

芒果超媒 (300413.SZ) 买入 (维持评级)

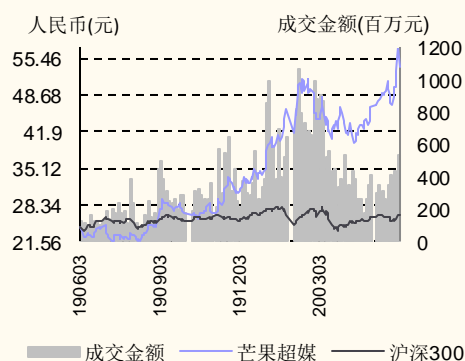
公司深度研究

市场价格 (人民币): 53.95 元

目标价 (人民币): 77.00 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	17.80
已上市流通 A 股(亿股)	8.34
总市值(亿元)	960.51
年内股价最高最低(元)	57.48/46.83
沪深 300 指数	3984
创业板指	2145



相关报告

- 1.《会员业务加速发展, Q1 业绩预增约 10%-芒果超媒 20Q1 业绩...》, 2020.4.9
- 2.《会员业务高速增长, 内容优势持续可期-芒果超媒 2019 年业绩快...》, 2020.3.1
- 3.《优质内容助力成长, 2019 年业绩预增 27%至 39%-芒果超媒...》, 2020.1.13
- 4.《看好四季度重点内容释放, 持续成长可期-芒果超媒三季报点评》, 2019.10.28
- 5.《长期价值稳固, 重点关注 Q4 业绩弹性-芒果超媒 2019 年三季报...》, 2019.10.15

《姐姐》火爆之后, 下一站是“影视剧突破”

公司基本情况 (人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	0.874	0.649	0.874	1.038	1.230
每股净资产(元)	5.70	4.93	5.81	6.85	8.08
每股经营性现金流(元)	-0.38	0.14	1.46	2.08	2.28
市盈率(倍)	42.33	53.83	65.75	55.39	46.73
净利润增长率(%)	1093.27%	33.59%	34.62%	18.69%	18.55%
净资产收益率(%)	15.35%	13.16%	15.05%	15.16%	15.23%
总股本(百万股)	990.02	1,780.38	1,780.38	1,780.38	1,780.38

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 综艺格局已定: 芒果综艺“第一”地位逐渐稳固, “乘风破浪的姐姐”成为标志。①综艺表现: 骨朵热度排行榜 TOP20 中, 上榜数基本保持在 8 个左右; 性价比指数保持在 120%以上, 持续高于同业。②综艺团队: 湖南卫视和芒果 TV 共有 32 个综艺团队, 自制综艺占比高达 80.36%; ③《乘风破浪的姐姐》, 再次攻破选秀品类。
- 影视剧持续突破: 以“爱情品类”为突破点, 抓住年轻一代就是抓住未来增长点。①芒果 TV 独播剧爱情品类占比达 70%以上, 远超其它平台。随着上线剧集总数呈上升趋势, 4Q19 相比 4Q18 同比增长 117%, 我们认为, 未来芒果 TV 独播爱情剧在爱情剧市场上的占比会进一步扩大, 与爱优腾形成竞争。②芒果 TV 更受年轻用户喜爱。截止 2019 年 6 月, 在 Z 世代偏好 TOP10 APP 榜, 芒果 TV 位居第 5, 为最受 Z 世代欢迎的视频类 APP。
- 大屏供给现金流: 牌照拥有长期优势, 优质少儿内容拉动 ARPPU 提升。①牌照优势。省级 IPTV 牌照发放 4 张, OTT 内容服务牌照发放 16 张, 集成服务牌照发放 7 张, 其中芒果超媒均获得授权。②少儿内容。全国较多省市 IPTV 端影视区和少儿区分开收费, 用户另行为少儿内容付费或推动 ARPPU 值增长。芒果 TV 背靠金鹰卡通, 少儿内容上具有竞争优势。

投资建议与估值

- 我们预计公司 2020 年的归母净利润分别为 15.33 亿, 对应 20 年 PE 65.8 倍。如果采用分部估值法, 我们分别对芒果 TV (按 Netflix 目前的 PS 8.6 倍)、快乐购 (按 3 倍 PS) 按 PS 估值, 将湖南卫视网端变现 (30 倍 PE)、大屏部门 (30 倍 PE)、内容制作按 PE 估值 (25 倍 PE), 预计芒果超媒 2020 年合理估值为 1300 亿。

风险

- 政策监管风险; 付费会员规模增长可能不及预期; 限售股解禁风险。

杨晓峰 分析师 SAC 执业编号: S1130520040001
yangxiaofeng@gjzq.com.cn

内容目录

1. 综艺格局已定：芒果综艺“第一”地位逐渐稳固，“乘风破浪的姐姐”成为标志	4
1.1 17~19 年网综竞争激烈，20 年起芒果“第一”地位稳固	4
1.1.1 网综市场竞争激烈，芒果表现优于同业	4
1.1.2 芒果综艺地位得以稳固的原因：强大的自制能力	4
1.2 《乘风破浪的姐姐》：再次攻破选秀品类，综艺优势地位更加巩固	6
2. 影视剧持续突破：以“爱情品类”为突破点，抓住年轻一代就是抓住未来增长点	8
2.1 爱情品类市场需求旺盛，以爱情品类为突破口扩大市场份额	8
2.2 抓住未来增长点，做年轻人最喜爱的视频类 APP	10
3. 大屏供给现金流：牌照拥有长期优势，优质少儿内容拉动 ARPPU 提升	11
3.1 大屏分析框架：老人和小孩是重点，少儿内容需求旺盛	11
3.2 IPTV 和 OTT 未来增长点：ARPPU 值提高是核心	13
3.3 运营商绑定巩固进入壁垒，背靠金鹰卡通少儿内容强优势	15
4. 财务分析	17
4.1 新媒体业务带动收入持续增长，仍在不断尝试创新模式	17
4.2 盈利能力持续向好，经营费率管控显著	18
4.3 经营性现金流整体向好	19
5. 盈利预测	19
5.1 收入预测	19
5.2 毛利率预测	20
6. 投资建议与估值	20
7. 风险提示	20

图表目录

图表 1：1M19 至 3M20 各平台综艺上榜个数（个）	4
图表 2：芒果综艺性价比高于其他平台	4
图表 3：2019 年四大平台自制综艺与版权综艺数（个）	5
图表 4：湖南卫视和芒果 TV 综艺工作室情况	5
图表 5：复盘 12Q3 至今的综艺创新的时间轴（只统计爆款综艺的第一季）	6
图表 6：选秀类节目与其它品类综艺节目对比	6
图表 7：芒果具有先发优势的同期产品对比	7
图表 8：芒果具有后发优势的同期产品对比	7
图表 9：《乘风破浪的姐姐》与《创造营 2020》对比	8
图表 10：2019 至 1Q20 各大平台影视剧种类占比	8
图表 11：1Q19 至 1Q20 各平台独播剧爱情言情类占比	9
图表 12：四大平台独播爱情剧数量占爱情剧总数比例	9

图表 13: 4Q18 至 1Q20 芒果 TV 上线剧集数	9
图表 14: 芒果 TV 影视剧内部工作室情况	10
图表 15: 芒果 TV 影视剧外部合作公司情况	10
图表 16: 2019 年 8 月中国移动互联网在线视频行业&芒果 TV 用户画像	11
图表 17: 截止 2019 年 6 月 Z 世代偏好 TOP10 APP 榜	11
图表 18: 电视模式用户选择: 大屏内容选择决策在老人和儿童手中	12
图表 19: 2018 年 IPTV 和 OTT 用户画像: 性别	12
图表 20: 2018 年 IPTV 与 OTT 用户画像: 年龄	12
图表 21: 2019 年 8 月视频平台移动端用户画像: 性别	12
图表 22: 2019 年 8 月视频平台移动端用户画像: 年龄	12
图表 23: 1H19 OTT 不同类型内容点播收视总次数占比	13
图表 24: 1H19 OTT 不同类型内容点播收视总时长占比	13
图表 25: 3Q16 至 1Q20 IPTV 用户规模 (亿) 及渗透率	13
图表 26: 2018-2024 年付费电视订购用户数预测 (亿)	13
图表 27: 中国 1Q18 至 2M20 OTT 日均活跃终端数 (万)	14
图表 28: 1H19 各平台 OTT 点播收视率排名	14
图表 29: 2M20 OTT 端点播媒体用户规模 (万) 排名	14
图表 30: 2020 年湖南和浙江移动 IPTV 点播专区包月价格	15
图表 31: OTT 端 8M19 至 3M20 TOP1 少儿节目与电视剧节目的热度得分对比	15
图表 32: IPTV 与 OTT 平台架构及各环节牌照列表	16
图表 33: 2019 年长视频平台少儿内容数量 (部) 对比	16
图表 34: 1M-4M2020 芒果 TV 参播少儿内容播放量占比	16
图表 35: 金鹰卡通少儿节目《疯狂的麦咭》用户画像: 年龄	17
图表 36: 芒果超媒 1Q19-1Q20 营业收入	17
图表 37: 芒果超媒 2017 年至 2019 营业收入	17
图表 38: 芒果超媒 2017 年至 2019 营业收入构成	18
图表 39: 芒果超媒 2017 年至 1Q20 归母净利润	18
图表 40: 芒果超媒 2017 年至 2019 毛利率和归母净利率	18
图表 41: 芒果超媒 2017 年至 2019 分业务毛利率	19
图表 42: 芒果超媒 2017 年至 1Q20 经营费率	19
图表 43: 芒果超媒 1Q19 年至 1Q20 经营性活动净现金流 (亿元)	19
图表 44: 芒果超媒互联网视频业务收入拆分预测	20
图表 45: 芒果超媒毛利率预测分业务拆分	20

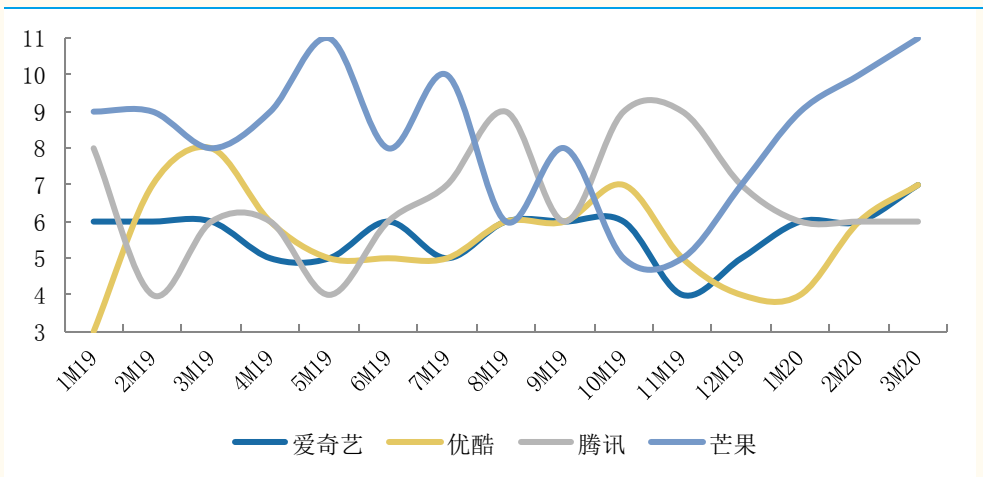
1. 综艺格局已定：芒果综艺“第一”地位逐渐稳固，“乘风破浪的姐姐”成为标志

1.1 17~19 年网综竞争激烈，20 年起芒果“第一”地位稳固

1.1.1 网综市场竞争激烈，芒果表现优于同业

- 芒果 TV 台网综 TOP20 上榜数保持在 8 个以上，综艺表现领先同业。1M19 至 3M20，芒果 TV 台网综进入骨朵数据台网综热度排行榜月榜 TOP20 的数量，基本保持在 8 个以上，与其它平台相比优势显著。

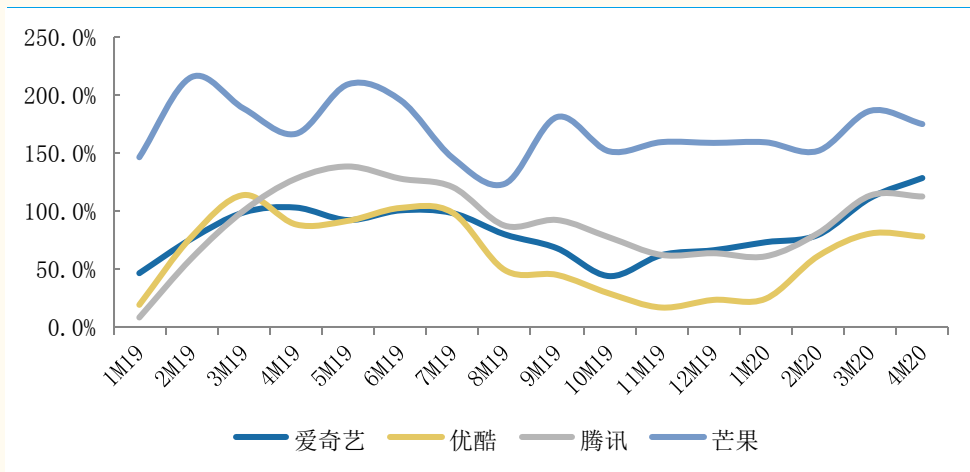
图表 1：1M19 至 3M20 各平台综艺上榜个数（个）



来源：骨朵数据，国金证券研究所

- 芒果综艺“性价比指数”保持在 120% 以上，持续高于其他平台。“性价比指数”：我们使用综艺节目市场占有率与用户权重之比来反映综艺节目的性价比。我们发现，1M19 至 4M20，芒果 TV 台网综的性价比持续保持在 120% 以上，相比于其它三大平台多数情况位于 100% 以下，芒果 TV 远高于其它三大平台，且优势长期稳定。说明其综艺质量较高，内容更具竞争力。

图表 2：芒果综艺性价比高于其他平台



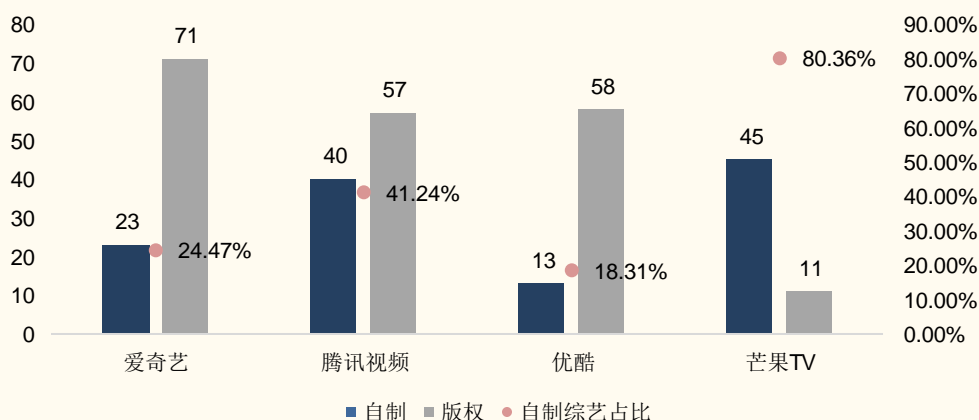
来源：云合数据，国金证券研究所

1.1.2 芒果综艺地位得以稳固的原因：强大的自制能力

- 芒果 TV 自制综艺占比 80.36%，自制能力远超其他平台。2019 年芒果自制综艺总计 45 部，优酷 13 部，腾讯视频 40 部，爱奇艺 23 部，且其他三家

自制综艺占比均未过半，芒果TV综艺自制能力远超其他平台。湖南卫视与芒果TV在版权上同为一体，在2019年累计正片有效播放TOP50中，湖南卫视与芒果TV出品综艺共14部，占比28%，为各视频平台第一。

图表 3：2019 年四大平台自制综艺与版权综艺数（个）



来源：云合数据、国金证券研究所

- 湖南卫视拥有综艺工作室 12 个，芒果TV拥有综艺工作团队 20 个，团队是芒果得以不断创新的原因。3Q12 至 1Q17，是电视综艺孵化的爆发期；2Q17 至 2Q18 是爱优腾综艺创新的爆发期；3Q18 至今，一直是芒果综艺创新的爆发期。这反映了湖南卫视和芒果TV综艺团队的创新能力，也奠定了芒果综艺第一的地位。

图表 4：湖南卫视和芒果TV综艺工作室情况

工作室名称	出品代表的综艺节目
湖南卫视工作室	最新代表综艺
刘伟工作室	《快乐大本营》
沈欣工作室	《天天向上》
洪啸工作室	《歌手 2019》
陈歆宇工作室	《亲爱的客栈》《我家那小子》《我家那闺女》
徐晴工作室	《声临其境》、《一年级》
安德胜工作室	《百变大咖秀》《全员加速中》《幻乐之城》《2017-2018 跨年演唱会》
王恬工作室	《中餐厅》《透鲜滴星期天》《鲜厨 100》
王琴工作室	《我想和你唱》《儿行千里》《金鹰节颁奖晚会》
秦明工作室	《放学后》
刘建立工作室	《汉语桥》
孔晓一工作室	《少年说》、《我们的师父》
卞合江工作室	后期工作室
芒果TV工作团队	最新代表综艺
何忱（盒子）工作室	《明星大侦探》《密室大逃脱》《头号嫌疑人》《你怎么这么好看》
单丹霞团队	《爸爸去哪儿》《婆婆和妈妈》《最爱的女人们》《一路成年》
晏吉团队	《女儿们的恋爱》《全职高考》《青春合唱团》
李甜团队	《妻子的浪漫旅行》《奇妙小森林》《真心大冒险》
袁白丽团队	《妈妈是超人》《哈哈农夫》《婚前 21 天》《初次见面的父母》
李晓丹团队	《哥哥别闹啦》《新生日记》
陈杳团队	《哎呀好身材》
明艾晴团队	《少年可期》《乘风破浪的姐姐》
凌晨工作室	《我们的乐队》《少年可期》
杨思远工作室	《芒果捞星闻》《甜蜜的任务》

胡蓉工作室	《宝贝的新朋友》
钟山工作室	《钟山说事》《石榴花开》
邹曼妮团队	
荆一嵘工作室	《变形记》
梁书源工作室	《真正男子汉》
严典雅工作室	《生活哆来咪》《说唱听我的》
郝爽团队	
田海团队	《萌仔萌萌宅》《我是歌手 谁来踢馆》
果果团队	《朋友请听好》《跟着老板去团建》
周瑾团队	《女人们的秘密花园》

来源：公开资料整理、国金证券研究所

图表 5：复盘 12Q3 至今的综艺创新的时间轴（只统计爆款综艺的第一季）

	12 Q3	13 Q1	13 Q4	14 Q4	15 Q2	16 Q1	17 Q1	17 Q2	17 Q3	17 Q4	18 Q1	18 Q2	18 Q3	18 Q4	19 Q1	19 Q2	19 Q4	20 Q1	20 Q2
网络综艺																			
芒果 TV						明星 大侦探						妻子的 浪漫旅行			女儿 们的恋爱			朋友 请听好	乘风破浪 的姐姐
爱奇艺				奇葩 说			中国 有嘻哈				偶像 练习生					乐队 的夏天			
优酷											这！ 就是街舞								
腾讯							吐槽 大会	明日 之子				创造 101							
电视综艺																			
湖南		我是 歌手	爸爸 去哪儿				向往 的生活			中餐 厅	亲爱 的客栈	声临 其境			声入 人心				
浙江	中国 好声音			奔跑 吧兄弟		王牌 对王牌					演员 的诞生								
东方					极限 挑战														

来源：公开资料整理、国金证券研究所

1.2 《乘风破浪的姐姐》：再次攻破选秀品类，综艺优势地位更加巩固

- 选秀类综艺因其投票机制，使得观众有了更高的参与度，因此往往更容易引起较高的话题讨论度，吸引更多的赞助商，给平台带来更高收益。《创造 101》于 2018 年 4 月上线，高播放量推动腾讯第二季度视频服务的订购用户数达 7,400 万，同比增长 121%。

图表 6：选秀类节目与其它品类综艺节目对比

	所属类别	赞助商数目	市场占有率	播放量
创造 101	选秀类	7	2.79%	54.9 亿
乘风破浪的姐姐	选秀类	13	未开播	未开播
向往的生活第二季	慢综艺	5	1.14%	21.5 亿

来源：云合数据、公开数据整理、国金证券研究所

- 芒果的创新能力不仅体现在可以不断推出新的选题，也体现在，在同期相似选题后，可以进一步创新，做得更好。在芒果 TV 创新综艺选题出现爆款之后，类似选题的综艺层出不穷；但在市场表现上，均未赶超芒果。以《向往的生活》为例，其播放量达到 20 亿，而在此之后出现的相同题材的《幸福三重奏》，播放量仅为 11.7 亿。同时，在其他平台综艺选题火爆之后，芒果也能在此基础上不断创新。以《歌手》为例，与《中国好声音》同为音乐竞技类综艺节目，却通过将素人换成已有一定代表作的明星，开发新的看点。

图表 7：芒果具有先发优势的同期产品对比

	芒果系	其他平台
	爸爸去哪儿	爸爸回来了
首播时间	2013 年 10 月 11 日	2014 年 4 月 24 日
首季收视率峰值	5.3%	1.3%
相似之处	明星+萌娃模式，父亲带娃	
创新点	旅行类	观察类
	向往的生活	幸福三重奏
首播时间	2017 年 1 月 15 日	2018 年 7 月 4 日
首季播放量	20 亿	11.7 亿
相似之处	慢综艺，在远离都市的地方开展真实生活	
创新点	主要以主人和客人的视角	聚焦都市“夫妻情感”现状，观察夫妻二人的生活

