

内容王者乘风起航，会员广告收复失地

投资要点

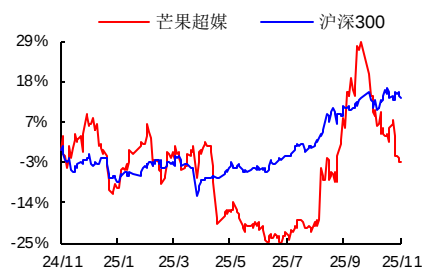
- **推荐逻辑:** 1) 芒果超媒作为国内 A 股市场的国有控股长视频平台，独拥两块 OTT 与 IPTV 稀缺牌照，综艺领域头部地位稳固，综 N 代持续爆发，长剧补齐短板，短剧打造热点剧场，有望受益政策松绑。2) 公司会员人数达 7331 万，鉴于芒果 TV 在内容生态建设上的持续投入与创新，会员价格缓慢提升，多层次会员体系有望拉动 ARPPU 增长。3) 广告收入触底回升，25 年 Q3 广告收入实现增长，全新广告商业模式有望拉动增长。
- **“广电 21 条”带来政策松绑，创新基因带来优质剧综持续爆发。**“广电 21 条”取消电视剧集数上限并优化审查流程，为公司带来政策红利。1) **综艺:**《声鸣远扬》重启音综选秀，26 年启动全新综艺节目《有勇气来岛》、《声起地平线》，2024 年全网络综艺霸屏榜前 20 中芒果贡献总有效播放量 40.8%，综 N 代持续爆发。2) **长剧:** 内外发力好剧制作，通过创新“超级合伙人”制度与行业头部创作者深度绑定，并与华策影视、中国移动咪咕公司开展紧密合作，《国色芳华》、《小巷人家》等爆款节目涌现。展望 2026 年《水龙吟》、《美顺与长生》、《欢聚》等重磅剧集即将上映。3) **短剧:** 短剧聚焦自身 IP，“热点剧场”享流量宝藏，依托自身 IP 打造《乘风 2025》首部衍生短剧《乘风 2025 之三十而励》和《还珠》。芒果 TV 与红果短剧创新推出“果果剧场”，采用双平台分账共享流量机制。
- **会员: 人数及收入稳健增长，ARPPU 受益 C 端客户增长持续提升。**2020-2024 年，公司有效会员数从 3613 万增至 7331 万，会员收入由 32.6 亿元提升至 51.5 亿元，年均复合增长率达 12.1%。然而 2021 至 2023 年间 ARPPU 下滑 26%，2024 年 ARPPU 仅为 5.9 元/月。主要受联合会员等促销策略摊薄单客收入影响。未来增长将依托优质内容强化用户吸引与留存，并通过 SVIP 等多层级价格策略推动 ARPPU 回升。相较爱奇艺等头部平台，芒果 TV 在会员定价体系（超过 15 元/月）与 ARPPU 水平上仍具提升空间，有望通过结构化调价与权益升级逐步缩小差距。
- **广告: 首创硬广制播传一条龙服务，颠覆式开启全域营销新模式。**芒果在面临传统广告下滑，互联网广告异军崛起的背景下，依托芒果“内容创意+制作拍摄+宣发传播”的核心优势，开辟出一条从品牌打造，场景内容和闭环转化一条龙的全新商业模式。深度解决目前行业痛点: 1) 于品牌方而言，将品牌打造与闭环转化融为一体，化解品牌广告与效果广告之间的对立矛盾; 2) 于芒果而言，深度挖掘旗下主持人/艺人/达人价值，依托全域 6.58 亿粉丝数量，实现品牌方对于芒果投入的价值延伸。启动新媒体营销，将使芒果能享受到互联网广告时代发展红利，互联网广告行业从 2020 年 3919 亿元增至 2024 年 8919 亿元，复合增速达到 22.8%。依托于优质内容平台，将会是对于短视频广告形成降为打击。尽管芒果超媒广告收入从 2021 年 54.5 亿元下滑至 2024 年 34.4 亿元，随着全域营销的启动，广告业务有望迎来拐点。
- **盈利预测与投资建议:** 考虑到广电总局政策监管逐步放松，公司作为国内优质剧综制作公司加大制作投入，通过优质内容带动广告收入复苏，同时公司会员

西南证券研究院

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

分析师: 阮雯
执业证号: S1250522100004
电话: 021-68416017
邮箱: rw@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	18.71
流通 A 股(亿股)	10.22
52 周内股价区间(元)	21.13-35.76
总市值(亿元)	554.67
总资产(亿元)	329.49
每股净资产(元)	12.38

相关研究

数量和收入持续增长，ARPPU 还有较大提升空间，因此预计公司 2025-2027 年归母净利润为 15 亿元、19.6 亿元和 24.1 亿元，对应 PE 为 37 倍、28 倍和 23 倍，对标海外 Netflix，给予公司 2026 年 38 倍 PE，对应目标价格为 39.9 元，给予“买入”评级。

● **风险提示：**政策落地不及预期风险；广告收入增长不及预期风险；会员收入增长不及预期风险；节目上线效果不及预期风险；公司技术发展不及预期风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	14079.69	14526.19	15977.02	17772.30
增长率	-3.75%	3.17%	9.99%	11.24%
归属母公司净利润（百万元）	1364.35	1498.84	1954.95	2409.14
增长率	-61.63%	9.86%	30.43%	23.23%
每股收益 EPS（元）	0.73	0.80	1.05	1.29
净资产收益率 ROE	5.96%	6.27%	7.60%	8.62%
PE	41	37	28	23
PB	2.46	2.32	2.16	1.98

数据来源：Wind，西南证券



目 录

1 A 股的国有控股双牌照媒体平台	1
1.1 廿载长盛不衰，华丽转型多元新媒体集团	1
1.2 国有控股媒体平台，把握文化战略高地	2
1.3 内容为王，双牌照商业模式多元发展	4
1.4 利润受短期税收政策波动冲击，会员业务增长凸显韧性	5
2 创新基因打造剧综，政策松绑下迎来高质量发展	8
2.1 综艺：综 N 代巩固头部地位，新综艺持续创新	8
2.2 长剧：内外发力，口碑剧集不断涌现	13
2.3 短剧：打造“热点剧场”，聚焦自身 IP	14
2.4 监管逐步放松，行业有望高质量发展	18
2.5 AI 驱动文化扬帆，打造公司新增长极	19
3 会员人数与 ARPPU 双重增长，广告开创新模式	20
3.1 会员：人数及收入持续上涨，ARPPU 提升空间大	20
3.2 广告：首创硬广制播传一条龙服务，开启全域营销新模式	22
3.3 电商：小芒电商提供 IP 变现渠道	25
4 他山之石：Netflix 内容为王的变现密码	27
5 盈利预测与估值	32
5.1 盈利预测	32
5.2 相对估值	33
6 风险提示	34

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司股价走势.....	2
图 3: 公司股权结构.....	3
图 4: 公司业务板块.....	4
图 5: 公司双牌照优势.....	5
图 6: 2020-2025Q1-3 公司营业收入及增速.....	6
图 7: 2020-2025Q1-3 公司归母净利润及净资产收益率.....	6
图 8: 2020-2025Q1-3 公司销售毛利率、净利率、行业净利率.....	6
图 9: 2020-2025H1 公司各业务营收占比.....	6
图 10: 2020-2025H1 公司分业务毛利率.....	7
图 11: 2020-2025H1 芒果 TV 互联网视频各业务营收占比.....	7
图 12: 2020-2025H1 芒果 TV 互联网视频各业务营收 (亿元).....	7
图 13: 2025Q3 热播新综有效播放 TOP20 播放量对比.....	9
图 14: 2025Q3 各平台上新季播综艺独播部数占比.....	9
图 15: 声鸣远扬.....	11
图 16: 《有勇气来岛》宣传图.....	11
图 17: 《声起地平线》宣传图.....	11
图 18: 《东方曜计划》.....	12
图 19: 《宠物合伙人》.....	12
图 20: 2020-2025H1 公司无形资产-影视版权账面净额.....	14
图 21: 中国微短剧市场规模与电影票房对比.....	15
图 22: 山西文旅微短剧.....	15
图 23: IP 衍生开发的《三十而励》职场主题短剧.....	15
图 24: 《还珠》短剧主题剧照.....	15
图 25: 芒果 TV 国际版 app 部分界面及功能.....	17
图 26: 2022-2025H1 上新国产新剧数量 (部).....	18
图 27: 2022-2025H1 上新国产新剧部均集数.....	18
图 28: 湖南卫视&芒果 TV 节目应用 AI 技术.....	19
图 29: 芒果超媒 AI 模型“芒果大模型”.....	19
图 30: 乘风破浪的姐姐越南版海报.....	20
图 31: 2021-2024 芒果 TV 国际版 app 累计下载量.....	20
图 32: 2020-2024 公司有效会员数及会员收入.....	21
图 33: 2020-2024 芒果 TV、爱奇艺 ARPPU.....	21
图 34: 2020-2024 广告产业链互联网媒介收入及趋势.....	22
图 35: 广告浏览媒介对比情况.....	22
图 36: 2020-2025H1 爱奇艺、芒果超媒、B 站广告营收 (亿元).....	24
图 37: 2020-2025H1 快手公司线上营销服务收入 (亿元).....	24
图 38: 2025 芒果秋季招商大会现场.....	24
图 39: 2025 芒果秋季招商大会现场.....	24

图 40: 优酷运用 AI 生成的海报	25
图 41: 迪士尼“魔法词”技术	25
图 42: 《水龙吟》官方周边	26
图 43: 《乘风》官方周边	26
图 44: 小芒全球旗舰店在沪开业	27
图 45: 小芒全球旗舰店	27
图 46: Netflix 发展历程	28
图 47: Netflix 2011-2025Q3 总收入及归母净利润	29
图 48: Netflix 2012-2024 分业务营业收入	30
图 49: Netflix 分地区订阅人数 (千万人)	30
图 50: Netflix ARPPU (元/人/月)	31

表 目 录

表 1: 部分芒果超媒旗下党政宣传节目	3
表 2: 芒果超媒子公司名称及其主营业务	5
表 3: 2024 年全网网络综艺霸屏榜	8
表 4: 湖南卫视和芒果 TV 2025 年上新综艺前序综艺汇总	9
表 5: 芒果超媒上线综艺、电视剧、短剧及各类团队数量	12
表 6: 芒果 2026 年待播综艺节目	12
表 7: 2023-2025H1 芒果平台热播长剧	13
表 8: 公司部分储备剧集	14
表 9: 芒果 TV 主要出品/独播火热短剧集	16
表 10: 芒果 TV “大芒计划” 2025 年精品微短剧分账合作模式	16
表 11: 四大平台提价记录	21
表 12: 四大平台 VIP、SVIP 等会员对比	22
表 13: 2024 年播放指数前十大综艺冠名及其他赞助商统计	23
表 14: 2024 年播放量前十大剧集广告客户统计	23
表 15: 小芒电子商务有限责任公司 2022-2025H1 营收及净利润	26
表 16: Netflix 会员结构 (美元)	31
表 17: 分业务收入及毛利率	33
表 18: 可比公司 PE 估值表	33
附表: 财务预测与估值	35

1 A股的国有控股双牌照媒体平台

1.1 廿载长盛不衰，华丽转型多元新媒体集团

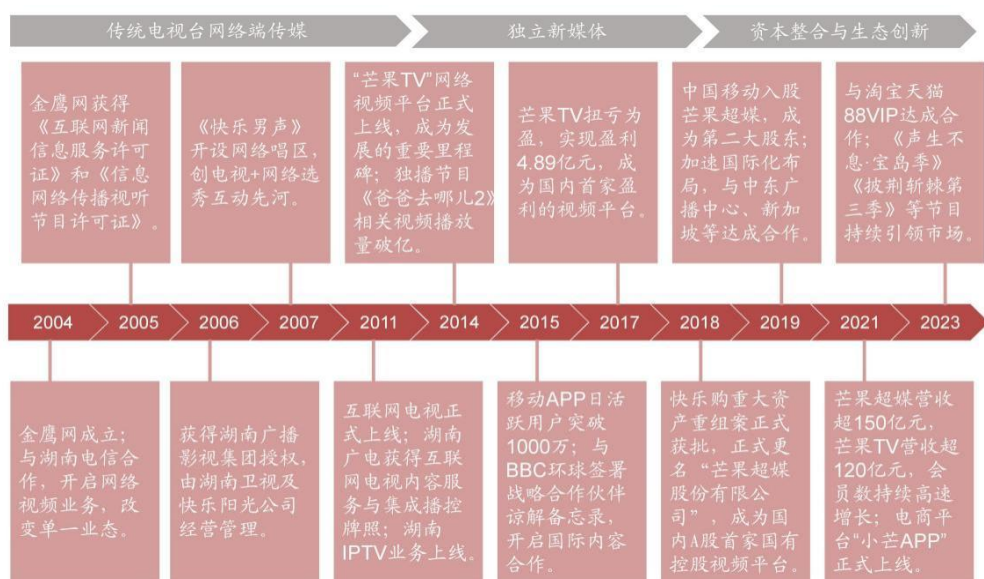
芒果超媒的发展历程，是传统广电媒体成功实现互联网转型的典范。其历程主要可分为以下几个阶段：

1) 平台初创与内容独播：芒果超媒的前身可追溯至 2004 年成立的金鹰网。2008 年，金鹰网整合湖南卫视资源，启用 hunantv.com 域名，开启平台化运营。关键转折发生在 2014 年，芒果 TV 网络视频平台正式上线，并凭借对湖南卫视优质内容（如《爸爸去哪儿》第二季）的独家播放权，迅速吸引了首批核心用户，开启了从电视台网络端向独立新媒体平台的战略转型。2015 年，公司推出芒果 TV 互联网电视品牌。至 2016 年，芒果 TV 全平台日活跃用户数已突破 4700 万。

2) 率先盈利与资本整合：2017 年，芒果 TV 率先实现扭亏为盈，成为中国国内首家实现盈利的视频平台，证明了其“内容+平台”一体化运营商业模式的可行性。2018 年是公司的资本里程碑之年，快乐购（300413.SZ）重大资产重组获批，芒果 TV 等五家公司整体注入上市公司。同年 7 月，快乐购正式更名为“芒果超媒股份有限公司”，标志着国内 A 股首家国有控股的视频平台正式诞生，湖南广电“一体两翼、双核驱动”的融合媒体产业格局得以巩固。

3) 生态深化与创新拓展：上市后，芒果超媒进入生态深化期。内容上，持续打造了《乘风破浪的姐姐》《披荆斩棘的哥哥》等系列爆款，构建了强大的自制内容护城河。业态上，公司于 2020 年推出会员付费等多元化商业模式，并于 2021 年上线新潮国货内容电商平台“小芒 APP”，拓展第二增长曲线。同时，公司积极布局 5G、AI 等创新技术应用，并推动内容出海。芒果超媒已从单一的视频平台，成长为一家融合线上线下、连接大屏小屏、多元产业协同发展的新媒体集团。

图 1：公司发展历程



数据来源：快乐阳光官网，互联网，西南证券整理

近年芒果超媒的股价处于企稳反弹期。2015年初至2017年中，其前身“快乐购”作为传统电视购物公司，期间主要受国企改革等概念炒作影响而剧烈波动，但由于业务模式单一，缺乏基本面支撑，呈现大起大落态势。2017年中至2018年初，公司进入重组蛰伏期，随着湖南广电将芒果TV等核心资产注入，公司两次停牌，市场处于观望状态，股价在底部区域持续横盘。2018年初至2021年初，完成资产重组并更名为“芒果超媒”后，公司实现了从电视购物向国有控股长视频平台的转型，凭借稀缺的盈利能力和《乘风》等爆款内容的驱动，叠加小芒电商带来的新增长预期，股价走出长达三年的主升浪，涨幅显著。然而，2021年初至2024年初，公司遭遇戴维斯双杀，前期估值过高、互联网监管收紧、广告主预算收缩等多重宏观逆风，叠加自身用户增长见顶、内容创新乏力及新业务投入期拖累利润等因素，导致股价深度回调。2024年初以来，股价逐步企稳反弹，主要源于超跌后的估值修复、政策环境回暖、公司降本增效见效，以及市场对其新业务和AIGC等新技术的期待。

图 2：公司股价走势

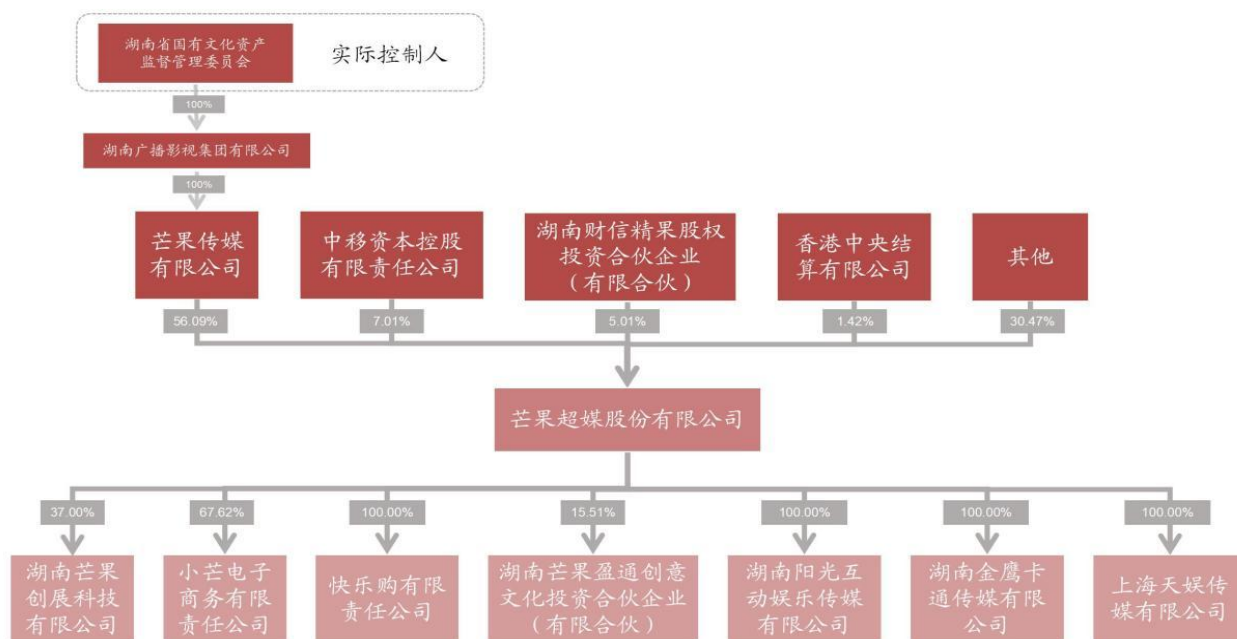


数据来源：iFinD，互联网，西南证券整理（截至2025年10月31日）

1.2 国有控股媒体平台，把握文化战略高地

芒果超媒作为国内A股市场的国有控股长视频平台，其独特的国资背景为其构建了多维度的竞争优势。公司控股股东为芒果传媒有限公司，持股比例为56.09%，最终控制人为湖南省国有文化资产监督管理委员会。其他主要股东包括中移资本控股有限责任公司持股7.01%、湖南财信精果股权投资合伙企业持股5.01%、香港中央结算有限公司持股2.51%，股权结构集中且稳定。国有背景强化了其与湖南广电体系的深度融合，公司能够高效承接湖南广电近三十年积累的内容制作经验、人才库与IP资源，通过台网融合战略在内容创制、广告营销等方面实现深度协同。国有控股背景为芒果超媒构筑了集政策红利、资源协同与品牌公信力于一体的综合壁垒。

图 3：公司股权结构



数据来源：iFinD，西南证券整理（截至 2025 年 9 月 30 日）

以宣扬时代正能量作品为抓手，推动建设国有文化舆论阵地。公司始终将“党媒姓党、绝对忠诚”作为根本原则，主动将鼓励现实题材创作、加强国际传播能力建设等国家广电政策导向，系统性地融入内容策划、生产、播出全流程。例如，围绕党的二十大、全国两会、新中国成立 75 周年等重大主题，芒果 TV 在首页首屏设立“学习时刻”等专题专区，推出《思想耀江山》《这十年》《问苍茫》《日光之城》等一系列聚焦新时代伟大实践的作品，实现主流价值与青春语态的创新融合。在内容创作上，公司始终注重社会价值与娱乐属性的平衡，其出品的《声声不息》《花儿与少年·丝路季》等节目紧密契合国家重大主题宣传，体现了主流媒体的社会责任，这种对监管精神的深刻理解使其在内容安全与导向把控上更为稳健。

表 1：部分芒果超媒旗下党政宣传节目

节目名称	节目简介
《思想耀江山·共享篇》	以“共享、共富、共奋斗”为主题，分别聚焦“共享发展成果”“迈向共同富裕”“共奋斗向未来”等话题的节目。
《思想的旅程》	回顾过去十年党和国家发生的巨大变化的理论片。
《这十年》	讲述以习近平同志为核心的党中央带领全国各族人民书写的新时代精彩故事的纪录片。
《麓山之歌》	当代重工制造业剧。
《底线》	展现中国司法改革最新成果的现实主义法治题材电视剧。
《理想照耀中国》	记录中国共产党诞生一百年以来的动人征程的系列短剧。
《百炼成钢》	以八首时代经典歌曲完整串联起党故事的近代革命历史剧。
《党的女儿》	选取百年间优秀女党员代表，勾勒出百年党史的微短剧。
《中国官箴》	赋予古代官箴鲜活的时代内涵，助力新时代廉洁文化建设的文化微纪录片。

数据来源：公司年报，互联网，西南证券整理

1.3 内容为王，双牌照商业模式多元发展

芒果超媒股份有限公司作为国内领先的国有新型主流媒体集团，其核心竞争力源于旗下三大主营业务板块所形成的强大协同效应。公司以“内容为王”为基石，通过芒果 TV 互联网视频、新媒体互动娱乐内容制作、内容电商与媒体零售三大板块的深度联动，成功构建了一个从内容创意、制作发行、平台运营到商业变现的完整产业链生态闭环。这种“一鱼多吃”的商业模式不仅确保了优质内容价值的最大化，也构筑了公司难以复制的护城河，使其成为国内率先实现持续盈利的长视频平台。

芒果 TV 互联网视频业务是公司的核心引擎与流量入口。公司以芒果 TV 平台为载体，主要通过会员、广告及运营商三大模式实现价值变现。依托《乘风 2024》、《歌手 2025》、《大侦探》等大量独家精品内容，平台持续吸引用户订阅，截至 2024 年末，芒果 TV 会员规模达 7331 万，全年会员业务收入达到 51.48 亿元，会员收入是其最核心的增长驱动力。广告业务则深度挖掘 IP 营销价值，为品牌客户提供冠名、植入等多元化整合营销方案。独特的牌照优势是另一大壁垒，公司同时具备 IPTV、OTT 牌照的市场主体，与电信运营商广泛合作，大屏业务覆盖全国，带来了稳定可观的运营商收入。这一板块不仅是公司营收的压舱石，更为其他业务输送了巨大的流量和品牌曝光。

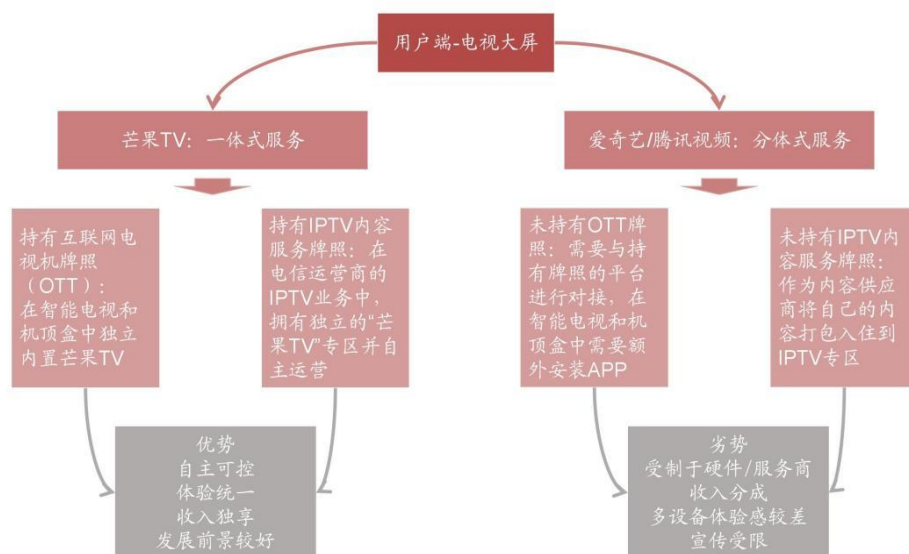
图 4：公司业务板块



数据来源：公司年报，西南证券整理

独拥两块 OTT 与 IPTV 稀缺牌照，丰富商业变现渠道。芒果超媒凭借其独特的国有背景，同时持有 OTT 和 IPTV 两项关键牌照的市场主体：通过与三大电信运营商及有线电视网络开展深度合作，公司不仅开辟了电视大屏这一广阔的增量市场，更获得了持续稳定的分成收入。牌照优势还赋予了芒果超媒自主运营的主导权，使其能构建“一云多屏”的全域生态，实现内容在手机、PC 和电视端的无缝协同，为用户提供统一体验，为广告主打造全域营销方案。这两张牌照是芒果超媒合规进入家庭大屏市场的通行证，更是其区别于竞争对手实现差异化竞争和可持续发展的根本保障，奠定了其在媒体融合格局中的独特地位。

图 5：公司双牌照优势



数据来源：公司年报，互联网，西南证券整理

表 2：芒果超媒子公司名称及其主营业务

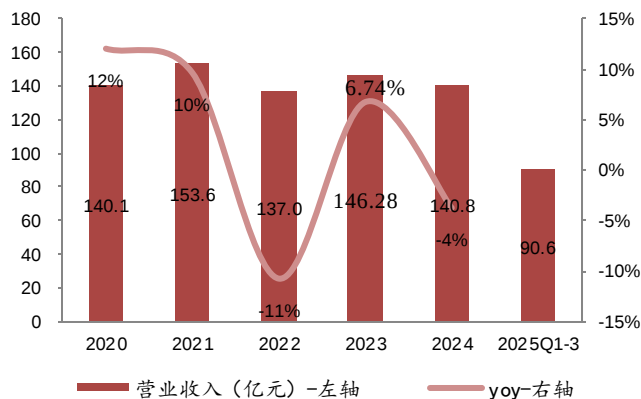
子公司名称	主营业务	2024 年营业收入（万元）	2024 年净利润（万元）
湖南金鹰卡通传媒有限公司	青少儿内容制作	20,495.37	6,485.51
湖南快乐阳光互动娱乐传媒有限公司	互联网视频业务、内容运营业务	1,103,151.90	130,388.20
快乐购有限责任公司	媒体零售	160,966.43	-1,801.11
上海天娱传媒有限公司	艺人经纪、音乐版权业务	34,038.00	4,542.40
小芒电子商务有限责任公司	内容电商	106,675.05	-4,748.78

数据来源：iFinD，西南证券整理

1.4 利润受短期税收政策波动冲击，会员业务增长凸显韧性

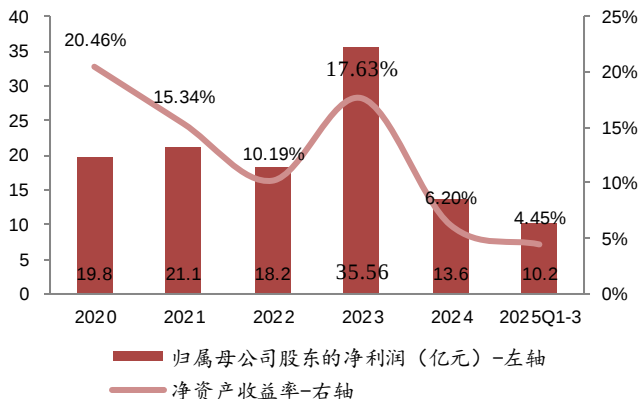
营业收入保持稳定，净利润受会计政策影响波动显著。2020-2024 年公司年度营收总体平稳，峰值出现于 2021 年的 153.6 亿元，谷值为 2022 年的 137.0 亿元。2023 年，因执行相关会计政策，公司一次性确认超过 10 亿元的递延所得税资产，显著降低当期所得税费用，推动归母净利润同比大幅增长 95.4%，达到 35.6 亿元。2024 年，随着该一次性影响消退，归母净利润回落至 13.6 亿元。若剔除该非经常性损益影响，公司扣非归母净利润实际保持平稳，反映出公司盈利能力的连贯性。2025Q1-3 公司实现营业收入 90.6 亿元，同比减少 11.8%；归母净利润 10.2 亿元，同比下降 29.7%。收入下滑的同时，部分成本与费用仍相对刚性，导致利润承压。

图 6：2020-2025Q1-3 公司营业收入及增速



数据来源：iFinD，西南证券整理

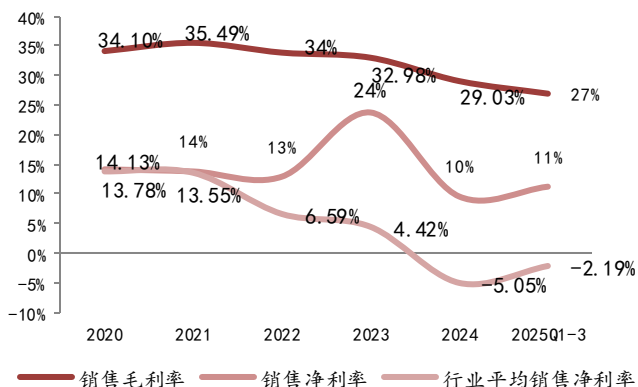
图 7：2020-2025Q1-3 公司归母净利润及净资产收益率



数据来源：iFinD，西南证券整理

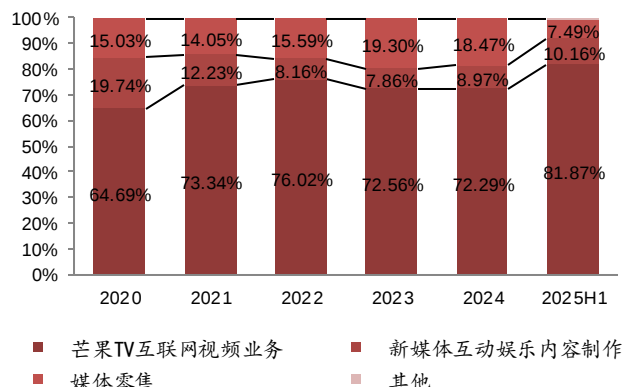
毛利率整体呈下行趋势，但净利率表现优于行业平均，反映出较强的成本与费用管控能力。公司销售毛利率受行业宏观环境等因素影响，从 2021 年的 35% 逐步回落至 2025Q1-3 的 27%。净利率方面，与同花顺行业分类中数字媒体板块的整体均值对比来看，2020 年及 2021 年，公司净利率与行业水平基本持平；2022 年之后，其净利率持续高于行业均值，显示出公司在盈利质量与经营韧性方面具备相对优势。

图 8：2020-2025Q1-3 公司销售毛利率、净利率、行业净利率



数据来源：iFinD，西南证券整理

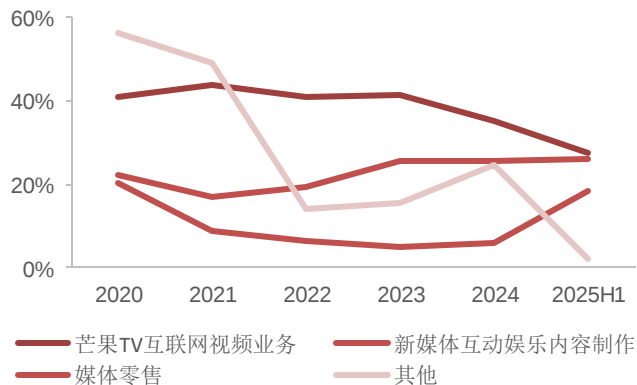
图 9：2020-2025H1 公司各业务营收占比



数据来源：iFinD，西南证券整理

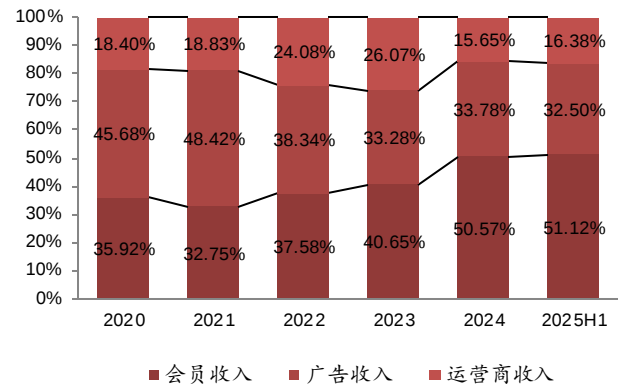
芒果 TV 互联网视频业务是公司最核心的收入支柱。2020 年至 2024 年，该业务营收从 90.6 亿元逐步增长至 101.8 亿元，同时其占总营收的比重也持续提升，从 2020 年的 64.7% 上升至 2025H1 的 81.9%，反映出业务集中度进一步增强。毛利率方面，2020 至 2024 年间，芒果 TV 互联网视频业务的毛利率始终高于新媒体互动娱乐内容制作和媒体零售业务，体现出较强的盈利优势。直至 2025H1，随着芒果 TV 互联网视频业务的毛利率降低，新媒体互动娱乐内容制作业务的毛利率逐步回升至 26.1%，两者差距收窄，趋于接近。

