

买入 (维持)

芒果超媒 (300413)

内容变现持续领跑，多元赋能佳绩可期

2023年6月10日

市场数据

日期	2023-06-09
收盘价(元)	31.85
总股本(百万股)	1870.72
流通股本(百万股)	1021.70
净资产(百万元)	19380.42
总资产(百万元)	29482.94
每股净资产(元)	10.36

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《【兴证传媒】芒果超媒 2022 年报及 2023 年一季报点评: Q1 业绩优于预期, 内容大年乘风再起》2023-04-23

《【兴证传媒】芒果超媒 2022 业绩快报点评: 业绩承压拐点落地, 数字文化标杆引领》2023-02-28

《【兴证传媒】芒果超媒 (300413.SZ): 守正创新驭势而行, 全民风潮有望再起》2023-02-05

分析师:

李阳

liyanyjs@xyzq.com.cn

S0190518080004

杨尚东

yangshangdong@xyzq.com.cn

S0190521030003

投资要点

- **重磅内容持续输出, 业绩回暖拐点已现。**2022 年, 公司综艺表现保持头部地位, 剧集表现取得较大突破, 广告业务受到宏观冲击业绩承压, 但会员、运营商业务营收稳健, 且内容电商业务成效初显。2023 年, 公司重磅综艺《大侦探 7》《青年 II 计划》《乘风 2023》等陆续上线, 剧集《我的人间烟火》《大宋少年志 2》《以爱为营》等陆续杀青, 未来播出有望收获大量关注。
- **长视频行业竞争趋缓, 内容受益于管控放开。**长视频行业呈现较为稳定的竞争格局, 爱奇艺、腾讯、芒果 TV、优酷四大龙头领先, 平台进入降本增效和会员稳定提价阶段, 盈利情况改善。公司成本控制良好、内容制作优势显著、内容变现领跑行业, 在行业监管边际放松的背景下将持续发挥创新优势。
- **多点精细化内容布局, 领跑长视频内容变现。**1) 广告: 在 2022 年广告大盘遇冷的背景下, 公司创新联合招商机制和广告植入类型, 不断强化品牌价值, 坚持创新综艺孵化、成本控制, 综艺招商表现始终领跑行业。2) 会员: 2022 年公司两次上调会员价格, 通过创新优化会员体系、提升会员权益、拓宽会员生态渠道, 年末会员人数依旧保持强劲增长。3) 运营商: 公司依托中国移动战略合作, 省外深化大屏业务布局, 省内试点创新业务、促进用户点播。
- **大力拓宽变现渠道, 扩展芒果生态版图。**1) 内容电商: 小芒电商已完成首轮战略融资, 正加快构建商业闭环, 2022 年 GMV 达到上一年度的 7 倍, DAU 峰值达 206 万。2) 实景娱乐: 随疫情影响消退, 实景娱乐行业有望复苏, 公司依托爆款 IP 打造的 MCITY 概念店即将实现从树标杆到拓新店的转换。3) AI 赋能: 公司积极探索创新技术, 利用 AI 赋能内容创作和内容变现, 已经在虚拟人、数字藏品、虚拟直播和综艺应用等方面实现了业务布局, 同时利用 AI 技术助力广告、会员、运营商、电商和实景娱乐业务的开展。
- **投资建议:**2022 年, 公司内容表现仍然强劲, 变现渠道不断拓宽, 广告承压导致业绩下滑, 2023 年迎来内容大年, AI 布局有望为内容创作带来全新可能。我们维持盈利预测, 预计公司 2023-2025 年归母净利润 24.26/29.15/33.75 亿元, 对应当前股价 (2023 年 06 月 09 日) 的 PE 分别为 24.6/20.4/17.7 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:**宏观经济波动风险、影视制作风险、政策监管风险、行业竞争格局变化风险、技术革新风险、人才流失风险等。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	13704	16284	18355	20240
同比增长	-10.8%	18.8%	12.7%	10.3%
归母净利润(百万元)	1825	2426	2915	3375
同比增长	-13.7%	32.9%	20.2%	15.8%
毛利率	33.8%	32.9%	34.9%	35.8%
ROE	9.7%	11.5%	12.3%	12.7%
每股收益(元)	0.98	1.30	1.56	1.80
市盈率	32.6	24.6	20.4	17.7

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

目 录

1、重磅内容持续输出，业绩回暖拐点已现	- 4 -
1.1、内容表现稳定向好，位处行业第一梯队	- 4 -
1.2、组织优化协同赋能，推动双台深度融合	- 4 -
1.3、广告承压拖累营收，拓宽渠道助力变现	- 6 -
1.4、内容为王行稳致远，业绩回暖拐点已现	- 7 -
2、长视频行业竞争趋缓，内容受益于管控放开	- 9 -
2.1、竞争格局基本稳定，降本增效实现盈利	- 9 -
2.2、行业监管边际放松，内容题材趋于多元	- 11 -
3、多点精细化内容布局，领跑长视频内容变现	- 14 -
3.1、广告市场短期遇冷，未来回暖再掀高潮	- 14 -
3.2、会员业务再创新高，会员粘性不断增强	- 18 -
3.3、依托运营商战略合作，深化业务全国布局	- 22 -
4、大力拓宽变现渠道，扩展芒果生态版图	- 25 -
4.1、内容电商成效初显，价值拓展形成闭环	- 25 -
4.2、实景娱乐优势显著，建立行业全新标准	- 27 -
4.3、积极运用创新技术，AI 赋能未来可期	- 29 -
5、盈利预测与估值	- 31 -
6、风险提示	- 32 -

图目录

图 1、芒果超媒 PE 估值与发展历程复盘	- 4 -
图 2、芒果超媒股权结构（截至 2023.5.4）	- 5 -
图 3、公司营业收入、内容战略及所处阶段	- 6 -
图 4、公司近 5 年营业收入（亿元）构成	- 7 -
图 5、公司归母净利润、毛利率及净利率	- 7 -
图 6、公司销售、管理、研发费用率	- 7 -
图 7、公司 2023 年部分已播内容表现	- 9 -
图 8、公司 2023 年末播内容储备	- 9 -
图 9、长视频行业 MAU（亿人）及同比增长率	- 10 -
图 10、头部长视频 APP 月均 DAU 对比（万人）	- 10 -
图 11、爱奇艺内容成本、内容成本占收入比例变化	- 10 -
图 12、爱奇艺盈利情况变化	- 11 -
图 13、2021-2022 年影视行业监管事件	- 12 -
图 14、2022、2023 年 Q1 上新剧部数对比	- 12 -
图 15、2022、2023 年 Q1 长视频各平台上新剧部数	- 12 -
图 16、2022、2023 年 Q1 全网综艺分平台有效播放量（亿次）	- 13 -
图 17、2022、2023 年 Q1 各平台在更综艺正片有效播放量（亿次）	- 13 -
图 18、芒果 TV 重磅综艺《乘风 2023》	- 13 -
图 19、芒果 TV 重磅剧集《大宋少年志》	- 13 -
图 20、2016-2022 年广告市场整体、电视广告、影院视频广告花费同比变化	- 14 -
图 21、各平台招商情况对比（左轴：广告主数量（个）；右轴：增长率）	- 14 -
图 22、芒果 TV 综艺广告植入类型	- 15 -
图 23、芒果 TV 衍生综艺节目招商情况	- 17 -
图 24、创新综艺节目合作品牌数量变化	- 17 -
图 25、创新综艺节目招商 TOP10	- 17 -
图 26、移动网民 app 每日使用时长 TOP8 类型	- 18 -
图 27、长视频平台会员收入对比（亿元）	- 19 -
图 28、长视频平台 MAU（亿人）对比	- 19 -

图 29、芒果 TV 会员体系及会员权益	- 20 -
图 30、芒果 TV 全景生态流量规模占比分布	- 21 -
图 31、芒果 TV 车载视频	- 21 -
图 32、芒果 TV 女性向综艺盘点	- 22 -
图 33、爆款剧集对平台 MAU 的拉动作用（单位：亿人）	- 22 -
图 34、2012-2022 年 IPTV 用户规模	- 23 -
图 35、IPTV 和 OTT 牌照持有情况	- 23 -
图 36、公司与咪咕文化合作框架协议内容	- 24 -
图 37、芒果卡权益	- 24 -
图 38、“芒果大电视”联名业务	- 24 -
图 39、“芒果大电视”、“快乐看”、“芒头条”	- 24 -
图 40、2018-2022 年实物商品网上零售额	- 25 -
图 41、2018-2021 年公司内容电商业务收入	- 25 -
图 42、小芒电商“内容+视频+电商”商业闭环	- 26 -
图 43、小芒电商内容与营销	- 27 -
图 44、2018-2025E 剧本杀行业规模	- 27 -
图 45、2018-2025E 密室逃脱行业规模	- 27 -
图 46、芒果 TV 谜综 IP 表现	- 28 -
图 47、M-CITY 旗舰店	- 29 -
图 48、芒果 TV 虚拟数字人小漾、YAOYAO	- 30 -
图 49、芒果 TV 虚拟直播演唱会、数字藏品	- 30 -
图 50、AI 赋能内容生成、内容变现	- 31 -

表目录

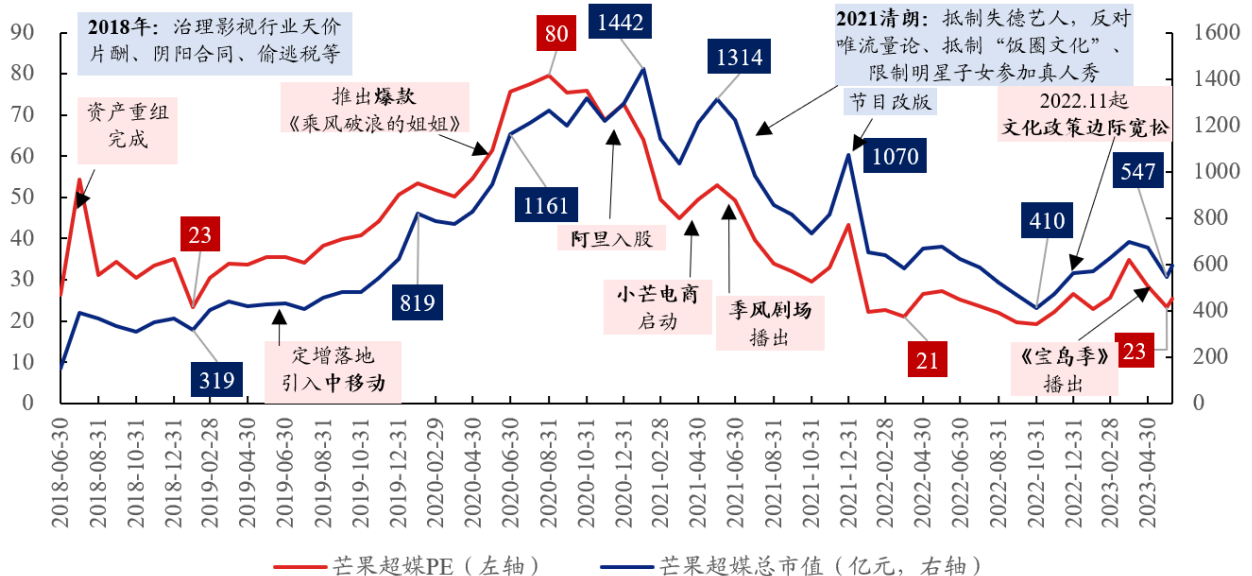
表 1、公司现任管理层情况	- 5 -
表 2、公司 2022 年综艺表现	- 8 -
表 3、公司 2022 年剧集表现	- 8 -
表 4、视频网站会员提价情况（截至 2023 年 6 月 7 日）	- 11 -
表 5、芒果 TV 综 N 代节目招商情况对比	- 15 -
表 6、2023 年芒果 TV 综艺招商情况	- 18 -
表 7、芒果 TV 联合会员类型	- 20 -
表 8、公司盈利预测假设	- 32 -
表 9、公司盈利预测结果（PE/PB 对应 2023 年 6 月 9 日收盘价）	- 32 -

1、重磅内容持续输出，业绩回暖拐点已现

1.1、内容表现稳定向好，位处行业第一梯队

2018年6月，快乐购完成重大资产重组，正式更名为“芒果超媒”，后续公司始终以芒果TV融合媒体平台为主阵地，与湖南卫视共同构成芒果生态双平台驱动、全媒体融合发展格局，在影视行业强监管下以过硬的内容表现位处长视频行业第一梯队。2019年5月，公司引入中国移动作为战略股东，公司优质内容得以借助运营商的强大渠道优势，获得价值更大化变现。2020年，公司独创综艺爆发，全年上线超过40档自制综艺，推出爆款《乘风破浪的姐姐》，年末阿里创投入股，成为公司第二大股东。2021年，影视行业开展“清朗行动”，监管再次趋严，公司头部综艺《明星大侦探》改名《大侦探》、《快乐大本营》改版升级为《你好星期六》继续播出，同年小芒电商启动、季风剧场上线。2022年11月起，文化政策呈现边际放松趋势，公司重磅剧综如《去有风的地方》《声生不息·宝岛季》《青年π计划》等陆续上线。目前公司估值处于历史偏低区间，2023年影视行业所处环境边际回暖叠加公司内容储备充分、经济逐步回暖，公司向上动能十分充足。

