

公司研究/首次覆盖

2020年09月11日

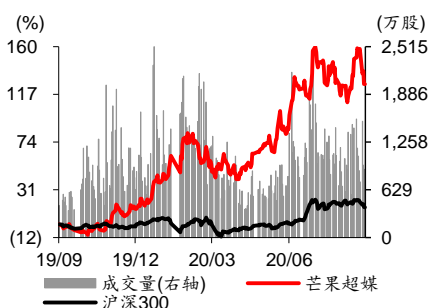
传媒/传媒 II

投资评级: 买入 (首次评级)

当前价格(元): 64.20
目标价格(元): 73.77

朱璐 SAC No. S0570520040004
研究员 SFC No. BPX711
zhujun016731@htsc.com
周钊 SAC No. S0570517070006
研究员 SFC No. BQA910
010-56793958
zhouzhao@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

内容驱动，产业链变现空间广阔

芒果超媒(300413)

A股快速发展的新媒体平台型公司，内容创新驱动成长，给予买入评级

芒果超媒主营新媒体平台运营、新媒体互动娱乐内容制作及媒体零售业务，旗下平台芒果TV在内容驱动下快速发展。我们认为，在线视频行业竞争格局走向良性竞合、行业整体付费ARPU值有望提升的背景下，芒果超媒凭借以内容创新为核心的“芒果模式”，叠加媒体电商的发展潜力，有望实现业绩和估值的双重增长，预计公司2020-2022年归母净利润分别为15.85/19.57/22.87亿元，采用分部估值法，估计2020年公司总市值为1,313亿元，对应目标价73.77元，首次覆盖给予买入评级。

行业：走向良性竞合，整体付费ARPU值有望进一步提升

在线视频行业经过多年发展，已形成爱奇艺、腾讯视频、优酷、芒果TV寡头垄断的竞争格局。爱奇艺和腾讯视频优势明显，芒果TV则持续追赶优酷。当前，行业呈现良性竞合状态，爱腾优芒携手解锁会员付费超前点播模式，爱奇艺领头会员提价，行业整体付费ARPU值上涨趋势显现。

“芒果模式”注重内容投资ROI；综艺强者恒强，剧集、动漫发力

芒果TV通过专注细分用户群、提高节目成功率、严控单位内容购买成本等，保障了内容投入的ROI。背靠湖南广电，台网深度融合实现内容哺育与反哺；先进的人才体系、高效激励机制为内容创新造血。在保持综艺强势领先地位的同时，发力布局剧集和动漫，成为内容领域新增长点。

优质内容助推会员、广告和运营商业变现高增长

受益于优质内容，芒果超媒会员、广告和运营商业长期看仍有较大增长空间。随着芒果TV目标用户人群由年轻女性向其他年龄层女性及男性群体扩展，中性假设下，我们预计付费会员到2024年将超5500万，ARPU值从2019年的92元/年增长至148元/年以上，则会员收入将达82亿元；2024年广告及运营商业收入分别有望达80.2亿和28.6亿元。

借力网红经济，转型媒体电商，媒体零售业发展大有潜力

芒果超媒开启“大芒计划”为KOL赋能，实现品牌裂变式传播及红人带货的高转化率；上线“芒果好物”功能，通过售卖综艺及剧集衍生产品，挖掘用户消费需求，使节目内容与零售业务形成良好联动，创造增量收入。

内容创新具有旺盛生命力，首次覆盖给予买入评级

我们预计芒果超媒业绩将保持快速增长，2020年利润增量主要来自会员及广告业务收入的增加，预计公司2020-22年归母净利润为15.85/19.57/22.87亿元。采用分部估值法，互联网视频业务采用PS估值法，考虑可比公司2020年平均PS 9.6X及公司强内容创新制作能力，给予该业务11X PS；运营商、媒体互娱内容制作、媒体零售业务采用PE估值法，根据可比公司2020年平均PE分别为37X/39X/33X，给予公司各业务相同估值，计算市值共计1,313亿元，对应目标价73.77元，首次覆盖给予买入评级。

风险提示：行业政策变化，内容定档时间波动，用户数及广告不及预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	1,780
流通A股(百万股)	931.36
52周内股价区间(元)	25.71-73.89
总市值(百万元)	114,300
总资产(百万元)	17,874
每股净资产(元)	5.45

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	9,661	12,501	16,239	19,433	22,859
+/-%	223.77	29.40	29.90	19.67	17.63
归属母公司净利润(百万元)	865.57	1,156	1,585	1,957	2,287
+/-%	1,093	33.59	37.04	23.51	16.85
EPS(元,最新摊薄)	0.49	0.65	0.89	1.10	1.28
PE(倍)	132.05	98.85	72.13	58.40	49.98

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

正文目录

核心推荐逻辑及区别市场的观点	4
行业：整体 ARPU 值有望提高，芒果相对竞争力增强.....	5
爱腾优芒格局确立，爱奇艺、腾讯领跑，芒果 TV 持续追赶优酷.....	5
腾讯视频、爱奇艺率先解锁会员付费超前点播模式，优酷、芒果 TV 跟进	6
爱奇艺成会员订阅提价“领头羊”，竞合背景下行业 ARPU 值有望提升.....	6
解析“芒果模式”：内容创新驱动平台快速成长.....	8
成长基因：内容驱动，考虑内容投入的 ROI	9
外部助力：背靠湖南广电，台网深度融合实现内容哺育与反哺	10
内生增长：先进人才体系、高效激励机制为内容创新持续造血	11
内容优势：综艺强者恒强，影视动漫持续发力	12
内容变现：挖掘会员、广告、运营业务新一轮增长潜力	17
会员业务：差异化内容及运营，渗透率及 ARPU 值提升空间广阔.....	17
广告业务：品牌效果广告赋能，“亲综艺”提供最佳阵地	19
运营业务：“智慧大屏”全面拓展家庭场景内容消费	20
顺势而为：借力网红经济，零售业务转型媒体电商	22
“大芒计划”赋能 KOL，提高带货转化率，打造“IP+KOL+品牌”模式.....	22
以内容为根基推出全新“小芒”电商平台，勾勒第二增长曲线	23
“芒果好物”挖掘新需求，IP 衍生品成零售业务新增长点.....	24
发展乡村网红带货，持续推进电商扶贫，彰显企业社会责任	24
盈利预测、估值与投资建议	25
盈利预测.....	25
估值与投资建议.....	27
风险提示.....	28
PE/PB - Bands	29

图表目录

图表 1：2019 年 1 月-2020 年 7 月主要在线视频平台月活跃用户数	5
图表 2：2018 年 12 月-2019 年 12 月主要在线视频平台付费用户数.....	6
图表 3：爱奇艺推出“星钻 VIP 会员”	7
图表 4：2016-2019 年芒果超媒营业收入及净利润变化.....	8
图表 5：2017-2019 年芒果超媒分业务营业收入情况	8
图表 6：骨朵年度综艺热度 Top50 榜单播出平台分布	9
图表 7：芒果 TV 历任 CEO 均系湖南广电出身.....	11
图表 8：2020 年芒果 TV 部分 S 级自制综艺制作团队及过往成就.....	12
图表 9：2020 年芒果 TV 综艺总编排.....	13
图表 10：艺恩播映指数月度 Top10 综艺排行榜	13

图表 11: 多部芒果 TV 综艺打破“综 N 代”质量怪圈 (数据截至 2020 年 9 月 10 日)	14
图表 12: 芒果系“亲综艺”全生命周期	15
图表 13: 2020 年 H2 芒果 TV 影视剧片单	16
图表 14: 2020 年芒果 TV 动漫片单	16
图表 15: 2015-2019 年芒果超媒广告收入及增速	17
图表 16: 2015-2019 年芒果超媒会员收入及增速	17
图表 17: 2017-2019 年芒果 TV 与爱奇艺 ARPU 值	18
图表 18: 会员收入敏感性分析	19
图表 19: 综艺《婚前 21 天》中广告与生活化场景高度融合	19
图表 20: 2017-2019 年芒果超媒运营商业收入、增速及毛利率	20
图表 21: 2019 年 11 月-2020 年 7 月头部 OTT 平台日活数	20
图表 22: 《来自手机的你》联动薇娅直播间	22
图表 23: “大芒计划”最新活动“‘兴风作浪’的剪刀手”	23
图表 24: “小芒”电商平台发布	24
图表 25: “芒果好物”推出综艺、影视衍生产品	24
图表 26: 会员收入预测假设	25
图表 27: 广告收入预测假设	25
图表 28: 运营商业收入预测假设	25
图表 29: 毛利率及主要费率假设	26
图表 30: 互联网视频业务可比公司估值表 (截至 2020 年 9 月 10 日)	27
图表 31: 运营商业可比公司估值表 (截至 2020 年 9 月 10 日)	27
图表 32: 媒体互动娱乐内容制作业务可比公司估值表 (截至 2020 年 9 月 10 日)	28
图表 33: 媒体零售业务可比公司估值表 (截至 2020 年 9 月 10 日)	28
图表 34: 芒果超媒分部估值 (单位: 亿元) (截至 2020 年 9 月 10 日)	28
图表 35: 芒果超媒历史 PE-Bands	29
图表 36: 芒果超媒历史 PB-Bands	29
图表 37: 报告提及公司信息	29

核心推荐逻辑及区别市场的观点

芒果超媒主营新媒体平台运营、新媒体互动娱乐内容制作及媒体零售业务。旗下平台芒果 TV 在内容驱动下快速成长，是国内目前唯一盈利的在线视频平台。公司 2019 年互联网视频业务营业收入 50.4 亿元，占总收入比重达 40.35%，同比增长 56.46%，系公司收入增长的主要驱动因素。其中，会员业务收入为 16.9 亿元，同比增长 102.4%；广告业务收入 33.5 亿元，同比增长 39%。2017-2019 年，公司总营收 CAGR 22.9%（2019 年 125.01 亿元），归母净利 CAGR 27.2%（2019 年 11.56 亿元）。

行业：寡头垄断格局确立，竞争趋缓，整体付费率及 ARPU 提升趋势显著。当前，在线视频行业爱奇艺、腾讯视频、优酷、芒果 TV 寡头垄断的竞争格局已经确立，爱奇艺和腾讯视频优势明显，芒果 TV 则持续追赶优酷。巨头们携手推出会员超前点播模式，并着手提高会员定价，行业整体付费率及 ARPU 值有望上涨，芒果超媒能够在行业上升周期中受益。

内容投入注重 ROI，综艺强者恒强，剧集、动漫持续发力。“芒果模式”以内容驱动为核心，以台网融合优势及先进的人才激励机制赋能内容生产。芒果 TV 在重视内容投入的同时也兼顾 ROI 指标，依靠聚焦细分市场、提高节目成功率、严控版权内容成本等方式率先实现盈利。芒果 TV 的内容布局以综艺为王牌，同时发力剧集和动漫，将成为新的内容增长点。

优质内容助推会员、广告和运营商业业务实现高增长。受益于优质内容，芒果 TV 付费会员数、会员 ARPU 值、MAU、运营商业业务 ARPU 值等指标预计仍将上涨，由此实现会员、广告和运营商业业务的高增长。

转型媒体电商，借力网红经济，媒体零售业务增长前景广阔。芒果超媒开启“大芒计划”，孵化具有芒果特质、符合平台及品牌调性的 KOL 以实现品牌的裂变式传播及红人带货的高转化率。同时开启“芒果好物”通道，售卖综艺及剧集衍生产品，使节目内容与零售业务形成良好联动，创造增量收入。

区别于市场的观点：

- 1) 对在线视频行业整体竞争格局及发展趋势展开分析，明确得出，在当前行业良性竞争、整体付费率及 ARPU 值有望提升的背景下，芒果超媒或将受益。
- 2) 深度解析公司在内容领域的核心竞争力，从内生和外部两个方面展开分析，指出台网融合发展是公司内容创新的外部动力，而先进的人才体系和激励机制是芒果超媒夯实内容优势的内在保障。同时，强调芒果超媒的内容投入重视 ROI，解答芒果区别于其他视频网站能盈利的原因：由于重视节目成功率、聚焦转换率更高的细分用户群体、严控内容版权支出、同步发展高毛利率的运营商业业务等，使得上市公司有较强的盈利能力。
- 3) 深度解析芒果 TV 内容策略，从综艺和剧集两个方面分析平台的内容布局。我们认为，通过构建“亲综艺”生态体系、同时持续发力特色垂直综艺，芒果 TV 保持了综艺在内容领域的强势地位；而通过丰富剧集题材、剧集联动最大化 IP 商业价值，剧集和动漫有望成为芒果 TV 新的内容增长点。
- 4) 对内容驱动下公司会员业务收入、广告业务收入、运营商业业务收入的成长空间展开测算。从中长期来看，随着芒果 TV 目标用户人群由年轻女性向其他年龄层女性，以及男性群体扩展，我们估计到 2024 年，乐观假设下，芒果 TV 付费会员数有望达 7000 万人，ARPU 值有望达 229 元，则会员收入能够达到 160 亿元；中性假设下，总付费会员数有望达到 5500 万人，ARPU 值达 148 元，则会员收入能够达到 82 亿元，较 2019 年增长 3.8 倍。随着平台 MAU 的增长及运营商业业务 ARPU 值的提升，广告业务收入及运营商业业务收入也有较大增长空间。

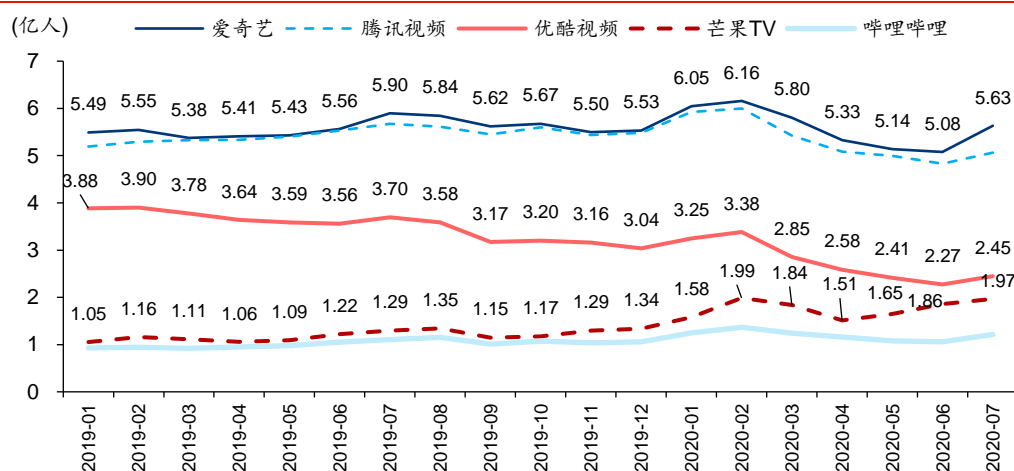
行业：整体 ARPU 值有望提高，芒果相对竞争力增强

爱腾优芒格局确立，爱奇艺、腾讯领跑，芒果 TV 持续追赶优酷

背靠 BAT 资本，爱奇艺、腾讯视频和优酷的成长轨迹有较大相似之处，依靠资本投入、并购重组完成原始内容购买和流量积累。2014 年，当芒果 TV 以新媒体平台身份面世时，优酷已在美国独立上市并与土豆网合并；爱奇艺在轮融资后被百度控股，而腾讯视频的控股股东为腾讯控股。尽管诞生之际群雄环伺，且缺少资本运作和互联网行业经验，但芒果 TV 在湖南卫视“独播”战略的扶持下孕育出平台自身极具竞争力的内容生产能力，走出了差异化发展道路。如今，在线视频行业爱腾优芒寡头垄断的格局已经确立，爱奇艺、腾讯视频领跑，芒果 TV 则积极追赶优酷。

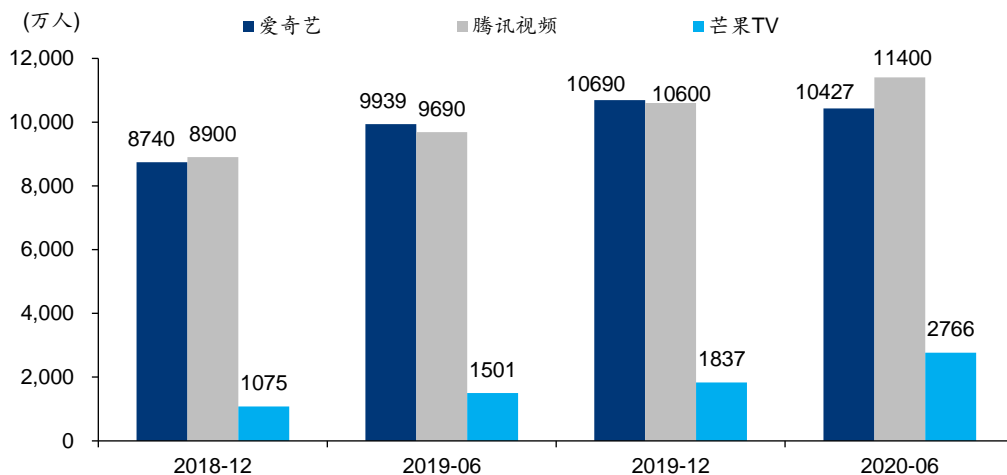
就月活跃用户数来说，根据 QuestMobile 数据，2019 年 1 月至 2020 年 7 月，爱奇艺月活跃数位列第一，在 5 亿-6.2 亿区间内波动；腾讯视频紧随其后，一度追平；优酷位列第三，月活跃用户数在 2.2 亿-4 亿区间内，整体呈波动下降趋势；芒果 TV 位列第四，月活跃用户数在 1.05 亿-1.99 亿区间内，整体呈上升趋势。受疫情影响，2020 年 2 月，各家月活跃用户数达到小峰值后略有滑落，后进入暑期各平台月活跃用户数再次呈现上扬态势。一方面，爱奇艺和腾讯视频在资本支持下建立起了全方位、体系化的版权内容，并凭借此稳定领跑行业。另一方面，芒果 TV 呈现良好成长性，持续追赶优酷：2020 年 7 月，芒果 TV 月活跃用户数为 1.97 亿，同比增长 52.7%；而优酷月活跃用户数为 2.45 亿，同比减少 33.8%。芒果 TV 月活跃用户数由 2019 年初不到优酷的 25%，如今已达优酷的 80%。

图表1： 2019 年 1 月-2020 年 7 月主要在线视频平台月活跃用户数



资料来源：QuestMobile，华泰证券研究所

就付费会员数和 ARPU 值来说，爱奇艺和腾讯视频平台均于 2019 年宣布付费会员突破 1 亿人次；至 20Q2，爱奇艺付费会员数为 1.04 亿人次，腾讯视频付费会员数为 1.14 亿人次。芒果 TV 付费会员数在 2020 年 6 月底 2,766 万人次，但较 2019 年同比大幅增长 84.3%，距 2020 年初也大增 50.57%。根据公司 2019 年报，2019 年芒果 TV 会员收入 16.9 亿元，APRU 值为 92 元（按年末付费用户数计算）；爱奇艺会员收入 144.36 亿元，ARPU 值 135 元。对标爱奇艺，芒果 TV 的 ARPU 值仍有较大增长空间。

图表2： 2018 年 12 月-2019 年 12 月主要在线视频平台付费用户数

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

腾讯视频、爱奇艺率先解锁会员付费超前点播模式，优酷、芒果TV跟进

2019 年 8 月，腾讯视频现象级网剧《陈情令》开超前点播之先河，会员可以 6 元/集的价格或 30 元/6 集的打包价提前一周解锁大结局。据艾瑞咨询数据，《陈情令》解锁超前点播用户在剧集 DAU 中的占比达到 8%-10%。

2019 年 12 月，依据大 IP 改编的电视剧《庆余年》成为新晋爆款，腾讯视频与爱奇艺同时发布“会员支付 50 元每周多看 6 集”的超前点播模式。不同于《陈情令》是在剧集进入尾声时才开启超前点播通道，《庆余年》在更新过半时即推出付费超前点播选项，因而可以看作是较《陈情令》更为激进的尝试，也由此引发较大的消费者争议。

2020 年 3 月，优酷为其独播剧《重生》推出 3 元/集或 18 元打包 8 集抢先看结局的超前点播模式，由此优酷正式加入会员付费超前点播阵营。4 月，芒果 TV 为网剧《三千鸦杀》开启 3 元/集或 18 元打包看结局的超前点播模式。尽管涉入的时间先后不同，四家头部平台在推行“会员付费超前点播”模式上是坚定而一致的。

所谓不破不立，面对高昂的版权成本与内容制作成本，在用户流量存量竞争时代，超前付费点播模式将成为常态。

爱奇艺成会员订阅提价“领头羊”，竞合背景下行业 ARPU 值有望提升

事实上，中国在线视频平台定价比之国际流媒体平台定价仍处于低位。以 Netflix 为例，自 2014 年以来，其会员价格一直在上涨，当前 Netflix 会员分为基本-标准-高级三个类别：根据 Netflix 官网，基础会员价格为每月 8.99 美元，只可使用 1 个设备观看标清内容；标准会员价格为每月 12.99 美元，可以同时 2 个屏幕上观看高清内容；高级会员价格为每月 15.99 美元，可以同时 4 个屏幕上观看高清内容。而国内视频平台会员价格每月在 15-20 元左右，即便与奈飞的基础会员价格比较也相差甚远。

2020 年 5 月，根据爱奇艺官网，爱奇艺将会员类别细分，推出涵盖多项权益的“星钻 VIP 会员”，该类会员连续包年价 398 元，连续包月价 40 元/月，非连续包月价 60 元/月。非连续包月的价格已在追赶国际平台定价。未来，行业会员定价有望呈现上涨趋势。

图表3：爱奇艺推出“星钻VIP会员”



资料来源：爱奇艺、华泰证券研究所

近年来，各大在线视频平台已呈“竞合”趋势，平台间合作模式由“联播”深入到“联制”，例如，2019年一季度由腾讯影业、爱奇艺、灵河文化联合出品的《黄金瞳》便是首批“联制”的代表作。未来，在成本分摊、降低风险的激励下，在优质内容稀缺性的倒逼下，我们认为各大平台的合作模式会更加多元，合作领域会进一步拓宽。随着内容制作整体向精品化发展，制作成本持续上升追赶版权成本，如何开发IP、运营IP、最大化IP商业价值显得更为关键。

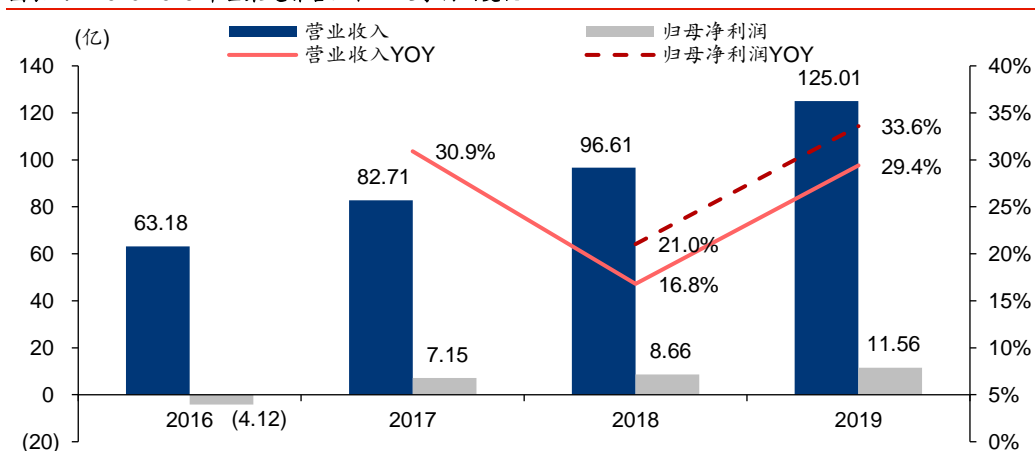
综合以上，我们认为当前在线视频行业整体环境利好芒果TV的发展。一方面，寡头垄断的竞争格局基本确立，各家凭借自己的优势资源和差异化内容站稳脚跟，巨头们针对付费政策等领域行业规则制定进行新尝试，形成良性竞合关系，使芒果TV能够随大环境受益。另一方面，随着行业整体进入内容为王时代，依靠内容创新驱动平台发展的芒果TV天然具有优势。

解析“芒果模式”：内容创新驱动平台快速成长

芒果超媒前身为快乐购，系湖南台和湖南广播影视集团于 2005 年共同出资设立的有限责任公司。快乐购于 2015 年在深交所上市，并于 2017 年 9 月与快乐阳光等 5 家交易对象签订《发行股份购买资产协议》，进行重大资产重组。2018 年 8 月，快乐购更名为芒果超媒，快乐阳光、芒果互娱、天娱传媒、芒果影视和芒果娱乐均成为芒果超媒全资子公司。芒果超媒主营业务由原来单一的媒体零售业务转变为新媒体平台运营、新媒体互动娱乐内容制作及媒体零售等多业务协同发展。

2019 年芒果超媒实现营收 125.01 亿元，同增 29.4%；实现归母净利 11.56 亿元，同增 33.6%。2017-2019 营收年均复合增速 22.9%，归母净利年均复合增速 27.2%。20H1 芒果超媒实现营收 57.74 亿元，同增 4.90%；归母净利润 11.03 亿元，同增 37.30%。收入增速主要受娱乐内容制作业务拖累，该部分业务实现营收 8.31 亿，同比下滑 47.21%。

图表4： 2016-2019 年芒果超媒营业收入及净利润变化

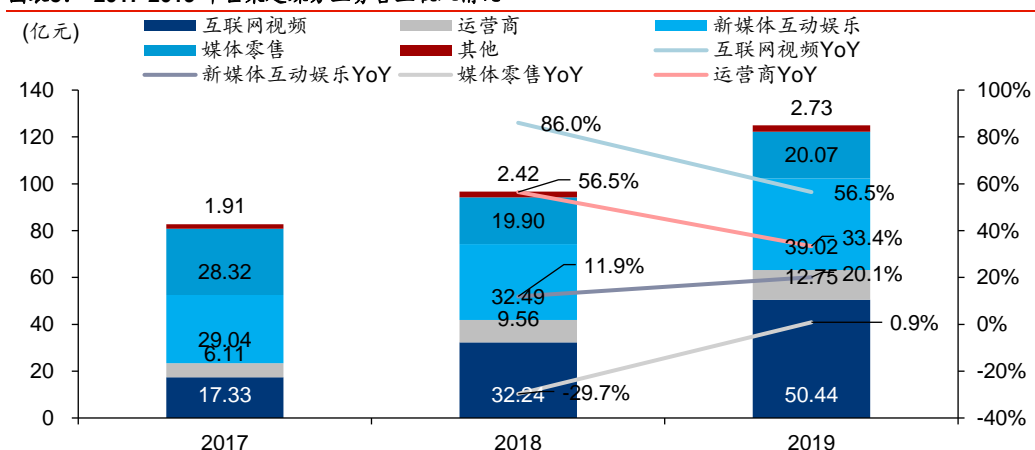


资料来源：公司公告、华泰证券研究所

分业务来看，快乐阳光运营的在线视频平台芒果TV增长强劲。互联网视频业务营收由 2017 年的 17.33 亿元增至 2019 年的 50.44 亿元，2018-19 年平均增长率达 70.6%，占总收入比重由 2017 年的 20.95% 提升至 2019 年的 40.35%；运营商业务亦保持高速增长，营收由 2017 年的 6.11 亿元增至 2019 年的 12.75 亿元，2018-19 年平均增长率 44.46%；媒体零售向媒体电商创新转型，2019 年经营实现扭亏为盈。

总体而言，互联网视频业务和运营商业务为公司收入高增长的主要驱动因素，互联网视频业务又可细分为会员业务和广告业务。2019 年，公司互联网视频业务中会员业务收入为 16.9 亿元，同比增长 102%；广告业务收入为 33.5 亿元，同比增长 39%。

图表5： 2017-2019 年芒果超媒分业务营业收入情况



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

从湖南广电，到芒果 TV，再到芒果超媒，“芒果模式”为芒果超媒的发展持续造血。我们将从芒果模式内容驱动的成长基因、台网融合对芒果模式的外部助力、人才制度及激励机制对芒果模式的内生拉动，来说明芒果超媒在内容生产领域的核心竞争力。

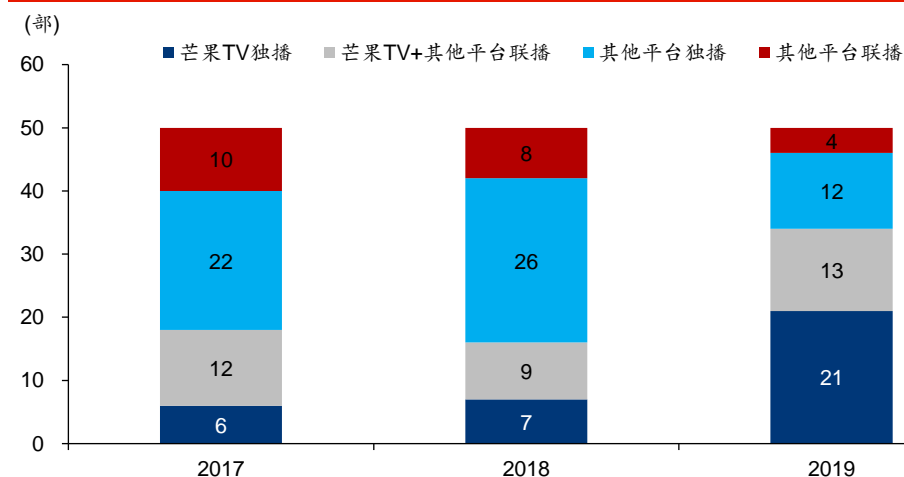
成长基因：内容驱动，考虑内容投入的 ROI

内容创新是芒果 TV 初生之际的选择，也是发展壮大的必经之路。不同于腾讯视频、爱奇艺等竞争对手背靠 BAT 巨头获得资本加持，芒果 TV 在成立初期便一直饱受现金流困扰，这使得“内容创新”从一开始对于芒果 TV 来说就具有破釜沉舟的深刻意义。坚定走内容驱动之路不仅帮助芒果 TV 度过初生之时群雄环伺的危机时期，也使得芒果系在发展路径上始终自成一体。而随着近年来各平台发展同质化，流量红利式微，单纯依靠比拼资本的版权争夺并不能助力各家度过发展瓶颈期。在线视频行业呼唤新的发展逻辑，流量争夺已进入内容时代。此时，早早锁定内容创新模式的芒果 TV，积极顺应潮流，深耕年轻女性用户群，在内容驱动的道路上继续稳步前行。

尽管各大平台都相继加大了内容侧的投入，但芒果 TV 自制内容的表现较为亮眼，近年来数量、质量上实现了双丰收。根据公司官网信息，2014 年 7 月，芒果 TV 首部自制网络剧《花样江湖》开机；同年 10 月，芒果 TV 首档自制综艺《偶像万万碎》上线。2015 年起，芒果 TV 自制节目全面开花，现象级自制综艺《明星大侦探》实现口碑与流量双丰收，根据骨朵数据，上线不足半月播放量即突破 1 亿次，全季点击量突破 12.4 亿次。

根据骨朵数据发布的全年综艺热度指数 Top50 排行榜数据，2017 年榜单中，芒果 TV 播出综艺占 18 个（含独播综艺 6 个+联播综艺 12 个），其中芒果 TV 自制综艺 8 档；而到 2019 年，榜单中由芒果 TV 播出的综艺已达 34 个（含独播综艺 21 个+联播综艺 13 个），占比 68%，其中芒果 TV 自制综艺 16 档，包括《明星大侦探》、《妻子的浪漫旅行》、《变形计》等高热度 IP。相比于其他在线视频平台，芒果 TV 自制内容优势明显。以内容创新为内核的芒果模式，既是来路，也是归途。

图表6： 骨朵年度综艺热度 榜单播出平台分布



资料来源：骨朵热度指数排行榜，华泰证券研究所

近年来，爱奇艺、腾讯视频、优酷也加大了对内容的重视程度，并产出诸如《奇葩说》、《创造营》、《这！就是街舞》等优质作品，但目前仍有较大金额亏损。为什么同样为视频网站平台的芒果 TV 能够盈利？我们认为原因如下：

聚焦年轻女性用户群体，细分市场用户消费需求相似，转化率更高。不同于爱腾优“大而全”的目标用户战略，芒果 TV 聚焦年轻女性这一细分市场，有利于培养更高的用户忠诚度，实现更高的内容转化率；迎合相似用户需求的内容创作也更容易形成规模效应，从而提高投入产出比。

高产能、精制作诞生高节目成功率，成功模式互为嫁接降低内容生产成本。截至 2019 年，快乐阳光的内容制作员工逾 1500 人，拥有 16 个综艺制作团队；截至 2020 年上半年，自有影视制作团队已达 12 个，战略合作工作室已达 15 个。优秀的制作团队带来高质量的产能，由此保证了节目的高成功率，提高投入产出比，实现所谓的“爆款制造”。此外，芒果 TV 综艺深耕女性用户群，已经构建起“慢综艺”、“亲综艺”等生态体系，节目与节目之间成功的模式可以互为嫁接，既能降低内容成本，又能迎合市场需求。例如，根据人民网报道，《妻子的浪漫旅行》首创包括“妻子旅行”、“丈夫观察”、“解说团点评”的“三线视角”观察模式，该模式后来又被引用至《女儿们的恋爱》，同样通过了市场检验。

严控预算，审慎外采版权内容。芒果 TV 对外内容采购一直持相对谨慎的态度，与爱奇艺、腾讯视频和优酷前期大量资本投入外采内容用于圈用户的策略不同。我们认为，爱腾优的全面化的版权战略决定了其前期大规模外采剧集和综艺的必然性，这样的战略诚然对新增和留存用户有所助益，但也必然导致其内容成本的居高不下。同时，三家平台对相同头部内容的竞争性购买，前期催化了高成本。为解决平台内容同质化问题，以及降低整体内容成本，爱腾优逐渐大力发展自制和定制内容。反观芒果 TV，大量自制+审慎的内容外采，夯实了其差异化的市场定位，相对性避开与对手在红海市场的争夺。

品牌效果广告突破会员收入与广告收入的天然矛盾性。芒果 TV 擅长打造立足于生活场景的综艺，这类综艺天然适合进行品牌效果广告的植入，有效解决了会员收入与广告收入的互斥问题，减少业务间的侵蚀，最大化盈利。而爱奇艺、腾讯视频和优酷更擅长制作大型选秀类、脱口秀类综艺，这类综艺本身涉及产业链较长，需要协调多方资源，制作成本大，且广告效果重度倚靠节目流量，会有会员付费收入与广告收入间的矛盾。例如，会员可以跳过视频前的贴片广告，这就使得贴片广告的效益打了折扣。

芒果超媒的较强盈利能力，还得益于高毛利率的运营业务。作为新媒体平台运营业务的组成部分，芒果 TV 运营业务近三年保持 60%以上的高毛利率，2019 年运营业务毛利率达 67.11%。背靠湖南广电，芒果 TV 拥有 IPTV 和 OTT 全牌照，在电视大屏领域能走得更快，也为内容产出带来更多的展现渠道。2017-2019 年，运营业务收入占芒果超媒营业收入比重已经由 7.4%增长至 10.2%。

外部助力：背靠湖南广电，台网深度融合实现内容哺育与反哺

芒果超媒背靠湖南广电。早年，湖南广电旗下湖南卫视已经依靠内容创新崭露头角，并凭借《快乐大本营》、《天天向上》、《超级女声》、《爸爸去哪儿》等一系列优质节目不断创造收视佳绩。利用自身强大的内容生产能力自建新媒体平台，突破传统媒介瓶颈的同时拥抱新领域更大的商业机遇，成为湖南广电的必然选择。

“独播战略”助力芒果 TV 完成从 0 到 1 的内容积累。2014 年 4 月，湖南台整合新媒体资源，推出全新互联网视频平台芒果 TV，施行“芒果独播”战略。根据湖南广播影视集团有限公司数据，2014-2019 年，湖南卫视向芒果 TV 输送节目约 150 档，累计时长超 2600 小时，累计播放量超 1000 亿次。

我们认为，湖南广电“芒果独播”战略对于整个芒果体系的增益是直观而显著的。一方面，受惠于独播战略，芒果 TV 得以在成立之初即绕开与竞争对手以资本厮杀为基础的版权争夺，独家获得湖南卫视制播的优质内容，从而完成从 0 到 1 的原始积累。另一方面，独播战略使台网发展起良好的互动关系，双方在内容制作、宣传推广、人才团队等领域均实现深度联动与融合，真正实现湖南卫视和芒果 TV “一体两翼，双轮驱动”发展，为之后芒果超媒的组建及芒果生态的建立打下坚实的基础。

台网融合成独特竞争力，芒果 TV 优质内容反哺湖南卫视。随着芒果 TV 自制内容的发展壮大，自 2017 年起芒果 TV《萌仔萌萌宅》《我是大侦探》《真心大冒险》《三宝大战诸葛亮》《哈哈农夫》《变形计 2019》《新生日记》《哎呀好身材》八款节目反向登陆湖南卫视，全面实现新媒体对传统传媒的内容反哺。我们认为，“台网融合”已经成为“芒果模式”

的重要组成部分，也是芒果 TV 区别于其他视频平台的独特竞争力。湖南广电能够为芒果 TV 的内容创新提供可以借鉴的思维模式、商业机制及人才和激励制度，使其能够持续产出青春向上、符合国家政策导向的正能量内容。芒果 TV 自制内容对湖南卫视的持续反哺也能为其自身带来增量收入及更高的热度，二者相互作用，使优质内容的影响力得到增强，推动双平台共荣发展。

资产重组打通上下游产业链，芒果超媒整合全方位资源打造生态矩阵。芒果超媒的诞生表明全媒体芒果生态体系的建成。2018 年快乐购完成重大资产重组，标的资产多年深耕艺人经纪、音乐版权、游戏发行、互动剧、IP 衍生开发、媒体零售等业务板块，与湖南卫视和芒果 TV 形成良性互补，发挥出良好的协同效应。其中，芒果影视、芒果娱乐、天娱传媒聚焦上游内容投资；湖南卫视及快乐阳光专注中下游内容生产、平台运营和用户对接；芒果互娱、快乐购聚焦下游 IP 衍生开发及创新零售。

快乐购进行重大资产重组以来，快乐阳光、芒果互娱、天娱传媒、芒果影视、芒果娱乐五家标的公司均已连续三年超额完成业绩承诺。2019 年，快乐阳光承诺业绩的完成率为 101.85%，芒果互娱的完成率为 102.73%，天娱传媒的完成率为 101.92%，芒果影视的完成率为 106.95%，芒果娱乐的完成率为 101.54%。芒果超媒守正创新，不断拓宽芒果模式新边界，各业务板块协同作用明显，共同建立起良性发展的立体化生态。

内生增长：先进人才体系、高效激励机制为内容创新持续造血

承继湖南广电先进人才理念，台网人才互为导流。湖南广电的人才队伍凭借创新意识和进取精神获得“电视湘军”之美誉，而芒果超媒及旗下平台芒果 TV 自诞生之日起即承继湖南广电先进的人才理念，从湖南广电体系吸纳大量优秀人才。这种人才吸纳是自上而下的，从管理团队到业务团队，从战略提出到实际执行，每一个层次和环节都有合适的人员与之匹配，为芒果超媒构建起人力资本的高竞争壁垒。

就管理层而言，芒果 TV 历任 CEO 张若波、丁诚、蔡怀军均来自湖南广电，多位高管亦出身广电体系，在芒果 TV 的不同发展阶段从战略层面为其做出精准定位，实现芒果 TV 向“大内容”、“大平台”的进化。对于业务骨干而言，芒果 TV 内容生产主力军单丹霞、周山、吴梦知等也都来自湖南广电系。湖南卫视、湖南经视、湖南娱乐频道等源源不断向芒果 TV 输出优秀人才，充实芒果 TV 节目团队。

图表7：芒果 TV 历任 CEO 均系湖南广电出身

历任 CEO	任职期间	曾任职务	在职贡献
张若波	2014-2015	湖南卫视广告部副主任、快乐阳光创始人	擅长营销思维，具备敏锐商业嗅觉，为芒果 TV 注入早期市场意识，帮助芒果 TV 完成创业初期原始积累。
丁诚	2015-2017	湖南卫视副总监、总编室主任、湖南卫视生产调度中心主任	擅长内容运营，内容制作经验丰富，提出“从独播到独特”的战略路径。到任以来，芒果 TV 不断推出《完美假期》《百万秒问答》《明星大侦探》等优质自制节目，使 2015 年成为芒果 TV 的自制元年，平台自我属性开始显现。
蔡怀军	2017-2019	湖南广播电视台财务部副主任、芒果传媒战略投资部部长	擅长资本运作，全程参与芒果 TV 资本化运作，推动快乐购完成重大资产重组，推动芒果超媒于 2018 年重组上市，实现芒果 TV 的资本化、证券化。

资料来源：《媒体融合的芒果实践报告》、华泰证券研究所

大力推行工作室制度，“用项目练团队，用团队拼项目”。芒果 TV 旗下工作室在创意、制作、资源等方面完全独立，与芒果 TV 共享收益而由平台侧承担风险。根据芒果 2020 年战略发布会信息，截至 2019 年底，芒果 TV 已拥有 16 个综艺节目制作团队，2019 全年自制上线综艺节目 33 档，公司预计 2020 年综艺团队将扩张到 20 个，并将引入末位淘汰制；电视剧制作方面，芒果 TV 推行自建工作室+外部战略合作策略，截至 2020 年上半年自有影视制作团队已达 12 个，战略合作工作室已达 15 个，2019 全年上线 30 余部自制剧，公司预计 2020 年新开剧目达五六十部。芒果 TV 的制作团队中，单丹霞工作室、何忱工作室、李甜团队、晏吉团队等已打造了多个爆款节目，此外，袁白丽团队、李晓丹团队、明艾晴团队、陈奋团队等也为内容生产持续造血。

图表8： 2020 年芒果 TV 部分 S 级自制综艺制作团队及过往成就

明星制作团队	代表作品	上线时间	累计播放量 (亿次)	豆瓣评分	上线当年骨朵网综排名
单丹霞团队	《一路成年》	2019.08.27	13.2	6.8	13
	《我最爱的女人们》	2019.05.10	12.6	6.5	14
	《婆婆和妈妈》	2020.05.23	19.3	6.3	6
李甜团队	《妻子的浪漫旅行》第一季	2018.08.15	22.9	6.8	8
	《妻子的浪漫旅行》第二季	2019.02.14	23.5	6.6	6
	《妻子的浪漫旅行》第三季	2019.11.06	28.5	6.9	3
	《妻子的浪漫旅行》第四季	2020.06.06	34.6	6.3	/
何忱团队	《明星大侦探》第一季	2016.03.27	13.1	9.3	6
	《明星大侦探》第二季	2017.01.13	24.0	9.1	6
	《明星大侦探》第三季	2017.09.22	38.8	9.1	3
	《明星大侦探》第四季	2018.10.26	27.0	8.6	6
	《明星大侦探》第五季	2019.11.08	46.6	8.5	1
	《密室大逃脱》第一季	2019.03.30	25.3	6.6	5
	《密室大逃脱》第二季	2020.06.30	18.1	7.3	/
晏吉团队	《女儿们的恋爱》第一季	2019.01.23	14.0	6.6	12
	《女儿们的恋爱》第二季	2019.08.29	15.4	5.8	11
果果团队	《朋友请听好》	2020.02.19	28.0	8.5	3

注：截至 2020 年 9 月 10 日

资料来源：豆瓣、骨朵数据专业版、华泰证券研究所

采用“H 型人才双通道”管理模式，积极引进互联网专业人才。根据湖南广电总局 2019 年发行的《媒体融合的芒果实践报告》中信息，早在 2014 年，芒果 TV 就推行“管理+专业”的双通道模式。专业制片人拥有“执行制片人—制片人—资深制片人—首席制片人”的独立发展路径。同时，芒果 TV 积极从外部引进互联网专业人才，仅 2015 年从外部引进的互联网领域专业人才数量即突破 500 人，2016-2018 年外部引进专业人才数共计突破千人，筑基芒果 TV 的互联网基因。

敢于重用优秀青年人才，积极培育员工创新精神。芒果系一直重视打造青春化、年轻化的团队，注重激发青年员工创新精神。根据华声新闻专访芒果超媒党委副书记、总经理蔡怀军的实录，一方面，2014~2019 年，芒果 TV 中层干部每年保持 10% 的淘汰比例，空出的岗位可由年轻员工填补进来。2018 年的“青春芒果夜”晚会总导演晏吉非晚会导演出身，依然出色地完成了晚会导演任务，这便是芒果 TV 对年轻制作人的一次大胆启用。另一方面，芒果 TV 已举办五届旨在鼓励员工创想创行的“芒果青年说”大赛、并连续两年推出面向高校应届生的培养计划“青芒计划”。我们认为，得益于芒果超媒积极在公司范围内推行创新型文化、挖掘员工创新精神，芒果模式的创新基因才能持续发热，为公司创造价值。

激励机制清晰透明，以节目经济效益为导向。在 2019 年的芒果 TV 岳麓峰会上，芒果 TV 总裁蔡怀军分享了芒果 TV 对员工的激励机制。芒果 TV 的激励奖金=(X*会员收入+Y*CPM 库存+Z*分销收入)*激励系数，CPM 库存为用每千次展示费用评估的在线广告库存规模。一方面，激励公式引入多项收入指标，使员工激励以节目经济效益为导向，最大化员工投入对节目收益的转化率；另一方面，清晰的奖金计算公式使得每个员工都可以自行计算预期奖金，使得制作团队更有动力去生产优质的作品。

内容优势：综艺强者恒强，影视动漫持续发力

依靠内容创新驱动平台发展的芒果 TV 有望助力芒果超媒进一步提升估值。对于芒果 TV 而言，综艺仍是其内容策略的头号王牌，近年来保持了强者恒强的地位；而剧集和动漫将成为其内容策略的新生力量，拓展平台目标用户群体。

综艺：深耕年轻女性市场，强者恒强，打破“综 N 代”怪圈

2020 年芒果 TV 综艺储备丰富，全年分布均匀，涵盖治愈解压、烧脑益智、女性成长、居家生活、青春热血等多个类别。在芒果 TV2020 年战略会上，《小巨人运动会》、《小情歌》、《岛上友人》、《去冒险》、《超级学徒》等全新综艺项目正式发布，除此之外，《明星大侦探 6》、《女儿们的恋爱 3》、《朋友请听好 2》等大热 IP 也将强势回归，更有《姐姐的爱乐之程》、《披荆斩棘的哥哥》延续爆款节目热度，全方位夯实综艺产品矩阵。

图表9：2020 年芒果 TV 综艺总编排

	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度
自制综艺	《朋友请听好》 《婆婆和妈妈》 《婚前 21 天》 《我们的乐队》	《乘风破浪的姐姐》 《奇妙小森林》 《妻子的浪漫旅行 4》 《来自手机的你》 《说唱听我的》	《一路成年 2》 《新生日记 2》 《密室大逃脱 2》 《女儿们的恋爱 3》 《哎呀好身材 2》 《2020 青春芒果夜》 《超级学徒》 《小巨人运动会》 《岛上友人》	《朋友请听好 2》 《姐姐的爱乐之程》 《披荆斩棘的哥哥》 《变形记 2020》 《小情歌》 《去冒险吧！》
版权综艺	当季综艺 《歌手 4》 《周游记》	《向往的生活 4》 《巧手神探》 《笑起来真好看》	《我家那小子 3》 《中餐厅 4》 《声入人心 3》	《亲爱的客栈 4》
	全年常规综艺	《快乐大本营》《天天向上》		

资料来源：芒果 TV，芒果 TV2020 年会、芒果 TV2020 年战略会，华泰证券研究所

根据艺恩播映指数月度 Top10 综艺排行榜，2020 年 3-7 月，每月榜单至少有三部为芒果系综艺。一方面，新上线综艺表现亮眼：6 月，自制创新综艺《乘风破浪的姐姐》一经上线即抢占榜单首位，并在 7 月继续保持；另一方面，经典综艺质量稳定：4 月，已面世二十余年的老牌综艺《快乐大本营》依然抢占到榜单前十。

图表10：艺恩播映指数月度综艺排行榜

综艺排名	2020 年 3 月	2020 年 4 月	2020 年 5 月	2020 年 6 月	2020 年 7 月
1	青春有你第二季	青春有你第二季	创造营 2020	乘风破浪的姐姐	乘风破浪的姐姐
2	王牌对王牌第五季	王牌对王牌第五季	青春有你第二季	创造营 2020	这！就是街舞第三季
3	朋友请听好	歌手·当打之年	向往的生活第四季	奔跑吧第四季	乐队的夏天第二季
4	歌手·当打之年	朋友请听好	极限挑战第六季	向往的生活第四季	奔跑吧第四季
5	我们的乐队	我是唱作人第二季	朋友请听好	极限挑战第六季	向往的生活第四季
6	周游记	周游记	王牌对王牌第五季	最强大脑之燃烧吧大脑第三季	密室大逃脱第二季
7	了不起的长城	我们的乐队	我是唱作人第二季	青春有你第二季	明日之子第四季
8	欢乐喜剧人第六季	欢乐喜剧人第六季	笑起来真好看	炙热的我们	青春环游记第二季
9	我家那闺女第二季	我家那闺女第二季	拜托了冰箱第六季	妻子的浪漫旅行第四季	说唱听我的
10	声临其境第三季	快乐大本营 2020	我要这样的生活	让生活好看	极限挑战第六季

注：加粗综艺为芒果 TV 播出综艺，灰底综艺为芒果 TV 当月新上线综艺

资料来源：艺恩数据，华泰证券研究所

近年来，无论是电视综艺或是网综，多采取季播模式，对于首季热度高收视好的综艺，会考虑继续推出第二季、第三季等，由此“综 N 代”现象成为潮流。总体来说，“综 N 代”反映的是市场对于优质综艺的认可，它能够使节目初始流量得以留存并增值，落地口碑效应，使节目自己成为自己的宣发王牌。然而，受创意枯竭、观众需求变化、主创团队更替、制作成本增加、招商引资萎缩等多种因素影响，近年来一些“综 N 代”难免落入“品质下滑，一代不如一代”的质量怪圈。

我们对《明星大侦探》、《妻子的浪漫旅行》、《女儿们的恋爱》、《我最爱的女人们》这四部芒果 TV 自制综艺每一季的市场表现进行了跟踪。根据骨朵专业版数据，《明星大侦探》第五季播出时间仅半年，累计播放量已达 46.6 亿，在 2019 年网综中排名第一，播放量及排名均超越前四季。类似地，《妻子的浪漫旅行》、《女儿们的恋爱》、《我最爱的女人们》等综艺最新一季的播放量及网综排名均超越以前季度。多部芒果系综艺成功打破了“综 N 代”质量怪圈，实现“叫好又叫座”的双赢局面。

我们认为，多部芒果系综艺能够“破圈”的根源依然在于其对内容创新的深刻理解。具体而言，一方面，同一综艺的每一季坚持在节目形式、摄制及呈现方式、广告植入、探讨话题、后期制作等方面做出差异化，不断结合时下潮流，增加节目可看性。例如，《明星大侦探 4》创新性采用长短视频融合嵌套的摄制方式。

另一方面，成功的节目模式可以在不同综艺间复制，从而以更低的内容成本生产更为市场所接受的产品。例如，《妻子的浪漫旅行》作为一档情感观察类节目，向观众展现了“妻子”户外旅行、“丈夫”与主持人棚内观察、“懂事会”成员点评的三线视角，从而能够引发观众对相关话题更加深入的思考，使综艺的定位不仅停留在“开心”、“娱乐”，也能够让观众有“获得感”。《妻子》获得成功后，相似的“多线观察”模式也被嫁接到《女儿们的恋爱》等节目。

图表11：多部芒果TV综艺打破“综N代”质量怪圈（数据截至2020年9月10日）

综艺名称	季	上映时间	上映当年总播放量在网综排名	累计正片播放量（亿）
《明星大侦探》	第一季	2016.3.27	6	13.1
	第二季	2017.1.13	6	24.0
	第三季	2017.9.22	3	38.8
	第四季	2018.10.26	6	27.0
	第五季	2019.11.01	1	46.6
	第六季	2020Q4	/	/
《妻子的浪漫旅行》	第一季	2018.08.15	8	22.9
	第二季	2019.02.14	6	23.5
	第三季	2019.11.06	3	28.5
	第四季	2020.06.06	/	31.5
《女儿们的恋爱》	第一季	2019.01.23	12	14.0
	第二季	2019.08.11	11	15.4
	第三季	2020Q3	/	/
《我最爱的女人们》	第一季	2019.05.04	14	12.6
	第二季（更名为《婆婆和妈妈》）	2020.05.23	6	19.3

资料来源：骨朵专业版、华泰证券研究所

引领“亲综艺”创新风向标，分裂式创新覆盖垂直内容

继以《向往的生活》《中餐厅》《亲爱的客栈》为代表的“慢综艺”之后，芒果系发力打造“亲综艺”生态，“亲综艺”已成为深耕年轻女性市场的又一发力点。芒果TV旗下青春营销研究院将“亲综艺”定义为“以家庭或类家庭进行录制，还原生活角色及生活场景，涉及恋爱、婚姻、育儿及家庭代际关系等题材的情感观察类综艺”。

2013年，湖南卫视现象级综艺《爸爸去哪儿》上线，开“亲综艺”先河。2016年4月，芒果TV推出《妈妈是超人》，在业内首次将“亲综艺”人物关系由父子向母子拓展，后又于2017年10月推出《宝贝的新朋友》，将人物关系拓展至祖孙，探讨隔代亲子问题。2018-2020年，芒果系率先将“亲综艺”题材进一步扩展，跳出“萌娃”圈子，相继推出《我家那小子》《我家那闺女》《妻子的浪漫旅行》《女儿们的恋爱》《我最爱的女人们》《新生日记》《一路成年》等口碑节目，持续引领业内“亲综艺”产品创新风向。

观察芒果系近年已上线综艺及2020年计划上线项目，可以发现芒果系已构建起从“出生—少儿—青少年—成人”的“亲综艺”全生命周期，形式包括真人秀、脱口秀、观察体验类等或多种结合，题材涉及育婴、亲子、少年成长、婚恋、代际关系等，具体人物关系涵盖父子、母子、祖孙、夫妻、婆媳等。2020年3月新上线综艺《婚前21天》更是仅以“办婚礼”这一具体事项为核心展开，实则是对婚恋大类中的细分领域进行的一次聚焦式探索。

从内容创作本身来说，芒果系团队在“亲综艺”的全生态搭建过程中能够积累大量经验，可以被看作是一个“试错”且“容错率”相对高的过程，团队既是在做实差异化以开拓市场，也是在欣然接受市场的检验，去伪存真。不同生命周期的“亲综艺”相互之间可以形成良好的协同效应，不断强化观众的记忆点，培养起一批忠实的“芒果综艺粉”。

图表12：芒果系“亲综艺”全生命周期

出生	少儿	青少年	成人
孕期 观察	父子 母子 祖孙 育儿体验 成长观察	父子 《爸爸去哪儿》 《妈妈是超人》 《宝贝的新朋友》 《萌仔萌宠》 成长观察 《童言有计》	代际 《一路成年》 《我家那小子》 《我家那闺女》 《我最爱的女人们》 《婚前 21 天》 《妻子的浪漫旅行》

资料来源：芒果 TV、华泰证券研究所

除了深受年轻女性喜爱的“慢综艺”“亲综艺”类别，芒果 TV 也同步发力特色垂直综艺，凭借分裂式创意实现垂直内容全覆盖。2020 年 6 月，芒果 TV 推出自制女团成长综艺节目《乘风破浪的姐姐》，根据芒果 TV 官网数据，节目上线 9 小时播放量即破亿。区别于其他平台聚焦年轻偶像的选秀节目如《创造营》、《青春有你》等，《乘风破浪的姐姐》针对的是年龄在 30 岁以上的姐姐辈女艺人，既能做出差异化，规避正面竞争，也能凭借这类女艺人自带的话题和流量为节目制作更多的曝光率与营销点。

2020 年下半年，承继《乘风破浪的姐姐》热度并延伸其内容，芒果 TV 还将推出《姐姐的爱乐之程》及《披荆斩棘的哥哥》。前者为“姐姐们团综”，姐姐团将与顶流小哥及王牌音乐制作人一同自驾走遍山海林野，完成 5 场 Live 表演及 1 场演唱会；后者将有 30 位“哥哥”完成 3 个月的培训及主题考核后成团出道。

剧集&动漫：丰富品类，拓宽目标用户群，剧漫联动最大化 IP 价值

近年来，芒果 TV 不断加大对剧集的投入，自制网剧数量和质量增长明显。2019 年 12 月由芒果超媒投资的 55 集网剧《锦衣之下》在芒果 TV 首播，系根据蓝色狮同名小说改编的古装爱情探案电视剧，由任嘉伦、谭松韵主演，既融合了女性观众喜爱的古装、甜宠元素，又加入了悬疑成分，适当拓宽目标观众群体。据骨朵专业版数据，《锦衣之下》从 2019 年 12 月至 2020 年 2 月，连续 3 个月居于网络剧热度排行榜前三名。我们认为，剧集和动漫将成为芒果 TV 内容领域的新增长点。

继《锦衣之下》打响 2020 年芒果 TV 网剧开门红，平台在剧集侧持续发力。2020H2，芒果 TV 编排了包括《亲爱的自己》、《以家人之名》、《离人心上》、《琉璃美人煞》在内的 23 部剧作，涵盖都市、古装、青春、甜宠、悬疑等大热题材，也包含医疗、反盗猎等垂直领域题材。此外，芒果 TV 公布了“新芒 S 计划”，以签约形式与优质导演及编剧工作室展开合作，持续夯实剧集制作班底。在芒果 TV2020 战略会现场，芒果 TV 与福得文化编剧室、花菜剧社导演工作室、沈文帅导演工作室、观山编剧工作室、蒋渝编剧工作室、闪光体创作组等完成签约，芒果 TV 影视剧集的产品力未来可期。

图表13： 2020 年 H2 芒果 TV 影视剧片单

剧集名称	题材类型	集数	主演	导演	播出平台
《亲爱的自己》	女性、励志、都市、情感	48	刘诗诗、朱一龙、阚清子、彭冠英	丁黑、符策欣、任重	湖南卫视、芒果 TV (独播)
《以家人之名》	都市、青春、成长、治愈	40	谭松韵、宋威龙、张欣成	丁梓光	一线卫视、芒果 TV (独播)
《了不起的儿科医生》	医疗、都市、成长	48	陈晓、王子文	杨磊	一线卫视、芒果 TV
《暗恋橘生淮南》	青春、校园、偶像	42	胡一天、胡冰卿、张逸杰	李木戈	一线卫视、芒果 TV (独播)
《替星来的那一夜 2》	都市、甜宠、奇幻	20	张雨剑、鲁照华、虞祎杰	孙恺凯	芒果 TV (独播)
《拾光的秘密》	奇幻、都市、爱情	24	赵弈钦、李浩菲	慕晓卉、国浩	芒果 TV (独播)
《我好喜欢你》	都市、青春、爱情	24	言承旭、沈月	林子平	芒果 TV
《目标人物》	悬疑、青春、热血、推理	21	白敬亭、魏晨、张雨剑	芒果 TV 盒子工作室	芒果 TV (独播)
《琉璃美人煞》	古装、爱情	50	成毅、袁冰妍	尹涛	芒果 TV
《从结婚开始恋爱》	都市、爱情、甜宠	36	周雨彤、龚俊	徐驰	芒果 TV (独播)
《我有特殊的沟通技巧》	都市奇幻、爱情、悬疑	26	范世琦、罗予彤	沈文帅	芒果 TV (独播)
《完美先生和差不多小姐》	浪漫、养成、治愈	24	魏哲鸣、徐若晗	李爽	芒果 TV (独播)
《离人心上》	爱情、古装、奇幻	36	郑业成、胡意旋	高琮凯	芒果 TV (独播)
《谢谢让我遇见你》	校园、情感、励志	28	郭俊辰、万鹏	唐成霖	芒果 TV (独播)
《心动的瞬间》	青春、爱情、校园、励志	24	凌美仕、张凌赫	黄元达	芒果 TV (独播)
《好女好男》	都市、情感、话题	30	待定	梦继	一线卫视、芒果 TV (独播)
《落花时节又逢君》	古装、仙侠	40	拟邀：陈伟霆、任嘉伦、孙怡	待定	一线卫视、芒果 TV (独播)
《狂猎》	反盗猎、剧情、动作、犯罪	12	拟邀秦昊、尹昉	曹盾	芒果 TV (独播)
《住在我隔壁的甲方》	都市、职场、轻喜	24	待定	待定	芒果 TV (独播)
《贺少的闪婚暖妻》	都市、爱情、亲子	24	待定	李玉磊	芒果 TV (独播)
《双面神探》	悬疑、喜剧	32	待定	赵天宇	芒果 TV (独播)
《亲爱的吾兄》	古装、轻喜、仙侠	30	待定	邱钰	芒果 TV (独播)
《不能恋爱的秘密》	悬疑、爱情、时尚	30	拟邀宋妍霏	拟邀蔡聪	芒果 TV (独播)

资料来源：芒果 TV2020 战略发布会，芒果 TV 营销观察、华泰证券研究所

由芒果 TV 投资，根据网络作家 Priest 热门作品《六爻》改编的同名影视剧计划 20Q3 开机；根据该小说改编，由芒果 TV 动漫频道制作的古风仙侠热血励志国漫《六爻动画版》计划 20Q4 播出。小说《六爻》作为网络文学中的现象级 IP，自带高流量和热度，豆瓣评分 8.5。我们认为，芒果 TV 本次基于《六爻》IP 进行的剧集与动漫联动，有望打造一个爆款。

图表14： 2020 年芒果 TV 动漫片单

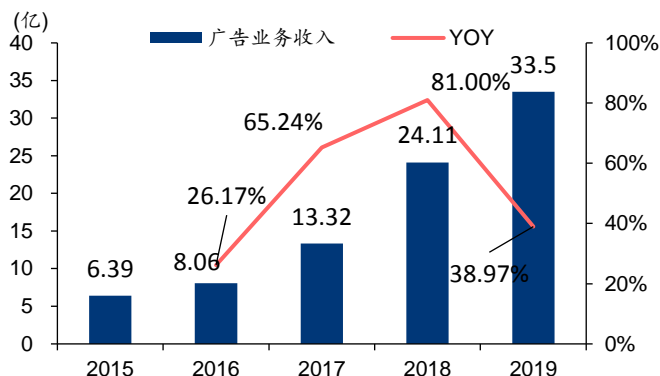
动漫名称	播出周期	动漫类型	主创团队	IP 亮点
《都市喵奇谭》	2020Q2	萌宠少女 魔幻	江通动画+芒果 TV	知名作家橘花散里小说《妖物》改编漫画，《知音漫客》蝉联双刊冠军
《六爻动画版》	2020Q4	古风 国漫	芒果 TV	由芒果 TV 动漫频道制作的大型古风仙侠热血励志国漫,由网络作家 Priest 热门经典同名小说改编
《山神与小枣》	2020Q4	古风 仙侠爱情	待定	快看平台独家连载漫画, 斩获 1500 万点赞, 人气值超 80 亿
《皮皮鲁传》	2020Q3	儿童魔幻真人剧	代表作《驯兔记》、《皮皮鲁安全特工队》、《舒克贝塔》	郑渊洁经典代表作之一,总销量逾五百万册。
《星武神诀》	2020Q3	三维武侠 玄幻动画	杭州若鸿文化, 旗下动画《妖神记》三季全平台播放量超 25 亿, 手游预约数超 500 万	原著小说由发飙的蜗牛执笔, 全网火热连载中。
《杨家将》	2020Q4	励志成长	芒果 TV、金鹰卡通	“中国经典民间故事动漫创作工程”精选选题, 故事题材家喻户晓。
《动画王国的故事》	2020Q3	少儿 亲子类	代表作《爸爸去哪儿》动画片系列、《星游记卡米拉风暴》、《逆转次元》	由芒果 TV 少儿频道推出的少儿故事片。
《短裤超人》	2020Q4	冒险 搞笑	代表作《淘》、《蛋蛋小子》、《奇奇探险队》、《爆兽猎人》	《短裤超人》是芒果 TV 少儿频道 2020 年 Q4 重点推出的超级英雄题材动画。

资料来源：芒果 TV2020 招商会，华泰证券研究所

内容变现：挖掘会员、广告、运营商业务新一轮增长潜力

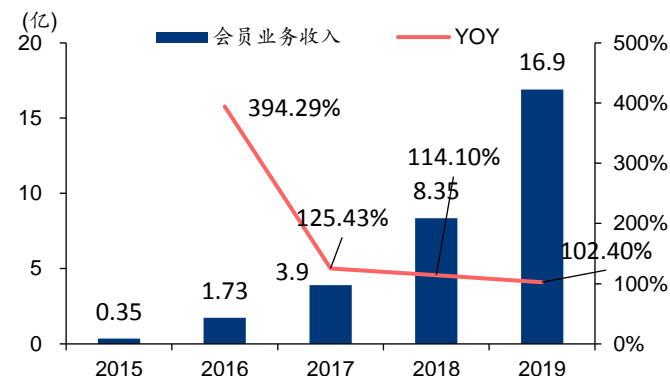
“芒果模式”立足内容创新，为会员业务及广告业务持续造血，实现从“内容创新”到“内容变现”的高转化率。根据公司 2019 年年报，截止 2019 年末，芒果 TV 平台付费会员数达 1,837 万，同比 2018 年 1075 万增长 70.88%；广告品牌投放数达 489 个，同比 2018 年 324 个增长 50.93%。2020 年上半年芒果 TV 平台付费会员数达 2,766 万，同比大幅增长 84.3%。2015-2019 年，芒果超媒会员收入由 0.35 亿元增长至 16.9 亿元，16-19 年均复合增长率达 163.6%；广告收入由 6.39 亿元增长至 33.5 亿元，16-19 年均复合增长率达 51.3%。

图表 15：2015-2019 年芒果超媒广告收入及增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表 16：2015-2019 年芒果超媒会员收入及增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

会员业务：差异化内容及运营，渗透率及 ARPU 值提升空间广阔

一直以来，芒果超媒会员业务整体体量虽不及广告业务，但 2016-19 年会员收入保持每年 100% 以上的高增长，增速远超广告业务。我们认为在线视频行业全面进入内容为王时代，整体付费率、ARPU 值提升的大背景下，会员业务收入未来有望持续高增长。

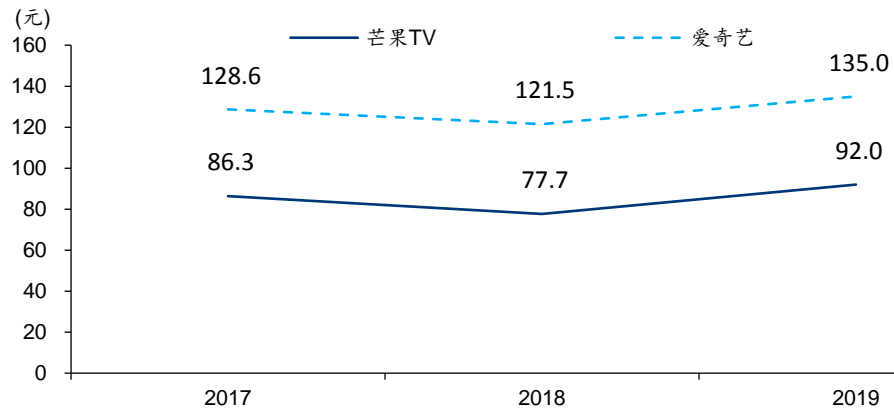
内容差异化：会员定制衍生节目、会员“Plus 版”为会员提供高度差异化内容，切实提升会员体验。早在 2017 年，芒果 TV 即为《爸爸去哪儿 4》定制嘉宾单线版会员衍生节目《爸爸带娃记》，开创“正片+衍生”模式。之后，芒果 TV 持续推出优质的会员衍生节目、会员“Plus 版”节目，其为湖南卫视综艺《歌手 2019》定制的会员专享节目《歌手的秘密》，为自制综艺《密室大逃脱》定制会员专属高阶玩家版节目《密室大逃脱》（大神版），为《明星大侦探》定制的聚焦案件还原及嘉宾幕后互动的会员衍生节目《名侦探俱乐部》等，都为平台持续拉新，并夯实核心用户群体。

以 2020 年 3 月上线的综艺《婚前 21 天》为例，一方面，普通版节目时长约 90 分钟，而会员 Plus 版节目每期时长能够达到 1 小时左右。另一方面，与其他平台多数节目普通版与会员版内容高度重合不同的是，该节目普通版与会员版内容完全没有重叠。此外，相较普通版节目，会员版节目大量减少了口播及视频右下角品牌 Logo 展示等广告植入内容。

运营差异化：会员连续订阅、会员抢先看、会员舆情互动、会员付费点播直通全集等创新模式。凭借优质内容建立起差异化后，芒果 TV 需要做的是利用差异化内容全面提高付费转化率和 ARPU 值。具体来说，会员连续订阅改善了会员结构，系统性培养和优化用户付费习惯；会员抢先看通过增值会员权益提高了会员付费率；会员付费点播模式提高了会员 ARPU 值；会员舆情互动使得会员从单纯的“内容接收者”向“内容创造者”转变，全面提升会员参与感，提高会员留存率。

2019 年底，芒果 TV 付费会员数 1,837 万人，全年会员收入 16.9 亿元，会员 ARPU 值 92 元（按年底付费会员数计算），较 2018 年同比增长 18.4%，增速快于爱奇艺的 11.1%，相较于爱奇艺的 135 元仍有较大增长空间。考虑到两家会员标准的包月定价均在 15 元左右，我们认为 ARPU 值差距主要来源于芒果 TV 更快的会员增速所带来的新用户折扣。行业巨头联手提价趋势明显，因此，我们认为芒果 TV 会员 ARPU 仍有较大增长空间。

图表17： 2017-2019 年芒果 TV 与爱奇艺 ARPU 值



注：ARPU 值计算方法为当年度会员收入 ÷ 年末付费会员数

资料来源：芒果 TV、华泰证券研究所

借力粉丝经济，实力宠粉，“青春芒果节”“芒果盒子”引爆线上线下联动热潮。“青春芒果节”是由芒果 TV 打造的年度回馈用户活动，已举办 2018 和 2019 两届，活动项目包括“芒果小镇”IP 互动体验馆、芒果塔激光空间秀、青春芒果夜晚会等。2019 年 5 月，芒果 TV 大会员线下流动体验馆“芒果盒子”诞生，在此概念下，由芒果 TV 主办、芒果娱乐承办的全国首个高校操场趣味障碍赛“芒果盒子校园跑”在五座城市、五所高校打响。根据芒果 TV 官网数据，活动期间，推广页面累计展示超 45 万次，拉新会员 33 万人。通过举办此类线上线下联动活动并使之固定下来，芒果 TV 一方面巩固了既有会员忠诚度，一方面打通了高效拉新的新渠道，借力粉丝经济赢得口碑与流量双丰收。

综合以上，我们认为芒果 TV 会员收入尚有较大增长空间。我们用付费会员人数除以月活跃用户数 MAU 计算渗透率。根据公司年报数据计算，2019 年，爱奇艺付费渗透率为 19.33%，芒果 TV 渗透率仅为 13.71%。2020 年 6 月末，爱奇艺付费渗透率达 20.53%，芒果 TV 渗透率已提升至 14.87%。而我们认为，受益于优质内容，芒果 TV 未来渗透率仍有较大提升空间，2020 年 1 月芒果 TV MAU 为 1.58 亿，同比增长 50%，若未来芒果 TV MAU 达 3.5 亿，付费率达 20%，则付费会员数有望突破 7000 万。

2019 年底，芒果 TV 付费会员数较 19 年初增长 71%，至 1837 万人，考虑到 2020 年疫情对线上娱乐的推动，我们预期 2020 年芒果 TV 的付费会员数同比增速有望超过 60%，后续两年平均增速有望高于 20%。我们就会员收入对付费会员数与 ARPU 的变化做敏感性分析：未来 3-5 年，芒果 TV 可将目标用户群体从年轻女性向其他年龄层女性、以及男性市场拓展，付费会员数量保持快速增长。乐观假设下，如果芒果 TV 付费会员数 2020-24 年维持 30% 以上年均复合增速，则 2024 年付费会员数有望达 7000 万人，若 2020-24 年 ARPU 值复合增速达 20%，则 2024 年芒果 TV ARPU 值有望达 229 元，会员收入能够达到 160.2 亿元；中性假设下，若 2020-24 年付费会员数量复合增速维持 25%，则 2024 年总付费会员数有望达到 5500 万人，若 2020-24 年 ARPU 值复合增速维持 10%，则 2024 年 ARPU 值将达 148 元，会员收入能够达到 81.5 亿元，较 2019 年增长 3.8 倍。

图表18： 会员收入敏感性分析

会员收入 (亿元)		付费会员数 (万人)		
ARPU (元)	92	4000	5500	7000
	117	36.8	50.6	64.4
	148	47.0	64.6	82.2
	185	59.3	81.5	103.7
	229	74.0	101.8	129.5
		91.6	125.9	160.2

资料来源：芒果 TV，华泰证券研究所

广告业务：品牌效果广告赋能，“亲综艺”提供最佳阵地

芒果超媒的广告业务经历了“版权节目传统广告—版权节目深度交互广告—自制节目品牌效果广告—自制节目带货广告”的发展阶段。展望未来，坚持走“内容+品牌”之路，以内容赋能品牌，是芒果超媒广告业务持续发展的关键所在。

“亲综艺”成为品牌推广营销的最佳阵地。我们认为，芒果系多年来打造的“综 N 代亲综艺”体系，是其为广告主做实内容营销的良好载体，也是公司在广告业务领域区别于竞争对手的独特优势，原因如下：

第一，“亲综艺”积极传播青春向上的正向能量，能够引导观众与品牌产生精神共振，使观众将对节目调性的感知自然移植到品牌，有助于整体树立品牌形象。第二，“亲综艺”探讨少年成长、子女培育、女性独立等和普通人的生活息息相关的问题，且有自带高热度的流量明星助阵，是天然的话题制造中心，能够帮助品牌在节目之外实现多维多轮的传播。第三，“亲综艺”所立足的生活化场景能够使众多类别的品牌与节目内容寻找到联系，有助于产出与节目内容深度结合的原生广告，在明星自身作为消费者亲荐、商品调性与节目契合、场景催化购买欲的“人货场”三方诱导下激发观众消费需求。例如，在芒果 TV 2020 年 3 月新上线的自制综艺《婚前 21 天》中，嘉宾亲自为小朋友冲泡诺优能奶粉，并在与家人的对话中展现商品的亮点，实现广告与节目内容及生活化场景的高度融合。

图表19： 综艺《婚前 21 天》中广告与生活化场景高度融合



资料来源：芒果 TV，华泰证券研究所

芒果 TV 广告收入包括以前贴片、中插和暂停为代表的“硬广”和以冠名、联合赞助、原生植入为代表的“软广”。硬广又分为通投硬广和项目硬广，通投硬广价格影响因素包括市场和历史成交价格，项目硬广定价还要考虑项目自身状况，单价通常高于通投硬广。而软广的价格影响因素包括项目自身状况（项目级别、主创人员、内容吸引度）和播放平台情况（单平台/多平台，平台影响力），定价通常会高于硬广。根据芒果超媒 2019 年 7 月公司公告的调研纪要数据，当时软广收入（品牌效果类广告）在芒果 TV 广告收入中近 80%。未来，受益于优质内容与广告业务形成的良性互动，我们认为软广占比和增速还将提升。

考虑到艾瑞咨询数据显示 2019 年度我国视频贴片广告市场规模增长率为 17.59%，整体在线视频广告市场规模增长率为 18.7%，叠加芒果 TV 领先市场的内容生产力，我们认为中长期来看，随着芒果 TV S 级别综艺数量占比提升、广告品牌数量、广告品效及 MAU 增长，软广收入有望实现 2020-24 年年均 25% 的复合增长率，硬广收入有望实现 2020-24

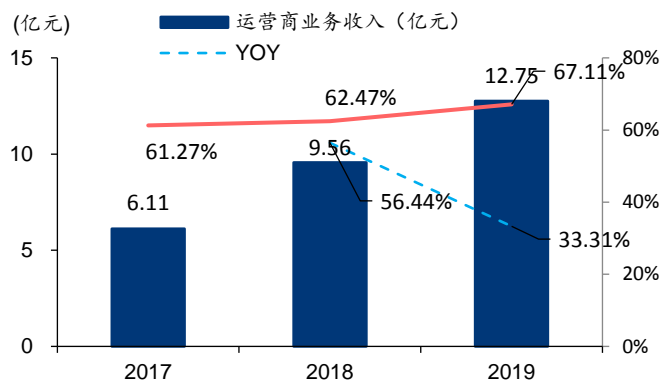
年年均 15% 的复合增长率。我们假设 2019 年软广占比为 80%，则 2019 年软广收入为 26.8 亿元，硬广收入为 6.7 亿。从中长期来看，软广按照 20% 的年均复合增长率估计，则到 2024 年收入有望较 19 年增长 149% 达 66.7 亿元；硬广按照 15% 的年均复合增长率估计，则到 2024 年收入有望较 19 年增长 101% 达 13.5 亿元，即到 2024 年广告收入合计可达 80.2 亿元，较 2019 年增长 1.39 倍。

运营业务：“智慧大屏”全面拓展家庭场景内容消费

2019 年，芒果超媒对快乐阳光运营商网络中心、智能硬件中心进行整合，新设智慧大屏中心，战略布局多屏互动，全面扩展以家庭为场景的内容消费。根据公司 2019 年报，截至 2019 年底，芒果超媒 IPTV 业务已覆盖广东、福建等 31 个省级行政区域，覆盖用户达 1.48 亿，较 18 年同比增长约 14%；实现运营业务收入 12.75 亿元，较 18 年同增 33.31%。

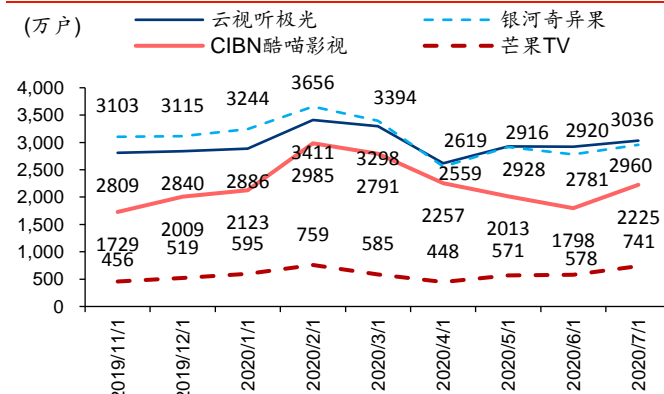
勾正数据显示，受疫情影响，智能电视头部平台云视听极光、银河奇异果、CIBN 酷喵影视、芒果 TV 日活跃用户数在 2020 年 2 月均达到小峰值，其中芒果 TV 2 月日活跃用户数为 759 万户，较 2019 年 2 月的 507 万户同比增长 49.7%。2 月之后，各大平台日活数均出现小幅回落，但随着复工复产推进，各平台日活用户数呈现趋稳回升态势。2020 年 7 月，芒果 TV 日活跃用户数已迅速回升至 741 万户，环比增长 28.2%。

图表20： 2017-2019 年芒果超媒运营业务收入、增速及毛利率



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表21： 2019 年 11 月-2020 年 7 月头部 OTT 平台日活数



资料来源：勾正数据，华泰证券研究所

2019 年 5 月，芒果超媒与学而思平台在大屏端展开联合会员合作，构建教育垂直领域内容优势。同年 6 月，芒果超媒与中国移动子公司咪咕文化签订《战略合作协议》，双方约定在基础电信、优质版权内容、5G 领域、家庭产品等增量业务方面进行全面战略合作。芒果超媒运营业务收入由 IPTV/OTT 运营业务和电信移动增值业务构成。IPTV/OTT 运营业务又包括基础服务和增值服务两种付费方式，基础服务系运营商以开通 IPTV 或 OTT 业务用户数为基础，按照约定单价向快乐阳光支付费用；增值服务则系运营商根据 IPTV 或者 OTT 用户对不同增值内容包的点播量/购买量按一定比例向快乐阳光支付费用。故而整体运营业务收入=IPTV/OTT 基础包结算用户数×基础包人均付费金额+IPTV/OTT 增值包结算用户数×增值包人均付费金额+电信移动增值业务收入。

参考公司 2018 年收购报告书披露的运营业务经营数据，2017 年 12 月基础服务结算用户个数为 1,132.60 万个；增值服务付费结算用户个数为 393.45 万个；2015-2017 年快乐阳光运营业务中的 IPTV/OTT 业务的基础服务人均付费金额在 1.76 元~3.03 元之间，增值服务人均付费金额在 5.05 元~8.86 元之间。根据公司年报及收购报告书披露的运营业务数据，2019 年公司 IPTV/OTT 覆盖用户达 1.48 亿，较 2017 年提升 21%（2018-19 平均增速为 10%），同时考虑其中付费用户渗透率提升，我们假设 2019 年公司基础包结算用户个数为 1,500 万个（2018-19 年平均增速 15%），基础包人均付费金额为 2.4 元/月（取平均数），增值包结算用户数为 530 万人（2018-19 年平均增速 17%），增值包人均付费金额为 7.0 元/月（取平均数），电信移动增值业务为 4.0 亿元。

IPTV 作为电视新媒体稳步发展，随运营商力推融合套餐并与宽带捆绑销售，内容上全面覆盖直播、点播与增值服务，支持双向互动，有望持续替代有线电视；随智能电视及 OTT 盒子销量持续增加，终端激活量的提升也将带动 OTT 用户规模的持续提升，我们认为 IPTV/OTT 渗透率将持续提升。根据国家广电总局数据，2018 年全国 IPTV 用户总数 1.54 亿户，OTT 用户总数 4.20 亿户；2019 年 IPTV 用户达 2.74 亿户，OTT 用户达 8.21 亿户。IPTV/OTT（未去重）总用户数 2019 年同增 90%。行业渗透率处于快速提升中，未来可拓展用户群体广阔，芒果 TV 有望通过内容优势实现用户数量快速增长。

根据公司收购公告书数据，2015-2017 年公司基础包结算用户数增长率分别为 60%/99%/76%；2015-2017 年公司增值包结算用户数增长率分别为 52%/107%/51%。考虑到用户基数扩大带来的增速放缓；随着芒果 TV 内容的持续创新升级，用户运营业务的收费水平有望逐步实现稳健提升。未来，芒果超媒优质内容的价值在大屏生态下被进一步放大，增值包业务较基础包还有更大增长空间。

考虑到 2020 年疫情影响下，用户宅家时间增长对于付费用户数量增长的推动。中长期 2020-2024 年，我们预计基础包结算用户数增长率分别为 26%/13%/9%/9%/9%，基础包人均付费金额 2020-24 年增长率分别为 6%/5%/4%/4%/4%，增值包结算用户数增长率分别为 30%/15%/12%/12%/12%，增值包人均付费金额增长率分别为 10%/9%/8%/8%/8%，电信移动增值业务收入稳定在 4% 的年均增长。基于此，中长期来看，2024 年基础包业务收入有望达到 9.8 亿元，增值包业务收入有望达到 13.9 亿元，电信移动增值业务收入有望达到 4.9 亿元，则运营商到 2024 年收入总体有望达到 28.6 亿元，较 2019 年增长 1.24 倍。

顺势而为：借力网红经济，零售业务转型媒体电商

近年来，私域流量崛起，网红经济势头强劲。据克劳锐预计，2020 年我国网红电商市场规模将达 3,000 亿。“人、货、场”有机结合、三位一体，是网红经济得以蓬勃发展的关键。所谓“人”，指依靠所创作的个性化内容而具备个人影响力的意见领袖（KOL）；所谓“货”，指物美价廉，符合消费者需求，适宜电商销售渠道的商品；所谓“场”，指内容形式多样，集中了有相似属性人群的流量高地。“短视频+电商”、“直播+电商”等模式能够走通，很大程度便是因为同时满足了“人货场”三个条件。

反观芒果 TV，作为内容驱动型的长视频平台，其内容力本就与网红电商的核心相通，且自带高热度节目 IP 和喜好相似的忠实用户群体，天然能够满足“场”元素的要求。随着人口增长带来的流量红利逐渐消退，芒果 TV 作为长视频平台寻求电商化、加深短视频业务布局、培养符合自己平台调性的 KOL 将成为趋势，也将为芒果超媒媒体零售业务的增长带来想象空间。2019 年，芒果超媒媒体零售业务积极向媒体电商转型，实现营业收入 20.07 亿元，同比增长 0.9%，扭亏为盈。

“大芒计划”赋能 KOL，提高带货转化率，打造“IP+KOL+品牌”模式

2019 年 8 月，芒果 TV “大芒计划”超绝红人进阶及带货说明会在海口举办。“大芒计划”实现了内容 IP、KOL、品牌主的三方联动，一方面，以平台优质资源和内容为 KOL 赋能，孵化具有芒果特质、符合平台及品牌调性的 KOL；另一方面，为广告主的“货”适配最佳的“人”与“场”，共同定制带货活动，实现品牌的裂变式传播及红人带货的高转化率。

2020 年 6 月，芒果 TV 重磅宣布“大芒计划 2.0”。“大芒计划 2.0”将成立“芒果学院网红训练营”，做 Up 主的伯乐，为广大 Up 主提供专业的创作者成长路径，实现平台与 Up 主共生共荣。学院已邀请快手直播带货第一人辛有志作为院长，知名财经作家吴晓波为副院长。同时，芒果 TV 还将推出全新综艺《超级学徒》直播带货红人选秀节目。芒果 TV 拟搭建起完整视频创作者培养生态，培育和整合优质 KOL 资源，进一步提升商业化多元变现能力。

IP+KOL+品牌，三方联动提升营销变现价值。2019 年短视频、直播成为新流量高地，一批 KOL（意见领袖）崛起，带动私域流量发展壮大。察觉到这一趋势，芒果超媒积极推动大 IP 节目与 KOL 相结合，通过让 KOL 在节目中直接为品牌带货，缩短营销转化链路，使内容 IP、KOL、品牌三方深度捆绑，由此全面提升广告转化率。2020 年 4 月，芒果 TV 上线 S 级综艺《来自手机的你》，该节目邀请头部主播薇娅担任团长，沈凌、刘烨、冷凇博士、肖骁组成“叨叨团”，每期邀请流量明星作为飞行嘉宾，以手机为切入点对当代人生活方式、购物习惯等话题展开探讨。

图表22：《来自手机的你》联动薇娅直播间



资料来源：芒果 TV《来自手机的你》、华泰证券研究所

《来自手机的你》首创“棚内+直播”模式，联动薇娅直播间，打造 12 场棚内综艺+12 场 IP 直播，形成“棚内明星私物分享+棚外直播间头部 KOL 种草直推”的强互动模式，为品牌主实现高转化率的带货。根据芒果 TV 官网数据，在前三次《来自手机的你》薇娅直播间专场中，直播累计销售额已达到 7,857 万元。

定制带货相关衍生内容，实现高效转化。2019 年，芒果 TV 与化妆品类客户合作，结合热门自制综艺 IP《我最爱的女人们》共同定制了一场 KOL 带货挑战赛，通过 IP 联动、二次种草和网红直播，实现内容播放和跳转率提升，电商平台同期新客户引流提升，深度验证了“大芒计划”在网红经济背景下存在为平台带来增量收入的潜力。

“大芒计划”创作中心发起各项活动。当前，打开芒果 TV APP，进入“有料”专栏，点击“发现”页，则可进入“大芒计划”创作中心、作品榜及作品展示界面。在创作中心里，可以看到“大芒计划”结合热门节目 IP 或时下热点发起的各项活动。以最新活动“‘兴风作浪’的剪刀手”为例，该活动联动芒果 TV 于 6 月首播的综艺《乘风破浪的姐姐》，号召创作者围绕该综艺展开想象力，制作剪辑有趣有料的视频内容。活动设置奖金，投稿者有机会瓜分百万现金大奖，并直通“大芒 IP”合伙人。

图表23：“大芒计划”最新活动“‘兴风作浪’的剪刀手”



资料来源：芒果 TV “大芒计划”超绝红人进阶及带货说明会、华泰证券研究所

以内容为根基推出全新“小芒”电商平台，勾勒第二增长曲线

2020 年 9 月 4 日，芒果 TV 召开了“电商中心招聘宣讲会”，公司党委书记、董事长张华立发布了公司最新孵化的视频内容电商平台——“小芒”。小芒电商将依靠芒果 TV 的内容优势切入电商赛道，打造“视频+内容+电商”的全新电商模式，扩充公司的生态版图。

小芒电商将聚焦内容电商，目标打造“种草+割草”的电商闭环。公司甄选定制的稀缺货品将通过公司的综艺、电视剧 IP 进行深度植入，引入品牌主理机制，通过艺人联名品牌及大量 KOL 种草的方式进行销售转化；对于大众化商品，小芒电商将采用“精选+会员”的模式，围绕人、货、内容打造三者互相促进的有机生态。小芒电商集结了芒果 TV 顶尖的内容、运营、技术团队成员，同时坐拥芒果 TV 优质内容带来的广大潜在客户群，未来有望通过深入挖掘芒果 TV 的内容及用户价值，开辟公司“第二增长曲线”。

图表24: “小芒”电商平台发布



资料来源: 芒果 TV “电商中心招聘宣讲会”、华泰证券研究所

“芒果好物”挖掘新需求，IP 衍生品成零售业务新增长点

芒果 TV APP 及芒果 TV 微信公众号均已开放“芒果好物”入口。“芒果好物”售卖与芒果系综艺、电视剧等相关的各类衍生品，包括美妆、服装、鞋帽箱包、首饰/配饰、家居、玩具手办、影音图书等。以热门综艺“明星大侦探”为例，其所售卖衍生品包括节目同款抱枕、挎包，嘉宾同款衣服、鞋帽，以节目内容为原型制作的雨伞、笔记本等。“芒果好物”的上线充分挖掘了平台用户对 IP 周边产品的消费需求，使节目内容与零售业务形成良好的联动效应，其本身也是平台“宠粉”行为的一种体现，在高效“固粉”的同时扩大 IP 影响力，创造增量收入。

图表25: “芒果好物”推出综艺、影视衍生品



资料来源: 芒果 TV APP、华泰证券研究所

发展乡村网红带货，持续推进电商扶贫，彰显企业社会责任

艾瑞咨询报告显示，2018 年我国网红粉丝有 31.1%分布在四线及以下城市，22.6%分布在三线城市，三四线城市粉丝占比为 54%，较 2017 年提升 1pct。在互联网整体流量红利缩减的背景下，网红电商下沉趋势显现，农村电商具有较大的发展空间。

近年来，芒果超媒旗下媒体电商购物平台快乐购一直致力于精准扶贫，持续推出“一县一品村播项目”，掀“中国原产”风潮，通过发展农村电商、农村网红直播带货，高效拓宽农产品销售渠道，全面提高扶贫效力。2019 年 7 月 26 日，由炎陵县委、县政府主办，由快乐购承办的 2019 年炎陵黄桃大会暨原产地大直播活动在湖南省炎陵县中村瑶族乡平乐村举行，快乐购、天猫、淘宝等平台就该活动向全国用户同步直播。根据央视网报道，炎陵黄桃当天销量即突破 91000 斤，销售额达到 179.13 万元。芒果超媒在 2019 年年报中披露，公司 2019 年共实现扶贫销售 1.6 亿元，彰显企业社会责任。

盈利预测、估值与投资建议

盈利预测

1) 会员业务收入

我们以付费用户数 \times ARPU 来估测会员收入。考虑到芒果模式下内容优势短期对于付费用户数量的高效拉动及行业 ARPU 值提升的大背景,并参考爱奇艺当前付费用户数及 ARPU 值,我们预测 2020-2022 年付费用户数增速分别为 63.31%/25%/20%; ARPU 增速分别为 10%/10%/10%, 预计会员业务收入分别为 30.36 亿元/41.75 亿元/55.10 亿元。

图表26: 会员收入预测假设

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
付费用户数 (万人)	1075	1837	3000	3750	4500
ARPU (元/人)	77.67	92.00	101.20	111.32	122.45
会员收入 (百万元)	835	1690	3036	4175	5510
YOY		102.4%	79.64%	37.50%	32.00%

资料来源:公司公告、华泰证券研究所

2) 广告业务收入

我们以 MAU \times 单活跃用户广告收入来估测广告收入。受益于综艺《乘风破浪的姐姐》的拉动,以及对后续相关团综《姐姐的爱乐之程》的期待,预计将对 2020 年广告业务有积极的拉动。我们预测 2020-2022 年 MAU 增速分别为 20%/15%/13%; 单活跃用户广告收入增速分别为 8%/2%/2%, 预计广告业务收入分别为 43.42 亿元/50.93 亿元/58.70 亿元。

图表27: 广告收入预测假设

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
MAU (百万人)	90.80	133.74	160.49	184.56	208.55
单用户广告收入 (元/人)	26.55	25.05	27.05	27.59	28.15
广告收入 (百万元)	2411	3350	4342	5093	5870
YOY		38.95%	29.60%	17.30%	15.26%

资料来源: QuestMobile、公司公告、华泰证券研究所

3) 运营业务收入

公司 2019 年运营商业实现收入 12.75 亿元,同比增长 33.31%; 20H1 实现运营商业收入 7.29 亿元,同比增长 29.02%,业务增速略有下滑。根据报告前文中假设计算,我们预计 2020-2022 年运营商业增速分别为 28%/17%/14%,运营商业收入分别为 16.32 亿元/19.09 亿元/21.77 亿元。

图表28: 运营商业收入预测假设

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
基础包用户数 (万人)	/	1500	1890	2113	2293
增值包用户数 (万人)	/	530	689	792	883
基础包人均付费 (元/月)	/	2.4	2.6	2.7	2.8
增值包人均付费 (元/月)	/	7.0	7.7	8.4	9.0
电信移动增值业务 (亿元)	/	4.0	4.2	4.3	4.5
运营商业收入 (亿元)	9.56	12.75	16.32	19.09	21.77
YOY		33%	28%	17%	14%

资料来源:公司公告、华泰证券研究所

4) 新媒体互动娱乐内容制作收入

该部分业务主要包括艺人经纪、音乐版权、游戏发行、互动剧、IP 衍生开发等。2019 年公司新媒体互动娱乐内容制作业务实现收入 39.02 亿元，同增 20.12%，2018 年同比增速为 11.88%，考虑到公司在内容制作方面的投入加大，2020 年，芒果影视主投主控的《我不是购物狂》、《我在北京等你》、天娱传媒主投的《蜗牛与黄鹌鸟》在相关卫视或视频平台播出后，均取得收视佳绩；20H2，《江山如此多娇》《完美证据》《冰雨火》《青青子衿》《向阳而生》等多部影视剧正在稳步推进。我们预计新媒体互动娱乐内容制作业务增速随规模提升有所放缓，2020-2022 年增速分别为 15%/13%/12%，则预计新媒体互动娱乐内容制作业务收入分别为 44.87 亿元/50.71 亿元/56.79 亿元。

5) 媒体零售收入

2019 年公司媒体零售业务扭亏转盈；2020H1，公司媒体零售业务实现收入 9.54 亿元，同比增长 29.20%，考虑到网红经济背景下公司媒体零售业务向媒体电商转型的发展空间值得期待，我们预测媒体零售业务增速随规模提升有所放缓，2020-2022 年收入增速分别为 23%/18%/15%，预计媒体零售业务收入分别为 24.69 亿元/29.13 亿元/33.50 亿元。

6) 其他假设

我们预计 2020-22 年其他业务收入保持不变，与 2019 年相同，均为 2.73 亿元。考虑公司内部协同及规模效应，我们预计公司 2020-22 年毛利率略有提升，2020-22 年毛利率分别为 35.55%/35.91%/35.94%；考虑公司销售费用率随广告推广费用提升而有所增加，随后在公司收入规模快速增长下有所回落，我们预计 2020-22 年销售费用率分别为 17.15%/17.80%/17.48%；公司收购旗下子公司已达两年，预计后续迈入稳健发展阶段，管理费用率小幅提升后维持稳定，我们预计 2020-22 年管理费用率分别为 4.95%/5.05%/5.05%；考虑公司未来研发投入随业务规模稳定增长，我们预计公司 2020-22 年研发费用率维持在 2.00%。

图表29： 毛利率及主要费率假设

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	37.04%	33.73%	35.55%	35.91%	35.94%
销售费用率	18.65%	17.12%	17.15%	17.80%	17.48%
管理费用率	4.78%	4.88%	4.95%	5.05%	5.05%
研发费用率	2.28%	1.91%	2.00%	2.00%	2.00%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

综上所述，我们预计 2020-2022 年总营业收入为 162.39 亿元/194.33 亿元/228.59 亿元，同比增长 29.90%/19.67%/17.63%；归属于母公司股东的净利润分别为 15.85 亿元/19.57 亿元/22.87 亿元，同增 37.04%/23.51%/16.85%。

估值与投资建议

我们采用分部估值法对芒果超媒进行估值：

1) 互联网视频业务

互联网视频业务由会员业务和广告业务构成。对该部分采取 PS 市销率法进行估值，预计 2020 年实现营业收入 73.78 亿元。因为 A 股没有相关在线视频平台的可比标的，根据 Bloomberg 一致预期，取近 6 个月平均值，我们对标相对可比的在线视平台 Netflix 和哔哩哔哩 2020 年 PS 估值分别为 8.93x 和 10.24x，Netflix 营业收入、哔哩哔哩营业收入和芒果 TV 互联网视频业务收入 2018-2019 平均增速分别 35.66%/65.72%/70.60%，考虑到芒果 TV 的强内容创新能力，我们给予该部分业务 11x PS 的估值，对应市值为 811.54 亿元。

图表30：互联网视频业务可比公司估值表（截至 2020 年 9 月 10 日）

证券代码	证券简称	预期来源	评级	目标价	总市值（亿美元）	2020 年 PS（6 个月均值） 2020.03.09-2020.09.10
NFLX US	奈飞公司	Bloomberg 一致预期	无评级	-	2120	8.93X
BILI US	哔哩哔哩	Bloomberg 一致预期	无评级	-	141	10.24X
			平均			9.59X

资料来源：Bloomberg、Wind、华泰证券研究所

2) 运营业务

该部分对标新媒股份，采取 PE 市盈率法进行估值。当前，新媒股份 2020 年 Wind 一致预期对应 PE 市盈率估值为 37.11 倍，该部分我们预计 2020 年营业收入 16.32 亿元，根据公司收购公告书披露，公司运营业务整体业务模式及利润率基本保持稳定；根据公司年报数据，2019 年公司运营业务毛利率为 67%，公司 2019 年整体期间费用率为 24%，因此我们预计公司运营业务毛利率及整体期间费用率维持稳定，估计该部分业务净利率水平 43%，则该部分归母净利润约 7.02 亿元，给予相同估值 37.11X PE，市值为 260.40 亿元。

图表31：运营业务可比公司估值表（截至 2020 年 9 月 10 日）

证券代码	证券简称	预期来源	评级	目标价（元） 总市值（亿元）			PE			归母净利润（亿元）		
							19A	20E	21E	19A	20E	21E
300770 CH	新媒股份	Wind 一致预期	买入	137.51	216	54.60	37.11	28.73	3.96	5.82	7.52	

注：新媒股份（300770 CH）评级及目标价来自华泰证券研究所

资料来源：Bloomberg、Wind、华泰证券研究所

3) 媒体互动娱乐内容制作业务

该部分对标 A 股娱乐龙头公司，采取 PE 市盈率法进行估值。估计该部分 2020 年营业收入 44.87 亿元，根据公司 2018 年收购报告书，该部分业务主由芒果互娱、芒果娱乐、上海天娱、芒果影视四家子公司经营，根据报告书披露数据计算，四家子公司 2017-2019 年整体净利率分别为 11.7%、13.1%、7.6%，2019 年行业处于调整出清阶段，考虑到 20H1 四家子公司整体净利率已恢复至 11.3%，我们预计公司媒体互动娱乐内容制作业务 2020 年净利率为 12%，则归母净利润为 5.38 亿元。2020 年，华策影视、慈文传媒、光线传媒、完美世界、三七互娱 Wind 一致预期对应 PE 市盈率估值倍数取平均数为 38.83x，给予芒果超媒本业务相同 PE 估值，则市值为 209.12 亿元。

图表32： 媒体互动娱乐内容制作业务可比公司估值表（截至 2020 年 9 月 10 日）

证券代码	证券简称	预期来源	评级	目标价（元）	总市值 （亿元）	PE			归母净利润（亿元）		
						19A	20E	21E	19A	20E	21E
300133 CH	华策影视	Wind 一致预期	无评级	-	142	-9.71	27.97	22.17	-14.67	5.09	6.43
002343 CH	慈文传媒	Wind 一致预期	无评级	-	43	25.98	25.12	17.64	1.65	1.70	2.43
300251 CH	光线传媒	Wind 一致预期	买入	16.38	458	48.33	85.53	41.42	9.48	5.35	11.06
002624 CH	完美世界	Wind 一致预期	买入	48.26	639	42.55	26.63	22.29	15.03	24.02	28.69
002555 CH	三七互娱	Wind 一致预期	买入	57.38	854	40.38	28.93	24.24	21.15	29.53	35.23
平均						38.83X					

注：光线传媒（300251 CH）、完美世界（002624 CH）、三七互娱（002555 CH）评级及目标价来自华泰证券研究所

资料来源：Bloomberg、Wind、华泰证券研究所

4) 媒体零售业务

该部分对标 A 股电商/直播/媒介代理龙头公司，采取 PE 市盈率法进行估值。估计该部分 2020 年营业收入 24.69 亿元，子公司快乐购主营媒体零售业务，根据公司年报数据，公司 2013-2017 年净利率水平处于 2%~6%，虽然 20H1 子公司快乐购略有亏损，但 2020 年公司围绕《乘风破浪的姐姐》等热门综艺打造明星直播带货新业态，提升媒体电商变现能力，因此我们估计公司此部分业务净利率为 4%，则该部分归母净利润为 0.99 亿元。2020 年，星期六、元隆雅图、华扬联众、中广天择 Wind 一致预期对应 PE 市盈率估值倍数取平均数为 32.69x，给予芒果超媒本业务相同 PE 估值，则市值为 32.28 亿元。

图表33： 媒体零售业务可比公司估值表（截至 2020 年 9 月 10 日）

证券代码	证券简称	预期来源	评级	目标价（元）	总市值 （亿元）	PE			归母净利润（亿元）		
						19A	20E	21E	19A	20E	21E
002291 CH	星期六	Wind 一致预期	无评级	-	129	86.16	48.56	24.38	1.50	2.67	5.31
002878 CH	元隆雅图	Wind 一致预期	增持	27.00	45	38.77	27.27	19.48	1.15	1.63	2.29
603825 CH	华扬联众	Wind 一致预期	无评级	-	62	32.12	20.41	14.69	1.92	3.03	4.20
603721 CH	中广天择	Wind 一致预期	无评级	-	22	115.96	34.52	24.79	0.19	0.65	0.91
平均						32.69X					

注：元隆雅图（002878 CH）评级及目标价来自华泰证券研究所

资料来源：Bloomberg、Wind、华泰证券研究所

综合以上，芒果超媒分部估值合计 1,313.33 亿元，每股目标价 73.77 元，首次覆盖给予买入评级。

图表34： 芒果超媒分部估值（单位：亿元）（截至 2020 年 9 月 10 日）

公司业务	预计收入	预计净利润	PS	PE	市值
互联网视频业务	73.78		11.00X		811.54
运营商业业务	16.32	7.02		37.11X	260.40
媒体互动娱乐内容制作业务	44.87	5.38		38.83X	209.12
媒体零售业务	24.69	0.99		32.69X	32.28
合计					1313.33

资料来源：Wind、华泰证券研究所

风险提示

1、行业政策变化的风险。

公司所在行业属于文化传媒行业，具有意识形态特殊属性，政策监管贯穿于行业的整个业务流程。行业监管政策存在变化的可能性，给公司业务经营带来不确定性。

2、综艺、影视、动漫定档时间波动带来业绩波动的风险。

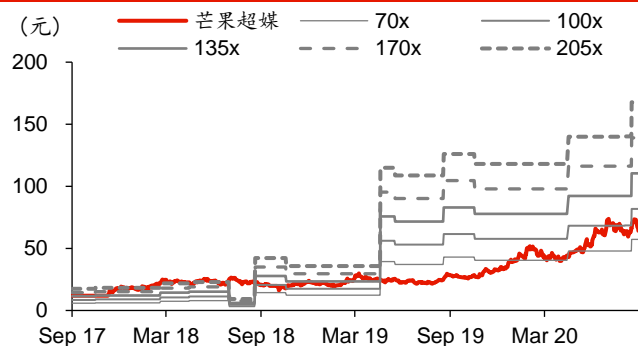
作为互联网平台及娱乐内容制作方，综艺、影视、动漫等项目为公司带来重要收益，其定档时间可能影响收入确定时间，导致公司出现业绩波动。

3、视频平台用户数及广告业务增长不及预期的风险。

中国人口增长带来的流量红利有所衰退，在线视频行业竞争激烈，内容制作存在不确定性，可能出现公司互联网视频平台用户数量及广告业务增长不及预期的风险。

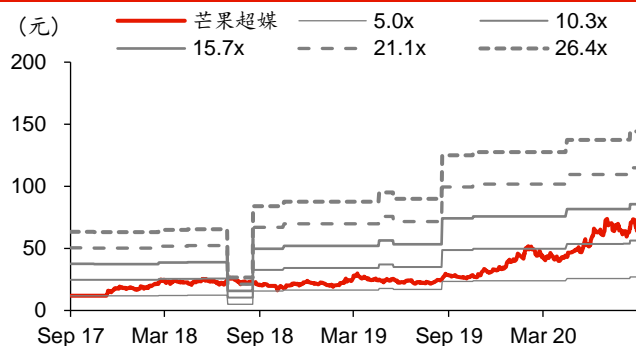
PE/PB - Bands

图表35: 芒果超媒历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表36: 芒果超媒历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

报告提及公司信息

图表37: 报告提及公司信息

公司名称	彭博代码	评级	目标价区间 (元)
百度	BIDU US	无评级	-
腾讯控股	700 HK	无评级	-
爱奇艺	IQ US	无评级	-
奈飞公司	NFLX US	无评级	-
哔哩哔哩	BILI US	无评级	-
新媒股份	300770 CH	买入	137.51
华策影视	300133 CH	无评级	-
慈文传媒	002343 CH	无评级	-
光线传媒	300251 CH	无评级	-
完美世界	002624 CH	买入	48.26
三七互娱	002555 CH	买入	57.38
星期六	002291 CH	无评级	-
元隆雅图	002878 CH	增持	27.00
华扬联众	603825 CH	无评级	-
中广天择	603721 CH	无评级	-

注: 以上公司评级、目标价来自华泰证券研究所

资料来源: Bloomberg、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	8,665	11,728	15,926	17,782	21,730
现金	2,526	5,064	6,578	7,964	9,261
应收账款	1,341	2,997	2,908	4,159	4,154
其他应收账款	76.06	35.95	112.90	63.88	144.59
预付账款	2,010	1,128	2,821	1,954	3,643
存货	2,215	1,916	2,840	3,001	3,805
其他流动资产	497.11	586.74	666.46	639.98	723.56
非流动资产	3,446	5,350	5,948	6,121	5,901
长期投资	215.54	210.44	198.79	187.87	176.59
固定资产投资	207.01	180.61	154.42	119.00	75.55
无形资产	2,856	4,889	5,538	5,780	5,615
其他非流动资产	167.14	69.72	56.98	33.91	33.55
资产总计	12,111	17,078	21,874	23,903	27,631
流动负债	6,179	7,936	11,091	11,128	12,534
短期借款	196.10	349.82	3,721	311.39	2,509
应付账款	3,363	5,048	3,629	7,383	5,306
其他流动负债	2,620	2,537	3,740	3,434	4,720
非流动负债	257.67	322.66	322.66	322.66	322.66
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	257.67	322.66	322.66	322.66	322.66
负债合计	6,437	8,258	11,414	11,451	12,857
少数股东权益	34.88	36.10	91.78	126.65	161.47
股本	990.02	1,780	1,780	1,780	1,780
资本公积	3,641	4,839	4,839	4,839	4,839
留存公积	1,008	2,165	3,805	5,797	8,119
归属母公司股东权益	5,639	8,784	10,368	12,326	14,612
负债和股东权益	12,111	17,078	21,874	23,903	27,631

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	(376.92)	292.87	131.00	6,715	998.18
净利润	927.57	1,158	1,640	1,992	2,322
折旧摊销	2,260	3,771	1,457	1,869	2,260
财务费用	(24.20)	(36.58)	(57.74)	(96.22)	(105.58)
投资损失	(31.40)	(6.47)	(18.94)	(26.18)	(35.82)
营运资金变动	(509.13)	940.15	(2,845)	3,038	(3,385)
其他经营现金	(3,000)	(5,532)	(44.38)	(61.96)	(57.15)
投资活动现金	1,074	109.34	(2,036)	(2,015)	(2,005)
资本支出	31.97	155.97	2,066	2,053	2,052
长期投资	(200.00)	63.80	11.64	10.93	11.28
其他投资现金	1,306	201.50	18.94	26.18	35.82
筹资活动现金	(120.56)	2,125	(29.52)	134.65	86.37
短期借款	160.14	153.72	3,372	(3,410)	2,197
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	589.02	790.35	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	2,963	1,198	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(3,833)	(17.24)	(3,401)	3,545	(2,111)
现金净增加额	576.79	2,526	(1,934)	4,834	(920.29)

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	9,661	12,501	16,239	19,433	22,859
营业成本	6,083	8,285	10,572	12,559	14,800
营业税金及附加	97.90	96.43	125.26	149.91	176.34
营业费用	1,801	2,141	2,768	3,401	4,000
管理费用	461.55	610.14	811.93	981.38	1,154
财务费用	(24.20)	(36.58)	(57.74)	(96.22)	(105.58)
资产减值损失	(104.44)	(0.62)	(59.06)	(29.15)	(27.43)
公允价值变动收益	0.00	(1.37)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	31.40	6.47	18.94	26.18	35.82
营业利润	977.18	1,178	1,687	2,036	2,375
营业外收入	14.85	25.84	20.35	23.09	21.72
营业外支出	45.03	26.04	35.53	30.79	33.16
利润总额	947.00	1,178	1,672	2,028	2,364
所得税	19.43	20.03	31.36	36.28	42.32
净利润	927.57	1,158	1,640	1,992	2,322
少数股东损益	62.01	1.22	55.69	34.86	34.83
归属母公司净利润	865.57	1,156	1,585	1,957	2,287
EBITDA	3,143	4,817	3,077	3,801	4,451
EPS (元, 基本)	0.49	0.65	0.89	1.10	1.28

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	223.77	29.40	29.90	19.67	17.63
营业利润	1,473	20.52	43.23	20.70	16.67
归属母公司净利润	1,093	33.59	37.04	23.51	16.85
获利能力 (%)					
毛利率	37.04	33.73	34.89	35.37	35.26
净利率	9.60	9.26	10.10	10.25	10.16
ROE	16.35	13.12	15.68	16.00	15.71
ROIC	26.66	24.68	20.88	39.66	26.95
偿债能力					
资产负债率 (%)	53.15	48.36	52.18	47.90	46.53
净负债比率 (%)	(36.69)	(49.84)	(24.36)	(58.98)	(43.61)
流动比率	1.40	1.48	1.44	1.60	1.73
速动比率	0.65	1.03	0.88	1.11	1.10
营运能力					
总资产周转率	1.34	0.86	0.83	0.85	0.89
应收账款周转率	11.71	5.52	7.59	6.90	7.13
应付账款周转率	3.10	1.84	2.26	2.12	2.17
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.49	0.65	0.89	1.10	1.28
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.21)	0.16	0.07	3.77	0.56
每股净资产(最新摊薄)	3.17	4.93	5.82	6.92	8.21
估值比率					
PE (倍)	132.05	98.85	72.13	58.40	49.98
PB (倍)	20.27	13.01	11.02	9.27	7.82
EV_EBITDA (倍)	35.71	22.82	36.35	28.17	24.27

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

分析师声明

本人，朱璐、周钊，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或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。投资者应当考虑到本公司及/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。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第 571 章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师朱珺、周钊本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5% 之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J
香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809
美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室

电话：+852 3658 6000/传真：+852 2169 0770

电子邮件：research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司

美国纽约哈德逊城市广场 10 号 41 楼（纽约 10001）

电话：+ 212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com