图 10：2020-2025H1 公司分业务毛利率



数据来源：iFinD，西南证券整理

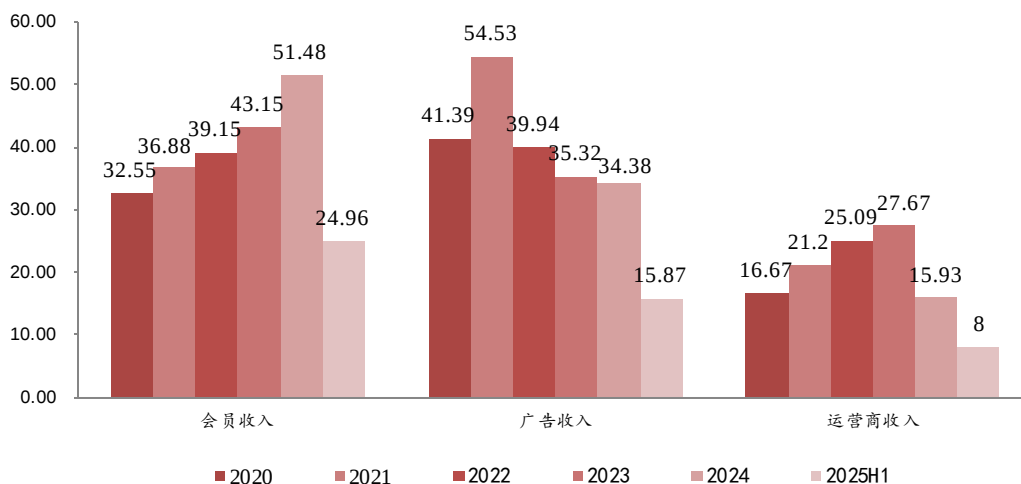
图 11：2020-2025H1 芒果 TV 互联网视频各业务营收占比



数据来源：iFinD，西南证券整理

芒果 TV 互联网视频业务中，会员收入占比不断提升。芒果 TV 互联网视频业务由会员收入、广告收入及运营商收入三部分组成。截至 2024 年，公司会员收入实现大幅上涨，由 2020 年的 32.6 亿元增长至 2024 年的 51.5 亿元；广告收入受制于宏观经济结构调整等因素影响，于 2021 年达到峰值 54.5 亿元后有所回落，最低点为 2024 年的 34.4 亿元；运营商收入在 2020-2024 年保持稳定增长，至 2024 年同比大幅减少 42.4%。2020-2025H1 会员收入占芒果 TV 互联网视频业务的比重由 35.9% 大幅上涨至 51.1%，而广告收入占比由 45.7% 降低至 32.5%，运营商收入占比波动较大，但 2020-2025H1 期间均占芒果 TV 互联网视频业务收入的比重最小。

图 12：2020-2025H1 芒果 TV 互联网视频各业务营收（亿元）



数据来源：公司年报，西南证券整理

2 创新基因打造剧综，政策松绑下迎来高质量发展

2.1 综艺：综 N 代巩固头部地位，新综艺持续创新

芒果超媒在综艺领域具有绝对领导地位。云合数据 2024 年全网网络综艺霸屏榜显示，芒果 TV 稳居行业领先地位。在榜单热度最高的 20 部综艺中，芒果 TV 独播的 8 部节目贡献了该榜单总有效播放量的 40.8%，充分彰显了其强大的综艺制作水平。《乘风 2025》《大侦探·拾光季》《歌手 2025》等王牌节目不仅持续引爆市场热度，更以“主流价值+年轻语态”的创新模式实现社会效益与经济效益的统一。这种领先优势得益于芒果 TV 成熟的综艺节目生产体系，通过“赛道主理人”机制激发创新，并辅以“样片计划”进行小范围试播和快速迭代，显著提升了爆款内容的命中率并降低了创新风险。

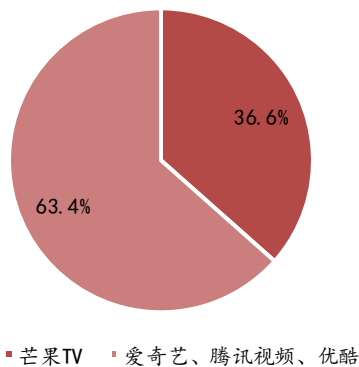
表 3：2024 年全网网络综艺霸屏榜

排名	综艺名称	播放量（亿）	上线时间	播放平台
1	哈哈哈哈哈第 4 季	10.4	2024/3/23	爱奇艺/腾讯视频
2	大侦探第九季	6.5	2024/2/14	芒果 TV
3	种地吧第 2 季	5.6	2024/2/23	爱奇艺
4	乘风 2024	5.6	2024/4/19	芒果 TV
5	花儿与少年·丝路季	5	2023/10/25	芒果 TV
6	喜剧之王单口季	4.7	2024/8/16	爱奇艺
7	再见爱人第四季	3.9	2024/10/17	芒果 TV
8	这是我的岛	3.6	2024/4/12	优酷
9	披荆斩棘第四季	3.6	2024/8/3	芒果 TV
10	盒子里的猫	3.5	2024/3/30	优酷
11	现在就出发第 2 季	3.5	2024/10/26	腾讯视频
12	密室大逃脱第六季	3.5	2024/7/31	芒果 TV
13	种地吧	3.5	2023/2/4	爱奇艺
14	心动的信号第 7 季	3	2024/9/2	腾讯视频
15	喜人奇妙夜	2.8	2024/6/28	腾讯视频
16	花儿与少年·好友记	2.7	2024/4/23	芒果 TV
17	新说唱 2024	2.7	2024/5/4	爱奇艺
18	脱口秀和 Ta 的朋友们	2.3	2024/8/20	腾讯视频
19	怦然心动 20 岁第四季	2.2	2024/5/21	优酷
20	快乐老友记第二季	2.2	2024/6/7	芒果 TV

数据来源：云合数据，西南证券整理

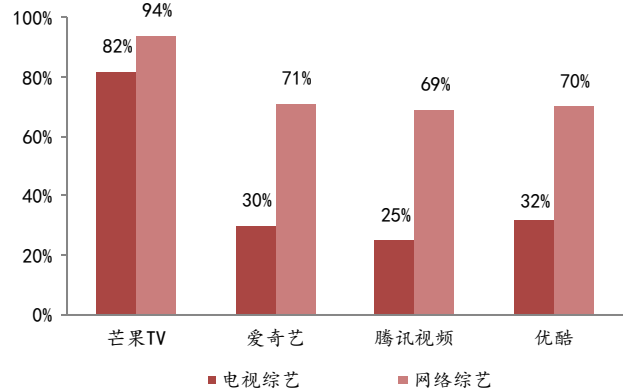
芒果 TV 独播综艺优势显著。根据云合数据，2025Q3 热播新综累计有效播放 TOP20 中，芒果 TV 独占 5 席；2025Q3 共有 8 部综艺达成云合评级 S+播出效果，其中芒果 TV 独家播出的《密室大逃脱第七季》《披荆斩棘 2025》等 5 部综艺入选。在平台运营层面，芒果 TV 延续并强化了其独播策略。芒果 TV 2025Q3 在电视综艺和网络综艺的独播占比分别达到 82%和 94%，在主要视频平台中独播比例最高。优质独播内容有助于吸引并留存用户，从而为会员收入的稳定增长提供了基础。

图 13：2025Q3 热播新综有效播放 TOP20 播放量对比



数据来源：云合数据，西南证券整理

图 14：2025Q3 各平台上新季播综艺独播部数占比



数据来源：云合数据，西南证券整理

综 N 代节目持续爆发。一方面，王牌“综 N 代”凭借其历久弥新的高流量与话题度，持续获得广告主青睐。2025 年四季度湖南卫视与芒果 TV 将推出《声生不息》《再见爱人》等，其中《声生不息》系列在芒果平台累计播放量已突破 110 亿，《再见爱人》系列也超过 70 亿，显示出强大的内容号召力与用户基础。经过多季的持续运营与口碑积累，这些节目已形成稳定的品牌效应和高粘性的观众群体。公司持续推出多元类型综艺覆盖音乐、情感、推理、益智、旅行等多种题材，构建了丰富的内容矩阵，满足不同受众的观看需求。

表 4：湖南卫视和芒果 TV 2025 年上新综艺前序综艺汇总

综艺系列	综艺名称	上线日期	豆瓣评分	芒果累计播放 (亿)
声生不息	声生不息·宝岛季	2023 年 3 月 16 日	7.3	47.89
	声生不息·家年华	2023 年 12 月 2 日	6.7	34.07
	声生不息·大湾区季	2024 年 11 月 28 日	7.1	36.97
时光音乐会	时光音乐会	2021 年 10 月 22 日	7.8	20.85
	时光音乐会 第二季	2022 年 12 月 9 日	7.9	25.44
	时光音乐会 老友季	2023 年 9 月 9 日	6.3	25.05
	时光音乐会 第四季	2024 年 10 月 11 日	-	23.6
再见爱人	再见爱人	2021 年 7 月 28 日	8.9	14.03
	再见爱人 第二季	2022 年 11 月 1 日	7.5	21.63
	再见爱人 第三季	2023 年 9 月 5 日	7	22.11
	再见爱人 第四季	2024 年 10 月 17 日	6.4	25
快乐老友记	快乐老友记	2023 年 11 月 9 日	9.1	28.07
	快乐老友记 第二季	2024 年 6 月 7 日	8.9	28.27
女子推理社	女子推理社	2023 年 4 月 18 日	8.5	20.29
	女子推理社 第二季	2024 年 11 月 1 日	8.9	21.53
朋友请听好	朋友请听好	2020 年 2 月 19 日	8.1	28.18
	朋友请听好 第二季	2022 年 1 月 25 日	7.6	18.9
歌手	我是歌手 第一季	2013 年 1 月 18 日	8.1	-
	我是歌手 第二季	2014 年 1 月 3 日	7.9	-
	我是歌手 第三季	2015 年 1 月 2 日	7.6	-

综艺系列	综艺名称	上线日期	豆瓣评分	芒果累计播放(亿)
	我是歌手 第四季	2016 年 1 月 15 日	7.1	-
	歌手 第一季	2017 年 1 月 21 日	6.5	-
	歌手 2018	2018 年 1 月 12 日	6.6	15.07
	歌手 2019	2019 年 1 月 11 日	7.2	24.72
	歌手·当打之年	2020 年 2 月 7 日	4.8	15.97
	歌手 2024	2024 年 5 月 10 日	4.4	38.49
花儿与少年	花儿与少年 第一季	2014 年 4 月 25 日	7.4	-
	花儿与少年 第二季	2015 年 4 月 25 日	7.1	-
	花儿与少年 第三季	2017 年 4 月 23 日	7.6	-
	花儿与少年 露营季	2022 年 6 月 17 日	5.9	16.86
	花儿与少年 丝路季	2023 年 10 月 25 日	9.3	45.72
	花儿与少年·好友记	2024 年 4 月 23 日	5.9	35.42
	花儿与少年 第六季	2024 年 9 月 4 日	3.9	43.18
	花儿与少年 同心季	2025 年 8 月 9 日	8.2	32.66
向往的生活	向往的生活 第一季	2017 年 1 月 15 日	7.5	-
	向往的生活 第二季	2018 年 4 月 20 日	8.0	22.02
	向往的生活 第三季	2019 年 4 月 26 日	7.3	23.08
	向往的生活 第四季	2020 年 5 月 8 日	6.9	22.8
	向往的生活 第五季	2021 年 4 月 23 日	6.6	24.87
	向往的生活 第六季	2022 年 4 月 29 日	5.8	32.83
	向往的生活 第七季	2023 年 4 月 28 日	7.5	37.27
	向往的生活-戏如人生	2025 年 9 月 26 日	-	11.61

数据来源：芒果TV 微博，灯塔专业版 app，猫眼专业版 app，豆瓣，西南证券整理

新综艺不断创新，《声鸣远扬 2025》开启新一代音综选秀。《声鸣远扬 2025》作为新一代音乐选秀的标杆打破了传统模式，由湖南广电牵头，联合湖南卫视、芒果 TV、北京卫视、江苏卫视、广东卫视、辽宁卫视、新疆卫视及腾讯视频等八大平台，形成了联合创制和传播。节目覆盖众多赛区，深入 38 座城市，并联动 37 家专业院团和 86 所艺术高校，致力于通过系统性选拔挖掘真正具备实力的歌唱人才。其采用“音乐考核+素养评价”的双重标准，设立美声、民族、流行三大赛道，并全程应用 4K 超高清制播技术，以“真唱真直播”的形式确保艺术的真实感与舞台的沉浸感。此外，由《再见爱人》团队打造的新综艺《有勇气来岛》和与哈萨克斯坦联手创作的《声起地平线》将在未来播出，《有勇气来岛》拟邀请 12 位艺人开启为期 15 天岛上生存挑战，《声起地平线》则是由华晨宇任团长开启的跨国音乐秀，8 位中外音乐人在团长领航下，沿丝路横跨哈萨克斯坦 4 座城市，让音乐成为丝路对话的桥梁。

图 15：声鸣远扬



数据来源：芒果TV 微博，西南证券整理

图 16：《有勇气来岛》宣传图



数据来源：芒果TV，西南证券整理

图 17：《声起地平线》宣传图



数据来源：芒果TV，西南证券整理

针对品牌方打造定制化综艺节目。2025 芒果秋季招商大会宣布计划上新多部综艺，《东方曜计划》聚焦影视圈层受众，为古风服饰、培训品牌提供精准植入场景；《巴黎合伙人》第二季刘烨担任总制作人，核心成员尚雯婕、李佳琦等人，节目依托稳定的粉丝基础，使生活类广告自然融入经营环节，降低投放风险；《宠物合伙人》拟邀请李佳琦、付航等人，在当下宠物消费兴起的背景下精准触达高黏性爱宠群体，为相关品牌构建了从内容到消费的短链路径。这种精细化策略通过明确受众画像，显著提升广告投放针对性，减少预算浪费；同时垂直圈层更易形成社交裂变，为品牌创造持续流量价值。受众精准化不仅保障了广告投资回报率，更实现了内容与商业的深度共生。

图 18: 《东方曜计划》



数据来源: 芒果TV, 西南证券整理

图 19: 《宠物合伙人》



数据来源: 芒果TV, 西南证券整理

持续扩容综艺制作团队并深化机制创新, 构筑了高质量内容生产的核心基础。公司综艺制作团队规模已从 2020 年的 20 支快速扩张至 2024 年的 55 支, 形成行业内规模最为庞大的创作体系。在团队管理上, 公司实施精细化赛道管理, 并创新性地建立了从团队到工作室、超级工作室乃至子公司的晋升路径, 例如将晏吉工作室等升级为“超级工作室”, 赋予制作人更大的资源调配与收益分享权限, 有效激发了内容创造力, 不断涌现爆款节目, 从而确保了平台综艺有效播放量长期稳居行业首位。

表 5: 芒果超媒上线综艺、电视剧、短剧及各类团队数量

内容/时间	2020	2021	2022	2023	2024	2025H1
上线综艺(档)	40	40	77	100	160	未披露
重点影视剧(部)	57	55	163	128	27	未披露
“大芒计划”微短剧(部)	未披露	84			340	1179
综艺制作团队	20	26	24	56	55	未披露
影视制作团队	12	29	25	22	24	未披露
新芒计划战略工作室	未披露	34	34	36	40	未披露
战略合作工作室	30	未披露	未披露	未披露	未披露	未披露

数据来源: 公司年报, 西南证券整理

表 6: 芒果 2026 年待播综艺节目

综艺名称	类型	大致内容
劲勇飞侠	体能竞赛	中国首档青少年体能竞技障碍赛
少年奇幻之旅	少年纪实真人秀	热血少年成长之旅
八九点钟的太阳	纪实	记录 10 位艺考生 6 个月备考过程, 追踪艺考全路径关键节点, 捕捉真实情绪释放
一场久违的重聚	旅行真人秀	花少团综企划, 回到小时候的童话家园, 用“童话币”打造梦中小屋和治愈星球
进击! 钢铁少女	女性极限运动真人秀	铁人三项、实力女星&冠军教练&体育男大生
舞痴的逆袭	舞蹈喜剧真人秀	20 位舞痴明星接受团舞训练
舞蹈新风暴	舞蹈直播竞演	国内首档以实体剧院为舞台的舞蹈直播竞演试验场; 顶尖舞者无剪辑直播, 一周一战
灌篮高中	高中生篮球大赛直播	直播高中生篮球比赛
有松有驰的哥哥	内娱男性城市真人秀	12 城变装大追击, 特色城市游戏比拼; 消费场景内容种草捆绑
好友认证的恋爱	恋爱真人秀	8 位艺人嘉宾推荐自己的“单身挚友”; 真人秀、观察室、品牌植入

综艺名称	类型	大致内容
今天野一点	互动生存直播秀	“户外硬核男性”新赛道，今年最野的互动生存直播
怪奇事件簿	推理/校园	六位机制少年调查六大校园怪奇事件；轻推理、互动游戏、校园单元剧、高能调查
百万秘方	美食财富竞技真人秀	《中餐厅》原班人马
再见朋友	社交关系治愈真人秀	具有公众记忆的疏远挚友重新见面
中国新声代	少儿音综	线上引流、线下海搜、回归歌会：全场景渗透

数据来源：芒果2025年球季招商会，西南证券整理

2.2 长剧：内外发力，口碑剧集不断涌现

内外发力提升影视剧集打造核心竞争力。一方面，芒果 TV 加强核心主创的培养，内部形成了 25 个制作团队，同时也持续吸引很多年轻有潜力的编剧、导演；另一方面，通过“新芒 S 计划”，已经锁定了超过 30 家战略工作室，并以此为核心重构自身的影视生产生态。近年来打造爆火影视剧《去有风的地方》《国色芳华》等。结合芒果 TV 与湖南卫视双平台的融合传播优势，芒果也联合中国移动咪咕公司提出“大片联创计划”，着力打造头部影视作品，《水龙吟》则是首部代表作。另外，芒果超媒通过另外，芒果超媒通过创新“超级合伙人”制度与行业头部创作者深度绑定，并与华策影视等优质制作公司紧密合作，有效保障了剧集内容的品质与产能，丰富了剧集储备的层次和多样性。有效保障了剧集内容的品质与产能，丰富了剧集储备的层次和多样性。

芒果超媒在剧集表现突出。《国色芳华》表现尤为突出，不仅创下云合数据平台芒果剧集首部集均播放量突破 4000 万的纪录，成为开年现象级爆款，相关微博话题阅读量与热搜上榜次数也持续走高；《五福临门》11 次登顶云合热播榜；《韶华若锦》播出期间芒果 TV 站内热度剧类第一。多部剧集接连发力成功触达 Z 世代及女性用户群体，强化了平台用户粘性。在这一聚焦策略的推动下，芒果 TV 影视剧有效播放量 2025H1 实现同比 69% 的强劲增长，显示出持续的上升趋势。

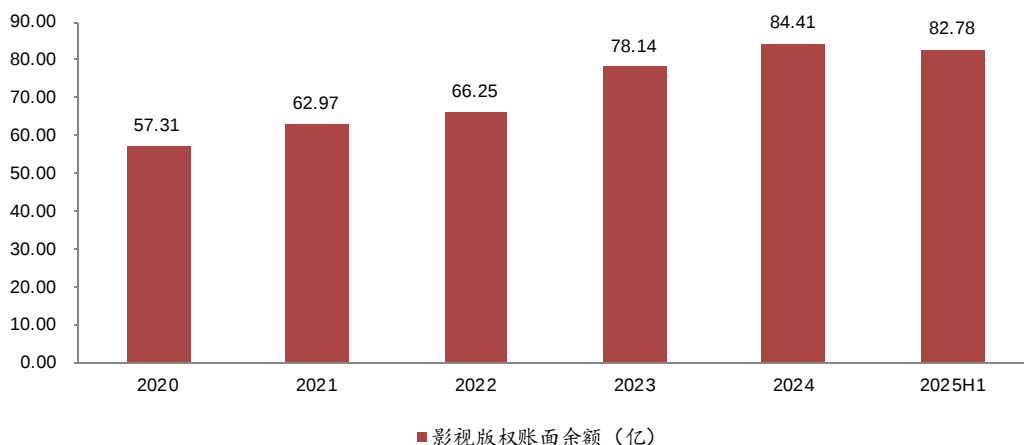
表 7：2023-2025H1 芒果平台热播长剧

剧名	播放平台	播出时间	制作方	主演	题材	豆瓣评分	芒果TV累计播放量(亿)
《去有风的地方》	芒果TV/湖南卫视	2023年1月	华策影视	刘亦菲、李现	田园治愈/爱情	8.8	37.7
《小巷人家》	芒果TV/湖南卫视	2024年10月	正午阳光	闫妮、李光洁、范丞丞	年代家庭	8.4	41.11
《国色芳华》	芒果TV/湖南卫视	2025年1月	湖南广播影视集团、快乐阳光、华策影视、咪咕文化	杨紫、李现	古装励志	7	43.95
《装腔启示录》	芒果TV/湖南卫视	2023年8月	快乐阳光、湖南卫视、芒果超媒	蔡文静、韩东君	都市爱情/职场	8.2	10.29
《以爱为营》	芒果TV/湖南卫视	2023年11月	快乐阳光烈火影视、哇塞影视	白鹿、王鹤棣	都市甜宠/职场	4.3	32.61
《我的人间烟火》	芒果TV/湖南卫视/咪咕视频	2023年7月	快乐阳光、悦凯影视等	杨洋、王楚然	都市救援/爱情	2.7	30.94
《五福临门》	芒果TV/湖南卫视/咪咕视频	2025年1月	东阳欢娱、快乐阳光	卢昱晓、王星越	古装喜剧/群像	6.1	32.26

数据来源：猫眼专业版 app，互联网，西南证券整理

影视版权类无形资产稳定增长，丰富内容储备将逐步上映。2020至2024年间，公司无形资产中影视版权账面净额呈现持续增长趋势，2025年在芒果领鲜大会上官宣88部作品，储备有《水龙吟》《咸鱼飞升》《野狗骨头》等各类题材剧集近百部，形成了涵盖古装、都市情感、现实题材等多类型的丰富片库，其中包含多部S+级以及《法医秦明》等大IP的重磅作品，为内容供给的持续性和爆发力奠定了坚实基础。

图 20：2020-2025H1 公司无形资产-影视版权账面净额



数据来源：iFinD，西南证券整理

表 8：公司部分储备剧集

剧名	主演	类型
水龙吟	罗云熙、包上恩	古装玄幻武侠
咸鱼飞升	王鹤棣、李沁	古装仙侠
玉茗茶骨	侯明昊、古力娜扎	古装言情
野狗骨头	宋威龙、张婧仪	都市情感/现实题材
法医秦明之龙番往事	俞灏明、史策	刑侦悬疑
法医秦明之玩偶	俞灏明、马苏、刘畅、宋伊人	刑侦悬疑
欢聚	李兰迪、此沙、蒋欣、鄧君梅、许亚军	年代情感/家庭群像
少年派 3	赵今麦、郭俊辰、张嘉益、闫妮	都市家庭/青春成长
美顺与长生	黄轩、刘浩存、林晓杰等	历史/爱情/现实
香初上舞	待定	古装传奇/言情，唯美古风设定

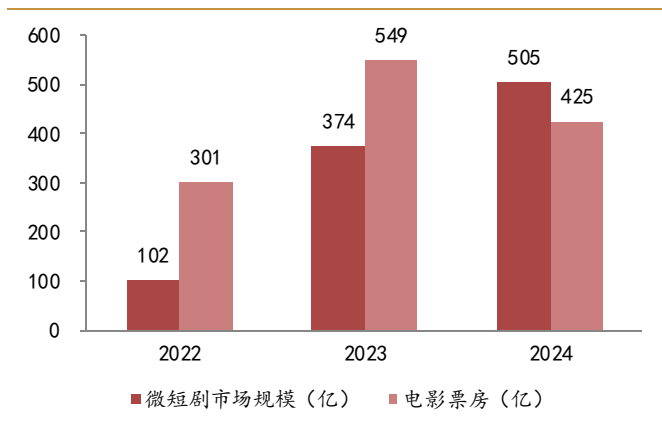
数据来源：互联网，西南证券整理

2.3 短剧：打造“热点剧场”，聚焦自身 IP

国内短剧市场已从早期的堆量发展阶段进入精品化发展的新阶段，形成一个规模庞大、生态成熟、并受到严格监管和积极引导的重要产业。根据红果短剧数据，2025年上半年中国微短剧用户规模达6.96亿，覆盖全年龄段，已成全民性的娱乐消费形式。2024年，微短剧市场规模突破500亿元，体量已与电影市场相当。需求端，用户及市场规模的不断扩张使得用户审美不断提升、更多关注内容质量，倒逼创作端将产品质量作为核心。微短剧视频播放平台、地方政府通过资金奖励、创作激励吸引影视人才和优秀剧本，旨在不断完善内容质量。在产业生态端，快手、抖音、长视频平台等关键参与者通过资本支持、流量倾斜以及建

立从剧本孵化到多端分发的全链条，持续赋能内容创作与传播。与此同时，微短剧也受到了严格的监管，国家通过分类审核和备案制设立内容红线，整治低俗作品引导行业走向规范化；地方政府则通过资金奖补和“微短剧+文旅”等模式，将短剧纳入地方文化及数字经济发展，形成与国家相呼应的管理格局。

图 21：中国微短剧市场规模与电影票房对比



数据来源：猫眼专业版 app，中国电视剧制作产业协会

图 22：山西文旅微短剧



数据来源：互联网，西南证券整理

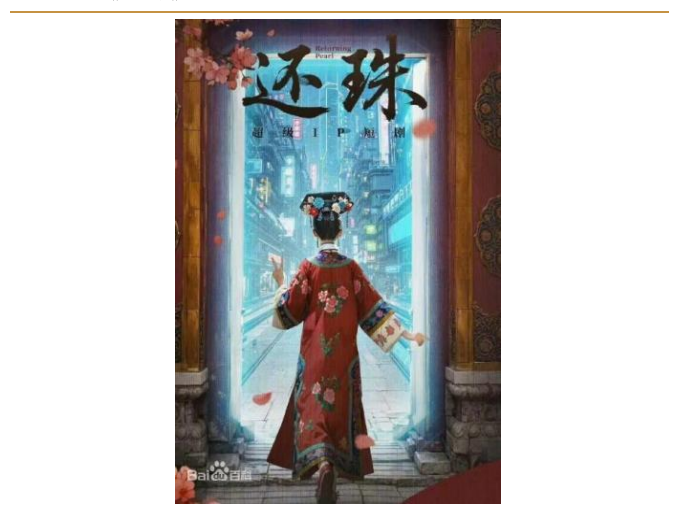
公司积极拓展微短剧业务，打造“热点剧场”聚焦自身 IP。芒果超媒将微短剧提升至战略高度，成立微创新中心，并推出“剧场化+精品化”运营策略和“大芒计划”中短剧战略的“大芒剧场”，重点布局横屏精品剧、小程序剧和互动内容、微综，联动芒果独有的综艺品牌、艺人资源、大小屏平台和传播体系，建设更开放、更聚合、更有效的微短内容专业化生产运营体系。2024 年芒果 TV 上线微短剧 340 部，其中《一梦枕星河》等 10 部作品入选总局推荐片单。在内容开发上，公司注重 IP 价值挖掘，一方面将《还珠格格》等经典国民 IP 进行短剧化改编，另一方面围绕《乘风》系列等自有综艺 IP 衍生开发《三十而励》等职场主题短剧，实现“长、中、短”内容生态的协同。

图 23：IP 衍生开发的《三十而励》职场主题短剧



数据来源：芒果TV，中国电视剧制作产业协会

图 24：《还珠》短剧主题剧照



数据来源：芒果TV，西南证券整理

表 9：芒果 TV 主要出品/独播火热短剧集

剧名	上线	出品方	芒果 TV 播放量 (亿)	猫眼荣誉时刻
风月变	2023 年 7 月 12 日	快乐阳光、搜狐娱乐	7.45	猫眼短剧热度周榜冠军
暗里着迷	2023 年 9 月 26 日	快乐阳光、鑫乐影业	1.55	猫眼短剧热度月榜冠军
锋利的心动	2023 年 11 月 17 日	快乐阳光、鑫乐影业	1.26	猫眼短剧热度月榜冠军
有秘密的她	2023 年 12 月 7 日	快乐阳光	1.23	猫眼短剧热度月榜冠军
我们之间的秘密	2023 年 12 月 29 日	快乐阳光	2.7	猫眼短剧热度月榜冠军
难寻	2024 年 4 月 2 日	快乐阳光、鑫乐影业	8.09	猫眼短剧有效播放年榜冠军
一梦枕星河	2024 年 5 月 23 日	苏州光电	2.04	猫眼短剧有效播放周榜冠军
风落江湖	2024 年 6 月 11 日	快乐阳光、十分乐观	4.24	猫眼短剧有效播放周榜冠军
折眉	2024 年 7 月 12 日	快乐阳光、抖音、番茄	3.31	猫眼短剧有效播放周榜冠军
有种味道叫清溪	2024 年 8 月 28 日	快乐阳光	1.91	2024 年下半年青春剧热度榜 1
赎爱	2024 年 10 月 19 日	快乐阳光	3.06	猫眼短剧热度月榜冠军
凤懿天下	2024 年 11 月 25 日	快乐阳光、鑫乐影业等	2.92	猫眼短剧热度周榜冠军
继承风暴	2025 年 3 月 18 日	快乐阳光	3.45	猫眼短剧有效播放月榜冠军
姜颂	2025 年 4 月 28 日	快乐阳光	6.67	2025 年短剧热度榜 3
那个重逢的夜晚	2025 年 4 月 29 日	快乐阳光	2.38	猫眼短剧有效播放月榜冠军
明眸	2025 年 5 月 26 日	快乐阳光	3.77	2025 年短剧热度榜 9
羽刃	2025 年 9 月 19 日	快乐阳光	4.01	猫眼短剧热度月榜冠军
三十而励	2025 年 9 月 29 日	快乐阳光	4.67	猫眼短剧有效播放周榜冠军
少年田野	2025 年 10 月 13 日	快乐阳光、最高检	2.23	猫眼短剧有效播放周榜冠军

数据来源：猫眼专业版 app，西南证券整理

芒果 TV 在微短剧领域主要采用会员分账、保底加分账、联合投资分账三种合作模式。通过“播后定级”机制，依据观众“喜爱度”将项目分为 S、A、B 三个等级，分别对应 3 元/小时、2 元/小时、1 元/小时的会员分账单价，并设置阶梯奖励以及自主招商分成，以此有效吸引优质短剧供应方入驻。在资源扶持上，芒果 TV 为合作内容提供首页推荐、大芒剧场宣推、芒果综艺联动、社媒矩阵推广乃至湖南卫视上星播出等全方位支持，同时携手红果短剧创新推出“果果剧场”，构建双平台分账共享流量机制，实现“一次生产、双端收益”，探索短剧多元变现新路径。在盈利模式方面，除常规会员订阅外，平台还开放单剧点播供非会员付费解锁，并在品牌合作上不仅开展微短剧剧场及剧集冠名，更注重深度挖掘剧情定制植入，使品牌信息与内容有机融合，提升商业整合的有效性与内容粘性。

表 10：芒果 TV “大芒计划” 2025 年精品微短剧分账合作模式

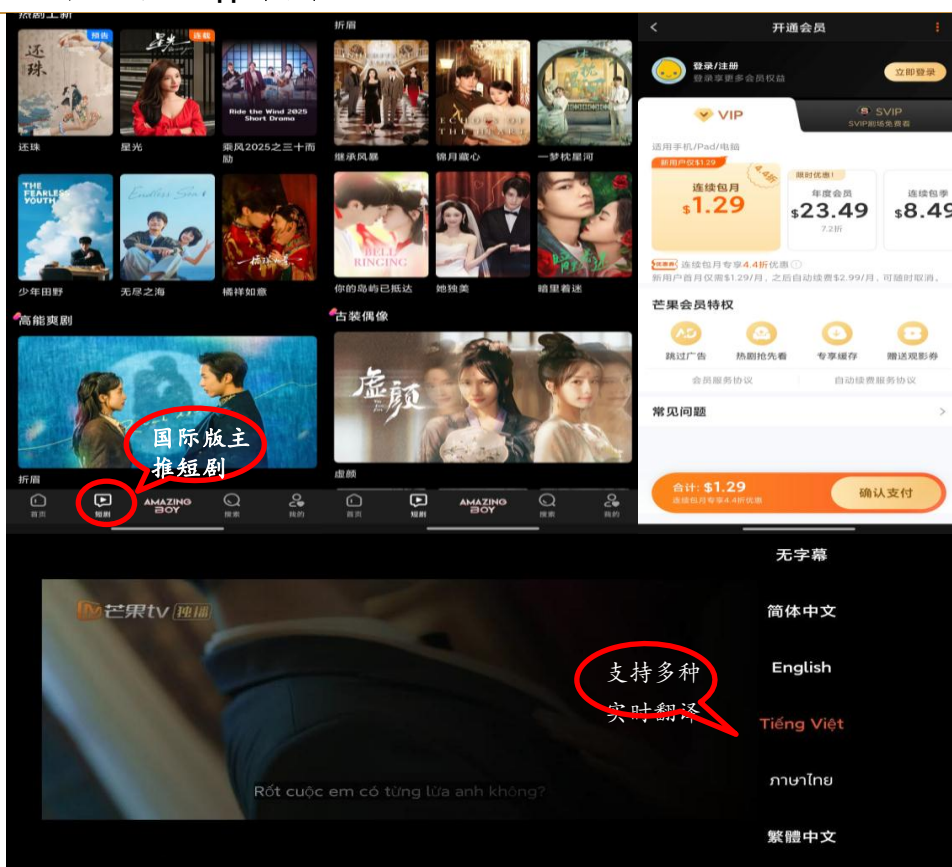
芒果 TV “大芒计划” 2025 年精品微短剧分账合作模式						
适用范围	题材新颖，有创新特色优先；单集时长 10 分钟以上，总集数≥12 集；项目符合国家相关法律法规及审核标准。					
分账政策	合作方收益=会员分账+阶梯奖励+自主招商分成					
	会员分账=会员有效观看时长（h）×播后定级单价					
	自主招商分成=（合作方自主招商收入-渠道费用）（最高 90%，具体比例以实际洽谈）					
	播后顶级标准 根据项目的观众 “喜爱度”定级	级别	喜爱度	单价	分账期	合作形式
		S 级	90 万（含）以上	3 元/h	项目更新期+180 天， 若会员分账金额达到 1000 万， 则分账周期延长至项目更新期+360 天	独家
		A 级	75 万（含）-90 万	2 元/h		
		B 级	75 万以下	1 元/h		
优质成片项目可收益保底						

芒果TV“大芒计划”2025年精品微短剧分账合作模式			
阶梯奖励		奖励金额	会员分账金额
		100万	800万<会员分账金额≤1200万
		200万	1200万<会员分账金额≤1600万
		300万	1600万<会员分账金额
分账周期	项目更新期+180天；若会员分账金额≥1000万，则分账周期延长至项目更新期+360天		
分账模式	会员分账；保底+分账；联合投资分账		
资源扶持	1.符合标准的优质内容选送湖南卫视上星播出；2.首页、频道页相关资源；3.大芒剧场资源宣推；4.芒果综艺联动宣推；5.芒果超媒社媒账号矩阵宣推；6.站外营销联盟宣推		
合作方资质	1.合作方对项目拥有合法的知识产权，能提供项目完整的版权链证明材料；2.营业执照副本、广播电视节目制作经营许可证		

数据来源：芒果TV，西南证券整理

芒果TV正积极拓展海外微短剧业务，以把握全球市场的新机遇。当前，海外短剧市场呈现爆发式增长态势，且主要由中国厂商推动，其内购收入规模从2023年的不足1亿美元迅速跃升至2024年的15亿美元。在这一浪潮中，芒果超媒依托芒果TV国际版APP，持续向海外输出优质短剧内容。与国内版本相比，芒果TV国际版在界面设计上更加突出短剧内容，将入口直接置于主页底部栏，使用户能够一键进入；而国内版则需用户手动滑动首页顶部的选项栏才能进入短剧专区。此外，芒果TV国际版支持英语、印尼语、越南语等9种界面语言，并借助语音技术，为短剧内容提供包括阿拉伯语、菲律宾语、斯瓦希里语在内的17种配音或字幕选择，显著提升了内容的本地化覆盖力和观看体验。

图 25：芒果TV国际版app部分界面及功能

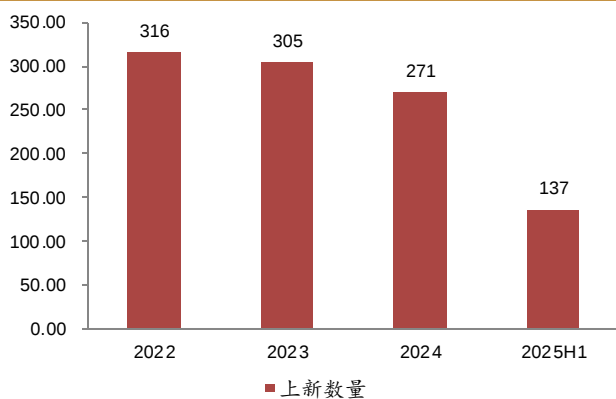


数据来源：芒果TV，西南证券整理

2.4 监管逐步放松，行业有望高质量发展

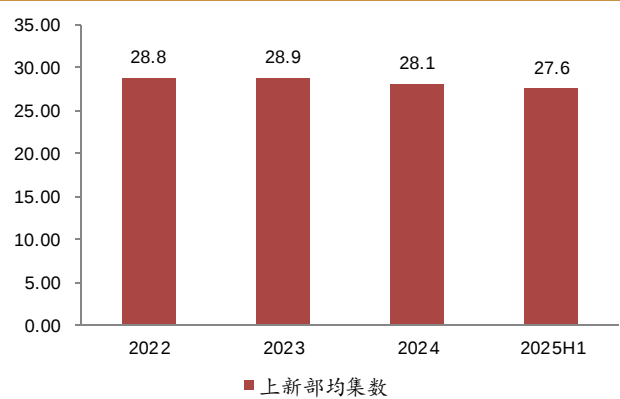
长视频行业监管从严逐步放松，逐渐回归理性发展。从影视监管的发展历程来看，行业基础不断健康化，政策持续深化。2018 年起，中国影视行业迎来了一系列重要的监管政策调整。其中最核心的变化是网台监管标准趋同，网络视听内容与电视台内容实行“网上网下一把尺子”的审查标准，网剧、网络电影等网生内容需由制作公司备案后提交省级广播电视局审核，其审查流程逐步向传统电视剧看齐。在题材上，政策明确鼓励现实题材创作，并限制过度娱乐化的内容。同时，行业迎来了“限薪令”，要求全部演员的总片酬不超过制作总成本的 40%，主要演员片酬不得超过演员总片酬的 70%。这些措施共同作用，有效挤出了艺人片酬泡沫，优化了行业的生产要素配置，使资源更多向编剧、服化道、后期制作等环节倾斜，提升了整体内容质量。2021 年，旨在整治网络乱象的“清朗”行动全面展开，重点针对“饭圈”文化、偶像选秀等领域的突出问题进行整治，并惩处劣迹艺人。此次行动清理了大量负面有害信息，处置了众多违规账号和群组，并通过取消明星艺人榜单、规范应援集资等硬核措施，着力治理“饭圈”乱象，以期重塑网络生态。这为行业建立了更清晰的规则，引导内容创作回归理性。

图 26：2022-2025H1 上新国产新剧数量（部）



数据来源：云合数据，西南证券整理

图 27：2022-2025H1 上新国产新剧部均集数



数据来源：云合数据，西南证券整理

“广电 21 条”政策松绑，行业有望回归高质量发展。2022-2024 年，国产剧上新数量呈现持续收缩态势，2024 年上新国产新剧数量为 271 部，同比减少 11.1%；同时，部均集数也有所下调，平均每部剧集约为 28.1 集，显示出内容创作逐步从追求规模转向注重质量与效率。2023 年起，行业监管进入新一轮常态化阶段。此前一度暂停的超前点播模式得以优化并重启，为平台提供了新的变现途径。剧集类型更加多元化，直播形式综艺也有所增加。到 2024 年，随着微短剧的快速发展，行业也强化了对微短剧的备案审核管理，以引导其走向精品化发展。2025 年，广电总局发布《进一步丰富电视大屏内容 促进广播电视内容供给的若干举措》（简称“广电 21 条”）。“广电 21 条”的发布，进一步通过系统性政策松绑与机制创新，为行业注入发展动能。该政策的核心在于以“放开”与“提效”为导向，打破原有创作限制、优化审查流程，并鼓励内容形态融合。取消电视剧 40 集上限，为重大历史题材等需要长篇幅表达的作品提供了更舒展的空间，同时明确超长剧目需经全剧本评审，以防止注水剧回潮；此外，季播剧播出间隔一年的要求被取消，古装剧管理从“比例限制”转向“灵活调控”，并鼓励对全球优秀 IP 进行高质量本土化改编。在审查机制上，“边审边播、边改边播”等创新机制显著提升了内容上线效率，降低了制作方的制度性成本。未来，长视频行业将在“广电 21 条”的政策红利下，进一步强化精品创作与技术融合，通过长短

视频协同及全球化布局，构建更加可持续的产业生态。政策的系统性赋能，加上行业自身在内容质量与技术应用上的持续探索，正共同推动长视频行业走向以价值竞争为核心的高质量发展阶段。

2.5 AI 驱动文化扬帆，打造公司新增长极

芒果超媒将人工智能技术全面融入其庞大的内容生态与业务全链路，构建了从底层技术研发到前沿商业落地的闭环能力体系。公司以自研的“芒果大模型”为核心技术基座，结合 AIGC HUB 等平台，将 AI 能力渗透至内容创意策划、生产制作、媒资管理、广告投放以及用户互动等关键业务环节，实现了从剧本生成、分镜设计到成片输出的全流程数智化覆盖，显著提升了内容生产效率和资源利用效率。在内容形态创新方面，公司不仅推出了国内首个 AI 导演“爱芒”，还持续拓展虚拟数字人应用边界，打造了涵盖数字主持人到具身智能机器人的多元数字形象矩阵，进一步丰富了内容表达与交互维度。在商业化与互动创新层面，芒果超媒依托 AI 多模态检索与创作引擎实现了海量内容的秒级智能检索；通过将 AI 拟人大模型与《大宋少年志 2》《以爱为营》等热门 IP 结合，构建 AI 角色聊天场景，有效增强用户粘性并拓展付费互动等新型变现模式；此外，AI 生成的二创短视频在《披荆斩棘》《全员加速中》等综艺节目中批量应用，累计产量超过 100 万条，大幅降低了内容宣发与用户获取成本。当前，公司正基于芒果大模型构建“芒果西米露”AI Agent 智能体平台，推动节目创作、广告投放、内容审核及平台运营的全场景智能化，并积极探索文生视频等新兴技术在传媒领域的融合创新，持续强化其作为国有数智超级平台在“文化+科技”双轮驱动下的核心竞争力。

图 28：湖南卫视&芒果 TV 节目应用 AI 技术



数据来源：互联网，西南证券整理

图 29：芒果超媒 AI 模型“芒果大模型”



数据来源：互联网，西南证券整理

芒果超媒的文化出海战略以自主研发和运营的“芒果 TV 国际 APP”为核心平台，推动中华文化从单一“出海”向深度“融进去”转型。平台已覆盖全球近 195 个国家和地区，提供 9 种界面语言和 17 种语言字幕支持，内容库涵盖超过 25.5 万小时的媒资，累计下载量截至 2025 年上半年已达 2.95 亿次。公司近期启动的“芒果出海三年行动计划（2025-2027）”明确提出以实现日活用户“三年三连翻”为目标，展现出其持续扩大国际影响力的决心。在内容层面，芒果超媒以《乘风》《歌手》等头部综艺 IP 为先导，通过版权输出、模式授权及本地化共创形成立体化出海矩阵。例如，《乘风破浪的姐姐》越南版采用 4K 技术制作，全平台播放量超 200 亿次，成为当地现象级节目；《歌手 2025》播出后拉动国际 APP 新增用户数 839 万。公司还推动“超级合伙人计划”，在东南亚、中东等市场与当地媒体成立合

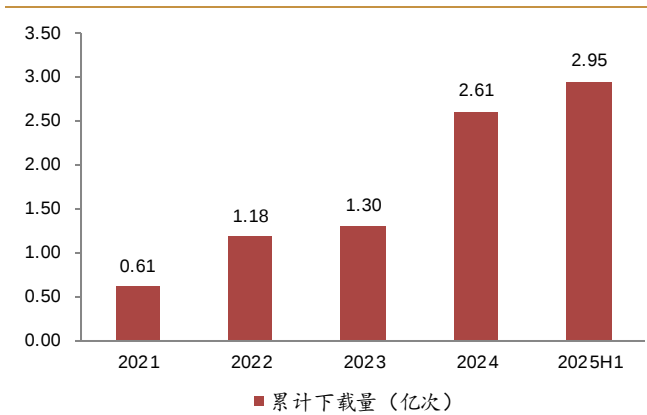
资公司、设立本地语种频道，并上线阿拉伯语版本，强化区域渗透能力。技术赋能是战略升级的关键支撑。芒果 TV 国际 APP 通过引入 AI 助手、虚拟角色互动等智能服务，提升用户体验和社交互动性；同时上线独立国际广告与会员平台，完善商业化基础设施。公司依托“芒果大模型”等 AIGC 技术，增强内容生产效率与跨文化适配能力，推动平台从单一播放器向“内容+社交+消费”的生态型平台演进。

图 30：乘风破浪的姐姐越南版海报



数据来源：互联网，西南证券整理

图 31：2021-2024 芒果 TV 国际版 app 累计下载量



数据来源：公司年报，西南证券整理

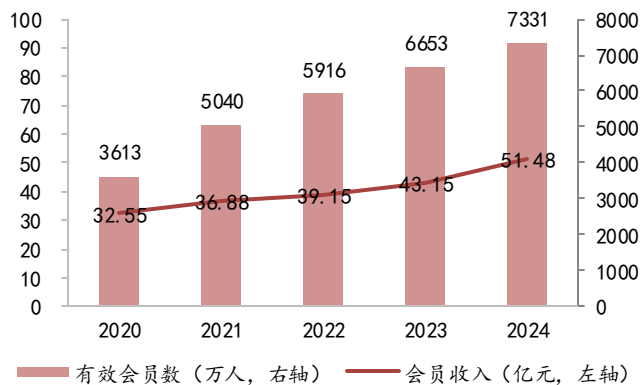
出海战略已见成效。芒果 TV 国际 app 收入从 2023 年的 6200 万元增长至 2024 年的 1.41 亿元，下载量实现年均倍增。通过广告、会员订阅及 TOC 打榜等多元变现模式，公司逐步构建起从文化传播到商业价值的可持续转化路径。芒果超媒的出海实践表明，国有文化企业可通过“自主平台+本地运营+技术赋能”的三维联动，在提升中华文化全球影响力的同时，培育出兼具社会效益与市场竞争力的国际化模式。

3 会员人数与 ARPPU 双重增长，广告开创新模式

3.1 会员：人数及收入持续上涨，ARPPU 提升空间大

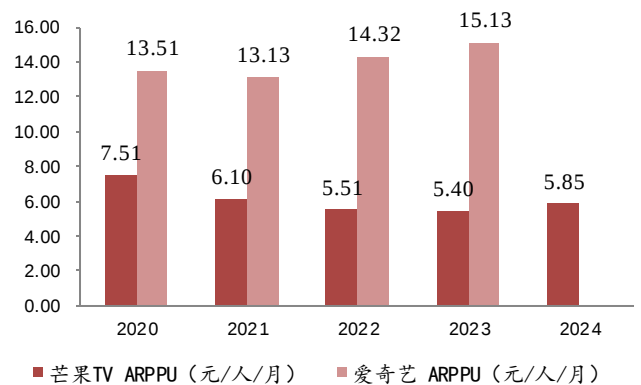
在丰富的剧集内容支撑下，芒果超媒的会员业务保持强劲增长。截至 2024 年末，芒果 TV 有效会员数已达 7331 万人，五年间实现翻倍；全年会员收入首次突破 50 亿元，达到 51.48 亿元，2020 年以来复合增长率达 12.1%。依靠丰富的剧综内容，芒果积极拓展广泛渠道合作，例如芒果 TV 在 2023 年与淘宝天猫 88VIP 达成合作，成为其首个阿里生态外的视频权益伙伴，这为芒果 TV 带来了用户画像高度契合的增量会员群体。同时，平台也与华为等企业开展战略合作，并积极拓展各类 B 端合作渠道。然而，会员规模与收入的增长并未同步推高单会员价值。这类与 88VIP 等平台的联合会员以及面向企业的合作，通常以优惠的打包价格或采购价进行推广，虽然快速做大了会员基数，但也在一定程度上摊薄了单用户收入。因此，2021-2023 年期间，尽管芒果 TV 有效会员数增长了 32.0%，但其会员收入仅增长 17.0%，会员增速显著高于收入增速，导致其 ARPPU 在此期间下降 11.5%。相比之下，爱奇艺同期 ARPPU 则保持相对稳定。

图 32：2020-2024 公司有效会员数及会员收入



数据来源：公司年报，西南证券整理

图 33：2020-2024 芒果 TV、爱奇艺 ARPPU



数据来源：公司年报，西南证券整理

芒果 TV 的会员价格缓慢提升，多层次会员体系有望拉动 ARPPU。相较于爱奇艺、腾讯视频等平台在 2021 至 2022 年间较为频繁且幅度明显的调价行为，芒果 TV 的提价节奏相对平缓，其连续包月价格分阶段由 18 元逐步上调至 22 元，连续包年价格也小幅调整至 218 元。这种渐进式的调整，一方面反映了平台在内容投入持续加大背景下对合理价格的适时回归，另一方面也体现了其对用户接受度的审慎考量，有效避免了因短期大幅提价可能引发的会员流失。在价格实施层面，芒果 TV 采取了差异化的用户获取与留存策略。平台积极推出具有吸引力的新用户优惠，如首三月每月低至 9 元的优惠，以较大力度吸引新用户，快速扩大会员基数。与此同时，平台对连续包年等长期会员选项则维持原价，此举有助于将用户获取成本摊销至更长的服务周期，从而优化公司的长期收益结构。这种组合策略在有效控制获客成本的同时，为平台未来持续提升内容质量与服务体验、进而挖掘单会员的长期价值奠定了坚实基础。

表 11：四大平台调价记录

平台名称	项目	日期	新用户优惠价（元）
芒果 TV		原价	25 年 10 月 16 日
	连续包月	18	首三月每月 9，后每月 22
	连续包年	208	218
腾讯视频		原价	25 年 10 月 16 日
	连续包月	15	首三月每月 15，后每月 25
	连续包年	178	首年 178，后每年 238
爱奇艺		原价	25 年 10 月 16 日
	连续包月	15	首月 12，次月 25
	连续包年	178	首年 148，后每年 238
优酷		原价	25 年 10 月 16 日
	连续包月	15	首三月每月 9.9，后每月 25
	连续包年	198	首年 118，后每年 238

数据来源：互联网，西南证券整理

芒果 TV 通过多层次会员体系深度挖掘用户价值，以实现利润的多元化获取。在会员等级结构上，芒果 TV 与爱奇艺均设置了三档会员体系，而腾讯视频和优酷则采用 VIP 与 SVIP 的两级模式。芒果 TV 在基础会员之上设有 SVIP，但其权益主要集中于“SVIP 剧场”等内

容增量，并未包含电视端服务，因此其连续包月价格为 28 元，相较之下，腾讯视频和优酷的 SVIP 连续包月价格均为 35 元。要享受电视端观看权益，用户需升级至芒果 TV 的最高档“全屏会员”，其连续包月价格为 35 元。爱奇艺的最高档“星钻 VIP”则提供了包括“加更礼”免费观看在内的专属权益，该机制自 2023 年推出后，允许星钻 VIP 会员直接免费享受，而其他层级会员则可通过消耗会员积分或支付额外费用的方式，提前解锁剧集内容或观看特定花絮，此举旨在提升会员粘性与活跃度。这些针对会员体系进行的差异化与特性化设计，已成为爱优腾芒四大平台在存量竞争中开拓增量收入的重要途径。

表 12：四大平台 VIP、SVIP 等会员对比

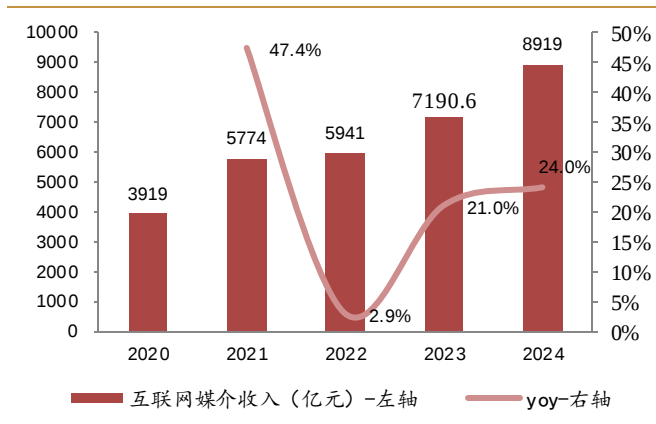
平台	基础会员名称	价格（元）	第二档会员名称	价格（元）	最高档会员名称	价格（元）
芒果 TV	会员	连续包月 22	SVIP (升级 SVIP 剧场)	连续包月 28	全屏会员 (增加电视及盒子)	连续包月 35
		连续包年 218		连续包年 268		连续包年 448
腾讯视频	VIP	连续包月 25	SVIP (增加电视及抢先看)	连续包月 35	无	无
		连续包年 238		连续包年 348		
爱奇艺	黄金 VIP	连续包月 25	白金 VIP (增加电视)	连续包月 35	星钻 VIP (增加加更礼免费看)	连续包月 45
		连续包年 238		连续包年 348		连续包年 428
优酷	VIP 会员	连续包月 25	SVIP 会员 (增加电视及 SVIP 剧场)	连续包月 35	无	无
		连续包年 238		连续包年 348		

数据来源：互联网，西南证券整理（连续包月及连续包年价格为 2025 年 10 月 20 日原价为参考）

3.2 广告：首创硬广制播传一条龙服务，开启全域营销新模式

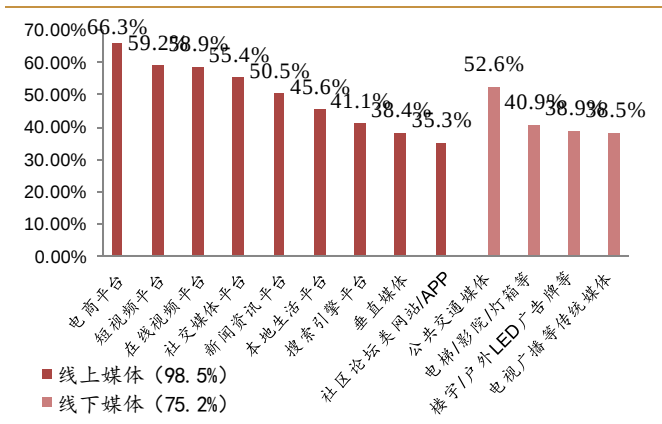
中国互联网广告市场规模持续扩大。根据国家市场监督管理总局发布的《中国广告业发展指数报告》，我国广告产业总体规模稳步增长，其中互联网媒介广告收入从 2020 年的 3919 亿元上升至 2024 年的 8919 亿元。具体来看，2021 年的增长率均超过 40%，而到 2022 年仅有 2.9%，2023 及 2024 年增速则增长至 21.0% 和 24.0%。这一变化反映出市场在经历高速扩张后，正逐步进入更加成熟、稳健的发展阶段。互联网广告预算进一步向小红书、快手、抖音等高互动性、高粘性的内容社区与高转化率的短视频平台倾斜。与此同时，传统长视频剧综内容在招商层面承受着明显的分流压力。

图 34：2020-2024 广告产业链互联网媒介收入及趋势



数据来源：国家市场监督管理总局，西南证券整理

图 35：广告浏览媒介对比情况



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理（样本数量=1000，2025 年 6 月）

优质剧综广告对于头部消费品牌仍具有吸引力。剧集与综艺市场的广告赞助仍以食品饮料、大健康、母婴等传统消费行业为主，京东、美团等线上服务平台也逐渐加大投放力度。根据灯塔专业版数据，2024 年综艺市场的头部内容集中度较高，芒果 TV 在综艺领域展现出显著优势，其独播节目在热度榜单中占据多数席位；相比之下，剧集市场的播出结构更为分散，热度靠前的作品多由爱奇艺、腾讯视频、优酷、芒果 TV 等平台分别独播或联合播出。从冠名与赞助品牌的构成来看，消费类企业尤其是乳制品企业仍占据主导地位。芒果 TV 根据综艺内容选择不同的广告品牌赞助，例如在《中餐厅》引进五粮液、金龙鱼等作为赞助商，实现对于偏好美食类用户的锁定。

表 13：2024 年播放指数前十大综艺冠名及其他赞助商统计

排名	前十大综艺	播放指数	平台	冠名	其他赞助商
1	奔跑吧 第十三季	201631	优酷、爱奇艺、腾讯视频	伊利	喜临门、乌苏啤酒、东阳光药、雅迪、冠能、米多奇等
2	歌手 2024	151036	芒果 TV	君乐宝	汤臣倍健、vivo、百雀羚、五粮液、百岁山等
3	灿烂的花园	122475	芒果 TV	汤臣倍健	金龙鱼、外婆乡小榨、麦富迪等
4	全员加速中·对战季	116560	芒果 TV	华莱士	-
5	中餐厅 第八季	111503	芒果 TV	五粮液	炫迈、金龙鱼等
6	旅行任意门	109042	芒果 TV	美团外卖	三得利、东风本田等
7	时光音乐会 第四季	105993	芒果 TV	蒙牛	香飘飘等
8	下一战歌手	102633	芒果 TV	美团团购	百雀羚、慢严舒柠等
9	无限超越班 第二季	102310	优酷	君乐宝	东阳光药、友臣食品等
10	我们仨	96271	芒果 TV	京都念慈菴	东风日产、去哪儿旅行、北冰洋等

数据来源：灯塔专业版 app，腾讯视频 app，芒果 TV app，爱奇艺 app，优酷 app，西南证券整理

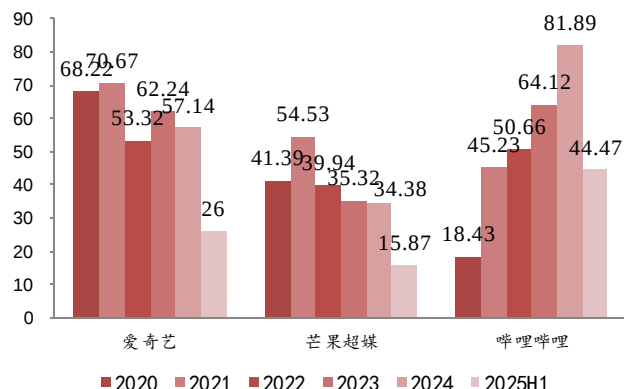
表 14：2024 年播放量前十大剧集广告客户统计

排名	前十大剧集	正片播放量	平台	广告客户
1	庆余年 第二季	35.58 亿	腾讯视频	蒙牛、百雀羚等
2	墨雨云间	33.69 亿	优酷	天猫、舒肤佳、东方树叶等
3	与凤行	28.12 亿	腾讯视频、芒果 TV	蒙牛、三星、OLAY、海露等
4	唐朝诡事录之西行	21.41 亿	爱奇艺	清扬、京东、奥利奥、百事可乐等
5	玫瑰的故事	20.82 亿	腾讯视频	同程旅行、金典、vivo、资生堂等
6	惜花芷	19.96 亿	优酷	OLAY、抖音商城、舒肤佳等
7	繁花	18.19 亿	腾讯视频	阿玛尼、欧派、蒙牛、唯品会、美团外卖等
8	小巷人家	17.64 亿	芒果 TV	特仑苏、百岁山、雨洁、南孚等
9	我是刑警	17.50 亿	爱奇艺	度小满、vivo、统一、茅台等
10	度华年	16.65 亿	优酷	脉动、舒达达、潘婷等

数据来源：灯塔专业版 app，腾讯视频 app，芒果 TV app，爱奇艺 app，优酷 app，西南证券整理

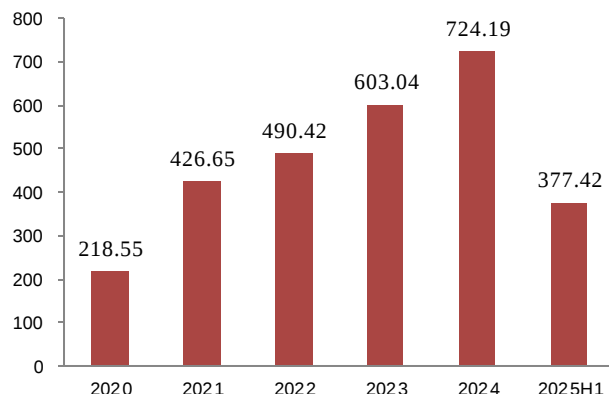
流媒体广告收入呈现分化态势，去中心化的短视频平台瓜分更多广告份额。爱奇艺与芒果 TV 的广告收入有所下滑，其中爱奇艺从 2021 年最高点的 70.7 亿元回落至 2024 年的 57.1 亿元；芒果超媒也从 2021 年的 54.5 亿元下降至 2024 年的 34.4 亿元。相比之下，哔哩哔哩（B 站）的广告业务则实现强劲增长，从 2020 年的 18.4 亿元迅速提升至 2024 年的 81.5 亿元，呈现出逆势上扬的态势。哔哩哔哩的凭借高粘性的年轻社区和多元内容吸引了大量效果广告主，广告收入持续增长，而爱奇艺和芒果 TV 主要依赖于品牌广告，受宏观经济影响，广告主更倾向于投放转化效率更高的短视频平台，导致广告收入下滑。

图 36：2020-2025H1 爱奇艺、芒果超媒、B 站广告营收（亿元）



数据来源：各公司年报，西南证券整理

图 37：2020-2025H1 快手公司线上营销服务收入（亿元）



数据来源：快手年报，西南证券整理

未来芒果将依托自身强大的内容平台优势构建起一个完整的广告生态。芒果拥有海量超级主持人、艺人及签约嘉宾资源，通过全域精细化运营，在细分赛道中精准布局，实现内容定制与渠道拓展的深度融合。针对不同企业的合作需求，芒果提供灵活多样的合作路径：若希望快速启动，可选择“节目+账号”标准化模式，高效触达目标用户；如需深度绑定，可参与 IP 商品共创计划，共同打造内容新形态；若着眼于长远布局，可加入繁星合伙人基金，携手投资并孵化未来之星。在内容与品牌融合方面，芒果已积累丰富实践。在《中秋之夜》中通过团圆故事将产品与“家”的情感深度绑定；“补水啦”场景中快速补充电解质的需求自然植入、使金典有机奶广告与综艺草原场景无缝融合，实现“需求即种草”；毕业音乐会门票等广告植入也进一步拓展了品牌曝光场景。这些案例充分体现芒果在内容场景中实现品牌情感链接与消费触达的能力。芒果的全链路广告意味着与包括动漫游戏、潮玩衍生、内容电商、线下演出、数字文创在内的芒果后链路生态全面同行。品牌可享有顶配专属的定制合作方案：无论是“一掷千金”级别的品牌战略合作、IP 身份冠名或首席合作伙伴身份，还是“小而美”的芒系艺人种草、芒果甄选或直播专场等轻量资源，亦或是定制微综、视频播客、剧情广告等创新内容产品，芒果都能提供匹配品牌需求的整合解决方案，助力实现品效协同的传播目标。

图 38：2025 芒果秋季招商大会现场



数据来源：芒果招商会，西南证券整理

图 39：2025 芒果秋季招商大会现场



数据来源：芒果招商会，西南证券整理

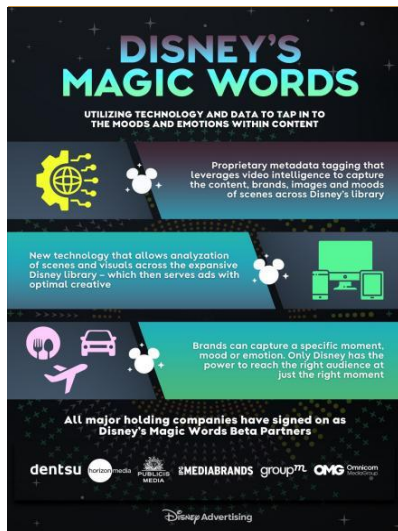
当前广告行业也正经历从 UGC、PUGC 到 AIGC 的转型，国内外主流流媒体平台依据其技术实力、内容生态和用户基础，选择了不同的 AIGC 应用路径。国内主流平台如芒果 TV、优酷、爱奇艺等在 AIGC 广告应用方面展现了更快速的落地能力和丰富的场景化创新。芒果 TV 推出了 AIGC HUB，拥有“芒言”文案生成、“芒绘”漫画生成等工具，并将 AI 生成的二创短视频广泛应用于《披荆斩棘》等剧综的营销推广。优酷在《墨雨云间》中，与 999 皮炎平共创了“AIGC 创意定制”剧情系列化广告，将品牌与剧集强绑定。这些创新模糊了内容与广告的界限，大幅提升了用户的接受度。在国际市场上，以 Netflix 和迪士尼为代表的平台正致力于将 AIGC 深度融入广告体验。Netflix 宣布将向广告套餐用户推送 AI 生成内容，计划使用 AI 技术将广告无缝嵌入剧情场景，使广告成为观影体验的自然组成部分，其首批 AI 广告预计在 2026 年上线。迪士尼开发了“魔法词”技术，通过 AI 分析影视内容中的情绪、场景和品牌曝光机会，让品牌方能定制与场景基调高度契合的广告。这种基于上下文感知的广告策略，显著提升了广告的相关性和接受度。

图 40：优酷运用 AI 生成的海报



数据来源：互联网，西南证券整理

图 41：迪士尼“魔法词”技术



数据来源：互联网，西南证券整理

3.3 电商：小芒电商提供 IP 变现渠道

小芒电商作为湖南广电 2020 年战略孵化的新业务，2020 年，依托长视频内容基因，公司推出面向 Z 世代的垂直电商平台“小芒”，初步搭建“视频+内容+电商”核心框架；2021 年明确“新潮国货内容电商”定位，通过 IP 联动实现用户爆发式增长，日活峰值达 126 万；2022 年完成首轮融资，GMV 同比激增 7 倍，DAU 峰值突破 206 万；2023 年 GMV 突破 100 亿元，同步完成内部划拨与高新技术企业认定，正式享受税收优惠政策；2024 年 GMV 攀升至 161 亿元，四年复合增长率高达 125%，并顺利完成 A1 轮融资；截至 2025 年上半年，小芒首次实现半年度盈利，业务从线上延伸至线下，不仅开设全球旗舰店，更覆盖近 3000 家线下门店，标志着其迈入规模化盈利的全新发展阶段。

表 15：小芒电子商务有限公司 2022-2025H1 营收及净利润

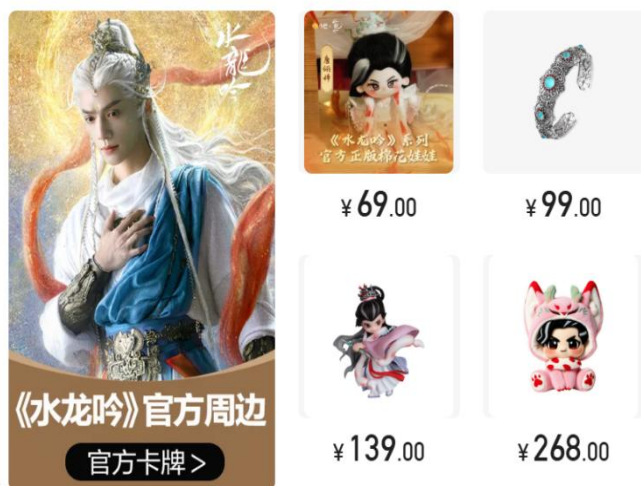
	2022	2023	2024	2025H1
营业收入（亿元）	6.80	10.21	10.67	1.91
净利润（百万元）	-245.68	-251.18	-47.49	1.19
GMV（亿元）		100	161	

数据来源：公司年报，西南证券整理

小芒电商以“内容+电商”为核心引擎，深度整合芒果生态的 IP、艺人与内容资源，打造垂直化国货消费平台。其商业模式聚焦“内容驱动消费”：一方面依托《乘风》《大侦探》等头部 IP，定制《跳进地理书的旅行》等专属综艺，“小芒种花夜”等特色晚会，通过场景化营销实现从内容观看向即时购物的无缝转化；另一方面通过自营品牌“南波万”服饰、明星周边、潮玩等核心商品线，搭建“超级直播间”，联动 APP、小程序、线下店多端渠道，构建“观看-互动-购买”的消费闭环。同时，小芒联动金鹰卡通、湖南卫视等平台资源，持续深化“内容+社区+电商”的生态协同效应。

图 42：《水龙吟》官方周边

水龙吟官方周边



数据来源：小芒，西南证券整理

图 43：《乘风》官方周边

乘风官方周边



数据来源：小芒，西南证券整理

小芒电商已展现强劲增长韧性与商业潜力。IP 内容创新能力突出，以高频优质内容实现商品差异化赋能；多平台协同效应显著，整合芒果系媒体资源形成传播合力；精准触达年轻用户群体，以“情绪价值消费”切入青年圈层，深度培养“边看边买”的消费习惯。此外，高新技术企业资质进一步降低税负成本，提升盈利空间。2025 半年度首次实现半年度盈利，此次盈利的突破充分验证了“内容+电商”模式的可行性；线下门店的快速扩张，打开实体消费增量空间；“芒果 TV+湖南卫视+金鹰卡通+小芒”的四平台联动，将持续深化 IP 全产业链开发，释放生态协同价值。未来，随着文化与科技融合的持续推进，小芒有望在国货电商赛道中持续强化品牌影响力，成为湖南广电生态中兼具商业价值与创新活力的核心增长极。

图 44：小芒全球旗舰店在沪开业



数据来源：普陀区人民政府，西南证券整理

图 45：小芒全球旗舰店



数据来源：互联网，西南证券整理

4 他山之石：Netflix 内容为王的变现密码

从 DVD 租赁到全球流媒体之王，Netflix 的战略转型与自我颠覆之路。Netflix 自 1997 年 8 月以“线上 DVD 租赁服务”起家，于 1999 年推出颠覆性的按月订阅模式，并于 2000 年上线个性化推荐系统 Cinematch，初步奠定了其以技术和用户为中心的基础。2002 年成功上市后，Netflix 在 2005 年击败百视达成为全美第一大 DVD 邮寄商。真正的战略转折点发生在 2007 年，其推出“WatchNow”流媒体服务，开启了向数字化的转型；2008 年与 Starz 签下重磅版权协议，但 2011 年因价格问题未能续约，导致大量内容下架，这一危机反而迫使 Netflix 加速布局原创内容以摆脱对外部版权的依赖。2013 年其首部原创剧集《纸牌屋》大获成功，此后连续推出《女子监狱》《怪奇物语》等爆款，原创战略进入快车道。2017 年，Netflix 首次在奖项上超越 HBO，并自称为“内容公司”，标志着其定位的根本转变。2018 年，其内容支出高达 130 亿美元并推出直接线上首播的原创电影，进一步挑战传统影院窗口期。2020 年借助疫情红利，全球付费会员突破 2 亿。面对市场变化，Netflix 在 2022 年推出含广告的低价套餐，结束纯付费模式，并于 2023 年治理账户共享以将共享用户转化为付费会员。展望 2025 年，Netflix 计划在其科幻史诗《永航员》中大规模使用自研生成式 AI 进行特效制作，将制作周期缩短 30%，体现了其持续利用技术创新来优化内容成本曲线的未来方向。

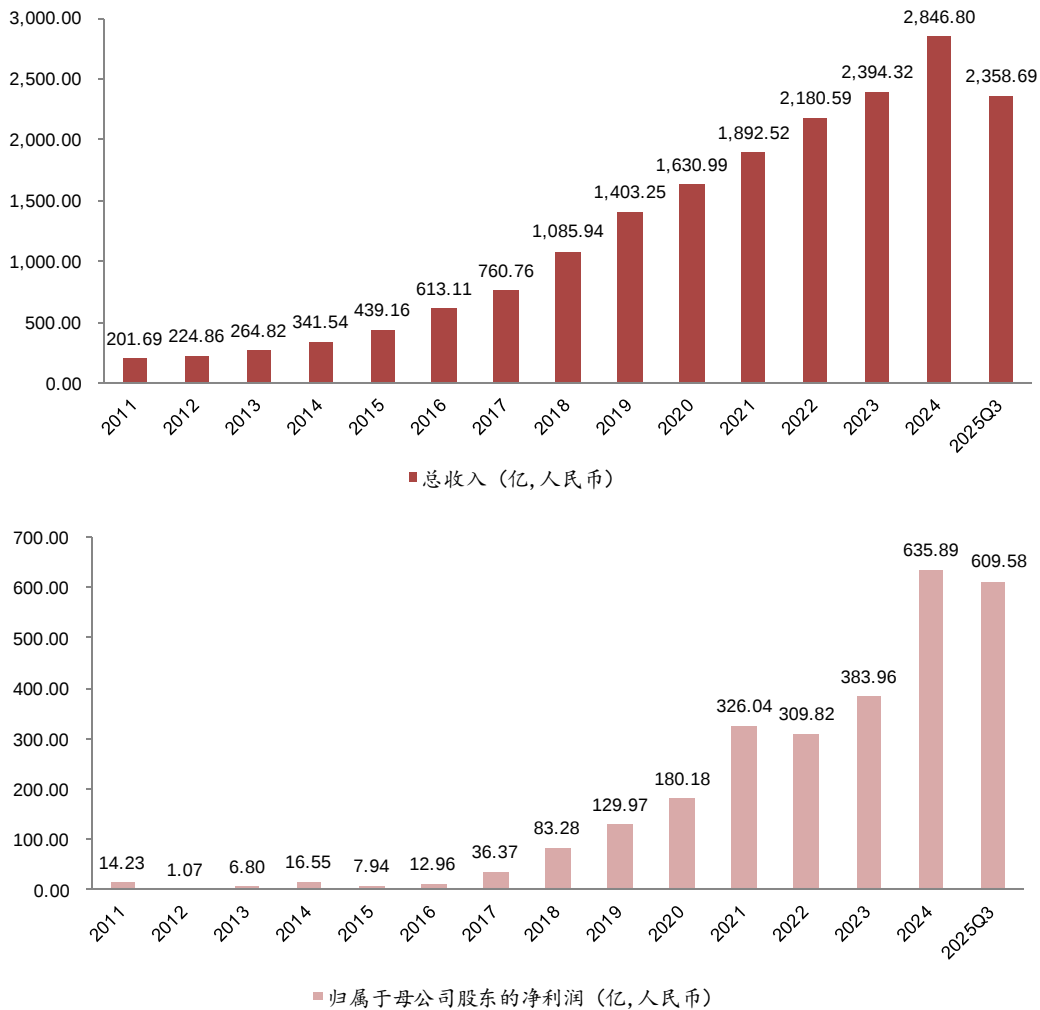
图 46：Netflix 发展历程



数据来源：互联网，西南证券整理

Netflix 2011-2025Q3 的财务数据呈现了其从开拓者成长为行业领导者的战略演进图谱。公司总收入从 2011 年的 201.7 亿元人民币攀升至 2024 年的 2846.8 亿元，十四年间规模扩张超过十四倍，早期的快速增长得益于其成功的 DVD 业务转型与流媒体模式的先发优势，而 2017 年后收入的加速增长则标志着其全球化布局的基本完成。相较于收入的稳健攀升，净利润更具启示意义。2012 年净利润曾探底至 1.1 亿元，揭示了公司在进行全球市场扩张和天价内容投入初期的盈利压力。拐点出现在 2017 年，净利润跃升至 36.4 亿元，这标志着自 2013 年启动的“原创内容战略”进入收获期，《纸牌屋》《怪奇物语》等爆款自制内容形成公司优势，并提升了用户粘性。2021 年，净利润实现大幅增长至 326.0 亿元，部分受益于新冠疫情带来的“宅经济”红利。这一外部机遇的催化，使得全球流媒体需求呈现井喷式爆发。而 2024 年净利润预计达到创纪录的 635.9 亿元，其驱动力已从外部红利转向内部深刻的运营变革。具体举措包括对密码共享的严格治理将“共享用户”转化为付费用户，以及推出含广告低价套餐捕获价格敏感型用户并开辟广告新收入来源。此外，通过 AI 等技术优化内容制作与推荐效率，进一步控制了成本。在多项举措协同下，公司的归母净利润率实现了从 2023 年约 16.0% 向 2024 年 22.3% 的跨越。纵观 Netflix 的发展路径，从早期大幅扩张市场份额和构造内容壁垒，到中期凭借原创内容实现用户沉淀与初步盈利，再到当前通过极致化的精细运营深度挖掘单用户价值与利润空间。Netflix 成功从早期的资本驱动增长，转型为一家具备强大定价权与盈利能力的价值型企业，其发展路径为流媒体行业如何从战略投入走向规模化盈利提供了经典案例。

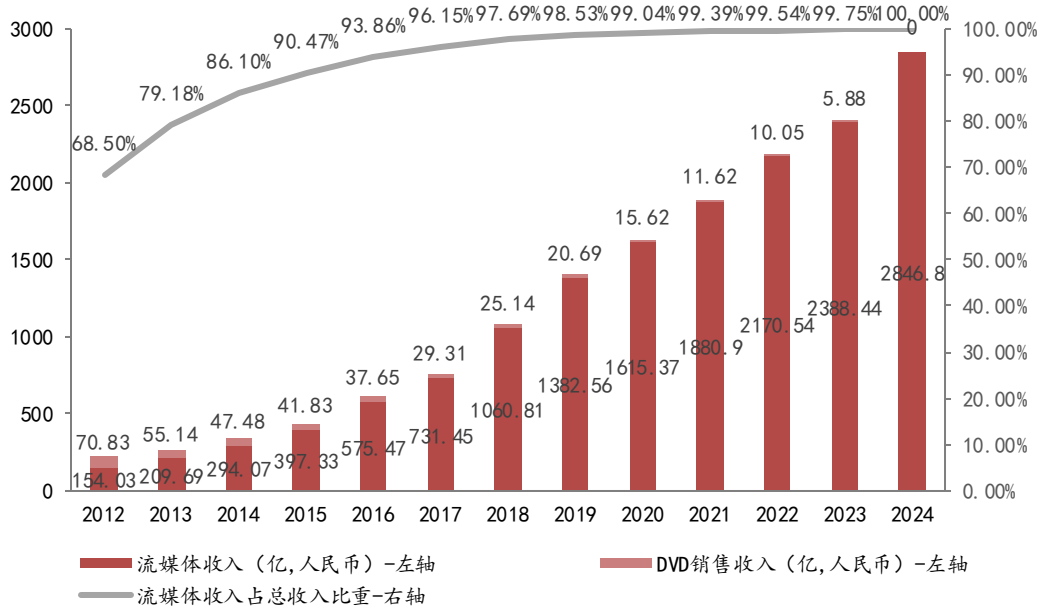
图 47: Netflix 2011-2025Q3 总收入及归母净利润



数据来源: iFinD, 西南证券整理

Netflix 公司的营业收入主要来源于其流媒体业务。自 2012 年起,流媒体业务便开始成为其收入主体,当年流媒体收入为 154.0 亿元, DVD 销售收入为 70.8 亿元,流媒体占总收入的比例为 68.5%。随着技术演进与用户习惯变迁,流媒体业务持续大幅扩张,而 DVD 业务则逐步萎缩,最终彻底退出公司业务。至 2024 年,流媒体收入的占比已达到 100%,意味着 Netflix 公司公开报告的全部收入均来自流媒体业务。

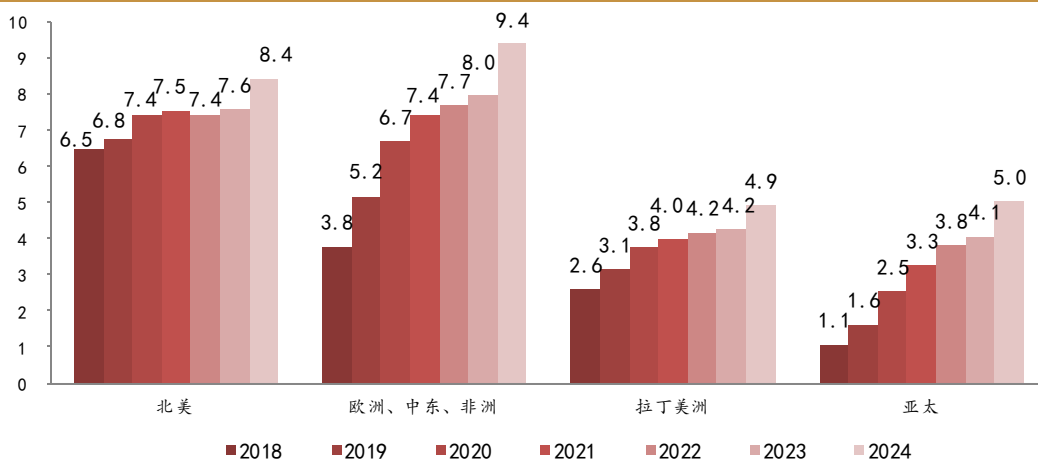
图 48: Netflix 2012-2024 分业务营业收入



数据来源: iFinD, 西南证券整理

Netflix 公司的会员业务展现出全球范围的强劲增长势头。根据其历史数据, Netflix 的全球订阅用户规模持续扩张, 2024 年末总订阅人数近 2.8 亿, 较 2018 年末的 1.4 亿实现了规模翻倍。这一增长主要得益于其在北美以外市场的成功开拓, 其中欧洲、中东和非洲地区已成为用户数量最多的区域, 2024 年达到 0.9 亿人; 亚太地区则成为增长最快的引擎, 用户数从 2018 年的 0.1 亿增长至 2024 年的 0.5 亿, 凸显出新兴市场的巨大潜力。与此同时, Netflix 于 2022 年底推出的含广告订阅套餐取得了显著成功, 其会员数在一年内从 0.2 亿攀升至 0.7 亿, 这表明差异化的低价策略有效吸引了价格敏感用户, 为会员增量打开了新的空间。

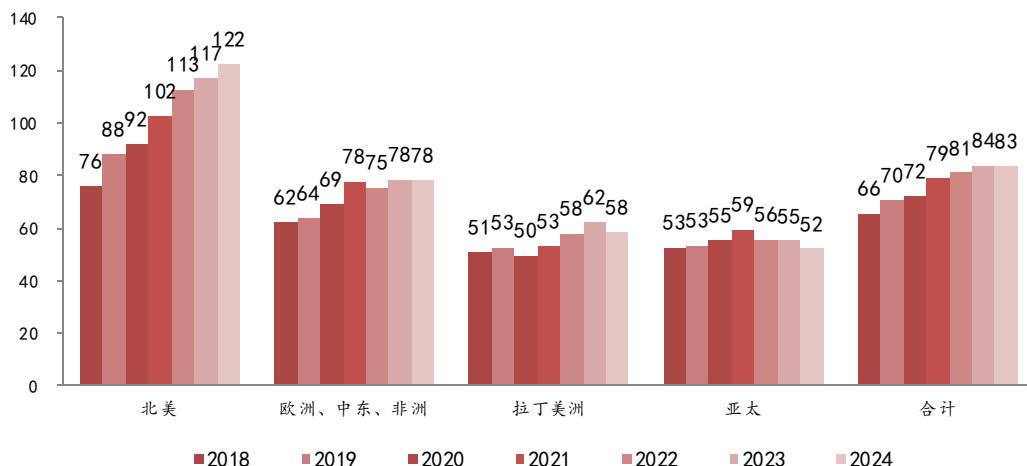
图 49: Netflix 分地区订阅人数 (千万人)



数据来源: business of apps, 西南证券整理

在会员规模扩大的同时，Netflix 的单会员平均收入也呈现出积极的提升趋势，尤其是在核心的北美市场。北美地区的月度 ARPPU 从 2018 年的约 76 元稳步上升至 2024 年的 122 元，这反映了其成熟的会员体系和定价策略对提升用户价值的有效性。相比之下，欧洲、中东和非洲地区的 ARPPU 保持相对稳定，而拉丁美洲和亚太地区的 ARPPU 水平相对较低，体现了 Netflix 面临不同市场情况下采取的不同策略。在成熟市场侧重于挖掘现有用户价值，而在增长市场则更注重通过具有竞争力的价格优先扩大用户基础。

图 50: Netflix ARPPU (元/人/月)



数据来源: business of apps, 西南证券整理 (USD/CNY=7.2)

Netflix 会员价值的提升与其持续优化的会员体系和价格策略密不可分。Netflix 的会员套餐从最初单一的基础版，逐步演进为包含标准版、高级版以及带广告基础版的多层级体系。自 2013 年以来，Netflix 进行了多轮价格调整，特别是高级版套餐的价格上调幅度较为明显。这种稳步的提价行为，加之 2024 年在美国等市场停止向新用户提供免费版无广告套餐的举措，都在积极引导用户向更高价位的套餐迁移，从而有力地拉动了整体 ARPPU 的增长。与一些国内平台通过联合会员促销短期内做大基数但可能摊薄单用户收入的方式不同，Netflix 更侧重于通过内容与服务的升级来直接提升单用户付费水平。

表 16: Netflix 会员结构 (美元)

生效时间	带广告基础版	基础版	标准版	高级版	备注
2011 年	——	7.99	——	——	仅 Basic 一档，含流媒体首发
2013 年	——	7.99	——	11.99	新增 Premium (四屏+HD/4K)
2014 年	——	7.99	8.99	11.99	老用户享原价“祖父条款”
2015 年	——	7.99	9.99	11.99	2016 年中取消祖父价
2017 年	——	7.99	10.99	13.99	标准/高级均+1-2 美元
2019 年	——	8.99	12.99	15.99	首次上调基础版价格
2020 年	——	8.99	13.99	17.99	疫情居家流量高峰
2022 年	6.99	9.99	15.49	19.99	11 月推出“Basic with Ads”
2023 年	6.99	11.99*	15.49	22.99	*基础版仅老用户保留
2024 年	6.99	——	15.49	22.99	基础版彻底停售
2025 年	7.99	——	17.99	24.99	1 月 21 日起全面再涨 2 美元左右

数据来源: 互联网, 西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司会员收入保持稳定增长。公司 2022-2024 年会员业务收入增速分别为 6.16%/10.22%/19.30%，2022-2024 年公司 ARPPU 增速分别为 -9.56%/-1.99%/8.27%。在当前宏观经济环境弱复苏的背景下，公司一方面通过稳健的营销策略持续吸纳新用户，另一方面依托产品质量的持续优化来提升老用户的付费意愿与粘性，但由于现阶段难以通过提高会员单价来实现短期内的收入和毛利增长。我们预计 2025-2027 年公司 ARPPU 年均增长 5%，会员数量每年增加 10%，则公司会员业务量增速为 15.5%/15.5%/15.5%。

假设 2：公司广告收入逐渐复苏。公司 2022-2024 年广告业务收入增速分别为 -26.76%/-11.57%/-2.66%。在当前剧综行业广告投入规模已逐步探底并呈现企稳态势的背景下，公司有着综艺领域的头部优势，稳定扩张长剧集市场与积极拓展短剧市场，并引入 AIGC 技术以优化广告产品、提升投放精准度和创意表现。我们预计 2025-2027 年公司广告业务量增速为 -10%/5%/10%。

假设 3：公司运营商收入会恢复增长。公司 2022-2024 年运营商业收入增速分别为 18.35%/10.28%/-42.43%。2024 年，受电视行业“套娃”收费及操作复杂问题专项治理工作的深化影响，公司在“计费包”“单点付费内容”等增值业务方面短期承压，对运营商业务造成了一定的阶段性冲击。展望未来，公司作为互联网视频市场上同时拥有 IPTV 与 OTT 运营牌照的主体，这一独特的资质壁垒构成了其长期竞争的核心优势。同时，广电总局发布的“广电 21 条”政策明确鼓励增加电视大屏优质内容供给、支持超高清、互动视频等高新视听技术开发应用，为公司创造了有利的宏观环境与发展机遇。综合考量短期整改后的市场秩序重塑、公司显著的牌照稀缺性以及政策红利，我们预计 2025-2027 年公司运营商业量增速为 0%/5%/5%。

假设 4：公司新媒体互动娱乐内容制作业务收入及其他业务收入会保持稳定。2022-2024 年公司新媒体互动娱乐内容制作业务收入分别为 11.2/11.5/12.6 亿，毛利率分别为 19.2%/25.6%/25.7%，均表现较为稳定。预计 2025-2027 年公司新媒体互动娱乐内容制作业务量增速分别为 0%/3%/3%，毛利率分别为 25%/25%/25%。

假设 5：公司媒体零售业务收入显著增长。公司旗下小芒电商在 2025H1 首次实现半年度盈利，一方面，公司依托生态优势，积极拓展 IP 资源，开发线上市场；另一方面，公司传统电视购物板块收入有所下滑。因此我们预测公司媒体零售业务量将加速上升，2025-2027 年销量增速分别为 0%/10%/10%，毛利率分别为 20%/25%/30%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 17：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2024A	2025E	2026E	2027E
芒果 TV 互联网视频业务	收入	101.8	106.3	117.9	132.6
	yoy	-4.1%	4.5%	10.9%	12.5%
	1) 会员收入	51.5	59.5	68.7	79.3
	yoy	19.3%	15.5%	15.5%	15.5%
	2) 广告收入	34.4	30.9	32.5	35.7
	增速	-2.7%	-10.0%	5.0%	10.0%
	3) 运营商收入	15.9	15.9	16.7	17.6
	增速	-42.4%	0.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	35.30%	37.00%	39.00%	40.00%
新媒体互动娱乐内容制作	收入	12.6	12.6	13.0	13.4
	增速	9.8%	0.0%	3.0%	3.0%
	毛利率	25.7%	25.0%	25.0%	25.0%
媒体零售	收入	26.0	26.0	28.6	31.5
	增速	-7.9%	0.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	6.1%	20.0%	25.0%	30.0%
其他业务	收入	0.4	0.3	0.3	0.2
	增速	-8.3%	-20.0%	-10.0%	-10.0%
	毛利率	24.5%	15.0%	15.0%	15.0%
合计	收入	140.8	145.3	159.8	177.7
	增速	-3.8%	3.2%	10.0%	11.2%
	毛利率	29.0%	32.9%	35.3%	37.1%

数据来源：iFinD，西南证券

5.2 相对估值

我们选择了 Netflix (NFLX.O)、快手 (1024.HK)、爱奇艺 (IQ.O) 三家公司作为可比公司。可比公司 2026 和 2027 年平均 PE 分别为 22X、18X，公司对应的 PE 分别为 28 倍和 23 倍，显著低于头部 Netflix PE。考虑到芒果作为优质内容龙头公司，在政策对于长视频监管放松背景下，作为国有长视频龙头企业有望加速增长，对标海外长视频龙头 Netflix，给予公司 2026 年 38 倍 PE，2026 年对应目标价为 39.9 元，给予“买入”评级。

表 18：可比公司 PE 估值表

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE (倍)			
			24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
NFLX.O	Netflix	37352.50	635.89	811.71	985.02	1146.81	58.74	46.02	37.92	32.57
1024.HK	快手-W	2926.02	153.35	175.95	212.27	247.51	19.08	16.63	13.78	11.82
IQ.O	爱奇艺	150.36	7.64	3.02	10.13	15.63	19.68	49.82	14.84	9.62
PE 平均值							33	37	22	18
300413.SZ	芒果超媒	554.67	13.64	15.00	19.55	24.09	41	37	28	23

数据来源：iFinD，西南证券整理（数据截止日期 2025.11.04）

6 风险提示

政策落地不及预期风险；广告收入增长不及预期风险；会员收入增长不及预期风险；节目上线效果不及预期风险；公司技术发展不及预期风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	14079.69	14526.19	15977.02	17772.30	净利润	1342.91	1498.85	1954.96	2409.15
营业成本	9991.68	9751.76	10335.06	11185.08	折旧与摊销	5837.30	832.62	847.91	865.80
营业税金及附加	72.21	72.63	79.89	88.86	财务费用	-189.18	-2.74	103.39	127.95
销售费用	1991.05	2324.19	2556.32	2843.57	资产减值损失	-28.52	0.00	0.00	0.00
管理费用	440.42	435.79	479.31	533.17	经营营运资本变动	-4548.56	325.54	-737.13	-623.10
财务费用	-189.18	-2.74	103.39	127.95	其他	-2439.14	-43.13	45.38	45.24
资产减值损失	-28.52	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-25.19	2611.14	2214.51	2825.04
投资收益	284.58	5.00	10.00	10.00	资本支出	-5801.28	-200.00	-200.00	-200.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1883.53	5.00	10.00	10.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-7684.81	-195.00	-190.00	-190.00
营业利润	1742.41	1949.56	2433.05	3003.67	短期借款	0.00	16.22	10.00	10.00
其他非经营损益	20.68	-3.00	10.65	7.77	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1763.09	1946.56	2443.69	3011.44	股权融资	-31.11	0.00	0.00	0.00
所得税	420.18	447.71	488.74	602.29	支付股利	-336.73	-129.21	-141.94	-185.14
净利润	1342.91	1498.85	1954.96	2409.15	其他	80.27	-75.50	-103.39	-127.95
少数股东损益	-21.44	0.01	0.01	0.01	筹资活动现金流净额	-287.57	-188.49	-235.34	-303.09
归属母公司股东净利润	1364.35	1498.84	1954.95	2409.14	现金流量净额	-7997.48	2227.65	1789.18	2331.95
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3900.72	6128.37	7917.55	10249.50	成长能力				
应收和预付款项	6399.13	5634.61	6339.30	7031.71	销售收入增长率	-3.75%	3.17%	9.99%	11.24%
存货	1331.58	1298.51	1384.12	1510.58	营业利润增长率	-4.21%	11.89%	24.80%	23.45%
其他流动资产	6240.77	5373.94	5750.19	6215.76	净利润增长率	-61.31%	11.61%	30.43%	23.23%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	7.52%	-62.39%	21.76%	18.11%
投资性房地产	73.28	73.28	73.28	73.28	获利能力				
固定资产和在建工程	131.32	255.05	363.49	454.03	毛利率	29.03%	32.87%	35.31%	37.06%
无形资产和开发支出	9068.70	8321.71	7574.72	6827.72	三费率	15.93%	18.98%	19.65%	19.72%
其他非流动资产	5384.67	5375.31	5365.96	5356.60	净利率	9.54%	10.32%	12.24%	13.56%
资产总计	32530.17	32460.79	34768.60	37719.19	ROE	5.96%	6.27%	7.60%	8.62%
短期借款	33.78	50.00	60.00	70.00	ROA	4.13%	4.62%	5.62%	6.39%
应付和预收款项	8188.32	8137.66	8611.91	9313.13	ROIC	11.15%	11.76%	16.36%	19.97%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	52.49%	19.13%	21.18%	22.49%
其他负债	1778.22	373.83	384.38	399.75	营运能力				
负债合计	10000.32	8561.49	9056.29	9782.88	总资产周转率	0.44	0.45	0.48	0.49
股本	1870.72	1870.72	1870.72	1870.72	固定资产周转率	102.87	89.02	66.50	54.17
资本公积	8780.30	8780.30	8780.30	8780.30	应收账款周转率	3.19	3.08	3.36	3.32
留存收益	11837.73	13207.37	15020.37	17244.38	存货周转率	5.96	6.65	6.92	6.99
归属母公司股东权益	22488.96	23858.39	25671.40	27895.40	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.52%	—	—	—
少数股东权益	40.89	40.90	40.91	40.92	资本结构				
股东权益合计	22529.85	23899.29	25712.31	27936.32	资产负债率	30.74%	26.37%	26.05%	25.94%
负债和股东权益合计	32530.17	32460.79	34768.60	37719.19	带息债务/总负债	0.34%	0.58%	0.66%	0.72%
					流动比率	1.82	2.20	2.41	2.61
					速动比率	1.69	2.05	2.26	2.45
					股利支付率	24.68%	8.62%	7.26%	7.68%
					每股指标				
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股收益	0.73	0.80	1.05	1.29
EBITDA	7390.54	2779.44	3384.35	3997.42	每股净资产	12.04	12.78	13.74	14.93
PE	40.61	36.97	28.34	23.00	每股经营现金	-0.01	1.40	1.18	1.51
PB	2.46	2.32	2.16	1.98	每股股利	0.18	0.07	0.08	0.10
PS	3.94	3.81	3.47	3.12					
EV/EBITDA	6.02	15.19	11.95	9.53					
股息率	0.61%	0.23%	0.26%	0.33%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

广深	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	tdl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn