

小芒电商风控报告

罗宇茜

一、项目综合评价

标的公司主要从事长视频内容电商平台运营。

项目亮点：1）小芒电商为湖南广电未来最核心的战略产业之一，将举全台之力支持其发展；2）公司聚焦衍生品业务或可一定程度改善盈利状况。

项目风险：1）从电商行业现状看，行业已进入存量竞争阶段，内卷严重；巨头格局已定，垂类平台生存艰难。2）从细分行业商业逻辑来看，长视频平台在电商领域的商业化进程相对缓慢，收效甚微。3）关于小芒 IP 运营变现能力，自有 IP 业务尚未实现矩阵式打法，基于单一案例能否成功批量化复制存在不确定性。

综上，给与项目“审慎推荐”评级，建议优化估值并争取对赌、业务合作等风控和估值平滑条款。

二、项目基本情况

公司成立于 2020 年 9 月，公司主营业务为长视频内容电商平台，基于湖南卫视和芒果 TV 的双平台资源加持，细分业务包括自营商品销售（包括自营 IP 商品和标准商品）和第三方 POP 店服务。公司收入明细及财务数据如下：

表 1 公司财务数据

| 项目 | 2023 年金额 | 占收入比重 | 2022 年金额 | 占收入比重 | 2021 年金额 | 占收入比重 |
|---------|----------|-------|----------|-------|----------|-------|
| GMV | 104 亿元 | 10 倍 | 43 亿元 | 6 倍 | 6 亿元 | 3 倍 |
| 主营业务收入 | 102,097 | 100% | 68,013 | 100% | 24,730 | 100% |
| 商品销售成本 | 97,883 | 96% | 69,669 | 102% | 31,258 | 126% |
| 职工薪酬 | 16,423 | 16% | 12,457 | 18% | 13,396 | 54% |
| 营销及推广支出 | 7,039 | 7% | 7,070 | 10% | 5,202 | 21% |
| 财务费用 | 2,913 | 3% | 2,007 | 3% | 82 | 0% |
| 履约及其他支出 | 2,957 | 3% | 1378 | 2% | 2934 | 12% |
| 净利润 | -25,118 | -25% | -24,568 | -36% | -28,143 | -114% |

表 2 公司收入明细

| 业务类型 | 2024 年 1~2 月 | | | | 2023 年 | | | | 2022 年 | | | | 2021 年 | | | |
|-------------|--------------|------|--------|------|---------|------|---------|------|--------|------|--------|------|--------|------|--------|------|
| | 收入 | 收入占比 | 成本 | 毛利率 | 收入 | 收入占比 | 成本 | 毛利率 | 收入 | 收入占比 | 成本 | 毛利率 | 收入 | 收入占比 | 成本 | 毛利率 |
| 自营业务 | 15,537 | 96% | 15,020 | 3% | 99,088 | 97% | 97,883 | 1% | 63,827 | 94% | 69,669 | -9% | 22,690 | 92% | 31,259 | -38% |
| 其中：自营 IP 商品 | 1,864 | 12% | 1,119 | 40% | 10,404 | 10% | 6,243 | 40% | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 其中：标准品 | 13,673 | 85% | 13,901 | -2% | 88,684 | 87% | 91,640 | -3% | 63,827 | 94% | 69,669 | -9% | 22,690 | 92% | 31,259 | -38% |
| POP 店业务 | 156 | 1% | - | 100% | 977 | 1% | - | 100% | 944 | 1% | 0 | 100% | 71 | 0% | 0 | 100% |
| 其他业务 | 487 | 3% | 601 | -23% | 2032 | 2% | 1,109 | 45% | 3,242 | 5% | 1,998 | 38% | 1,968 | 8% | 17 | 99% |
| 其他营业成本 | - | 0% | - | / | - | 0% | 8,413 | / | - | 0% | 7,015 | / | - | 0% | 9,020 | / |
| 合计 | 16,180 | 100% | 15,621 | 3% | 102,097 | 100% | 107,405 | -5% | 68,013 | 100% | 78,682 | -16% | 24,730 | 100% | 40,295 | -63% |

注：2021 年、2022 年公司还处于业务模式摸索阶段，到 2022 年 12 月才跑出了自营 IP 商品“南波万”的特色爆款服饰，因此 2021 年、2022 年公司未对自营 IP 商品、自营标准品进行划分与统计，但预计其中自营 IP 商品的占比应该相对不高。

对于自营业务，公司按照全额法确认商品销售收入和商品成本，其中销售收入系考虑退货、优惠券和各种销售折扣后的实际收入。由于小芒电商还处于大规模投放优惠券拉新的状态，财务口径的收入金额与 GMV 金额存在较大差异，2021 年~2023 年及 2024 年 1~2 月，自营业务财务口径收入占比 GMV 分别为 40%、44%、28%及 26%，其中 2023 年及 2024 年 1~2 月占比更低，主要由于公司在自营 IP 商品上的推广和优惠力度更大，其财务口径收入占比 GMV 相对更低（7%左右）。对于第三方 POP 店业务，公司仅收取非常低比例的服务费，按照净额法确认服务费收入。i）报告期公司处于整体毛亏状态，其中毛亏主要来源于自营标准品业务，未来短期在自营标准品业务上能否实现正毛利率还有待观察。

三、项目风险揭示

（一）行业及商业模式风险

1、从电商行业现状看，行业已进入存量竞争阶段，内卷严重；巨头格局已定，垂类平台生存艰难

需求侧，行业发展空间承压：在国内消费空间面临收缩与用户流量红利不断减少的双重压力下，电商行业面临增长压力。电商行业已进入低增长高存量的成熟阶段。网购用户规模日趋见顶，电商平台巩固自身基本盘的紧迫性加大。2022 年中国网络购物用户规模达 8.5 亿人，在网民中占比近 80%，用户规模上增量空间已趋见顶，因此，各家电商平台对网购用户的流量争夺进入存量。2023 年，中国实物商品网上零售额达到 13.0 万亿元，增速为 8.4%。整体来看，近几年实物商品网上零售额增速呈不断下降趋势，这主要是受国内整体消费环境的影响，社会零售增长处于相对较低的水平，中国电商市场经过 20 多年的高速发展，用户流量红利不断减少。

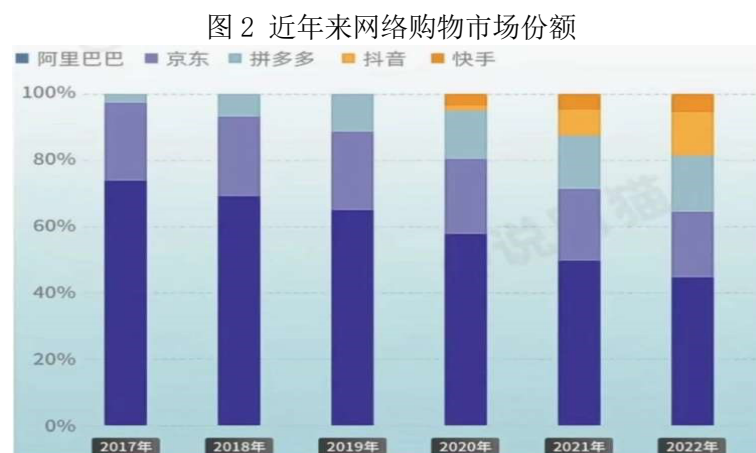
图 1 网络购物用户及实物商品零售额数据



平台侧，巨头格局基本已定，垂类平台不断出清，垂直电商黄金期已过，多数垂直电商平台处境艰难：垂直电商兴起于 2010 年左右，电商行业最火爆时期，用户的消费欲不断被刺激，热钱源源不断地涌入，垂直电商平台如雨后春笋般涌现。然而这些平台都面临着与强劲的头部的综合电商平台的竞争，虎口夺食极为不易。垂直电商平台的破产潮在 2020 年便开始显露苗头，多个电商行业“第一股”相继陨落，市值均大幅缩水或已退市。这其中包括“美妆电商第一股”聚美优品、“网红电商第一股”如涵、“奢侈品电商第一股”寺库、“时尚电商第一股”蘑菇街、“生鲜电商第一股”每日优鲜等；除了垂直电商平台难以为继外，国美、苏宁等曾经寄望于电商转型的传统零售巨头也巨幅收缩，经营状况十分惨淡。京东创始人刘强东

早年曾判断，“垂直电商，只有垂直品牌可以存活，不是它的电商平台有价值，而是品牌有价值。垂直零售平台一定死掉，当然也可以卖掉。”究其原因：电商有极强的平台效应，商家、用户、资本等资源将被头部平台吸纳，强者恒强。相较于头部综合电商，垂直电商在“人货场”三个核心要素上不占优，垂直电商普遍体量小、流量低、品类较单一，能吸引的商家也有限。此外，蜜芽创始人曾表示，综合电商平台通过算法获得千人千面的能力后，让垂直人群在综合电商平台也能看到垂直内容，垂直电商作为阶段性产物的时代也将宣告结束。小芒围绕圈层用户的 IP 衍生品业务，更偏向于垂类平台，需持续强化社区内容属性以及用户交易黏性。此外，也需警惕综合电商平台对相关垂类产品的布局情况。

巨头格局已基本稳定。存量竞争阶段，卷低价，更卷服务。电商三巨头的市场份额合计约 80%。2023 年 GMV：1. 阿里：约 8 万亿；2. 拼多多：约 4 万亿；3. 京东：约 4 万亿；4. 抖音：2.7 万亿；5. 快手：超 1 万亿；6. 视频号：超千亿。整体上来看，阿里巴巴、京东和拼多多作为电商三巨头的竞争格局依然保持稳定。其中表现亮眼的是靠着“超低价 + 社交砍价”迅速统治下沉市场的拼多多业绩增速迅猛，在 2023 年 11 月底拼多多市值首度超越阿里巴巴。阿里京东也坚定跟进了低价战略，推出淘特、百亿补贴等，抢占“低价心智”已是各大平台的共识。2024 年电商行业竞争愈发激烈，“卷”出了新高度，既是卷价格又是卷服务，如仅退款、客服整顿、物流时效等。对小芒的影响分析：标准品业务面临与巨头的直面竞争，低价竞争以及行业服务标准的不断提升，将进一步加大标准品业务的经营压力及盈利难度。



2、从细分行业商业逻辑来看，长视频平台在电商领域的商业化进程相对缓慢，收效甚微。

长视频与短视频平台，已分别走出不同的商业化道路。在电商领域，短视频平台已成功商业化，而长视频平台仍在探索中。在电商领域的探索方面，如今，抖音、快手都已经验证内容电商是短视频平台可持续的发展路径。与此同时，长视频在电商方向的探索也一直没有停止，比如优酷曾背靠阿里生态，有近水楼台的优势；爱奇艺则运用有基于影视、综艺、动漫的

“爱奇艺商城”；腾讯视频借助内容 IP 和第三方品牌合作的联名款。但无一例外，都收效甚微。长视频平台做电商一直做不起来，核心原因在于长短视频商业化场景的不同。长视频是内容 IP 的源头，有更适合品牌广告、会员经济生长的土壤，故而长视频这种内容形式的变现方式主要为会员付费、品牌广告以及 IP 衍生。长视频的内容属性，也决定“边看边买”的理想商业场景，更适合碎片化的内容消费场景。相比之下，短视频的制作门槛更低、更标准化、规模化，内容更具刺激性及吸引力，内容规模形成流量规模。在商业模式上，基于兴趣推荐的信息流变现，在流量基础上再叠加电商、本地生活等业务。

表 3 各电商平台发展概况

| 平台 | 特征定位 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 |
|-----|---------|---|-----------------------------|---|----------------------------------|--|-------------------------------------|--------------------------------|
| 抖音 | 兴趣电商 | 2018 年，上线“抖音小店” | 推出“短视频”电商计划 | 6 月， <u>抖音电商正式成立</u> ；10 月，抖音直播间关闭外部链接 | 抖音支付上线，完善购物闭环；推出独立潮流电商 APP“抖音盒子” | “抖音盒子”被爆关停；电商平台 GMV 增长 76%， <u>达 1.4-1.5 万亿元</u> | 电商平台 GMV 增 <u>长超 80%，或达 2.7 万亿元</u> | 启动低价战略，“价格力”作为优先任务，对低价类目予以流量扶持 |
| 快手 | 信任电商 | GMV：不到 1 亿元 | GMV：约 600 亿元 | GMV：约 3,800 亿元 | GMV：约 6,800 亿元 | GMV：约 9,000 亿元 | GMV：1.18 万亿元 | 内容场+货架场的全域经营策略 |
| 小红书 | 买手电商 | 开始探索打造高品质社交电商平台“小绿洲” | 电商平台“小绿洲”商业化运作；同时开始内测直播 | 大力推广“小绿洲”，打造综合性电商平台，GMV <u>近 70 亿元</u> ；小红书直播正式上线 | 进行平台升级，重点打造品质生活圈；提出流量扶持主播 | “小绿洲”追热点，更改定位，转向户外运动场景 | 正式关闭“小绿洲”；重点发力买手电商 | / |
| 爱奇艺 | 无明确清晰定位 | 2015 年 <u>上线爱奇艺商城</u> ，进军视频电商；2017 年上线玩具电商，动画 IP 周边产品 | 推出建立于饭圈文化和饭圈经济的电商 APP“饭饭星球” | 推出专注潮流彩妆的内容社交电商 APP“斩颜” | 其他收入（含游戏、电商等）占比 13%，约 39 亿元 | 其他收入占比 13%，约 38 亿元 | 其他收入占比不足 10%，约 29 亿元 | / |

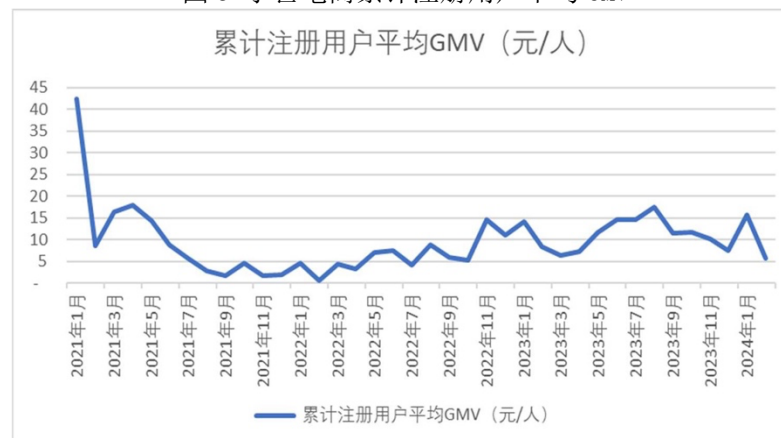
3、关于小芒 IP 运营变现能力，自有 IP 业务尚未实现矩阵式打法，基于单一案例能否成功批量化复制存在不确定性。

公司的发展方向经过几次调整，未来主要发力方向为围绕湖南卫视、芒果 TV 双平台的 IP 资源，挖掘和复制圈层用户，打造自有品牌，并结合直播等模式进行站内站外全域覆盖。主要打造“粉丝经济”、“上头生意”的模式，参照现有“名学”圈层、“南波万”品牌的盈利模式进行复制。风控认可圈层用户对于平台具备认知基础，认可度及粘性相对更高，针对圈层

用户打造的自有 IP 产品的盈利能力应优于标准品。但同样提示可能存在粉丝群体基数以及消费力限制、粉丝忠诚度的不确定性、品牌热度的可持续性、可复制性等潜在不利因素。

从累计注册用户平均月度 GMV 的变动可以看到，从 2021 年下半年到 2024 年 2 月整体呈上升趋势，从 2021 年下半年的平均约 2 元/人/月，提升至 2023 年、2024 年 1~2 月的平均约 10 元/人/月。客户转化率及价值贡献相对较低。

图 3 小芒电商累计注册用户平均 GMV



整体来看，“南波万”品牌存续时间暂且较短，在当前业务体量下尚未能实现规模盈利，爆品的可持续性、业绩体量能否进一步增长仍存在一定不确定性。根据访谈介绍，该品牌的粉丝群体主要为 15-25 岁女性，且主要为学生群体，购买力相对偏弱，如爆品棒球服的销售高峰集中于 2-3 月份，即学生压岁钱支出。关于双平台其他综艺节目的商品植入及转化预期：根据访谈资料，湖南卫视及芒果 TV 全年共有约 50 档综艺节目，预计可做商品植入的资源占其中 50%左右，目前小芒已使用的资源不到 10%（10 余档）。按 IP 项目口径划分的销售收入数据，较好的项目实现商品收入为 2,000-3,000 万元，一般的项目为数百万元，平均为 1,000 万元左右。虽然商品收入受爆品影响较大，不确定性较大，但若简单按当前 10 余档综艺对应 1 亿元自营 IP 产品收入测算，充分利用双平台资源如有 5-10 倍数增长下，自营 IP 产品收入规模或可达 5-10 亿元。该部分业务若按 10%净利率测算，则可贡献 0.5-1 亿元净利润。

（二）法律及财务风险

1、财务风险

（1）持续亏损风险。主要关注：报告期公司处于整体毛亏状态；作为公司潜在利润来源的自营 IP 商品业务目前收入占比不高，未来 GMV 和收入成长性有待观察。

（2）现金流持续紧张和流动性风险。报告期公司持续拉新烧钱，处于持续净亏损状态，经营现金流为大额净流出。

（3）2023 年末公司流动比率、速动比率均低于 1，资产负债率高达 521%，存在较大流动性风险和经营风险。考虑到公司短期内可能还需要大额推广拉新，现金流预计将持续紧张。

（4）潜在刷单风险和供应商采购价格不公允风险。

（5）公司当前对关联方湖南卫视及芒果 TV 存在重大业务依赖，业务独立性不足。

2、法律风险

（1）尚未取得信息网络传播视听节目许可证。

（2）尚未设置未成年人保护的具体措施。