

芒果超媒 (300413) 深度研究报告

台网融合创新标兵，差异化国企蓄势待发

- ❖ **综艺为基，补足剧集，长视频行业的优质“国家队”。**作为台网融合的创新标兵，公司背靠湖南广电集团，核心业务为芒果TV长视频平台，依托综艺的优秀自制能力在行业中位居前列；拥有IPTV和OTT业务双牌照，牌照+内容优势助力公司在大屏业务领域持续成长；同时剧本杀、小芒电商等新业务持续推进积蓄力量，目前占比仍低。从收入结构来看，公司业务分为三大块，分别是互联网视频业务芒果TV、电商业务和内容制作业务。2022年三块业务收入分别占比76%/16%/8%，芒果TV为公司的最核心资产。2022年三块业务的毛利率分别为41%/6%/19%，芒果TV的核心主业毛利率最高。
- ❖ **芒果TV是集团最核心资产，也是长视频平台中唯一一家国有企业。**从内容体系看，相比其他几家长视频平台，芒果的特色在于优质而稳定的综艺内容。依托稳定团队和成熟的综艺制作体系，芒果的综艺内容成功率高、持续性强、投资回报率好，吸引了一批稳定的会员用户群体和广告招商客户。从变现模式看，相比其他几家长视频平台，芒果的差异在于背靠湖南广电所拥有的稀缺大屏业务（IPTV+OTT）牌照，因此公司除广告和会员变现之外，亦有稳健的运营商业务持续贡献稳定的收入和利润。今年4月份总局对互联网电视行业的规范运营再次重申，预计在2023年9月完成互联网电视厂商规范管理，芒果作为OTT牌照方或将受益。
- ❖ **广告顺周期复苏叠加内容持续创新，预计带动公司2023年迎来经营拐点。**受疫情影响2022年广告行业增速较弱，但从季度看自2022年Q2开始互联网广告行业已经逐渐转好。同时2023年公司内容持续突破：综艺在稳住已有综N代基本盘的背景下，持续推出《青年II计划》《女子推理社》《全员加速中》等创新项目，广告招商良好；剧集布局三年后今年继续发力，S级内容外采数量充足，预计剧集在低基数背景下今年有望迎来突破。
- ❖ **投资建议：**我们预计广告业务恢复、内容持续创新突破将带动芒果TV主业于今年实现加速增长，预计23~25年收入分别为159.6亿/181.8亿/202.8亿，同比16%/14%/12%；归母净利润分别为22.9亿/28.3亿/31.8亿(23~24年前值为22.9亿/26.2亿)，同比25.3%/23.8%/12.4%。目前上游影视制作公司估值较高（行业23~24年平均PE估值分别为47X/29X），公司作为稀缺的国企长视频平台，核心业务经营稳健，同时新业务电商和剧本杀仍在探索中，我们给予24年PE估值30X，市值849亿，目标价45元/股，维持“推荐”评级。
- ❖ **风险提示：**宏观经济恢复不及预期风险，内容制作和采购不确定性，政策监管趋严风险。

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万)	13,704	15,957	18,179	20,281
同比增速(%)	-10.8%	16.4%	13.9%	11.6%
归母净利润(百万)	1,825	2,287	2,832	3,182
同比增速(%)	-13.7%	25.3%	23.8%	12.4%
每股盈利(元)	0.98	1.22	1.51	1.70
市盈率(倍)	33	26	21	19
市净率(倍)	3.2	2.8	2.5	2.2

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2023年6月9日收盘价

推荐 (维持)

目标价：45元

当前价：31.87元

华创证券研究所

证券分析师：刘欣

电话：010-63214660

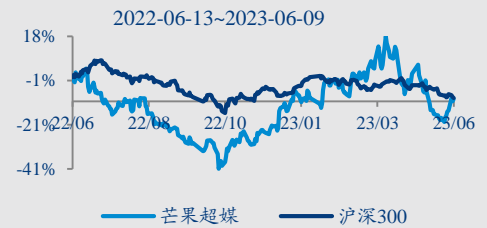
邮箱：liuxin3@hcyjs.com

执业编号：S0360521010001

公司基本数据

总股本(万股)	187,072.08
已上市流通股(万股)	102,170.00
总市值(亿元)	596.20
流通市值(亿元)	325.62
资产负债率(%)	34.48
每股净资产(元)	10.36
12个月内最高/最低价	41.80/20.84

市场表现对比图(近12个月)



相关研究报告

《芒果超媒(300413)2022年三季报点评：业绩增长继续承压，期待明年广告逐渐复苏》

2022-10-26

《芒果超媒(300413)2022年半年报点评：受宏观影响上半年压力仍大，期待广告主需求复苏和电视剧能力补齐》

2022-08-18

《芒果超媒(300413)重大事项点评：台网团队进一步融合，期待内容制作产能扩张为平台增长注入活力》

2022-05-22

## 投资主题

### 报告亮点

本报告梳理和复盘了芒果各项业务表现，并对公司会员和广告业务的收入增速进行了详细拆分。

### 投资逻辑

我们预计芒果 TV 在广告行业复苏和公司自身内容向好的今年将迎来经营拐点，收入利润加速增长。作为优质的国企长视频平台，估值比影视制作类公司更低，建议关注。

### 关键假设、估值与盈利预测

我们预计广告业务恢复、内容持续创新突破将带动芒果 TV 主业于今年实现加速增长，预计广告/会员/运营业务分别同比 23%/20%/18%，带动芒果 TV 实现同比 21% 增速。芒果 TV 之外业务包括内容制作和电商业务预计规模稳中略升，全年增速预计 3% 左右，带动公司总收入实现 16% 增速。

# 目录

一、综艺为基，补足剧集，长视频行业的优质“国家队”.....	5
（一）芒果 TV：综艺和剧集撑起内容基本盘，会员广告运营商三重变现 .....	6
（二）内容制作：架构调整后内容制作主要为天娱传媒和版权运营业务，预计收入规模稳定 .....	7
（三）内容电商：快乐购和小芒电商，小芒聚焦垂类客户逐渐减亏 .....	7
二、核心资产芒果 TV：受益于内容创新和广告复苏，今年增长预计加速.....	8
（一）复盘 2022：广告下行拖累利润实现，内容疲软导致会员增速放缓.....	8
（二）会员：会员数量和 ARPU 相比行业龙头空间仍大，内容创新带动下预计今年收入增长加速 .....	9
（三）广告：行业顺周期，内容持续创新，预计广告行业自 Q2 开始持续复苏.....	9
1、行业：顺周期行业，2023 年有望实现缓慢复苏 .....	9
2、公司：综 N 代稳住基本盘，创新业务带来增量，产能自 Q2 开始逐渐释放..	10
（四）运营商：增速稳健利润厚，牌照业务贡献稳健增长 .....	11
三、内容布局：综艺稳居行业龙头，电视剧静待爆款突破.....	12
1、综艺：竞争优势突出，不断创新推动产能持续增长 .....	12
2、剧集：三年投入期等待剧集板块迎来突破 .....	13
四、盈利预测及估值.....	15
五、风险提示 .....	15

