

芒果超媒 (300413)

综艺节目行业领先，影视剧奋力追赶

投资要点：

短视频冲击边际减弱，长视频竞争趋缓进入提价阶段

2022 年以来，短视频增量开始收窄，长视频用户数和每日时长开始恢复。2017-2021 年，长视频月活用户数总量和使用时长呈现增长停滞甚至下降状态，行业内部则呈现此消彼长状态。但自从 2022 年以来，行业整体竞争趋缓，两超两强均呈现恢复性增长状态。2020 年行业龙头爱奇艺发起提价，随后两超两强相继调整其会员价格体系。目前两超两强的连续包月价格均已经超过 20 元每月的水平，连续包年均已经超过 200 元每年水平。

芒果超媒综艺霸主地位稳固，影视剧存在提升空间

芒果超媒在综艺领域一直处于行业领先水平，2023 年豆瓣平台最受关注综艺前十名中，芒果 TV 占据 8 个，2023H1 公司综艺播放量也高于竞争对手。但公司在影视剧领域相比竞争对手仍然存在较大的追赶空间。公司持续发力，奋力追赶竞争对手。自 2018 年以来持续扩张影视剧制作团队。2024 年储备电视剧丰富，全年预计上线 80 余部。其中《水龙吟》和《国色芳华》等大制作新剧有望提振公司影视剧板块，缩小和行业龙头差距。

广告变现能力较强，2024 有望迎来复苏

广告业务受总量和市占率两大因素影响。广告业务总量带有强烈的宏观顺周期属性，市占率则依赖平台优质内容带来的庞大流量。由于综艺节目的领先优势为公司带来了强劲流量，芒果超媒的广告变现能力强于竞争对手，芒果超媒 2022 年广告收入/MAU 比爱奇艺高。2024 年在宏观经济整体复苏和优质内容推动下，芒果超媒有望迎来广告业务的复苏。

盈利预测、估值与评级

我们预测公司 2023-2025 年营业收入分别为 143.22/166.69/187.66 亿元，同比增速为 4.50%/16.39%/12.58%，3 年 CAGR 为 11.05%，归母净利润分别为 35.75/23.16/25.01 亿元，同比增速分别为 95.92%/-35.21%/7.95%，EPS 分别为 1.91/1.24/1.34 元/股，3 年 CAGR 为 11.07%。DCF 绝对估值法测得公司每股价值 32.32 元，可比公司 2024 年平均 PE15.59 倍，鉴于公司拥有较强的变现能力和较好的成长性，综合绝对估值法和相对估值法，我们给予公司 2024 年 25 倍 PE，目标价 30.96 元，维持“买入”评级。

风险提示：1、政策监管风险；2、公司不能持续推出市场喜爱的作品；3、市场竞争加剧导致公司盈利受损；4、宏观经济波动引发广告业务下滑；5、跨市场选取标的进行估值比较的风险

行业：	传媒/数字媒体
投资评级：	买入（维持）
当前价格：	22.82 元
目标价格：	30.96 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1,870.72/1,021.70
流通 A 股市值(百万元)	23,315.19
每股净资产(元)	10.88
资产负债率(%)	32.87
一年内最高/最低(元)	44.00/20.93

股价相对走势



作者

分析师：刘娟
执业证书编号：S0590523040001
邮箱：liujuan@glsc.com.cn

联系人：周砾灵
邮箱：zhoull@glsc.com.cn

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	15356	13704	14322	16669	18766
增长率(%)	9.64%	-10.76%	4.50%	16.39%	12.58%
EBITDA(百万元)	6919	6781	3234	4014	4250
归母净利润(百万元)	2114	1825	3575	2316	2501
增长率(%)	6.66%	-13.68%	95.92%	-35.21%	7.95%
EPS(元/股)	1.13	0.98	1.91	1.24	1.34
市盈率(P/E)	20.2	23.4	11.9	18.4	17.1
市净率(P/B)	2.5	2.3	1.9	1.8	1.6
EV/EBITDA	14.2	6.8	9.7	8.0	7.6

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 01 月 26 日收盘价

相关报告

1、《芒果超媒 (300413)：23Q3 业绩稳健，关注内容多元化变现》2023.10.25
2、《芒果超媒 (300413)：渠道拓展推动会员增长，广告业务静待修复》2023.08.20

投资聚焦

核心逻辑

芒果超媒 2024 年各项业务处于复苏状态：综艺节目上的领先地位依然稳固，同时公司有望在影视剧行业发力缩小和行业龙头的差距。广告变现方面，受益于宏观经济复苏和优质内容，芒果超媒 2024 年有望迎来复苏。会员业务方面，公司价格仍然低于同行，在短视频冲击边际减弱，行业竞争趋缓的背景下，提价有望增厚会员业务收入。

不同于市场的观点

市场报告较为关注公司用户数和变现能力等直接影响收入的因素，却较少关注公司在综艺和影视剧行业地位的边际变化，即公司未来收入增长的深层次驱动因素。本报告聚焦公司综艺节目的核心优势以及影视剧持续发力追赶的背景，明确公司业绩增长的核心驱动力。

核心假设

广告业务会随经济回暖而重回增长态势、会员数量提升以及运营商增长业务自然增长。新媒体互动娱乐内容制作与运营业务受益于线下消费场景复苏。电商业务快速发展。

盈利预测、估值与评级

我们预测公司 2023-2025 年营业收入分别为 143.22/166.69/187.66 亿元，同比增速为 4.50%/16.39%/12.58%，3 年 CAGR 为 11.05%，归母净利润分别为 35.75/23.16/25.01 亿元，同比增速分别为 95.92%/-35.21%/7.95%，EPS 分别为 1.91/1.24/1.34 元/股，3 年 CAGR 为 11.07%。DCF 绝对估值法测得公司每股价值 32.32 元，可比公司 2024 年平均 PE15.59 倍，鉴于公司拥有较强的变现能力和较好的成长性，综合绝对估值法和相对估值法，我们给予公司 2024 年 25 倍 PE，目标价 30.96 元，维持“买入”评级。

投资看点

短期：广告业绩复苏

中期：短剧业务持续放量

长期：会员数持续提升，单会员付费提升

正文目录

1. 广电互联网融合发展的国有新媒体公司	5
1.1 湖南广电旗下融媒体平台	5
1.2 管理层有丰富的内容行业经验	6
2. 短视频的崛起对长视频冲击边际减弱	8
2.1 行业度过短视频冲击高峰	8
2.2 长视频竞争趋缓	8
2.3 行业进入提价周期	9
3. 综艺霸主地位稳固，影视剧有提升空间	10
3.1 沿袭传统，综艺节目遥遥领先	10
3.2 寻求突破，影视剧奋力追赶	12
4. 广告变现能力较强，2024有望迎来复苏	14
4.1 广告收入/MAU 领先行业	14
4.2 广告业务有望复苏	16
5. 财务分析、估值与投资建议	16
5.1 盈利预测假设	18
5.2 估值与投资建议	21
5.3 投资建议	23
6. 风险提示	23

图表目录

图表 1: 芒果超媒全产业链生态	5
图表 2: 芒果超媒主要股东占比	6
图表 3: 芒果超媒董事会和高管成员	7
图表 4: 短视频和综合视频月活 (万人)	8
图表 5: 短视频和综合视频日均使用时长 (万小时)	8
图表 6: 四大长视频月活用户 (万人)	9
图表 7: 四大长视频日均使用总时间 (小时)	9
图表 8: 两超两强提价记录 (元)	10
图表 9: 芒果超媒和爱奇艺收入 (百万元人民币)	10
图表 10: 芒果超媒和爱奇艺净利润 (百万元人民币) 和净利率 (%)	10
图表 11: 豆瓣 2023 最受欢迎综艺	11
图表 12: 2023 年两超两强综艺节目表现 (左轴播放量单位亿次, 右轴同比单位%)	12
图表 13: 集均播放指数 2022 和 2023	13
图表 14: 2023 年电视剧豆瓣评分排行	13
图表 15: 芒果超媒影视剧团队数量	14
图表 16: 公司广告、会员、运营商和电商业务收入拆分 (亿元)	15
图表 17: 广告收入/MAU (元/每年)	15
图表 18: 芒果超媒和爱奇艺广告收入对比 (亿元人民币)	15
图表 19: 芒果超媒和爱奇艺会员收入 (亿元人民币) 和会员数 (万) 对比	15
图表 20: 广告市场月同比增速和社零月同比增速 (%)	16
图表 21: 芒果超媒收入 (千元) 和 YoY (%)	17
图表 22: 芒果超媒归母净利润 (千元) 和 YoY (%)	17
图表 23: 芒果超媒收入拆分 (千元)	17
图表 24: 芒果超媒经营活动现金流 (千元) 和经营活动现金流/净利润 (%)	17
图表 25: 芒果 TV 互联网视频业务收入预测	18

图表 26:	芒果 TV 互联网视频业务收入 (千元) 和同比增长率 (%)	19
图表 27:	芒果 TV 互联网视频业务毛利率 (%)	19
图表 28:	新媒体互动娱乐内容制作与运营收入 (千元) 和同比增长率 (%)	19
图表 29:	新媒体互动娱乐内容制作与运营毛利率 (%)	19
图表 30:	内容电商收入 (千元) 和同比增长率 (%)	20
图表 31:	内容电商毛利率 (%)	20
图表 32:	芒果超媒三项费用率预测 (%)	20
图表 33:	芒果超媒盈利预测结果	20
图表 34:	芒果超媒 PE BAND (盈利预测)	21
图表 35:	可比公司估值对比	21
图表 36:	DCF 模型假设	22
图表 37:	DCF 模型结果 (百万元人民币)	22
图表 38:	DCF 模型结果敏感性分析 (元/每股)	22

1. 广电互联网融合发展的国有新媒体公司

1.1 湖南广电旗下融媒体平台

公司是湖南广电旗下统一的融媒体产业及资本运营平台，是 A 股市场第一家以融合发展为特色、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。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业务等。公司依托芒果特色融媒生态，以互联网视频平台运营为核心，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、内容电商等在内的上下游协同发展的传媒全产业链生态。