来源：公开资料整理、国金证券研究所

图表 8：芒果具有后发优势的同期产品对比

	芒果系	其他平台
	歌手	中国好声音
首播时间	2013 年 1 月 18 日	2012 年 7 月 13 日
首季收视率峰值	4.10%	4.80%
相似之处	音乐竞技类节目	
创新点	参与者为已有一定代表作的歌手	参赛选手为素人
	乘风破浪的姐姐	创造 101
首播时间	预计 2020 年 5 月	2018 年 4 月 21 日
播映指数	未开播	54.9 亿
相似之处	女团选秀类综艺节目	
创新点	已经有一定知名度、作品和粉丝基础的女艺人	来自不同经纪公司的练习生

来源：公开资料整理、国金证券研究所

- 再次攻破选秀品类：首创逆龄选秀综艺《乘风破浪的姐姐》成为标志，稳固芒果综艺“第一”地位。《乘风破浪的姐姐》上线周期虽为 2020 年 5 月至 7 月，但自 5 月起便引发多方关注。《乘风破浪的姐姐》以选秀为选题，但却抓住观众的“叛逆心理”，力破审美疲劳。网友对该综艺更多关注艺人姐姐们与传统意义上流量偶像的差异性。由于参与艺人自身粉丝基础牢固，发起人与经理人话题度高，加之刘敏涛事件带动热度，《乘风破浪的姐姐》有望成为爆款综艺，为综艺战争划上圆满的句号。

图表 9:《乘风破浪的姐姐》与《创造营 2020》对比

	参与艺人	参与艺人年龄	相同类型选秀	受众	赞助商
创造营 2020	来自不同经纪公司的练习生	20-25 岁	《青春有你 2》	24 岁以下观众,且男性受众比例更高	蒙牛纯甄、高露洁、彪马、姬存希、京东、ABC、奥妙、曼妮芬、华为荣耀、麦当劳
乘风破浪的姐姐	已经有一定知名度、作品和粉丝基础的女艺人	30+	无	女性多年龄层群体以及部分男性受众	梵蜜琳、金典、唯品会、佳贝艾特、VIVO、瓜瓜龙英语、护舒宝、奥利奥、新氧、安居客、唱吧、腾讯微视、SKG

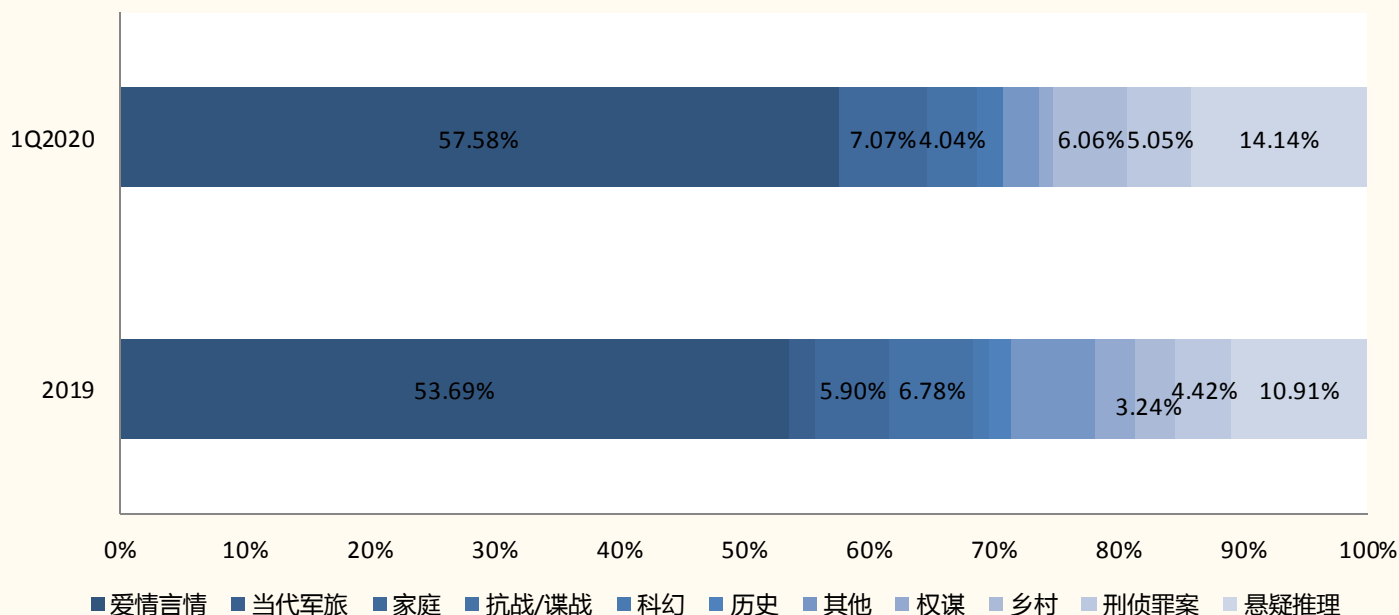
来源:百度指数、微博、国金证券研究所

2. 影视剧持续突破:以“爱情品类”为突破点,抓住年轻一代就是抓住未来增长点

2.1 爱情品类市场需求旺盛,以爱情品类为突破口扩大市场份额

- 市场上影视剧中爱情言情类剧集占比达 50%以上,市场需求旺盛前景看好。我们将影视剧分类为爱情言情、当代军旅、家庭、抗战/谍战、科幻、历史、权谋、乡村、刑侦罪案、悬疑推理、其他共计 11 类,每部剧集根据其着重想表达的,只属其中一类。根据骨朵数据,各视频平台 2019 年共上线电视剧及网剧共计 339 部,其中爱情言情类 182 部,占比达到 53.69%;1Q2020 共上线影视剧集 99 部,其中爱情言情类 57 部,占比达到 57.58%,相比于 1Q2019 占比略有提升;而其他类型的剧集单类占比均不到 15%。

图表 10: 2019 至 1Q20 各大平台影视剧种类占比

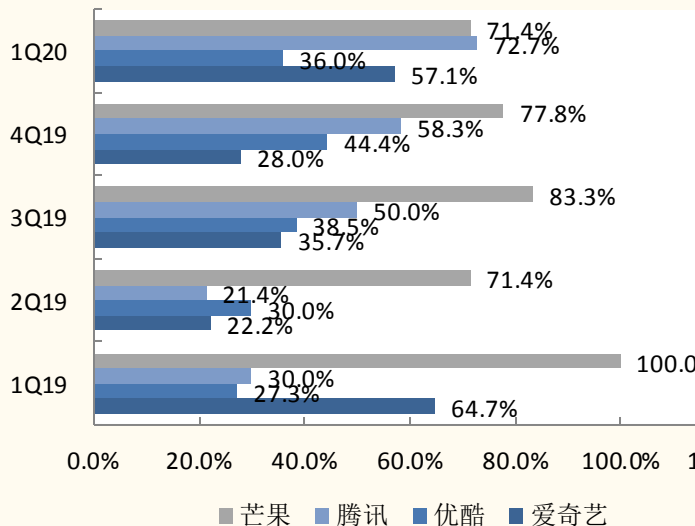


来源:骨朵数据、国金证券研究所

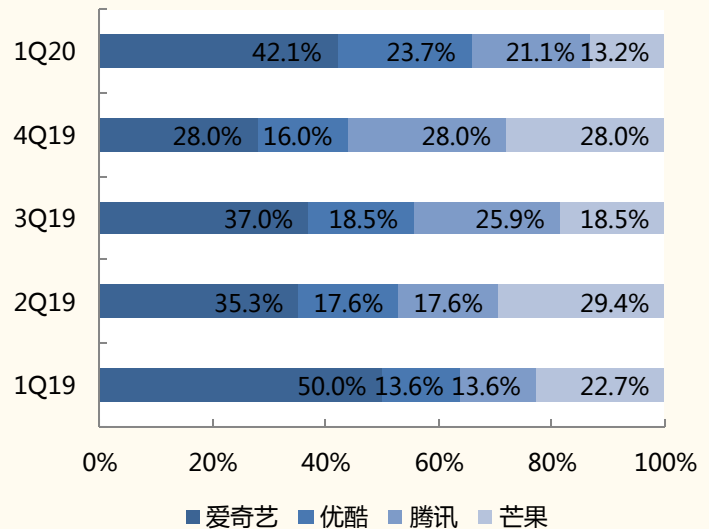
- 芒果 TV 爱情品类占比保持在 70%以上,随着上线剧集数量不断上升,有望与爱优腾形成竞争。根据骨朵数据,芒果 TV 1Q19 至 1Q20 爱情剧占比

始终保持在 70% 以上，远超其它平台。并且，2019 年，芒果 TV 独播爱情剧的数量在整个爱情剧市场上的占比高于优酷和腾讯，略低于爱奇艺。同时，自 4Q18 以来，芒果 TV 每季度上线剧集数量呈上升趋势，虽由于疫情影响，1Q20 有所下降，但根据 2020 年排期表，2020 年上线独播剧集 37 部，相较于 2019 年 27 部依然有所增长。因此，我们认为，未来芒果 TV 独播爱情剧在爱情剧市场上的占比会进一步扩大，与爱优腾形成竞争。

图表 11：1Q19 至 1Q20 各平台独播剧爱情言情类占比



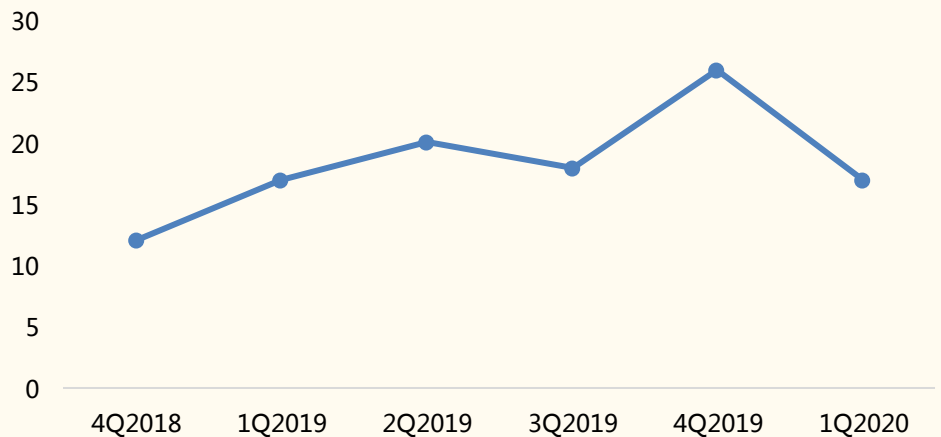
图表 12：四大平台独播爱情剧数量占爱情剧总数比例



来源：骨朵数据、国金证券研究所

来源：骨朵数据、国金证券研究所

图表 13：4Q18 至 1Q20 芒果 TV 上线剧集数



来源：骨朵数据、国金证券研究所

- 合作工作室风格明确，擅长青春爱情类剧集，进一步强化“青春、都市、女性”的差异化用户定位。2020 年芒果 TV 与多家头部影视公司达成战略合作（观达影视、华策影视、欢娱影视、欢瑞世纪、完美影视），搜罗有出品保障的一手优质大剧项目。“新芒计划”与部分“小而美”的影视公司合作，芒果 TV 拥有首看首授权。同时，芒果超媒与芒果 TV 每年拿出 7000 万作为专项基金，锁定市场内外优质文学 IP，供制作公司优先开发；选“新芒计划”的作品，将优先打通湖南卫视和芒果 TV 双平台播出渠道。

图表 14：芒果 TV 影视剧内部工作室情况

	内部团队	代表作
1	廖凌超团队	《我们都要好好的》《一夜新娘》
2	赵亮团队	《泡沫之夏》
3	史记团队	
4	高松鹤团队	
5	汪宇团队	
6	邵帅团队	《身为一个胖子》
7	彭丹工作室	《半妖倾城》《火王之破晓之战》《火王之千里同风》

来源：公开资料整理、国金证券研究所

图表 15：芒果 TV 影视剧外部合作公司情况

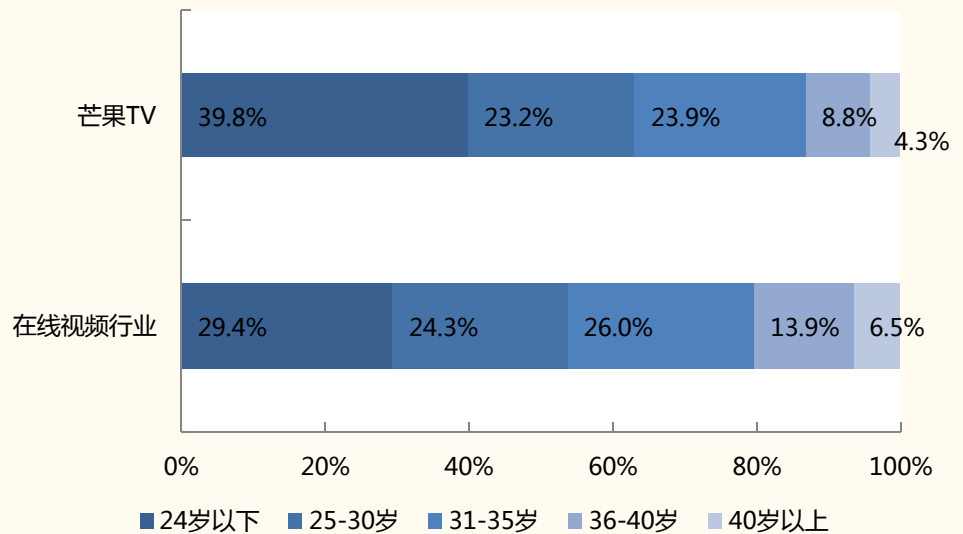
	外部合作公司	与芒果合作作品
1	观达影视	《温暖的弦》《旋风少女》《浪花一朵朵》《十五年等待候鸟》
2	华策影视	《下一站是幸福》
3	欢娱影视	《宫锁心玉》《美人心计》
4	欢瑞世纪	《锦衣之下》《秋蝉》
5	完美影视	《热血同行》《冰糖炖雪梨》
6	颖立传媒	《我的波塞冬》
7	星莲影视	《放弃我抓紧我》《最美的时光》
8	晨星盛世	《彗星来的那一夜》《时光与你都很甜》
9	霄然影业	《二分之一美少年》《少年巴比伦》
10	同旭传媒	
11	华晨美创	《奈何 Boss 要娶我》《奈何 Boss 又如何》

来源：公开资料整理、国金证券研究所

2.2 抓住未来增长点，做年轻人最喜爱的视频类 APP

- **芒果 TV 24 岁以下用户占比达 39.8%，高于行业，抓住了年轻人，就抓住了未来增长基础。**根据 Questmobile 数据显示，截至 2019 年 8 月，芒果 TV 24 岁以下用户占比达 39.8%，高于中国在线视频行业的 29.4%。同时，主要由“95 后+00 后”组成的“Z 世代”在全体网民中占比超 3 成，贡献了移动互联网近一半增长率。截止 2019 年 6 月，在 Z 世代偏好 TOP10 APP 榜，芒果 TV 位居第 5，而爱奇艺、优酷、腾讯均未上榜。芒果 TV 成为最受 Z 世代欢迎的视频类 APP。

图表 16: 2019 年 8 月中国移动互联网在线视频行业&芒果 TV 用户画像



来源: Questmobile、国金证券研究所

图表 17: 截止 2019 年 6 月 Z 世代偏好 TOP10 APP 榜

序号	APP 名称	2019 年 6 月 MAU (万)
1	美团	26,254.3
2	和平精英	18,508.3
3	王者荣耀	16,775.3
4	网易云音乐	13,879.3
5	芒果 TV	12,201.3
6	美图秀秀	12,063.1
7	哔哩哔哩	10,517.3
8	小红书	9,337.7
9	网易有道词典	8,886.1
10	百度网盘	7,739.3

来源: Questmobile、国金证券研究所

3. 大屏供给现金流: 牌照拥有长期优势, 优质少儿内容拉动 ARPPU 提升

3.1 大屏分析框架: 老人和小孩是重点, 少儿内容需求旺盛

- 遥控器掌握在谁的手里, 决定什么内容会被更多地选择。在分析用户大屏内容观看选择时, 我们将国内家庭分为四类, 分别是年轻家庭(无小孩)、中老年+年轻人家庭、儿童+年轻人家庭和儿童+中老年+年轻人家庭, 内容主导权分别掌握在年轻人、老年人、儿童和老年人手中, 相对应的年轻人和老年人对于影视剧综艺更加偏好, 儿童对于以动画片为主的少儿内容更加偏好。除了年轻人家庭对于 OTT 需求更多外, 其余 IPTV 与 OTT 偏好度目前没有明显差异。

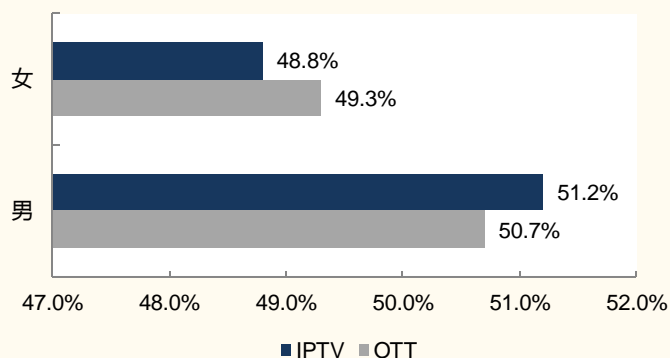
图表 18：电视模式用户选择：大屏内容选择决策在老人和儿童手中

年轻家庭（无小孩）	影视综艺>体育>游戏>新闻>少儿	OTT>IPTV>CATV
中老年+年轻人家庭	影视综艺>新闻>体育>游戏>少儿	IPTV≈OTT>CATV
儿童+年轻人家庭	少儿>影视综艺>体育>游戏>新闻	IPTV≈OTT>CATV
儿童+中老年+年轻人家庭	影视剧综艺>新闻>少儿>体育>游戏	IPTV≈OTT>CATV

来源：国金证券研究所

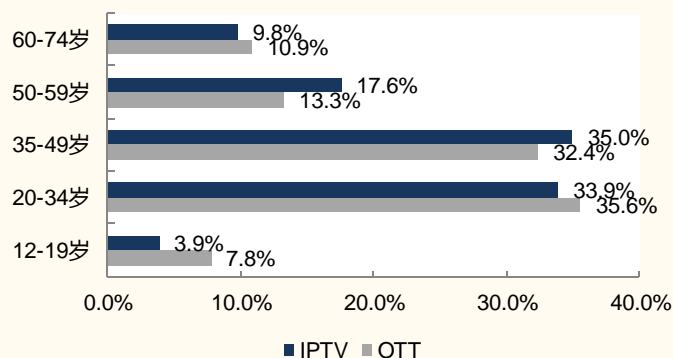
- 与小屏不同，大屏用户群体中老年人和儿童占比明显相对更高。根据中国广播电视网络有限公司统计，2018 年 IPTV 和 OTT 的用户中，男性占比分别为 51.2%和 50.7%。而 50 岁以上人群分别占 27.4%和 24.2%；35-49 岁人群分别占比为 35%和 32.4%。对比 2019 年 8 月长视频平台移动端的用户年龄分布，芒果 TV、腾讯视频、爱奇艺和优酷移动端用户 35 岁以上的用户占比分别为 8.4%、12.3%、11.8%和 20.7%，远低于大屏端。考虑到如果是“年轻人+儿童”的家庭模式，电视掌控者为儿童，此类家庭电视内容的选择也会更倾向于儿童。我们推测，IPTV 和 OTT 选择偏向老人和儿童内容的用户约在 50%以上。

图表 19：2018 年 IPTV 和 OTT 用户画像：性别



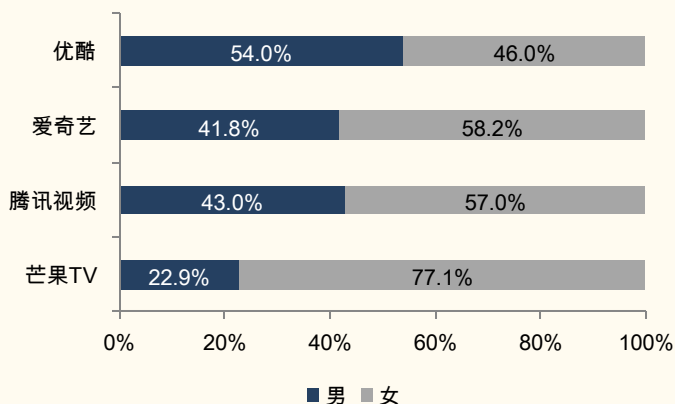
来源：中国广播电视网络有限公司，国金证券研究所

图表 20：2018 年 IPTV 与 OTT 用户画像：年龄



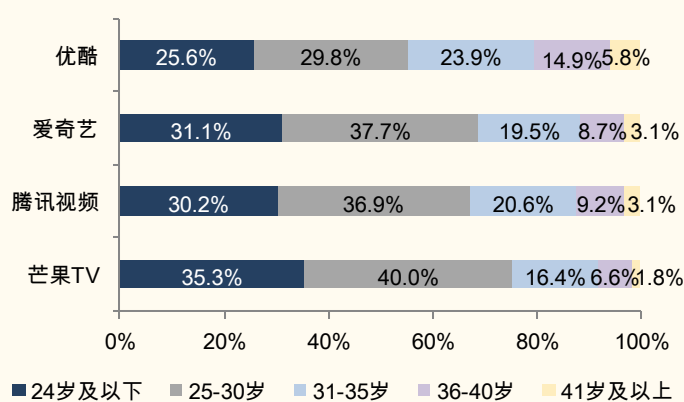
来源：中国广播电视网络有限公司，国金证券研究所

图表 21：2019 年 8 月视频平台移动端用户画像：性别



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

图表 22：2019 年 8 月视频平台移动端用户画像：年龄

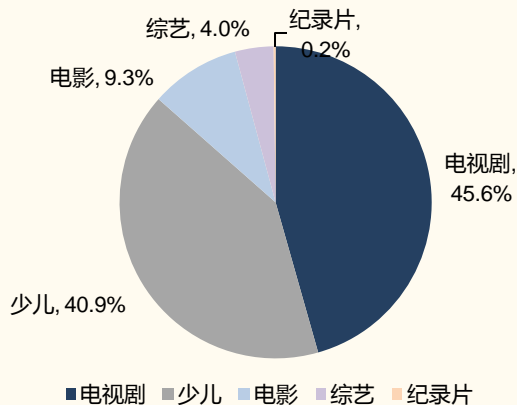


来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

- 儿童受众粘性高且观看大屏内容需求旺盛，少儿节目 OTT 点播次数和市场占比仅次于电视剧，户均时长最长。根据勾正数据统计，2019 年 6 月

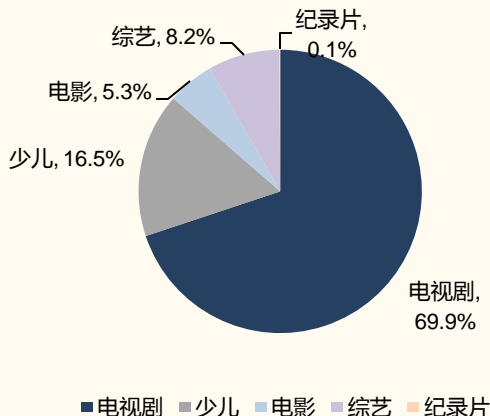
OTT 不同类型的内容点播收视总次数中，少儿类占比 40.9%，仅次于占比 45.6% 的电视剧；OTT 不同类型的内容点播收视总时长中，少儿类占比 16.5%，也是位列第二。同时，在 2019 年上半年电影、纪录片和少儿点播 TOP 5 作品中，少儿内容点播以户均 385.6 分钟遥遥领先于电影和纪录片。

图表 23：1H19 OTT 不同类型内容点播收视总次数占比



来源：勾正数据，国金证券研究所

图表 24：1H19 OTT 不同类型内容点播收视总时长占比

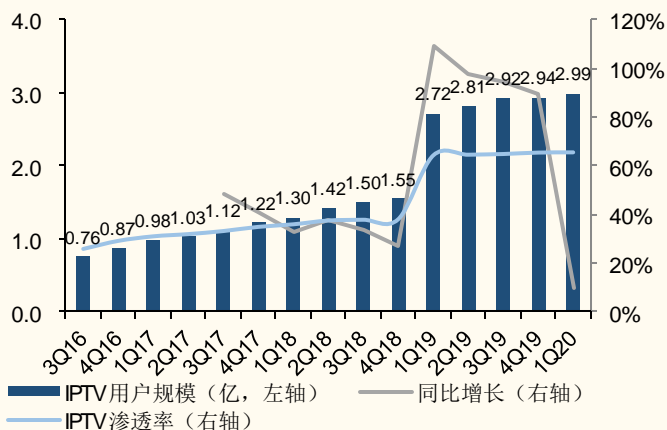


来源：勾正数据，国金证券研究所

3.2 IPTV 和 OTT 未来增长点：ARPPU 值提高是核心

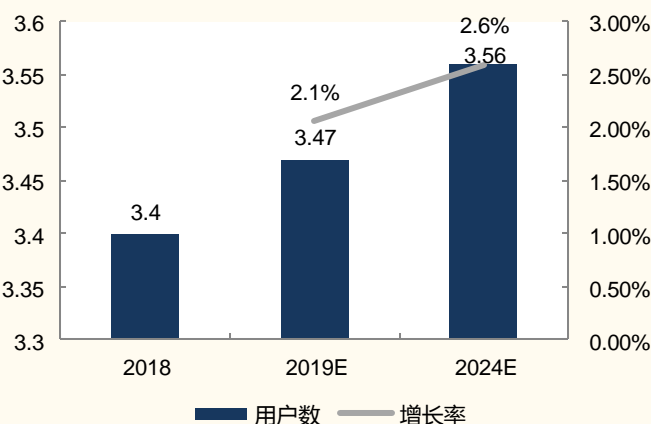
- IPTV 用户增长略显疲软，未来市场规模提高主要依靠 ARPPU 值提高。1Q20 用户规模达 2.99 亿。由运营商发力大面积推广始于 2016 年，在 2016 年和 2017 年，中国联通和中国电信 IPTV 用户增长最为迅猛，2018 年 6 月中国移动获批 IPTV 牌照加入，推动整体 IPTV 用户渗透率进入超 60% 时期。当前宽带转换 IPTV 用户数已趋于饱和，增速逐渐放缓，IPTV 用户数在 1Q20 同比增速为 9.9%。根据工信部统计，IPTV 用户数/运营商宽带用户数在 1Q20 为 65.6%。我们判断，IPTV 从用户数量角度来看，其上涨空间相对已较为有限。

图表 25：3Q16 至 1Q20 IPTV 用户规模（亿）及渗透率



来源：工信部，国金证券研究所

图表 26：2018-2024 年付费电视订购用户数预测（亿）



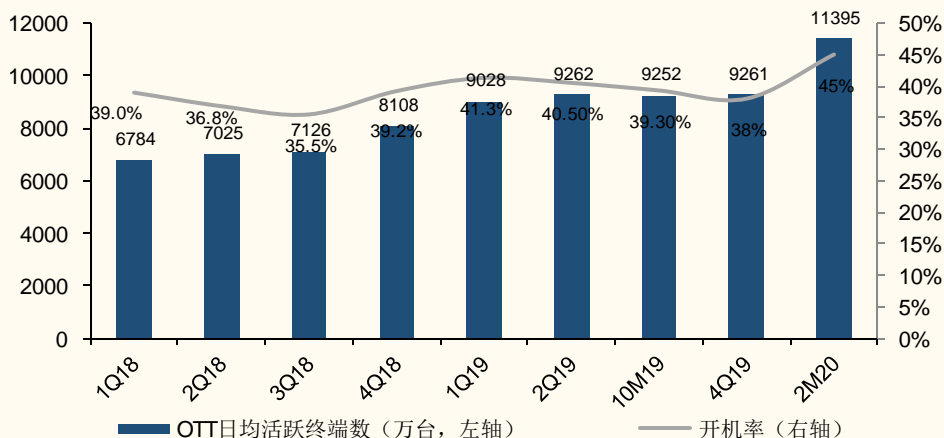
来源：Digital TV Research，国金证券研究所

注：①IPTV 用户规模指三家基础电信企业发展 IPTV（网络电视）用户数。②IPTV 用户渗透率=IPTV 用户规模数/三家基础电信企业互联网宽带接入用户总数。

- OTT 用户规模和开机率有所提升，关键质变在于投屏功能关闭。2M20，OTT 用户规模为 4 亿。从 2018 年开始，OTT 端日均活跃终端数逐渐提高。受益“宅经济”影响下的家庭娱乐情景氛围，OTT 端在 2M20 日均活跃终端数、开机率（45%）和开机时长（6.4 小时/天）均有显著提升。芒果 TV 从用户规模和收视率两个维度来看目前位列第四。目前 OTT 投屏应用相对广泛，不仅“爱优腾芒”等视频平台拥有投屏接口，还有许多专业投屏软

件。乐播数据显示，2018年1月至2020年2月，乐播投屏APP月活增长量超过7.5倍。由于内容平台OTT端会员价格更贵，因此投屏的广泛应用，或影响OTT端付费率。未来OTT订阅会员数的增长很大程度倚重投屏功能的关闭。

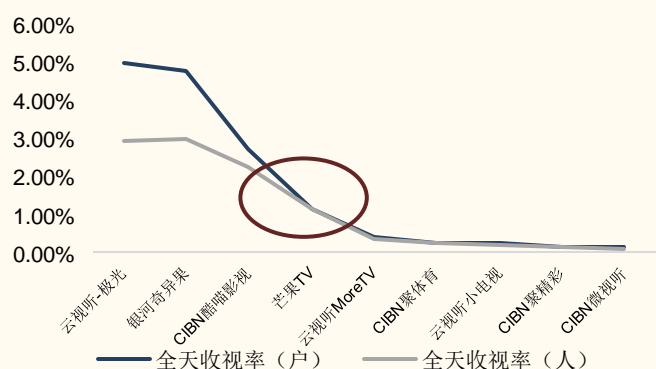
图表 27：中国 1Q18 至 2M20 OTT 日均活跃终端数（万）



来源：奥维互娱，国金证券研究所

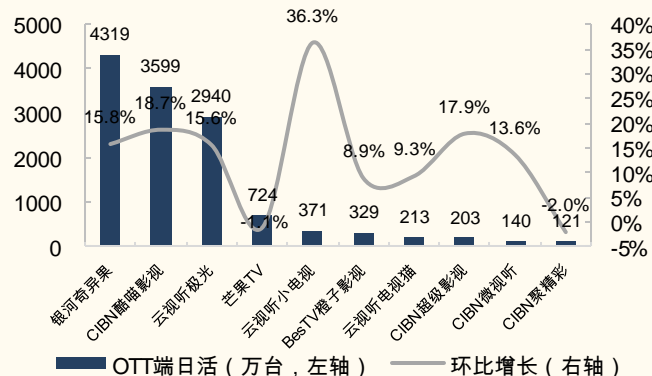
注：OTT 用户规模数指智能电视+盒子日均活跃开机数。

图表 28：1H19 各平台 OTT 点播收视率排名



来源：勾正数据，国金证券研究所

图表 29：2M20 OTT 端点播媒体用户规模（万）排名



来源：奥维互娱，国金证券研究所

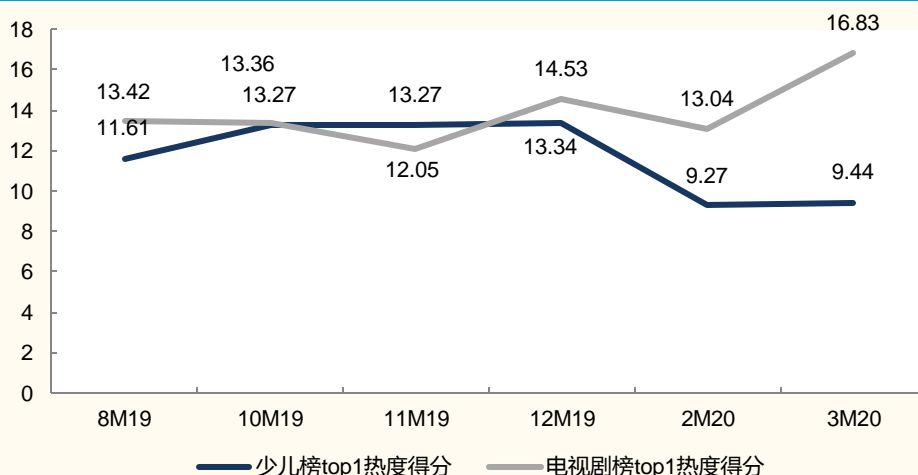
- 多省 IPTV 端少儿点播需额外付费，或持续拉动 ARPPU 值提升。以移动 IPTV 在湖南、浙江、河北和湖北点播包月套餐为例，电影、电视、少儿一般是分开收费或是采取包含少儿专区内容的溢价收费模式。2019 年河北移动 IPTV 影视、少儿专区价格为 239 元/年；湖北移动 IPTV 推出超级影视优惠包和超级少儿包，29 元/连续包月。2020 年湖南动漫和少儿专区包月价格分别为 9 和 29 元/月，少儿内容与电影和电视专区单价相同，而浙江包括少儿内容的套餐价格相比仅包含电视和电影的内容多出 10 元/月。在 IPTV 进行点播时主要采用包月或包年的收费方法，全国较多省市 IPTV 端影视区和少儿区分开收费。并且根据奥维互娱数据显示，OTT 端少儿节目 TOP1 的热度得分与电视剧节目 TOP1 的热度得分不相上下，大屏用户对于少儿节目的偏好较高，用户另行为少儿内容付费或持续为 ARPPU 值增长助力。

图表 30：2020 年湖南和浙江移动 IPTV 点播专区包月价格

	湖南	浙江
动漫	9 元/元	电视、电影和少儿共 39.9 元/月
少儿	29 元/月	
电影	29 元/月	电视和电影共 29.9 元/月
电视	29 元/月	
教育	29 元/月	
纪录片	19 元/月	
电竞	29 元/月	

来源：草根调研，国金证券研究所

图表 31：OTT 端 8M19 至 3M20 TOP1 少儿节目与电视剧节目的热度得分对比

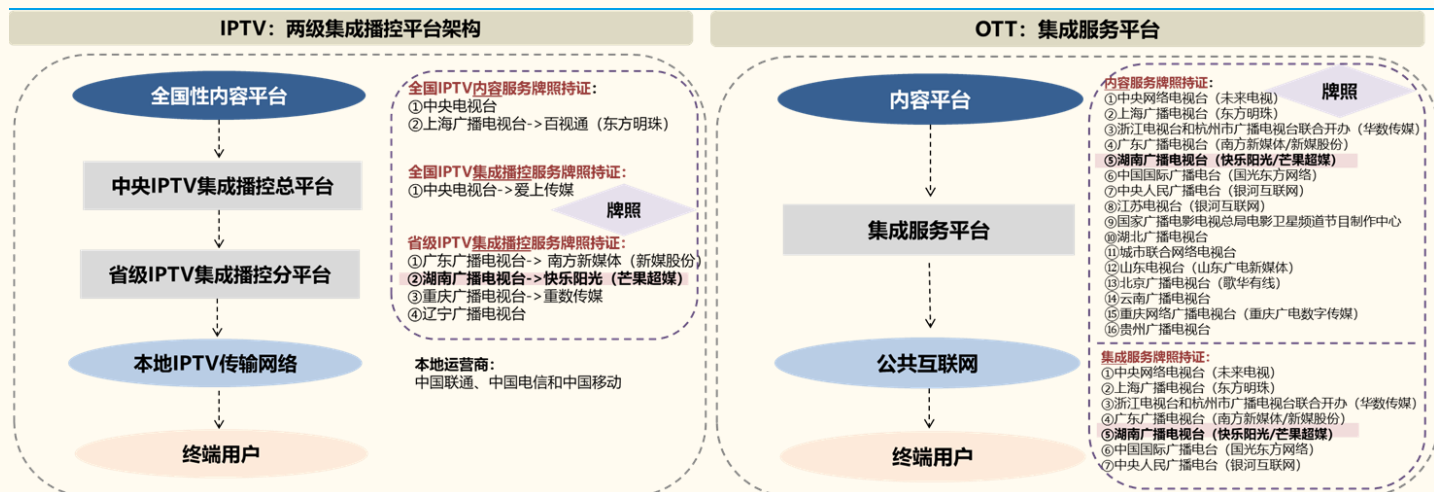


来源：奥维互娱，国金证券研究所

3.3 运营商绑定巩固进入壁垒，背靠金鹰卡通少儿内容强优势

- **牌照稀缺性巩固进入壁垒，芒果超媒大屏端兼具内容和牌照拥有长期优势。**
目前，IPTV 采取两级集成播控平台架构，内容平台牌照目前发放 2 张，中央 IPTV 集成播控发放 1 张牌照，省级 IPTV 集成播控牌照发放 4 张（包括芒果超媒获得的湖南广播电视台授权），本地 IPTV 传输网络牌照发放三大运营商牌照。而 OTT 采取集成服务平台，内容服务牌照发放 16 张（包括芒果超媒获得的湖南广播电视台授权），集成服务牌照发放 7 张（包括芒果超媒获得的湖南广播电视台授权）。结合中国移动入股芒果超媒，成为其第二大股东，或为其 IPTV 省外拓展贡献增量。2019 年 5 月 27 日，中国移动全资子公司中移资本参与芒果超媒定增，投资 16 亿元，持股比例 4.34%，成为芒果超媒第二大股东。而中国移动拥有全国广泛通信客户群，或为芒果 TV 在大屏端引入更大流量，并结合与咪咕视频更为紧密的合作，提高芒果 TV 内容多渠道分发的能力。同时，二者也将在战略、商业布局和 5G 的研发与应用方面进一步合作。

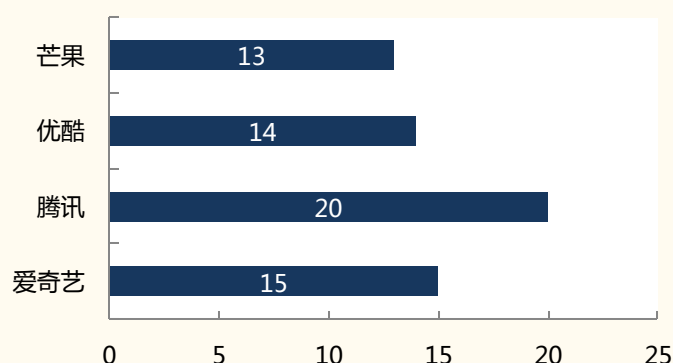
图表 32：IPTV 与 OTT 平台架构及各环节牌照列表



来源：新媒股份公司公告，公开资料整理，国金证券研究所

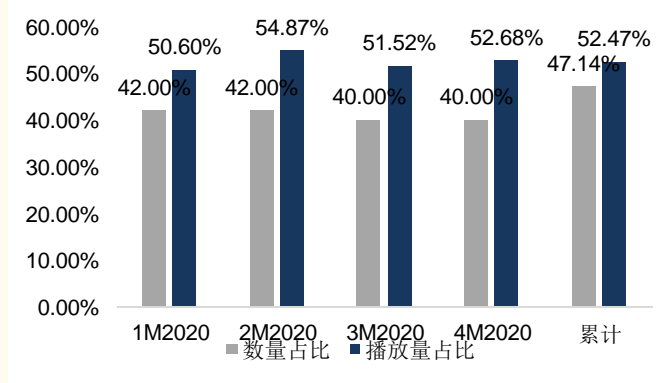
- **芒果 TV 少儿内容对比爱优腾单部作品播放量占优，版权动画数量并没有过大的差距。**截至 2019 年 8 月，在版权动画数量上，腾讯以 20 部领先，爱奇艺 15 部，优酷 14 部，芒果 TV 13 部。从播放量上看，1M2020-4M2020 播放量月 TOP 50 的少儿内容作品中，芒果 TV 参播的作品数量占 47.14%，参播作品的播放量单月占比均超过 50%，1M-4M 累计播放量占比达 52.47%，超过参播作品数量占比。芒果 TV 对少儿内容作品的选取把控较好，平均单部作品播放量占优。

图表 33：2019 年长视频平台少儿内容数量（部）对比



来源：骨朵数据，国金证券研究所

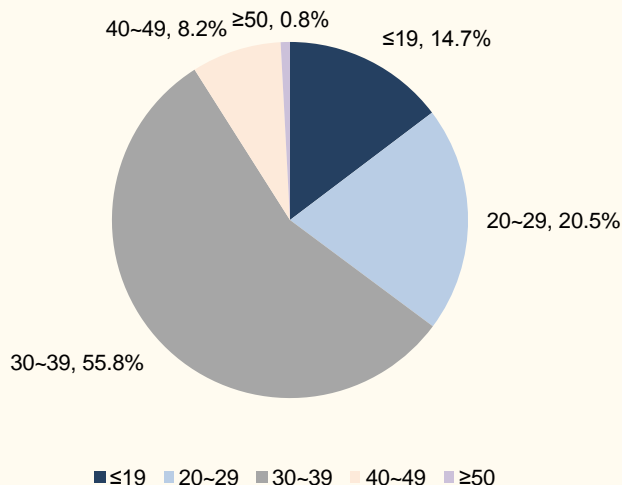
图表 34：1M-4M2020 芒果 TV 参播少儿内容播放量占比



来源：少儿内容观察，国金证券研究所

- **延续金鹰卡通的观众基础与独家内容，或为芒果 TV 的少儿内容带来竞争优势。**①**收视率：**金鹰卡通少儿频道收视率处于各大少儿频道之首，CSM59 城收视率显示，2020 年 4 月 24 日全天收视率情况，金鹰卡通排行第 13 位，收视率超过其他少儿频道及卫视频道。良好的观众基础可以为芒果 TV 带来竞争优势。②**独家内容：**相比于少儿内容仅有动画的爱优腾平台，金鹰卡通还有超过 10 部自制亲子综艺。亲子综艺节目的受众囊括儿童和有孩子的家长。《疯狂的麦咭》是金鹰卡通 2014 年推出的大型明星亲子益智历险闯关真人秀季播节目，是目前金鹰卡通季数最多的季播综艺节目，目前第七季已经开播，第六季拥有 7395.2 万的播放量。用户画像显示，除了 19 岁以下人群以外，30-39 岁人群占比为 55.82%，家庭用户基数同样深厚。

图表 35：金鹰卡通少儿节目《疯狂的麦咭》用户画像：年龄



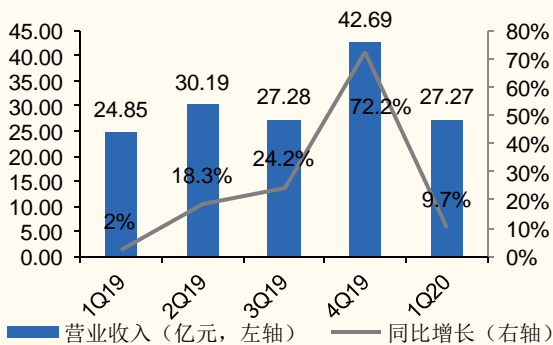
来源：百度指数，国金证券研究所

4. 财务分析

4.1 新媒体业务带动收入持续增长，仍在不断尝试创新模式

- 互联网视频业务+会员业务收入贡献占比不断提升，公司 1Q20 收入同比增速为 9.7%。公司 1Q20 实现营业收入 27.27 亿元，同比增长 9.7%。公司 2019 年全年实现收入 125 亿元，同比增长 29.4%。互联网视频业务实现营业收入 50.44 亿元，同比增长 56.46%；其中广告收入 33.5 亿元，同比增长 39%；会员收入 16.9 亿元，同比增长 102%。会员收入增速尤快，贡献度提升。

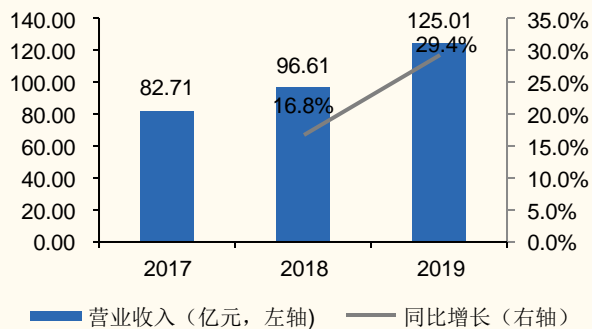
图表 36：芒果超媒 1Q19-1Q20 营业收入



来源：公司公告，国金证券研究所

注：2017 年数据已做资产重组回溯调整，其包含快乐购、快乐阳光、天娱传媒、芒果影视、芒果娱乐等主体收入。

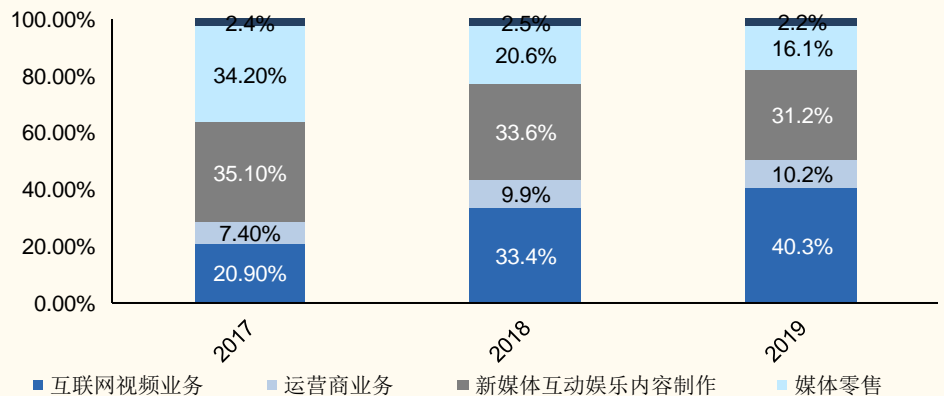
图表 37：芒果超媒 2017 年至 2019 营业收入



来源：公司公告，国金证券研究所

注：2017 年数据已做资产重组回溯调整，其包含快乐购、快乐阳光、天娱传媒、芒果影视、芒果娱乐等主体收入。

图表 38：芒果超媒 2017 年至 2019 营业收入构成



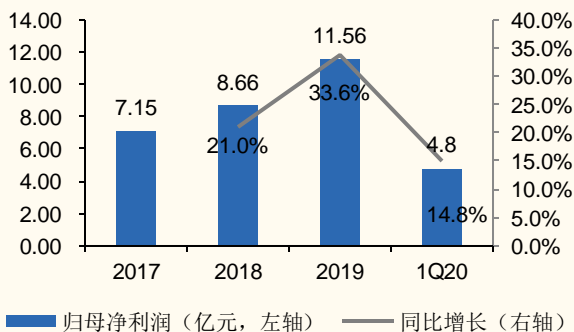
来源：公司公告，国金证券研究所

注：2017 年数据已做资产重组回溯调整，其包含快乐购、快乐阳光、天娱传媒、芒果影视、芒果娱乐等主体收入。

4.2 盈利能力持续向好，经营费率管控显著

- 作为率先实现盈利的互联网视频平台，公司整体盈利能力持续向好，经营费率较为稳定。公司在 1Q20 年实现归母净利润 4.8 亿元。同比增长了 14.8%。公司 2019 年实现归母净利润 11.56 亿元，同比增长 33.6%。2019 年，公司毛利率实现 33.7%，同比下降 3.31 pct。分业务拆分来看，因政府加强监管影响，部分内容上线不及时，内容制作 2019 年毛利率 26.8%，同比下降 13 pct。新媒体平台运营与媒体零售毛利率与上期保持相对稳定，分别为 39.6%和 26.8%。公司经营费率方面，1Q20 销售费用率下降趋势较明显，管理费用率和研发费用率较为稳定。费用管控显著。

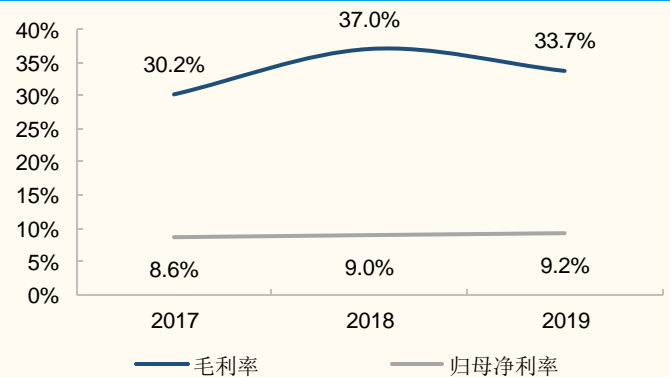
图表 39：芒果超媒 2017 年至 1Q20 归母净利润



来源：公司公告，国金证券研究所

注：2017 年数据已做资产重组回溯调整，其包含快乐购、快乐阳光、天娱传媒、芒果影视、芒果娱乐等主体归母净利润。

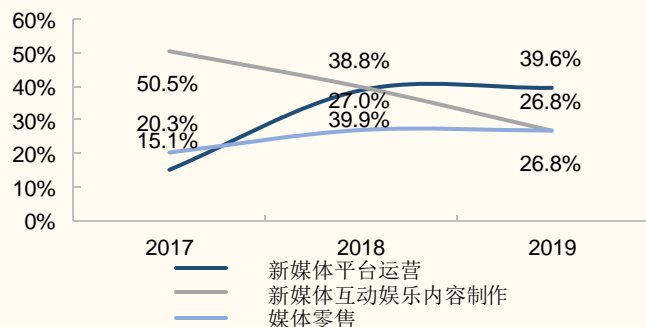
图表 40：芒果超媒 2017 年至 2019 毛利率和归母净利率



来源：公司公告，国金证券研究所

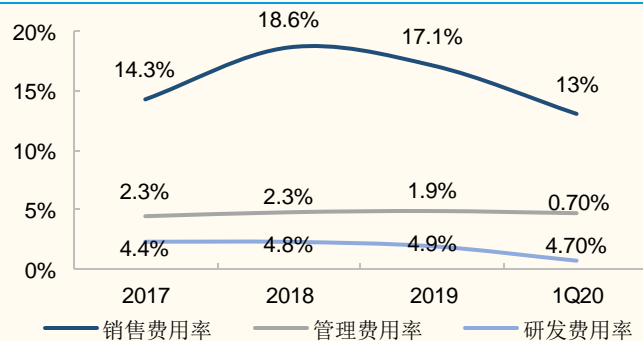
注：2017 年数据已做资产重组回溯调整，其包含快乐购、快乐阳光、天娱传媒、芒果影视、芒果娱乐等主体利润表科目。

图表 41：芒果超媒 2017 年至 2019 分业务毛利率



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 42：芒果超媒 2017 年至 1Q20 经营费率

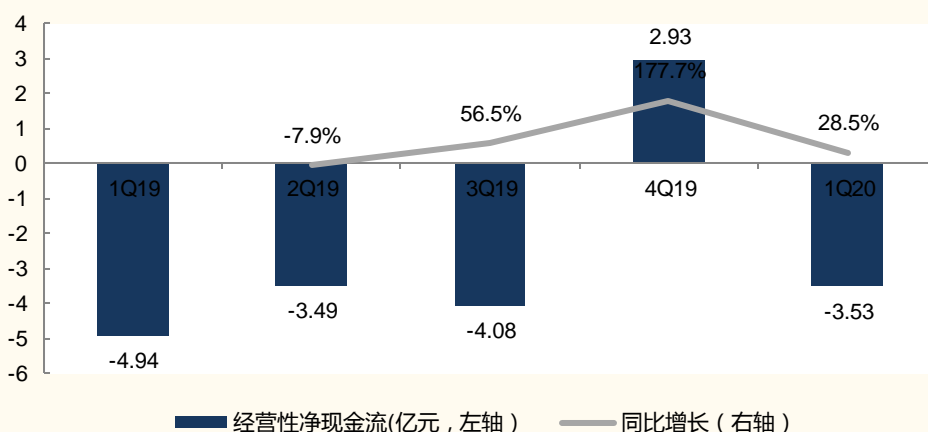


来源：公司公告，国金证券研究所

4.3 经营性现金流整体向好

- 公司 2019 年经营性净现金流转正，净流入 2.93 亿元。1Q20 经营性净现金流出 3.53 亿，相比 1Q19 净流出 4.9 亿，同比下降 28%，经营性现金流整体向好。

图表 43：芒果超媒 1Q19 年至 1Q20 经营性活动净现金流（亿元）



来源：国金证券研究所

5. 盈利预测

5.1 收入预测

- **关键假设：**①芒果 TV 的 MAU 预计持续稳定增长，因为现阶段 MAU 基数较小，伴随优质内容（剧集和综艺），尚有较大增长空间。②广告收入部分，芒果 TV 综艺内容质量优势仍然保持并预计持续进步，尤其是自制网综不断出新，软广植入不断深化。③会员收入部分，付费率预计进一步提升，单付费用户付费金额稳步提升。④运营商业务的覆盖面预计持续扩大，IPTV 和 OTT 基础包业务主要在湖南省内深化渗透，而增值包业务在省外覆盖面预计会持续扩大。
- 我们预计在 2Q20 至 4Q20，广告收入分别实现收入 12.14/8.05/9.97 亿元；会员收入分别实现收入 7.25/7.57/7.72 亿元；直播收入分别实现收入 0.05/0.05/0.05 亿元。我们预计伴随 IPTV 和 OTT 业务覆盖面持续扩大，在 2Q20 至 4Q20 运营商业务分别实现收入 5.95/6.20/6.50 亿元。我们预计公司在 2Q20 至 4Q20 整体营业收入分别实现 26.7/23.48/26.64 亿元。

图表 44：芒果超媒互联网视频业务收入拆分预测

亿元	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20
互联网视频	12.30	12.64	11.67	13.99	15.43	19.45	15.68	17.74
YoY					25.4%	53.9%	34.3%	26.8%
广告收入	8.50	8.49	6.96	9.56	8.64	12.14	8.05	9.97
YoY					1.7%	43.1%	15.7%	4.3%
会员收入	3.76	4.10	4.66	4.38	6.74	7.25	7.57	7.72
YoY					79.5%	76.8%	62.4%	76.3%
直播收入	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
运营商业务	2.80	2.85	4.76	6.04	5.85	5.95	6.20	6.50
YoY					108.9%	108.8%	30.3%	7.6%
内容运营服务	3.08	2.18	1.60	1.38	1.80	1.20	1.50	1.50
YoY					-41.6%	-45.0%	-6.3%	8.7%
其他	1.62	2.26	0.98	0.93	0.10	0.10	0.10	1.00
合计	19.81	19.93	19.01	22.34	23.18	26.70	23.48	26.74
YoY					17.0%	33.9%	23.5%	19.7%

来源：公司公告，国金证券研究所

5.2 毛利率预测

- **关键假设：**①由于互联网视频业务中，主要成本来自版权成本，随着艺人成本逐渐下降，其增速将有所放缓。②其他成本，如职工薪酬、技术成本等有小幅增长。
- 我们预计在 2020 年至 2021 年，互联网视频业务毛利率分别为 41.5%/41.8%；运营商业务毛利率分别为 62.0%/62.0%。我们预计公司整体毛利率在 2020 年至 2021 年分别为 41.3%/41.9%。

图表 45：芒果超媒毛利率预测分业务拆分

	2018	2019	2020E	2021E
新媒体平台运营	38.8%	39.6%	44.8%	44.8%
其中：互联网视频业务	31.8%	32.6%	41.5%	41.8%
运营商业务	62.5%	67.1%	62.0%	62.0%
新媒体互动娱乐内容制作	39.9%	26.8%	36.0%	36.0%
媒体零售	27.0%	26.8%	25.3%	25.3%
其他业务	51.1%	48.38	51.0%	51.0%

来源：公司公告，国金证券研究所

6. 投资建议与估值

- 我们预计公司 2020 年的归母净利润分别为 15.33 亿，对应 20 年 PE 65.8 倍。如果采用分部估值法，我们分别对芒果 TV（按 Netflix 目前的 PS 8.6 倍）、快乐购（按 3 倍 PS）按 PS 估值，将湖南卫视网端变现（30 倍 PE）、大屏部门（30 倍 PE）、内容制作按 PE 估值（25 倍 PE），预计芒果超媒 2020 年合理估值为 1300 亿。

7. 风险提示

- **政策监管风险。**广电总局对于综艺节目和影视剧的内容监管趋严，可能会导致公司视频网站内容延迟上线、不能播出或下架的风险。
- **付费会员规模增长可能不及预期。**受到宏观环境影响，公司广告业务可能不及预期。

- **公司 2018 年关联交易中关联销售占收入比例为 23.09%。**湖南卫视对公司的支持力度如果不及预期，可能会影响盈利能力。
- **存货减值及应收账款坏账风险。**公司在影视剧制作过程中，可能出现无法通过备案、无法取得制作许可证、制作完成后由于题材等问题无法取得发行许可证、取得发行许可证后无法播出等情况。若出现以上情况，公司的经营业绩可能会受到影响，造成一定的存货减值和应收账款坏账的风险。
- **限售股解禁风险。**2019 年 7 月 17 日，公司解除限售股份数量为 1.95 亿股，占公司股本总数的 18.7%；实际可上市流通数量为 1.83 亿股，占公司股本总数的 17.4%。2019 年 7 月 20 日，高新创投持有公司股份 2242 万股（其中 1277 万股处于质押状态），占公司总股本 2.1%。高新创投计划在 7 月 20 日起 15 个交易日后的六个月内通过集中竞价方式及在 7 月 20 日起 3 个交易日后的六个月内通过大宗交易方式减持公司股份合计不超过 2242 股，占公司总股本 2.1%。2019 年 7 月 25 日，公司解除限售股份的数量为 3460 万股，占公司股本总数的 3.3%；实际可上市流通数量为 3460 万股，占公司股本总数的 3.3%。2019 年 9 月 17 日，公司解除限售股份的数量为 1489 万股，占公司股本总数的 1.4%；实际可上市流通数量为 1403 万股，占公司股本总数的 1.3%。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	2,984	9,661	12,501	14,012	15,502	17,070
增长率		223.8%	29.4%	12.1%	10.6%	10.1%
主营业务成本	-2,306	-6,083	-8,285	-8,996	-9,805	-10,734
%销售收入	77.3%	63.0%	66.3%	64.2%	63.3%	62.9%
毛利	678	3,578	4,216	5,016	5,696	6,336
%销售收入	22.7%	37.0%	33.7%	35.8%	36.7%	37.1%
营业税金及附加	-14	-98	-96	-140	-155	-171
%销售收入	0.5%	1.0%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-526	-1,801	-2,141	-2,424	-2,744	-2,987
%销售收入	17.6%	18.6%	17.1%	17.3%	17.7%	17.5%
管理费用	-114	-462	-610	-701	-744	-768
%销售收入	3.8%	4.8%	4.9%	5.0%	4.8%	4.5%
研发费用	0	-221	-239	-336	-372	-410
%销售收入	0.0%	2.3%	1.9%	2.4%	2.4%	2.4%
息税前利润 (EBIT)	24	996	1,129	1,415	1,681	2,000
%销售收入	0.8%	10.3%	9.0%	10.1%	10.8%	11.7%
财务费用	31	24	37	89	106	126
%销售收入	-1.0%	-0.3%	-0.3%	-0.6%	-0.7%	-0.7%
资产减值损失	-1	-104	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	-1	0	0	0
投资收益	2	31	6	8	11	14
%税前利润	3.2%	3.3%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%
营业利润	62	977	1,178	1,589	1,886	2,237
营业利润率	2.1%	10.1%	9.4%	11.3%	12.2%	13.1%
营业外收支	4	-30	0	1	2	2
税前利润	66	947	1,178	1,590	1,888	2,239
利润率	2.2%	9.8%	9.4%	11.3%	12.2%	13.1%
所得税	-3	-19	-20	-32	-38	-45
所得税率	4.0%	2.1%	1.7%	2.0%	2.0%	2.0%
净利润	64	928	1,158	1,558	1,850	2,194
少数股东损益	-9	62	1	2	3	4
归属于母公司的净利润	73	866	1,156	1,557	1,847	2,190
净利率	2.4%	9.0%	9.2%	11.1%	11.9%	12.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	64	928	1,158	1,558	1,850	2,194
少数股东损益	-9	62	1	2	3	4
非现金支出	32	2,365	3,771	2,042	2,255	2,481
非经营收益	-15	-16	15	-2	-14	-18
营运资金变动	-141	-3,653	-4,703	-1,003	-380	-600
经营活动现金净流	-60	-377	242	2,595	3,711	4,058
资本开支	-28	-32	-156	-2,505	-2,843	-3,043
投资	12	-200	64	-118	0	0
其他	257	1,306	201	8	11	14
投资活动现金净流	241	1,074	109	-2,614	-2,832	-3,029
股权募资	5	5	1,988	0	0	0
债权募资	36	160	153	-350	-10	0
其他	-19	-285	-17	-11	0	0
筹资活动现金净流	22	-120	2,124	-361	-10	0
现金净流量	203	577	2,475	-380	868	1,029

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,105	2,526	5,064	4,684	5,552	6,581
应收账款	232	1,510	3,128	3,727	4,054	4,635
存货	74	2,215	1,916	2,218	2,418	2,647
其他流动资产	584	2,414	1,619	2,259	2,463	2,639
流动资产	1,995	8,665	11,728	12,888	14,487	16,502
%总资产	87.7%	71.5%	68.7%	68.9%	69.3%	70.3%
长期投资	77	312	217	217	217	217
固定资产	116	207	181	187	193	197
%总资产	5.1%	1.7%	1.1%	1.0%	0.9%	0.8%
无形资产	82	2,922	4,951	5,410	5,994	6,554
非流动资产	279	3,446	5,350	5,818	6,410	6,974
%总资产	12.3%	28.5%	31.3%	31.1%	30.7%	29.7%
资产总计	2,274	12,111	17,078	18,707	20,896	23,476
短期借款	36	196	360	10	0	0
应付款项	433	5,359	6,770	7,089	7,371	7,671
其他流动负债	82	625	806	907	973	1,056
流动负债	551	6,179	7,936	8,006	8,344	8,728
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	4	258	323	322	324	325
负债	555	6,437	8,258	8,328	8,668	9,053
普通股股东权益	1,679	5,639	8,784	10,340	12,188	14,378
其中：股本	401	990	1,780	1,780	1,780	1,780
未分配利润	518	923	2,080	3,636	5,484	7,674
少数股东权益	40	35	36	38	41	45
负债股东权益合计	2,274	12,111	17,078	18,707	20,896	23,476

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.181	0.874	0.649	0.874	1.038	1.230
每股净资产	4.187	5.696	4.934	5.808	6.846	8.076
每股经营现金净流	-0.150	-0.381	0.136	1.457	2.084	2.279
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	4.32%	15.35%	13.16%	15.05%	15.16%	15.23%
总资产收益率	3.19%	7.15%	6.77%	8.32%	8.84%	9.33%
投入资本收益率	1.29%	16.63%	12.09%	13.35%	13.47%	13.59%
增长率						
主营业务收入增长率	-7.32%	223.77%	29.40%	12.09%	10.63%	10.12%
EBIT增长率	N/A	4113.23%	13.34%	25.29%	18.82%	18.97%
净利润增长率	9.03%	1093.27%	33.59%	34.62%	18.69%	18.55%
总资产增长率	-2.72%	432.54%	41.01%	9.53%	11.71%	12.35%
资产管理能力						
应收账款周转天数	22.5	29.4	63.3	92.0	90.0	90.0
存货周转天数	13.9	68.7	91.0	90.0	90.0	90.0
应付账款周转天数	43.7	108.3	185.3	210.0	200.0	190.0
固定资产周转天数	14.1	7.8	5.3	4.9	4.5	4.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-62.18%	-41.07%	-53.33%	-45.03%	-45.40%	-45.63%
EBIT利息保障倍数	-0.8	-41.2	-30.9	-15.8	-15.9	-15.9
资产负债率	24.40%	53.15%	48.36%	44.52%	41.48%	38.56%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	17
增持	0	0	0	0	11
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.39

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-07-15	买入	38.86	46.20~46.20
2	2019-08-30	买入	41.98	51.80~51.80
3	2019-10-09	买入	26.40	32.00~32.00
4	2019-10-15	买入	26.30	32.00~32.00
5	2019-10-28	买入	27.98	33.40~33.40
6	2020-01-13	买入	39.10	48.52~48.52
7	2020-03-01	买入	44.07	52.88~52.88
8	2020-04-09	买入	41.42	51.43~51.43

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH