

# 【广发传媒 & 海外】柠萌影视 (09857.HK)

## 爆款基因与第二增长曲线

### 核心观点:

- **稳定产出头部版权剧，产能有望加速。** 柠萌是国内稀缺的稳定产出头部版权剧的内容公司，热门剧集占比达 70%、豆瓣 7.5 分以上的占比达 40%、原创剧本占比达 50%，2017-2023 年每年至少有一部版权剧的播放量名列全网 Top30。因此柠萌版权剧的单集收入及利润率都位于行业领先水平，实现 100% 预售。公司的核心竞争力源于体系化的 7 阶段剧集开发流程，4 位出身于 SMG 的联合创始人由上至下把控关键节点，确保项目在计划的品质、预算及时间表内完成。IP 势能驱动产量提升，2024 年公司计划开机 12-16 个连续剧项目。
- **围绕剧集 IP 价值最大化，打造第二增长曲线。** (1) 延伸剧集 IP 的内容营销半径，创新升级战略品牌客户、艺人商务等全链路营销产品。(2) 尝试海外本土内容制作，泰版《三十而已》23H1 在曼谷开机。(3) 受益于全球短剧市场快速增长、国内监管趋严的红利，打造头部短剧厂牌“好有本领”，竞争优势是与长剧协同的内容创作体系和招商能力。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计 2023-2025 年，公司实现营业收入 13.62/14.73/20.33 亿元，归母净利润 2.27/3.20/4.45 亿元。柠萌是国内稀缺的稳定产出爆款、且具备剧本自研能力的头部内容公司，版权剧的发行及价格稳定，体系化的内容开发流程和丰富的版权项目储备为公司后续提升产能奠定了坚实基础。公司以版权剧 IP 为核心竞争力，拓展剧集出海、短剧、内容营销等创新业务，打开业绩的第二增长曲线。根据相对估值法，给予公司 2024 年 10 倍的 PE 估值，对应公司合理价值为 9.78 港元/股，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示。** 剧集项目的不确定性；版权剧售价降低；广告主预算减少；短剧业务不及预期；监管政策变化。

### 盈利预测:

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1,249	951	1,362	1,473	2,033
增长率 (%)	-12.42%	-23.82%	43.17%	8.13%	38.00%
EBITDA (百万元)	127	-670	322	446	611
归母净利润 (百万元)	61	-732	227	320	445
增长率 (%)	21.51%	-	-	41.22%	38.98%
EPS (元/股)	-	-2.03	0.63	0.89	1.23
市盈率 (x)	-	-	9.08	6.43	4.63
ROE (%)	-	-30.62%	8.66%	10.90%	13.16%
EV/EBITDA (x)	-	-	4.69	2.74	2.16

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心。

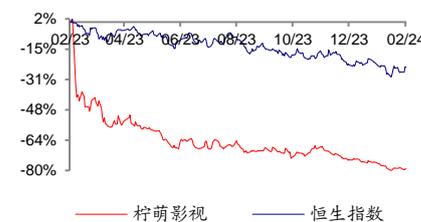
识别风险，发现价值

公司评级	买入
当前价格	6.29 港元
合理价值	9.78 港元
报告日期	2024-02-08

### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	360.46/360.46
总市值/流通市值 (百万港元)	2267.3/2267.3
一年内最高/最低 (港元)	31.00/6.01
30 日日均成交量/成交额 (百万)	0.18/1.15
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	-37.35/-39.75

### 相对市场表现



### 分析师:

旷实



SAC 执证号: S0260517030002

SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

### 分析师:

徐呈隽



SAC 执证号: S0260519110002



021-38003663



xuchengjun@gf.com.cn

请注意，徐呈隽并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究:

(本报告除非特别说明，货币单位均为人民币；港元兑人民币汇率为 0.91)

请务必阅读末页的免责声明

## 目录索引

一、柠萌影视：从 SMG 走出的头部内容厂牌.....	5
二、核心竞争力：系统化生产优质版权剧.....	8
（一）柠萌影视——持续稳定产出头部版权剧的稀缺厂牌.....	8
（二）独特的七阶段剧集开发体系铸就佳绩.....	10
（三）版权剧的产量有望加速.....	15
三、围绕剧集 IP 价值最大化，打造第二增长曲线.....	17
（一）延伸剧集 IP 的内容营销半径，创新升级全链路营销体系.....	17
（二）加速出海业务布局，拓展海外本土内容制作.....	19
（三）顺风而起，打造头部短剧厂牌“好有本领”.....	20
四、盈利预测和投资建议.....	24
五、风险提示.....	26

## 图表索引

图 1: 柠萌影视的发展历程 .....	5
图 2: 柠萌影视的股权结构及合约安排 (2023H1) .....	6
图 3: 柠萌影视的主营业务收入 (亿元) .....	7
图 4: 柠萌影视的归母净利润和经调整净利润 (亿元) .....	7
图 5: 柠萌影视的主营收入结构 (亿元) .....	7
图 6: 柠萌影视的主营业务类别 .....	7
图 7: 柠萌影视制作的版权剧/定制剧矩阵 .....	8
图 8: 柠萌版权剧+内容营销业务的收入和毛利率 .....	9
图 9: 2022 年上市公司电视剧相关业务的营收和毛利率 .....	9
图 10: 柠萌版权剧首播当年的平均单集收入 (万元) .....	9
图 11: 22 年上市公司电视剧对应的平均单集收入 (万元) .....	9
图 12: 头部内容方的云合连续剧全网有效播放量 Top30 的上榜次数 .....	10
图 13: 柠萌版权剧的 7 阶段开发流程 .....	10
图 14: 2020-2023 年柠萌和云合有效播放量 Top30 连续剧的原创剧本占比 .....	12
图 15: 柠萌制作、发行、播出版权剧的时间周期 .....	12
图 16: 公司分客户类型的版权剧播映权授权收入结构 .....	14
图 17: 柠萌版权剧分平台的播出数量 (部) .....	14
图 18: 《爱情而已》的宣传活动 .....	15
图 19: 柠萌影视的剧集孵化进度 .....	15
图 20: 公司内容营销业务的营收及其同比增速 .....	18
图 21: 公司内容营销业务的毛利润和毛利率 .....	18
图 22: 佟大为担任“平安温暖形象大使” .....	18
图 23: 夏君山的舍得家常局 .....	18
图 24: 必胜客与《小敏家》的全链路营销合作 .....	19
图 25: 十七光年与《二十不惑 2》的全链路营销合作 .....	19
图 26: 泰国版《三十而已》海报 .....	20
图 27: 泰国版《猎罪图鉴》海报 .....	20
图 28: 2020-2027 年中国微短剧市场规模及预测 (亿元) .....	22

表 1: 柠萌影视 4 位联合创始人的主要职责和履历 .....	6
表 2: 柠萌版权剧与社会热门议题 .....	11
表 3: 柠萌版权剧的制片人、导演、编剧、主演 .....	13
表 4: 柠萌影视与同类上市公司的财务数据对比 (亿元, 23H1) .....	14
表 5: 柠萌影视的 2024 年剧集片单 .....	16
表 6: 柠萌的短剧片单 .....	21
表 7: 近期广电总局和抖音、快手、微信针对微短剧的整治行动 .....	22
表 8: 2023-2025 年版权剧和内容营销的营收测算 .....	24
表 9: 2023-2025 年柠萌影视的营业收入和毛利润预测 .....	24
表 10: 柠萌影视同类上市公司的估值水平 .....	25

## 一、柠萌影视：从 SMG 走出的头部内容厂牌

2014年，出身于上海东方传媒集团（SMG）的4位联合创始人苏晓、陈菲、徐晓鸥、周元成立了影视行业的新军“上海柠萌”，后引入腾讯集团作为战略投资人。从2015年至2023年柠萌共制作及发行了22部精品剧集，其中20部是由公司担任牵头/独家投资者及执行制片人的版权剧，已成为我国影视行业的头部厂牌。2022年8月柠萌影视（09857.HK）成功在港交所主板上市。

从主营业务来看，柠萌主要聚焦于剧集的投资、制作、发行、宣传及衍生品授权等全价值链运营，成功开发了《小别离》、《小欢喜》、《小舍得》、《三十而已》、《二十不惑》、《猎罪图鉴》、《问心》、《一念关山》等高收视率、高口碑的优质剧集。公司业务涵盖版权剧、定制剧、电影、微短剧，同时立足IP版权发展内容营销、IP衍生授权/开发、剧集出海等多元化的增量业务。

图 1：柠萌影视的发展历程



数据来源：柠萌影视招股说明书/财报，柠萌影视官微，猫眼专业版，广发证券发展研究中心

从管理团队来看，柠萌影视的四位联合创始人均来自SMG，一方面都拥有丰富的行业经验及人脉资源，另一方面彼此经过多年的团队合作已建立深厚的信任、及优势互补的合伙关系。（1）董事长兼总裁苏晓在传媒行业及管理方面拥有约26年经验，曾任SMG影视剧中心主任、东方卫视副总监、尚世影业总经理等，现负责柠萌影视的整体战略规划、财务与人才管理、政府公共事务。（2）CEO陈菲在电视剧策划、制作和营销方面拥有约19年经验，曾任SMG影视剧中心副主任、尚世影业副总经理等，现负责柠萌影视的战略及组织创新、产品定位规划、发行营销等全链管理。（3）副总裁徐晓鸥在电视剧制作方面拥有约17年经验，曾任SMG影视剧中心策划部主任、

尚世影业副总经理，现负责柠萌影视的IP研发、剧本创作和制作。（4）副总裁周元在传媒行业的资本运作及商业化、投资、信息系统分析方面拥有约19年经验，曾在SMG战略投资部任职，现负责柠萌影视的电影业务、海外业务、资本运作、商业化及创新业务。

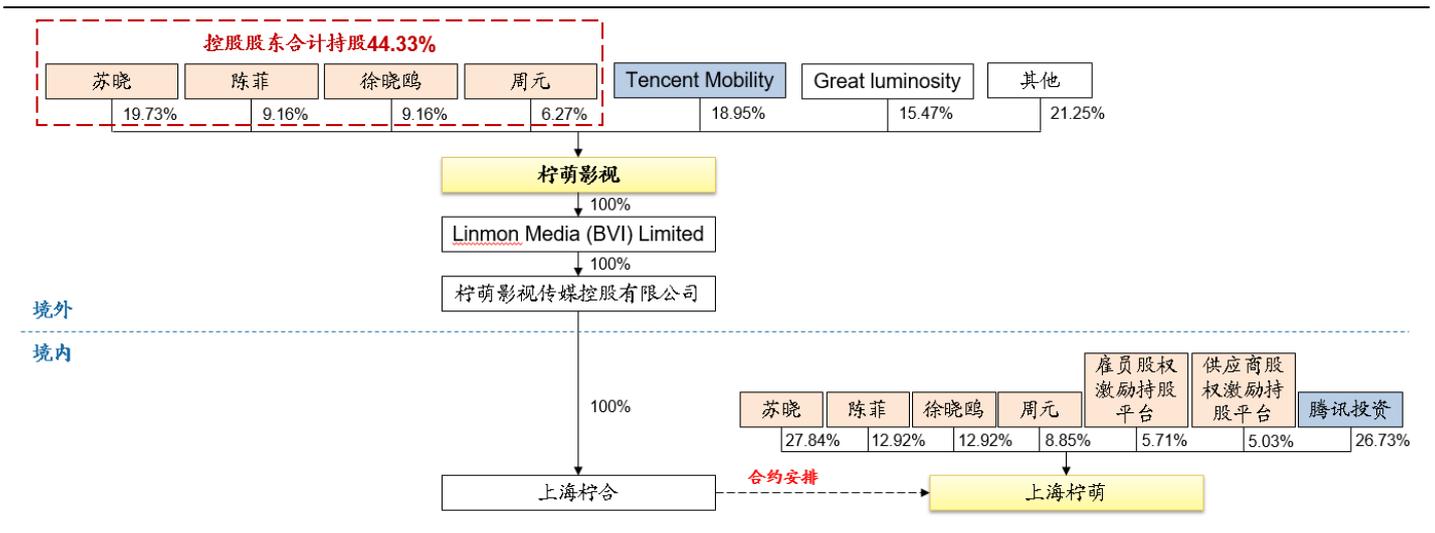
表 1: 柠萌影视4位联合创始人主要职责和履历

高管	职位	职责	履历
苏晓	执行董事、董事长兼总裁	主要负责整体战略规划、财务与人才管理、政府公共事务	1996-2005年，在上海教育电视台先后担任新闻部副主任、副台长等； 2005-2014年，在SMG先后担任上海生活时尚频道副总监（负责频道内容制作与管理）、影视剧中心主任（负责电视剧的采购和编排）、东方卫视副总监（负责电视剧的采购和编排）、上海尚世影业有限公司总经理（负责全面经营和管理）等。
陈菲	执行董事兼首席执行官	主要负责战略及组织创新、产品定位规划、发行营销等全链管理	2003-2014年，在SMG先后担任影视剧中心采购部主任、影视剧中心副主任（负责影视剧版权采购）、上海尚世影业有限公司副总经理（负责发行业务及演艺经纪业务）等。
徐晓鸥	执行董事兼副总裁	主要负责IP研发、剧本创作和制作	2005-2014年，在SMG先后担任影视剧中心策划部主任、上海尚世影业有限公司副总经理（负责电视剧剧本策划和制作）等。
周元	执行董事兼副总裁	主要负责电影业务、海外业务、资本运作、商业化及创新业务	2003-2007年，在法国米其林集团总部担任信息系统分析师； 2007-2009年，就职于米其林（中国）投资有限公司； 2011-2014年，在SMG战略投资部任职（负责SMG娱乐板块的战略研究、及上海尚世影业有限公司的战略与融资）。

数据来源：柠萌影视招股说明书，广发证券发展研究中心

从股权结构来看，截至2023年H1期末，柠萌影视的控股股东苏晓+陈菲+徐晓鸥+周元合计持有上市公司44.33%的股权。此外，腾讯控股通过Tencent Mobility持股18.95%，弘毅投资通过Great luminosity持股15.47%。

图 2: 柠萌影视的股权结构及合约安排（2023H1）

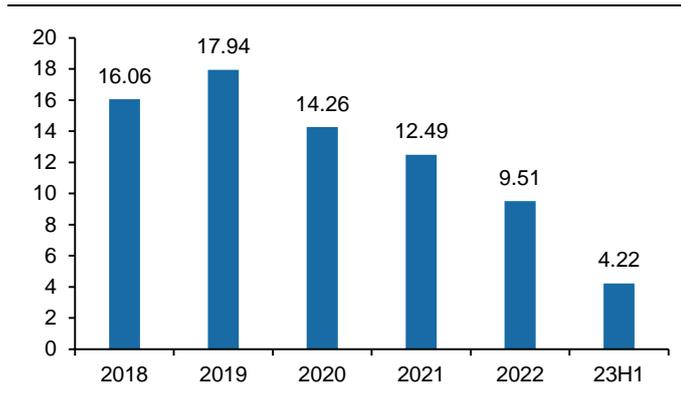


数据来源：柠萌影视招股说明书/财报，广发证券发展研究中心

从财务业绩来看，2021/2022/23H1，柠萌影视实现主营收入12.49/9.51/4.22亿元，实现归母净利润0.61/-7.32/1.31亿元，剔除以股份为基础的付款、上市开支、可转换可赎回优先股公允价值变动的经调整净利润为2.80/1.42/1.39亿元。报告期内疫情导致部分剧集的制作及播出进度延后，公司业绩出现波动。

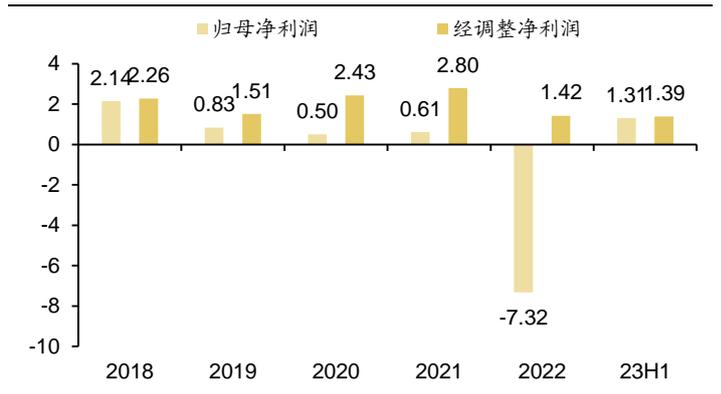
公司的主要增长驱动力是精品版权剧的制作产能提升，核心竞争力是持续产出头部剧集的系统化创作能力。第二增长曲线是以剧集IP为基点拓展内容营销、微短剧、海外业务等创新业务。

图 3：柠萌影视的主营业务收入（亿元）



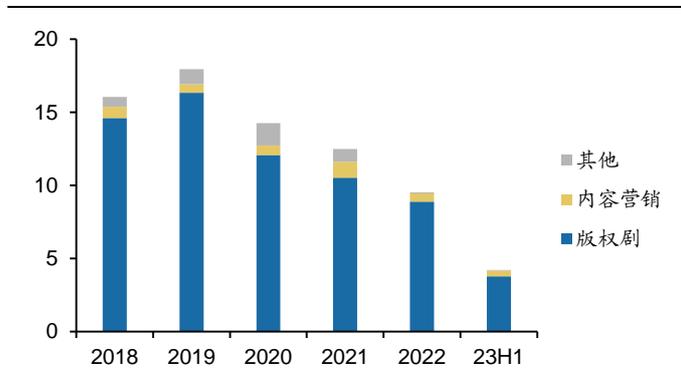
数据来源：柠萌影视招股说明书/财报，广发证券发展研究中心

图 4：柠萌影视的归母净利润和经调整净利润（亿元）



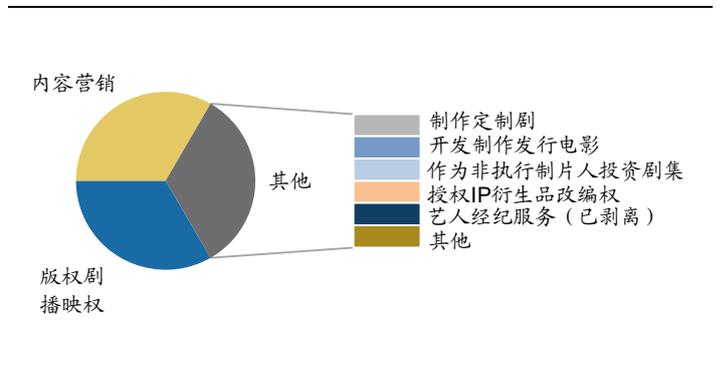
数据来源：柠萌影视招股说明书/财报，广发证券发展研究中心

图 5：柠萌影视的主营收入结构（亿元）



数据来源：柠萌影视招股说明书/财报，广发证券发展研究中心

图 6：柠萌影视的主营业务类别



数据来源：柠萌影视招股说明书，广发证券发展研究中心

## 二、核心竞争力：系统化生产优质版权剧

### （一）柠萌影视——持续稳定产出头部版权剧的稀缺厂牌

柠萌的核心主业是作为执行制片人开发版权剧，即由公司出资所有或绝大部分资金，并主控制作、宣传及发行流程，因此通常由柠萌独家拥有该版权剧的全部IP权利。同时以专有IP产权的商业价值最大化为基点，公司多元化拓展了内容营销、衍生授权、海外发行等增量创新业务。

自2016年《好先生》首播至今，公司共制作并播映了22部剧集，其中20部是由公司担任执行制片人并发行的版权剧，而热门剧集的占比高达70%（我们将“热门剧集”定义为年度全网播放量排名前30位或全国收视率排名前30位的电视剧/网络剧）。在确保版权剧高精品率的同时，公司的制作产能从2015年的1年1部剧（共45集）逐渐提升至2021年的1年5部剧（共145集），剧集题材从都市情感、家庭教育横向拓展至古装、竞技、医疗、女性、悬疑等热门主题。柠萌的竞争优势就是通过体系化的剧集7阶段开发流程，持续产出高收视、高口碑、高收益的版权剧。

图 7：柠萌影视制作的版权剧/定制剧矩阵



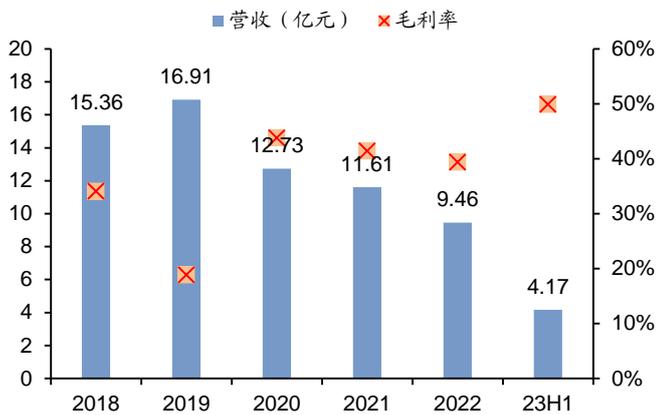
数据来源：柠萌影视招股说明书/财报，豆瓣官网，云合数据，CVB，CMS，广发证券发展研究中心

备注：黄色字体为版权剧，蓝色字体为定制剧；“制作产能”以当年开机并杀青的剧集数量计算。

在销售维度，柠萌版权剧的集均价格及利润率都位于行业领先水平。2018年至23H1，柠萌版权剧+内容营销业务的收入分别为15.36/16.91/12.73/11.61/9.46/4.17亿元，2020-2022年期间疫情导致部分剧集的制作及播出进度延后，收入出现同比下滑。

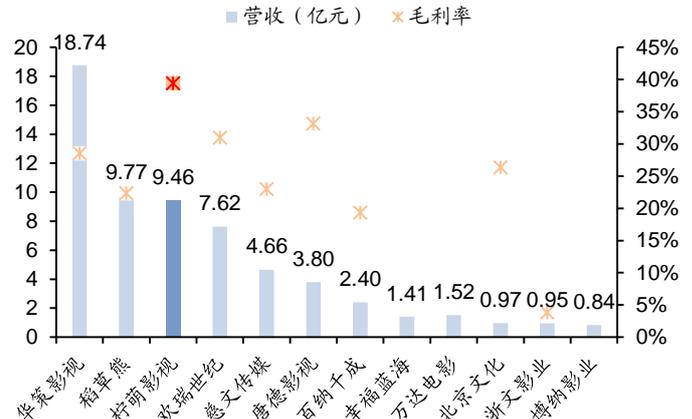
2022年柠萌版权剧+内容营销业务的毛利率为39.4%，23H1公司深入推进全面预算管理、有效落实降本增效，该项毛利率提升至49.9%。2022年柠萌版权剧的平均单集收入为901万元/集（=版权剧+内容营销业务的收入/当期首播的版权剧集数），明显高于同类上市公司电视剧业务的集均价格及利润率水平，说明了柠萌的版权剧制作能力出众、具备较强的议价权。

图 8：柠萌版权剧+内容营销业务的收入和毛利率



数据来源：柠萌影视招股说明书/财报，广发证券发展研究中心

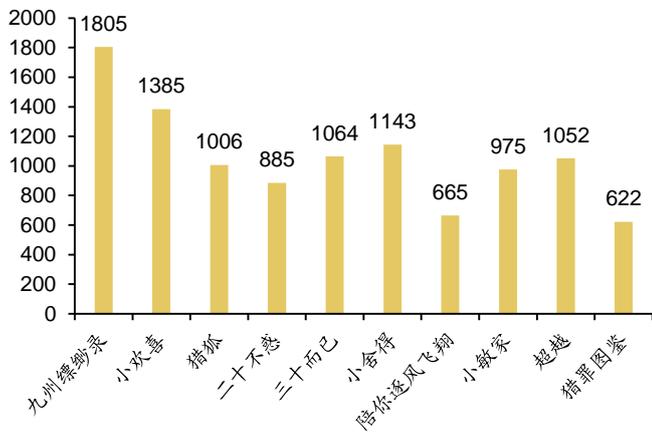
图 9：2022年上市公司电视剧相关业务的营收和毛利率



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

备注：欢瑞世纪剔除了当期《天下长安》收入冲回的影响。

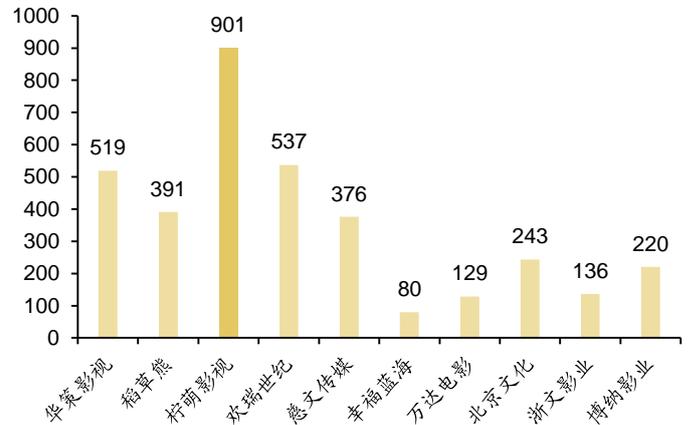
图 10：柠萌版权剧首播当年的平均单集收入（万元）



数据来源：柠萌影视招股说明书，广发证券发展研究中心

备注：计算首播当年的播映权授权收入和营销收入。

图 11：22年上市公司电视剧对应的平均单集收入（万元）

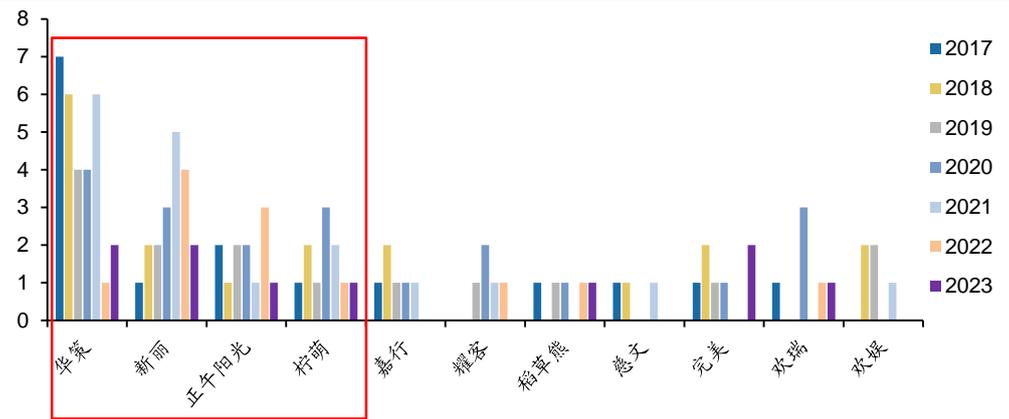


数据来源：公司财报，猫眼专业版，广发证券发展研究中心

备注：根据 22 年电视剧相关收入/当期首播或取得发行许可证的剧集集数计算；欢瑞世纪剔除了当期《天下长安》收入冲回的影响。

在播映维度，柠萌是国内稀缺的能持续产出精品版权剧的头部内容方。我们选取云合数据的连续剧全网有效播放量Top30作为头部剧的基准，2017年至2023年每年都成功产出头部连续剧，全国仅有华策影视、新丽传媒、柠萌影视、正午阳光4家内容公司。而柠萌制作的版权剧兼有高收视和高口碑，20部版权剧中豆瓣评分在7.5分以上的高分剧占比40%，在6分以上占比80%。

图 12: 头部内容方的云合连续剧全网有效播放量Top30的上榜次数



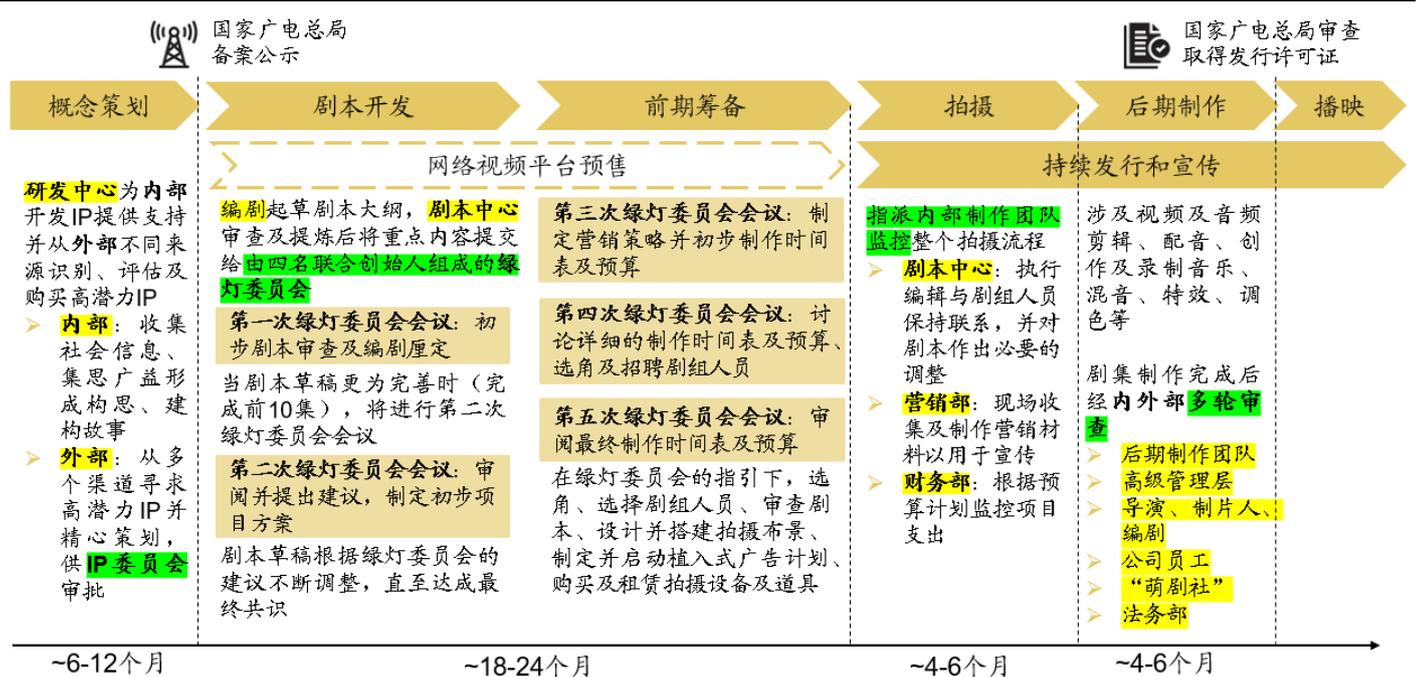
数据来源: 云合数据, 广发证券发展研究中心

## (二) 独特的七阶段剧集开发体系铸就佳绩

柠萌稳定产出头部版权剧的核心竞争力源于公司系统化的剧集开发流程, 具体包括概念策划、剧本开发、前期筹备、拍摄、后期制作、发行、宣传共7个阶段。

有别于行业内盛行的以顶级导演/编剧为核心的生产模式, 或以制片人/工作室为核心的平台模式, 柠萌以体系化的流程管理为核心。四位联合创始人拥有丰富的行业经验、敏锐的商业洞察力和全产业链操盘的能力, 深度参与7个开发阶段的所有重大决策进程。公司就内容创作及生产管理已形成一套成熟的方法论和优质口碑, 由公司人员负责把控所有关键节点, 根据市场需求灵活整合行业内顶级的导演、编剧、演员等资源, 确保剧集的系统化生产效率和内容质量。

图 13: 柠萌版权剧的7阶段开发流程



数据来源: 柠萌影视招股说明书, 广发证券发展研究中心

### (1) 概念策划→紧扣社会热门议题

在概念策划阶段（6-12个月），研发中心一方面负责研究以支持内部IP开发，另一方面从多种来源评估并购买高潜力IP（需经IP委员会审批）。公司还有多个外部专家团队，针对其擅长的各个领域提供专业支持。此外，由柠萌忠实观众组成的外部社群“萌剧社”，每周会举行线上讨论或线下沙龙等，公司由此收集观众的真实想法、建议和反馈。

因此，柠萌开发的版权剧往往紧贴社会热门议题，并与目标受众产生切实共鸣。例如家庭教育系列的《小别离》、《小欢喜》、《小舍得》，女性成长系列的《三十而已》、《二十不惑》、《二十不惑2》，医疗主题的《问心》，悬疑主题的《猎罪图鉴》、《胆小鬼》，都获得了社会广泛关注及优秀口碑。

表 2: 柠萌版权剧与社会热门议题

剧名	议题	豆瓣评分	播放量
《小别离》	中考	8.0	2016 年播放量全网第 14 名
《小欢喜》	高考	8.2	2019 年播放量全网第 5 名
《小舍得》	小升初	6.5	2021 年播放量全网第 13 名
《三十而已》	30 岁女性	6.6	2020 年播放量全网第 4 名
《二十不惑》	20 岁女性	6.3	2020 年播放量全网第 16 名
《二十不惑 2》	25 岁女性	8.0	2022 年播放量芒果 TV 第 6 名
《猎罪图鉴》	犯罪	7.5	2022 年播放量全网第 14 名
《胆小鬼》	青少年犯罪	7.8	2022 年播放量优酷第 22 名
《问心》	医疗	8.4	2023 年腾讯视频畅销榜第 15 名

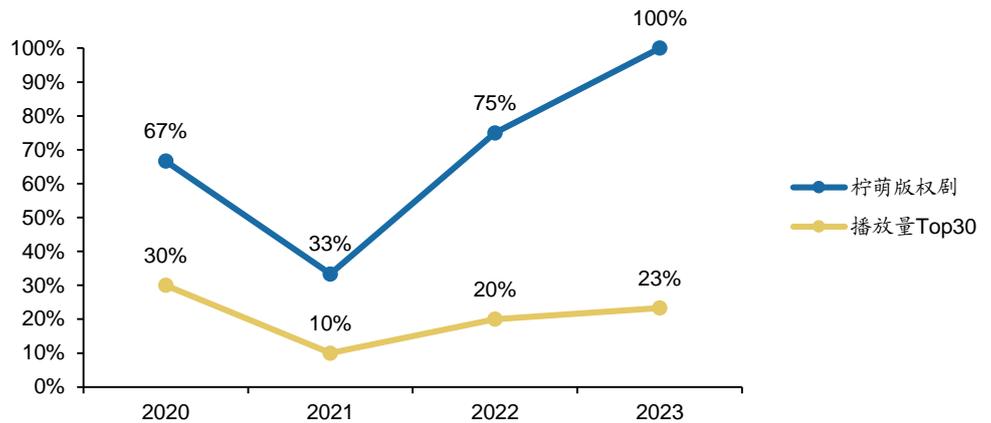
数据来源：豆瓣，云合数据，Vlinkage，优酷/芒果 TV/腾讯视频官网，广发证券发展研究中心

### (2) 剧本开发→强大的剧本自研能力打造竞争优势

剧本中心负责剧本开发工作，已建立涵盖不同优势领域的顶级编剧人才库，能够将合适的编剧与希望开发的剧本主题相匹配。由公司四名联合创始人组成的绿灯委员会则负责把控剧本审查及编剧厘定，剧本草拟本将根据绿灯委员会的专业建议进行调整和改进。热门题材、出彩剧情和鲜明角色是剧集成功的关键要素，亦是柠萌打造精品版权剧的竞争优势。

截至2023年，柠萌作为执行制片人开发的20部版权剧中，有10部是公司自行开发的原创剧本，另外10部是基于外部购买的IP，通过编剧的专业能力及行业见解进一步深度改编的剧本。例如《小别离》将原著略带悲情的故事基调改编为轻喜剧，《小欢喜》减少了原著有关于夫妻矛盾、中年危机、失业等内容的描述，将剧情聚焦于教育主题和亲子关系。与此同时，2020/2021/2022/2023年云合有效播放量Top30连续剧中，原创剧本的占比仅有30%、10%、20%、23%，柠萌是行业内少数具备头部剧本系统化原创能力的内容公司。

图 14: 2020-2023年柠萌和云合有效播放量Top30连续剧的原创剧本占比



数据来源：柠萌影视招股说明书/财报，云合数据，广发证券发展研究中心

### (3) 前期筹备、拍摄、后期制作→精准把控进度及预算

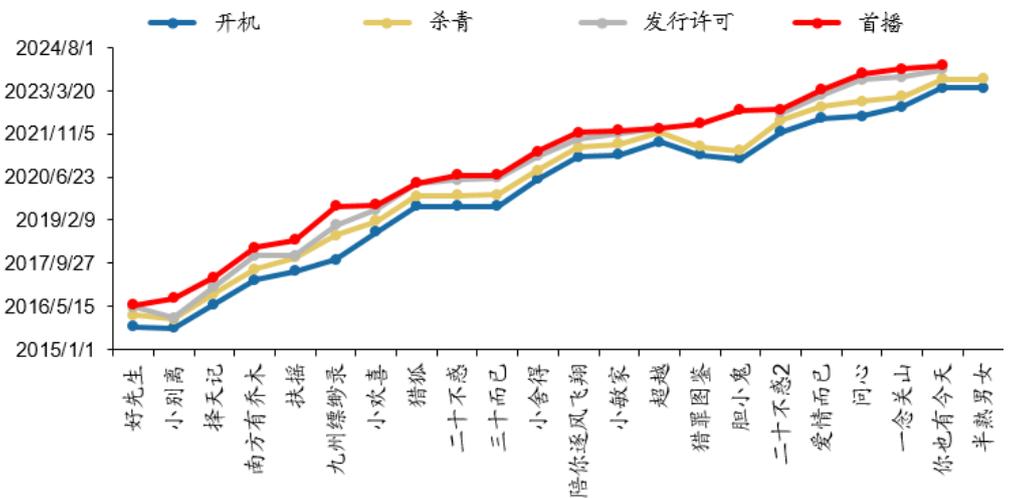
绿灯委员会负责决策版权剧的制作时间表及预算、营销策略、选角并招聘剧组人员。

拍摄阶段通常耗时约四至六个月，公司会在现场指派由内部制片人带领的、剧本中心+营销部+财务部员工组成的团队，密切监控并实时调整整个拍摄流程，确保项目在计划的预算及时间表内高品质完成。

后期制作阶段通常耗时约四至六个月，后期制作团队、高级管理层、导演、制片人、编剧、法务部、甚至萌剧社成员会从艺术性、商业性、合规性等角度进行多轮审查。

系统化的剧集创作流程保障公司稳定产出优质内容。公司制作的20部版权剧从开机到顺利首播的时间周期大多在1年左右，与同行相比制作及发行的效率极高，到目前为止没有任何一部制作剧集出现积压。

图 15: 柠萌制作、发行、播出版权剧的时间周期



数据来源：柠萌影视招股说明书/财报，猫眼专业版，柠萌影视公众号，广发证券发展研究中心

柠萌内部员工把控版权剧拍摄制作的关键节点，同时凭借强大的剧集研发和管理能力、优秀的往绩，与行业内的顶级导演、编剧、演员等形成了良好的合作关系。

表 3: 柠萌版权剧的制片人、导演、编剧、主演

剧名	制片人	导演	编剧	主演
好先生	张为为	张晓波	李潇/于淼/张英姬	孙红雷/江疏影/王耀庆
九州缥缈录	张为为	张晓波	江南/常江/霜城/雷博	刘昊然/宋祖儿/陈若轩
超越	王磊卿/苏晓	张晓波	李嘉	李庚希/胡军/沙溢
胆小鬼	张翼芸/陈菲	张晓波	郑执	欧豪/王砚辉/王玉雯
三十而已	徐晓鸥/陈菲	张晓波	张英姬	江疏影/童瑶/杨玏
小舍得	徐晓鸥	张晓波	周艺飞	宋佳/佟大为/蒋欣
半熟男女	齐帅/王艳	张晓波	吴楠/卞智弘	田曦薇/辛云来/张哲华
小别离	徐晓鸥/苏晓	汪俊	何晴/鲁引弓	黄磊/海清/张子枫
小欢喜	徐晓鸥	汪俊	黄磊/雷博/郭思含/朱景曦	黄磊/海清/陶虹
小敏家	徐晓鸥	汪俊	黄磊/郭思含/张昕	周迅/黄磊/唐艺昕
二十不惑	徐晓鸥/陈菲	黎志	张五居/钟恩淑/韩三台/陆十三峰	关晓彤/卜冠今/李庚希
二十不惑 2	徐晓鸥/陈菲	黎志	张五居/钟恩淑/韩三台/陆十三峰	关晓彤/卜冠今/董思怡
问心	徐晓鸥/张晓波	黎志	周艺飞	赵又廷/毛晓彤/金世佳
择天记	杨晓培	钟澍佳/麦咏麟/孔厉大	楚惜刀/杨陌/杨叛	鹿晗/古力娜扎/吴倩
南方有乔木	徐晓鸥/王也	林妍	乔冰清/张爱敏/李文婷	陈伟霆/白百何/秦海璐
扶摇	杨晓培	杨文君/谢泽/李才	解嬿嬿	杨幂/阮经天/刘奕君
猎狐	李京/张翼芸	刘新	赵冬苓	王凯/王鸥/胡军
陪你逐风飞翔	徐晓鸥/周文洁	沙维琪/李才	李蒙彦/周姝/杭笑	宋祖儿/王安宇/徐洋
猎罪图鉴	张翼芸	刑键钧	贾东岩/武瑶	檀健次/金世佳/张柏嘉
爱情而已	徐晓鸥/陈菲	陈畅	张英姬	吴磊/周雨彤/江珮瑶
一念关山	齐帅/余亚莲	周靖韬/邹曦	张巍	刘诗诗/刘宇宁/方逸伦
你也有今天	徐晓鸥	陈铭章	李晶凌	陈星旭/章若楠/李俊贤

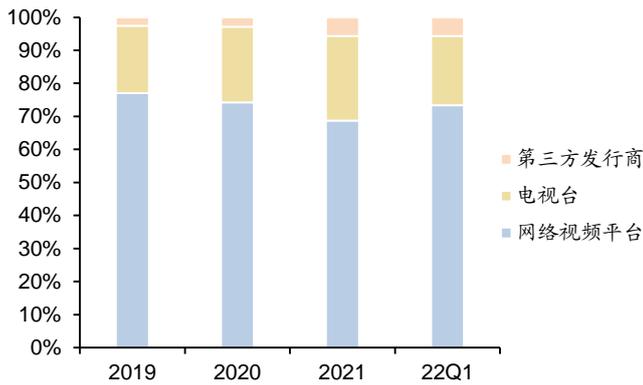
数据来源：艺恩数据，广发证券发展研究中心

#### (4) 发行→卓越品控达成100%预售

在发行阶段，柠萌直接向网络视频平台和电视台、以及通过第三方发行商出售版权剧的播映权。现阶段网络视频平台是最主要的发行渠道，2021年柠萌从网络视频平台、电视台、第三方发行商收取的版权剧播映权授权收入分别占比69%、26%、6%。

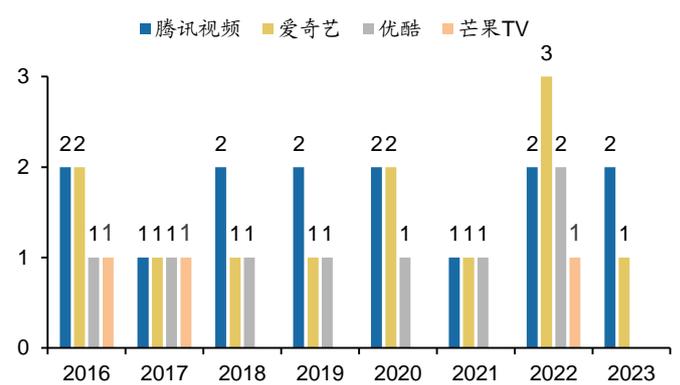
基于柠萌历年的优秀剧集表现，公司通常会在剧本完成前实现预售。具体来说，公司会在每年下半年，向潜在客户发送预售清单（仅列明开发中剧集的名称和大纲），过往业绩期间，公司在拍摄开始前将版权剧预售给网络视频平台的预售率达到100%。而且公司与优爱腾芒都保持了紧密的合作关系，目前已售出的20部版权剧在腾讯视频、爱奇艺、优酷、芒果TV分别播出了14部、12部、8部、3部。

图 16: 公司分客户类型的版权剧播映权授权收入结构



数据来源: 柠萌影视招股说明书, 广发证券发展研究中心

图 17: 柠萌版权剧分平台的播出数量 (部)



数据来源: 猫眼专业版, 广发证券发展研究中心

柠萌是国内少数具备强大预售能力的版权剧出品方, 优势一是可以确保版权剧的成功销售、降低项目风险, 二是可以预先收取一部分定金 (约为总授权费的30%)、优化经营性现金流, 三是绑定网络视频平台为利益关联方、激励其加大对版权剧的宣发投入。对比同类上市公司, 柠萌影视的在手货币资金、经营活动产生的现金流量净额较为雄厚。

表 4: 柠萌影视与同类上市公司的财务数据对比 (亿元, 23H1)

	货币资金	存货	预收款项	经营活动产生的现金流量净额	营业收入
华策影视	31.28	31.28	6.95	1.89	11.37
稻草熊娱乐	2.10	12.15	1.22	-0.67	4.62
<b>柠萌影视</b>	<b>8.49</b>	<b>7.08</b>	<b>3.90</b>	<b>1.63</b>	<b>4.22</b>
欢瑞世纪	4.57	4.57	2.35	0.47	0.96
慈文传媒	1.87	1.87	0.38	0.28	4.40
唐德影视	1.61	1.61	0.77	0.20	0.90
百纳千成	5.50	5.50	1.53	-1.38	1.15

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

备注: 柠萌影视和稻草熊娱乐的“预收款项”采用“应计负债与其他应付款项”。

### (5) 多样化、创新性、交叉协同的宣传活动

公司一般在拍摄前启动宣传流程, 根据剧集的目标受众特征设计定制化营销活动。例如《爱情而已》, 在线上公司通过社交媒体平台及短视频平台发布幕后花絮、主演直播及弹幕空降、建立角色号互动、开屏宣传、发起二创活动等, 在线下公司举办宣发活动、与奈雪联名推出霸气青提系列茶饮等。此外, 公司通过系列剧集中的角色、场景、话题等进行交叉宣传, 例如在《三十而已》的剧情中, 让《三十而已》的角色与《二十不惑》的角色同屏对戏, 并在社交平台上互动。

图 18: 《爱情而已》的宣传活动

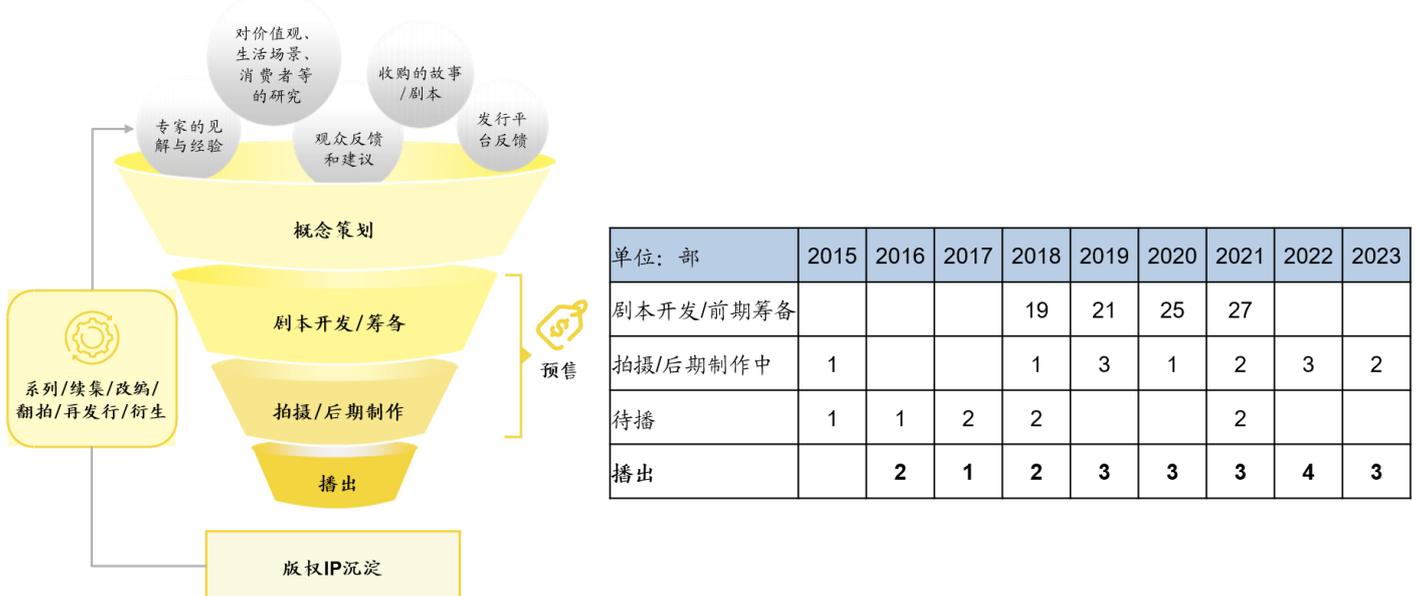


数据来源: 微博, 抖音, 奈雪的茶官微, 广发证券发展研究中心

### (三) 版权剧的产量有望加速

体系化的剧集开发流程和持续积淀的IP版权使得公司的生产力稳步提升。在IP纵向开发维度, 公司基于现有的优质版权剧进一步创作续集、系列、翻拍等, 吸引忠实观众持续观看、提升作品的成功率。例如“小”系列的《小别离》、《小欢喜》、《小舍得》, 女性成长系列的《三十而已》、《二十不惑》、《二十不惑2》。在IP横向开发维度, 公司在核心优势赛道的现实生活类题材以外, 尝试拓展古装、两性、竞技、悬疑、职场、医疗等广受市场欢迎的热门题材或年轻一代感兴趣的垂类创新题材, 并成功横跨赛道获得佳绩。

图 19: 柠萌影视的剧集孵化进度



数据来源: 柠萌影视招股说明书/财报, 柠萌影视官微, 广发证券发展研究中心

公司的项目储备坚实，今年产能有望加速。截至2022年第一季度期末，公司处于剧本开发或前期筹备阶段的剧集项目超过30个。公司一年内开机并杀青的剧集项目数量从2015年的1部增加至2021年的峰值5部，根据柠萌影视官微发布的2024剧集片单，2024年公司计划开机12-16个连续剧项目。公司一年内首播的剧集项目数量从2016年的2部增加至2022年的峰值4部。截至2024年1月31日，公司已播出1部版权剧《你也有今天》，还有1部版权剧《半熟男女》已杀青待播出，1部版权剧《子夜归》已开机。

**表 5: 柠萌影视的2024年剧集片单**

剧名	类型	集数	开机时间	导演	编剧	主演
半熟男女	当代都市	24	2023年4月23日	张晓波	吴楠/卞智弘	田曦薇/辛云来/张哲华
你也有今天	当代都市	36	2023年4月28日	陈铭章	李晶凌	陈星旭/章若楠/李俊贤
子夜归	古装爱情	36	2024年1月2日	侣皓吉吉		许凯/田曦薇
猎罪图鉴2	刑侦涉案	24	预计2024Q1	刘殊巧	张莱	檀健次/金世佳
今天是太阳雨	青春爱情	16	预计2024Q2	猫的树		
书卷一梦	古装爱情	38	预计2024Q2	郭虎	任庄柳	
月明千里	古装传奇	40	预计2024Q2		李旻/陈芮	
三十而已2	女性成长	40	预计2024Q3	张晓波	张英姬	
宝庆里	都市生活	30	预计2024Q3	黎志	贾鸿源	
轧戏	都市爱情	30	预计2024Q3			
一念江南	古装传奇	40	预计2024Q4		张巍	
交锋	当代国安	40	预计2024Q4		王小枪	
入口呼叫	情感悬疑	18	预计2024Q4	刘雨霖	周元姣	
小三居	家庭伦理	40	预计2024Q4		黄磊/雷博/郭思含	
问心2	医疗	40	预计2024Q4-2025Q1	黎志	周艺飞	
飞刀	医疗	30	预计2024Q4-2025Q1	张晓波	聂成帅	
没有人像你	青春爱情	24	预计2024Q4-2025Q1	猫的树		
十日终焉	奇幻冒险	30	预计2024Q4-2025Q1		蒋峰	

数据来源：柠萌影视官微，猫眼专业版，广发证券发展研究中心

### 三、围绕剧集 IP 价值最大化，打造第二增长曲线

柠萌的核心竞争力是头部版权剧的体系化制作能力，增长动力是版权剧的产量提高，第二增长曲线则是围绕版权剧IP拓展的内容营销、海外业务、微短剧、IP衍生开发等多元创新业务。

**(1) 延伸剧集IP的内容营销半径：**2022年升级全链路内容营销体系，提供创新性的“边看边买”、“角色商务”、TVC拍摄等内容营销产品，热播版权剧带动公司的战略品牌客户和签约艺人商务增加，23H1内容营销业务的收入和毛利润显著增长。

**(2) 拓展海外本土内容的制作及发行：**23H1成立海外业务平台“柠萌国际”，《三十而已》泰国版已在曼谷开机，《猎罪图鉴》泰国版正在筹备中。

**(3) 打造头部短剧厂牌“好有本领”：**受益于国内短剧市场迅速增长、监管趋严的行业红利，公司的竞争优势是与长剧协同的优质内容创作体系和强大招商能力。

**(4) 尝试有声书、音乐剧、NFT、游戏、剧本杀等剧集IP衍生的授权和开发，**例如把《扶摇》、《南方有乔木》的改编权授予网络游戏公司，把《二十不惑》、《三十而已》的原声带授予网络音乐平台，22年9月上线《二十不惑2》的NFT数字盲盒并在1天内售罄，23年3月上线《猎罪图鉴》的同名音乐剧、有声书和周边产品。

#### (一) 延伸剧集 IP 的内容营销半径，创新升级全链路营销体系

2022年公司将内容营销业务升级为全链路营销体系，提供的营销产品包括：(1) 剧集广告植入，根据柠川文化官微，平均每部剧植入10+个品牌，帮助客户实现超过100亿次的媒体曝光；(2) 针对品牌主定制的艺人商务、内容制作、TVC拍摄、媒介策划投放、IP营销等全案营销服务；(3) 抖音电商代运营服务，现已从单一品牌合作转向多品类商品市场，例如周大生、追觅、安踏等。

内容营销业务的增长驱动力基于柠萌版权剧的受欢迎程度、品牌广告客户的签约、以及富有创意和营销效果的内容营销产品更迭，柠川已为超过100家品牌提供内容营销服务。23H1，公司实现内容营销收入0.40亿元，同比增长150%；毛利润同比增长近260%，毛利率从22H1的49%提升至23H1的70%。业绩高增长的原因，一是公司在23H1升级战略品牌客户服务体系、并上线CRM销售管理系统，同时积极拓展外部剧集的营销合作机会，与多个战略品牌客户达成年框合作。二是公司依托头部版权剧资源和艺人的良好合作关系，签约了主演在剧集热播前后一段时间的商务约。例如23年柠川签约了待播剧《半熟男女》的主演田曦薇的艺人商务，与vivo合作在田曦薇小红书个人账号发布“vivo S17系列 山海青”种草视频，成为2023年5-6月明星小红书提及品牌笔记互动量的第一名。23H1通过联动热播剧集，公司的艺人商务签约额同比显著增长、已接近去年全年水平，与元气森林、vivo、Miu Miu、Prada、Messika、LOEWE、MO&Co.、伊利优酸乳等品牌开展了艺人商务合作。

图 20: 公司内容营销业务的营收及其同比增速



数据来源: 柠萌影视招股说明书/财报, 广发证券发展研究中心

图 21: 公司内容营销业务的毛利润和毛利率



数据来源: 柠萌影视招股说明书/财报, 广发证券发展研究中心

以中国平安与《小舍得》的全链路营销合作为例。(1)考虑到家庭教育类剧集的观众群体与中国平安的目标用户高度重合,在剧情中自然植入金瑞人生、平安金管家、少儿平安福等产品内容,由平安优才代理人本色出演,生动诠释中国平安的品牌形象和产品卖点。(2)签约“夏君山”的扮演者佟大为担任中国平安的“平安温暖形象大使”,让剧中的好男人角色进一步走到戏外互动营销,扩大了剧集IP营销的范围和效能。例如在社交平台上分发以夏君山为主角创作的“平安臻享run小剧场”、“越难越run夏君山”、“中年解压小课堂”等趣味营销内容,邀请三位与夏君山有着同样烦恼的平安客户与佟大为交流对谈等。

图 22: 佟大为担任“平安温暖形象大使”



数据来源: 中国平安, 广发证券发展研究中心

图 23: 夏君山的舍得家常局



数据来源: 中国平安, 广发证券发展研究中心

以必胜客与《小敏家》的全链路营销合作为例,柠川联手饿了么定制小敏家同款套餐,在天猫年货节进驻李佳琦、烈儿宝贝等头部直播间,最终创下品牌历年超品销量Top3的佳绩,总GMV超过1400万元。

图 24: 必胜客与小敏家》的全链路营销合作



数据来源: 柠川文化官微, 广发证券发展研究中心

以新兴低度酒品牌十七光年与《二十不惑2》的全链路营销合作为例。(1) 植入剧中的高光情节, 并签约主演徐梦洁担任品牌闪耀大使。(2) 联动盒马打造「202夏日女生节」专属会场, 在看剧时点击爱奇艺内生广告即可直达盒马专场购买剧中的同款商品, 形成“观看-购买”的高效转化链路, 根据柠川文化官微, 为品牌带来超亿级的曝光与销售转化, 最终品牌电商增长达600%。

图 25: 十七光年与《二十不惑2》的全链路营销合作



数据来源: 柠川文化官微, 广发证券发展研究中心

(二) 加速出海业务布局, 拓展海外本土内容制作

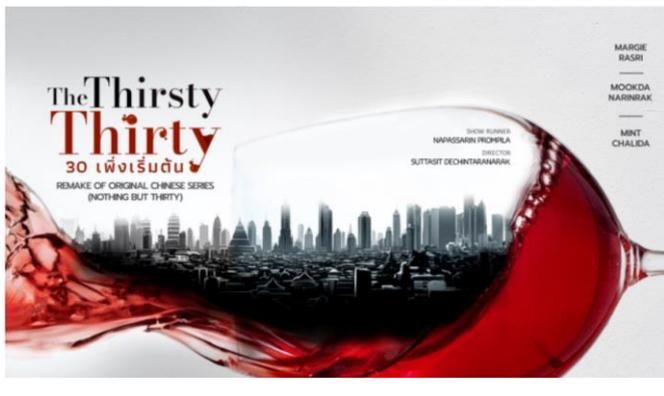
2023年上半年, 公司成立海外业务平台“柠萌国际”, 加速推进海外业务。柠萌国

际主要聚焦版权剧的海外发行、海外本土内容的制作及发行、海外IP商业化运营等业务，正积极拓展大华语、泰语、印尼语等海外市场。

基于优质内容的普世性和华语剧集的受众增加，柠萌版权剧在海外市场也受到欢迎。在海外发行方面，《九州缥缈录》、《三十而已》、《小别离》、《小欢喜》、《二十不惑》、《小敏家》、《爱情而已》、《猎罪图鉴》、《胆小鬼》、《一念关山》等在Disney+、Netflix、Viu、Youtube、Now TV、韩国JTBC、新加坡Singtel佳乐台、日本Lala TV、马来西亚Astro等多个一线国际平台播出，取得了很好的播出效果，Disney+甚至在《小敏家》开播前就购入了除中国大陆以外的全球版权。2022年《二十不惑2》同步上线爱奇艺和Netflix，这是Netflix第一次成系列地购买中国国产剧，而《二十不惑》系列获得了Netflix多个地区收视Top10。在海外翻拍授权方面，韩国电视台JTBC买下《三十而已》韩版的翻拍权，越南电视台VTV买下《三十而已》泰版的翻拍权，这是韩国电视机构第一次翻拍中国内地都市剧。在营收方面，2019/2020/2021年，公司版权剧在海外的播映权授权收入分别为25.8/8.8/12.2百万元，2022年版权剧海外发行收入同比增长超280%。

在海外本土内容制作方面。2023年上半年《三十而已》泰国版在曼谷开机，由泰国翻拍女王Jeab Napassarin监制，泰国一线演员Margie、Mint、Mookda主演，Aom、Push、泰国金天鹅影帝Pae Arak、Ananda Everingham等参演。《猎罪图鉴》泰国版正在筹备中，编剧是《暹罗之恋》、《十三骇人游戏》的导演Matthew Chookiat Sakveerakul。此外，流媒体平台Viu和柠萌影视计划合制合拍《三十而已》的印度尼西亚版和港版，其中印尼版《Jalan Tiga Puluh》的创作、演员班底均来自当地。

图 26: 泰国版《三十而已》海报



数据来源：柠萌影视官微，广发证券发展研究中心

图 27: 泰国版《猎罪图鉴》海报



数据来源：柠萌影视官微，广发证券发展研究中心

### （三）顺风而起，打造头部短剧厂牌“好有本领”

柠萌领先的内容创作体系、丰富的影视和品牌客户资源、以及依据过往经验总结出的爆款方法论，从长剧延伸到短剧，再根据短视频平台的用户偏好和算法不断调整剧情节奏、人物设计、运镜逻辑等，现已孵化了头部短剧厂牌“好有本领”。2023年1月、4月、6月，好有本领先后在抖音平台上线了精品短剧《二十九》、《流量背后》、《二十九》第二季，分别连续4周/4周/5周位居抖音微短剧榜的第一名。《二

十九》在抖音的正片播放量超8亿次，集均播放量超4000万次，相关话题总播放量14.5亿次，创造了抖音微短剧的新高；《流量背后》去重后的观看人数达1.7亿人次，最高单集播放量超2.8亿次，最高单集点赞379万，均创造抖音连续微短剧的新高。

在全球短剧市场规模快速增长的风口上，公司已取得先发优势、推出多部爆款短剧，正在积极扩大产能，持续迭代升级优质短剧制作能力。同时，公司构建了多维度的短剧商业化路径，涵盖平台定制、流量分账、C端付费、商务合作等。例如《二十九2》与护肤品牌WIS深度合作，通过冠名和品牌植入等方式最终获得了5000万的品牌覆盖人群，95%以上的品牌A3人群增长。

表 6: 柠萌的短剧片单

剧名	主演	上线时间	集数	抖音播放量	冠名商
从离婚开始	李沛恩/王文绮	2022/7/19	16	2.6 亿次	
一元美容院		2022/10/3	12	1.5 亿次	
二十九	杨蓉/王一菲/刘硕	2023/1/25	20	8.3 亿次	
流量背后	郭品超/王一菲/时安	2023/4/6	20	5.5 亿次	
二十九2	杨蓉/安悦溪	2023/6/18	16	4.6 亿次	WIS
反抗背后	王汀/李咏婧	2023/9/10	6	8692 万次	珀莱雅
反击吧妻子	王洋	2023/9/23	6	9795 万次	珀莱雅
快乐的“遗愿”清单	陈嘉男	2023/10/10	6	4641 万次	丸美
被偷走的富婆人生	刘思佳	2023/10/24	6	4521 万次	丸美
救救我全家	刘美含	2023/12/26	12	3.3 亿次	飞鹤奶粉
面具之下	杨菲洋	2024/1/18	3	3599 万次	OLAY

数据来源：抖音“好有本领”，广发证券发展研究中心

备注：统计截至 2024 年 1 月 31 日。

短剧为全球内容市场打开新空间。一是“短视频投流+跳转小程序”的分发链路精准匹配下沉市场用户和碎片化、快节奏、强爽感的看剧需求，自2022年底国内小程序短剧快速催生出庞大的新兴市场和用户群体。根据艾媒咨询，2023年中国微短剧的市场规模约为374亿元，预计2027年市场规模有望超过1000亿元。与此同时，国内短剧市场的高速发展带动了短剧公司出海及海外短剧需求增长，根据SensorTower，Reelshort自2023年6月起量，截至23年12月全球移动端收入已超过5100万美元，进入了美国iPhone畅销总榜的前30名。随着海外短剧拍摄体系的搭建及用户培养成熟，未来短剧出海的发展空间广阔。二是短剧流量变现的链路更高效，可根据品牌的目标用户精准分发、量化运营，实现账号人群资产的沉淀。且短时长剧集的广告植入曝光频率更高，具备较大的商业化潜力。

图 28: 2020-2027年中国微短剧市场规模及预测 (亿元)



数据来源: 艾媒咨询, 广发证券发展研究中心

柠萌在短剧赛道的竞争优势。

(1) 精品短剧的体系化制作能力。目前短剧内容极度同质化, 导致市场竞争集中在投放端, 根据热云数据, 短剧行业大盘的平均ROI约在1.1左右。柠萌具备强大的制作能力和行业资源, 能够量化产出精品短剧, 例如邀请了知名演员杨蓉主演爆款短剧《二十九》, 在内容端形成差异化的竞争优势。

(2) 与头部长剧协同的强大招商能力。“好有本领”定位于精品短剧, 持续沉淀商业价值高的优质观众资产, 叠加柠萌头部长剧出众的内容营销价值及其合作的海量品牌客户, 公司短剧的招商能力领先。2023年6月后上线的《二十九2》、《反抗背后》、《反击吧妻子》、《快乐的“遗愿”清单》、《被偷走的富婆人生》、《救救我全家》、《面具之下》7部短剧全都实现冠名招商, 提前确保项目收益。

(3) 短剧审核趋严。自2023年11月15日, 广电总局开展为期1个月的专项整治工作, 围绕网络微短剧的导向、片名、内容、审美、人员、宣传、播出等方面, 加大违规网络微短剧的处置, 完善广告推流的审核机制。根据新腕儿的统计, 自11月15日到12月8日, 共有963部短剧被禁止投流。后续, 《网络微短剧创作生产与内容审核细则》将出台, 此前部分小程序短剧通过低俗擦边等吸睛剧情来吸引用户的行业乱象终会被彻底治理。而在短剧内容合规审查的有序市场竞争中, 柠萌的创意开发及内容制作的优势能力将会进一步凸显。

表 7: 近期广电总局和抖音、快手、微信针对微短剧的整治行动

时间	机构	主要内容
23.11.15	广电总局	(1) 加快制定《网络微短剧创作生产与内容审核细则》; (2) 研究推动网络微短剧 APP 和“小程序”纳入日常机构管理; (3) 建立小程序“黑名单”机制、网络微短剧推流统计机制; (4) 委托中国网络视听协会开展网络微短剧日常监看工作; (5) 推动行业自律, 互相监督, 全行业共同抵制违规网络微短剧; (6) 再次开展为期 1 个月的专项整治工作, 围绕网络微短剧的导向、片名、内容、审美、人员、宣传、播出等方面, 加大违规网络微短剧处置和曝光力度, 进一步优化算法推荐, 完善广告推流审核机制, 取得立竿见影成效; (7) 加强创作规划引导, 继续打造精品力作。
23.11.16	抖音	近期平台累计下架小程序内违规微短剧 119 部, 处置违规推广微短剧的抖音账号 1188 个。

微短剧及其推广内容、行为需符合以下要求:

- (1) 不得含有宣扬不良价值观、违反公序良俗的内容,包括但不限于鼓吹炫富拜金、渲染贫富对立、大肆描写不正当婚恋观;
- (2) 不得含有色情低俗的内容,包括但不限于隐晦或直接表现性挑逗、性行为;
- (3) 不得宣扬涉黑涉暴内容,包括但不限于宣扬以暴制暴、极端复仇的心理和行为,渲染血腥暴力,鼓吹黑社会犯罪;
- (4) 不得发布劣质翻拍、恶搞、丑化民族英雄、历史人物以及经典文化作品的内容;
- (5) 不得含有故意审丑、制造猎奇噱头等博眼球的内容;
- (6) 不得含有可能引发未成年人模仿的不安全行为、违反社会公德行为、不良导向行为的内容;
- (7) 不得通过大量发布同质化的微短剧内容不当博取流量。

---

**23.11.16 微信** 平台下架了部分违规微短剧剧目,并对相关违规小程序进行处置。

---

**23.11.16 快手** 平台下架违规微短剧 10 余部,同时对发布违规内容的 13 个账号根据违规程度分别予以相应处罚。

---

数据来源:中国网络视听节目服务协会,广发证券发展研究中心

## 四、盈利预测和投资建议

2023年公司共有《爱情而已》、《问心》、《一念关山》3部版权剧实现首播，2024年已有《你也有今天》完成首播、《半熟男女》已杀青待播、《子夜归》已开机，此外电影《乔妍的心事》（赵丽颖/辛芷蕾主演）已杀青。2024年公司计划开机12-16个连续剧项目，我们预计2023-2025年公司分别播出版权剧3/4/5部，共计116/120/164集。2022年版权剧的集均收入偏低，主要系报告期内首播的《猎罪图鉴》、《胆小鬼》为纯网剧，没有电视台发行收入。2023年古装大戏《一念关山》拉高了集均收入。我们预计2023-2025年版权剧的集均价格分别为990/891/891万元，对应实现版权剧收入11.49/10.69/14.62亿元。公司持续创新迭代“边看边买”、“角色商务”、TVC拍摄等全链路内容营销服务，23H1战略品牌客户和签约艺人商务明显增加，我们预计2023-2025年内容营销收入分别为1.80/3.01/4.32亿元。

表 8: 2023-2025年版权剧和内容营销的营收测算

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
版权剧的播出部数 (部)	2	3	3	4	3	4	5
版权剧的播出集数 (集)	105	129	122	105	116	120	164
<b>版权剧收入 (亿元)</b>	<b>16.33</b>	<b>12.07</b>	<b>10.51</b>	<b>8.89</b>	<b>11.49</b>	<b>10.69</b>	<b>14.62</b>
平均单集收入 (万元/集)	1555	936	862	846	990	891	891
<b>内容营销收入 (亿元)</b>	<b>0.59</b>	<b>0.66</b>	<b>1.10</b>	<b>0.57</b>	<b>1.80</b>	<b>3.01</b>	<b>4.32</b>
平均单部收入 (万元/部)	2942	2199	3659	1432	6013	7516	8643

数据来源：柠萌影视招股说明书/财报，广发证券发展研究中心

我们预计2023-2025年，公司实现营业收入13.62/14.73/20.33亿元，实现毛利润5.51/6.74/9.37亿元。23H1版权剧业务的毛利率提升至47.8%，主要系公司深入推进全面预算管理，优化降低制作成本，但是公司在23H2播出的古装剧的毛利率偏低，预计2023-2025年版权剧业务的毛利率分别为36%、40%、40%。23H1内容营销业务的毛利率提升至70.3%，主要系全链路内容营销体系的协同效益显现，预计2023-2025年内容营销业务的毛利率维持在70%。

表 9: 2023-2025年柠萌影视的营业收入和毛利润预测

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入 (亿元)</b>	<b>17.94</b>	<b>14.26</b>	<b>12.49</b>	<b>9.51</b>	<b>13.62</b>	<b>14.73</b>	<b>20.33</b>
YoY	11.72%	-20.51%	-12.42%	-23.82%	43.17%	8.13%	38.00%
<b>毛利润 (亿元)</b>	<b>4.01</b>	<b>5.46</b>	<b>5.59</b>	<b>3.74</b>	<b>5.51</b>	<b>6.74</b>	<b>9.37</b>
毛利率	22.34%	38.27%	44.76%	39.31%	40.48%	45.77%	46.10%
<b>版权剧收入 (亿元)</b>	<b>16.33</b>	<b>12.07</b>	<b>10.51</b>	<b>8.89</b>	<b>11.49</b>	<b>10.69</b>	<b>14.62</b>
YoY	11.82%	-26.05%	-12.92%	-15.48%	29.26%	-6.90%	36.67%
毛利润 (亿元)	2.80	5.09	4.19	3.36	4.14	4.28	5.85
毛利率	17.17%	42.19%	39.87%	37.80%	36.00%	40.00%	40.00%
<b>内容营销收入 (亿元)</b>	<b>0.59</b>	<b>0.66</b>	<b>1.10</b>	<b>0.57</b>	<b>1.80</b>	<b>3.01</b>	<b>4.32</b>
YoY	-22.89%	12.12%	66.41%	-47.83%	215.00%	66.67%	43.75%

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

毛利润 (亿元)	0.39	0.49	0.62	0.37	1.26	2.10	3.03
毛利率	66.24%	73.55%	56.87%	64.20%	70.00%	70.00%	70.00%

数据来源：柠萌影视招股说明书/财报，广发证券发展研究中心

我们预计2023-2025年，公司实现营业收入13.62/14.73/20.33亿元，归母净利润2.27/3.20/4.45亿元。柠萌是国内稀缺的稳定产出爆款、且具备剧本自研能力的头部内容公司，版权剧的售价及品质稳定，体系化的内容开发流程和丰富的版权项目储备为公司后续提升产能奠定了坚实基础。公司以版权剧IP为核心竞争力，拓展剧集出海、短剧、内容营销等创新业务，打开业绩的第二增长曲线。参照同类上市公司的估值水平，考虑到柠萌在港股的流动性偏低，给予公司2024年10倍的PE估值，对应公司合理价值为9.78港元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

表 10：柠萌影视同类上市公司的估值水平

公司	代码	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE估值水平		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
柠萌影视	09857.HK	20.60	2.27	3.20	4.45	9.08	6.43	4.63
阿里影业	01060.HK	111.17	6.54	7.43	9.37	17.00	14.96	11.86
华策影视	300133.SZ	86.50	5.00	6.01	7.00	17.30	14.39	12.36
百纳千成	300291.SZ	35.89	0.73	3.87	5.06	49.50	9.27	7.10

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：柠萌影视、阿里影业、华策影视的盈利预测来自广发证券，百纳千成的盈利预测来自 Wind 一致预测；阿里影业 2023E 的预测数据对应 2023.4.1-2024.3.31 财年。

## 五、风险提示

1. 剧集项目的制作进度、播出时点和投资回报率存在不确定性。
2. 长视频平台和电视台的流量见顶，持续降本增效、收缩内容成本，可能会导致公司版权剧的售价降低。
3. 宏观经济疲软，广告主预算减少，可能导致公司的内容营销业务不及预期。
4. 短剧的市场竞争加剧，公司短剧业务的营收增速和盈利能力可能不及预期。
5. 影视行业的监管政策变化。

**资产负债表**

单位：百万元

至 12 月 31 日	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产合计</b>	<b>2,294</b>	<b>3,008</b>	<b>3,247</b>	<b>3,562</b>	<b>4,023</b>
现金及现金等价物	825	743	551	839	740
应收账款及票据	386	356	509	550	760
存货	554	684	960	946	1,297
<b>非流动资产合计</b>	<b>669</b>	<b>274</b>	<b>278</b>	<b>283</b>	<b>287</b>
固定资产净值	6	18	18	19	19
长期投资	464	89	89	89	89
商誉及无形资产	32	50	54	58	62
<b>资产总额</b>	<b>2,963</b>	<b>3,282</b>	<b>3,525</b>	<b>3,845</b>	<b>4,310</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3,911</b>	<b>534</b>	<b>550</b>	<b>549</b>	<b>570</b>
短期借款	3,276	0	0	0	0
应付账款及票据	76	40	57	56	77
<b>非流动负债合计</b>	<b>375</b>	<b>358</b>	<b>358</b>	<b>358</b>	<b>358</b>
长期借款	0	0	0	0	0
<b>总负债</b>	<b>4,286</b>	<b>892</b>	<b>908</b>	<b>907</b>	<b>928</b>
<b>归属于普通股股东权益</b>	<b>-1,322</b>	<b>2,390</b>	<b>2,617</b>	<b>2,937</b>	<b>3,382</b>
少数股东权益	0	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	<b>-1,322</b>	<b>2,390</b>	<b>2,617</b>	<b>2,937</b>	<b>3,382</b>
<b>负债及股东权益合计</b>	<b>2,963</b>	<b>3,282</b>	<b>3,525</b>	<b>3,845</b>	<b>4,310</b>

**现金流量表**

单位：百万元

至 12 月 31 日	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>合并净利润</b>	<b>61</b>	<b>-732</b>	<b>227</b>	<b>320</b>	<b>445</b>
折旧与摊销	18	27	28	28	29
营运资本变动	126	-203	-414	-28	-540
其他非经营性调整	231	710	1	1	1
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>436</b>	<b>-199</b>	<b>-158</b>	<b>322</b>	<b>-65</b>
处置固定资产取得的收益	0	0	0	0	0
资本性支出	-7	-15	-33	-33	-33
投资资产支出	336	-270	0	0	0
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>329</b>	<b>-285</b>	<b>-33</b>	<b>-33</b>	<b>-33</b>
长期债权融资	-34	-22	0	0	0
股权融资	-5	355	0	0	0
支付股利	0	0	0	0	0
<b>融资活动现金流净额</b>	<b>-54</b>	<b>329</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>
<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>700</b>	<b>-82</b>	<b>-192</b>	<b>288</b>	<b>-99</b>
<b>现金及现金等价物期初余额</b>	<b>125</b>	<b>825</b>	<b>743</b>	<b>551</b>	<b>839</b>
<b>现金及现金等价物期末余额</b>	<b>825</b>	<b>743</b>	<b>551</b>	<b>839</b>	<b>740</b>

**利润表**

单位：百万元

至 12 月 31 日	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,249</b>	<b>951</b>	<b>1,362</b>	<b>1,473</b>	<b>2,033</b>
营业成本	690	577	811	799	1,096
毛利	559	374	551	674	937
其他收入	1	1	1	1	1
营销费用	103	106	89	96	132
行政管理费用	162	281	170	162	224
研发费用	0	0	0	0	0
其他营业费用合计	55	7	0	0	0
利息收入	18	28	10	10	12
利息支出	5	4	1	1	1
权益性投资损益	2	-17	0	0	0
其他非经营性损益	24	68	0	0	0
除税前利润	124	-690	302	427	593
所得税	63	42	76	107	148
<b>合并净利润</b>	<b>61</b>	<b>-732</b>	<b>227</b>	<b>320</b>	<b>445</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归母净利润</b>	<b>61</b>	<b>-732</b>	<b>227</b>	<b>320</b>	<b>445</b>
<b>NonGAAP 净利润</b>	<b>280</b>	<b>142</b>	<b>232</b>	<b>330</b>	<b>455</b>

**主要财务比率**

至 12 月 31 日	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
主营收入增长率	-12.4%	-23.8%	43.2%	8.1%	38.0%
营业利润增长率	-19.2%	-	-	42.2%	39.5%
归母净利润增长率	21.5%	-	-	41.2%	39.0%
<b>获利能力</b>					
毛利率	44.8%	39.3%	40.5%	45.8%	46.1%
净利率	4.9%	-76.8%	16.6%	21.7%	21.9%
ROE	-4.6%	-30.6%	8.7%	10.9%	13.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	144.6%	27.2%	25.8%	23.6%	21.5%
有息债务率	110.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	3.24	2.68	2.68	2.68	2.68
存货周转率	1.24	0.84	0.84	0.84	0.84
应付账款周转率	9.05	14.31	14.31	14.31	14.31
<b>估值比率</b>					
PE	-	-	9.08	6.43	4.63
PB	-	2.68	0.79	0.70	0.61
EV/EBITDA	-	-	4.69	2.74	2.16

## 广发传媒行业研究小组

- 旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
- 叶敏婷：资深分析师，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 徐呈隽：资深分析师，复旦大学世界经济学硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 周喆：资深分析师，香港理工大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 章驰：高级分析师，硕士，毕业于北京大学，2023年8月加入广发证券发展研究中心。
- 卢丝雨：高级分析师，硕士，毕业于上海交通大学，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 张丰洪：高级研究员，硕士，毕业于伦敦政治经济学院，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 毛玥：高级研究员，上海交通大学管理学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

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