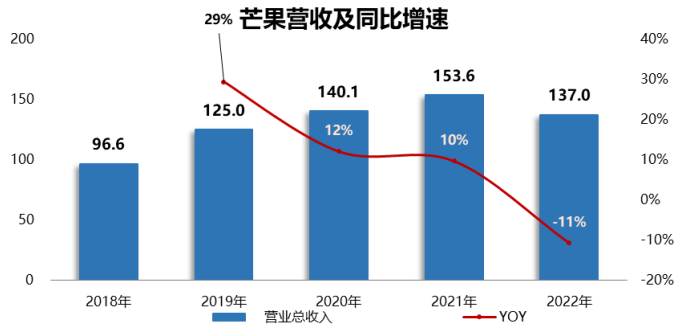
## 图表目录

图表 1	芒果 2018~2022 年营收（亿元）及同比	5
图表 2	芒果 2018~2022 年利润（亿元）及同比	5
图表 3	公司收入（亿元）结构拆分	5
图表 4	2018~2022 年公司毛利率走势	6
图表 5	2018~2022 年公司收入结构走势	6
图表 6	2018~2022 年互联网视频收入（亿元）增速	6
图表 7	2018~2022 年会员收入（亿元）增速趋势	6
图表 8	2018~2022 年广告收入（亿元）增速趋势	7
图表 9	2018~2022 年运营商收入（亿元）增速趋势	7
图表 10	公司内容制作业务收入（亿元）规模及增速	7
图表 11	内容电商业务收入（亿元）和同比	8
图表 12	内容电商业务毛利率变化趋势	8
图表 13	公司收入及利润季度拆分	8
图表 14	公司会员收入（亿元）及拆分趋势	9
图表 15	互联网广告大盘季度走势	10
图表 16	以哔哩哔哩和爱奇艺为例，两家视频平台广告收入（亿元）自 2022 年下半年开始逐渐恢复	10
图表 17	2022 年：行业顺风期广告收入受较大冲击	11
图表 18	运营商业务过去五年收入（亿元）增速对比	11
图表 19	公司 2023 年综艺排播计划	12
图表 20	芒果核心剧集及目前进展情况	13
图表 21	公司 2023 年剧集排播计划（合计）	13
图表 22	核心数据盈利预测	15
图表 23	可比公司估值	15

## 一、综艺为基，补足剧集，长视频行业的优质“国家队”

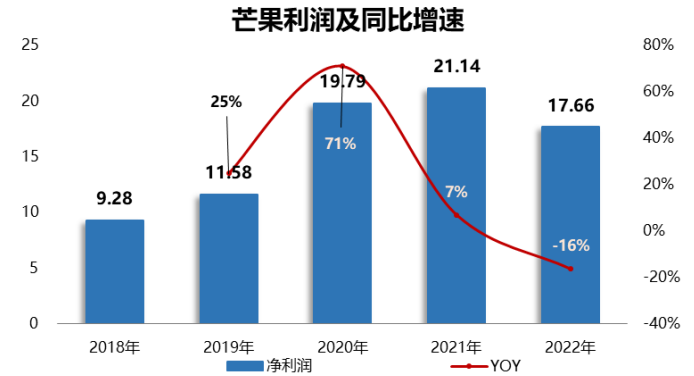
公司背靠湖南广电集团：核心业务为芒果 TV 长视频平台，依托综艺的优秀自制能力在行业中位居前列；拥有 IPTV 和 OTT 业务双牌照，牌照+内容优势助力公司在大屏业务领域持续成长；同时剧本杀、小芒电商等新业务持续推进积蓄力量，目前占比仍低。

图表 1 芒果 2018~2022 年营收 (亿元) 及同比



资料来源: wind, 华创证券

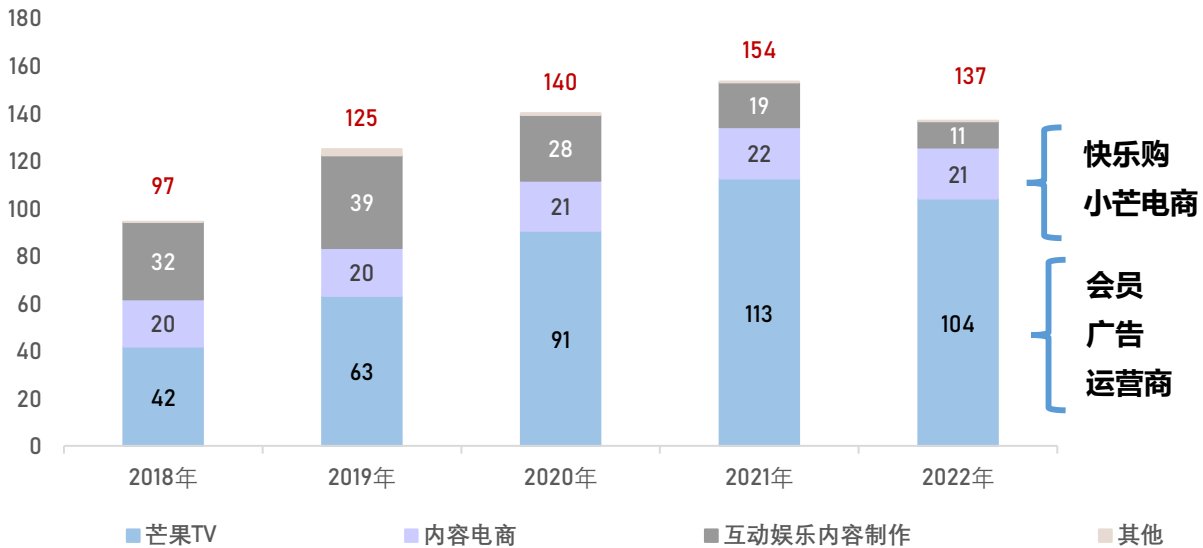
图表 2 芒果 2018~2022 年利润 (亿元) 及同比



资料来源: wind, 华创证券

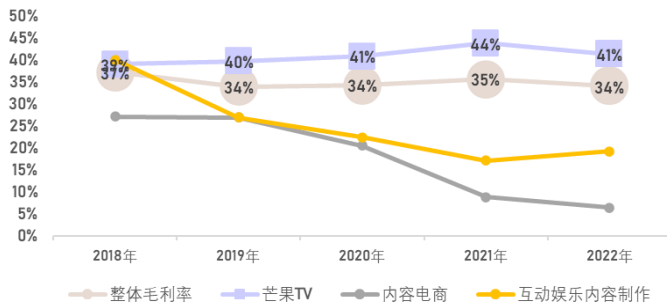
从收入结构来看，公司业务分为三大块，分别是互联网视频业务芒果 TV、电商业务和内容制作业务，2022 年三块业务收入分别占比 76%/16%/8%，芒果 TV 为公司的最核心资产。2022 年三块业务的毛利率分别为 41%/6%/19%，芒果 TV 的核心主业毛利率最高。

图表 3 公司收入 (亿元) 结构拆分



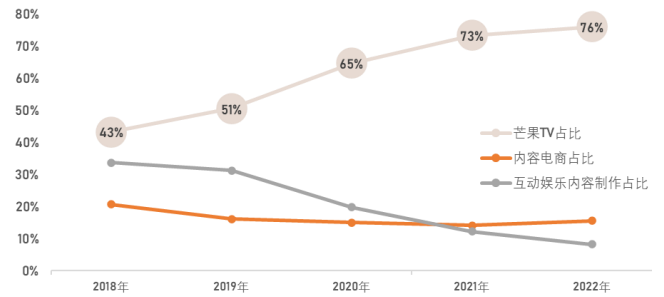
资料来源: wind, 华创证券

图表 4 2018~2022 年公司毛利率走势



资料来源: wind, 华创证券

图表 5 2018~2022 年公司收入结构走势

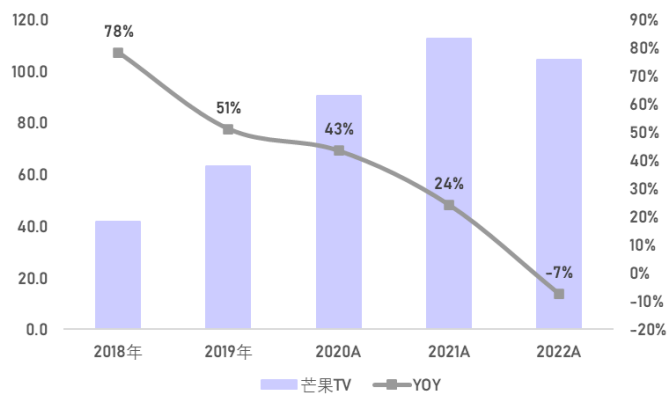


资料来源: wind, 华创证券

### (一) 芒果 TV: 综艺和剧集撑起内容基本盘, 会员广告运营商三重变现

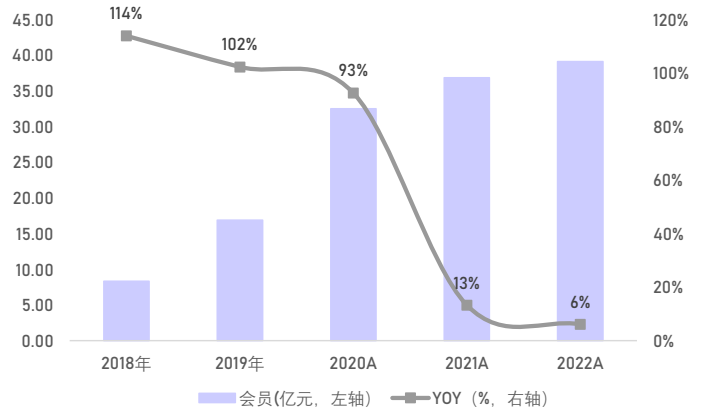
芒果 TV 是集团最核心资产, 作为长视频平台中唯一一家国有企业, 目前芒果 TV 的会员数仅次于腾讯视频和爱奇艺 (优酷视频数据不详)。从内容体系看, 相比其他几家长视频平台, 芒果的特色在于优质而稳定的综艺内容。依托稳定团队和成熟的综艺制作体系, 芒果的综艺内容成功率高、持续性强、投资回报率好, 吸引了一批稳定的会员用户群体和广告招商客户。从变现模式看, 相比其他几家长视频平台, 芒果的差异在于背靠湖南广电所拥有的稀缺大屏业务 (IPTV+OTT) 牌照, 因此公司除广告和会员变现之外, 亦有稳健的运营业务持续贡献稳定的收入和利润。

图表 6 2018~2022 年互联网视频收入 (亿元) 增速



资料来源: wind, 华创证券

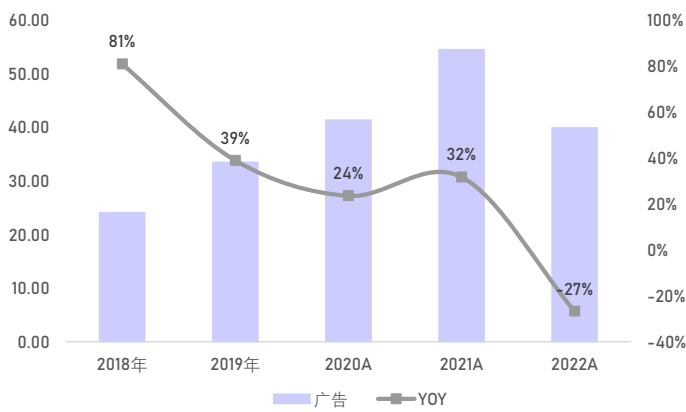
图表 7 2018~2022 年会员收入 (亿元) 增速趋势



资料来源: wind, 华创证券

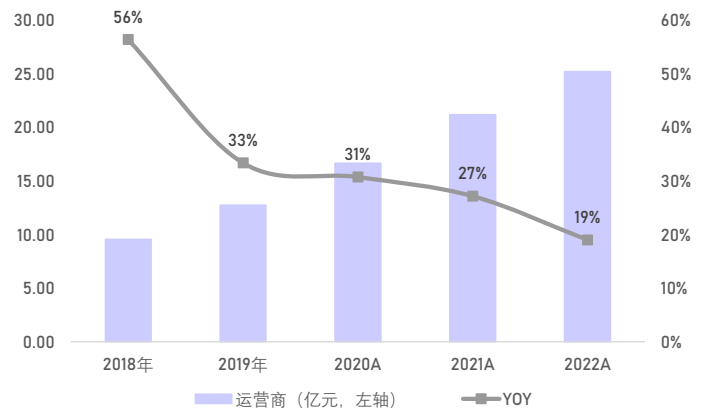


图表 8 2018~2022 年广告收入 (亿元) 增速趋势



资料来源: wind, 华创证券

图表 9 2018~2022 年运营商收入 (亿元) 增速趋势

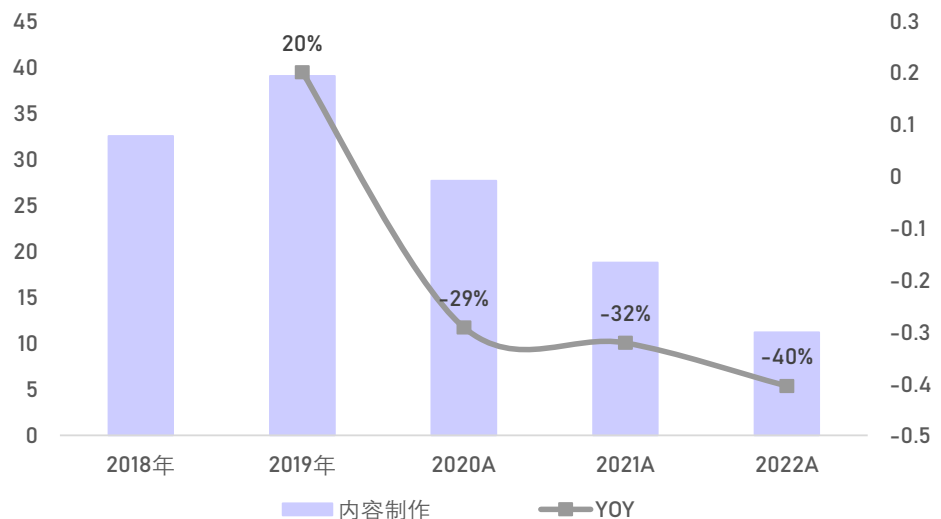


资料来源: wind, 华创证券

### (二) 内容制作: 架构调整后内容制作主要为天娱传媒和版权运营业务, 预计收入规模稳定

历史上公司内容制作业务包含四家影视子公司和芒果 TV 版权运营业务收入, 2021 年下半年, 公司进行组织调整优化, 将芒果影视、芒果娱乐、芒果互娱三家子公司调整为芒果 TV 的子公司, 分别聚焦季风剧场自制、综艺内容创新和实景娱乐运营, 以更好的促进集团内容制作和创新。疫情三年影视行业受冲击较大, 同时叠加 2021 年下半年的组织架构调整, 公司内容制作业务过去三年持续下滑。调整后的内容制作业务收缩为天娱传媒和版权运营两块, 预计未来收入规模保持稳定。