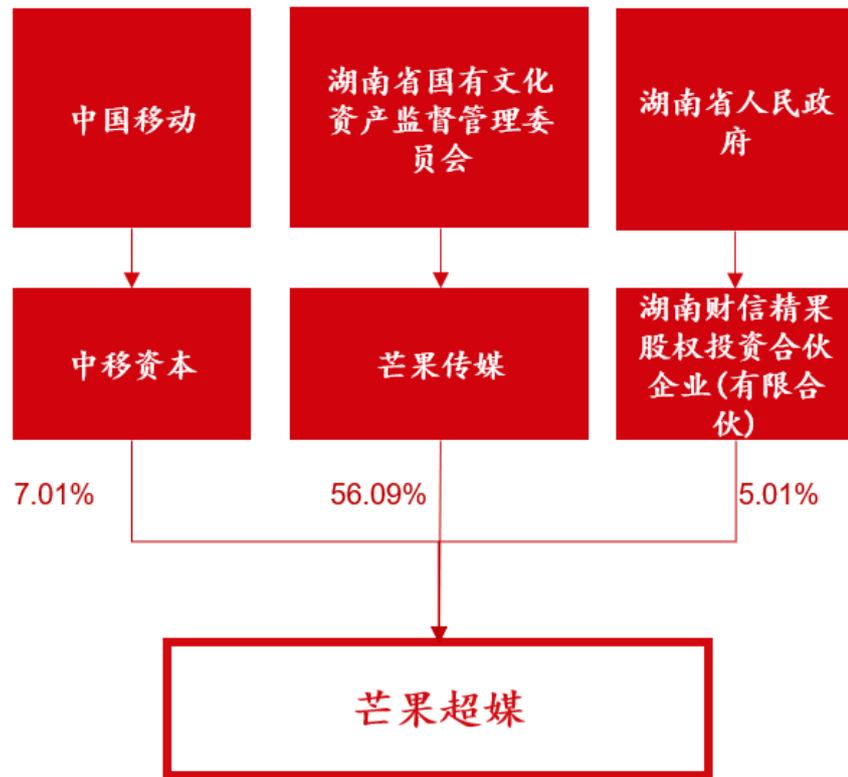
图表1：芒果超媒全产业链生态



资料来源：Wind，公司公告，国联证券研究所

公司主要股东是湖南省国有文化资产监督管理委员会、中国移动和湖南省人民政府，分别持股 56.09%、7.01%和 5.01%（2023 年三季报）。

图表2：芒果超媒主要股东占比



资料来源：Wind，公司公告，国联证券研究所

1.2 管理层有丰富的内容行业经验

图表3: 芒果超媒董事会和高管成员

姓名	职务	简介
蔡怀军	董事, 董事长	男, 1977年12月出生, 中共党员, 管理学博士. 历任湖南电视台计财部计划统计科科长, 芒果传媒改制上市办公室副主任, 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, 芒果超媒股份有限公司党委副书记, 董事, 总经理, 总编辑, 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. 现任湖南广播影视集团有限公司(湖南广播电视台)党委委员, 副总经理(副台长), 湖南广播影视集团有限公司(湖南广播电视台)卫视频道党委书记, 芒果超媒股份有限公司党委副书记, 董事长, 小芒电子商务有限公司董事长.
刘昕	董事	男, 1971年10月出生, 中共党员, 博士研究生. 2004年8月至2009年12月任国际商业机器中国有限公司行业解决方案经理, 技术组组长, 公共事业部客户技术总监; 2009年12月至2013年11月任中国移动通信集团公司数据部副总经理; 2013年11月至2015年2月任中国移动通信集团公司数据部总经理; 2014年11月至今任咪咕文化科技有限公司党委书记, 董事长, 总经理, 兼任咪咕音乐有限公司, 咪咕视讯科技有限公司, 咪咕数字传媒有限公司, 咪咕互动娱乐有限公司, 咪咕动漫有限公司董事长, 科大讯飞股份有限公司, 中移国投创新投资管理集团有限公司董事. 2019年9月至今任本公司董事.
彭建	董事	男, 1972年11月出生, 中共党员, 本科学历. 1996年7月至1998年12月任财政部驻湖南专员办综合处科员; 1998年12月至2005年9月任财政部驻湖南专员办业务一处科员, 副主任科员, 主任科员; 2005年9月至2015年5月任财政部驻湖南专员办业务四处主任科员, 副处长; 2015年5月至2016年3月任财政部驻湖南专员办机关党委专职副书记(副处级); 2016年3月至2019年7月任财政部驻湖南专员办机关党委专职副书记(正处级); 2019年7月至2021年9月任财政部湖南监管局机关党委专职副书记(正处级), 其中2020年9月至2021年9月任湖南财信金融控股集团集团有限公司总经理助理(挂职); 2021年9月至今任湖南财信金融控股集团集团有限公司总经理助理.
梁德平	董事, 总经理	男, 1979年2月出生, 中共党员, 工商管理硕士. 历任湖南广播电视台娱乐频道总监助理兼财务部主任, 制片部主任, 娱乐频道副总监, 湖南芒果娱乐有限公司副总经理, 湖南快乐通宝小额贷款有限公司执行董事, 上海芒果互娱科技有限公司执行董事, 湖南快乐阳光互动娱乐传媒有限公司党委委员, 副总经理, 芒果超媒股份有限公司党委委员, 常务副总经理, 副总经理, 财务总监. 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有限公司党委书记, 执行董事, 总经理, 快乐购有限责任公司党委书记, 执行董事, 小芒电子商务有限公司董事, 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.
宋子超	董事	男, 中共党员, 文学硕士, 国家一级导演. 作为中国电视的资深制作人, 主导研发和生产了众多湖南卫视王牌节目. 历任湖南广播电视台卫视频道研发中心主任, 节目中心主任, 广告部主任, 卫视频道副总监, 湖南广播影视集团有限公司(湖南广播电视台)卫视频道党委书记, 总监. 现任湖南广播影视集团有限公司(湖南广播电视台)卫视频道党委副书记, 总监, 芒果超媒股份有限公司党委副书记.
杨贇	董事	1973年7月生, 中共党员, 工商管理硕士, 会计师. 历任湖南广播电视台娱乐频道副总监, 芒果传媒有限公司党委委员, 副总经理, 湖南广播电视台财务部副主任, 湖南广播影视集团有限公司资产财务部部长, 芒果超媒股份有限公司监事会主席等职务. 现任湖南广播影视集团有限公司总经理助理兼资产财务部部长, 湖南广播电视台财务部副主任, 芒果传媒有限公司董事, 总经理, 湖南电广传媒股份有限公司董事.
郑华平	副总经理	男, 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. 2000年6至2004年12月为湖南电视台新闻中心记者; 2004年12月至2006年3月任湖南电视台金鹰卡通频道行政部主任; 2006年3月至2006年12月在湖南电视台总编室企划推广部工作; 2006年12至2011年4月任湖南电视台总编室企划推广部科长; 2011年4月至2011年10月任芒果传媒改制上市办公室副主任兼湖南卫视频道总编室副主任; 2011年10月至2014年8月任湖南广播电视台节目交易管理中心副主任; 2014年8月至2016年4月任芒果传媒下属上海芒果互娱科技有限公司联席总经理, 湖南快乐芒果互娱科技有限公司董事长; 2016年4月至2017年10月任上海芒果互娱科技有限公司法定代表人, 总经理, 湖南快乐芒果互娱科技有限公司董事长; 2017年10月至2018年6月任湖南快乐阳光互动娱乐传媒有限公司副总经理, 上海芒果互娱科技有限公司董事长, 法人, 总经理, 湖南快乐芒果互娱科技有限公司董事长; 2018年6月起任湖南快乐阳光互动娱乐传媒有限公司副总经理, 上海芒果互娱科技有限公司董事长, 法人, 湖南快乐芒果互娱科技有限公司董事长.
罗泽军	副总经理	男, 1971年2月出生, 中共党员, 本科学历. 曾在南县劳动局, 长沙市公安局郊区分局工作. 1995年12月, 进入湖南经济电视台办公室工作, 先后担任湖南经济电视台保卫部主任, 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, 湖南广播电视台后勤保障中心主任, 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.
申亚东	副总经理	男, 1980年6月出生, 中共党员, 武汉大学法学硕士. 2006年7月起, 先后在湖南电视台办公室秘书科, 湖南卫视总编室外制节目科工作, 2011年6月起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, 湖南广播影视集团有限公司法务部第一副部长, 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.
张志红	副总经理, 财务总监, 董事会秘书	男, 1977年9月出生, 中共党员, 管理学硕士, 正高级会计师, 注册会计师, 全国高端会计人才. 曾任湖南快乐阳光互动娱乐传媒有限公司资产财务部高级总监, 财务中心总经理, 财务总监, 快乐阳光星芒互动娱乐传媒有限公司副总经理, 财务总监. 现任芒果超媒股份有限公司副总经理, 财务总监(代行董事会秘书职责), 湖南快乐阳光互动娱乐传媒有限公司党委委员, 副总经理, 财务总监, 小芒电子商务有限公司董事.

男, 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。

资料来源: Wind, 公司公告, 国联证券研究所

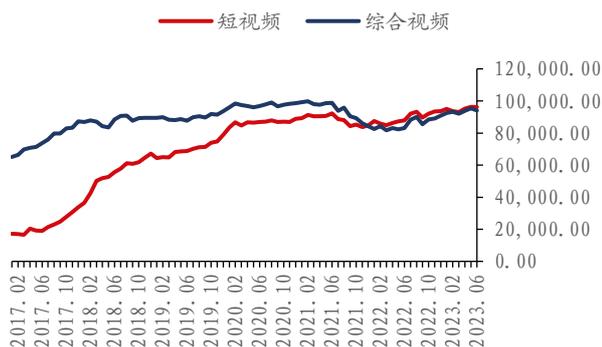
2. 短视频的崛起对长视频冲击边际减弱

2.1 行业度过短视频冲击高峰

短视频平台在过去 7 年内实现了非常快速的发展, 每日用户时长占比大幅提升, 长视频整体占比则呈现下降趋势。但 2022 年以来, 长视频行业在优质内容带动下, 用户数和每日时长开始恢复, 同时短视频增量开始收窄, 短视频的崛起对长视频冲击边际减弱。

短视频行业的快速发展, 在一定程度上挤压了长视频行业的空间, 短视频月活用户数量在 2017 年 1 月仅为长视频的四分之一, 但 2021 年末已经达到长视频行业的水平。从日均使用时长分析, 短视频行业 2017 年 1 月仅为长视频十分之一, 2023 年 6 月已经达到长视频的 1.6 倍。长视频在短视频行业的挤压下, 日均使用时长于 2020 年初触顶进入下降趋势, 并于 2021 年末触底。随后长视频行业日均使用时长开始回升。长视频行业整体已经度过短视频冲击最大的阶段, 进入恢复性增长阶段。

图表4: 短视频和综合视频月活(万人)



资料来源: Wind, 易观千帆, 国联证券研究所

图表5: 短视频和综合视频日均使用时长(万小时)



资料来源: Wind, 易观千帆, 国联证券研究所

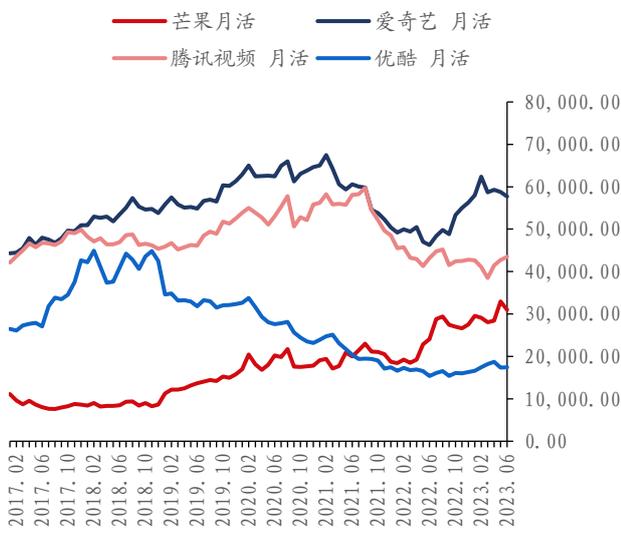
2.2 长视频竞争趋缓

在综合视频板块受到短视频冲击而发展缓慢的 2017-2021 年, 月活用户数总量和使用时长呈现增长停滞甚至下降状态。行业内部则呈现此消彼长状态, 爱奇艺、腾讯视频和芒果 TV 上涨, 优酷下降。但自从 2022 年以来, 行业整体竞争趋缓, 两