图 1、芒果超媒 PE 估值与发展历程复盘



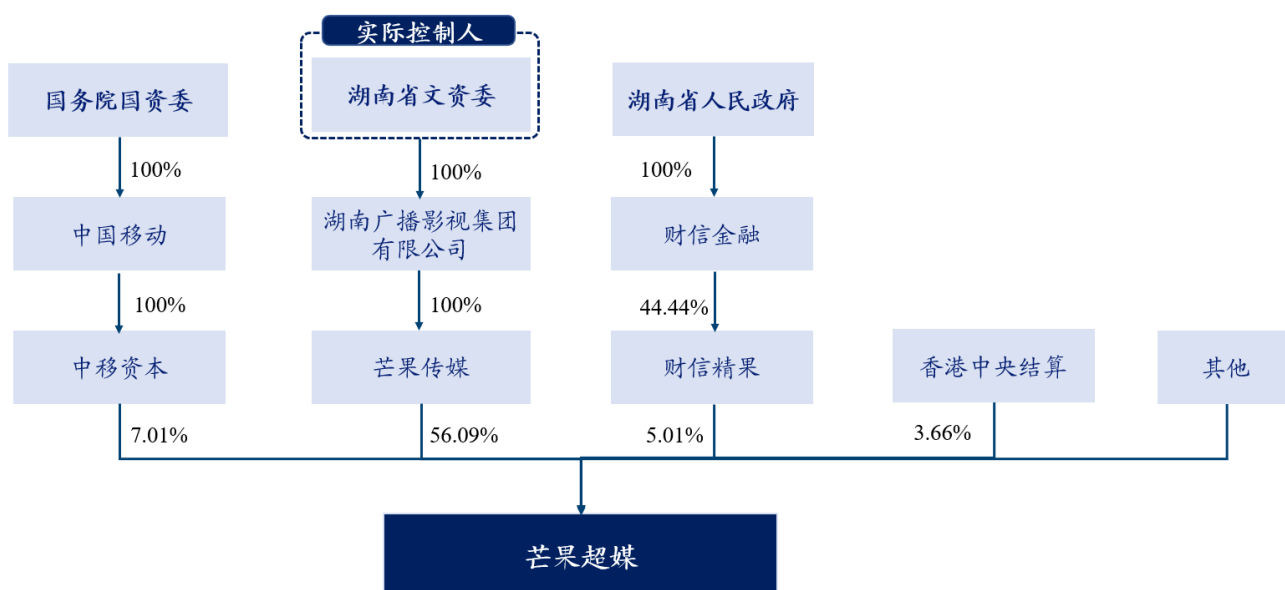
资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理
注：PE 为 PE-盈利预测。

1.2、组织优化协同赋能，推动双台深度融合

行业处于调整周期，国有控股优势凸显。公司实控人为湖南省文资委，是湖南广播影视集团的全资股东，间接持有公司 56.09% 的股份。公司作为国有互联网视频平台，能够前瞻、精准地把握文化政策导向与观众需求变化，是内容监管改善和数字文化建设的显著受益者。目前，国内长视频行业正朝着良性、健康、有序的大方向发展，公司将紧跟政策指引，聚集于精品内容生产制作，发挥题材和选题

优势，不断结合媒体平台属性与互联网思维，积极做出新的内容规划。

图 2、芒果超媒股权结构（截至 2023.5.4）



资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

公司管理层有所调整，双平台融合深入推进。2023年2月，张华立先生辞去公司董事长职位，蔡怀军先生担任第四届董事会董事长。蔡怀军先生曾任湖南电视台计财部计划统计科科长、芒果传媒有限公司战略投资部部长等职务，在深谙公司业务的同时还具备丰富的财务以及投资经历，积极推进芒果 TV 与湖南卫视的双平台深度融合，为公司孵化小芒电商、布局实景娱乐等做出重要贡献。同时，董事会聘任梁德平为公司总经理、周海为副总经理、方菲为监事会主席。未来，公司将在现任管理层的治理下，加速实现媒体融合高质量发展，不断抢占新赛道扩展芒果生态版图。另外，公司充分重视人才建设，建立开放创新的激励制度，大力推行团队制、工作室制，通过组织“芒果青年说”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。

表 1、公司现任管理层情况

姓名	现任职务	任职日期	个人信息	历任职务
蔡怀军	董事长	2023.01.31	1977 年生，管理学博士	历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、战略投资部部长等
方菲	监事会主席	2023.02.27	1985 年生，理学硕士	历任湖南快乐阳光广告营销中心总经理、总裁助理、副总经理、芒果超媒职工监事等
梁德平	总经理	2023.01.31	1979 年生，工商管理硕士	历任湖南广播电视台娱乐频道财务部主任、湖南快乐阳光党委委员、副总经理等
周海	副总经理	2023.01.31	1976 年生，法学硕士	历任湖南广播电视台卫视频道总编室主任、芒果超媒党委委员、纪委书记等
张志红	副总经理、财务总监、董秘	2022.07.04	1977 年生，管理学硕士	历任湖南省有线电视网络（集团）股份有限公司财务部副总经理、快乐阳光财务总监等

申亚东	副总经理	2022.07.04	1980 年生，法学硕士	历任湖南广播电视台卫视频道总编室副经理、湖南广播集团法务部第一副部长等
罗泽军	副总经理	2022.07.04	1971 年生，本科	历任湖南经济电视台保卫部主任、湖南省广播影视物业管理中心常务副总经理等
郑华平	副总经理	2018.08.16	1976 年生，哲学硕士	历任湖南电视台金鹰卡通频道行政部主任、快乐阳光副总经理等

资料来源：公司公告，iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

1.3、广告承压拖累营收，拓宽渠道助力变现

营业收入略有下滑，广告变现短期承压。2018 年完成并购重组之后，公司依托独特造血和激励机制，打造内容制作集团军，全面释放内容制作能力，收入迈上稳健增长的台阶。2021 年 5 月，国家网信办部署开展“清朗”系列专项行动，公司坚持做内容创新升级的“长期主义者”，主动适应文化政策风向转变，对多档头部节目进行了调整升级。2022 年，由于互联网广告受到宏观经济、疫情冲击，公司营业收入同比下滑 10.76%，其中核心主业芒果 TV 互联网视频业务实现营收 104.18 亿元，同比下降 7.49%。

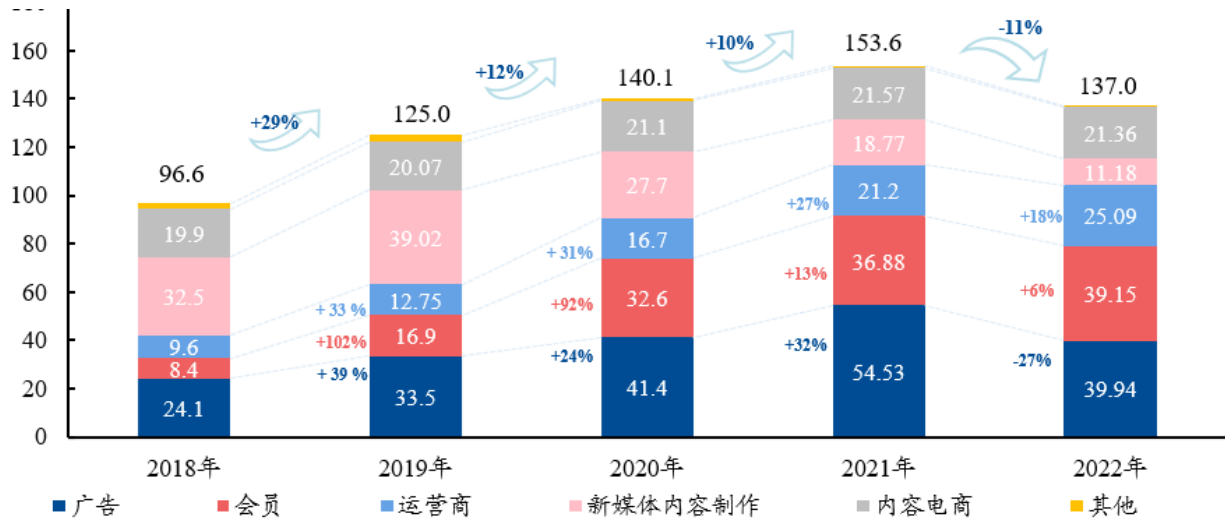
图 3、公司营业收入、内容战略及所处阶段



资料来源：公司公告，iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

会员、运营商依旧稳健，柳暗花明佳绩可期。分业务而言：1) 广告业务业绩承压，2022 年实现营收 39.94 亿元，同比下降 26.77%；2) 会员规模再创新高，2022 年公司会员业务全年实现营收 39.15 亿元，同比增长 6.15%，保持增长势头；3) 运营商业务增长稳健，全年实现营收 25.09 亿元，同比增长 18.36%，保持快速的增长。4) 内容电商成效初显，2022 年 GMV 达到上一年度的 7 倍，DAU 峰值达 206 万，营收大体同比持平；5) 新媒体内容制作受到冲击，全年实现营收 11.18 亿元，同比下降 40.45%。

图 4、公司近 5 年营业收入（亿元）构成

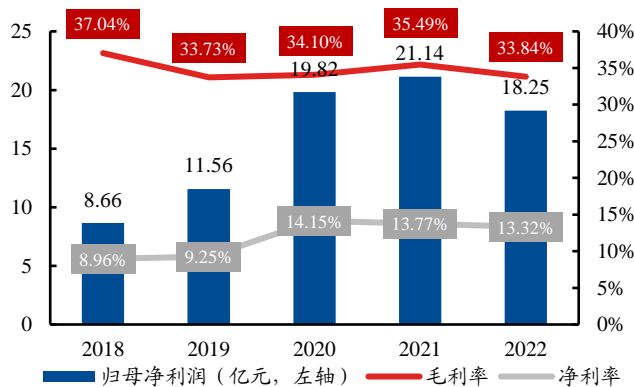


资料来源：公司公告，iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

注：空心箭头指公司营业收入整体增速，柱状图左侧深蓝、红色、浅蓝色字体百分比分别为公司该年广告、会员、运营商收入同比增速。

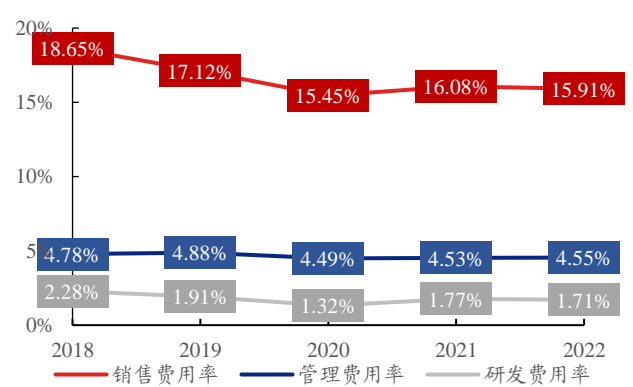
成本费用控制良好，降本增效成效显著。2018 年以来，公司主营业务毛利率始终保持在 30% 以上，2022 年毛利率为 33.84%，同比减少 1.66pct，净利率为 13.32%，同比减少 0.45pct；公司销售、研发费用率同比小幅减少，管理费用率同比小幅增加，公司总体费用率控制良好。

图 5、公司归母净利润、毛利率及净利率



资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、公司销售、管理、研发费用率



资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

1.4、内容为王行稳致远，业绩回暖拐点已现

综艺表现保持头部地位，剧集表现取得较大突破。综艺方面，2022 年芒果 TV 共上线 77 档综艺，老牌综 N 代节目与创新节目均取得良好表现：《乘风破浪 3》《大侦探 7》《密室大逃脱 4》和《披荆斩棘 2》入选云合数据网络综艺有效播放 TOP10，《声生不息·港乐季》入选“国家广电总局网络视听节目精品创作传播工程”，《快乐再出发》豆瓣评分高达 9.6 分，其续作评分亦高达 9.4 分。剧集方面，2022 年芒

果 TV 上线重点影视剧、“大芒计划”微短剧等各类影视剧 163 部，多部台网剧和重点网剧取得较好播出效果：共有 4 部电视剧入选国家广播电视总局“2022 中国电视剧选集”，多部台网剧蝉联省级卫视桂冠，一系列精品短剧取得较高热度。

表 2、公司 2022 年综艺表现

名称	首播时间	正片有效播放量 (亿次)	云合热度排名 (电视/网络)	豆瓣评分
乘风破浪第 3 季	2022.05.20	6.6	1 (网络)	5.8
大侦探第 7 季	2022.01.28	5.0	5 (网络)	7.7
密室大逃脱第 4 季	2022.07.08	4.6	8 (网络)	7.6
披荆斩棘第 2 季	2022.08.19	4.3	10 (网络)	6.8
声生不息·港乐季	2022.04.24	1.8	20 (网络)	7.2
向往的生活第 6 季	2022.04.29	4.3	5 (电视)	5.8

资料来源：云合数据，公司年报，豆瓣，兴业证券经济与金融研究院整理

表 3、公司 2022 年剧集表现

名称	题材	首播时间	所属剧场	豆瓣评分	获得荣誉
麓山之歌	当代重工制造业剧	2022.08.19	中央一套	8.0	入选 2022 中国电视剧选集
底线	当代法治案情剧	2022.09.19	湖南卫视	7.3	入选 2022 中国电视剧选集
天下长河	古装历史剧	2022.11.11	湖南卫视	8.3	入选 2022 中国电视剧选集
二十不惑 2	励志青春剧	2022.08.17	湖南卫视	8.1	入选 2022 中国电视剧选集
张卫国的夏天	现实主义温情剧	2022.07.18	芒果季风	6.4	省级卫视桂冠
没有工作的一年	当代都市剧	2022.04.11	芒果季风	7.1	省级卫视桂冠
消失的孩子	家庭悬疑剧	2022.08.29	芒果季风	7.2	省级卫视桂冠
念念无明	古装悬疑剧	2022.04.02	大芒计划	6.9	--
虚颜	古装玄幻剧	2022.09.23	大芒计划	7.4	--

资料来源：公司年报，豆瓣，百度百科，兴业证券经济与金融研究院整理

注：豆瓣评分截至 2023.6.7。

2023 内容储备丰富，上半年内容表现亮眼。2023 年 Q1，综艺《我想和你唱 4》《大侦探 7》《声生不息·宝岛季》、剧集《去有风的地方》《归路》陆续热播，接力打响 2023 内容大年的发令枪。根据云合数据，芒果 TV 一季度综艺、剧集有效播放量分别同比增长 114%/99%，剧集会员内容有效播放量同比增长 33%，截至 3 月底，芒果 TV 月活达到 2.8 亿人，同比增长 51.83%。2023 年 Q2，公司持续推出重磅综艺，《女子推理社》《青年 II 计划》《向往的生活 7》《乘风 2023》先后播出，播出效果火爆：《女子推理社》首播全段热搜超 120 个，登录猫眼综艺热度第一名；《乘风 2023》短视频平台热搜超 200 个，日本嘉宾美依礼芽的初舞台 b 站播放量突破 1700 万次；《青年 II 计划》全国网收视省级卫视第一，90 后观众位列所有频道第一；《向往的生活》第七季前两期播出，全网热搜 520 个，话题阅读量 47.2 亿。未来，《密室大逃脱 5》《全员加速中 2023》《披荆斩棘 3》《中餐厅 7》等头部 IP 也将陆续上线。剧集方面，公司已有 25 个影视制作团队，力争将内容制作上的优势移植到影视剧方面，《我的人间烟火》《江河日上》《年少时光》《大宋少年志 2》《群星闪耀时》《以爱为营》等重量级剧集已陆续杀青，未来播出有望收获大量关注。

图 7、公司 2023 年部分已播内容表现



资料来源:芒果TV公众号,芒果青春营销研究院公众号,兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、公司 2023 年末播内容储备



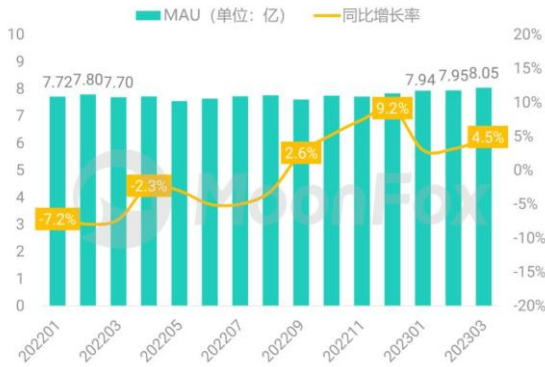
资料来源:公司公告,芒果TV公众号,兴业证券经济与金融研究院整理

2、长视频行业竞争趋缓,内容受益于管控放开

2.1、竞争格局基本稳定,降本增效实现盈利

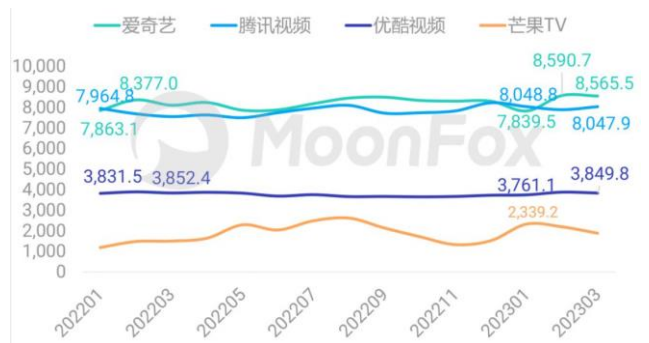
竞争格局基本稳定,行业竞争趋于缓和。2022年,长视频行业活跃用户规模均超过7亿人,基本保持稳步上升态势,自2022年9月之后,长视频行业MAU同比增速均呈现正增长,2023年3月MAU超过8亿人,同比增长率达4.5%。分平台来看,爱奇艺、腾讯视频的月均DAU体量保持在8000万人左右,优酷视频的月均DAU体量保持在3800万人左右,芒果TV的月均DAU整体呈现增长趋势,根据当月内容上下波动。目前,国内长视频行业呈现较为稳定的爱奇艺、腾讯领先,芒果TV、优酷位列第二梯队的竞争格局。2023年,得益于《狂飙》《三体》《他是谁》《去有风的地方》等爆款剧集,四大平台月均DAU在2023Q1均出现增长。

图 9、长视频行业 MAU (亿人) 及同比增长率



资料来源：月狐，兴业证券经济与金融研究院整理

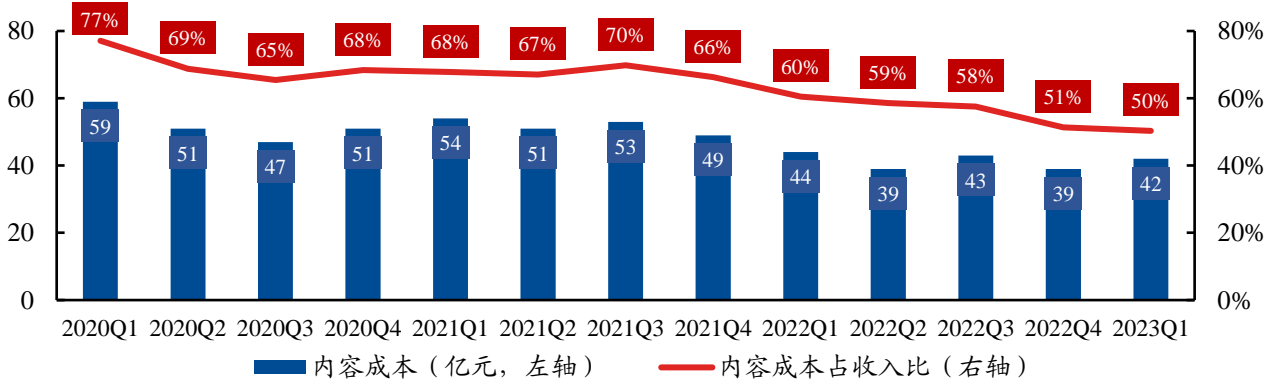
图 10、头部长视频 APP 月均 DAU 对比 (万人)



资料来源：月狐，兴业证券经济与金融研究院整理

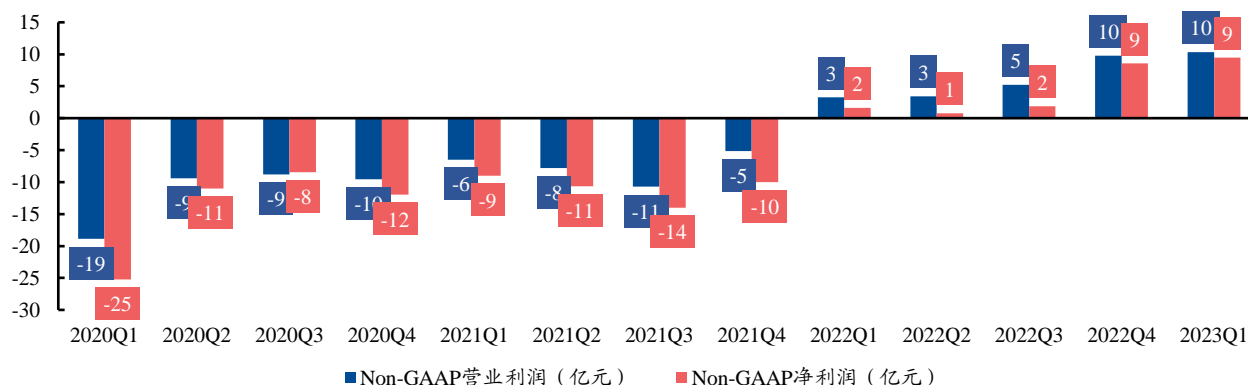
行业成本投入可控，盈利情况显著改善。在长视频行业稳定的竞争格局下，各平台逐渐放弃烧钱亏损换市场份额的发展模式，集体进入“降本增效”阶段。长视频行业不断优化内容结构，逐渐降低版权采购成本规模，提高自制内容比重，内容成本得到有效控制。以爱奇艺为例，其内容成本占总营收比例持续下降，依靠会员收入增长，2022 年度首次实现盈利，有望实现内容的“飞轮效应”。长期而言，长视频行业逐步提升运营效率，优化费用结构，整体盈利情况有望持续改善。

图 11、爱奇艺内容成本、内容成本占收入比例变化



资料来源：爱奇艺公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、爱奇艺盈利情况变化



资料来源：爱奇艺公告，兴业证券经济与金融研究院整理

行业进入提价周期，各平台会员价格趋同。爱奇艺 2020 年 11 月宣布提价，打响了长视频会员提价周期的第一枪，2021 年以来，腾讯视频、爱奇艺、芒果 TV 和优酷视频相继宣布了提高会员价格。截至 2023 年 5 月，腾讯视频、爱奇艺、优酷视频的会员价格基本持平。芒果 TV 2022 年 1 月、8 月两次调价，目前月卡、季卡价格与另外三家长视频平台保持一致，连续包月、连续包季、连续包年和年卡价格相比之下仍有上升空间。

表 4、视频网站会员提价情况（截至 2023 年 6 月 7 日）

视频平台	提价前/后	终端	连续包月 (元/月)	月卡 (元/月)	连续包季 (元/季)	季卡 (元/季)		连续包年 (元/年)	年卡 (元/年)	
						优惠价	原价		优惠价	原价
爱奇艺	提价前		22	30	63	-	78	218	-	248
	2022 年 12 月 16 日提价后		25	30	68	50	78	238	-	258
腾讯视频	提价前	ios 端	30	58	50	68	218	188	253	
		安卓端	30	58	50	68	218	188	253	
		PC 端	30	58	-	68	218	188	253	
2022 年 4 月 20 日提价后			25	30	68	-	78	238	-	258
芒果 TV	提价前	ios 端	25	58	-	68	218	-	248	
		安卓端	25	58	-	68	218	-	248	
		PC 端	25	58	-	68	218	-	248	
2022 年 8 月 9 日提价后			22	30	63	-	78	218	-	248
优酷视频	提价前	ios 端	-	-	-	-	-	-	228	
		安卓端	-	-	-	-	-	-	198	
		PC 端	-	-	-	-	-	-	198	
	2022 年 6 月 21 日提价后			25	30	68	-	78	238	-

资料来源：各平台 APP 和官方微博，兴业证券经济与金融研究院整理

注：实际购买价格或会因商家折扣活动而实时变化。

2.2、行业监管边际放松，内容题材趋于多元

行业监管边际放松，利好龙头综艺创新。2021-2022 年，行业领域监管趋严，国家广电总局明令禁止偶像养成类节目、严禁打击有丑闻劣迹违法失德等问题人员，导致各大长视频平台相关剧综内容先后下架整改。2022 年底以来，文化政策边际宽松趋势显现。

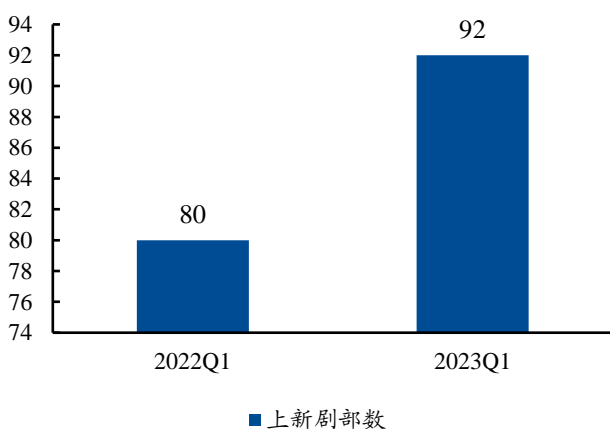
图 13、2021-2022 年影视行业监管事件



资料来源：微博等，兴业证券经济与金融研究院整理

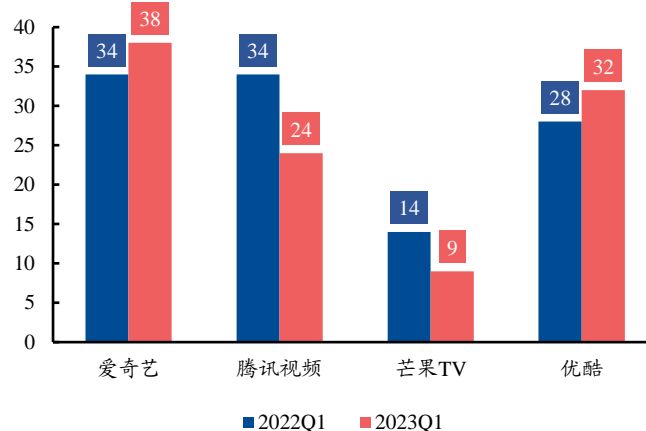
2022 年末，国家卫健委发布十条新措施，最大限度减少疫情对群众生活秩序及经济社会发展的影响。随着疫情封控影响消除，影视行业复工复产推进，叠加行业监管政策边际放松，2023Q1 上新剧部数同比增长 15%。芒果 TV 作为综艺制作龙头，2023Q1 综艺有效播放量、在更综艺正片有效播放量均同比大幅上升。

图 14、2022、2023 年 Q1 上新剧部数对比



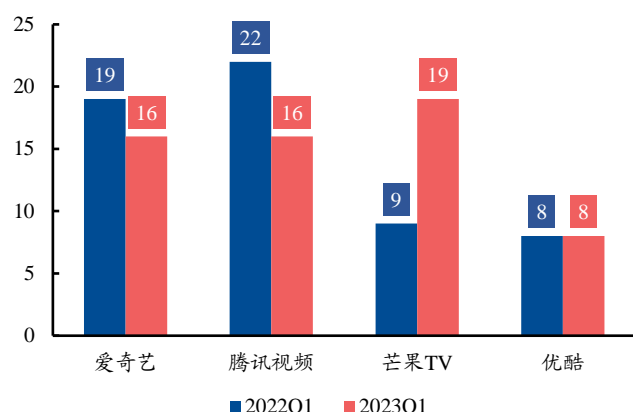
资料来源：云合数据，兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、2022、2023 年 Q1 长视频各平台上新剧部数



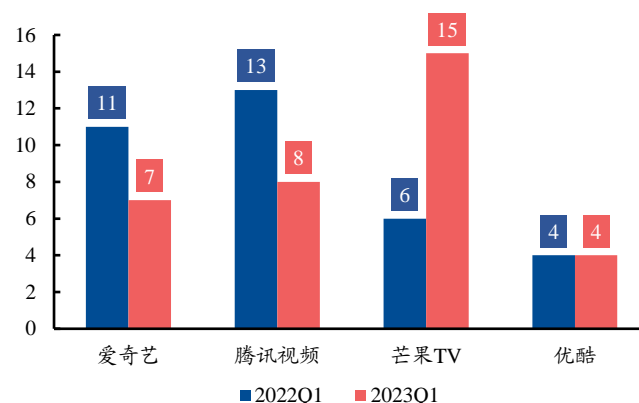
资料来源：云合数据，兴业证券经济与金融研究院整理

图 16、2022、2023 年 Q1 全网综艺分平台有效播放量（亿次）



资料来源：云合数据，兴业证券经济与金融研究院整理

图 17、2022、2023 年 Q1 各平台在更综艺正片有效播放量（亿次）



资料来源：云合数据，兴业证券经济与金融研究院整理

综艺题材趋于多元，积压剧集有望播出。2022 年 7 月，商务部发布《关于推进对外文化贸易高质量发展的意见》，鼓励传播中国声音，提升我国文化影响力。芒果 TV 重磅综艺《乘风 2023》于 5 月 5 日正式开播，节目邀请到了来自韩国、日本、越南、俄罗斯、美国、德国的七位女嘉宾，以“女性之美”展现“大美中国”，携手世界女性谱写“大美世界”，呈现多元文化交流、碰撞、融合的多彩画卷。2023 年 2 月，中共中央、国务院印发《数字中国建设整体布局规划》，强调要打造自信繁荣的数字文化。2023 年，多元题材的剧集有望迎来产能释放，古装剧市场尤其火热，芒果 TV 的《大宋少年志 2》自筹备以来就备受期待，未来播出有望收获大量关注。

图 18、芒果 TV 重磅综艺《乘风 2023》



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 19、芒果 TV 重磅剧集《大宋少年志》



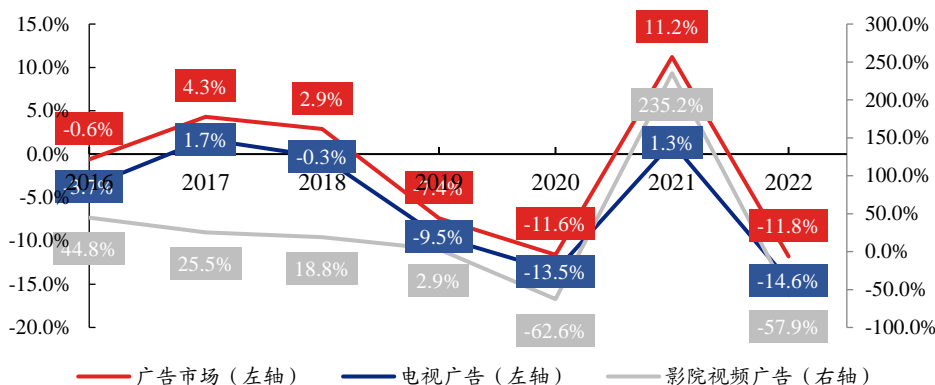
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

3、多点精细化内容布局，领跑长视频内容变现

3.1、广告市场短期遇冷，未来回暖再掀高潮

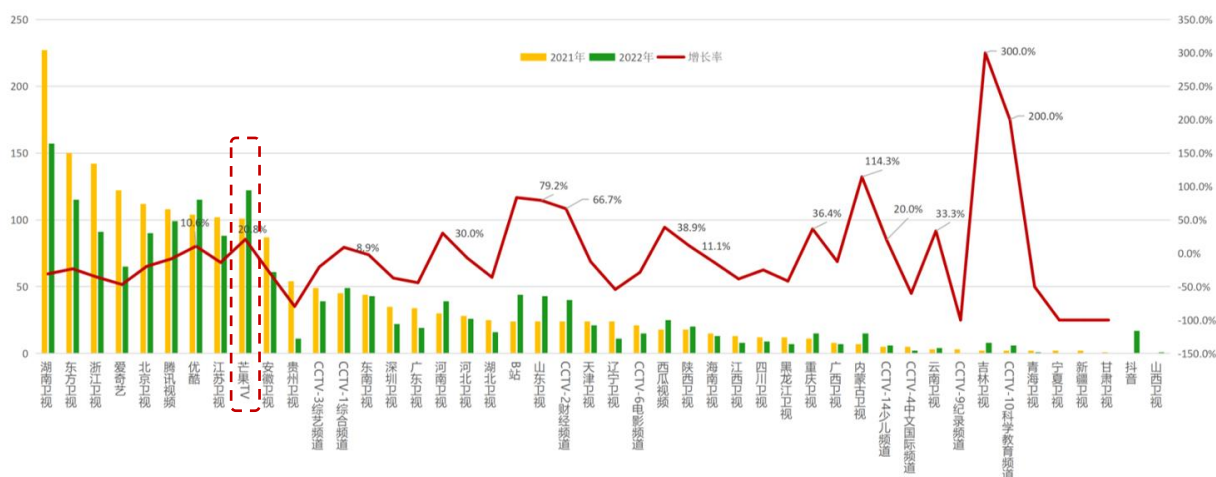
广告大盘短期承压，芒果招商数量增长。CTR 数据显示，2022 年在受到疫情冲击、国内外市场环境复杂严峻等多重挑战的影响下，全年广告市场同比减少 11.8%，其中电视广告花费同比下跌 14.6%，影院视频广告下跌 57.9%。就综艺招商而言，2022 年综艺节目播出数量整体呈现下降趋势，前十招商平台中（五大卫视+四大平台+安徽卫视），仅有优酷和芒果 TV 的综艺招商数量实现增长，公司保持了在综艺领域的龙头地位，系列化综 N 代节目与创新综艺节目均有招商亮眼表现。

图 20、2016-2022 年广告市场整体、电视广告、影院视频广告花费同比变化



资料来源：CTR 数据，兴业证券经济与金融研究院整理

图 21、各平台招商情况对比 (左轴：广告主数量 (个); 右轴：增长率)

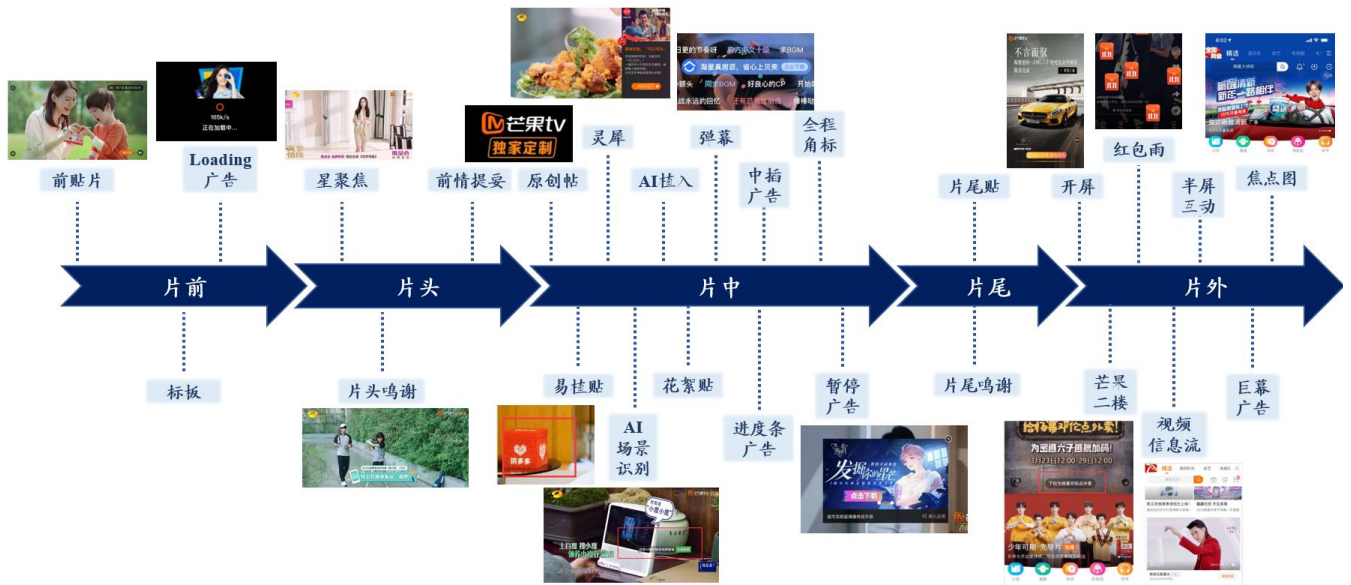


资料来源：击壤洞察，兴业证券经济与金融研究院整理

广告植入类型多样，创新联合招商机制。公司的广告销售主要分为软广业务和硬广业务：软广主要以版权内容为核心，通过冠名、植入等广告产品，赋能 IP 价值；硬广则是依靠平台流量，为客户提供传统的贴片及中插等传统广告产品。比如，

公司深入打造定制化广告，根据广告主的产品内容特性，再结合节目为产品创造场景化的内容营销，实现创意植入：《花儿与少年》露营季中，立白御品全程以高频全面的植入、互动、造梗融入旅行，并通过多平台造势实现用户对品牌的认同感，最终全面打通线上营销传播为线下终端销售赋能，获得了极好的市场回馈。另外，面对广告行业景气度下行，公司通过创新联合招商机制等方式力求突破，构建以台网 IP 为核心的跨平台营销网络，2022 年下半年新拓展非贴片类广告品牌 32 个，实现非贴片硬广增收，全年广告业务同比降幅较上半年有所收窄。

图 22、芒果 TV 综艺广告植入类型



资料来源：芒果 TV 广告中心品牌站，兴业证券经济与金融研究院整理

综 N 代变现能力稳定，品牌价值深受认可。2022 年，由于影视行业整体处于低迷区间，且综艺节目制作周期长、节目播出表现天然存在较大的不确定性，新综艺节目的开发与制作放缓，综 N 代系列 IP 节目备受青睐。综 N 代历经市场考验后，内容表现稳固、观众基础深厚、粉丝粘性较强，因此其变现价值深受广告主认可。芒果 TV 具有多个爆款系列 IP，如《明星大侦探》《乘风破浪的姐姐》《密室大逃脱》《妻子的浪漫旅行》《向往的生活》等，公司通过每年稳定推出综 N 代续作来延长爆款内容生命周期，同时沉淀粉丝基础进一步放大其变现价值。2022 年，《妻子的浪漫旅行 6》吸金能力进一步增长；《乘风破浪 3》《披荆斩棘 2》《向往的生活 6》招商表现优异，品牌数量分别为 17、13、11 个；回归的《花儿与少年》露营季招商能力依旧强劲，共获得 7 大行业的 18 个品牌赞助。

表 5、芒果 TV 综 N 代节目招商情况对比

综艺名称	播出年份	播放量 (亿次)	豆瓣评分	招商数量	赞助商
明星大侦探	2016	29.7	9.3	4	京东金融、微鲸电视、荣耀、当贝市场
明星大侦探 2	2017	30.8	9.0	3	OPPO、飘柔、雪佛龙金富力
明星大侦探 3	2018	40.5	9.1	6	OPPO、抖音、京东金融、怡宝、火山小视频、天喔
明星大侦探 4	2019	28.7	8.6	7	OPPO、抖音、网易考拉、凯迪拉克、我是谜、牛奶盒子、

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

					JMGC 投影仪
明星大侦探 5	2020	48.7	8.3	7	OPPO、抖音、奥利奥、博世、百事可乐、欧莱雅、和平精英
明星大侦探 6	2021	44.1	8.7	14	OPPO、Soul、百事可乐、神武4、雀巢咖啡、博世、百变大侦探 app、舒适达、美赞臣、999 感冒灵、三金西瓜霜、夸克、瘦吧、SKG
大侦探 7	2022	44.0	7.7	7	京东、AMX、Soul、M-city、M&Ms、好粥道、Free
密室大逃脱	2019	26.4	6.6	2	脉动、小嗨森
密室大逃脱 2	2020	24.9	7.1	6	美年达、FOREO、nova7、SKG、钙尔奇、影谱
密室大逃脱 3	2021	24.9	6.6	3	美年达、京东、奥利奥
密室大逃脱 4	2022	31.3	7.6	2	美年达、必胜客
向往的生活	2017	30.4	7.5	4	江中猴菇、OPPO、Rinnai、福特
向往的生活 2	2018	--	8.0	12	江中猴菇、OPPO、植选、网易考拉、快手、ROBAM、小猪、长安马自达、三草两木、Rinnai、冷酸灵、龙虎风油精
向往的生活 3	2019	--	7.3	9	特仑苏、小度、卡拉、唱吧、万和、道道全、好爸爸、艾艾贴、掌门
向往的生活 4	2020	23.3	6.9	10	特仑苏、小米、小度、七猫、京东、作业帮、东风、ROBAM、道道全、麦富迪
向往的生活 5	2021	25.8	6.6	11	特仑苏、淘宝买菜、作业帮、七猫、KEEP、桃花源、螺霸王、道道全、火星集成灶、绿源、十七芝年
向往的生活 6	2022	32.7	5.8	11	特仑苏、鲜的蒸了、喜临门、火星集成灶、道道全、七猫、容声冰箱、绿源、双汇、江铃福特、奥克斯
妻子的浪漫旅行	2018	25.3	6.7	7	OLAY、吕、网易考拉、ABC、贝壳、科技防晒、牛奶盒子
妻子的浪漫旅行 2	2019	--	6.4	8	金领冠、小红书、贝壳、伯爵旅拍、奢悦、三星、999 感冒灵、博朗
妻子的浪漫旅行 3	2019	--	6.6	8	唯品会、金领冠、奥妙、伯爵旅拍、抖音、学而思、优乐美、爱乐维
妻子的浪漫旅行 4	2020	35.8	6.0	8	金领冠、京东、敷尔佳、瓜瓜龙、奥妙、金纺、三星、SKG
妻子的浪漫旅行 5	2021	33.7	5.4	5	唯品会、三星、你拍一、7NS、纽瑞滋
妻子的浪漫旅行 6	2022	28.2	7.2	2	京东、优乐美
乘风破浪的姐姐	2020	52.6	6.7	16	梵蜜琳、金典、唯品会、佳贝艾特、vivo、瓜瓜龙、护舒宝、奥利奥、益达、新氧、安居客、和平精英、唱吧、腾讯微视、EXEEO、影谱
乘风破浪的姐姐 2	2021	46.6	5.2	15	金典、美团优选、vivo、唯品会、有道精品课、Swisse、力士、豌豆思维、德芙、护舒宝、小刀、美的、金龙鱼、纽西之谜、蓝臻
乘风破浪 3	2022	60.6	5.8	7	金典、京东、合生元、Swisse、力士、德芙、爱玛
披荆斩棘的哥哥	2021	59.3	7.3	12	金典、京东、三星、良品铺子、卡萨帝、麦吉丽、德芙、MARTELL、利郎、汤大师、蓝臻、凌尚
披荆斩棘 2	2022	62.2	6.8	14	金典、京东、三星、良品铺子、合生元、德芙、奔驰、中国移动、双鲸、青岛啤酒、丁桂、爱玛、德国威能、联合利华
花儿与少年	2014	1.1	7.3	5	碧生源、盼盼、美丽加芬、天喔、淘宝
花儿与少年 2	2015	12.1	7.1	--	--
花儿与少年 3	2017	--	7.6	4	丸美眼霜、潘婷、vivo、网易考拉
花儿与少年 4	2022	16.9	5.8	10	立白御品、优酸乳、蓝臻、百事可乐、绿箭、兰蔻、良品铺子、坦克 suv、谧野、小芒女孩
时光音乐会	2021	20.9	7.8	4	君乐宝、沃尔沃、小度、colorkey
时光音乐会 2	2022	25.3	7.9	4	君乐宝简醇、拼多多、香飘飘、喜临门

资料来源：芒果 TV，骨朵数据，豆瓣，兴业证券经济与金融研究院整理

注：播放量及豆瓣评分数据截至 2023.6.7。

衍生综艺成本可控，招商表现十分亮眼。芒果 TV 首创综艺节目“正片播前+播后衍生”综艺矩阵，推出《欢迎来到蘑菇屋》《快乐再出发》《快乐再出发 2》等热播衍生售前、售后综艺。这些“小而美”的精品衍生综艺多选择最为生活化的场景进行录制，内容轻度，可有效控制成本，小体量衍生综艺逐渐成为许多品牌方的首

选。《欢迎来到蘑菇屋》作为一档没有大咖、没有赞助的裸播综艺，凭借自然、治愈、欢乐的特点，短短五期累计播放量破亿，话题热度持续走高，进一步催生了0713男团衍生团综《快乐再出发》。另外，《乘风破浪》《披荆斩棘》系列的衍生团综《乐队的海边》《星星的约定》《大湾区的夜》招商能力也不容小觑。

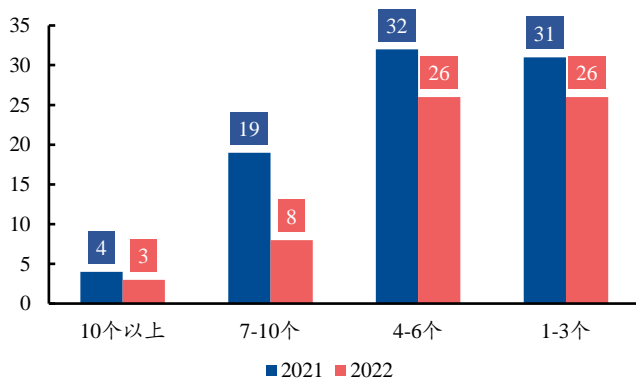
图 23、芒果 TV 衍生综艺节目招商情况



资料来源：芒果 TV 公众号，豆瓣，兴业证券经济与金融研究院整理

坚持创新综艺孵化，招商表现领跑行业。艺恩数据显示，2022 年上线的综艺中，综 N 代占比 39.8%，相比 2021 年增加 3.6pct，新综艺的数量占比下降，且新综艺的招商能力下降更为明显，多数新综艺合作品牌在 6 个以下。芒果始终坚持自我突破，破除路径依赖，持续保持 40% 以上的创新节目孵化，创新综艺《大使的厨房》《声生不息·港乐季》《你好！大女生》《跃上高阶职场》分别获得 11、10、8、7 个品牌赞助，位列新综艺招商 TOP10。

图 24、创新综艺节目合作品牌数量变化



资料来源：艺恩数据，兴业证券经济与金融研究院整理

图 25、创新综艺节目招商 TOP10

节目名称	招商数量	播出平台
超有趣滑雪大会	13	爱奇艺
我们民谣2022	12	爱奇艺
大使的厨房	11	芒果TV
麻花特开心	10	优酷
没谈过恋爱的我	10	优酷
声生不息	10	芒果TV
一起露营吧	9	爱奇艺
你好！大女生	8	芒果TV
怎么办脱口秀专场	8	腾讯
跃上高阶职场	7	芒果TV

资料来源：艺恩数据，兴业证券经济与金融研究院整理

2023 综艺招商释放信号，广告市场有望回暖。2023 年以来，随着重磅综艺的持续释放，公司广告业务迎来回暖拐点，综 N 代《向往的生活 7》《大侦探 8》《声生不息·宝岛季》招商数量基本与前作持平，且多个广告主选择续约，《乘风 2023》总冠名权依然由金典拿下，合生元、Swisse、德芙续约合作伙伴，行业指定增加至 4 家。公司继续在创新综艺层面发力，迷综《女子推理社》拿下 4 家招商，音综《青

年 II 计划》拿下 6 家招商，头部新综艺均无裸播现象，无论是制作方还是广告主，都将以更加积极、开放的姿态共谋发展，广告市场回暖可期。

表 6、2023 年芒果 TV 综艺招商情况

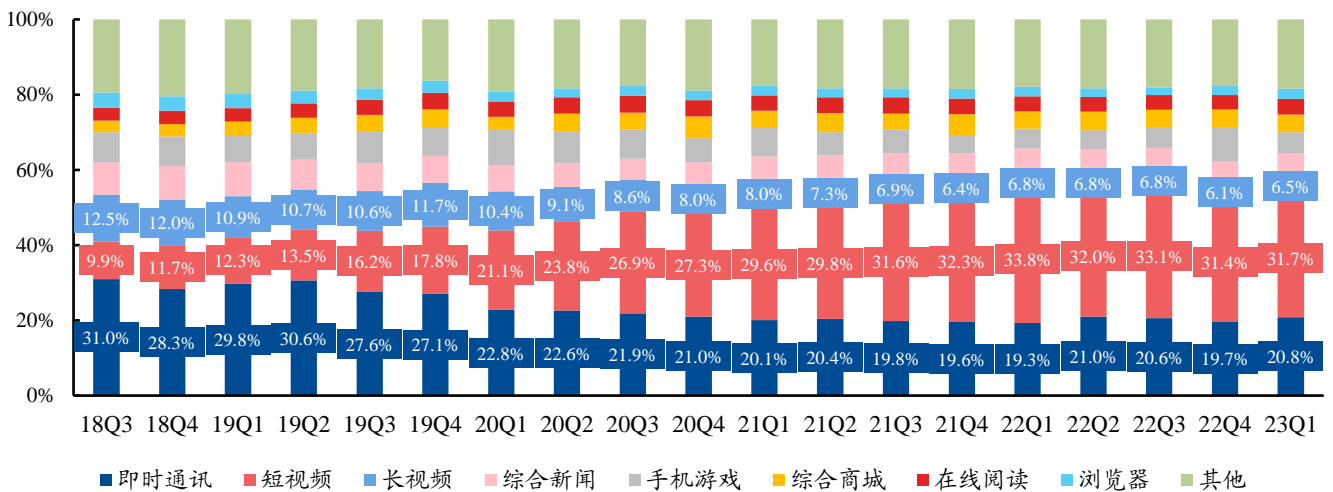
综艺类型	综艺名称	播出年份	招商数量	品牌名称
综 N 代	向往的生活 6	2022	11	特仑苏、鲜的蕊了、喜临门、火星人集成灶、道道全、七猫、容声冰箱、绿源、双汇、江铃福特、奥克斯
	向往的生活 7	2023	11	特仑苏、奥妙、真我、喜临门、绿源、火星人集成灶、金龙鱼、豪士等
	乘风破浪 3	2022	7	金典、京东、合生元、Swisse、力士、德芙、爱玛
	乘风 2023	2023	10	金典、合生元、Swisse、德芙、一汽大众、最、豪士、金龙鱼、爱玛、觅光
	大侦探 7	2022	6	京东、AMX、Soul、M&Ms、好粥道、Free
	大侦探 8	2023	5	安慕希、百变大侦探、海飞丝、飘柔、佳洁士
	声生不息·港乐季	2022	10	简醇、三星、美赞臣、王老吉、中国移动、李锦记、京东、岚图汽车、小皮、绿箭
	声生不息·宝岛季	2023	8	Swisse、三星、百岁山、喜临门、上汽大通、绿箭、999 感冒灵、999 枇杷露
创新综艺	女子推理社	2023	4	美素佳儿、豪士、喜之郎、觅光
	青年 II 计划	2023	6	淘宝、青岛纯生、华莱士、欧丽薇兰、AHC、壳牌喜力

资料来源：芒果 TV，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2、会员业务再创新高，会员粘性不断增强

两次上调会员价格，定价仍有上调空间。2020 年至今，长视频行业进入调整周期，平台逐渐放弃烧钱亏损换市场份额的发展模式，流量导向型扩张步入尾声，集体进入“降本增效”阶段，移动网民长视频使用时长也逐渐趋于稳定，短视频的挤占作用减弱。长视频行业四大龙头纷纷上调会员价格，芒果 TV 2022 年 1 月、8 月两次调价，目前月卡、季卡价格与另外三家长视频平台保持一致，连续包月、连续包季、连续包年和年卡价格相比之下仍有上升空间。

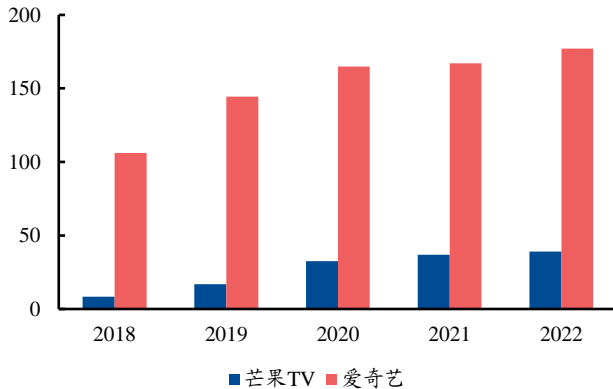
图 26、移动网民 app 每日使用时长 TOP8 类型



资料来源：MoonFox，兴业证券经济与金融研究院整理

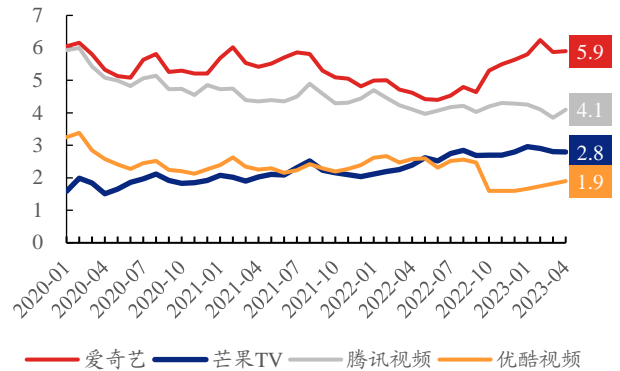
会员收入再创新高, MAU 表现良好。2022 年芒果 TV 年末有效会员规模高达 5916 万, 同比增加 17%, 会员收入同比增长 6.15%, 再创新高。Questmobile 数据显示, 2022 年腾讯视频和优酷视频的 MAU 整体呈现下降趋势, 爱奇艺下半年凭借《苍兰诀》《卿卿日常》《狂飙》等爆款剧集 MAU 逆势上扬, 而芒果 TV 凭借自制综艺的独特优势, 月活跃用户人数始终稳定增长, MAU 在 2022 年 5 月超过优酷视频, 目前已增长至 2.8 亿人。

图 27、长视频平台会员收入对比 (亿元)



资料来源: iFinD, 兴业证券经济与金融研究院整理

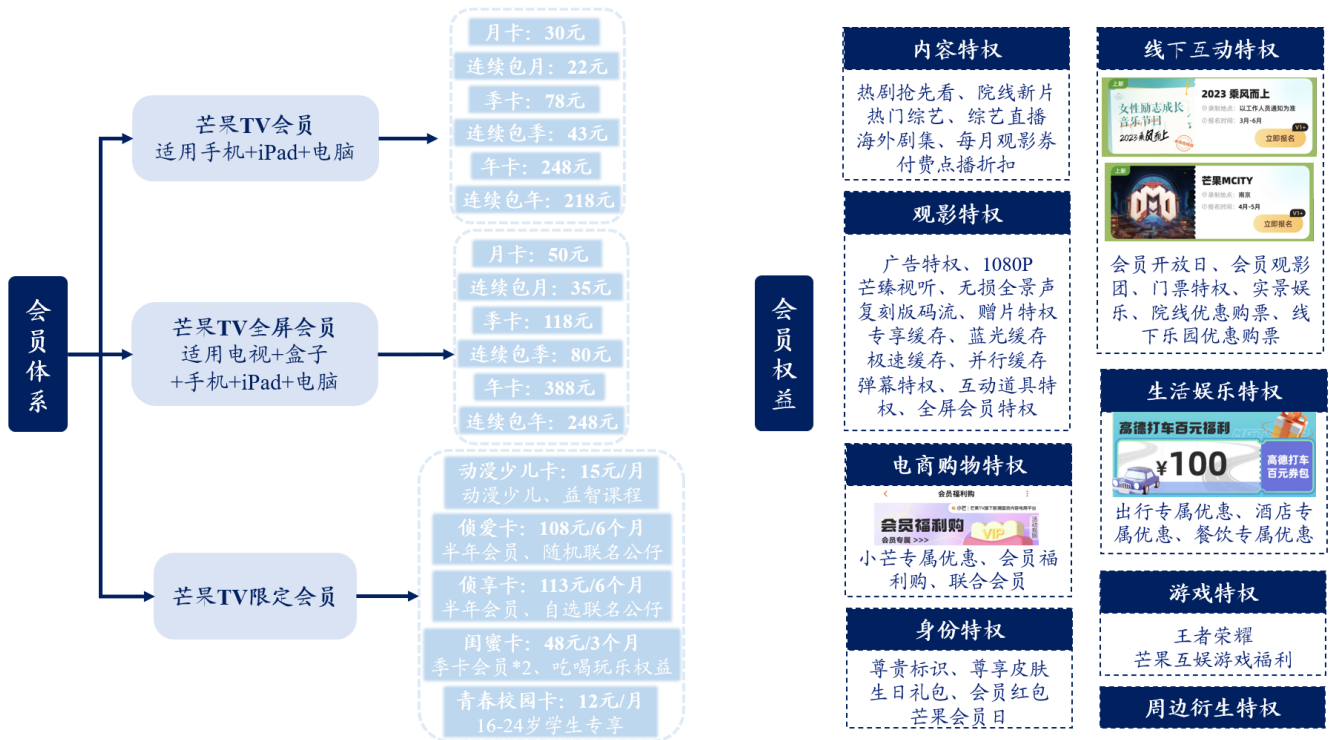
图 28、长视频平台 MAU (亿人) 对比



资料来源: QuestMobile, 萝卜投资, 兴业证券经济与金融研究院整理

创新优化会员体系, 全面提升会员权益。公司按照不同观众的特征和需求, 将会员体系划分为: 芒果 TV 会员、全屏会员和限定会员, 公司还结合热播剧综推出主题礼品卡和限定典藏卡, 进一步释放 IP 价值。公司**会员权益**可划分为: 内容特权、观影特权、电商购物特权、身份特权、线下互动特权、生活娱乐特权、游戏特权和周边衍生特权。在内容特权方面, 芒果 TV 针对头部 IP 推出会员纯享版、加更版、衍生节目内容, 加强会员粘性; 在电商购物特权方面, 公司联合小芒电商、快乐购等平台推出优惠购权益; 在线下互动特权方面, 会员可享受综艺节目录制专属报名通道等; 在生活娱乐特权方面, 会员可享受出行、酒店、餐饮等专属优惠。

图 29、芒果 TV 会员体系及会员权益



资料来源: 芒果 TV 手机 app, 兴业证券经济与金融研究院整理

大力推行联合会员，拓宽外部生态渠道。公司积极与其他企业、平台开展合作，推出一系列联合会员，增加用户付费动因，用价格优惠实现会员的拓新、引流、促活，实现联合双方共赢。另外，公司积极拓宽外部生态渠道，视听业务内容覆盖手机、PAD、PC、TV、IPTV、OTT 全终端，是全行业第一家真正意义上实现“一云多屏”的视频媒体。除此之外，万物互联的时代下智能汽车成为新的娱乐场景，“网生代用户”对车载视频娱乐服务消费的需求和能力日益增长，公司与小鹏汽车、ARCFOX 极狐等十余家车企合作探索车载屏视频服务，积极延展会员权益边界，用户能够享受即使“足不出车”，也如置身私人影院般的观影视听体验。

表 7、芒果 TV 联合会员类型

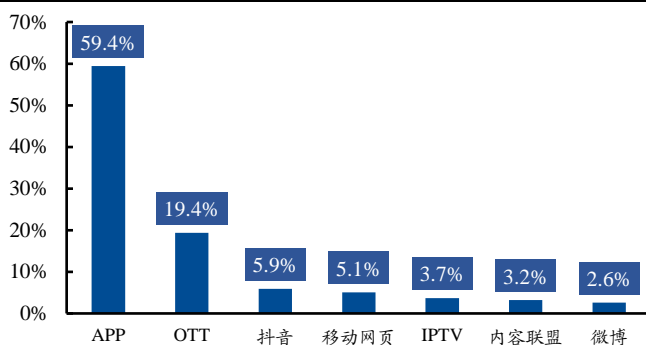
权益类型	联合方	会员类型	原价 (元)	现价 (元)
购物	京东 PLUS	年卡	446	248
	唯品会	年卡	447	248
	屈臣氏	月卡	--	30+500 权益
	网易严选	季卡	137	78
视听	网易云音乐	月卡	48	30
	QQ 音乐	月卡	48	30
	蜻蜓 FM	月卡	55	30
	喜马拉雅	月卡	55	30
	懒人听书	月卡	48	30
	贝乐虎	月卡	70	30
	央视频	月卡	60	30
生活	必胜客	季卡	116	78
	肯德基	季卡	96	78
	星巴克	月/季/年	--	30/78/248 +赠送相应权益

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

	猫眼电影	月卡	60	30
	同程黑鲸	月卡	55	30
	飞猪旅行	季卡	147.9	78
	东呈酒店	年卡	446	248
	亚朵酒店	年卡	447	248
	平安健康	月卡	60	30
	WPS	月卡	60	30
	百度文库	月卡	55	30
	QQ 超级会员	年卡	488	248
运营商	中国移动	半年卡	会员+30GB 流量	19.9 元/月
	中国联通	半年卡	会员+10GB 流量	19 元/月

资料来源：芒果 TV 手机 app，兴业证券经济与金融研究院整理

图 30、芒果 TV 全景生态流量规模占比分布



资料来源：QuestMobile，兴业证券经济与金融研究院整理

图 31、芒果 TV 车载视频



资料来源：芒果 TV 公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

深耕女性用户市场，渐向男性群体破圈。公司明确“青春、都市、女性”的用户定位，依托独特的综艺内容制作优势和差异化垂直定位，保障了从清晰用户群体、精准内容产品到广告客户之间的环环相扣。公司女性市场作品表现稳定，《乘风破浪 3》《妻子的浪漫旅行 6》《你好！大女生》《女子推理社》等坚定表达对女性力量的支持，芒果 TV 的女性用户占比高于行业水平，由于女性用户群体消费意愿及能力双高，在线视频行业的女性活跃渗透率高达 79.6%，因此公司的会员转化率较高。近年来，公司通过打造“芒果季风”品牌，不断探索悬疑、都市、科幻等男性向题材，主动推动用户破圈，《猎狼者》《消失的孩子》等剧集吸引大量男性用户观看。随着平台剧集自制生态成形，平台通过不同品类、不同题材剧集持续探索与迭代，有望逐步打磨出契合平台调性与用户喜好的剧场定位与爆款剧集。

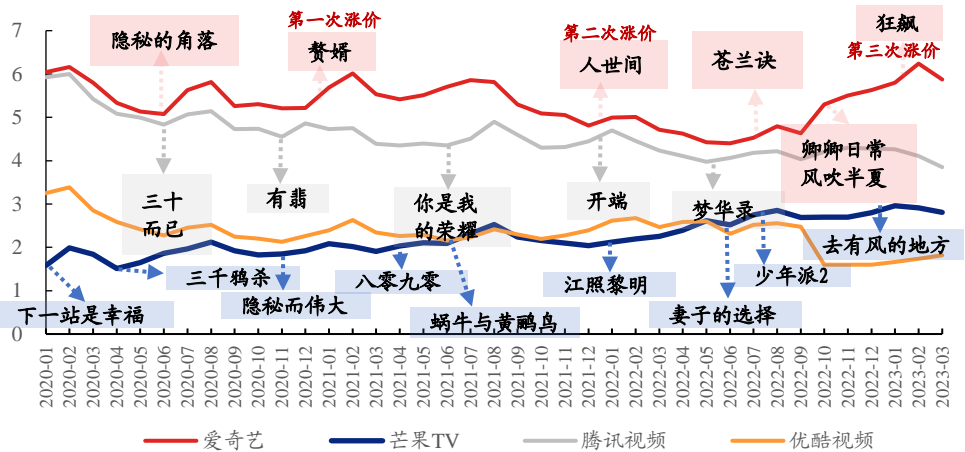
图 32、芒果 TV 女性向综艺盘点



资料来源：芒果 TV，兴业证券经济与金融研究院整理

内容保障会员转化，量价齐升未来可期。复盘长视频平台 MAU 抬升节点，爱奇艺《隐秘的角落》《赘婿》《人世间》《苍兰诀》《卿卿日常》《风吹半夏》《狂飙》、腾讯视频《三十而已》《有翡》《你是我的荣耀》《开端》《梦华录》等剧集播出时，平台 MAU 均显著提升，证明爆剧对于平台流量具有明显拉动作用。纵观爱奇艺的三次会员提价，均选择在年末完成，后续再推出爆款剧集稳定会员规模、提升用户粘性，侧面证明爆剧对于付费转化的重要作用。芒果 TV 除了在综艺制作方面具有统治能力，未来的爆剧储备也值得期待，《我的人间烟火》《大宋少年志 2》《群星闪耀时》《以爱为营》均为“流量+制作班底”的双重保障，有望实现进一步突破，推动平台流量及付费率提升，实现内容的“飞轮效应”，充分释放平台价值。

图 33、爆款剧集对平台 MAU 的拉动作用（单位：亿人）



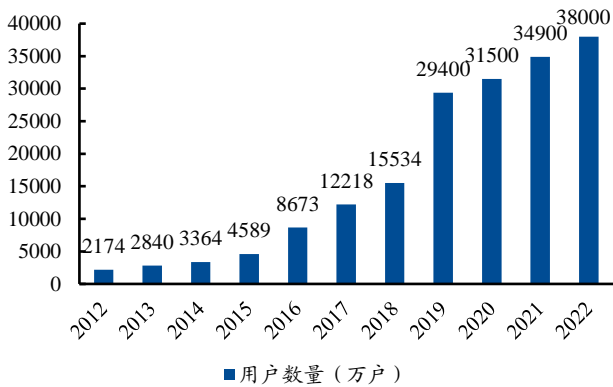
资料来源：QuestMobile，骨朵传媒，各视频网站，兴业证券经济与金融研究院整理

3.3、依托运营商战略合作，深化业务全国布局

依托完备牌照优势，扩大业务覆盖范围。作为长视频行业唯一同时具备 IPTV、

OTT 运营商双业务牌照的市场竞争主体，公司得以开启区别于爱优腾的运营商业。截至 2022 年底，全国 IPTV 用户已达 3.8 亿户，OTT 平均月度活跃用户数超过 2.7 亿户，智慧大屏市场规模持续增长。湖南卫视持有 IPTV 省级播控平台牌照，而芒果 TV 是七家 OTT 牌照持有方之一，依托双平台融合优势，芒果 TV 的内容既可以在 PC、APP 端观看，也可以通过 OTT、IPTV 电视观看。截至 2022 年 12 月，公司 OTT 端和 IPTV 端流量占比分别为 19.4%、3.7%，覆盖人群和影响力进一步扩大。

图 34、2012-2022 年 IPTV 用户规模



资料来源：流媒体视界，兴业证券经济与金融研究院整理

图 35、IPTV 和 OTT 牌照持有情况

牌照类型	公司名称	牌照性质
IPTV	百视通、央视国际、南方传媒、国广东方	全国性牌照
	华数传媒、江苏卫视台	地方性牌照
	辽宁、广东、重庆、湖南、山东、天津、河北、吉林、贵州、上海、湖北、江西、北京、云南、福建、海南广播电视台	省级播控平台牌照
	中国电信、中国联通、中国移动	IPTV 传输牌照
	北京华夏安业科技有限公司	IPTV 行业牌照
OTT	百事通、华数传媒、芒果TV、南方新媒体	地方牌照运营机构
	央视国际、国广东方、中国人民广播电视台	中央牌照

资料来源：国家广播电视总局，兴业证券经济与金融研究院整理

深化咪咕战略合作，加快省外业务布局。2019 年，公司与咪咕文化科技有限公司签署《战略合作协议》，双方建立起良好的战略伙伴关系。2021 年 8 月，中移资本向芒果超媒增资 30 亿元，成为芒果超媒第二大股东，持股比例 7.01%，双方合作加深。同年 11 月，公司全资子公司快乐阳光继续与中国移动旗下子公司咪咕文化签署为期三年（2021-2023）的整体合作框架协议，期限内合作金额不低于 35 亿元，双方约定在大屏业务、5G 创新、权益业务、衍生品电商、小屏业务等领域的探索更多新的合作形式。公司借力于与中国移动的合作，将大屏业务由传统分省合作模式全面升级为全国范围内统一聚合、一点分发模式，深化大屏业务全国布局，由咪咕文化全面负责芒果 TV 大屏内容专区在 30 个省份的落地，芒果承担内容和增值业务的支撑服务、获得分成。另外，公司与中国移动合作推出的“芒果卡”已在全国范围内多个省份上线，以湖北移动动感地带芒果卡为例，除了获得芒果 TV 会员、45G 超大流量等基础权益外，还能够获得《大侦探》同款实景剧本杀门票、芒果 IP 周边、每月观影代金券等福利，打通芒果内容消费、游戏潮玩、移动通信、生活服务等同链链路，为用户带来一站式、多样化动感青春娱乐体验。

图 36、公司与咪咕文化合作框架协议内容

合作业务	具体内容
大屏业务	双方共同推动芒果TV大屏业务在中国移动家庭大屏视听业务渠道的落地和运营维护（湖南省业务除外）
5G创新业务	双方共同探索创建5G联合实验室，推动5G+媒体产品形态、技术应用和业务模式创新，开展更多媒体融合创新合作
权益类合作	基于芒果超媒优势资源，助力动感地带品牌建设，将MG卡升级为动感地带版MG卡
衍生品电商	咪咕文化在小芒APP开设咪咕衍生品专区渠道
小屏业务	在剧集框架采购、综艺等会员分成业务等方面开展合作
音频业务	授权咪咕在中国移动旗下平台和渠道内使用芒果TV版权
出品拼播	探索在自制综艺、剧集、体育等内容领域的联合制作
阅读业务	芒果TV文学平台与咪咕阅读开展独家深度合作
联合推广	在权益类赞助合作内容授权、年度重点营销活动、艺人演艺合作等方面开展联合推广
联合拓展	在CDN采购、广告招商等领域开展深度合作

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 37、芒果卡权益

会员权益
每月赠送芒果TV、咪咕视频、咪咕快游会员

流量套餐
5GB 10GB 15GB
20GB 30GB 40GB 50GB 60GB 70GB 80GB 90GB 100GB 110GB 120GB 130GB 140GB 150GB 160GB 170GB 180GB 190GB 200GB 210GB 220GB 230GB 240GB 250GB 260GB 270GB 280GB 290GB 300GB 310GB 320GB 330GB 340GB 350GB 360GB 370GB 380GB 390GB 400GB 410GB 420GB 430GB 440GB 450GB 460GB 470GB 480GB 490GB 500GB 510GB 520GB 530GB 540GB 550GB 560GB 570GB 580GB 590GB 600GB 610GB 620GB 630GB 640GB 650GB 660GB 670GB 680GB 690GB 700GB 710GB 720GB 730GB 740GB 750GB 760GB 770GB 780GB 790GB 800GB 810GB 820GB 830GB 840GB 850GB 860GB 870GB 880GB 890GB 900GB 910GB 920GB 930GB 940GB 950GB 960GB 970GB 980GB 990GB 1000GB

惊喜芒盒
各种奖品抽不停
立即抽奖

小芒权益
一月月领 小芒商城通用券 ¥10
生日专享 小芒商城通用券 ¥68

湖玩权益
入网用户前3月，每月可领取一张5元猫眼观影代金券

定向流量
每月30GB定向流量，支持腾讯系、阿里系、百度系、抖音系、网易游戏、VIVO系、中国移动等超100款APP

流量成长计划
每月递增2GB/年，4年封顶

资料来源：芒果TV公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

省内业务创新试点，用户拉新效果明显。区别于省外大屏业务，公司对湖南省内的IPTV业务进行单独结算。2021年10月，芒果TV对湖南IPTV业务进行品牌战略升级，原“湖南IPTV”正式升级为“芒果大电视”，以高辨识度的品牌形象迅速焕新品牌力量，助力媒体融合向纵深发展。同时，公司开始在省内试点“芒果大电视会员”统一计费模式，稳步提升增值收入。根据芒果大电视2022年度收视报告，业务已覆盖用户超1500万人，全年点播内容累计观看时长超58亿小时，芒果大电视还上线了8个县级分屏，覆盖省内超110万户家庭。另外，芒果大电视集合省内顶级教育资源，重点打造了中短视频教育内容分享平台“快乐看”，推出了大屏短视频产品“芒头条”，通过个性化推荐和多元内容生态，有效促进用户点播，提升用户粘性。

图 38、“芒果大电视”联名业务



资料来源：芒果大电视会员公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

图 39、“芒果大电视”、“快乐看”、“芒头条”



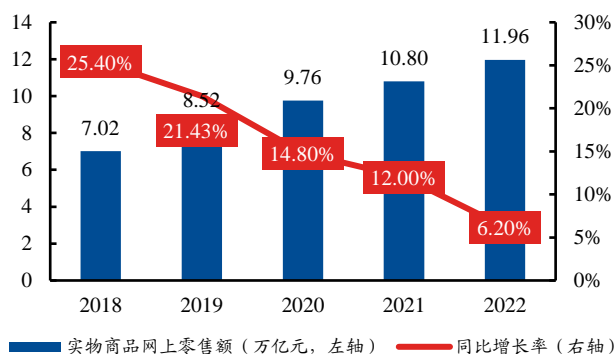
资料来源：芒果大电视会员公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

4、大力拓宽变现渠道，扩展芒果生态版图

4.1、内容电商成效初显，价值拓展形成闭环

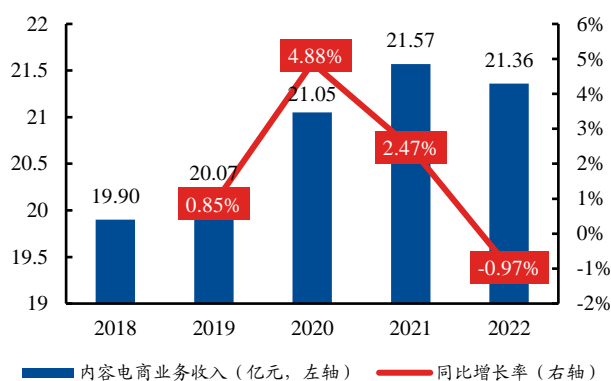
坚持国潮电商定位，内容衍生构造差异。小芒电商自 2020 年启动以来，始终坚持“新潮国货内容电商平台”定位，国货推广与公司的国有属性贴合，在拓宽内容商业变现的同时不忘主旋律表达和社会责任承担。与阿里、京东、抖音系电商不同，小芒电商立足于芒果生态圈层的长视频内容，衍生至电商领域打造核心垂直产品，实施“用内容为产品赋能”战略，在竞争激烈的电商赛道实现差异化发展。2022 年内容电商业务实现收入 21.36 亿元，虽较 2021 年下降 0.97%，但核心考核指标表现亮眼，全年 GMV 达到上一年度的 7 倍，DAU 峰值达 206 万，业务发展成效初显。

图 40、2018-2022 年实物商品网上零售额



资料来源：国家统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

图 41、2018-2021 年公司内容电商业务收入



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：2018-2020 年该业务财务口径为“媒体零售”，2021-2022 年变更为“内容电商”

完成首轮战略融资，加快构建商业闭环。2022 年，小芒电商完成首轮融资，公司控股股东芒果传媒对其进行增资，目前公司间接持有小芒电商 66.67% 的股份。引入战略培育期所必须的流动资金后，公司将加快构建“内容+视频+电商”的全新电商模式，以内容为根基，用内容引发共鸣，以共鸣创造需求，需求拉动消费，进而实现形成从内容到电商转化的销售闭环。1) **深度聚焦内容与电商业态融合：**利用芒果综艺 IP 资源和全链路精准运营策略，精准触达目标消费人群，其中《名侦探学院》棒球服运营团队打造出全网棒球服类目销量 TOP1 单品，成功孵化自营潮牌“南波万 (NO.1)”，截至 2023 年 3 月 2 日累计销量超 7 万件，累计 GMV 超 3000 万元；2) **积极探索场景化卖货创新策略：**通过《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；3) **打造专题晚会和营销活动：**公司成功举办“小芒种花夜”“小芒年礼节”等国货晚会，并结合《乘风破浪》《披荆斩棘》等重大 IP 开展营销活动，拓展合作品牌矩阵，不断扩大小芒品牌影响力。

图 42、小芒电商“内容+视频+电商”商业闭环



资料来源：芒果 TV，小芒 app，兴业证券经济与金融研究院整理

结合兴趣打造爆品，创新电商营销模式。小芒电商依据用户兴趣打造特色化商品矩阵，目前已经形成服装、配饰、食品、美妆、家具、家电、数码、潮玩、汉服、萌宠、棉花娃娃、手帐文创、露营生活、互动谜玩等多条兴趣商品线。另外，小芒电商结合芒果热门 IP 进行品牌联名合作，借助“粉丝经济”实现衍生品破圈，2023 年小芒电商将集中发力五大潜力爆品项目，分别是《大侦探 8》同款桌游“森林进化论”、《名侦探学院 6》同款萌啾叮防蚊贴、《声生不息》同款 IKF 耳机、朴西椰子沙滩洞洞鞋和《声生不息》同款全民 K 歌麦克风。在营销手段方面，小芒电商通过挖掘种花达人、建立小芒社区和福利群、开创热门话题等，提升品牌文化认知度及认同感，提高用户活跃度参与度及用户粘性，驱动消费转化；另外，小芒电商开始全面运营公司直播带货业务，在芒果头部综艺播出期间，小芒电商借助 IP 热度开设内容专区，通过明星拍摄短视频、进行带货直播等方式，快速实现同款商品的引流与种草；2022 年，小芒电商推出新潮国货计划，以《国牌研究院》节目为契机，助推孵化国潮品牌，与品牌方共同经营，联合分成。

图 43、小芒电商内容与营销

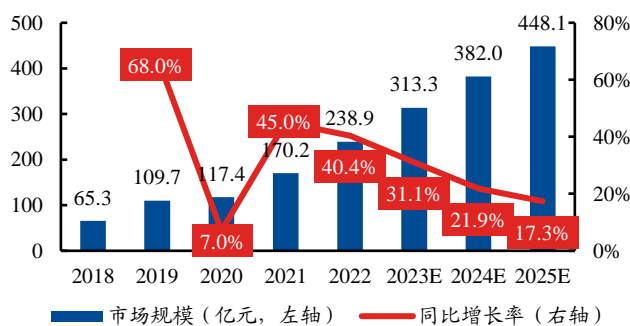


资料来源：小芒 app，兴业证券经济与金融研究院整理

4.2、实景娱乐优势显著，建立行业全新标准

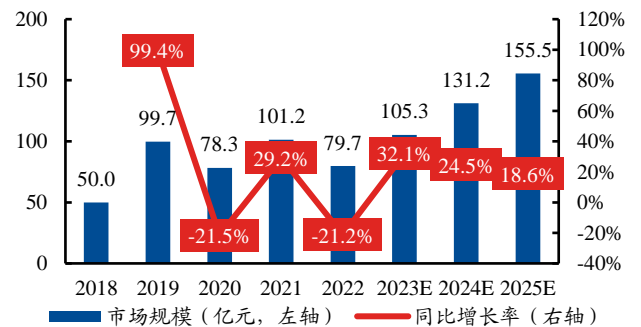
疫情影响逐渐消退，实景娱乐有望复苏。随着国民生活水平的提升、娱乐方式的增加、娱乐体验付费习惯的养成，消费者对于娱乐体验的代入感、体验感、社交性需求增强，实景娱乐产业得以迅速发展。实景娱乐是通过在真实的场景中，让顾客通过沉浸式体验的方式消费娱乐产品，主要包括但不限于密室逃脱、剧本杀、沉浸式戏剧、文旅小镇等，其中剧本杀以其独特的互动体验和社交属性吸引大批新生代人群的体验和消费。根据艾媒咨询数据，我国剧本杀行业的市场规模已连续多年增长，2022 年达到 238.9 亿元，同比增长 40.4%；而发展起步较早的密室逃脱行业受疫情影响，市场规模起伏较大。随着疫情影响的逐渐消退，线下娱乐行业有望快速复苏，在需求推动下，我国剧本杀、密室逃脱门店预计将继续扩张，行业市场规模持续壮大。

图 44、2018-2025E 剧本杀行业规模



资料来源：艾媒咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

图 45、2018-2025E 密室逃脱行业规模



资料来源：艾媒咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

依托爆款 IP 优势，打造 MCITY 概念店。公司依托《大侦探》《密室大逃脱》等优质内容，将 IP 从线上延伸到线下，开创全新品牌 M-CITY，致力于打造线下实景娱乐综合体。2021 年 4 月 30 日，M-CITY 长沙明侦主题店开业收获大量流量与好评，通过 IP 赋能引入新客，保证口碑实现顾客回流；2021 年 11 月 12 日，M-CITY 上海魔都 station 开业，是首家集《大侦探》《密室大逃脱》两大 IP 衍生的沉浸游戏体验馆，场馆共 6 层，门店建筑面积 5000 平方米，是上海市目前最大的沉浸式娱乐体验场所；2023 年 4 月，M-CITY 南京夫子庙店内测、开业活动体验官已开始招募；未来，公司还拟在成都、重庆、海口、武汉、北京、广州、深圳、西安、杭州等重点城市筹备线下门店，进一步拓展长视频商业化价值。另外，公司还积极与其他系列 IP 合作，如 M-CITY 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，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 46、芒果 TV 谜综 IP 表现



资料来源：芒果 TV，豆瓣，骨朵，兴业证券经济与金融研究院整理

图 47、M-CITY 旗舰店



资料来源：芒果 MCITY 公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

建立行业全新标杆，助推行业规范发展。目前以剧本杀和密室逃脱为代表的实景娱乐产业已进入发展规范期，消费者愈发重视商家的口碑、剧本的质量、沉浸式游戏体验、游戏玩法的创新设计等。公司依托爆款综艺的制作经验，能够从剧本创作与版权保护、DM 培训、线下实体运营等方面建立行业标杆，输出行业标准，且公司在内容创作方面的“创新基因”能够帮助线下门店可持续发展，实现从“树标杆”到“拓新店”的转换。

4.3、积极运用创新技术，AI 赋能未来可期

积极探索创新技术，搭建虚实融合元宇宙。2023 年，公司将以 AIGC 和虚实结合互动为产品技术创新的主攻方向，结合重点 IP 在虚拟人、虚拟互动、虚拟空间等领域的內容生产需求，打造虚拟互动空间，实现新型内容互动体验。1) **虚拟人**：2021 年公司接连推出 YAOYAO 和小漾两位 AI 虚拟主持人，小漾多次亮相《你好星期六》，在 2023 年 4 月 18 日的第二届广播电视和网络视听人工智能应用创新大赛颁奖仪式上，“小漾”获虚拟数字人技术应用一等奖；2) **数字藏品**：公司基于自研区块链技术搭建的“光芒链”数字藏品平台上线，陆续推出“圆滚滚的使命”“密室大逃脱”“侦心侦意”等系列藏品；3) **虚拟直播**：2021 年 9 月，公司上线首场虚拟直播演唱会《潮音实验室》，采用了实时深度交互系统，增加虚实互动的真实性。

AI 赋能内容创作，头部综艺实现应用。2023 年，公司探索构建 AIGC 技术栈与媒体业务场景的多触点结合，重点打造 AIGC 新型内容生产基础设施，覆盖剧本创作、音视频内容生产、新搜索推荐等业务。1) **内容生成**：公司自研的 AIGC 平台每天都可以自动生产视频内容，大部分在生成后通过早已架好的链路直接输送往各类分发渠道，每天全自动化上传的二创视频量可达到上万条，已在运营宣发层面减少了约 50% 的人工成本，流量获客的成本也节省了约三分之一。2) **综艺应用**：公司积极在头部内容中运用创新技术，如在《声生不息·宝岛季》中，公司结合 LED XR 虚拟拍摄技术突破场地与时间的限制，实现了中国台湾日月潭与湖南长沙演

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

播厅的合作演出，“光芒”5G 密集视音频传输系统、多现场实时高清连线技术得到切实应用；在《全员加速中 2023》中，公司将现场竞技转移至虚拟场景中，节目参与者头戴 VR 头盔在万向跑步机上进行录制，录制的对象也不仅是嘉宾们的现实模样，还有他们在虚拟世界中的分身，同时拟在虚拟空间中打造加速总部，面向用户提供 12 个线上同款玩法，与《全员加速中》节目艺人实现同台竞技排名；另外，公司还将在纪录片拍摄中使用 VR 和数字人进行内容创作，相关技术在纪录片尝试为业内首创。

图 48、芒果 TV 虚拟数字人小漾、YAOYAO



资料来源：芒果 TV，兴业证券经济与金融研究院整理

图 49、芒果 TV 虚拟直播演唱会、数字藏品



资料来源：艾媒咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

AI 赋能内容变现：

1) AI+广告：精准定位潜在消费人群。公司自 2016 年起即开始使用 AI 广告营销，与 AI 广告技术厂商影谱科技联合打造视频营销产品“易植”，与 Video++ 达成战略合作推出“灵犀”广告系统。通过 AI 智能选择视频场景，芒果 TV 广告业务打破冠名契合弱、转化率低等痛点，实现广告的完美植入，无缝贴合视频内容，帮助客户准确定位潜在消费人群，实现从“广而告之”到“准而告知”的转变。

2) AI+会员：依托新技术、新内容不断拓展新用户。公司会员粘性高、用户画像清晰，垂类属性较强。未来，公司会员运营将通过双平台创新剧场、头部综艺持续创作等全新打法与深耕拓展，进一步强化相关优势。公司产品主打当下科技和内容的深度融合，并持续关注元宇宙类内容如何更好的和平台用户进行有效关联。同时公司积极拓宽男性用户市场，明确 KPI 设置，相关综艺和剧集也在积极布局男性向内容。

3) AI+运营商：“人工+算法”重构 IPTV 推荐逻辑。在 5G 网络框架下，AI 技术能够帮助运营商完善智能场景应用，提升网络用户体验，帮助运营商更好地满足客户服务需求，增加客户参与度，显著改善用户服务，也能够更好地聚合生态、实现价值共创。公司与中国移动合作推出的“芒果大电视”IPTV 业务通过 AI 赋能，解决了传统 IPTV 平台运营中大屏运营版本多、后台多、操作频繁等问题，能够实现“一点操作、百处同步”，以“人工+算法”的思维重构 IPTV 的大屏推荐逻辑，为用户提供更为精准的个性化内容。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

4) AI+电商：助力电商业务升级。 AI有望赋能电商全链路，助力业务实现降本增效。如在产品开发阶段，AI可以助力产品设计、图文素材制作、优化选品决策等；在产品营销阶段，AI能够助力实现精准的广告投放、关联推荐，同时虚拟数字人助力直播带货的形式也得到了广泛应用。AI能够提升小芒电商系统服务商的效率，助力业务实现新一轮变革。

5) AI+实景娱乐：科技赋能沉浸式体验。 AI在实景娱乐行业也具有广泛的应用场景，通过VR、XR、AR等技术加持，能够提升玩家的游戏体验，如全国首档沉浸式剧本杀直播综艺《最后赢家》结合XR技术，延伸了游戏空间，大大增强了沉浸感。公司的M-CITY线下门店结合元宇宙概念，推出了“M星虚拟现实空间驿站”，结合VR技术，旨在为消费者提供身临其境的过关斩将体验。目前，基于《大侦探》节目内容而上线的《森林进化论》线上互动产品已经完成了商业验证。该套产品力求复刻《大侦探》的实景推理节目体验，已授权线下门店使用pad版本，开局超过千场，实现综艺内容输出-线上游戏-线下体验的全新尝试和开拓。

图 50、AI 赋能内容生成、内容变现



资料来源：公司公告、公司官网、公司公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

5、盈利预测与估值

芒果超媒作为稀缺A股传媒平台企业，内容制作与变现能力领先，作为国企平台，能够前瞻、精准地把握文化政策导向，节目形式创新走在行业前沿。根据2023已播出内容表现和待播内容储备，叠加消费拉动广告主信心恢复，综艺招商及会员收入有望再创佳绩。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

表 8、公司盈利预测假设

年份	2022	2023E	2024E	2025E
广告业务收入(亿元)	39.94	52.90	63.42	71.24
同比增长率	-26.76%	32.45%	19.89%	12.32%
会员业务收入(亿元)	39.15	45.24	51.42	57.45
同比增长率	6.15%	15.56%	13.64%	11.72%
运营商业收入(亿元)	25.23	29.78	34.35	38.91
同比增长率	19.00%	18.05%	15.33%	13.27%

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 9、公司盈利预测结果 (PE/PB 对应 2023 年 6 月 9 日收盘价)

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	13704	16284	18355	20240
增长率	-10.8%	18.8%	12.7%	10.3%
营业利润(百万元)	1725	2337	2800	3248
增长率	-19.2%	35.5%	19.8%	16.0%
归母净利润(百万元)	1825	2426	2915	3375
增长率	-13.7%	32.9%	20.2%	15.8%
最新摊薄每股收益(元)	0.98	1.30	1.56	1.80
每股净资产(元)	10.08	11.24	12.64	14.25
动态市盈率(倍)	32.6	24.6	20.4	17.7
市净率(倍)	3.2	2.8	2.5	2.2

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

投资建议: 2022 年, 公司内容表现仍然强劲, 变现渠道不断拓宽, 广告承压导致业绩下滑, 2023 年迎来内容大年, AI 布局有望为内容创作带来全新可能。我们维持盈利预测, 预计公司 2023-2025 年归母净利润 24.26/29.15/33.75 亿元, 对应当前股价 (2023 年 06 月 09 日) 的 PE 分别为 24.6/20.4/17.7 倍, 维持“买入”评级。

6、风险提示

(1) 宏观经济波动风险

公司互联网视频业务 B 端客户的广告预算、C 端用户的消费偏好与宏观经济周期具有较强的相关性, 宏观经济波动会从两个方面增加公司经营的不确定性: 1) 广告主预算: 宏观经济的变化将影响公司 B 端客户的支出预算, 从而将导致公司面向 B 端客户的业务产生较大波动。如宏观经济下行期间, 企业客户将缩减其广告支出预算, 从而使公司广告业务承压; 2) 会员消费: 宏观经济波动将影响公司 C 端客户的收入水平及结构, 进而影响其消费信心和消费偏好。

(2) 影视制作风险

影视制作风险主要体现于: 1) **影视作品未能通过审查的风险**。电视剧摄制完成后, 必须经广电总局或省级分局审查通过并取得《电视剧发行许可证》之后方可发行。公司在影视剧制作过程中, 可能因参演艺人原因或其他原因出现无法通过备案、无法取得制作许可证、制作完成后由于题材等问题无法取得发行许可证、取得发

行许可证后无法播出等情况。若出现以上情况，公司的经营业绩将会受到影响。

2) **影视业务投资回报不确定性较高的风险**。影视剧作品是一种文化产品，主观偏好、生活经验及舆论环境等多重因素决定了观众对影视剧的接受程度，影视剧播出后的收视效果具有较大的不确定性。影视剧投资具有单笔投资规模较大、投资回收期较长、收入与票房或收视率直接挂钩、市场反应难以预期等天然属性，投资回报具有相对较高的不确定性。

(3) 行业政策变化风险

公司所属行业为文化艺术业，市场参与主体应当严格按照行业监管政策开展相关业务，影视综艺节目上线前须取得播出许可证。行业监管政策的变化将给公司内容制作和排播带来不确定性。公司作为党媒国企，在政策研究方面具有先发优势，将始终坚持正确政治方向、舆论导向、价值取向，严格按照行业政策要求开展内容创作。

(4) 市场竞争风险

视频行业步入存量时代，长视频行业市场认知、运营思维、发展底层逻辑迎来根本性转变，行业竞争进入理性发展新阶段，部分视频平台订阅会员、付费会员规模增长陷入停滞。

(5) 业务资质风险

公司相关业务经营需持有并维持特定经营资质，若公司无法在相关业务资质到期后及时续期或取得新的业务资质，将会对公司的业务发展造成一定的不利影响。公司将加强业务资质管理，制定科学的业务资质申报规划，强化与相关主管部门的沟通，及时办理各项到期资质的续期业务。

(6) 技术革新风险

随着元宇宙、AIGC 等技术不断成熟和应用，新的业务形态和商业模式可能出现，给用户带来全新的文娱体验，技术变革带来的商业重塑可能对公司经营产生不利影响。

(7) 人才流失风险

公司所从事的新媒体业务、影视剧制作、艺人经纪业务对从业者的专业性要求高，经验丰富的专业化人才对公司业务具有重要影响。核心人才的流失，将影响业务的正常发展；此外，公司未能持续引入外部优质人才也会对公司的业务发展产生不利影响。

附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	21435	25760	30756	35354
货币资金	9687	13893	17812	21391
交易性金融资产	2695	2695	2695	2695
应收票据及应收账款	4660	4970	5746	6380
预付款项	1650	2001	2184	2377
存货	1600	1890	2088	2260
其他	1143	311	231	250
非流动资产	7615	6126	4484	3491
长期股权投资	4	14	12	11
固定资产	165	136	107	78
在建工程	0	0	0	0
无形资产	6965	5602	4045	3115
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	88	56	16	-21
其他	392	318	303	308
资产总计	29050	31886	35239	38845
流动负债	10060	10800	11634	12340
短期借款	1058	1058	1058	1058
应付票据及应付账款	6477	7120	7986	8682
其他	2525	2622	2590	2601
非流动负债	183	175	175	175
长期借款	0	0	0	0
其他	183	175	175	175
负债合计	10243	10975	11809	12515
股本	1871	1871	1871	1871
资本公积	9547	9547	9547	9547
未分配利润	7307	9462	12041	15010
少数股东权益	-44	-123	-216	-325
股东权益合计	18806	20911	23430	26330
负债及权益合计	29050	31886	35239	38845

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	1825	2426	2915	3375
折旧和摊销	5081	4519	4714	4787
资产减值准备	168	37	74	48
资产处置损失	-1	-0	-1	-1
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	24	-11	-44	-74
投资损失	-133	-101	-112	-108
少数股东损益	-59	-78	-94	-109
营运资金的变动	-1130	-464	-246	-334
经营活动产生现金流量	552	7386	7177	7596
投资活动产生现金流量	654	-2995	-3000	-3723
融资活动产生现金流量	1545	-184	-258	-293
现金净变动	2751	4207	3919	3579
现金的期初余额	6911	9687	13893	17812
现金的期末余额	9662	13893	17812	21391

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	13704	16284	18355	20240
营业成本	9067	10929	11951	13004
税金及附加	90	107	121	134
销售费用	2180	2218	2750	3034
管理费用	624	630	725	830
研发费用	235	211	184	198
财务费用	-131	-11	-44	-74
其他收益	119	121	112	117
投资收益	133	101	112	108
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-118	-82	-88	-91
资产减值损失	-50	-3	-5	-2
资产处置收益	1	0	1	1
营业利润	1725	2337	2800	3248
营业外收入	46	35	36	37
营业外支出	4	24	14	19
利润总额	1766	2348	2822	3266
所得税	0	0	0	0
净利润	1766	2348	2821	3266
少数股东损益	-59	-78	-94	-109
归属母公司净利润	1825	2426	2915	3375
EPS(元)	0.98	1.30	1.56	1.80

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	-10.8%	18.8%	12.7%	10.3%
营业利润增长率	-19.2%	35.5%	19.8%	16.0%
归母净利润增长率	-13.7%	32.9%	20.2%	15.8%
盈利能力				
毛利率	33.8%	32.9%	34.9%	35.8%
归母净利率	13.3%	14.9%	15.9%	16.7%
ROE	9.7%	11.5%	12.3%	12.7%
偿债能力				
资产负债率	35.3%	34.4%	33.5%	32.2%
流动比率	2.13	2.39	2.64	2.86
速动比率	1.97	2.21	2.46	2.68
营运能力				
资产周转率	49.7%	53.4%	54.7%	54.6%
应收账款周转率	401.4%	421.2%	411.0%	406.8%
存货周转率	509%	576%	552%	550%
每股资料(元)				
每股收益	0.98	1.30	1.56	1.80
每股经营现金	0.29	3.95	3.84	4.06
每股净资产	10.08	11.24	12.64	14.25
估值比率(倍)				
PE	32.6	24.6	20.4	17.7
PB	3.2	2.8	2.5	2.2

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	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的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。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为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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，投资者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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn