
2020.11.13 前	19.8	15	58	45	198	178
2020.11.13-2021.12.16	25	19	68	58	248	218
2021.12.16-2022.12.16	30	22	78	63	248	218
2022.12.16-至今	30	25	78	68	258	238
平均提价幅度	14.90%	18.60%	10.40%	12.30%	9.20%	10.20%
腾讯						
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
平均提价幅度	22.40%	29.10%	16.00%	23.00%	14.20%	15.60%
芒果TV						
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
平均提价幅度	9.50%	10.60%	7.10%	9.00%	4.30%	2.40%
优酷						
2022.6.21	30	19	78	53	228	238
2022.6.21-至今	30	25	78	68	258	238
平均提价幅度	0%	32%	0%	28%	13%	0%

来源：搜狐、新浪财经、潇湘晨报、北京科技博览、国金证券研究所

1.3 行业外部竞争：短视频对用户有一定影响，但长期来看影响有限

根据《2023 中国网络视听发展研究报告》数据，截至 2022 年 12 月，短视频用户规模达 10.12 亿，同比增长 7770 万，增长率为 8.3%，在整体网民中的占比为 94.8%。短视频用户的人均单日使用时长为 168 分钟，而综合视频的人均单日使用时长为 120 分钟。我们认为在当前快节奏的生活中，短视频的短平快优势更适当前用户的娱乐节奏，因此我们认为短期来看短视频的用户数目和人均使用时长会将长视频大盘造成挤压，但长期来看，短视频行业较多内容供给来自于长视频，长视频仍具备不可替代性，目前短视频用户流量已处高位，预计后续对长视频用户时长挤压趋稳。我们认为未来短视频对于长视频的板块挤压将趋于稳定，两者将合作共生，主要基于以下原因：

- 1) 短视频及长视频针对的用户需求不同，短视频通常采取 UGC 制作模式，以个人创作者为创作主力，观看用户追求碎片化快速的娱乐方式。而长视频平台则以 PGC 为主要创作模式，短视频更适合满足快速获取信息和娱乐的需求，而长视频则更适合于深度观看和沉浸式的体验。
- 2) 大量短视频以长视频内容为基础，这类短视频往往基于电影、剧集等视频内容进行剪辑、编排后的内容结果。这类短视频将会作为长视频内容的营销和导流，通过二创的内容下方设置版权链接，可点击跳转到长视频看正片，部分短视频用户将因这部分内容引流至长视频内容平台，而长视频平台则会源源不断为短视频平台提供优质内容版权，实现正向循环。

二、公司竞争优势一：内容具备差异化，有望带动用户规模及会员数提升

2.1 综艺：自制综艺工业化程度较高，爆款品牌“综 N 代”品牌持续性强

芒果 TV 的综艺自制能力突出。芒果 TV 背靠湖南卫视，旗下综艺制作团队共用，根据 2022 年半年报披露的数据，湖南卫视、芒果超媒以 48 个综艺自制团队、29 个影视剧自制团队与 34 个新芒计划战略工作室构成国内规模最大的专业内容生产基地，团队数量较多且具备长期节目制作经验。公司爆款节目频出、内容具备差异化，带动公司付费会员数量持续提升，2018-2022 年会员数分别为 1075/1837/3613/5040/5916 万，5 年复合增速 53.16%。

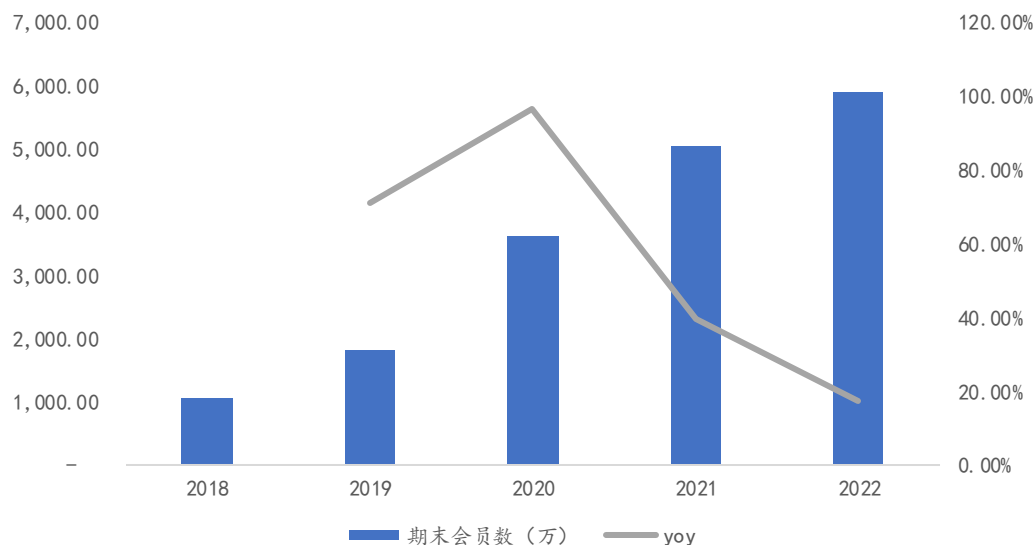

图表9: 芒果超媒旗下综艺团队整理

团队名称	代表项目
湖南卫视所属	
天天向上工作室	《天天向上》、《天天云时间》、《818 全球汽车夜》
王恬工作室	《中餐厅》6 季、《鲜厨 100》2 季
王琴工作室	《我想和你唱》3 季、《儿行千里》、《你真的太棒了》
刘伟工作室	《快乐大本营》、《你好星期六》、《嗨唱转起来》
刘建立工作室	《你好星期六》、《夏日少年派》、《我们都爱笑》
陈歆宇工作室	《我家那闺女》2 季、《我家那小子》2 季、《亲爱的客栈》3 季
王文团队	《百变大咖秀 2021》、《今天你也辛苦了》、《818 全球汽车夜》
秦明团队	《叮咚上线!老师好》、《放学后》、《中华文明之美》
曹怡佳团队	《月光书房》、《手可摘星辰》、《巧手神探》
芒果 TV 所属	
安德胜工作室	《春天花会开》、《百变大咖秀》、《幻乐之城》
张一蓓工作室	《美好年化互联社》、《天天向上 2002-2013》、《越策越开心》
严典雅工作室	《说唱听我的》2 季、《姐姐的爱乐之程》
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》
红嘴工作室	《声生不息·港乐季》、《声生不息·宝岛季》、《歌手》多季、《舞蹈风暴》2 季
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
孔晓一团队	《夏日甜心》、《少年说》5 季、《小芒种花夜》
王梓睿团队	《天天云时间》、《天猫双十一直播盛典》、《818 全球汽车夜》
甘亿团队	《名侦探学院》第五季
刘乐团队	《再见爱人》2 季、《春日迟迟再出发》
刘昕团队	《偶像来了》、《再次见到你》、《湖南卫视春节联欢晚会》
任洋团队	《时光音乐会》2 季、《绘画少年的天空》、《谁是宝藏歌手》、《声入人心》2 季
朱锋团队	《湖南卫视元宵音乐节》4 届、《摇啊笑啊桥》3 季
刘蕾团队	《我们约会吧》5 年、《恋梦空间》2 季
杨子杨团队	《稻花香里说丰年》、《百年正青春》
陈杳团队	《哎呀好身材》3 季、《披荆斩棘》2 季
杨思远团队	《突袭训练室》、《芒果捞星闻》5 年、《甜蜜的任务》四年
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》
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》
邹漫妮团队	《拼荆斩棘》2 季、《朋友请听好》2 季、《青春芒果夜》
李超团队	《我们滚烫的人生·骑行季》、《花儿与少年》露营季、《勇往直前的我们》
陈震团队	《看见美好生活》、《28 岁的你》、《云上的小店》
明艾晴团队	《乘风破浪的姐姐》、《听姐说》、《奥运叨叨叨》、《定义》
罗敏博团队	《百年青春·当燃有我——五四青年特别项目》
罗煦明谈对	《声临其境》第三季、《真正男子汉》2 季、《28 岁的你》
荆一锋团队	《乘风破浪第三季》、《功夫学徒之走读中国》、《变形计》
赵文海团队	《法医探案团》、《初入职场我们》2 季、《一年级》、《声临其境》
胡蓉团队	《大使的出发》、《我的家乡好美》、《闪耀的平凡》、《我们的团队》、《童言有计》
凌晨团队	《乘风破浪》三季、《披荆斩棘的哥哥》、《小小的追求》
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》
潘瑞芳团队	《变形计》、《向你致敬》、《让世界新见》