超两强均呈现恢复性增长状态。

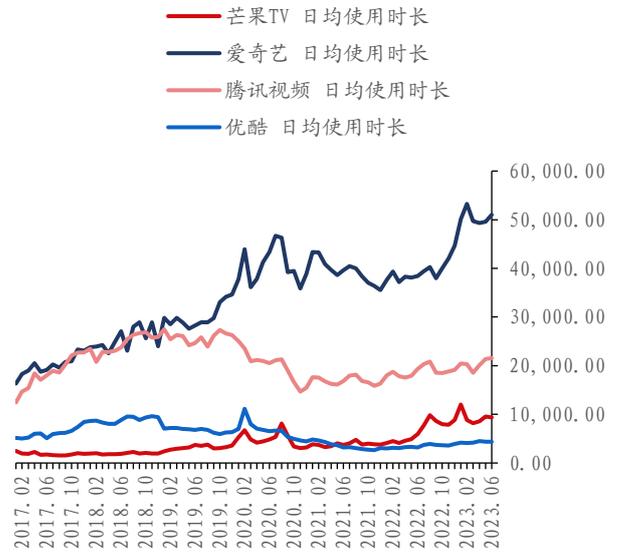
芒果TV月活用户从2017年初的1亿左右提升至2023年6月的3亿左右。相同时期，爱奇艺月活用户从4.4亿提升至5.7亿，腾讯视频则持平在4.3亿附近，优酷月活用户从2.6亿降低至1.7亿。日均使用总时长方面，芒果TV从2017年初的4000小时附近提升至2023年6月的9500小时；爱奇艺从1.6万小时提升至5.1万小时；腾讯视频从1.5万小时提升至2.1万小时；优酷则从5000小时下降到4400小时。

图表6：四大长视频月活用户（万人）



资料来源：Wind，易观千帆，国联证券研究所

图表7：四大长视频日均使用总时间（小时）



资料来源：Wind，易观千帆，国联证券研究所

2.3 行业进入提价周期

长视频平台在成功抵御短视频冲击后，市场需求稳固，几家公司纷纷提价，行业整体进入提价周期。提价周期由行业龙头爱奇艺发起，随后两超两强先后跟上，用户数越多的公司提价越积极。目前两超两强的连续包月价格均已经超过20元每月，连续包年均已经超过200元每年。

图表8：两超两强提价记录（元）

爱奇艺	原价	2020/11/13	2021/12/1	2022/12/16
连续包月	15	19	22	25
连续包年	178	218	218	238
腾讯视频	原价	2021/4/10	2022/4/20	
连续包月	15	20	25	
连续包年	178	218	238	
芒果TV	原价	2022/1/2	2022/8/9	
连续包月	18	19	22	
连续包年	208	218	218	
优酷	原价	2022/6/21		
连续包月	19	25		
连续包年	228	238		

资料来源：芒果超媒，爱奇艺，腾讯视频，优酷，国联证券研究所

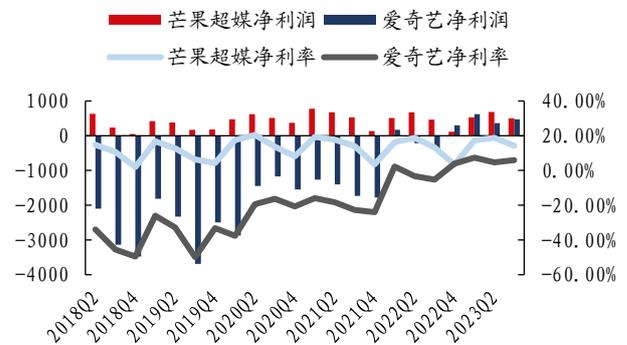
在提价的带动下，行业利润率有所恢复，提价最积极，力度最大的爱奇艺净利润持续提升，已经从亏损到实现季度盈利。

图表9：芒果超媒和爱奇艺收入（百万元人民币）



资料来源：Wind，易观千帆，国联证券研究所

图表10：芒果超媒和爱奇艺净利润（百万元人民币）和净利率（%）



资料来源：Wind，公司公告，国联证券研究所

3. 综艺霸主地位稳固，影视剧有提升空间

芒果超媒在综艺领域一直处于行业领先水平，先后制作出多部收视率领先，对行业产生重大影响的优秀综艺节目。但公司在影视剧领域相比两超两强中的爱奇艺和腾讯视频仍然存在较大的追赶空间。

3.1 沿袭传统，综艺节目遥遥领先

TV 时代，湖南卫视就曾经制作出对行业有重大影响的综艺节目如《快乐大本营》

《超级女声》和《爸爸去哪儿》。互联网时代，公司沿袭过往的先进经验和优良传统，在数字化运营后进一步加强对消费者需求的感知，制作出了众多优秀节目如《妻子的浪漫旅行》，《乘风破浪的姐姐》和《密室大逃脱》等，在综艺节目领域依然维持遥遥领先地位。

2023 年豆瓣平台最受关注综艺前十名中，芒果 TV 占据 8 个。

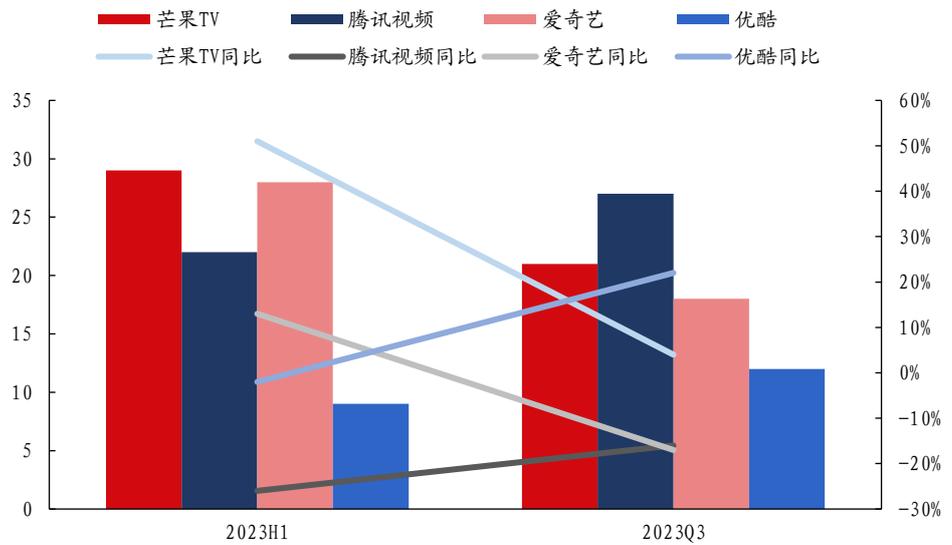
图表11：豆瓣 2023 最受欢迎综艺



资料来源：豆瓣，国联证券研究所

从播放量上分析，芒果 TV 2023 年 H1 有效播放 29 亿，同比上涨 51%；爱奇艺有效播放 28 亿，同比上涨 13%；腾讯视频有效播放 22 亿，同比下降 26%；优酷有效播放 9 亿，同比下降 2%。2023 年 Q3，芒果 TV 综艺有效播放 21 亿，同比上涨 4%，腾讯视频全网综艺正片有效播放 27 亿，同比下降 16%，爱奇艺综艺有效播放 18 亿，同比下降 17%；优酷综艺有效播放 12 亿，同比上涨 22%。芒果 TV 在播放量绝对数值和成长性上具有优势。

图表12: 2023 年两超两强综艺节目表现 (左轴播放量单位亿次, 右轴同比单位%)



资料来源: 云合数据, 国联证券研究所

3.2 寻求突破, 影视剧奋力追赶

影视剧方面, 芒果与爱奇艺和腾讯视频的差距仍然存在, 有较大的追赶空间。根据灯塔专业版数据, 2022 和 2023 年集均播放指数 Top10 均被爱奇艺、腾讯视频和优酷垄断, 芒果 TV 全面缺席爆款电视剧。但从制作质量方面, 2023 年电视剧豆瓣评分前十名, 芒果 TV 占据 2 名并未与竞争对手拉开差距。

图表13：集均播放指数 2022 和 2023

2022		2023	
剧集名称	集均播放指数	剧集名称	集均播放指数
卿卿日常	27043	狂飙	37744
龙岭迷窟	25617	长相思 第一季	30862
人世间	22255	长月烬明	28524
苍兰诀	20900	他是谁	23024
沉香如屑·沉香重华	20870	长风渡	20081
与君初相识·恰似故人归	19705	偷偷藏不住	19717
重生之门	19410	云之羽	17010
幸福到万家	19207	宁安如梦	16877
开端	18499	异人之下	16743
风吹半夏	18193	漫长的季节	16734

资料来源：灯塔专业版，国联证券研究所

图表14：2023 年电视剧豆瓣评分排行

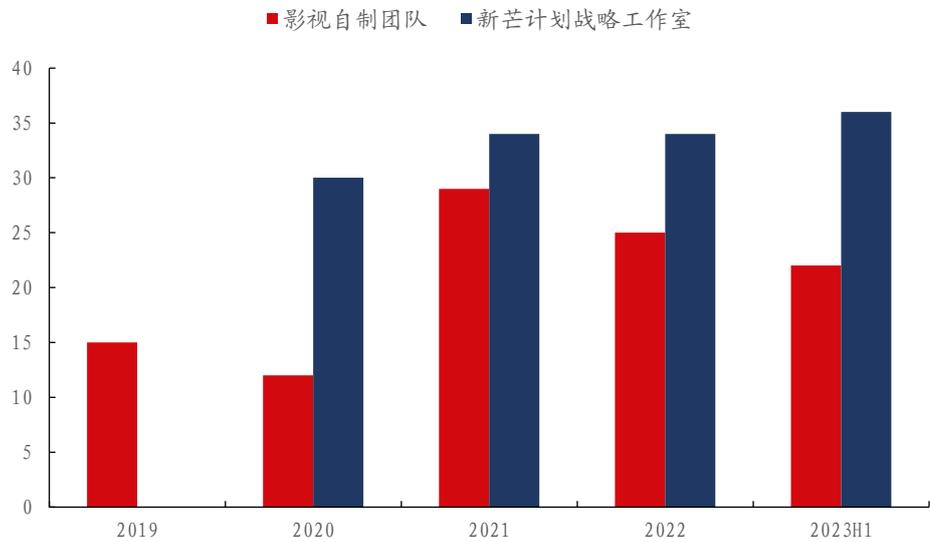
剧	豆瓣评分	平台
漫长的季节	9.4	腾讯视频
三体	8.7	腾讯视频
去有风的地方	8.7	芒果TV
破事精英第二季	8.6	爱奇艺
曾少年之小时候	8.6	腾讯视频/爱奇艺
狂飙	8.5	爱奇艺
莲花楼	8.5	爱奇艺
繁城之下	8.5	腾讯视频
我有一个朋友	8.5	芒果TV
问心	8.3	腾讯视频

资料来源：灯塔专业版，豆瓣，国联证券研究所

公司持续发力影视剧制作，奋力追赶竞争对手。自 2018 年以来持续扩张影视剧制作团队，从 2019 年的 15 个影视工作室扩大到 2023 年 6 月末的 22 个自制团队和

36 家新芒计划战略工作室。

图表15：芒果超媒影视剧团队数量



资料来源：Wind，公司公告、国联证券研究所

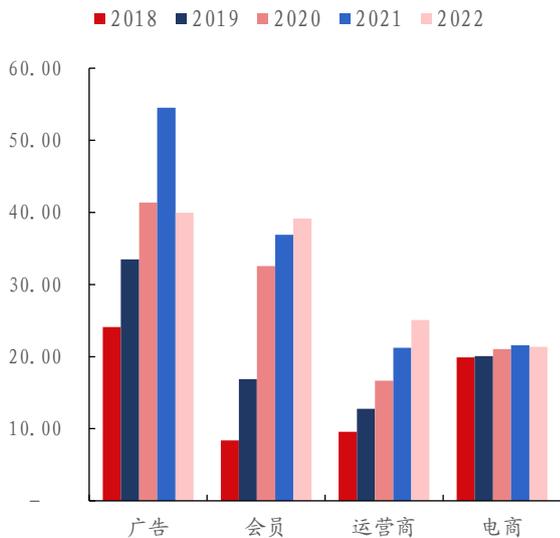
公司持续发力追赶的背景下，公司 2023 年剧集板块表现良好，《去有风的地方》反响良好，甚至掀起云南旅游热潮，《装腔启示录》在年轻观剧群体中极受欢迎。2024 年储备电视剧丰富，全年预计上线 80 余部。其中《水龙吟》和《国色芳华》等大制作有望提振公司影视剧板块。《水龙吟》为公司和中国移动咪咕公司深度合作旨在打造头部爆款项目“大片联创计划”的第一部作品。

4. 广告变现能力较强，2024 有望迎来复苏

4.1 广告收入/MAU 领先行业

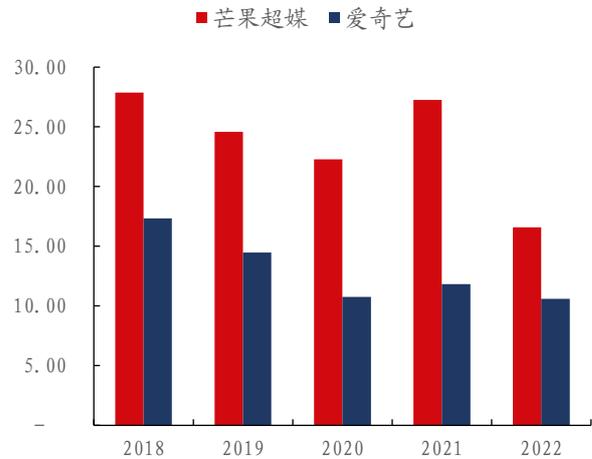
长视频平台广告业务带有强烈的宏观顺周期属性，往往会随着宏观经济形势变化而出现波动。芒果超媒的广告变现能力强过行业龙头爱奇艺，芒果超媒的 2022 年广告收入/MAU 比爱奇艺高约 56%。

图表16: 公司广告、会员、运营商和电商业务收入拆分 (亿元)



资料来源: Wind, 公司公告, 国联证券研究所

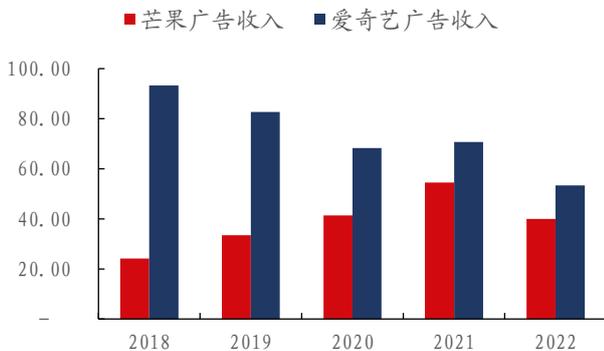
图表17: 广告收入/MAU (元/每年)



资料来源: Wind, 公司公告, 易观千帆, 国联证券研究所

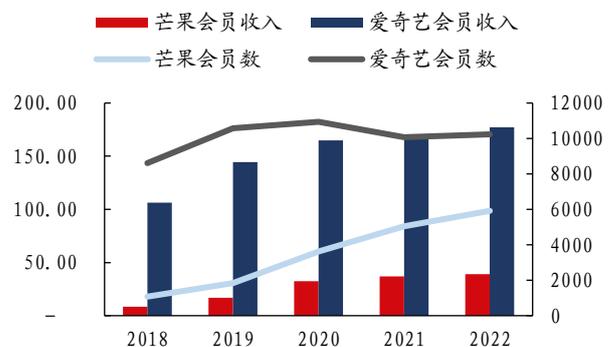
芒果超媒广告收入呈现上升趋势, 仅2022年在极端宏观经济环境下收入下降, 爱奇艺在线广告收入则呈现下降趋势。

图表18: 芒果超媒和爱奇艺广告收入对比 (亿元人民币)



资料来源: Wind, 公司公告, 国联证券研究所

图表19: 芒果超媒和爱奇艺会员收入 (亿元人民币) 和会员数 (万) 对比



资料来源: Wind, 公司公告, 国联证券研究所

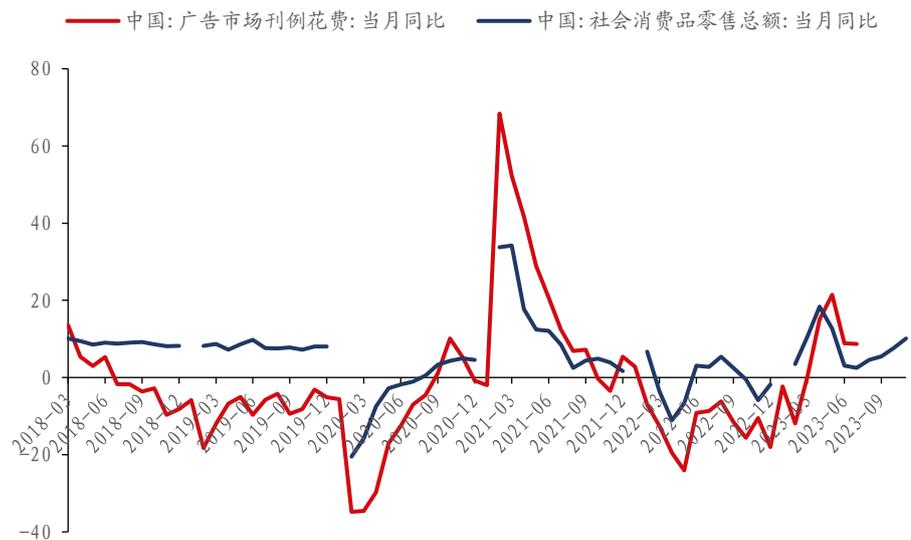
公司的软广告主要来自自制剧和自制综艺, 硬广告则来自贴片、插入广告等。宏观经济影响广告主的投放, 即市场总量, 公司的流量则影响公司广告的市占率。因此公司目标以优质内容吸引更多的流量来提升自身广告业务的收入利润。

目前芒果广告业务的主要优势在于芒果综艺节目的行业地位仍然不可撼动, 以《乘风2023》为例, 全网热搜10023个, Top1热搜共计35个, 微博双榜热搜2011个, 主话题阅读量64.8亿, 讨论次数414.7万, 芒果TV播放量37.3亿。

4.2 广告业务有望复苏

2024 年是中国线下场景回归后的第二年，2023 年线下消费行业例如餐饮、旅游、电影等服务业率先修复资产负债表。2023 年前三季度，国内生产总值同比增长 5.2%，最终消费支出对 GDP 增长的贡献率升至 82.5%，中国经济发展的内生动力不断增强。预计 2024 年宏观经济持续回升将有望带动广告行业的投放提升。历史上广告的总投入增速和社零数据增速相匹配，目前社零增速已经呈现复苏态势。

图表20：广告市场月同比增速和社零月同比增速（%）

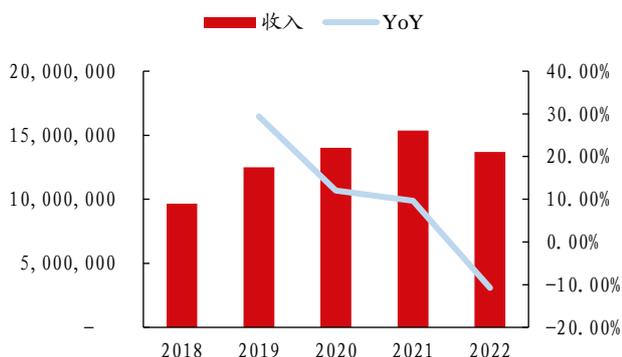


资料来源：Wind，国联证券研究所

5. 财务分析、估值与投资建议

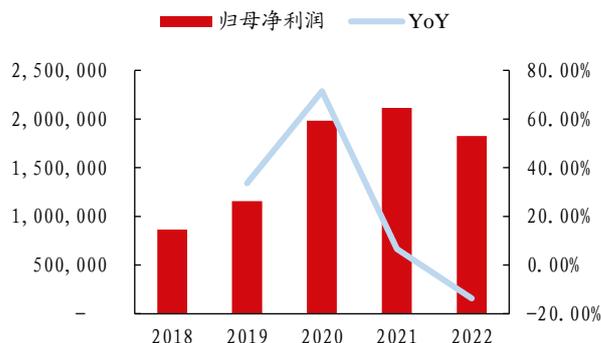
芒果超媒 2018-2021 年一直维持收入和归母净利润的增长，仅 2022 年因线下消费场景缺失导致收入和归母净利润下滑。

图表21: 芒果超媒收入(千元)和YoY(%)



资料来源: Wind, 公司公告, 国联证券研究所

图表22: 芒果超媒归母净利润(千元)和YoY(%)

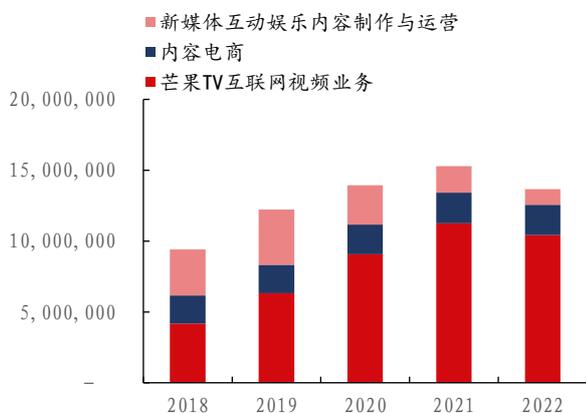


资料来源: Wind, 公司公告, 国联证券研究所

公司3大核心主业分别是芒果TV互联网视频业务、新媒体活动娱乐内容制作运营和内容电商,其中新媒体互动娱乐内容制作运营业务占比最大,约占75%。芒果TV互联网视频业务主要包括会员、广告增值服务和运营业务;新媒体活动娱乐内容制作运营是综艺制作、艺人代言和IP变现等相关业务;内容电商是快乐购和小芒电商,快乐购是电视消费场景,小芒电商是依托综艺节目布局的电商平台。

公司自2019年以来一直维持正经营活动现金流,净利润现金含量在30%左右,相对较低的原因是商业模式有相对较多的应收和应付。公司主要应收来自大股东和二股东,减值风险相对较小。以2022年为例,公司收入137亿,截至年末应收账款和票据46.6亿,其中来自关联方部分大约28.07亿元,主要是公司大股东湖南国资委以及二股东中国移动旗下相关公司贡献。

图表23: 芒果超媒收入拆分(千元)



资料来源: Wind, 公司公告, 国联证券研究所

图表24: 芒果超媒经营活动现金流(千元)和经营活动现金流/净利润(%)



资料来源: Wind, 公司公告, 国联证券研究所

5.1 盈利预测假设

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 107.20、125.82 和 144.76 亿元，分别同比增长 2.90%、17.37%和 15.05%，主要假设如下：

广告业务：2023 年仍然受到宏观经济波动带来的影响，但 2024 和 2025 年随着宏观经济复苏和公司持续推出高品质内容，预计增速会有所恢复。

会员：在公司的促销、88VIP 合作以及动感地带芒果卡等其他市场行为推动下，我们预计会员数量在 2023-2025 年会同比增长 11%、17%和 14%。爱奇艺和腾讯视频等公司近年会员价格持续上涨，但基于保守估计，我们假设公司的年度 ARPU 值依然维持在 2022 年的 66.2 元水平。预计会员业务收入 2023-2025 年分别为 43.46、50.84 和 57.96 亿元，同比增速分别为 11%、17%和 14%。

运营商：与公司第二大股东中国移动的紧密合作有望推动公司增值业务在湖南省外的拓展。我们预计 2023-2025 年运营业务收入分别为 28.60、31.74 和 34.92 亿元，同比增速分别为：14%、11%和 10%。

图表25：芒果 TV 互联网视频业务收入预测

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
广告-亿元	24.10	33.50	41.39	54.50	39.94	35.15	43.23	51.88
会员-亿元	8.37	16.90	32.55	36.88	39.15	43.46	50.84	57.96
运营商-亿元	9.56	12.78	16.67	21.23	25.09	28.60	31.74	34.92
芒果 TV 互联网视频业务-亿元	42.03	63.18	90.61	112.61	104.18	107.20	125.82	144.76
YoY								
广告-%		39.00%	23.55%	31.67%	-26.72%	-12.00%	23.00%	20.00%
会员-%		102.00%	92.60%	13.30%	6.16%	11.00%	17.00%	14.00%
运营商-%		33.71%	30.38%	27.40%	18.15%	14.00%	11.00%	10.00%
芒果 TV 互联网视频业务-%		50.34%	43.40%	24.29%	-7.49%	2.90%	17.37%	15.05%
芒果会员数-万人	1075	1837	3613	5040	5916	6,566.76	7,683.11	8,758.74
YoY-%		70.88%	96.68%	39.50%	17.38%	11.00%	17.00%	14.00%
ARPU-元/年		92.00	90.09	73.17	66.18	66.18	66.18	66.18

资料来源：Wind，国联证券研究所

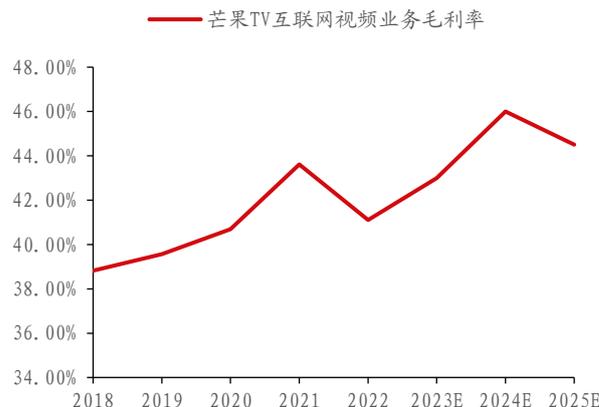
由于线下消费场景恢复，广告业务毛利率会提升带动互联网视频业务整体毛利率提升，我们预计 2023-2025 年芒果 TV 互联网视频业务毛利率分别为 43%、46%和 44.5%。

图表26: 芒果TV互联网视频业务收入(千元)和同比增长率(%)



资料来源: Wind, 公司公告, 国联证券研究所

图表27: 芒果TV互联网视频业务毛利率(%)



资料来源: Wind, 公司公告, 国联证券研究所

新媒体互动娱乐内容制作与运营: 我们预计 2023-2025 年新媒体互动娱乐内容制作与运营收入分别为 7.27、7.85 和 8.24 亿元, 分别同比增长-35%、8%和 5%, 主要驱动力是线下消费场景复苏。我们预计 2023-2025 年新媒体互动娱乐内容制作与运营业务毛利率分别为 20.50%、22.00%和 21.00%。

图表28: 新媒体互动娱乐内容制作与运营收入(千元)和同比增长率(%)



资料来源: Wind, 公司公告, 国联证券研究所

图表29: 新媒体互动娱乐内容制作与运营毛利率(%)



资料来源: Wind, 公司公告, 国联证券研究所

内容电商: 我们预计 2023-2025 年内容电商收入分别为 28.41、32.68 和 34.31 亿元, 分别同比增长 33%、15%和 5%, 主要驱动力是电商业务快速发展。我们预计 2023-2025 年内容电商业务毛利率分别为 8.6%、8.8%和 8.6%。

图表30: 内容电商收入(千元)和同比增长率(%)



资料来源: Wind, 公司公告, 国联证券研究所

图表31: 内容电商毛利率(%)



资料来源: Wind, 公司公告, 国联证券研究所

我们预测芒果超媒三项费用率在度过2022年线下消费场景缺失后精逐步回归正常状态。我们预计销售费用率轻微下降, 管理费用率平稳, 研发开支率平稳。

图表32: 芒果超媒三项费用率预测(%)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	18.65%	17.12%	15.45%	16.08%	15.91%	16.00%	15.80%	15.60%
管理费用率	4.78%	4.88%	4.49%	4.53%	4.55%	4.35%	4.35%	4.35%
研发费用率	2.28%	1.91%	1.32%	1.77%	1.71%	1.71%	1.71%	1.71%

资料来源: Wind, 公司公告, 国联证券研究所

我们预测芒果超媒2023-2025年归母净利润分别为35.75、23.16和25.01亿元, 同比增长率分别为95.92%、-35.21%和7.95%。

图表33: 芒果超媒盈利预测结果

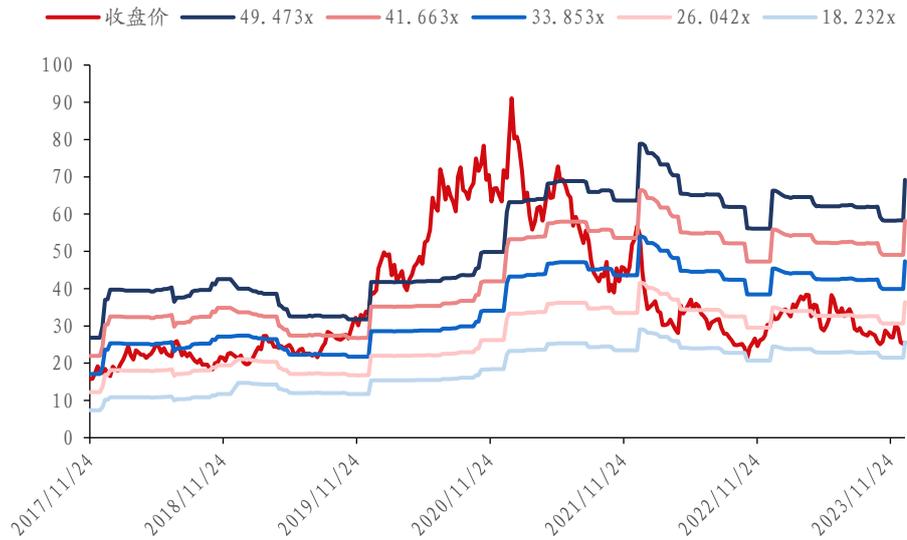
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	15,356	13,704	14,322	16,669	18,766
增长率(%)	9.64%	-10.76%	4.50%	16.39%	12.58%
EBITDA(百万元)	6,919	6,781	3,234	4,014	4,250
归母净利润(百万元)	2,114	1,825	3,575	2,316	2,501
增长率(%)	6.66%	-13.68%	95.92%	-35.21%	7.95%

资料来源: Wind, 公司公告, 国联证券研究所

5.2 估值与投资建议

芒果超媒 Wind 一致预期下一年 PE 倍数自 2022 年以来一直在 18.23 倍和 33.85 倍之间，目前一致预期估值水平处于历史相对低位，略高于 2022 年 4 月和 2022 年 11 月初。2018 年以来平均一致预期下一年 PE 为 38.75 倍。

图表34：芒果超媒 PE BAND（盈利预测）



资料来源：Wind, 国联证券研究所

公司目前估值水平和行业平均水平接近。和公司商业模式最为接近的爱奇艺相比，爱奇艺过往长期亏损，最近几个季度才实现盈利，加上 A 股和美股的估值体系不同，芒果超媒的估值要高于爱奇艺。

图表35：可比公司估值对比

代码	简称	股价 (所在市场 货币)	EPS (元/每股)			PE (倍)			CAGR (%) 2022-2025
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
000156.SZ	华数传媒	7.22	0.46	0.49	0.53	15.70	14.59	13.62	7.40%
300251.SZ	光线传媒	8.05	0.22	0.36	0.42	36.56	22.47	19.26	
300133.SZ	华策影视	5.29	0.26	0.32	0.37	20.14	16.60	14.14	20.89%
IQ.O	爱奇艺	3.53	0.30	0.44	0.57	11.80	8.11	6.21	
	平均		0.31	0.40	0.47	21.05	15.44	13.31	
300413.SZ	芒果超媒	20.86	1.19	1.41	1.60	17.52	14.80	13.00	18.05%

资料来源：Wind, 国联证券研究所，股价为 2024 年 1 月 26 日收盘价，芒果超媒为国联证券研究所预测，其他公司预测数据为 Wind 一致预期

我们采取三阶段 DCF 模型计算公司的合理估值，使用 FCFF 模型。无风险利率使用 10 年期国债收益率 2.61%，市场预期回报率 R_m 为 9%，债务资本比重为 4.64%，

计算得出 WACC 为 12.06%；假设公司 2026-2035 年增长率为 12%，2035 年后进入稳定增长期，永续增长率为 1.5%。根据以上假设，公司合理市值为 604.71 亿元人民币，对应目标价 32.32 元。

图表36：DCF 模型假设

项目	数值
无风险利率 Rf	2.61%
市场预期回报率 Rm	9.00%
第二阶段年数 (年)	10
第二阶段增长率	12.00%
永续增长率	1.50%
β 系数	1.5500
税后债务资本成本 Kd	2.69%
债务资本比重 Wd	4.64%
股权资本成本 Ke	12.51%
WACC	12.06%

资料来源：Wind，国联证券研究所

图表37：DCF 模型结果 (百万元人民币)

项目	数值	价值百分比
第一阶段	9,867.10	16.75%
第二阶段	25,039.62	42.50%
第三阶段 (终值)	24,013.87	40.76%
企业价值 AEV	58,920.60	
加：非核心资产	2,695.00	4.57%
减：带息债务 (账面价值)	1,189.45	2.02%
减：少数股东权益	-44.41	-0.08%
股权价值	60,470.55	102.63%
除：总股本 (股)	1,870,720,815	
每股价值 (元)	32.32	

资料来源：Wind，国联证券研究所

图表38：DCF 模型结果敏感性分析 (元/每股)

Wacc	永续增长率							
	1.13%	1.24%	1.36%	1.50%	1.65%	1.82%	2.00%	
9.06%	46.24	46.61	47.02	47.49	48.03	48.65	49.37	
9.97%	40.78	41.04	41.35	41.69	42.09	42.53	43.05	
10.97%	36.01	36.20	36.42	36.67	36.96	37.28	37.65	
12.06%	31.84	31.98	32.14	32.32	32.53	32.76	33.02	
13.27%	28.20	28.31	28.42	28.55	28.70	28.86	29.05	
14.59%	25.03	25.10	25.19	25.28	25.38	25.50	25.63	
16.05%	22.26	22.31	22.37	22.44	22.51	22.59	22.68	
17.66%	19.85	19.88	19.93	19.97	20.02	20.08	20.14	

资料来源：Wind，国联证券研究所

5.3 投资建议

我们预测公司 2023-2025 年营业收入分别为 143.22/166.69/187.66 亿元,同比增速为 4.50%/16.39%/12.58%, 3 年 CAGR 为 11.05%, 归母净利润分别为 35.75/23.16/25.01 亿元, 同比增速分别为 95.92%/-35.21%/7.95%, EPS 分别为 1.91/1.24/1.34 元/股, 3 年 CAGR 为 11.07%。DCF 绝对估值法测得公司每股价值 32.32 元, 可比公司 2024 年平均 PE15.44 倍, 鉴于公司拥有较强的变现能力和较好的成长性, 综合绝对估值法和相对估值法, 我们给予公司 2024 年 25 倍 PE, 目标价 30.96 元, 维持“买入”评级。

6. 风险提示

1、政策监管风险

如果行业监管政策出现变化, 公司的成长性可能会减弱。

2、公司不能持续推出市场喜爱的作品

如果公司失去了敏锐的消费者洞察能力, 会导致公司的作品不受市场欢迎, 导致公司收入利润受损

3、市场竞争加剧导致公司盈利受损

市场竞争加剧可能引发行业价格战, 并抬升内容成本, 导致公司会员业务收入和利润受到影响

4、宏观经济波动引发广告业务下滑

广告业务受到宏观经济形势影响很大, 如果宏观经济出现较大波动, 可能导致公司广告业务收入利润大幅下滑

5、跨市场选取标的进行估值比较的风险

美股和 A 股有不同的估值体系, 跨市场比较估值可能会错误估计公司的相对估值水平

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上	

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街 208 号中粮置地广场 A 塔 4 楼
无锡：江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 12 楼
 电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇二座 25 楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路 6009 号新世界中心大厦 45 楼