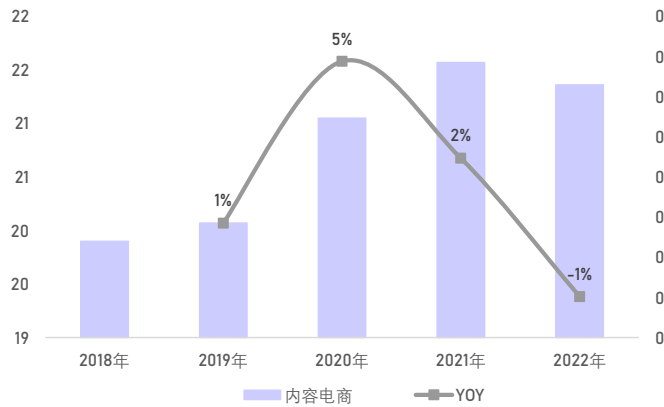
图表 10 公司内容制作业务收入 (亿元) 规模及增速



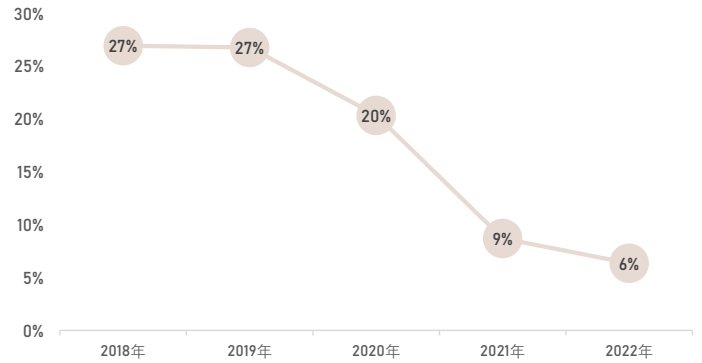
资料来源: wind, 华创证券

### (三) 内容电商: 快乐购和小芒电商, 小芒聚焦垂类客户逐渐减亏

内容电商业务包含稳定的电视购物频道快乐购和创新项目小芒电商。集团 2020 年 8 月启动“小芒电商”项目, 希望联动芒果 TV 的优质内容进行更长周期变现。2022 年 6 月, 公司控股股东芒果传媒继续出资 2.86 亿元对小芒电商进行增资。目前小芒电商主要聚焦垂类人群和垂类商品, 主打“新潮国货”, 虽体量尚小但也仍在逐步发展。

**图表 11 内容电商业务收入 (亿元) 和同比**


资料来源: wind, 华创证券

**图表 12 内容电商业务毛利率变化趋势**


资料来源: wind, 华创证券

## 二、核心资产芒果 TV: 受益于内容创新和广告复苏, 今年增长预计加速

### (一) 复盘 2022: 广告下行拖累利润实现, 内容疲软导致会员增速放缓

内容监管和广告承压下的 2022 年, 芒果广告和会员均表现一般。公司 2022 年 Q1~Q4 营收增速分别为-22%/-7%/-7%/-7%, 归母利润增速分别为-34%/1%/-8%/9%, 业绩的较差表现主要受广告收入下滑和会员增速放缓影响。具体拆分来看: 聚焦芒果 TV 核心主业, 2022 年各季度营收分别-18%/-5%/-3%/-3%, 其中会员收入预计分别+5%/+8%/+9%/+4%, 广告收入预计分别-40%/-21%/-16%/-29%, 运营商预计分别+18%/+20%/+11%/+26%, 总结来看: 随着平台规模逐渐扩大会员收入增速中枢逐渐放缓 (高单位数), 受疫情影响广告收入下滑幅度较大, 运营商业务相对稳定。

**图表 13 公司收入及利润季度拆分**

单位: 亿元	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
总收入	40.1	38.4	37.8	37.3	31.2	35.9	35.2	34.7
YOY	47%	26%	2%	-18%	-22%	-7%	-7%	-7%
芒果TV	30.1	29.0	28.8	24.7	24.7	27.6	28.0	24.0
YOY	74%	31%	13%	-4%	-18%	-5%	-3%	-3%
芒果TV之外	10.03	9.48	8.94	12.50	6.54	8.34	7.22	10.6
YOY	0%	14%	-22%	-36%	-35%	-12%	-19%	-15%
归母净利润	7.7	6.8	5.3	1.3	5.1	6.8	4.9	1.5
YOY	61%	9%	4%	-64%	-34%	1%	-8%	9%
会员(亿元, 左轴)	8.72	8.78	9.42	9.97	9.14	9.45	10.25	10.3
YOY (% , 右轴)	39%	11%	11%	1%	5%	8%	9%	4%
广告	16.65	14.77	14.12	8.99	10.00	11.63	11.90	6.4
YOY	113%	45%	13%	-18%	-40%	-21%	-16%	-29%
运营商 (亿元, 左轴)	4.70	5.41	5.30	5.79	5.57	6.50	5.88	7.3
YOY	47%	32%	18%	19%	18%	20%	11%	26%
年末付费会员 (万人)	3,400	3,650	4,300	5,000	5,150	5,500	5,700	5,916
YOY								
平均月ARRPU (元)	8.3	8.3	7.9	7.1	6.0	5.9	6.1	5.9

资料来源: wind, 华创证券测算 (公司广告/会员/运营商半年度披露, 季度数据为我们估算拆分)

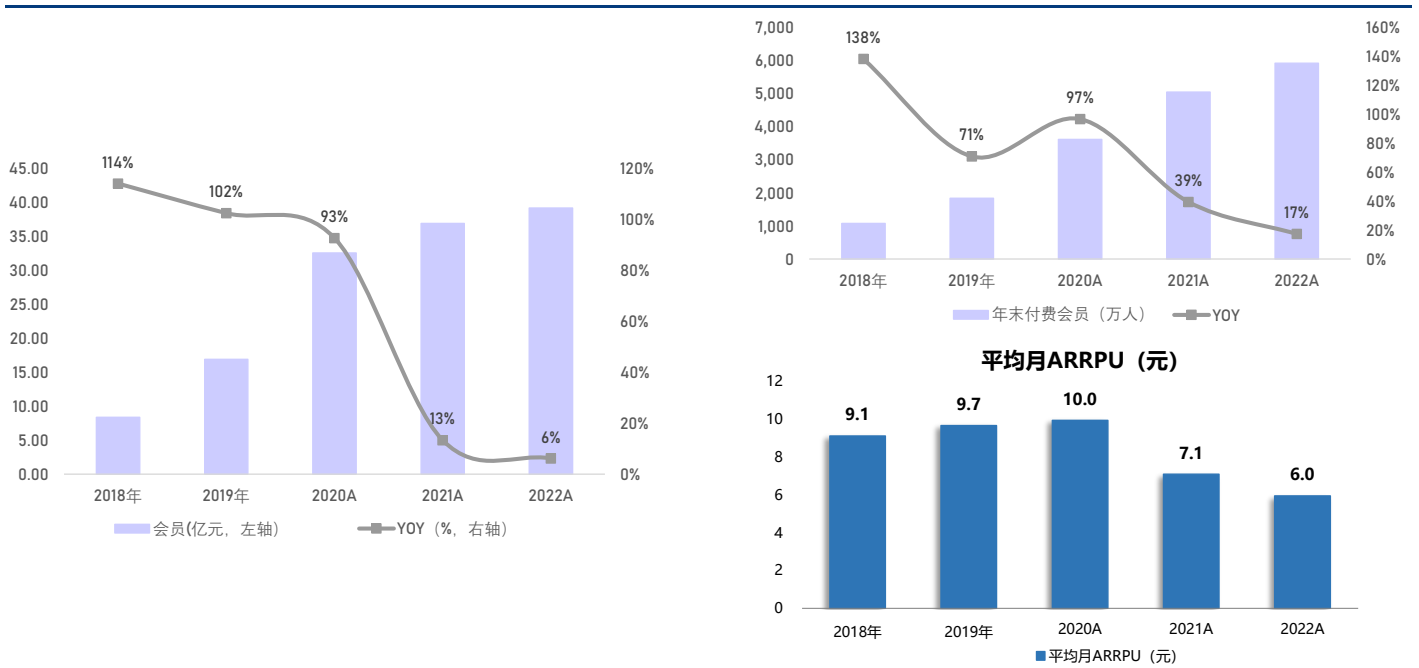


(二) 会员：会员数量和 ARPU 相比行业龙头空间仍大，内容创新带动下预计今年收入增长加速

**复盘历史：**芒果 TV 会员收入自 2021 年开始增速大幅回落（2020 年/2021 年/2022 年会员收入同比分别为+93%/13%/6%），拆分来看预计 2022 年各季度预计收入分别同比+5%/8%/9%/4%，会员收入增速放缓背后的核心原因是综艺内容到达天花板而电视剧内容仍未有明显突破，因此已有付费会员群体增长至 5000 万之后逐渐进入瓶颈期。

**展望 2023 年：**对标行业龙头爱奇艺，芒果 TV 收入规模远未到行业天花板（爱奇艺 2022 年会员收入为芒果 4.5 倍），公司会员业务收入增长放缓背后主要由于内容增长陷入瓶颈。但展望 2023 年：一方面综艺持续推出创新内容——唱跳类《青年π计划》，游戏类《全员加速中》，推理类《女子推理社》；另一方面剧集也加大采购 S 级大剧不断突破剧集内容瓶颈，我们预计今年在综艺和剧集均持续发力背景下，会员业务增长边际向好。

图表 14 公司会员收入（亿元）及拆分趋势



资料来源：wind，华创证券

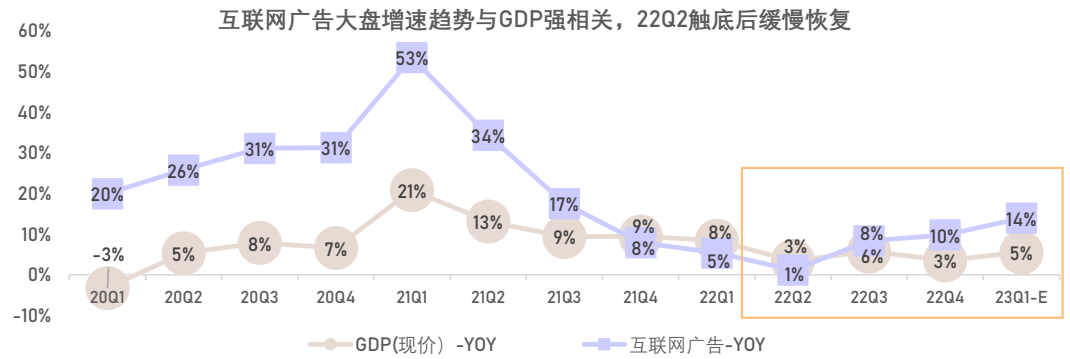
(三) 广告：行业顺周期，内容持续创新，预计广告行业自 Q2 开始持续复苏

公司的广告业务包含综艺/电视剧招商广告和普通的中插贴片等硬广，从收入结构看综艺招商广告为公司广告总收入的主要构成部分。公司广告业务的增速一方面与广告行业大盘的冷热有关，另一方面也与公司自身综艺的上线排播节奏有关，二者共同影响着芒果广告业务表现。

1、行业：顺周期行业，2023 年有望实现缓慢复苏

**行业至暗时期已过，进入复苏周期。**广告是典型的顺周期行业，与 GDP 增速强相关，从数据看行业大盘自 2022 年 Q2 开始缓慢复苏，我们认为，至暗时期已过。

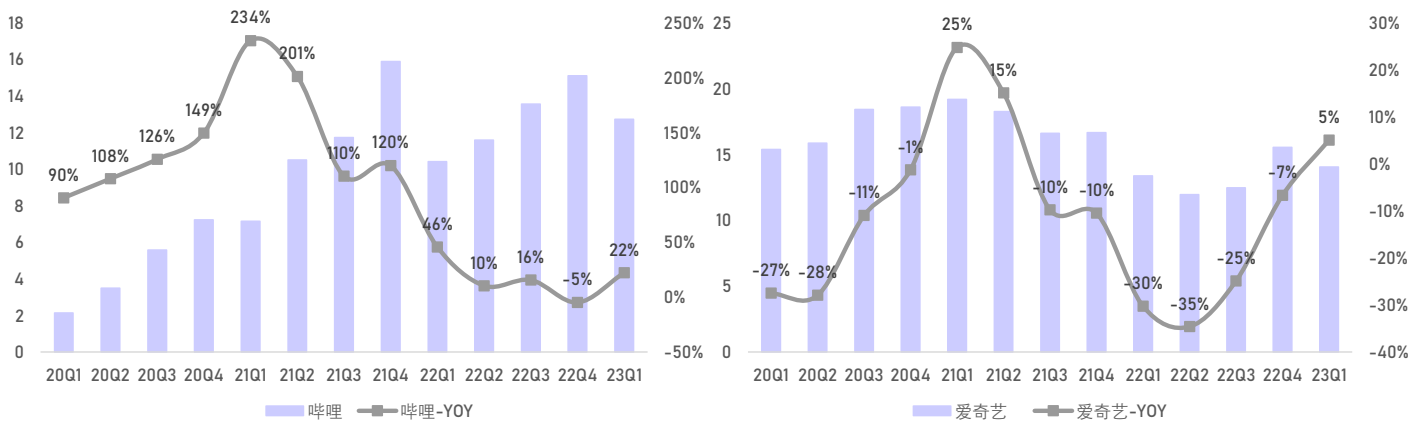
图表 15 互联网广告大盘季度走势



资料来源: wind, 华创证券

从可比公司哔哩哔哩和爱奇艺财报看: 两家公司均于 2023 年开启复苏周期。哔哩哔哩和爱奇艺 2023 年 Q1 的广告收入分别同比 22%/5%, 相比 2022 的季度增速均有较明显回升, 考虑到 22Q2~22Q4 为低基数的三个季度, 叠加广告自然复苏, 对今年行业表现保持乐观。

图表 16 以哔哩哔哩和爱奇艺为例, 两家视频平台广告收入 (亿元) 自 2022 年下半年开始逐渐恢复



资料来源: wind, 华创证券

## 2、公司: 综 N 代稳住基本盘, 创新业务带来增量, 产能自 Q2 开始逐渐释放

芒果是行业中综艺内容播放量占比最高的长视频平台, 因此广告收入的波动与自身的综艺项目周期高度相关。从目前排播计划看, 2023 年公司在综 N 代稳定输出保证基本盘的同时, 持续推出优质新综以获取增量。其中稳定且头部的综 N 代《哥哥》《姐姐》《声声不息》及衍生综艺做为广告收入的压舱石, 深耕垂类的成熟综 N 代《大侦探》《密室》《向往》《中餐厅》受众和投资回报稳定, 两者保障广告业务的基本盘。同时今年上半年芒果在“迷综”“唱跳”“游戏”三个主流赛道分别推出新综艺《女子推理社》《青年π计划》和《全员加速中 3》, 后两者均为“S+”项目, 招商数量良好, 预计稳健的基本盘和优质的创新项目将推动广告收入迎来复苏。

图表 17 2022 年：行业逆风期广告收入受较大冲击

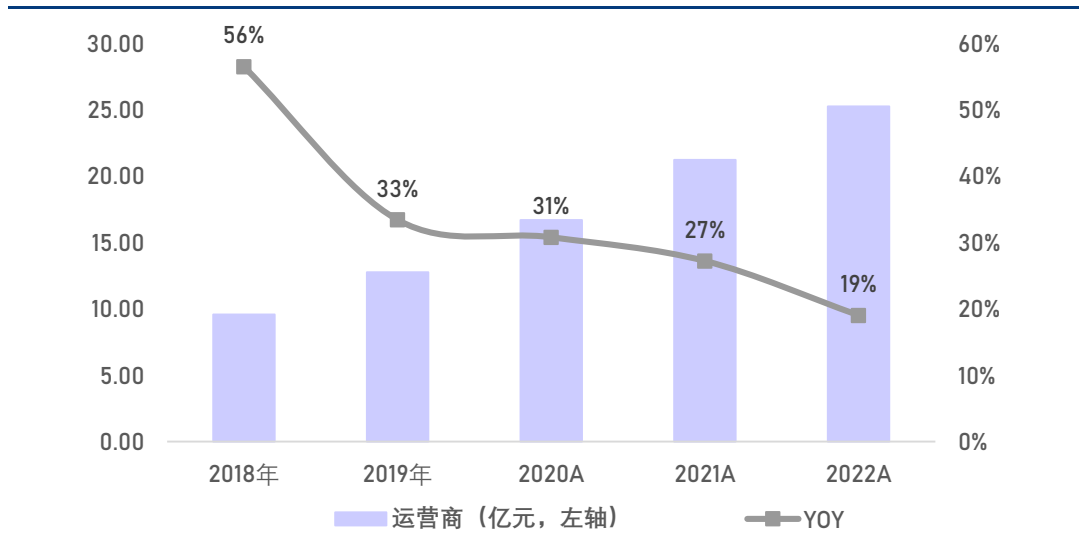
IP 系列	2021 年	播放量 (亿)	广告商数量 (个)
哥哥	哥哥1	59.2	11
姐姐	姐姐2	46.5	15
声生不息 (新)			
向往	向往5	25.4	13
大侦探	大侦探6	43.6	7
密逃	密逃3	24.8	4
花少 (新)			
哥哥衍生	大湾仔的夜	14.2	8
哥哥衍生	我们的滚烫人生	28.6	7
女儿	女恋4	25.9	3
妻子	妻子5	33.7	7
IP 系列	2022 年	播放量 (亿)	广告商数量 (个)
哥哥	哥哥2	61.9	8
姐姐	姐姐3	60.3	7
声生不息 (新)	声生不息	36.6	9
向往	向往6	32.1	9
大侦探	大侦探7	43.4	4
密逃	密逃4	30.8	2
花少 (新)	花儿与少年4	16.8	8
哥哥衍生	大湾仔的夜2	播出中	2
哥哥衍生	我们的滚烫人生2	播出中	2
女儿	未推出系列 IP		
妻子	未推出系列 IP		

资料来源：芒果 TV，猫眼专业版 APP，艺恩，华创证券预测

#### (四) 运营商：增速稳健利润厚，牌照业务贡献稳健增长

芒果 TV 大屏收入整体增速保持稳健，拆分来看 2022 年各季度预计收入分别同比 +18%/+20%/+11%/+26%，预计增长主要由省外业务拓展拉动。大屏业务利润水平高，预计毛利率维持在 65%以上，可稳定为芒果贡献高额利润。展望 2023 年：预计大屏全年继续维持 15%以上增速，未来与移动合作进一步深化，预计大屏业务增速确定性高。

图表 18 运营商业务过去五年收入 (亿元) 增速对比



资料来源：wind，华创证券

广电总局等多部门规范互联网电视（OTT）行业管理，芒果作为牌照方或将受益。4月10日下午，广电总局、工信部、总台联合召开互联网电视管理工作会议，进一步规范互联网电视行业规范发展。预计今年9月底前全面完成所有互联网电视厂商的规范管理。我们预计未来OTT大屏行业或也将类似IPTV行业，牌照方地位逐渐增强。考虑到芒果具有IPTV和OTT双牌照，或也受益于互联网电视行业的规范管理。

### 三、内容布局：综艺稳居行业龙头，电视剧静待爆款突破

公司始终秉承“不创新毋宁死”的芒果创新理念，通过制度、管理、业务、技术的创新协同，不断撬动内生发展动能。机制上，建立开放创新的激励制度，大力推行团队制、工作室制，为员工创新提供既兜底风险又激发活力的良好外部环境；管理上，通过组织“芒果青年说”“青年CEO俱乐部”“青芒计划”等活动，进一步迭代青年人才培养计划和内部竞聘赛马机制，推动管理团队年轻化；业务上破除路径依赖，以“要么第一个做，要么做第一”为目标，打造高创新度内容精品，持续捍卫自制内容核心竞争力。

#### 1、综艺：竞争优势突出，不断创新推动产能持续增长

芒果TV共拥有24个节目制作团队，领先打造了全行业极具竞争力与市场价值的自制综艺体系，是最大的头部综艺制作机构。公司目前形成了“迷综”“唱跳姐姐”“亲综艺”等多条综艺条线，每条综艺条线均有稳定会员和广告受众群体。今年上半年芒果在“迷综”“唱跳”“游戏”三个主流赛道分别推出新综艺《女子推理社》《青年π计划》和《全员加速中3》，持续推动综艺的不断创新。

图表 19 公司 2023 年综艺排播计划

综艺名称	主创团队	播出时间
《声生不息·宝岛季》	洪啸工作室	2023年Q1
《大侦探8》	晏吉工作室	2023年Q1
《你好，星期六》	刘伟工作室+刘建立工作室	常规
《乘风破浪4》	吴梦知+任洋团队	2023年Q2
《青年π计划》	吴梦知+果果团队	2023年Q2
《向往的生活7》	王征宇团队	2023年Q2
《全员加速中》	安德胜工作室	2023年Q2
《密室大逃脱5》	晏吉工作室	2023年Q2
《女子推理社》	甘亿团队	2023年Q2
《爸爸当家2》	明艾晴团队	2023年Q2
《披荆斩棘3》	吴梦知+S级工作室	2023年Q3（暂定）
《中餐厅7》	王恬工作室	2023年Q3（暂定）
《无名之辈》	李晓丹团队	2023年Q3（暂定）
《初入职场的我们3》	赵文海团队	2023年Q3（暂定）
《宠爱同行》	李晓丹团队	2023年Q3（暂定）
《哎呀好身材5》	芒果TV与咪咕视频联合出品	2023年Q3（暂定）
《再见爱人3》	刘乐团队	2023年Q4（暂定）
《声生不息·港乐季2》	洪啸工作室	2023年Q4（暂定）

《时光音乐会 3》	任洋团队	2023 年 Q4 (暂定)
《真正的勇士》	梁书源工作室	2023 年 Q4 (暂定)
《我们的滚烫人生 3》	凌晨团队+李超团队	2023 年 Q4 (暂定)
《推理开始了》	晏吉工作室	2023 年 Q4 (暂定)
《名侦探学院 7》	洪啸工作室	2023 年 Q4 (暂定)
《运动者联盟 3》	芒果 TV 与咪咕视频联合出品	2023 年 Q4 (暂定)

资料来源：2022 湖南卫视&芒果 TV《暖冬品鉴》分享节目单，华创证券

## 2、剧集：三年投入期等待剧集板块迎来突破

芒果自 2020 年加大对电视剧板块的投入，预计三年投入期将于 2023 年初见成果。从目前年度招商会的电视剧储备来看，2023 年已外采多部有头部演员参与的剧集，若电视剧逻辑在 2023 年得到兑现，将有望带动芒果会员收入再上新台阶。

公司现有 25 个影视制作团队和 34 家“新芒计划”战略工作室，依托芒果生态，积极开展台网融合创新；同时，公司构建了国内视频行业领先的“智能中台矩阵”，在内容、技术、风控、运营等环节形成标准化协同，以此构建流程高效、要素激活、敏捷运营、赋能管理的联动机制，更好解放内容团队生产力，使其专注于品质与创新，不断夯实层次丰富、独具芒果特色的精品自制内容护城河。

图表 20 芒果核心剧集及目前进展情况

剧名	主演	目前拍摄进展
去有风的地方	李现/刘亦菲	已播出
那些回不去的少年时光	白宇帆/赵今麦	目前已杀青
我的人间烟火	杨洋/王楚然	2022 年 10 月 16 日杀青；
今生也是第一次	王子文/唐艺昕/胡杏儿	2022 年 8 月 8 日杀青；
女士的品格	万茜/刘敏涛/邢菲	2022 年 8 月 25 日杀青；
白色城堡	彭冠英/涂松岩/盖玥希/高鑫/熊梓淇/黄小蕾领衔主演；陈数友情出演	2022 年 12 月 17 日杀青；
极速悖论	翟子路/柯佳嬿	2022 年 6 月 27 日杀青
装腔启示录	韩东君/蔡文静	2022 年 11 月 7 日杀青
人生若如初见	李现/春夏/魏大勋/周游领衔主演；朱亚文特别出演	原定 2022 年 7 月 18 日播出，后因技术原因临时撤档；暂定 2023 年重新播出
大宋少年志 2	张新成/周雨彤	2022 年 12 月 25 日杀青
群星闪耀时	李现/任敏	仍在拍摄中，尚未杀青

资料来源：新京报、新剧、各剧集官网微博，华创证券（截至统计时间：2023 年 6 月）

图表 21 公司 2023 年剧集排播计划（合计）

剧集片单		
芒果季风		
剧集名称	主演	题材类型
《大宋少年志 2》	张新成、周雨彤、王佑硕、苏晓彤、郑伟、付伟伦	古装、热血、悬疑



《今生也是第一次》	王子文、唐艺昕、胡杏儿、艾伦、刘凯、马志威	都市、生育、话题
《江河日上》	黄志忠、梅婷、姜武、张国强、李强、苏可、杜源、郭晓婷	环保、现实
《非凡医者》	张晚意、姜珮瑶、郑云龙、吕晓霖、柳小海、王志飞	医疗、成长、治愈
《装腔启示录》	蔡文静、韩东君、耿乐、包上恩、代云帆、李媛、倪虹洁	现实、情感、话题
《极速悖论》	柯佳嬿、翟子路、李铕銜、陈米麒、陈鹏万里、马吟吟	都市、爱情、竞技
《19层》	孙千、魏哲鸣、白澍、王若珊、罗予彤、潘玥同	科技、青春、冒险、无限流
《珍品》	郝蕾、刘以豪、曾黎、王霏霏、邬家楷、刘威龙、刘潮	都市、情感、悬疑
《此处禁止恋爱》	李梦、杨英格、项婕靖、再米热、代云帆、马伯骞、娃尔	都市、爱情
《夏日奇妙书》	王霏霏、魏哲鸣、米露、高秋梓、吴崇轩、贾一泽	奇幻、浪漫、爱情
《我家的医生》	周游、黄尧、刘家祎、陈昊宇	都市、生活、医疗
<b>金鹰独播剧场</b>		
剧集名称	主演	题材类型
《去有风的地方》	刘亦菲、李现	田园、治愈
《人生若如初见》	魏大勋、李现、春夏、周游、朱亚文（按照出场顺序）	近代革命
《我的人间烟火》	杨洋、王楚然	都市、情感
《以爱为营》	白鹿、王鹤棣	都市、爱情
《女士的品格》	万茜、刘敏涛、邢菲	女性、生育、都市
《群星闪耀时》	李现、任敏、周游、王紫璇	年代、青春、成长
《薄冰》	彭冠英、陈钰琪、富大龙、陈小纭	年代、谍战
《千秋令》	张予曦、佟梦实	仙侠、青春、爱情
《白色城堡》	彭冠英、涂松岩、盖玥希、高鑫	医疗、情感
《甜蜜的你》	黄子韬、王鹤润	都市、萌宠、情感
《白日梦我》	周翊然、庄达菲	青春、校园
《长安十二时辰2》	——	古装、悬疑
《时差一万公里》	闫妮	都市、生活、家庭
《喜宴街》	——	家庭、情感、励志
《成家》	——	励志、情感、家庭
<b>芒果钜献</b>		
剧集名称	主演	题材类型
《那些回不去的年少时光》	赵今麦、白宇帆、邬家楷、赵昭仪	青春、爱情、成长、怀旧
《爱的勘探法》	高瀚宇、宋妍霏、丞磊、林子璐、臧一人、石洁茹	当代、都市
《请成为我的家人》	郑湫泓、谢彬彬、朱元冰、盛惠子、金翀、杨雪儿	都市、爱情
《我有一个朋友》	谢兴阳、苏梦迪、王翰闻、潘玥同、赵子麒、方品淇	古装、武侠、喜剧
《与卿书》	黄羿、王弘毅、柯颖、刘胤君	古装、轻喜、爱情
《对你不止是喜欢》	魏哲鸣、黄日莹	都市、爱情
《恩爱两不疑》	宋妍霏、张昊唯	古装爱情
《白羽流星》	王子奇、付伟伦	青春竞技

资料来源：新京报、新剧、各剧集官方微博，华创证券



#### 四、盈利预测及估值

我们预计广告业务恢复、内容持续创新突破将带动芒果 TV 主业于今年实现加速增长，预计广告/会员/运营业务分别同比 23%/20%/18%，带动芒果 TV 实现同比 21% 增速。芒果 TV 之外业务包括内容制作和电商业务预计规模稳中略升，全年增速预计 3% 左右，带动公司总收入实现 16% 增速。

图表 22 核心数据盈利预测

单位: 亿元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
总收入	153.6	137.0	159.6	181.8	202.8
YOY	10%	-11%	16%	14%	12%
芒果 TV	112.6	104.3	125.8	150.1	171.1
YOY	24%	-7%	21%	19%	14%
芒果 TV 之外	40.95	32.72	33.73	31.73	31.73
YOY	-17%	-20%	3%	-6%	0%
归母净利润	21.1	18.3	22.9	28.3	31.8
YOY	7%	-14%	25%	24%	12%
会员(亿元, 左轴)	36.88	39.15	46.93	57.54	67.50
YOY (% , 右轴)	13%	6%	20%	23%	17%
广告	54.53	39.94	49.13	56.50	62.14
YOY	32%	-27%	23%	15%	10%
运营商(亿元, 左轴)	21.20	25.23	29.77	36.02	41.42
YOY	27%	19%	18%	21%	15%
年末付费会员(万人)	5,040	5,916	6,500	7,200	7,800
YOY	39%	17%	10%	11%	8%
平均月 ARPPU(元)	7.1	6.0	6.3	7.0	7.5

资料来源: wind, 华创证券

目前上游影视制作公司估值较高(行业 23~24 年平均 PE 估值分别为 47X/29X)，公司作为稀缺的国企长视频平台，核心业务经营稳健，同时新业务电商和剧本杀仍在探索中，我们给予 24 年 PE 估值 30X，市值 849 亿，目标价 45 元/股，维持“推荐”评级。

图表 23 可比公司估值

公司名称	收盘价(元)	EPS				P/E			
		2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
华策影视	7.88	0.2	0.3	0.3	0.4	37	28	23	21
光线传媒	9.10	-0.2	0.3	0.4	0.4	--	35	26	22
奥飞娱乐	11.19	-0.1	0.1	0.2	0.3	--	100	47	34
万达电影	12.49	-0.9	0.5	0.7	0.7	--	24	19	17
行业平均	15.3	-0.3	0.2	0.3	0.4	37.2x	47.0x	28.6x	23.5x

资料来源: wind, 华创证券

#### 五、风险提示

宏观经济恢复不及预期风险，内容制作和采购不确定性，政策监管趋严风险。

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	9,687	7,511	6,815	7,018
应收票据	1,425	1,659	1,890	2,108
应收账款	3,235	3,767	4,292	4,788
预付账款	1,650	1,898	2,119	2,346
存货	1,600	1,840	2,055	2,275
合同资产	929	1,082	1,233	1,375
其他流动资产	2,908	2,943	2,978	3,011
流动资产合计	21,435	20,701	21,381	22,922
其他长期投资	83	83	83	83
长期股权投资	4	4	4	4
固定资产	165	179	175	175
在建工程	0	0	0	0
无形资产	6,965	11,657	15,960	19,792
其他非流动资产	397	414	425	435
非流动资产合计	7,615	12,338	16,648	20,490
<b>资产合计</b>	<b>29,050</b>	<b>33,038</b>	<b>38,029</b>	<b>43,411</b>
短期借款	1,058	2,076	3,094	4,112
应付票据	1,641	1,018	1,306	1,559
应付账款	4,836	5,759	6,262	6,846
预收款项	0	0	0	0
合同负债	1,045	1,216	1,386	1,546
其他应付款	131	131	131	131
一年内到期的非流动负债	51	51	51	51
其他流动负债	1,298	1,546	1,756	1,977
流动负债合计	10,060	11,798	13,987	16,223
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	183	183	183	183
非流动负债合计	183	183	183	183
<b>负债合计</b>	<b>10,243</b>	<b>11,981</b>	<b>14,170</b>	<b>16,406</b>
归属母公司所有者权益	18,851	21,138	23,970	27,152
少数股东权益	-44	-81	-112	-147
<b>所有者权益合计</b>	<b>18,806</b>	<b>21,057</b>	<b>23,858</b>	<b>27,006</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>29,050</b>	<b>33,038</b>	<b>38,029</b>	<b>43,411</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>552</b>	<b>2,059</b>	<b>3,586</b>	<b>4,447</b>
现金收益	6,716	2,915	3,924	4,699
存货影响	89	-240	-214	-220
经营性应收影响	-639	-1,003	-967	-932
经营性应付影响	577	300	792	836
其他影响	-6,191	89	51	63
<b>投资活动现金流</b>	<b>654</b>	<b>-5,493</b>	<b>-5,546</b>	<b>-5,511</b>
资本支出	-5,583	-5,458	-5,529	-5,491
股权投资	20	0	0	0
其他长期资产变化	6,217	-35	-18	-19
<b>融资活动现金流</b>	<b>1,545</b>	<b>1,258</b>	<b>1,264</b>	<b>1,268</b>
借款增加	1,026	1,018	1,018	1,018
股利及利息支付	-245	-9	-7	-9
股东融资	286	286	286	286
其他影响	478	-38	-33	-27

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	<b>13,704</b>	<b>15,957</b>	<b>18,179</b>	<b>20,281</b>
营业成本	9,067	10,428	11,642	12,891
税金及附加	90	53	71	93
销售费用	2,180	2,537	2,872	3,218
管理费用	624	734	818	923
研发费用	235	273	311	347
财务费用	-131	-106	-113	-117
信用减值损失	-118	-53	-53	-53
资产减值损失	-50	-10	-10	-10
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	133	133	133	133
其他收益	119	119	119	119
<b>营业利润</b>	<b>1,725</b>	<b>2,227</b>	<b>2,767</b>	<b>3,115</b>
营业外收入	46	46	46	46
营业外支出	4	4	4	4
<b>利润总额</b>	<b>1,766</b>	<b>2,268</b>	<b>2,809</b>	<b>3,156</b>
所得税	0	0	0	0
<b>净利润</b>	<b>1,766</b>	<b>2,268</b>	<b>2,808</b>	<b>3,156</b>
少数股东损益	-59	-19	-23	-26
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,825</b>	<b>2,287</b>	<b>2,832</b>	<b>3,182</b>
NOPLAT	1,635	2,162	2,695	3,039
EPS(摊薄) (元)	0.98	1.22	1.51	1.70

**主要财务比率**

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	-10.8%	16.4%	13.9%	11.6%
EBIT 增长率	-18.8%	32.2%	24.7%	12.7%
归母净利润增长率	-13.7%	25.3%	23.8%	12.4%
<b>获利能力</b>				
毛利率	33.8%	34.6%	36.0%	36.4%
净利率	12.9%	14.2%	15.4%	15.6%
ROE	9.7%	10.8%	11.8%	11.7%
ROIC	9.4%	10.5%	11.0%	10.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	35.3%	36.3%	37.3%	37.8%
债务权益比	6.9%	11.0%	14.0%	16.1%
流动比率	2.1	1.8	1.5	1.4
速动比率	2.0	1.6	1.4	1.3
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转天数	83	79	80	81
应付账款周转天数	194	183	186	183
存货周转天数	65	59	60	60
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.98	1.22	1.51	1.70
每股经营现金流	0.29	1.10	1.92	2.38
每股净资产	10.08	11.30	12.81	14.51
<b>估值比率</b>				
P/E	33	26	21	19
P/B	3	3	3	2
EV/EBITDA	9	21	15	13

## 传媒组团队介绍

### 组长、首席研究员：刘欣

中国人民大学硕士。先后于中金公司（2015-2016）、海通证券（2016-2019）、民生证券（2019-2020），从事 TMT 行业研究工作。所在团队 2016/2017 年连续两年获得新财富最佳分析师评选文化传媒类第三名，2016 年水晶球评选第三名，2016 年金牛奖第三名，2017 年水晶球第五名，2017 证券时报金翼奖第一名，2019 年获得 WIND 第七届金牌分析师评选传播与文化类第五名等。

### 分析师：张静雯

中国人民大学硕士。曾就职民生证券，2019 年获得 WIND 第七届金牌分析师评选传播与文化类第五名。2021 年加入华创证券研究所。

### 研究员：费磊

南开大学硕士。曾就职民生证券，2021 年加入华创证券研究所。

### 研究员：廖志国

莫纳什大学硕士。2021 年加入华创研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	资深销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian1@hcyjs.com
	邵婧	高级销售经理	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
张玉恒	销售助理		zhangyuheng@hcyjs.com	
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系

### 基准指数说明：

A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

### 公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；  
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%；  
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间；  
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

### 行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上；  
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%；  
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，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口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号中投国际 商务中心 A 座 19 楼	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-20572500
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572522