来源: 犀牛娱乐, 国金证券研究所



图表10: 芒果TV会员数量



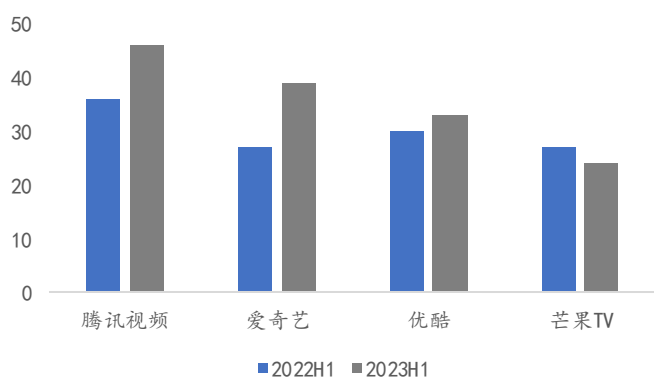
来源: 公司公告, 国金证券研究所

制作工艺成熟, 自制综艺优势凸显, 并且相较于剧集等其他内容, 综艺的变现周期更短, 有助于公司加速变现。23 年上半年上新国产季播综艺 (不含衍生、晚会) 共 119 部, 芒果TV 上线网综 24 部, 在平台上线部数缩减的情况下, 公司综艺有效播放实现逆势上涨, 八档节目入选 23 年上半年综艺有效播放霸屏榜 Top20, 其中《大侦探第八季》以 5.4 亿正片有效播放, 7.9% 的市占率位居榜单第二名, 《乘风破浪 2023》以 4.3 亿, 市占率综艺领头羊地位进一步巩固。

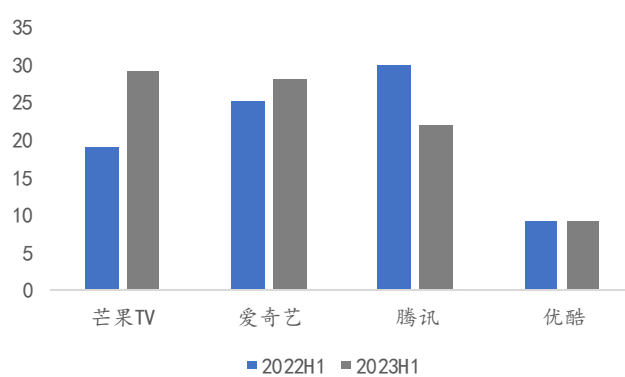
芒果TV 综艺的优势性在于两点:

- 1) 综艺的独播性, 2023 上半年芒果TV 上新季播综艺均为独播发行; 爱腾优三平台的电视综艺以拼播为主, 网综的独播部数占比均在 70% 以上, 腾讯视频、优酷、爱奇艺的台综独播部数占比分别为 39%、16%、20%, 网综的独播部数占比分别为 87%、86%、79%, 我们认为未来独播综艺是行业大势所趋, 独播综艺对用户的聚拢效应更强, 有望培养用户对平台的忠诚度。

图表11: 各大平台 22H1/23H1 综艺上新部数



图表12: 各大平台 23H1 综艺有效播放数 (亿)

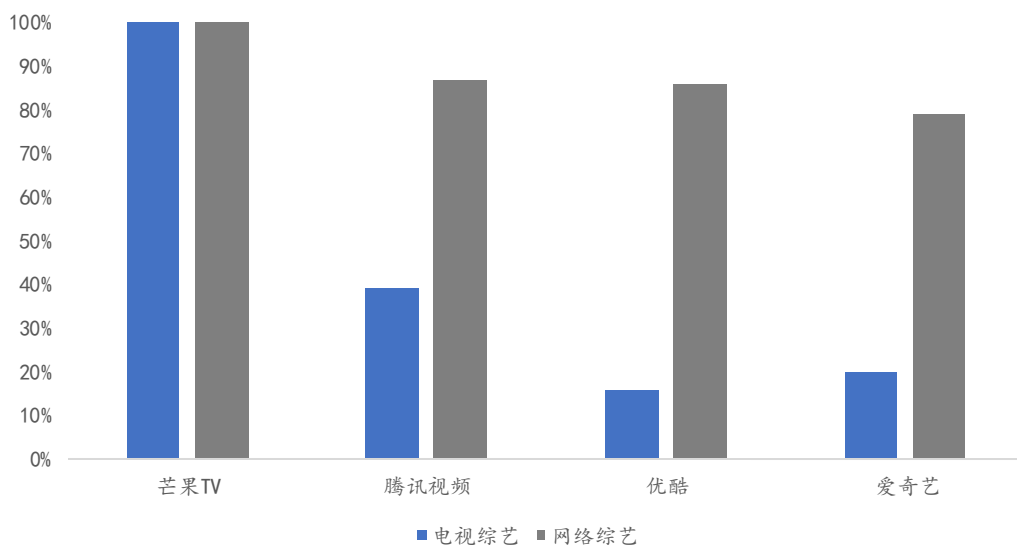


来源: 云合数据, 国金证券研究所

来源: 云合数据, 国金证券研究所



图表13: 2023H1 头部平台综艺独播比例



来源: 云合数据, 国金证券研究所

- 2) 综 N 代的热度延续性较强, 有望持续打造爆款综艺, 变现持续性强。根据云合数据, 综 N 代撑起头部市场, 2023 上半年在更国产季播综艺 (不含衍生、晚会) 中, 综 N 代的部数占总量的 43%, 有效播放占比高达 77%。芒果 TV 进入 TOP20 榜单的八部综艺中, 仅有《女子推理社》(排名第十四)、《青年π计划》(排名第十八) 为新编排的综艺, 其余皆是前余爆款 IP 的延伸, 和新编排的综艺相比, 综 N 代凭借前期爆款积累的口碑和长期聚集的观众, 也更容易在招商中受到广告商的青睐, 公司的议价权也更高, 如 2023 年播出的《乘风破浪 2023》综艺中《浪姐 4》首轮合作商达 10 家, 包括 1 家独家冠名、5 家合作伙伴、4 家行业指定, 而根据《乘风破浪 2023》的广告代理商旭通传媒数据, 该综艺的独家冠名报价为 5 亿元, 首席合作伙伴、超级合作伙伴、合作伙伴分别为 3 亿元、2 亿元和 1 亿元, 行业指定的费用为 5000 万元。

下半年芒果 TV 综艺共有 17 部综艺, 其中包括《披荆斩棘的哥哥 3》、《中餐厅 7》、《花儿与少年 5》、《再见爱人 3》、《时光音乐会 5》等多部高评级综 N 代节目。

图表14: 公司综 N 代招商能力延续性强

	第一季	第二季	第三季
乘风破浪的姐姐	梵蜜琳(冠名)、金典、唯品会、佳贝艾特、Vivo、瓜瓜龙英语、护舒宝、奥利奥、益达(第2期新增)、新氧医美、安居客、和平精英、唱吧、腾讯微视、影谱科技(第4期新增)、星途汽车(第5期新增)	金典(独家冠名)、美团优选、Vivo、唯品会、有道精品课、Swiss、LUX 力士、豌豆思维、德芙 Dove、护舒宝、小刀电动车、美的空调、金龙鱼、纽西之谜、美赞臣蓝臻	金典(冠名)、京东(第二期新增)、合生元、Swisse、LUX 力士、德芙 Dove、艾玛(第二期新增)
向往的生活	江中猴菇米稀(冠名)、OPPO、Rinnai 热水器、家乐氏-谷兰若拉麦片(赞助 3 4 5 6 9 11 期)、福特翼虎(第 8 期新增)	江中猴菇米稀(冠名)、OPPO、植选、网易考拉海购、老板电器、小猪短租、三草两木护肤霜、Rinnai 热水器、长安马自达、冷酸灵、龙虎风油精、景田(赞助 1-4 期)、麦迪富狗粮(仅赞助第五期)、快手(第三期新增)	特伦苏(冠名)、小度音响、唱吧、万和热水器、道道全菜籽油、好爸爸洗衣液、丰田卡罗拉、美颜秘笈(1-6 期)、麦富迪狗粮(仅第 2 期)、艾艾贴(第 12 期, 第 13 期)、炊烟小坎黄牛肉(仅第十二期)、掌门一对一(第十三期)
花儿与少年	碧生源(冠名)、盼盼黑糖话梅(第 2 期新增)、美丽加芬(第 2 期新增)、天喔	蒙牛(冠名)、自然堂、Vivo、中国人寿、一汽丰田	丸美(冠名)、潘婷护发素、VivoX9、网易考拉



	茶庄（第2期新增）、手机 淘宝（第2期新增）		
声生不息	君乐宝简醇酸奶（冠名）、 三星、中国移动、李锦记、 美赞臣蓝臻、王老吉刺柠 吉、岚图汽车、京东、绿箭 口香糖、Little Friddie 小 皮（第5期新增）	Swisse（冠名）、上汽大通、 9 99 感冒灵、三星、百岁山等7家	
披荆斩棘的哥哥	金典（冠名）、京东、三 星、良品铺子、卡萨帝、麦 吉丽、美赞臣蓝臻、德芙 Dove、利郎男装、广汽丰 田、龙牡壮骨颗粒、 MARTELL 马爹利（第3期新 增）、康师傅（第5期新 增）	金典（冠名）、良品铺子、京东、三星、 GENANX 闪电潮牌等11家	
中餐厅	立白（冠名）、海天、奢悦	美拍 APP（冠名）、拼多多、飘柔、光明牛 奶、老板电器、奢悦、联合利华奥妙、奥利 奥、Vip Kid、知乎、景田、西王玉米油、雪天 盐、海天酱油、小度、云南白药、三禾锅具	蒙牛纯甄（冠名）、拼多多、VIP KID、奥妙、老板电器、道道全菜籽 油、本田、影谱
妻子的浪漫旅行	OLAY（冠名）、ryoe 吕、 ABC、同程旅游、gogokid （第3期-第8期）、贝壳 找房（第4期新增）、网易 考拉（第6期新增）、WVC 科技防晒（第10期新增）	伊利金领冠（冠名）、小红书、贝壳找房、铂 爵旅拍、奢悦、三星、三九药业（第2期新 增）、博朗（第10期新增）	唯品会（冠名）、伊利金领冠、奥妙、 铂爵旅拍、抖音、学而思轻课、优乐 美、爱乐维
密室大逃脱	脉动（冠名）	美年达（冠名）、FOREO、华为、SKG 按摩、钙 尔奇	美年达（冠名）、奥利奥、京东
明星大侦探	融 360（仅第5期冠名）、 京东金融（第11期开始冠 名）、当贝市场 APP、微鲸 电视、探探 APP（1-4 期）、Keep（第4期-第9 期）、荣耀手机（第5期新 增）、爱思特整形（仅第8 期）CBD 家居（第9期、第 12期、13期）	OPPO（冠名）、飘柔、雪佛兰润滑油、NOW 直播 （第8期新增）	OPPO（冠名）、抖音、京东金融、火山 小视频、怡宝、天喔

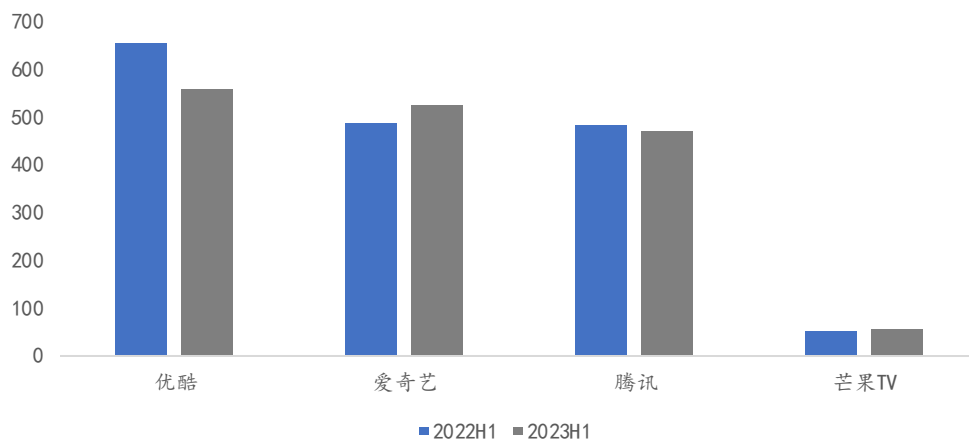
来源：芒果 TV，国金证券研究所



2.2 剧集端：长短剧集齐发力，剧集自制能力提升

公司剧集方面起步较晚，与其他长视频平台存在一定差距，但近年来有所发力。近期上映的《去有风的地方》《温暖的甜蜜的》《白色城堡》等独播剧表现良好，平台的剧集播放量数据相较 2022 年实现增长，但相较腾讯视频、爱奇艺、优酷在上半年均有超出预期的现象级爆款，芒果与爱奇艺拼播的《归路》进入排名榜前五，后续提升空间较大。

图表15：23H1 各平台独播剧正片播放指数



来源：灯塔专业版，国金证券研究所

图表16：23H1 全网剧集有效播放数

名称	正片有效播放	市占率	播放平台	名称	正片有效播放	市占率	播放平台
狂飙	102.1 亿	6.80%	爱	三体	11.5 亿	0.80%	腾
长月烬明	28.5 亿	1.90%	优	人生之路	11.1 亿	0.70%	爱
向风而行	16.6 亿	1.10%	爱、腾	深图爆	10.9 亿	0.70%	爱
云鬓传	14.7 亿	1.00%	爱、腾	无间	10.1 亿	0.70%	腾
归路	14.3 亿	1.00%	爱、芒	去有风的地方	10.1 亿	0.70%	芒
少年歌行	12.5 亿	0.80%	优	星落凝成糖	10.0 亿	0.70%	优
我们的日子	12.4 亿	0.80%	爱、腾	重家	9.8 亿	0.70%	腾
纵有疾风起	12.3 亿	0.80%	爱、腾	三分野	8.9 亿	0.60%	腾
他是谁	11.9 亿	0.80%	优	公诉	8.8 亿	0.60%	爱、腾
知否知否应是绿肥红瘦	11.7 亿	0.80%	爱、腾、优	长风渡	8.6 亿	0.60%	爱

来源：云合数据，国金证券研究所

长剧集端试水 AI 应用，创新模式探索有望提升剧集 IP 价值。公司自制剧集《大宋少年志 2》7 月 29 日于芒果 TV 上线，公司推出首个基于剧中 IP 角色的跨次元互动对话产品，用户可与剧中角色互动，并开启 1V1 私聊模式，会员用户拥有 3 次免费对话权益，超过 3 次后可付费购买更多会话次数，价格为 2.8 元（原价 6 元）/10 次、5.8 元（原价 30 元）/50 次，29.8 元（原价 60 元）/1500 次。



图表17: 《大宋少年志2》试水AI角色对话收费



来源：芒果TV，国金证券研究所

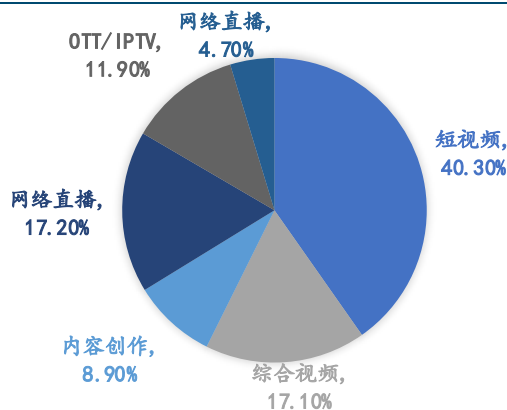
相较传统长剧集端，我们认为公司在微短剧集端有望率先追赶：

1) 行业端：短视频用户相较于长视频用户的受众面更广，根据《中国网络视听发展研究报告（2023）》的数据，短视频占据整个网络视听市场的40.3%，微短剧和短视频的娱乐性需求是类似的，两者皆是短平快的碎片化娱乐时间，但微短剧的剧情整个观看逻辑更为连续，爆款剧集季度与季度之间的热门效应会有所持续，因此我们认为微短剧的市场空间较大。另一方面微短剧市场呈现规模化、多元化、规范化的发展趋势，但市场仍然还在高速扩张期间，2021年微短剧的上线为58部，2022年为172部，我们认为相较于长剧集已经较为成熟的市场，处于成长期的微短剧市场对新进入竞争者更为友好，公司有望在其中突围。2) 从制作能力和内容角度，2022年芒果对大芒微短剧计划进行了升级，在之前以会员观看时长进行分账体系的基础上，新增了优质恒片项目保底分账及自招商收益分成，并将短剧类型从S+到B分为五档，优质内容的创作力增强。根据云合数据，2022年微短剧排名TOP15中，芒果占据三席，我们认为芒果的微短剧相较于其长剧集具有更高的排名和更强的竞争力。

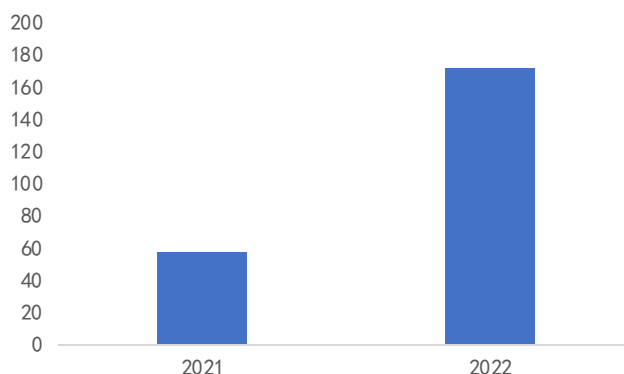
未来大芒微短剧计划将作为芒果短剧的核心持续为平台输出，截至目前已经产出《念念无明》、《一纸寄风月》优质爆款。今夏大芒计划原创网络微短剧《我等海风拥抱你》自6月12日于芒果TV独家播出，连续两周获得全网爱情类短剧榜冠军。截至6月29日，正片累计播放量已超过1.4亿。7月开始的暑期短剧片档则分为，疗愈、国风、破迷三个剧场，共有包括《虚颜》、《画江湖》等在内的十二部优质剧集，同样有望带动平台收视率。



图表18: 2022 网络视听行业市场规模占比



图表19: 2021、2022 微短剧上线数量



来源:《中国网络视听发展研究报告(2023)》, 国金证券研究所

来源:《中国网络视听发展研究报告(2023)》, 国金证券研究所

图表20: 2022 微短剧排名 Top15

排名	剧集名称	正片有效播放	总集数	播出平台
1	拜托了! 别宠我	2.0 亿	23	腾讯
2	千金压环	1.4 亿	30	优酷
3	奇妙博物馆	1.1 亿	80	B 站
4	别跟姐姐撒野	1.1 亿	20	优酷
5	拜托了! 别宠我(第二季)	1.0 亿	21	腾讯
6	念念无明	1.0 亿	18	芒果
7	夜色倾心	1.0 亿	24	腾讯
8	花颜御貌	9898 万	24	腾讯
9	将军府来了个小厨娘	9284 万	24	腾讯
10	致命主妇	9144 万	24	优酷
11	纨绔医妃	9037 万	50	腾讯
12	奇妙博物馆第二季	8929 万	12	芒果、B 站
13	奇妙博物馆第三季	8806 万	40	芒果、B 站
14	拜托了! 别宠我第三季	8186 万	24	腾讯
15	重返 1993	8133 万	25	腾讯

来源: 云合数据, 国金证券研究所

2.3 动画端: 收购金鹰卡通, 有望完善内容矩阵及下游衍生布局

7 月 25 日, 公司公告称将以 8.35 亿收购公司控股股东芒果传媒持有的湖南金鹰卡通传媒有限公司(以下简称金鹰卡通)100%股权。

金鹰卡通湖南卫视旗下的旗下专业的青少儿内容制作公司, 先后制作了《麦咭和他的朋友们》、《中国新声代》、《23 号牛乃唐》、《玩名堂》等优质动画作品, 并纵向拓展至线下活动与乐园运营、衍生品开发与销售等产业板块。

我们认为公司本次收购将有利于:

- 1) 完善内容产品矩阵, 寻求青少年品类的拓展: 长期以来芒果超媒无论是综艺还是电视剧集, 受众面集中于成年人, 而对于青少年的品类并未有过多的介入, 芒果少儿频道的收视率和热度并不高。本次收购将补充芒果 TV 在此品类的方面的布局, 完善内容矩阵, 截至目前, 金鹰卡通多个制作内容均已登陆, 包括像《疯狂的麦咭》《爱上幼儿园》《王牌育儿师》《三孩来了》《嘭! 发射》等均已上线芒果 TV 少儿频道。
- 2) 完善线下衍生品产业链, 芒果超媒近两年下游业务布局以“小芒电商”、“M City”为主, 涉及线下衍生品开发和下游乐园布局, 而金鹰卡通长期围绕 IP 开发, 在此方面经验丰富, 二者有望在 IP 衍生开发及实景娱乐上进行高度融合。



图表21:《疯狂的麦咭》上线芒果TV



来源:芒果TV, 国金证券研究所

图表22:金鹰卡通线下乐园开拓经验丰富(麦咭乐园)



来源:搜狐, 国金证券研究所

三、竞争优势二:台网一体在招商能力和成本端具备优势

3.1 台网一体联采联播,招商能力更强

芒果超媒旗下湖南卫视及芒果TV紧密结合,台网本质都是内容产出机构,对商业化、对内容采购的逻辑是相称的,芒果超媒将双业务深度融合影视方面实现一份“耕耘”、两份收获”。

在组织架构方面,设立了双平台综艺和电视剧项目决策委员会,与湖南卫视总编室、芒果TV平台运营中心形成了稳定的“三角枢纽”,实现了一致的规划和运作。

影视方面实现联合采购和播出,共同购买、营销推广,资源高效协同,推出了《麓山之歌》《底线》《天下长河》《少年派2》、《白色城堡》等多部剧集,收视同时段第一,在国家广电总局发布的20部2022年度电视剧选集中,双平台出品占据5席。

图表23:国家广电总局发布的20部2022年度电视剧选集

图表24:湖南卫视、芒果TV实现业务全面打通



来源:极目新闻, 国金证券研究所



来源:湖南卫视, 国金证券研究所

综艺方面联合制作联合宣传,大大减少了外包性业务需求,依靠内部机制调动就能解决大部分业务工作。例如爆款综艺《乘风破浪2023》的节目导演团队、艺人统筹是由湖南卫视、芒果TV双方共同打造。

广告经营方面双平台实现联合招商。2022年5月,湖南卫视与芒果TV首次联合招商,2022年全年,双平台举办三次联合招商会,20家重点客户的长视频预算将独家落户于双平台,《声生不息·港乐季》一档节目就吸纳21个品牌,使双平台全年创收保持同级别市场头部地位。

3.2 台网一体在内容成本端占据优势,毛利率水平领先

在目前内容为王的情况下,长效持续的低成本制作能力是长视频平台能否长期维持竞争和

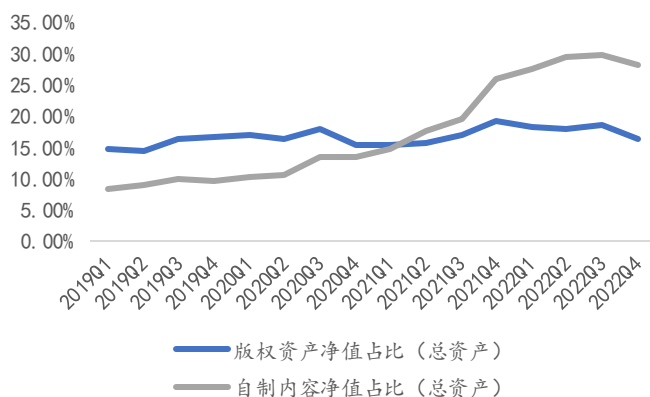


盈利的关键。和爱奇艺等头部长视频平台相比，芒果的自制能力和成本端优势未来有望持续凸显。

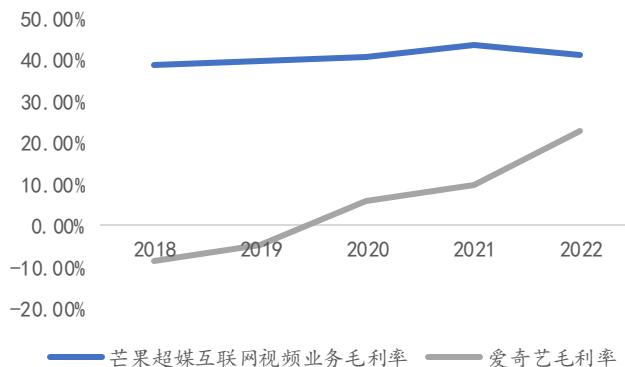
爱奇艺的逻辑类似于流量分发，早期本质是依靠购买外部版权，做平台的流量分发逻辑，但该模式利润较低，导致其长期处于亏损，后期开始尝试自制和内部造血，1Q21自制内容资产首次超过版权内容资产。

公司在成本端具备优势：1）2017 年与湖南卫视与湖南台签订采购协议：根据湖南台与快乐阳光签订的《增资协议》和《电视节目信息网络传播权采购协议》，2017 年 12 月 31 日后，公司可以 2017 年采购金额为基数，每年 10% 的价格增幅，采购湖南卫视 2018 年至 2020 年间的境内信息网络传播权，对价分别为 4.51 亿元、4.961 亿元、5.46 亿元。2020 年 12 月续签协议，快乐阳光以与 2020 年相同的价格 5.46 亿元购买 2021-2025 年期间的网络转版权，且不进行价格增幅，如合同期内湖南卫视出现市场公认的现象级爆款节目，则在节目存续期内当年采购价较上一年上涨 10%。因此，相较于其他长视频平台，公司在内容成本端具备明显优势，互联网视频业务毛利率较高，2018~2022 年，公司互联网视频业务毛利率分别为 38.82%/39.57%/40.69%/43.61%/41.1%，爱奇艺毛利率分别为 -8.58%/-4.67%/6.14%/9.95%/23.03%。2）通过自建内容制作团队，能够有效提升毛利率。另一方面自制内容在未来 IP 变现、IP 衍生方面，（无需另外购买版权或协商，无需担心侵权），未来基于内容生产与运营一体化的模式在变现上具备更多可能。

图表 25：爱奇艺版权、自制内容净值占比



图表 26：爱奇艺及芒果超媒互联网视频业务毛利率对比



来源：爱奇艺财报，国金证券研究所

来源：芒果超媒财报，爱奇艺财报，国金证券研究所

四、创新业务逐渐变现，有望打造新成长曲线

4.1 内容电商背靠双平台优质内容产出能力，未来有望提供业绩增量

芒果超媒旗下电商主要分为两大板块，小芒电商及快乐购。

快乐购依托湖南卫视品牌优势，定位于媒体零售的电商平台，模式类似电视购物，主要是基于电视大屏的购物平台，是公司早期的电商模式。

小芒电商最早于 2021 年上线，2022 年完成首轮融资后高速发展，GMV 峰值达到 2021 年 7 倍，DAU 峰值达到 206 万。背靠芒果 TV，是定位于社交、内容、电商于一体的新潮国货内容电商平台。商品主要覆盖服饰、食品、美妆、棉花娃娃、IP 同款、新款潮玩、精选汉服，内容上主要依靠综艺、剧集联动，打造“种草+割草”的完整闭环。

我们认为小芒电商未来有望成为公司新的增长曲线，主要基于：目前的电商模式下内容电商的热度是逐渐提升的，相较“人找货”的传统电商模式，以“种草模式”为核心的“货找人”无论是直播带货还是视频种草都依靠精美内容或者 KOL 人气实现较快增长，小芒电商具备内容和 KOL 优势：内容上小芒电商可联动爆款综艺诸如《大侦探》《名侦探学院》《100 道光芒》等芒果优质 IP 资源，带动合作商品热销，开拓新赛道；KOL 方面，公司与众多艺人保持良好关系，如汉服节邀请了集结李斯丹妮、姜芸潇、陆虎等优质国风艺人和社团，在晚会上展示 20 余款小芒独家汉服新品，国风品牌结合人气艺人，有助于最大化品牌价值，带动小芒电商 GMV 增长。



图表26: 2022 小芒“种花夜”



来源: 新浪财经, 国金证券研究所

图表27: 2022 小芒“汉服节”



来源: 芒果TV, 国金证券研究所

4.2 线下布局实景娱乐乐园, 打造综艺宇宙, 目前仍在开城拓展阶段

芒果超媒线下衍生的实体娱乐场景以 MCITY 为核心, 原计划 2021 年开城六个, 但事实只实现了长沙与上海两家。由于疫情以及国家对剧本杀行业管理加强等原因, MCITY 的第三家门店直至 2023 年四月才在南京落地, 借此机会芒果也宣布重启了 MCITY 的全国布局行动。

从形式上 MCITY 的依托两大核心玩法: 剧本杀及密室逃脱, 目前主要依托核心 IP 综艺《大侦探》《密室大逃脱》构建大型可视化世界, 引导玩家逐渐揭开谜题, 打造沉浸体验。MCITY 长沙店的线下“NZND”和“学院怪谈”实景舞台, 百分百还原明星大侦探里的场景, 受到观众的一致追捧。未来芒果官方将不断扩充 IP 内容, 提升线下实景娱乐内容厚度, MCITY 与大丰文化共同将综艺《法医探案团》改编成法医沉浸式推理探案剧场, 预计于 2023 年 8 月上线, 后续还将与《初入职场的我们·法医季》IP 联动, 将普法推理网综与线下沉浸式戏剧有机结合, 开发“法医探案团”IP 的新业态。

图表28: 湖南长沙 MCITY 实景



来源: 文化产业评论, 国金证券研究所

图表29: 南京夫子庙 MCITY 开业仪式



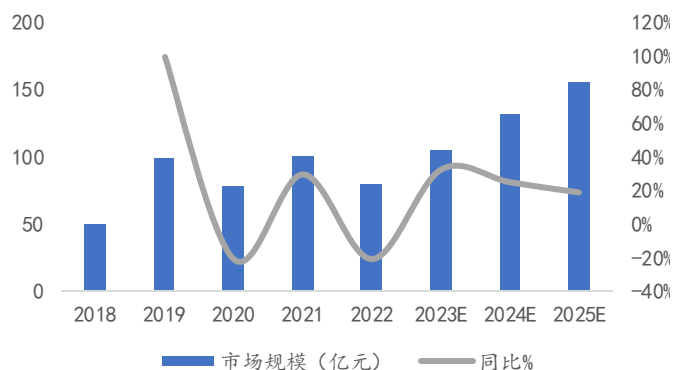
来源: 搜狐, 国金证券研究所

目前剧本杀、密室逃脱的市场格局方兴未艾, 线下实景娱乐仍具有广阔的市场增长空间, 根据艾媒咨询的数据, 2022 年中国密室逃脱及剧本杀的市场规模分别为: 79.7、238.9 亿元, 而到 2025 年则有望分别增长至 155.7、448.1 亿元。

从价格上来看: MCITY 定位于高端、头部剧本杀及密室逃脱, 以高服务、深度沉浸感为特点吸引用户。根据艾媒数据, 中国目前密室逃脱用户单次消费集中在 51-150 元之间, 而 MCITY 的定价从 158-528 不等, 价格层面相对较高, 但高定价背后的服务同样优质, MCITY 剧本杀的剧本以自有产出及第三方 PGC 产出为主, 购买剧本后会在内部先进行长达半个月的多轮评测, 后续会安排店内 DM 深度了解内容, 熟悉剧本至脱稿程度。我们认为 MCITY 有望成为国内高端剧本杀、密室逃脱的标杆, 帮助开拓实景娱乐行业的市场。

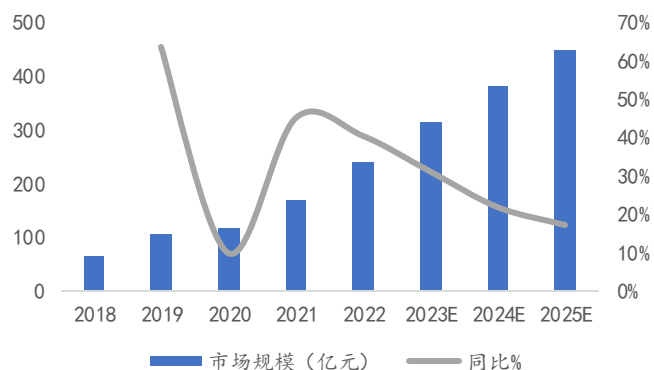


图表30：中国密室逃脱市场规模及同比



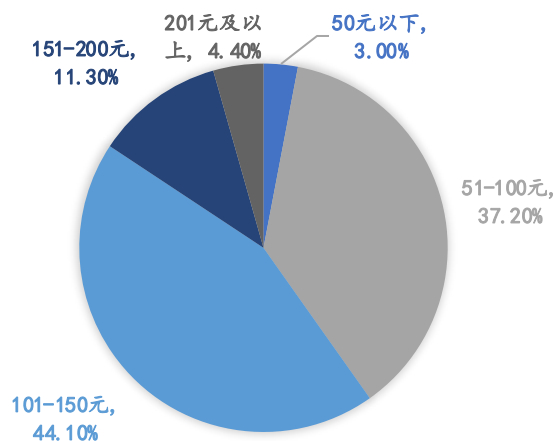
来源：艾媒咨询，国金证券研究所

图表31：中国剧本杀市场规模



来源：艾媒咨询，国金证券研究所

图表32：中国密室逃脱用户单次消费分布



来源：艾媒咨询，国金证券研究所

图表33：MCITY 票价



来源：小红书。国金证券研究所

从用户角度：一方面 MCITY 开拓线下衍生体验，加强了现有用户的黏性，另一方面为圈外用户接触并了解芒果内容提供了新渠道，加速助力旗下平台或内容的出圈，进而实现用户圈层的扩张。虽然现阶段刚起步的线下实景娱乐虽未形成规模效应，我们认为其作为线下乐园头部圈层有望带动市场，我们看好芒果基于其独特的内容生态，持续延展其商业模式，完善产品矩阵，未来有望持续带动业绩增量。

4.3 AI、VR 创新赋能元宇宙，NFT 数字藏品持续上线

公司对新技术的应用一直处于行业前列。2021 年公司即发布了首款数字人主持“小漾”，同年发布第一款芒果广场纪念版数字藏品。2022 年 3 月，公司正式上线芒果数字藏品平台，发行多款剧综 IP 衍生数字藏品、艺术品、图片，售价从 19.9-129.9 元不等。2022 年 8 月上线了基于 VR 的泛娱乐内容社交平台“芒果环城”。



图表34: VR 平台“芒果幻城”可跟随 VR 数字人唱歌



图表35: 芒果 TV 数字藏品



来源: 芒果幻城微博, 国金证券研究所

来源: 芒果 TV, 国金证券研究所

2023 年 6 月, 公司产品技术智能算法团队对内推出了 AIGC HUB 平台, 该平台集成了领域模型、AI 绘画、语音生成等文本、图像、语音模态等 AIGC 能力, 未来 AI 技术将持续有效赋能公司技术场景。

目前公司在 AI 技术已初步应用于元宇宙相关场景。在《声生不息·宝岛季》中, 芒果 TV 结合 LED XR 虚拟拍摄技术突破场地与时间的限制, 探索新型数字化制作技术在综艺内容中的应用。在《全员加速中》中, 首次将 VR 内容与虚拟拍摄结合起来。节目中, 艺人通过万向跑步机与 VR 头戴式设备即可进入“加速之城”, 通过数字分身身在虚拟世界中挑战节目任务。未来“加速之城”将推出《大侦探》、《密室大逃脱》等版本, 还会植入到芒果 TV 旗下的电商平台“小芒”的消费场景里, 借助虚拟的世界, 可以将 IP 衍生品打造成虚拟资产进行变现。我们认为公司在技术创新方面一直位于行业前列, 未来有望凭借公司 AI、VR 方面的创新优势进行 VR、NFT 数字产品的规模化变现。

图表36: 《全员加速中 2023》使用 VR 技术打造 VR+综艺



来源: 芒果 TV, 国金证券研究所



五、盈利预测与估值

5.1 核心假设及盈利预测

收入端： 预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 146.37/170.87/191.02 亿元，对应增速为 6.8%/16.7%/11.8%。

互联网视频业务： 收入的增长主要通过广告、会员等其他增值业务变现和通过提供 IPTV 和 OTT 服务，与运营商进行基础服务和增值分成。我们预计 2023 年至 2025 年公司互联网视频业务营业收入分别为 109.43/131.36/147.89 亿元，对应增速为 5.04%/20.05%/12.58%。随着宏观经济回暖，广告主需求将陆续修复，但考虑到当前消费处于弱复苏情况，预计 2023 年恢复力度相对较小，故预计其中广告业务收入 2023-2025 年分别为 37.13/41.73/45.91 亿元，增速分别为-7.05%/12.41%/10.00%；会员业务收入取决于会员数量和平均 ARPU。预计在优质内容上线带动下，会员数量稳健增长，且下半年公司与阿里合作 88VIP，有望带动会员数量提升，当前公司仍处于用户培养阶段，预计 ARPU 值保持稳定，预计会员业务收入 2023-2025 年分别为 43.43/57.29/65.76 亿元，增速分别为 10.92%/31.92%/14.78%。运营商大屏业务行业较为成熟，预计增速稳定收入逐步提升，预计运营商大屏业务收入 2023-2025 年分别为 28.88/32.34/36.22 亿元，增速分别为 15.10%/12.00%/12.00%。

内容电商： 主体业务为快乐购和小芒电商。公司小芒电商 GMV 增长迅速，公司依托综艺优势带动其内容电商增长，与公司用户群体需求较为契合，预计仍将保持高速增长，电商业务有望成为第二增长曲线，预计内容电商业务收入 2023-2025 年分别为 27.59/29.74/32.91 亿元，增速分别为 29.16%/7.78%/10.68%。

新媒体互动娱乐内容制作业务： 新媒体互动娱乐内容制作业务收入将稳定提升，但在短时间增速并不显著。预计新媒体互动娱乐内容制作业务收入 2023-2025 年分别为 9.43/9.90/10.40 亿元，增速分别为-15.63%/5.0%/5.0%。


图表37：主营业务收入预测

单位（百万元人民币）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总营业收入	15,355.86	13,704.34	14,636.62	17,087.36	19,101.67
YoY	9.64%	-10.76%	6.80%	16.74%	11.79%
1) 互联网视频业务	11,261.25	10,417.66	10,942.73	13,136.35	14,788.79
YoY	24.29%	-7.49%	5.04%	20.05%	12.58%
互联网视频业务中:					
广告业务	5,453.00	3,994.00	3,712.55	4,173.31	4,590.64
YoY	31.75%	-26.76%	-7.05%	12.41%	10.00%
会员业务	3,688.00	3,915.00	4,342.60	5,728.96	6,575.97
YoY	13.30%	6.16%	10.92%	31.92%	14.78%
运营商业业务	2,120.25	2,508.66	2,887.58	3,234.09	3,622.18
YoY	27.22%	18.32%	15.10%	12.00%	12.00%
2) 新媒体互动娱乐内容制作业务	1,877.46	1,118.06	943.28	990.45	1,039.97
YoY	-32.10%	-40.45%	-15.63%	5.00%	5.00%
3) 内容电商业务	2,157.21	2,136.37	2,759.37	2,974.02	3,291.76
YoY	2.50%	-0.97%	29.16%	7.78%	10.68%

来源：公司公告，国金证券研究所预测

毛利率：预计公司将坚持降本增效策略，严格控制成本，预计 2023-2025 公司整体毛利率为 33.53%/34.41%/34.57%。互联网视频业务：模式较为稳定成熟，公司与湖南卫视签订的内容采购协议能够有效控制成本，预计 2023-2025 年毛利率为 42.84%/43%/43%。新媒体互动娱乐业务需要较多成本投入，预计 2023-2025 年毛利率为 18.56%/13.50%/13.50%。内容电商业务目前发展早期，预计 2023-2025 年毛利率为 7.93%/10%/10%。

图表38：主营业务毛利率预测

单位（百万元人民币）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总毛利润	5,450.40	4,637.31	4,907.11	5,880.44	6,604.30
毛利率	35.49%	33.84%	33.53%	34.41%	34.57%
1) 互联网视频业务	4,910.67	4,281.95	4,688.30	5,648.63	6,359.18
毛利率	43.61%	41.10%	42.84%	43.00%	43.00%
2) 新媒体互动娱乐内容制作业务	320.77	214.14	175.04	133.71	140.40
毛利率	17.09%	19.15%	18.56%	13.50%	13.50%
3) 内容电商业务	188.38	136.67	136.67	297.40	329.18
毛利率	8.73%	6.40%	7.93%	10.00%	10.00%

来源：公司公告，国金证券研究所预测

费用端：台网各类视频播出推广仍需要一定数量的广告宣传，预计降本增效情况下不会实现大幅增长，2023-2025 年销售费用率分别为 13.76%/14.11%/14.20%。公司管理费用、研



发费用控制较为稳定，预计仍将保持，预计 2023-2025 管理费用率分别为 3.79%/4.00%/4.00%，研发费用率分别为 1.61%/1.65%/1.65%。

基于以上假设，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 24.1/28.23/31.3 亿元。

图表39：公司利润表

单位（百万元人民币）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	15,355.86	13,704.34	14,636.62	17,087.36	19,101.67
YoY	9.64%	-10.76%	6.80%	16.74%	11.79%
毛利润	5,450.40	4,637.31	4,907.11	5,880.44	6,604.30
YoY	14.14%	-14.92%	5.82%	19.83%	12.31%
毛利率	35.5%	33.8%	33.5%	34.4%	34.6%
销售费用	2,469.33	2,179.89	2,014.34	2,410.37	2,712.44
YoY	14.09%	-11.72%	-7.59%	19.66%	12.53%
销售费用率	16.08%	15.91%	13.76%	14.11%	14.20%
管理费用	695.93	623.94	555.38	683.49	764.07
YoY	10.61%	10.34%	-10.99%	23.07%	11.79%
管理费用率	4.53%	4.55%	3.79%	4.00%	4.00%
研发费用	271.99	234.73	236.03	281.94	315.18
YoY	47.51%	13.70%	0.56%	19.45%	11.79%
研发费用率	1.77%	1.71%	1.61%	1.65%	1.65%
营业利润	2,135.93	1,725.05	2,250.36	2,691.44	2,998.08
YoY	6.46%	19.24%	30.45%	19.60%	11.39%
营业利润率	13.91%	12.59%	15.37%	15.75%	15.70%
净利润	2,114.48	1,766.17	2,372.61	2,820.96	3,127.57
YoY	6.83%	-16.47%	34.34%	18.90%	10.87%
净利润率	13.77%	12.89%	16.21%	16.51%	16.37%
归母净利润	2,114.09	1,824.93	2,409.78	2,823.36	3,130.24
YoY	6.66%	13.68%	32.05%	17.16%	10.87%
归母净利润率	13.77%	13.32%	16.46%	16.52%	16.39%

来源：公司公告，国金证券研究所预测

4.2 估值及投资建议

我们预计公司 2023 年至 2025 年的归母净利润分别为 23.9/28.3/31.3 亿元。采用 PE 估值法，参照可比公司爱奇艺、奈飞、迪士尼、快手、新媒股份，2023 年 PE 均值为 23.16X，考虑到公司为国有互联网视频新媒体龙头，会员数增长迅速，后续有望提价，广告尚在恢复中后续增速有望回暖，小芒电商等业务预计带来新的商业化潜力，我们给予公司 2023 年 25X PE，对应市值 603 亿元，目标价 32.23 元，维持“买入”评级。


图表40：可比公司估值

公司名称	证券代码	净利润（百万元）					P/E				
		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
爱奇艺	IQ.O	-5,993	285	2,435	3,506	4,287	N.A	769.38	14.76	10.52	8.66
奈飞	NFLX.O	31,567	29186	39,131	50,514	62,763	56.03	30.73	33.28	25.69	20.57
迪士尼	DIS.N	15,426	30,633	48,768	65,362	75,875	119.12	33.95	23.20	17.36	14.70
快手-W	1024.HK	-78,134	-11,016	7,468	13,983	21,428	N.A	N.A	33.07	18.33	11.87
新媒股份	300770.SZ	680	691	733	798	867	20.40	12.59	11.50	10.56	9.70
行业最高值							119.12	769.38	33.28	25.69	20.57
行业均值							65.18	211.66	23.16	16.49	13.10
行业最低值							20.40	12.59	11.50	10.52	8.66
芒果超媒	300413.SZ	2,114	1,825	2,410	2,823	3,130	50.63	30.77	20.56	17.55	15.83

来源：彭博，wind，国金证券研究所预测 注：数据日期 2023.09.19，其中爱奇艺、奈飞、迪士尼、快手为调整后净利润



六、附录

图表41：芒果TV2023年下半年综艺储备上线情况

名称	上线时间	主要嘉宾	上线状态	出品方
森林进化论	2023.7.15	韩潇, 火树, 蒲熠星, 齐思钧, 石凯, 郭文韬, 何运晨, 黄子弘凡, 曹恩齐, 李晋晔	已上线	自制
初入职场·法医季	2023.7.20	万茜、谭卓、尹正、胡先煦、齐思钧、秦明	已上线	自制
中餐厅	2023.7.21	黄晓明、赵又廷、岳云鹏、尹正、沈梦辰、许光汉、林允、程潇、林述巍	待上线	自制
中国有滋味	2023.8.4	陈嘉桦、刘逸云、龚琳娜、芝芙、吴昕	已上线	自制
浔风赤子心	2023.8.10	左立、宁桓宇、张阳阳、于湉、饶威、居来提	已上线	自制
澳门奇妙游·街头篇	2023.8.15	连淮伟、刘海宽、高秋梓、周微微	已上线	自制
青春飞一般	2023.8.20	范志毅、吴克群、靳梦佳、郭嘉荣、郭嘉俊	已上线	自制
披荆斩棘3	2023.8.25	陈琦沅、陈伟伦	已上线	自制
大宋探案局	2023.8.22	张新成、周雨彤、王佑硕、苏晓彤、郑伟、付伟伦	已上线	自制
一路笑开花	2023.8.30	酷酷的滕、天放、张小婉、嘎嘎管乐、宋木子、我是鑫仔不知悔改	已上线	自制
再见爱人	2023.9.4	章贺、郭柯宇、魏巍、佟晨洁、王秋雨、朱雅琼、陈美玲、艾威、苏诗丁、 卢歌、张婉婷、宋宁峰	已上线	自制
去“湘”当有味的地方	2023.9.4	汪涵、沈梦辰、吴泽林	已上线	自制
赢在孩子	待定	陈百加、乔领、宁雪君	待上线	自制
全民歌手2023	待定	待定	待上线	自制
无名之辈	待定	待定	待上线	自制
真正的勇士	待定	待定	待上线	自制
这一波好6	待定	待定	待上线	自制
城市中的桃花源	待定	待定	待上线	自制
宠爱同行	待定	朱茵、黄贯中夫妇	待上线	自制
推理开始了	待定	何炅、杨紫、王鹤棣、檀健次、李雪琴、冯禧、秦霄贤	待上线	自制
鲜生厨房	待定	汪涵、林依轮、汪苏泷、姜妍、刘耀文	待上线	联合出品
初入职场·就业季	待定	毛不易、宁静、陈妍希、沈月、孙越、陈小春	待上线	自制

来源：芒果暖冬品鉴会，芒果TV，国金证券研究所


图表42：芒果TV2023年下半年剧集储备上线情况

类型	名称	上线时间	主要嘉宾	上线状态	出品方
爱情	心底里的名字	2023.7.3	金佳遇、赵偲佟、周广涵、梁嘉颖	已上线	自制
都市爱情	我的人间烟火	2023.7.5	杨洋, 王楚然	已上线	联合出品
古装爱情传奇	亲爱的天狐大人	2023.7.10	王佑硕、吕小雨、杨霖、孙珍妮、李奕臻	已上线	自制
古装奇幻爱情	风月变	2023.7.12	吕小雨、赵弈钦	已上线	联合出品
言情都市	我的女友是保安	2023.7.21	李文茹、苏劲源	已上线	自制
剧情悬疑	侦探者也迷雾篇	2023.7.28	周微微、罗予彤、王泽轩、张浩哲	已上线	自制
古装悬疑	大宋少年志2	2023.7.29	张新成, 周雨彤	已上线	自制
爱情穿越	异次元爱情故事	2023.8.7	高广泽、高梓刚、郭茗苑、赖艺	已上线	外购
微综	团建吧 七斋	2023.8.8	周雨彤、王佑硕、苏晓彤、郑伟、付伟伦、余承恩、黄曦彦、王可	已上线	自制
剧情悬疑	侦探者也 追忆篇	2023.8.14	周微微、罗予彤、王泽轩、张浩哲	已上线	自制
当代都市	装腔启示录	2023.8.18	蔡文静, 韩东君	已上线	自制
喜剧、爱情	游戏女友驾到	2023.8.18	陈汛、何子怡	已上线	自制
都市	我的夏日甜心	2023.8.25	钟小淇、陈瑞丰	已上线	联合出品
都市情感	无与伦比的美丽	2023.8.28	陈晓、古力娜扎	已上线	外购
古装武侠	我有一个朋友	2023.9.6	谢兴阳, 苏梦迪	已上线	自制
青春成长	那些回不去的年少时光	2023.9.16	赵今麦, 白宇帆	已上线	自制
都市言情	以爱为营	待上线	白鹿, 王鹤棣	待上线	自制
近代革命	群星闪耀时	待上线	李现, 任敏	待上线	自制
当代都市	极速悖论	待上线	柯佳嬿, 翟子路	待上线	自制
当代都市	我们的翻译官	待上线	宋茜, 陈星旭	待上线	联合出品
古装	少侠请留步	待上线	张瑞瑶、李嘉祥	待上线	自制

来源：芒果TV，前景传媒，国金证券研究所

七、风险提示

综艺表现不及预期：综艺是业务增长的重要驱动力，若综艺表现不及预期将影响该部分营业收入增长。

广告主需求修复不及预期风险：若宏观经济修复缓慢，广告主需求恢复不及预期，则可能会对公司广告业务收入产生不利影响。

核心团队离职风险：公司自制内容与团队制作能力息息相关，若核心团队离职可能对公司内容制作能力产生负面影响。

用户增长不及预期：会员业务是公司业务的主要贡献来源，如果用户增长不及预期或者用户付费意愿不高，将影响公司业绩。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	14,006	15,356	13,704	14,637	17,087	19,102
增长率		9.6%	-10.8%	6.8%	16.7%	11.8%
主营业务成本	-9,230	-9,905	-9,067	-9,730	-11,207	-12,497
%销售收入	65.9%	64.5%	66.2%	66.5%	65.6%	65.4%
毛利	4,775	5,450	4,637	4,907	5,880	6,604
%销售收入	34.1%	35.5%	33.8%	33.5%	34.4%	34.6%
营业税金及附加	-22	-27	-90	-83	-85	-96
%销售收入	0.2%	0.2%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%
销售费用	-2,164	-2,469	-2,180	-2,014	-2,410	-2,712
%销售收入	15.5%	16.1%	15.9%	13.8%	14.1%	14.2%
管理费用	-629	-696	-624	-555	-683	-764
%销售收入	4.5%	4.5%	4.6%	3.8%	4.0%	4.0%
研发费用	-184	-272	-235	-236	-282	-315
%销售收入	1.3%	1.8%	1.7%	1.6%	1.7%	1.7%
息税前利润 (EBIT)	1,775	1,986	1,508	2,018	2,419	2,717
%销售收入	12.7%	12.9%	11.0%	13.8%	14.2%	14.2%
财务费用	87	101	131	108	94	105
%销售收入	-0.6%	-0.7%	-1.0%	-0.7%	-0.6%	-0.5%
资产减值损失	-89	-112	-168	-32	-2	-4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	81	37	133	58	80	80
%税前利润	4.1%	1.8%	7.5%	2.4%	2.8%	2.6%
营业利润	2,006	2,136	1,725	2,250	2,691	2,998
营业利润率	14.3%	13.9%	12.6%	15.4%	15.8%	15.7%
营业外收支	-20	-21	41	122	130	130
税前利润	1,987	2,114	1,766	2,373	2,821	3,128
利润率	14.2%	13.8%	12.9%	16.2%	16.5%	16.4%
所得税	-7	0	0	0	0	0
所得税率	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
净利润	1,979	2,114	1,766	2,373	2,821	3,128
少数股东损益	-3	0	-59	-37	-2	-3
归属于母公司的净利润	1,982	2,114	1,825	2,410	2,823	3,130
净利率	14.2%	13.8%	13.3%	16.5%	16.5%	16.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,979	2,114	1,766	2,373	2,821	3,128
少数股东损益	-3	0	-59	-37	-2	-3
非现金支出	4,525	5,018	5,314	2,945	3,568	4,036
非经营收益	-67	-29	-109	-124	-161	-174
营运资金变动	-5,857	-6,541	-6,419	-35	-81	-152
经营活动现金净流	581	562	552	5,158	6,148	6,837
资本开支	-70	-193	-187	-5,030	-5,055	-5,030
投资	260	244	0	0	0	0
其他	4	-3,244	841	58	80	80
投资活动现金净流	194	-3,193	654	-4,972	-4,975	-4,950
股权募资	0	4,497	286	0	0	0
债权募资	-310	30	1,569	-270	-48	-427
其他	-192	-300	-309	-337	-329	-316
筹资活动现金净流	-502	4,227	1,545	-607	-377	-742
现金净流量	273	1,597	2,751	-421	795	1,145

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	5,336	6,974	9,687	9,229	9,999	11,124
应收账款	3,192	3,966	4,763	4,703	5,405	5,926
存货	1,660	1,690	1,600	1,540	1,655	1,846
其他流动资产	2,736	6,271	5,385	5,694	6,140	6,416
流动资产	12,925	18,901	21,435	21,166	23,198	25,312
%总资产	67.1%	72.4%	73.8%	68.2%	66.9%	66.8%
长期投资	23	24	88	88	88	88
固定资产	187	184	165	154	155	150
%总资产	1.0%	0.7%	0.6%	0.5%	0.4%	0.4%
无形资产	6,129	6,790	7,155	9,451	11,076	12,216
非流动资产	6,341	7,210	7,615	9,856	11,474	12,602
%总资产	32.9%	27.6%	26.2%	31.8%	33.1%	33.2%
资产总计	19,266	26,111	29,050	31,022	34,672	37,913
短期借款	40	83	1,109	882	834	408
应付款项	6,090	6,032	6,608	6,590	7,536	8,171
其他流动负债	2,457	2,770	2,343	2,537	2,771	2,974
流动负债	8,587	8,885	10,060	10,009	11,141	11,553
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	57	229	183	115	92	75
负债	8,644	9,114	10,243	10,124	11,233	11,628
普通股股东权益	10,588	16,966	18,851	20,980	23,523	26,372
其中：股本	1,780	1,871	1,871	1,871	1,871	1,871
未分配利润	3,882	5,746	7,307	9,436	11,979	14,828
少数股东权益	33	31	-44	-82	-84	-87
负债股东权益合计	19,266	26,111	29,050	31,022	34,672	37,913

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.113	1.130	0.976	1.288	1.509	1.673
每股净资产	5.947	9.069	10.077	11.215	12.574	14.097
每股经营现金净流	0.326	0.300	0.295	2.757	3.286	3.655
每股股利	0.130	0.130	0.130	0.150	0.150	0.150
回报率						
净资产收益率	18.72%	12.46%	9.68%	11.49%	12.00%	11.87%
总资产收益率	10.29%	8.10%	6.28%	7.77%	8.14%	8.26%
投入资本收益率	16.59%	11.63%	7.57%	9.26%	9.97%	10.18%
增长率						
主营业务收入增长率	12.04%	9.64%	-10.76%	6.80%	16.74%	11.79%
EBIT 增长率	57.19%	11.88%	-24.06%	33.79%	19.88%	12.31%
净利润增长率	71.42%	6.66%	-13.68%	32.05%	17.16%	10.87%
总资产增长率	12.81%	35.53%	11.26%	6.79%	11.77%	9.35%
资产管理能力						
应收账款周转天数	77.8	72.4	84.6	80.0	80.0	78.0
存货周转天数	70.7	61.7	66.2	59.0	55.0	55.0
应付账款周转天数	203.0	187.5	197.2	185.0	185.0	180.0
固定资产周转天数	4.9	4.4	4.4	3.8	3.3	2.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-49.87%	-60.61%	-59.94%	-52.84%	-50.60%	-51.02%
EBIT 利息保障倍数	-20.5	-19.6	-11.5	-18.7	-25.7	-25.9
资产负债率	44.87%	34.90%	35.26%	32.63%	32.40%	30.67%

来源：公司年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究