

# 芒果超媒 (300413)

证券研究报告  
2019年07月11日

## 顶尖自制，中移入局，与众不同逆势成长

湖南创新基因+产业链布局，芒果超媒形成难以复刻的 S 级娱乐产业生态。

芒果超媒以“芒果 TV”为核心，联动“芒果娱乐、芒果互娱、芒果影视、天娱传媒、快乐购”等，在平台、内容、零售层面实现产业共振。传承但又不依赖实际控制人湖南台，双方在节目资源、广告招商、人才资源等方面的深度合作，形成了难以复刻的 S 级娱乐产业生态。

芒果 TV 差异化定位，重视盈利不烧钱，以综艺内容突出，约 70% 用户为女性。从最新数据看，芒果 TV MAU (19Q1, Questmobile) 达到 1.1 亿；付费会员 (19Q1) 增至 1331 万，相较于 18 年底增长 24%；广告 (18Q4) 收入超过了 24 亿，同比增长超 81%，运营指标突出。

定增顺利落地，中国移动成为第二大股东，5G 下业务合作期待火花。

2019 年 6 月，中国移动以 16 亿认购 4581 万股芒果超媒定增 (定增价 34.93 元/股)，中国移动持股比例为 4.37%，成为芒果超媒第二大股东。在中国移动积极布局 5G 的背景下，双方有望在流量经营、宽带业务、内容运营 (6 月 27 日与咪咕已经签订战略合作框架) 等众多方面，形成战略协同。

精尖综艺自制能力驱动平台增长，芒果成长模式与众不同。

从平台的竞争优势看，芒果 TV 的综艺自制能力成为其“核心武器”。芒果 TV 拥有强于 BAT 的综艺自制能力，其现有十余个自制团队，加上湖南台三十余个团队，形成完备综艺自制梯队。影视剧方面，公司结合综艺人才管理经验，2019 年自有+外部影视工作室有望达 15 个，并推出超芒计划建立开放生态。

从广告和会员看：1) 芒果 TV 广告有 80% 来自内容营销，随着自制综艺品牌溢价，有望给芒果 TV 带来高于流量增长的广告收入。2) 会员方面，爱奇艺、腾讯相较于 MAU 的付费率在 17% 左右，芒果 TV 在 11%，伴随综艺与影视内容升级，芒果付费会员有着较大提升空间。

芒果 TV 已完成自制综艺与品牌广告良性盈利循环，定增完成后，我们看好综艺外影视品类升级，以及中移等战略级渠道协同，在视频监管趋严环境中反而能逆势扩张。

### 投资建议

我们预计 19~21 年公司归母净利润 11.24/14.95/18.09 亿，同比增速为 29.85%/33.05%/20.94%，对应 19~21 年 PE 为 34/26/21x。我们采用分部估值法进行估值 (详见正文)，得到芒果超媒合计估值应为 490 亿，对应股价为 46.79 元，短期解禁造成的压力不影响公司内在价值，我们予以买入评级。

风险提示：解禁压力，会员与广告发展不及预期，内容监管影响超预期

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,983.76	9,660.66	12,218.99	14,128.48	15,477.82
增长率(%)	(7.32)	223.77	26.48	15.63	9.55
EBITDA(百万元)	46.37	3,384.41	4,074.30	5,494.10	6,679.06
净利润(百万元)	72.54	865.57	1,123.93	1,495.43	1,808.52
增长率(%)	9.03	1,093.27	29.85	33.05	20.94
EPS(元/股)	0.07	0.83	1.07	1.43	1.73
市盈率(P/E)	529.15	44.34	34.15	25.67	21.22
市净率(P/B)	22.86	6.81	4.41	3.79	3.24
市销率(P/S)	12.86	3.97	3.14	2.72	2.48
EV/EBITDA	233.79	10.10	8.55	6.32	5.19

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	传媒/互联网传媒
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	37.72 元
目标价格	46.79 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,047.28
流通 A 股股本(百万股)	205.68
A 股总市值(百万元)	39,503.44
流通 A 股市值(百万元)	7,758.20
每股净资产(元)	6.12
资产负债率(%)	53.61
一年内最高/最低(元)	50.85/27.38

### 作者

文浩	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516050002	
wenhao@tfzq.com	
宋雨翔	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518080006	
songyuxiang@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《快乐购-首次覆盖报告:整合芒果系资产,渠道内容共振打造芒果媒体生态》2017-11-23

## 内容目录

<b>1. 概览：秉承电视湘军强大内容基因，造就 A 股稀缺视频平台</b> .....	<b>6</b>
1.1. 简介与沿革：湖南广电蕴育十余载，芒果系优质资产协同共振.....	6
1.2. 股东及高管：湖南台系实际控制人，业务协同，生态共生.....	7
1.2.1. 湖南电视台为实际控制人，全方位支持上市公司发展.....	7
1.2.2. 组织架构迅速调整，资深高管保驾护航.....	8
1.3. 引入中国移动等战投，联手运营商布局未来.....	9
1.4. 财务分析：公司平台属性加强，无财务压力，无商誉.....	10
1.4.1. 业绩高速增长，新媒体平台毛利率快速提升，平台属性加强.....	10
1.4.2. 业绩承诺：收购公司业绩承诺整体超预期完成.....	11
1.4.3. 其他：公司现金流获定增支持，应收账款小且质量较高，无商誉.....	12
<b>2. 行业比较：芒果综艺流量名列前茅，会员渗透尚处低位</b> .....	<b>13</b>
2.1. 综合：用户数据位列行业第四，2018 网络综艺流量表现突出.....	13
2.1.1. 用户格局：电视台流量继续呈现流出态势，芒果 TV 位列网络视频第四.....	13
2.1.2. 流量格局：电视剧占六成，综艺占比有所上升，芒果表现突出.....	15
2.1.3. 规模与空间：付费会员成为行业核心驱动力.....	16
2.2. 会员：芒果会员渗透率较行业偏低，具备潜力.....	16
2.2.1. 国内视频付费会员与美国比较：整体渗透率还有提高空间.....	16
2.2.2. 国内视频网站比较：芒果付费会员渗透率偏低，会员运营呈现跨界趋势.....	17
2.3. 政策：制作成本下降利好，但需应对审核变化.....	20
<b>3. 芒果超媒生态：以平台为核心，围绕布局泛娱乐</b> .....	<b>21</b>
3.1. 新媒体平台：一云多屏，综艺为王，传递青春正能量.....	21
3.1.1. 广告：2019 品牌植入大幅增长，《女儿们的恋爱》植入品牌数网综第一.....	22
3.1.2. 用户：女性为特质的用户画像，推行“1+9”超能量会员权益矩阵.....	25
3.1.3. OTT/IPTV：稀缺牌照优势，布局家庭场景流量入口.....	26
3.2. 泛娱乐：全产业链布局，打通娱乐产业上下游.....	28
3.2.1. 艺人供给：天娱传媒围绕一线明星资源，以内容放大效益.....	28
3.2.2. 内容输出：芒果娱乐&芒果影视，广布优质内容.....	29
3.2.3. 衍生：芒果互娱&快乐购，延展触角，涉足游戏与零售.....	30
<b>4. 区别烧钱模式，芒果打造内容为核心的升级模式</b> .....	<b>31</b>
4.1. 与爱奇艺财务数据比较：芒果内容成本优势显著.....	31
4.2. 综艺逆势实现高度自制，培育综 N 代，形成平台核心内容供给.....	32
4.2.1. 综艺高度自制，平台自制综艺 18 年播放量同比增长 260%+.....	32
4.2.2. 19 年头部综艺表现不输腾讯，独播综艺占比高.....	33
4.2.3. 打造综艺 IP，形成综 N 代.....	35
4.3. 2019 综艺招商分析：多元素开拓综艺新标杆，全面挖掘类型价值.....	36
4.4. 自制团队分析：稳定的精尖综艺团队，造就核心竞争力.....	37
4.5. 股东协同：联动但不依赖湖南卫视优质节目版权.....	38
4.5.1. 湖南台予以所有版权资源，使得芒果版权投入具备高性价比。.....	38

4.5.2. 会计政策合理调整 .....	39
4.6. 影视分析：片单持续升级，打造影视自制团队 .....	40
4.7. 超芒计划：分账网大、网剧丰富内容生态，打造开放平台 .....	42
<b>5. 盈利预测与估值 .....</b>	<b>44</b>
5.1. 盈利预测 .....	44
5.2. 估值 .....	44

## 图表目录

图 1：芒果超媒业务发展布局 .....	6
图 2：湖南台、快乐购和快乐阳光历史沿革 .....	7
图 3：芒果超媒股权结构（增发后） .....	8
图 4：芒果超媒与湖南台共生长 .....	8
图 5：2015-2018 年中国移动宽带和魔百和用户数（万人） .....	9
图 6：芒果超媒营业总收入及同比增速 .....	10
图 7：芒果超媒归母净利润及同比增速 .....	10
图 9：芒果超媒三项费用率 .....	11
图 10：芒果超媒各子公司 2015-2018 营业收入（亿元） .....	12
图 11：芒果超媒各子公司 2015-2018 净利润（亿元） .....	12
图 12：公司经营性现金流 .....	13
图 13：公司现金流情况 .....	13
图 14：TOP5 省级卫视收视率（%）CSM52 城 .....	14
图 15：2016/01~2019/03 月活跃用户数(亿人) .....	14
图 16：2018/01~2019/03 月人均单日使用时长(分钟) .....	15
图 17：2017-2018 年全网各类型节目点击量占比 .....	15
图 18：2018 年纯网综艺各视频网站视频点击量占比 .....	16
图 19：2013-2020 年中国在线视频行业收入规模及预测 .....	16
图 20：2012-2020 年中国在线视频行业各业务营收占比 .....	16
图 21：主要视频平台月活付费率 .....	18
图 22：亚马逊美国会员数量（百万） .....	19
图 23：亚马逊美国会员订阅会员服务的原因（2018） .....	19
图 24：近年国家对综艺领域的政策调控分析 .....	21
图 25：芒果 TV 广告收入（单位：亿） .....	22
图 26：2019 年 1~4 月网综各平台植入节目数同比 .....	23
图 27：2019 年 1~4 月网综各平台植入品牌数同比 .....	23
图 28：2019 年 1~4 月电视综艺网络综艺大权益分布 .....	23
图 29：2019 年 1~4 月电视综艺网络综艺小权益分布 .....	23
图 30：芒果 TV 硬广刊例价及同行对比（元/CPM） .....	24
图 31：芒果 TV 硬广广告位 .....	24

图 32: 2017-2019Q1 芒果 TV 付费会员数 (万人)	25
图 33: 2018 年芒果 TV 用户特性	26
图 34: 2018 年 6 月视频网站男女用户比例	26
图 35: 2018 年 6 月视频网站用户年龄占比	26
图 36: 2013-2018 年 6 月湖南 IPTV 平台用户数量	27
图 37: 2019 年 3 月头部平台 OTT 端用户覆盖规模	28
图 38: 芒果互娱业务模式	30
图 39: 2015-2018 芒果 TV 与爱奇艺内容成本情况 (单位: 亿)	31
图 40: 2015-2018 芒果 TV 与爱奇艺内容成本相较于总营收的比重	31
图 41: 芒果互联网视频收入及增速	32
图 42: 芒果互联网视频毛利率	32
图 43: 新媒体平台 (快乐阳光) 2018 业务收入占比	32
图 44: 新媒体平台 (快乐阳光) 2018 业务毛利润占比	32
图 45: 2017-2018 视频网站参与出品的网络综艺情况	33
图 46: 腾讯、芒果头部综艺流量表现	34
图 47: 2018 年视频网站综 N 代	35
图 48: 2018 年全网电视剧视频点击量来源占比	40
表 1: 芒果超媒业务划分	6
表 2: 芒果超媒高管团队	8
表 3: 2018 年收入情况 (按主营业务划分)	10
表 4: 子公司 2018 年对赌完成情况 (亿)	12
表 5: 2018 年年末公司应收账款账龄 (单位: 百万)	13
表 6: 中外视频网站渗透率对比 (万, 标黄部分为估算数字)	17
表 7: 美国主流媒体会员价格 (美元/月)	17
表 8: 主要视频平台的付费用户 (万) 和月活付费率 (%)	18
表 9: 当前各大平台会员体系的对比 (元, 以网页价格为参考)	18
表 10: 阿里 88 会员与京东 PLUS 会员对比	20
表 11: 明星薪酬限制的相关政策	20
表 12: 芒果 TV 主旋律内容	21
表 13: 新媒体唯一运营主体 “快乐阳光” 业务构成	22
表 14: 快乐阳光在 OTT、IPTV 业务上的优势	26
表 15: 快乐阳光 OTT、IPTV 业务盈利模式	27
表 16: 互联网电视七家牌照商特点及合作伙伴	28
表 17: 天娱传媒梯级艺人储备	29
表 18: 2018-2019 天娱传媒影视剧集储备 (投资额: 亿, 单集售价: 万)	29
表 19: 芒果娱乐 2018-2019 预计上线剧集片单	30
表 20: 2017、2018 芒果自制综艺表现	33
表 21: 2018 年综艺网络播放前十	34

表 22: 芒果 TV 头部综艺播出数量 .....	35
表 23: 《明星大侦探》前四季基本信息 .....	35
表 24: 芒果 TV2019 招商综艺 (标黄部分是在 2019 年 5 月招商中披露的项目, 根据实际情况删除了部分项目) .....	36
表 25: 优爱腾芒 2018 年末披露的综艺片单 (爱奇艺片单剔除了 18Q3 开播综艺后统计) .....	37
表 26: 湖南卫视十二大授牌工作室及其代表作品 .....	37
表 27: 湖南台节目团队管理体制 .....	38
表 28: 芒果系输出了国内核心综艺人才 .....	38
表 29: 芒果 TV 未来内容开支计划 (单位: 亿) .....	38
表 30: TOP10 湖南台版权分销情况 (18 年末披露, 单位: 亿) .....	39
表 31: 快乐阳光摊销政策变更 .....	39
表 32: 同行业可比上市公司影视版权类无形资产摊销政策 .....	40
表 33: 摊销政策变更对报告期内财务报表的影响 (单位: 亿) .....	40
表 34: 2019 芒果 TV 剧目储备 (网台剧标黄为独播) .....	41
表 35: 快乐阳光影视剧项目储备 .....	42
表 36: 《芒起来》发布会披露芒果 TV 将开放的热门 IP .....	43
表 37: 超芒计划网络电影分账规则 .....	43
表 38: 超芒计划网剧分账规则 .....	43
表 39: 可比公司估值 (20190710) .....	45

## 1. 概览：秉承电视湘军强大内容基因，造就 A 股稀缺视频平台

### 1.1. 简介与沿革：湖南广电蕴育十余载，芒果系优质资产协同共振

快乐购成立于 2005 年，由湖南台和湖南广播影视集团共同出资设立。2015 年 1 月 21 日，快乐购在深圳证券交易所上市。2017 年 4 月，快乐购启动重大资产重组，于 2018 年 6 月 21 日正式完成收购，湖南广电旗下 快乐阳光、芒果娱乐、芒果互娱、芒果影视、天娱传媒 五家公司整体以全股份支付形式，作价 115 亿打包注入快乐购。

2019 年 5 月，公司公告，注入资产的配套 20 亿定增，以 34.93 元/股发行，锁定一年，认购方为中移资本（约 16 亿）、中国人寿（约 4 亿）。按照前期规划约 15 亿投入版权库扩建，其余投入云存储及多屏播出平台等项目。我们认为，定增顺利实施，增添了公司现金流，为中长期发展提供帮助，同时中移资本的进入，预示了咪咕和芒果 TV 间的业务合作将更加紧密，同时在流量经营、家庭宽带（IPTV）、内容运营等方面双方具备协同。

业务重组后，芒果超媒的业务重新划分为新媒体运营业务、新媒体互动娱乐内容制作和媒体零售三部分。三大业务涵盖了丰富的 视频及电商产业链资源，以及 影视剧、综艺节目、音乐、游戏及 IP 内容互动营销 等众多内容制作及运营主体，打造集 流媒体内容、新媒体平台及媒体零售 一体共生的独具特色的芒果媒体生态，最终实现 融合媒体平台+精准用户+广告客户 深度耦合、同频共振的产业发展格局。

表 1：芒果超媒业务划分

主营业务	业务细分	盈利方式	最新业务情况说明
新媒体平台运营	互联网视频业务	广告收入、会员服务	2018 年，广告和会员收入大幅增长，平台属性增强，实现营收 32.24 亿元，比去年同期增长 86.05%，毛利率 31.80%，比去年同期增加 32.94 个百分点。
	运营商业业务	运营商收入分成	18 年实现营收 9.56 亿元，同比增长 56.44%，毛利率 62.47%，同比增加 1.20 个百分点。
新媒体互动娱乐内容制作	内容制作和运营	内容版权，节目销售	18 年营收 32.49 亿元，比去年同期增长 11.88%，营收占比 33.63%，同比减少 1.48 个百分点；毛利率 39.85%，同比减少 10.64 个百分点。项目之间差异是毛利率波动的主要原因。
	艺人经纪业务	艺人佣金、音乐版权	
	游戏及 IP 内容互动营销业务	道具消费，产品销售	
媒体零售	家庭消费业务	产品销售，广告等	18 年实现营收 19.90 亿元，比去年同期减少 29.74%，营收占比 20.60%，同比下降 13.64 个百分点；毛利率 26.99%，同比增加 6.70 个百分点。
	社交电商业业务	产品销售，广告等	
	消费金融业务	场景金融服务	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 1：芒果超媒业务发展布局

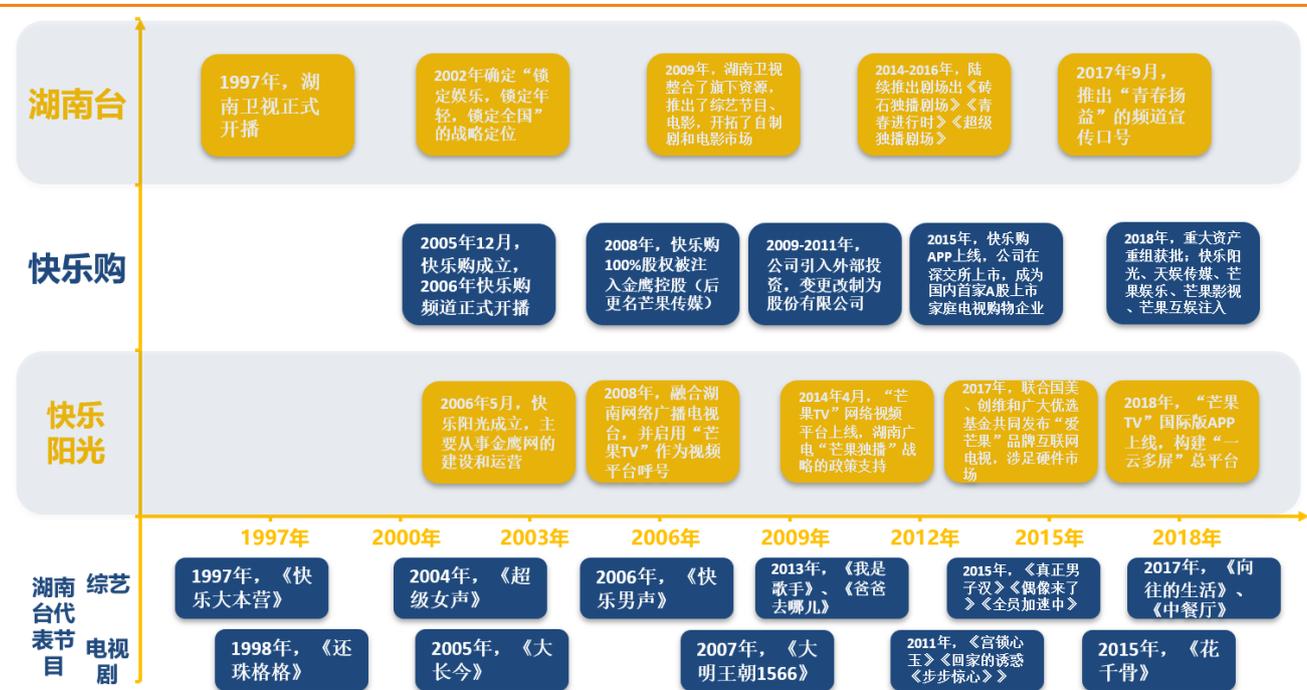


资料来源：公司公告，天风证券研究所

上市公司及芒果 TV 与湖南卫视发展历史大致可分为三个阶段：

- **第一阶段在 1997 年至 2005 年，湖南卫视名声崛起；湖南卫视定位年轻、娱乐和全国战略，**其 1997 年的《快乐大本营》，1998 年开播的《还珠格格》和 2004 年的《超级女声》等都是当时国内收视率排行榜榜首；
- **第二阶段在 2006 年至 2017 年，电视购物推动公司上市，芒果 TV 掘金新媒体平台；**快乐购于 2006 年正式开播，正式进入家庭电视购物行业，收入大幅增长，2015 年快乐购在深交所成功上市；快乐阳光于 2006 年成立，2014 年上线“芒果 TV”网络视频平台，获得湖南广电“芒果独播”战略的政策支持；湖南卫视在此期间热剧层出不穷，屡屡呈现广受观众喜爱的热门综艺和电视剧，包括《快乐男声》、《爸爸去哪儿》、《大明王朝》等；
- **第三阶段从 2017 年至今，上市公司资产整合，芒果生态融合发展；**2017 年 4 月快乐购公司启动重大资产重组，上市公司业务范围也从电视购物为主向在线媒体播放、影视剧制作、游戏制作、艺人管理等多项业务延伸，重点打造以芒果平台为核心的传媒生态系统。

图 2：湖南台、快乐购和快乐阳光历史沿革



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 1.2. 股东及高管：湖南台系实际控制人，业务协同，生态共生

### 1.2.1. 湖南电视台为实际控制人，全方位支持上市公司发展

当前，芒果超媒实际控制人为湖南电视台，通过芒果传媒股份有限公司持股 64.20%。据美兰德数据显示，2018 年湖南卫视在中国大陆地区用户规模首度突破 12 亿，全国覆盖人口达 12.2 亿人，覆盖率达 92.3%，位列省级卫视第一。自 97 年湖南卫视上星后，在兼顾正能量的价值使命的同时，先后推出了《快乐大本营》等综艺、《还珠格格》等电视剧，“快乐中国”品牌深入人心，拳头内容奠定了在国内强势的观众基础。

图 3：芒果超媒股权结构（增发后）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

芒果超媒业务获得了来自于湖南台的诸多支持。如芒果 TV（快乐阳光）得到湖南台节目版权授权、授权了 IPTV 业务的展开等；天娱传媒、芒果娱乐、芒果影视、芒果互娱围绕湖南台选秀艺人、影视综艺开发、定制栏目剧、IP 游戏化等多个维度实现业务协同。

图 4：芒果超媒与湖南台共生长



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 1.2.2. 组织架构迅速调整，资深高管保驾护航

重组后的芒果超媒，迅速调整了组织架构，新的领导班子已经履新，公司具备一批实干经验丰富的高管团队，均曾在湖南广电“电视湘军”任要职。

表 2：芒果超媒高管团队

姓名	职务	简介
张华立	董事长，董事	张先生是公司现任董事长，曾任湖南娱乐频道总监，湖南电视台总编辑，卫视频道总监，湖南广播影视集团副总经理、总经理。
蔡怀军	总经理	蔡先生于 2018 年 8 月起任公司总经理，曾任职于湖南经济电视台，湖南电视台计财部，芒果传媒改制上市办公室，湖南广播电视台财务部，2014-2017 年 3 月任芒果传媒战略投资部部长，2017 年 4 月-2018 年任芒果传媒副总经理，快乐阳光互动娱乐总经理。
张勇	董事	1984 年 4 月至今，历任湖南电视台娱乐频道副总监，湖南广播影视集团节目营销中心主任，湖南电视台台长助理兼生产调度中心主任；2008 年 10 月开始兼任上海天娱传媒有限公司董事长；2010 年 5 月至 2011 年 5 月任快乐购物有限责任公司董事；自 2011 年 5 月起任快乐购物股份有限公司董事；张勇先生现任芒果传媒有限公司总经理，上海天娱传媒有限公司董事长，湖南快乐阳光互动传媒有限公司董事和易泽资本管理有限公司董事。
何瑾	副总经理	何女士于 2018 年 8 月起任公司副总经理，曾任湖南经济电视台经视文化传播有限公司总经理、副总经理；2012-2015 年任湖南经视文化传播有限公司总经理，2015 年 6 月任芒果影视

		总经理。
王柯	副总经理	王先生于 2018 年 8 月起任公司副总经理，曾任职于湖南文体频道，湖南电视台娱乐频道，2005 年 4 月起先后任天娱传媒发展部总监、副总经理，2014 年 7 月起任职于芒果娱乐，2017 年 8 月起任芒果娱乐总经理。
肖宁	副总经理	肖女士于 2018 年 8 月起任公司副总经理，曾任职于湖南省湘剧院，湖南经济电视台总编室，湖南广播影视集团节目营销中心，湖南广播电视台卫星频道总编室，节目交易管理中心，2017 年 5 月起任天娱传媒董事、总经理。
郑华平	副总经理	郑先生于 2018 年 8 月起任公司副总经理，曾任职于湖南电视台新闻中心，金鹰卡通频道，总编室，湖南广播电视台节目交易管理中心，2014 年起先后任芒果互娱总经理、董事长、快乐阳光副总经理。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 1.3. 引入中国移动等战投，联手运营商布局未来

2019 年 6 月，芒果超媒以非公开发行方式向中国人寿和中移资本（中国移动全资子公司）发行股票募集配套资金，中国移动和中国人寿分别以现金形式认购 4581 万股和 1145 万股，金额为 16 亿元和 4 亿元。本次定增完成后中国移动持股比例为 4.37%，成为芒果超媒第二大股东。6 月 27 日，公司与咪咕文化科技有限公司签署《战略合作协议》，双方决定在基础电信业务、优质版权内容、5G 领域、家庭产品、海外拓展、战略投资和其他增量业务等方面进行全面战略合作

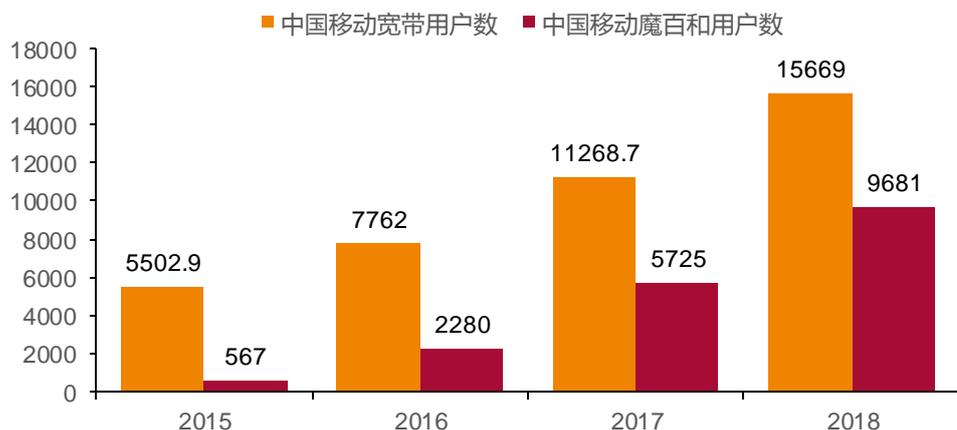
**定增资金用途：**本次定增资金中 15 亿将用于芒果 TV 版权库扩建项目，确保不断充实 IP 版权储备，另外 5 亿资金将用于芒果 TV 云存储及多屏播出平台项目。

面对互联网技术快速迭代和 5G 时代即将来临的挑战和机遇，公司将进一步保持对前沿技术和在其基础之上所产生的各类内容产品的创新研发，进一步确保公司在未来技术竞争中保持自身独特优势。同时，本次募集配套资金之非公开发行股票募集资金到位后，公司的总资产及净资产将相应增加，公司的资金实力、抗风险能力和后续融资能力将得以提升。

**芒果超媒内容制作能力强，综艺内容优势突出，与中国移动在流量经营、宽带业务、内容运营尤其是与咪咕公司的内容合作等方面，具有很强的业务互补和战略协同价值。**就芒果超媒而言，主要协同价值体现在：

- **海量流量资源的补充：**中国移动拥有 7.2 亿 4G 用户，1.57 亿宽带用户和 9681 万魔百和用户，海量的用户流量和用户数据，以及用户管理经验，对芒果 TV 的大屏（IPTV）、小屏（咪咕）的业务协同都带来想象空间。
- **5G 时代下，内容与平台合作：**2019 年 6 月 6 日，工信部正式向中国移动、中国联通、中国电信、中国广电四家运营商发放了 5G 牌照。芒果具备内容优势，有着精准的年轻用户平台，在 5G 时代双方有望产生新的火花。

图 5：2015-2018 年中国移动宽带和魔百和用户数（万人）



资料来源：中移动公告，天风证券研究所

## 1.4. 财务分析：公司平台属性加强，无财务压力，无商誉

### 1.4.1. 业绩高速增长，新媒体平台毛利率快速提升，平台属性加强

经过资产重组，快乐阳光等公司于 18 年 6 月 30 日实现并表，从会计处理上，2018 年合并子公司合并日前实现的净利润计入非经常性损益，合并日后开始计入经常损益。

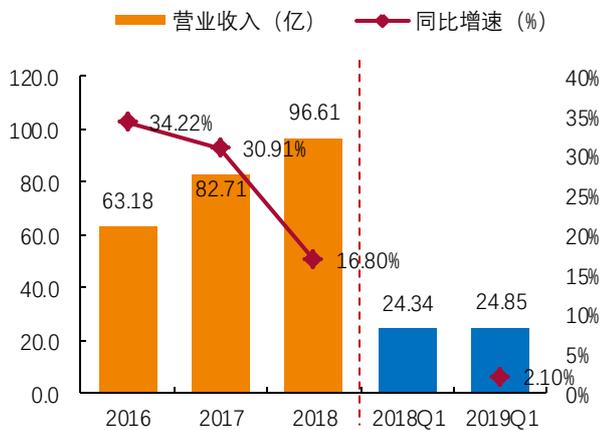
为了更好的还原芒果超媒的业绩表现，采用 2017、2018 年报中披露的历年备考财务数据，体现公司业绩在备考维度的变化趋势。

从整体看：

芒果超媒 2018 年实现营收 96.61 亿元，同比增长 16.80%；归属于上市公司股东净利润 8.66 亿元，同比增长 21.03%，符合预期。扣非后归母净利润为 2.88 亿，同比增长 518.82%，由于并表时间原因，会计处理上将快乐阳光等上半年的收益计入投资收益，故扣非利润较小。

芒果超媒 19Q1 实现营收 24.85 亿元，同比增长 2.10%。归母净利润 4.18 亿元，同比增长 23.99%。扣非后归母净利润为 4.12 亿元，同比增长 4945.41%，同样系会计因素导致。

图 6：芒果超媒营业总收入及同比增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：芒果超媒归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2018 年，新媒体平台运营收入约占总收入 43.27%，同比增长 14.92 个百分点，是当前核心的收入来源。公司新媒体平台运营实现营收 41.80 亿元，比去年同期增长 78.33%，毛利率 38.82%，比去年同期增加 23.69 个百分点。其中：

- 互联网视频业务实现营收 32.24 亿元，比去年同期增长 86.05%，毛利率 31.80%，比去年同期增加 32.94 个百分点；
- 运营业务实现营收 9.56 亿元，比去年同期增长 56.44%，毛利率 62.47%，比去年同期增加 1.20 个百分点。

新媒体互动娱乐内容制作业务实现营收 32.49 亿元，比去年同期增长 11.88%，营收占比 33.63%，同比减少 1.48 个百分点，毛利率 39.85%，比去年同期减少 10.64 个百分点。

媒体零售业务实现营收 19.90 亿元，比去年同期减少 29.74%，营收占比 20.60%，同比下降 13.64 个百分点，毛利率 26.99%，比去年同期增加 6.70 个百分点。

表 3：2018 年收入情况（按主营业务划分）

分产品或服务	营业收入 (亿元)	毛利率	营业收入同比增减	毛利率变动百分点
新媒体平台运营	41.80	38.82%	78.33%	23.69
其中：互联网视频业务	32.24	31.80%	86.05%	32.94
运营业务	9.56	62.47%	56.44%	1.2
新媒体互动娱乐内容制作	32.49	39.85%	11.88%	-10.64

媒体零售	19.90	26.99%	-29.74%	6.7
其他	2.42	51.08%	26.68%	-1.84

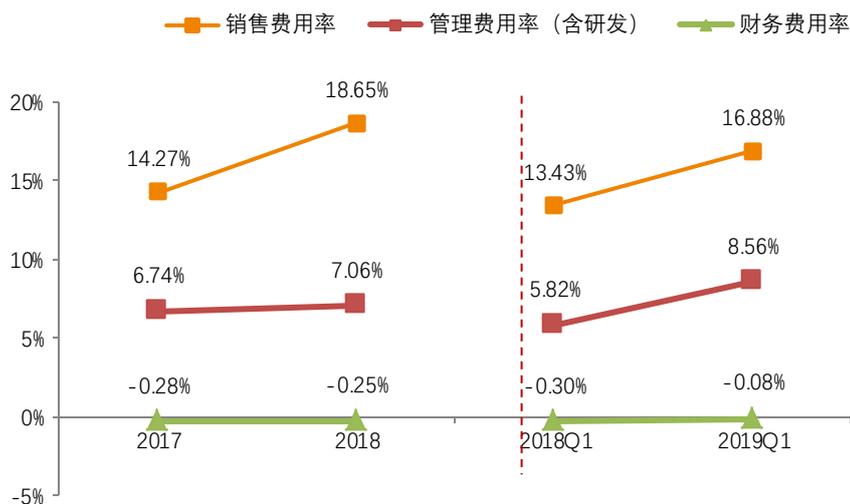
资料来源：公司公告，天风证券研究所

**得益于平台盈利能力改善，毛利率增长明显。**2019Q1，公司整体毛利率为 44.17%，同比上升 9.49pcpts，相比 2018 毛利率 37.04%，亦有明显提高，主要由于媒体平台业务收入提高呈现一定规模效应。

**公司三费率稳中有升。**具体看 19Q1：

- 销售费用率，2019Q1 销售费用率 16.88%，同比上升 3.45pcpts，主要原因为随节目投放量和广告收入上升，宣传推广费和广告代理费相应增加，以及加大了市场推广和营销团队激励力度；
- 管理费用（含研发费用）率由 5.82% 升至 8.56% 左右，主要系报告期内研发项目增加，研发人员薪酬和研发配套资源的大力投入所致；
- 财务费用率较为稳定且为负，说明公司无负债压力。

图 8：芒果超媒三项费用率



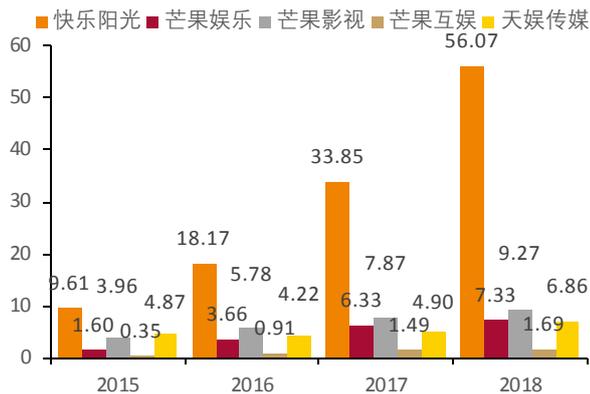
资料来源：公司公告，天风证券研究所

#### 1.4.2. 业绩承诺：收购公司业绩承诺整体超预期完成

快乐阳光等 5 家标的子公司，2016-2018 年营业收入快速增长，其中，快乐阳光 2018 年营收 56.07 亿元，同比增长约 65.63%，2016-2018CAGR 为 75.66%，占五家子公司总营收 67.30%；天娱传媒、芒果影视、芒果娱乐和芒果互娱，2016-2018 年 CAGR 分别为 27.52%、26.62%、41.48%、36.19%。

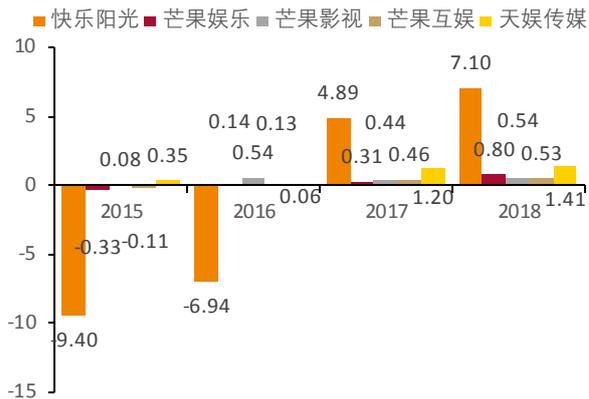
2015-2018 年，快乐阳光、芒果互娱和芒果娱乐净利润由负转正，2017 年起五家子公司均实现正盈利，其中快乐阳光、芒果互娱和芒果娱乐净利润连续 3 年增长；2018 年，快乐阳光净利润为 7.10 亿，同比增长 45.19%；芒果娱乐、芒果影视、芒果互娱和天娱传媒净利润分别为 0.80 亿，0.54 亿，0.53 亿和 1.41 亿。

图 9：芒果超媒各子公司 2015-2018 营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10：芒果超媒各子公司 2015-2018 净利润（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

根据芒果超媒公布的业绩承诺，包括快乐阳光在内的五家标的公司承诺，2017-2020 年扣除非经常性损失后归属于母公司所有者的净利润分别为 5.22 亿元、8.75 亿元、10.93 亿元、14.95 亿元，总额达 39.86 亿元，2018-2020 的 CAGR 达 31%。

2018 年，5 家标的公司均完成了业绩承诺，其中快乐阳光的完成率为 105%，芒果互娱的完成率为 104%，天娱传媒的完成率为 671%，芒果影视的完成率为 110%，芒果娱乐的完成率为 107%。

表 4：子公司 2018 年对赌完成情况（亿）

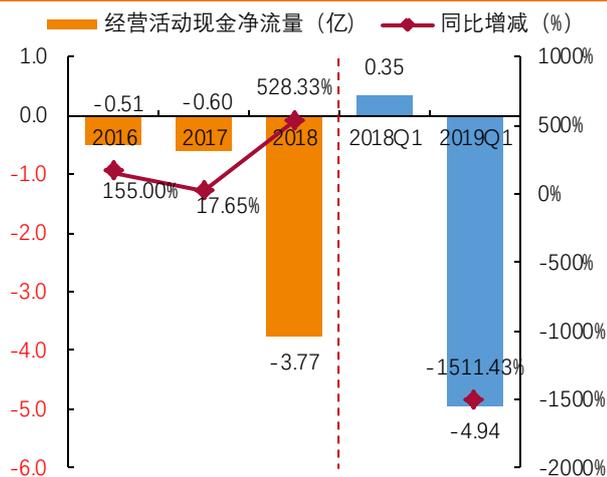
标的公司	18 年实现净利润	18 承诺业绩	18 业绩完成	19 承诺业绩	20 承诺业绩
快乐阳光	7.1	6.79	104.57%	9.1	12.94
天娱传媒	1.41	0.21	671.43%	0.25	0.28
芒果影视	0.54	0.49	110.20%	0.45	0.47
芒果娱乐	0.8	0.75	106.67%	0.64	0.75
芒果互娱	0.53	0.51	103.92%	0.49	0.51
合计	10.38	8.75	118.63%	10.93	14.95

资料来源：公司公告，天风证券研究所

#### 1.4.3. 其他：公司现金流获定增支持，应收账款小且质量较高，无商誉

**从现金流看：**2019Q1，公司经营活动产生的净现金流为-4.94 亿，较去年同期由正转负，主要原因是支付营销费用支出和职工薪酬增加。公司连续三年经营性现金流持续为负，主要是由于版权采购支出、营销费用和职工薪酬支出规模较大。定增完成会带来强力的现金流保障，为公司持续扩张提供长期支持。

图 11: 公司经营性现金流 (亿)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 12: 公司现金流情况 (亿)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

从公司应收款项: 2018 年年末公司 91.45% 的应收账款账龄在一年以内, 账龄结构合理。

表 5: 2018 年年末公司应收账款账龄 (单位: 百万)

账龄	应收账款	坏账准备	计提比例
1 年以内小计	1124.11	47.96	4.27%
1 至 2 年	42.88	3.26	7.61%
2 至 3 年	60.40	6.39	10.58%
3 至 4 年	1.23	0.37	30.00%
4 至 5 年	0.60	0.60	100.00%
合计	1229.22	58.58	4.77%

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

**商誉:** 公司商誉为 0, 快乐阳光等并购系主要股东芒果传媒同一控制下的合并, 被收购公司系同一实际控制人控制的关联方, 根据会计处理原则, 不产生商誉, 公允价值与账面价值之差冲抵资本公积。

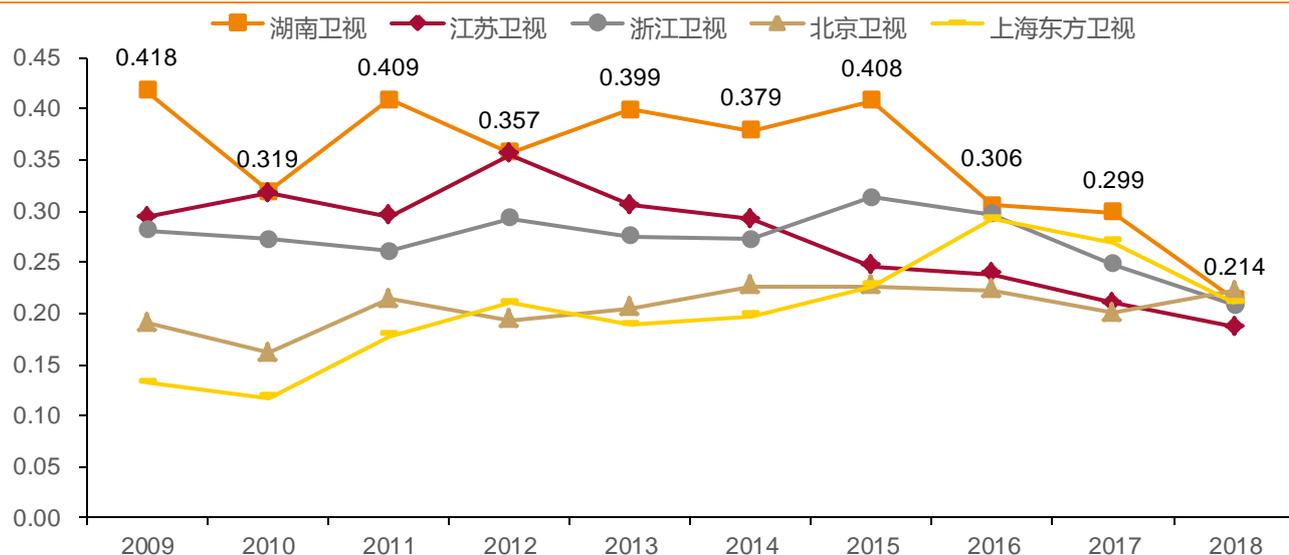
## 2. 行业比较: 芒果综艺流量名列前茅, 会员渗透尚处低位

### 2.1. 综合: 用户数据位列行业第四, 2018 网络综艺流量表现突出

#### 2.1.1. 用户格局: 电视台流量继续呈现流出态势, 芒果 TV 位列网络视频第四

**电视台收视率持续下滑。**当前, 电视台收视不尽人意, 前三大省级卫视湖南卫视、江苏卫视和浙江卫视收视率连续下滑, 2018 年收视率为近 10 年以来最低点, 收视率分别为 0.214%、0.187% 和 0.208%; 相比而言北京卫视和上海东方卫视收视率有所提升, 2018 年分别为 0.222% 和 0.21%, 在全国省级卫视收视率中分别排第一和第三。总体而言, 全国电视台收视率下行趋势仍在持续。

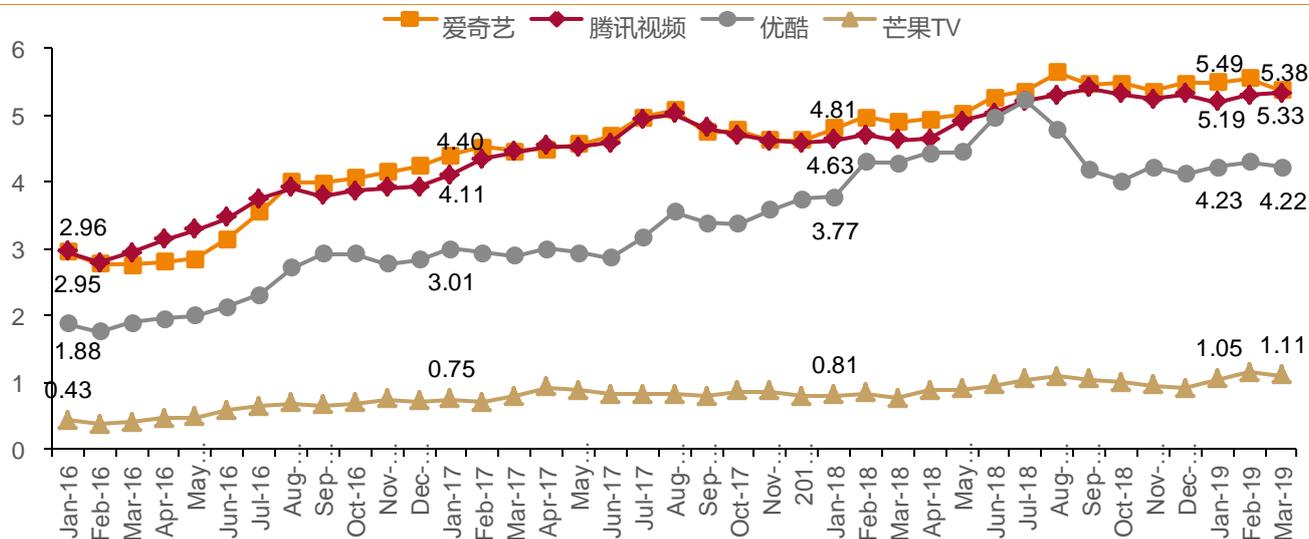
图 13: TOP5 省级卫视收视率(%) CSM52 城



资料来源:收视率排行网,天风证券研究所

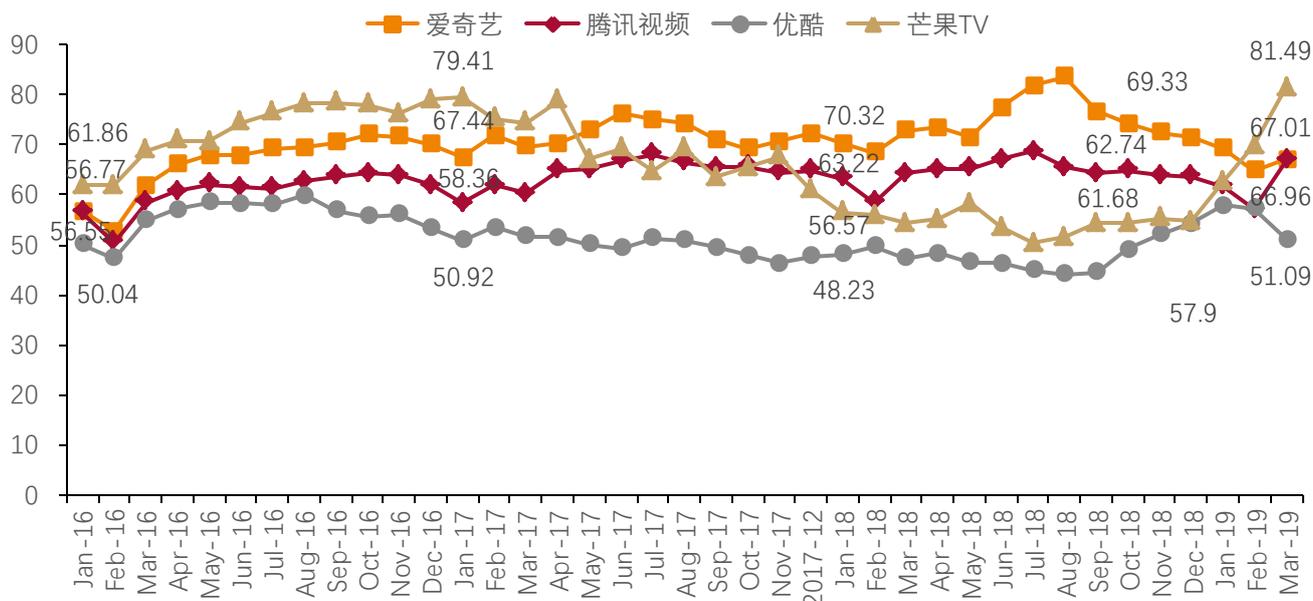
电视台收视下滑的同时,视频网站迅猛发展。据 QuestMobile,爱奇艺、腾讯的月活由 2016 年年初的 3 亿左右,增长至 2019 年年初的 5 亿+水平,优酷月活由 2016 年初不到 2 亿,增长至 2019 年初 4 亿+水平,三家网站位于中国视频网站的第一梯队。芒果 TV 由 2016 年年初的 0.43 亿,增长至 2019 年 3 月的 1.1 亿水平,位列中国视频网站第四位,其人均每日使用时长 2019 年 3 月达到 81.49 分钟,相较于 2018 年 12 月增长 48.78%,远超其他三家视频网站。

图 14: 2016/01-2019/03 月活跃用户数(亿人)



资料来源: QuestMobile, 天风证券研究所

图 15：2018/01~2019/03 月人均单日使用时长(分钟)



资料来源：QuestMobile, 天风证券研究所

### 2.1.2. 流量格局：电视剧占六成，综艺占比有所上升，芒果表现突出

据美兰德统计，2018 年从视频网络播放量看，电视剧依旧占据核心流量（与剧集集数多亦有关），保持六成以上，但与去年相比占比有所下滑。而综艺类节目视频点击量占比有所提升，为 15.7%，大致为剧集流量的 1/4，青少类、电影类、体育类节目的占比也均实现一定幅度提升，在各类型节目中的占比分列第 3-6 位。

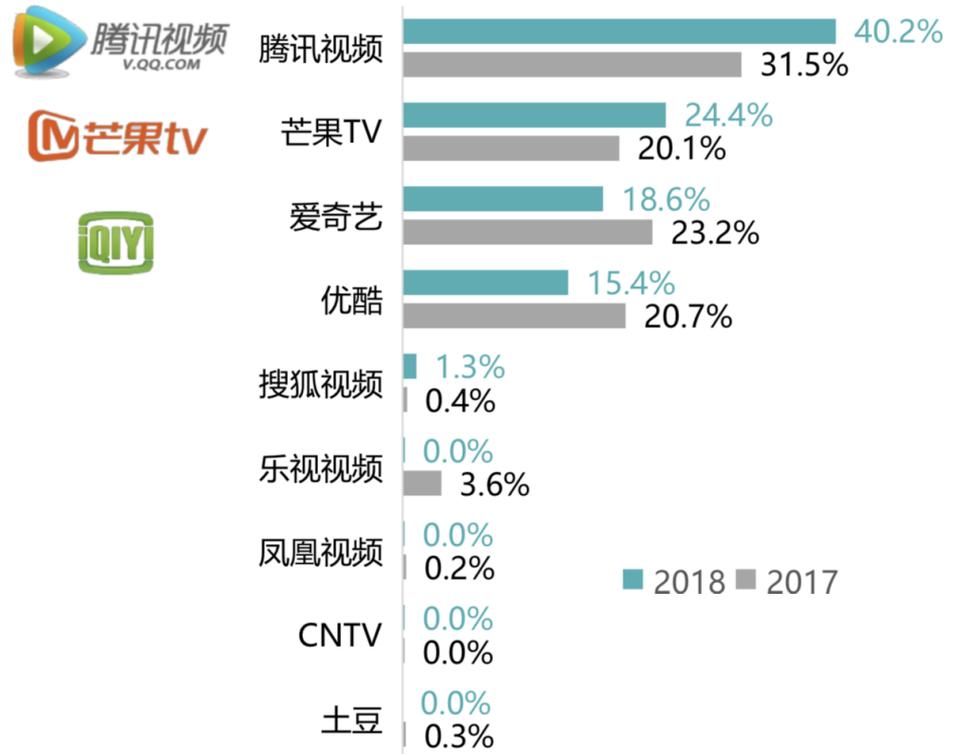
图 16：2017-2018 年全网各类型节目点击量占比



资料来源：美兰德, 天风证券研究所

从综艺细分流量看，优爱腾芒四家占据了 90% 的流量，腾讯视频凭借《创造 101》超高话题度排名，流量占比 40.2%。芒果凭借《妻子的浪漫旅行》《明星大侦探 4》跃居第二。考虑芒果整体月活仅为 BAT 的 1/5 左右，综艺流量表现排名第二，证明其超强综艺实力（流量仅为综艺广告参考因素之一）。

图 17：2018 年纯网综艺各视频网站视频点击量占比

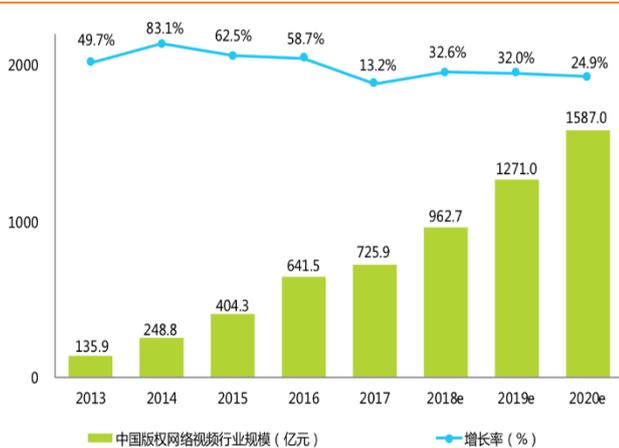


资料来源：美兰德，天风证券研究所

### 2.1.3. 规模与空间：付费会员成为行业核心驱动力

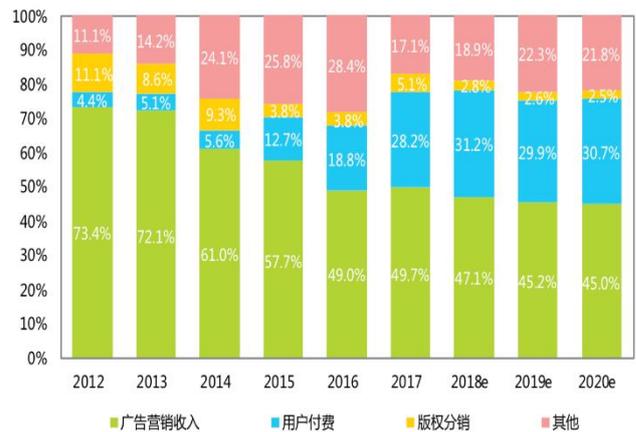
据艾瑞咨询预测，2018 年中国在线视频业市场规模 963 亿，未来两年增速在 32%、25%，从结构看，广告收入占比由 2012 年的 73.4%，预计到 2020 年占比为 45.0%；而会员收入占比提升迅速，收入占比由 2012 年的 4.4%，预计到 2020 年占比为 30.7%。

图 18：2013-2020 年中国在线视频行业收入规模及预测



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

图 19：2012-2020 年中国在线视频行业各业务营收占比



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

## 2.2. 会员：芒果会员渗透率较行业偏低，具备潜力

### 2.2.1. 国内视频付费会员与美国比较：整体渗透率还有提高空间

从中美对标上看，付费会员空间：

我们测算了中外主流视频网站会员相较于网民规模的渗透率（不去重），2018 年底，预计国内视频网站相较于网民规模的（不去重）渗透率在 31.0%左右，而同期美国这一渗透率在 36.5%左右。美国视频网站呈现一超多强格局，国内视频网站呈现多强格局，我们基于以下两点推测去重后的重复度水平：

- 据 QuestMobile，当前视频网站月活在 10 亿左右，三家不去重月活在 15 亿左右，人均覆盖度约为 1.5 个视频网站 app。
- 据 comScore，选择 Netflix 作为服务的用户占比高达 75%，亚马逊为 33%，Hulu 为 17%，可以理解为用户重复度在 1.25 左右。

以上两点作为重复度的假设，国内付费用户渗透率在 21%左右，美国在 29%左右，仍有约 8 个百分点渗透率的差异，且在美国市场视频网站的渗透率仍是在不断提高的过程。

表 6：中外视频网站渗透率对比（万，标黄部分为估算数字）

平台	2016 年 12 月	2017 年 6 月	2017 年 12 月	2018 年 6 月	2018 年 12 月
爱奇艺	3020	3830	5080	6710	8740
腾讯视频	2000	3348	5600	7400	8900
优酷	3000	3300-3600	4200-4500	5800-6200	6800-7200
芒果 TV	60-100	261	451	601	1075
合计	8080-8120	10739-11039	15331-15631	20511-20911	25515-25915
网民规模	73100	75100	77200	80200	82900
渗透率	11.1%	14.3%-14.7%	19.9%-20.2%	25.6%-26.1%	30.8%-31.3%
Netflix	4790.5	5032.3	5281	5595.9	5848.6
Hulu	1350-1450	1500-1600	1700	2000	2500
Amazon	2360	2600	3080	3300-3500	3400-3700
合计	8450.5-8550.5	9232.3-9232.3	10061	10895.9-11095.9	11748.6-12048.6
网民规模	28694	28694	31232	31232	32677
渗透率	29.2%-29.65%	31.8%-32.2%	32.2%	34.9%-35.6%	36.0%-36.9%

资料来源：公司公告， Statista，天风证券研究所

值得借鉴的是，美国主流视频网站价格设置更加精细；Netflix 的会员有三种价格带，从 8.99 美元/月至 15.99 美元/月不等，亚马逊和 Hulu 也有不同价格的会员服务，每个价格带提供有差异的服务；精细化的会员价格与服务，有利于企业为不同服务的价值精确分析，同时，不同的价格带亦可触及不同收入的用户群体，最大化用户数量。

同时，2019 年，苹果宣布进军视频流媒体业务，迪士尼宣布收购 HULU 的“全面运营控制权”均说明全球在线视频行业的竞争将进入下半场，新一轮的行业洗牌即将到来，全球大佬纷纷进入布局。

表 7：美国主流媒体会员价格（美元/月）

公司	价格	权益
Netflix	8.99	无高清与超高清，1 人可看
	12.99	高清，无超高清，2 人可看
	15.99	高清+超高清可用，4 人可看
Hulu	5.99	少量广告
Amazon	8.99	无限制观看电影
	12.99	享受亚马逊电商、视频等会员服务

资料来源：公司官网，天风证券研究所

### 2.2.2. 国内视频网站比较：芒果付费会员渗透率偏低，会员运营呈现跨界趋势

19Q1，第一梯队的爱奇艺与腾讯的付费会员在 8900 万+ 的量级，芒果超媒付费会员 1331 万，爱奇艺、腾讯、芒果超媒相较于其 3 月月活付费率为 18.00%、16.70%、12.00%，相较于龙头或有更多的增长潜能。

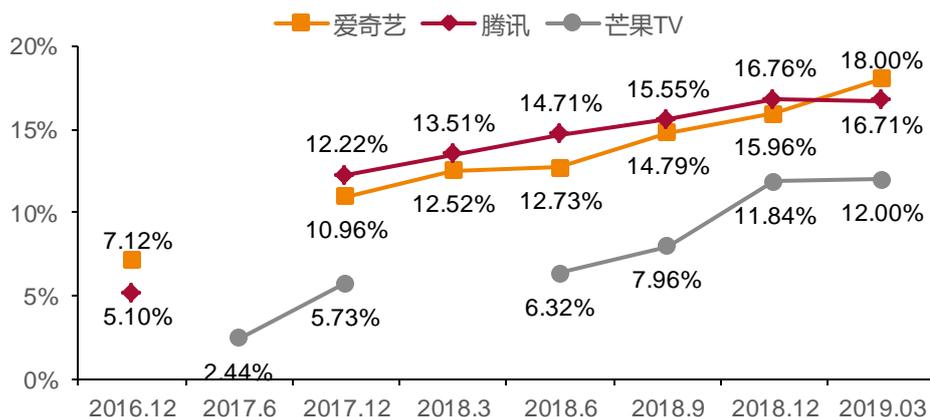
表 8：主要视频平台的付费用户（万）和月活付费率（%）

平台	分类	2016.12	2017.6	2017.9	2017.12	2018.3	2018.6	2018.9	2018.12	2019.03
爱奇艺	付费用户	3020			5080	6130	6710	8070	8740	9680
	月活跃用户数	42388			46344	48947	52730	54575	54750	53768
	月活付费率	7.12%			10.96%	12.52%	12.73%	14.79%	15.96%	18.00%
腾讯	付费用户	2000		4300	5600	6259	7400	8400	8900	8900
	月活跃用户数	39198		48060	45835	46338	50317	54006	53115	53254
	月活付费率	5.10%			12.22%	13.51%	14.71%	15.55%	16.76%	16.71%
芒果TV	付费用户		201		451		601	819	1075	1331
	月活跃用户数		8224		7874		9502	10294	9080	11096
	月活付费率		2.44%		5.73%		6.32%	7.96%	11.84%	12.00%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

从月活付费率变化趋势看：爱奇艺由 2017 年 12 月的 10.96% 提升 7.04 个百分点至 19 年 3 月的 18.00%；腾讯由 2017 年 12 月的 12.22% 提升 4.49 个百分点至 19 年 3 月的 16.71%；芒果由 2017 年 12 月的 5.73% 提升 6.27 个百分点至 19 年 3 月的 12.00%。可以看到从月活付费率变化趋势上，爱奇艺付费率提升速度最快，芒果次之，三大视频网站仍在提高趋势之中。

图 20：主要视频平台月活付费率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

从现有会员体系的价格与权益看，不同平台价格差异度小（安卓和 iOS 由于渠道的不同会有差异）。除了常规的跳广告、会员先看以外，各家针对会员的福利体系开始加码。

表 9：当前各大平台会员体系的对比（元，以网页价格为参考）

平台	新会员	连续包月	连续包季	连续包年	内容特权	观影特权	其他特权
芒果TV	9	15	45	178	综艺直播、热剧抢先看、节目周边、会员片库	跳过广告、专享缓存、蓝光画质	赠送观影券、湖南台节目门票、礼品券、抽奖赢机票
优酷	6	15	44	99	热门剧抢先看、独家特供、院线新片、点播半价	流光 HDR、免广告、个性弹幕、专享缓存	品牌折扣、明星见面会、综艺录制、身份特权
腾讯	15	15	45	178	新品持续更新、独家美剧、全球纪录片、热剧提前看	免广告、高清画质、杜比视听体验、微信赠片送好友	演唱会直播获赠道具、演唱会直播打折
爱奇艺	6	15	45	178	院线新片、海量高分大片、热剧抢先看、新剧提前看、独播海外剧	跳广告、蓝光画质、杜比全景音、会员赠片、下载加速	京东会员年卡、明星见面会、参加综艺录制、生日礼品、特价电影票

资料来源：爱奇艺，腾讯，优酷，芒果，天风证券研究所

从行业趋势上，会员增值服务的开发成为趋势。亚马逊率先将自身电商、Kindle 等业务的会员权益进行融合，开创会员增值体系先河；京东与爱奇艺于 2018 年 4 月布局文娱板块，提出办年卡即送爱奇艺会员；紧接着，2018 年 8 月 8 日，淘宝也推出具备淘宝、优酷等平台会员特权的 88VIP，会员增值系统成为互联网公司打通不同生态链的有力武器之一。

### 1. Amazon Prime

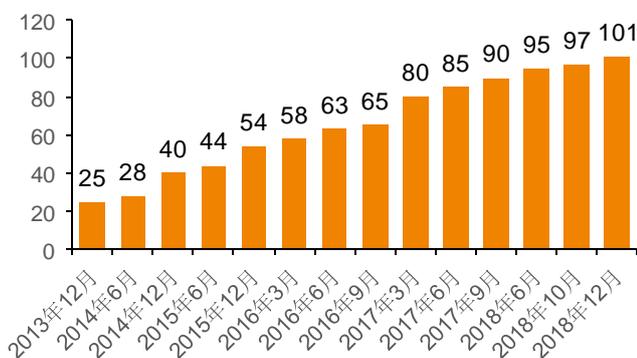
Amazon Prime 是亚马逊在 2005 年推出的付费会员服务，最初仅包含免运费送达服务，目的在于鼓励消费者增加购买。2011 年起，Amazon Prime 的会员权益逐渐丰富。亚马逊的会员权益主要包括：（1）邮寄权益，含免费两日送到、部分地区免费当日送达等；（2）流媒体权益，含 Prime Video、Prime Music 等；（3）购物权益，主要为购物返现和亚马逊产品的优惠折扣；（4）阅读权益，含超过 35 万本 Kindle 电子书免费下载和有声书收听等服务；（5）其他权益，包括会员分享、免费的无限照片存储空间等。

截止到 2018，美国的亚马逊 Prime 付费会员数量达到 1.01 亿。亚马逊每一次会员大幅增长都伴随着会员权益的扩大：

- 2014 年 12 月对比 6 月会员增长 1200 万，同年下半年亚马逊推出 Prime Music 和 Prime Photo 服务；
- 2015 年 12 月对比 6 月会员增加 1000 万，2015 年 12 月亚马逊创建流媒体合作计划，与 Shwotime，Starz，终身电影俱乐部等节目提供商合作；
- 2017 年 3 月对比 2016 年 9 月会员增长 1500 万，2016 年底推出 Prime Reading 和 Twitch 等多项服务。

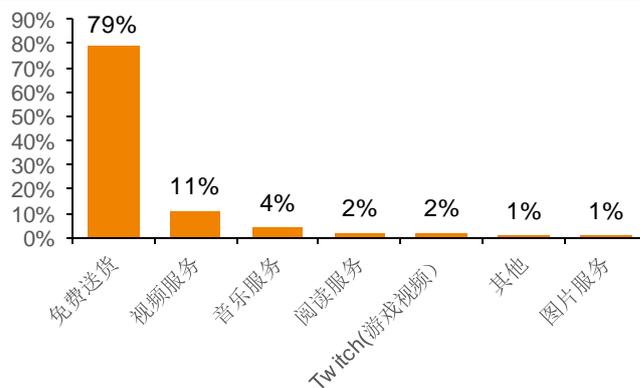
根据 2018 年对美国亚马逊会员的调查统计，免费送货服务是亚马逊会员的主要买点，有 79% 的会员是因为免费送货服务选择订阅亚马逊会员服务。同时，有 11% 的会员是因为视频服务选择的亚马逊，为第二大驱动因素，剩下的付费会员主要因为音乐服务、阅读服务、Twitch（游戏视频平台）、图片服务和其他因素选择订阅亚马逊会员服务。

图 21：亚马逊美国会员数量（百万）



资料来源：Statista，天风证券研究所

图 22：亚马逊美国会员订阅会员服务的原因（2018）



资料来源：Statista，天风证券研究所

### 2. 京东与阿里

京东持续对会员权益和福利进行优化升级：

- 17 年 10 月联合沃尔玛推出 PLUS 会员+山姆会员店的双会籍优惠活动；
- 18 年 4 月新增爱奇艺 VIP 会员年卡权益；
- 18 年 8 月上线“生活特权”，即餐饮美食、酒店出行、娱乐影音、金融保险等日常生活所涉及各领域消费或服务福利。

京东 PLUS 会员打通爱奇艺 VIP 会员，标志着 PLUS 会员首次将权益拓展到京东平台之外，并由购物场景的消费权益扩展至娱乐场景的生活服务权益。2018 年 8 月 8 日，淘宝 App 上线了“88VIP”页面，正式发售 88VIP。在 88VIP 之下，淘宝、天猫超 6 亿活跃用户，以

及优酷、虾米、淘票票等阿里大文娱超 5 亿用户的连接，有望激活阿里生态的用户潜能。

表 10：阿里 88 会员与京东 PLUS 会员对比

	阿里 88VIP 会员	京东 PLUS 会员
推出时间	2018 年 8 月 8 日	内测：2015 年 正式推出 2016 年
会员权益	1, 吃喝玩乐会员免费赠送：优酷全年 VIP (省 198 元)、饿了么年度 VIP (省 108 元)、虾米年度 VIP (省 128 元)、淘票票年度会员 (全国购票立减 4 元、每月限 4 次) 等。 2. 成为阿里巴巴的 88VIP 可以直接打折, “折上折” 叠加贯穿全年, 双 11 也不例外, 省下近千元。 3. 88VIP 还可享受粮油米面等生活必需品专属折扣, 包断全年品质生活, 得到海外品牌专属价格。	1, 赠送爱奇艺全年 VIP 会员 (省 198 元), 2018 年 4 月 27 日推出 2, PLUS 会员在京东商城上购买符合活动范围的商品, 将获得实付款价格 0.5%-2% 的京豆回馈, 约为普通用户 10 倍。 3, 提供 100 元以内面额不等的全品类京东券 4, PLUS 会员每月可获得 5 张运费券, 每张面额 6 元, 部分购买场景可以叠加, 面额总计 360 元。 5, 每月可领 1 张服饰 9 折券, 部分商品有会员价专属优惠, 每月都有 PLUS 会员专属的全品类优惠促销获得。 6, 二十四小时专属客服, 优先解答问题。 7, 自营商品售后服务免运费和免费上门取件 “双免” 服务。
形成会员方式	购买该产品的年费计划, 享受超级会员权益	购买该产品的年费计划, 享受 PLUS 会员权益
年费会员价格	淘气值 1000 以上的 88 超级会员: 88 元/年 淘气值 1000 以下的正常用户: 888 元/年	299 元/年, 优惠价格 198/年 (经常有活动优惠价格)

资料来源：公司官网，天风证券研究所

### 2.3. 政策：制作成本下降利好，但需应对审核变化

2018 年 11 月 9 日，广电下发了《国家广播电视总局关于进一步加强广播电视和网络视听文艺节目管理的通知》明确提及了电视剧和综艺对于明星薪酬的管控。广电明文对明星参与电视剧、综艺做出了比例限制，行业自律做出了更为明确的规定。

限薪令的推出导致内容的采购和制作成本都明显开始下降。根据爱奇艺 19Q1 电话会议，龚宇表述，采购的版权成本从最高的超过 1500 万一集电视剧现在回落到 800 万以下。对于财务报表的影响，因为采购电视剧的播出通常要延迟 6 到 12 个月以后，自制内容需要 12 到 18 个月以后播出。不过长远来看，以 2018 年为拐点，视频平台的内容成本已经开始呈现出明显的下降趋势。

表 11：明星薪酬限制的相关政策

广电政策	行业自律
各电视上星综合频道 19:30-22:30 播出的综艺节目要提前向总局报备嘉宾姓名、片酬、成本占比等信息，每个节目全部嘉宾总片酬不得超过节目总成本的 40%，主要嘉宾片酬不得超过嘉宾总片酬的 70%； 严格执行已出台的电视剧网络剧（含网络电影）成本配置比例行业自律规定，每部电视剧网络剧（含网络电影）全部演员片酬不超过制作总成本的 40%，其中主要演员不超过总片酬的 70%。如果出现全部演员总片酬超过制作总成本 40% 的情况，制作机构需向所属协会（中广联制片委员会、电视剧制作产业协会或中国网络视听节目服务协会）及中广联演员委员会进行备案并说明情况。	今年 8 月，六大影视制作公司联合三大视频平台发布《关于抑制不合理片酬、抵制行业不正之风的联合声明》提及：三家视频网站联合六大影视制作公司即日起将严格执行有关部门每部电影、电视剧、网络视听节目全部演员、嘉宾的总片酬不得超过制作总成本的 40%，主要演员片酬不得超过总片酬的 70% 的最高片酬限额制度；并对不合理的演员片酬进行控制，三家视频网站和六大影视制作公司采购或制作的所有影视剧，单个演员的单集片酬（含税）不得超过 100 万元人民币，其总片酬（含税）最高不得超过 5000 万元人民币。据财新网报道，此前，相关部门下达了内部通知，明确综艺节目中，每期节目艺人总片酬不能超过 80 万元（含税），常驻嘉宾一季节目下来的片酬不能超过 1000 万元（含税）。

资料来源：广电，财新，天风证券研究所

当前，版权剧采购倾向多平台联播模式，自制剧成为平台未来的发展方向，据镜像娱乐统计，2018年三大平台自制剧占比首次超越了版权剧。2019年，三大平台自制剧总占比更是达到了65%。大多数顶级自制剧，由影视公司和平台共同完成，影视公司自制剧毛利率相较于版权剧更低，成本性价比方面具有优势。

11月9日，广电下发了《国家广播电视总局关于进一步加强广播电视和网络视听文艺节目管理的通知》也明确提及了：

严格控制偶像养成类节目，严格控制影视明星子女参与的综艺娱乐和真人秀节目。各广播电视主管部门要进一步加强结构化管理和宏观调控，减少影视明星参与的娱乐游戏、真人秀、歌唱类选拔等节目播出量，积极扩大新闻、经济、文化、科教、生活服务、动画和少儿、纪录片、对农等公益节目播出量，制作播出更多富有时代气息、格调积极健康、具有文化内涵的原创节目。

从平台方看，电视台方面由于播出总量有限，需要向非娱乐节目做更多的倾斜，互联网平台相对有更好的灵活性。以芒果TV为例，从2019年排播上，取消了亲子类节目，强化了人文品德系列节目，传递主流价值观，同时在自身综艺上也在优化，如《明星大侦探4》中增加了侦探能量小站，传递真善美；从位置上，在首页的重要醒目位置也加入了习总书记的《学习时刻》。对于广电要求，已经在各个方面做了充分的应对。

表 12：芒果 TV 主旋律内容

节目系列	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度
人文品德系列	《学霸说》《一起读书》	《她说》	《欢迎来到我们的世界》	《一通电话》
关注人文品德建设	《我爱你，中国》	《我的青春在丝路》	《在那遥远的地方》	《不负青春不负村》
		《我的中国心》	《改革正道是沧桑》	

资料来源：芒果 TV，天风证券研究所

图 23：近年国家对综艺领域的政策调控分析



资料来源：艺恩，天风证券研究所

### 3. 芒果超媒生态：以平台为核心，围绕布局泛娱乐

#### 3.1. 新媒体平台：一云多屏，综艺为王，传递青春正能量

芒果超媒建立起 视频网站、网络电视、内容生态三者相结合的新型主流网络媒体架构，其全资子公司 快乐阳光 是芒果旗下唯一的新媒体视频平台运营主体，湖南台“一体两翼、双引擎驱动”基本战略的重要实施阵地。快乐阳光其主营业务包括互联网视频业务、运营商业业务、内容运营业务及其他。截至18年末，芒果TV DAU达到3588万，相比2017年增长25%；截至19Q1，付费会员数增至1331万，相比于2017年年初增长幅度达到196%。

表 13：新媒体唯一运营主体“快乐阳光”业务构成

主营业务板块	具体内容	主要盈利模式	
互联网视频业务 (18 年收入占快乐阳光 58%)	全网视频服务	WEB	广告收入、会员收入
		PC	
		WAP	
		APP	
		OTT	
运营商业务 (18 年收入占快乐阳光 17%)	IPTV: 在湖南省内提供基础服务和增值服务	运营商分成收入	
	OTT: 与运营商/有线电视运营商合作, 提供内容	运营商/有线电视运营商分成收入	
	电信移动增值服务: 为运营商视频基地提供内容服务	电信运营商分成收入	
内容运营业务 (17 年收入占快乐阳光 21%)	影视剧及综艺节目投资、制作	按投资比例分享收益	
	版权销售	版权销售收入	
其他业务 (18 年收入占快乐阳光 4%)	基于 OTT 业务的商务合作等	授权、硬件销售收入等	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3.1.1. 广告：2019 品牌植入大幅增长，《女儿们的恋爱》植入品牌数网综第一

芒果 TV 依托湖南卫视优质的内容生产能力，以内容营销为引擎，在青春、女性领域独树一帜。17、18 年，芒果 TV 凭借综 N 代的不断养成，以及综艺新秀涌现广告增速提速，如 18 年打造了《明星大侦探》、《妻子的浪漫旅行》、《野生厨房》、《勇敢的世界》、《真心话大冒险》等多档 S 级创新节目，18 年芒果广告收入 24.11 亿元，同比增长 81%，平台投放品牌为 324 个，同比增长 155%。

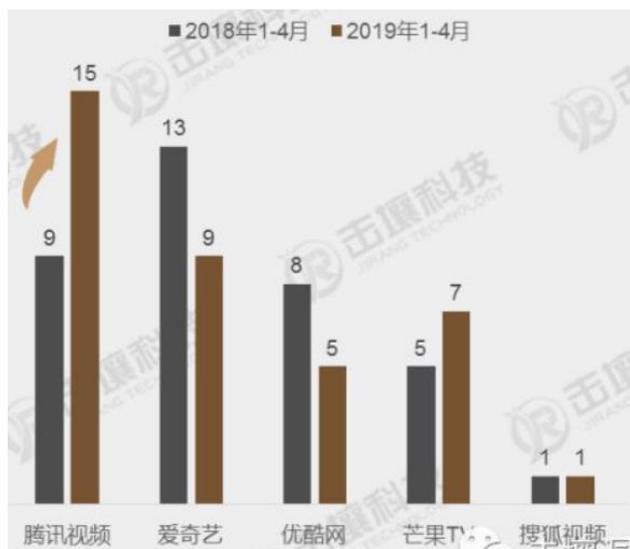
图 24：芒果 TV 广告收入（单位：亿）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

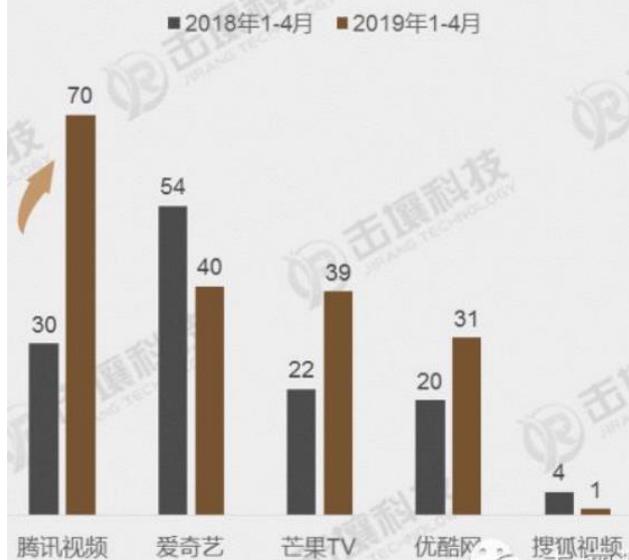
根据击壤数据，2019 年 1~4 月，芒果 TV 品牌植入节目数由 5 个增长为 7 个，品牌由 22 个增长为 39 个，增幅达 77%。同时，从全网大小权益 TOP 上，网综《女儿们的恋爱》、《妻子的浪漫旅行》表现突出，《亲爱的客栈》、《我家那闺女》、《声入人心》、《少年说》、《歌手》等湖南版权综艺表现突出。芒果 TV 的《女儿们的恋爱》植入品牌数高达 18 个，位居网综植入品牌数第一。

图 25：2019 年 1~4 月网综各平台植入节目数同比



资料来源：击壤，天风证券研究所

图 26：2019 年 1~4 月网综各平台植入品牌数同比



资料来源：击壤，天风证券研究所

图 27：2019 年 1~4 月电视综艺网络综艺大权益分布

电综2019年大权益合作TOP级节目		网综2019年大权益合作TOP级节目	
节目	品牌数	节目	品牌数
亲爱的客栈第二季	5	挑战吧!太空	4
歌手第三季	4	火星撞地球	3
上新了·故宫	4	女儿们的恋爱	3
声入人心	4	吐槽大会第三季	3
我家那闺女	4	我和我的经纪人	3
少年说第三季	3	以团之名	3
新相亲大会	3		
最美的时光	3		

资料来源：击壤，天风证券研究所

图 28：2019 年 1~4 月电视综艺网络综艺小权益分布

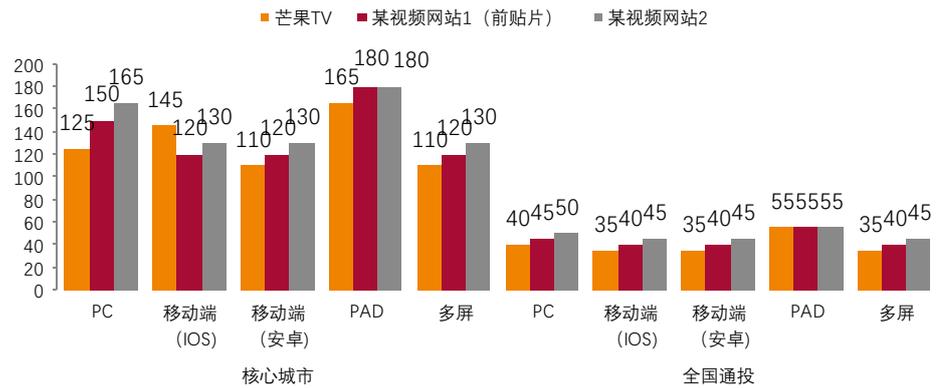
电综2019年小权益合作TOP级节目		网综2019年小权益合作TOP级节目	
节目	品牌数	节目	品牌数
歌手第三季	9	女儿们的恋爱	15
欢乐喜剧人第五季	8	年味有FUN第三季	14
上新了·故宫	8	青春有你	12
王牌对王牌第四季	8	青春的花路	10
重量级改变	8	这！就是原创	9
最强大脑第六季	8	创造营2019	8
智造将来	7	即刻电音	8
梦想的声音第三季	6	妻子的浪漫旅行第二季	6
新相亲大会	6	带我去远方	5
中国梦之声·下一站传奇	6	我是唱作人	5
大冰小将	5	以团之名	5
声临其境第二季	5		

资料来源：击壤，天风证券研究所

芒果 TV 的广告业务从展现形式分为硬广收入和软广（内容营销）：

- 硬广：主要为 CPM 模式，即终端用户实际播放广告的次数计算广告费用，快乐阳光根据平台运营成本以及同类互联网视频平台的价格走势综合拟定硬广的刊例价格。芒果 TV 贴片广告刊例价比较稳定，价格相较同业略低（定价相对较低是因为流量广告部分因素取决于规模效应，在月活等流量规模上，芒果弱于优爱腾）。

图 29：芒果 TV 硬广刊例价及同行对比（元/CPM）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 30：芒果 TV 硬广广告位



资料来源：公司公告，天风证券研究所

- **软广（内容营销）**：根据冠名、合作伙伴、指定用品或植入等不同合作形式，参考播出节目级别、影响力等因素拟定软广刊例价。

芒果广告体系中最为重要的是内容营销：优于爱腾优，头部内容大规模自制（综艺等）带来平台用户的清晰定位（年轻化、女性较多），同时传承湖南台的基因使得芒果体系的内容生产从一开始就重视广告主投放的体验和效果，形成良好口碑。具体广告成功案例上看：

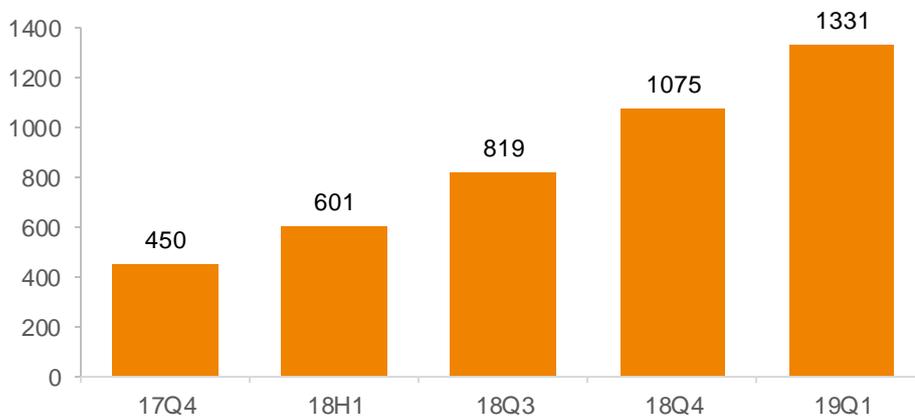
- 2017 年，舒肤佳冠名《爸爸去哪儿》第五季，整个节目累计播出 54 亿，登上热搜 430 次，登顶 91 次，在榜时长 4357 小时。通过情节植入，原创贴片，吴尊、陈小春等人的电商直播和线下活动，2017 年 10 月份舒肤佳整体销售的增长额相当于其主要竞品整个月的全部销量。在《爸爸去哪儿 5》中舒肤佳推出的新品免洗洗手液在 10 月、11 月面临了电商和线下渠道的全面断货。
- 通过《我们来了》《妻子的旅行》等一系列的 IP，Olay 从十年的下滑恢复到了一个强劲的增长，2017 年增长 27%，是天猫美妆品类的第一名，随着 2018 年暑期最强爆款《妻子的旅行》播出，上线 7 期超 12 亿次播放量，微博话题阅读量 41 亿+，十次登顶热搜榜的第一名，并且百度指数，节目的微指数和艺人的微指数都遥遥领先同一段所有的综艺，推动 Olay 在 2018 年出现了新的增长高峰。除了销量外，Olay 的品牌曝光从 29% 增长到了 62%，购买意向指数从 117% 涨到了 173%。
- 美赞臣品牌与《童言有计》合作，这档真人秀主要是体现美赞臣铂睿对儿童智力开发的功能。凭借撒贝宁、何炅、陶晶莹在节目当中出色的表现，以及抖音、京东、宝宝树开展的 7 次大型电商直播和线下活动，覆盖了 6 千多家的母婴门店，在 8 月份，铂

睿的销量增长了 48%。

### 3.1.2. 用户：女性为特质的用户画像，推行“1+9”超能量会员权益矩阵

当前，芒果 TV 平台注册人数已经突破 1 亿，月活超 1 亿（参考行业部分 QuestMobile 数据），截至 19Q1，平台付费会员数增至 1331 万，与 2017 年底相比增长 881 万，增长幅度达到 196%。

图 31：2017-2019Q1 芒果 TV 付费会员数（万人）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

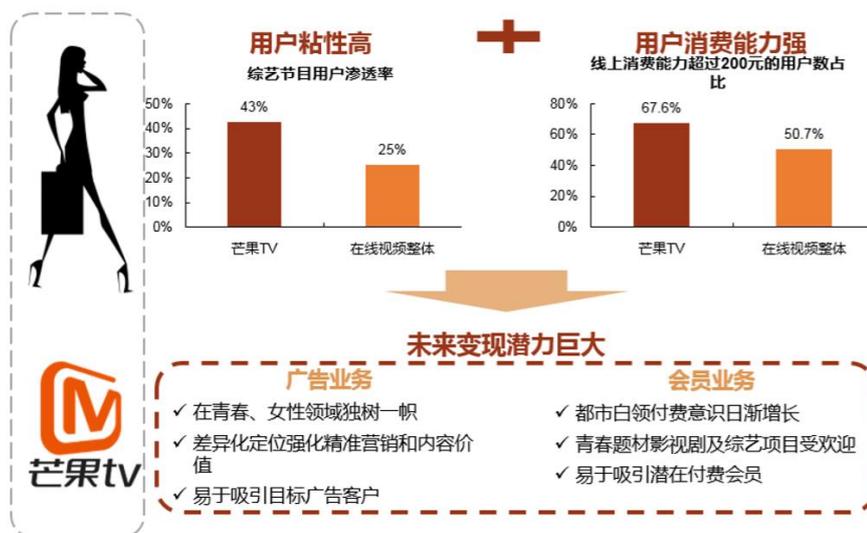
芒果 TV 定位精准，以“年轻、女性、都市”为目标用户群体，整体用户形象具有“活力、时尚、品质”等鲜明标签，受教育程度高，消费力旺盛。用户画像数据显示，芒果 TV 的女性用户占比高于行业水平，女性用户占比 72.52%，年轻用户远高于行业水平，24 岁以下用户占比 34.63%，同时，芒果 TV 用户线上消费意愿高于行业，用户增值服务潜力大。

精准的用户，给芒果的内容调性带来鲜明特色，同时，精准的内容又在进一步增加用户的粘性，芒果 TV 牢牢锁住了年轻用户的目光，形成了年轻、女性的精准受众定位：

- 芒果 TV 将 2018 年的综艺节目编排规划设定为“聚焦青少年群体、宣扬年轻态度、坚持创新自制”，强调年轻用户和原创内容的重要性，有战略眼光的向目标用户发力。
- 2018 年 3 月 8 日，芒果 TV 以“3.8 女生半价，芒果 TV 会员专宠你”为主题，稳步实践“年轻、女性”战略。
- 在剧集方面，芒果 TV 也交上了一份优秀的成绩单，2014 年首部自制剧《金牌红娘》，之后的《半妖倾城》、《法医秦明 2》、《我和我的时光之约》、《火王》等，以青春化的特点，形成了芒果 TV 在剧集上的整体风格。
- 2018 年 8 月 4 日，“青春芒果夜”在芒果 TV 盛大直播，青春芒果节是芒果 TV 与年轻人同频共振的狂欢盛宴，活动以年轻用户为核心，深耕多元模式体验感。

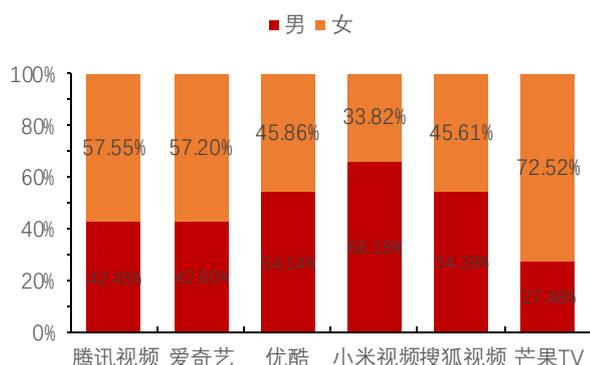
在 2019 招商会中，芒果超媒还发布了“1+9”超能量会员权益矩阵，其中，“1”代表了顶配版内容集群，会员可专享优质热综大剧、IP 特权独家衍生内容、解锁互动新玩法。“9”则代表了各线下互动体验福利，包括校园大使招募、明星体验官亲密互动的“青春体验官”；代表能量会员青春秀场的“青春代言人”；涵盖金牌制作人私享会、芒果资深粉脑暴会的“青春私享会”；全方位特权功能、个性化精准推荐的“随我制造派”；录制现场探班体验、芒果梦工厂探秘之旅的“青春开放日”；一站式吃喝玩乐、跨界特权全覆盖的“青春福利月”；青春能量官领衔公益、星粉携手助力爱心传递的“公益能量日”；超时空 IP 实景体验嘉年华、破次元顶级视听盛宴“青春芒果节”；芒果崽神秘福袋、最潮酷明星、IP 周边的“周边补给站”。

图 32：2018 年芒果 TV 用户特性



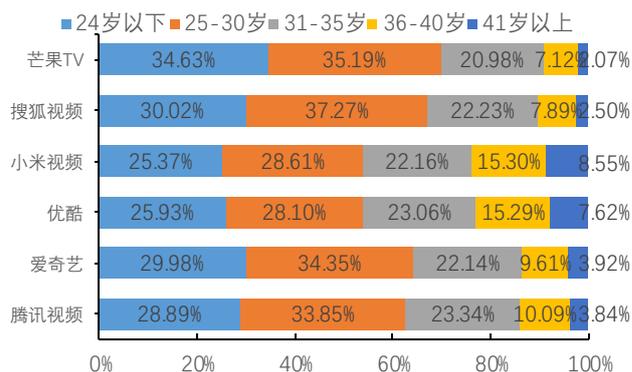
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 33：2018 年 6 月视频网站男女用户比例



资料来源：艾瑞，天风证券研究所

图 34：2018 年 6 月视频网站用户年龄占比



资料来源：艾瑞，天风证券研究所

### 3.1.3. OTT/IPTV：稀缺牌照优势，布局家庭场景流量入口

OTT 和 IPTV 是芒果 TV “一云多屏” 平台重要的终端入口，是快乐阳光重要的业务增长点。快乐阳光依托自身牌照、全屏业务和业务模式上的特点，在运营商业务上具有独特的优势。

表 14：快乐阳光在 OTT、IPTV 业务上的优势

优势	内容
政策及牌照	快乐阳光具有 OTT 牌照资质以及湖南 IPTV 的播控资质。具有丰富的运营经验的积累，可以更好的配合各地运营商或新媒体进行业务发展。
品牌及全屏业务	快乐阳光相对于电信、广电运营商体制内的各牌照方和内容方具有更强的品牌优势、粉丝群体。同时快乐阳光业务覆盖了 PC、手机、TV 多屏，具备多屏融合优势。
业务模式	快乐阳光与各地新媒体或运营商均直接开展业务合作，有运营商网络中心统一把控管理商务、项目、运营等。类比其他内容方均采用代理商的制度，运营、推广更加高效，更充分。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

快乐阳光目前在 OTT、IPTV 业务上也和运营商之间达成了较成熟的盈利模式。IPTV 业务在省内收取基本服务费和增值服务费，在省外主要收取增值服务费。OTT 业务上主要作为内容服务提供商，按用户收入与运营商进行分成。基于 OTT 业务的商业合作主要依靠授权收

入和硬件销售收入。

表 15：快乐阳光 OTT、IPTV 业务盈利模式

业务细分	主要盈利模式	说明
IPTV 业务	电信运营商分成收入	在湖南省内按户收取基本服务费和增值服务费；在全国其他地区收取增值服务费，按用户收入与电信运营商进行分成结算
OTT 业务	电信运营商/有线电视运营商分成收入	作为内容服务提供商，按用户收入与电信运营商/有线电视运营商进行分成结算
基于 OTT 业务的商业合作	授权收入 硬件销售收入	向电视机或机顶盒终端厂商收取互联网电视牌照授权费 通过销售硬件终端获取收入

资料来源：公司公告，天风证券研究所

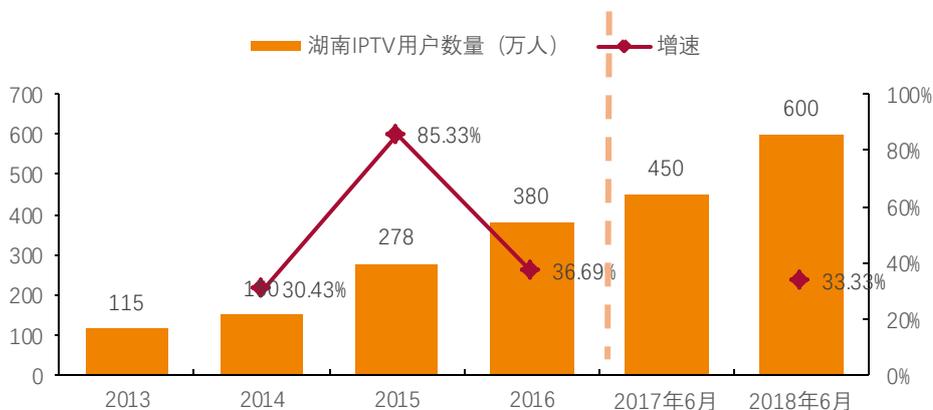
### IPTV 业务

除了政策、牌照、全屏协同等有利因素外，湖南 IPTV 运营规模的快速增长主要得益于内容优质、模式创新和硬件过关。

- 内容优质：独享湖南卫视优质 IP，拥有大量自制创新内容。截止 2017 年底，湖南卫视 IPTV 拥有超过 10 万小时的点播内容、160 余路直播频道以及回看、时移、游戏等功能。针对用户年轻化的特点，加入了如 NBA 内容、环球影视、飞狐影视、超级影视等受年轻用户喜爱的内容。
- 模式创新：湖南 IPTV 在《完美假期》等节目中创新采用一屏多流、多机位直播的技术。在 2016 年《超级女声》中首次在直播主信号加入实时弹幕功能。此类新型转播技术和基于大数据系统的智能推荐给用户带来了全新的互动体验。除了技术创新外，湖南 IPTV 还专注电影、演唱会、美食等方向的 T2O 互动，打造互动电视 IP 矩阵。湖南 IPTV 广场舞大赛 2017 年参赛人数突破 10 万人，已成为 T2O 互动的“国民 IP 品牌”。
- 硬件过关：湖南 IPTV 拥有业内领先的硬件。由华为提供技术支持的“爱芒果电视·翼芒”是业内第一款“智能电视+IPTV 机顶盒”深度合作模式下的产品。“翼芒”还搭载了湖南 IPTV 全新 EPG——智云 UI，具有智能推荐、用户体验双向结合，电视内容与多屏互动优化升级，海量画像与数据精准推荐等特点

湖南 IPTV 由芒果 TV、中国电信湖南公司、央视爱上传媒联合打造。自 2011 年上线以来，湖南 IPTV 用户规模始终稳定增长，年增速保持在 30% 以上。2018 年 6 月，湖南 IPTV 用户规模突破 600 万人，同比增长 33.33%。

图 35：2013-2018 年 6 月湖南 IPTV 平台用户数量



资料来源：湖南 IPTV 公众号，天风证券研究所

### OTT 业务

稀缺的牌照商身份是芒果 TV 在 OTT 业务上核心的竞争力之一。因为广电总局一直对 OTT

业务管控较为严格。目前，广电总局一共仅发放了七张“内容+集成”牌照。

表 16：互联网电视七家牌照商特点及合作伙伴

牌照方	特点	内容平台播出呼号	运营主体
中国国际广播电台	国际化资源优势	CIBN 互联网电视	东方网络
央视国际 CNTV	政策和内容资源优势	中国网络电视台	未来电视
中央人民广播电台	合作灵活性优势	央广 TV	央广新媒体
南方传媒	第三方优势，合作方推动力大	云视听	南广影视
百视通	技术、市场资源和运营积累	东方网络电视	百视通
杭州华数	市场导向，胆大灵活	华数互联网电视	华数传媒
湖南电视台	内容和品牌优势	芒果 TV	快乐阳光

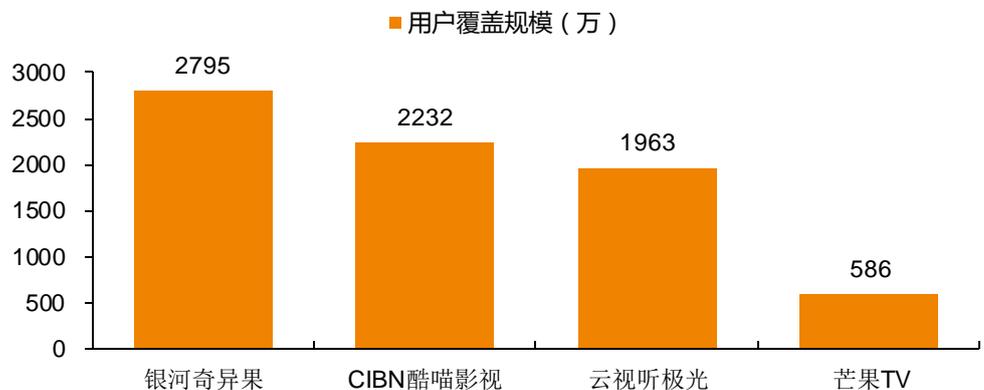
资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

相较于其他六家 OTT 业务牌照商，芒果 TV 在 OTT 业务上的优势在于全面的内容资源、成熟的硬件产品和优质的用户群体。

自 2014 年 8 月湖南广电联合 TCL 推出 TCL 芒果 TV+ 智能电视以来，芒果 TV 一直保持硬件更新。2018 年 7 月，芒果 TV 推出首款自主研发的智能硬件产品——牛奶盒子。牛奶盒子打破了内容平台边界，除芒果 TV 的内容外，产品通过牛奶 OS 搭载了奇异果、酷喵、聚精彩、聚体育等优质内容平台，无需切换平台或再下载应用。

湖南电视台于 2011 年获得 OTT 业务牌照，于 2013 年推出“DVB+OTT”运营模式，自 2014 年芒果推出“独播战略”之后，芒果 TV 的 OTT 业务开始加速。目前芒果 TV 已经跻身 OTT 端视频类应用的第一阵营。根据勾正，2019 年 Q1，芒果 TV 在 OTT 端日活为 586 万，芒果 TV 日活排名视频类应用第四。腾讯、爱奇艺、优酷和芒果形成的第一阵营占据 OTT 端视频类应用日活的 86%。

图 36：2019 年 3 月头部平台 OTT 端用户覆盖规模



资料来源：勾正数据，天风证券研究所

### 3.2. 泛娱乐：全产业链布局，打通娱乐产业上下游

#### 3.2.1. 艺人供给：天娱传媒围绕一线明星资源，以内容放大效益

天娱传媒成立于 2004 年，依托湖南广播影视集团优势资源，公司业务遍及世界各地，主要为中国 12-35 岁的年轻消费群体提供偶像艺人、唱片及演唱会、电影、电视剧、综艺节目、图书等优质娱乐内容及衍生产品。

天娱传媒的主营业务营收以艺人经纪和节目及影视剧制作为主，两项业务相加占总营收比例近 90%。其中，艺人经纪业务是目前天娱传媒营收占比最大的业务，在 2018 年公布的《2017 年上市公司艺人经纪收入排行榜》中，天娱传媒以 2.57 亿的艺人经纪收入位列第一。

2018 年，公司营收 6.86 亿元，净利润 1.41 亿元，远超过 18 年承诺业绩 0.21 亿元，业绩超预期主要是由于音乐版权售卖以及如《延禧攻略》等项目带来的投资收益。

表 17：天娱传媒梯队艺人储备

	艺人	代表作品
一线艺人	华晨宇	《卡西莫多的礼物》、《异类》、《H》、《我就是我》等
	姜潮	《小时代》系列、《迷路》、《九星天辰诀》等
	欧豪	《临时同居》、《左耳》、《On His Own》等
	陈翔	《初告白》、《漂》、《破茧而声》、《旋风》等
	于朦胧	《玩具》、《于朦胧》、《三生三世十里桃花》等
储备新人	张新成	单曲《等你擦肩》、网剧《你好旧时光》男一号
	赖雨濛	《旋风十一人》、《花儿与少年第三季》等
	谢彬彬	《相爱穿梭千年》、《不一样的美男子 II》等
	金雯昕	单曲《催眠》、电影《鬼才战队》女一号
	黄佳荣	《艳势番之新青年》

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2017 年天娱传媒进行内部组织架构调整，“天娱音乐”和“天娱影视”合并为“艺人管理中心”。同时伴随龙丹妮等综艺人才离开，公司影视节目投资业务重心开始向影视方向偏移，当前披露项目均处于实质性推动阶段，进展符合预期。

表 18：2018-2019 天娱传媒影视剧集储备（投资额：亿，单集售价：万）

项目	投资额	投资占比	进度	集数	预计单集网播售价	预计单集台播售价
《火王之破晓之战》	3.09	9%	已上线	60	700	290
《艳势番之新青年》	3.5	25%	后期中	48	650	300
《千门江湖》	0.42	25%	已上线	40	120.75	无
《蜗牛与黄鹌鸟》	3.5	51%	后期中	50	500	300
《延禧攻略》	2.8	10%	2018-07-19 已播出	70	600	无
《瞄准》	4	19%	后期中	48	800	400

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3.2.2. 内容输出：芒果娱乐&芒果影视，广布优质内容

#### 芒果娱乐

芒果娱乐于 1999 年 8 月 4 日注册成立，是湖南台旗下专业的全媒体娱乐内容制作公司，主营业务包括电视剧业务、综艺节目业务和艺人经纪业务，为各大视频网站及卫视频道提供内容产品。2018 年，公司营收 7.33 亿元，净利润 0.80 亿元。

芒果娱乐近年主营业务以电视剧及衍生业务为核心，辅以节目及衍生业务和艺人经纪业务共同发展。

芒果娱乐对于湖南台的依赖程度正在逐年下降。一方面，芒果娱乐依然与湖南卫视和芒果 TV 保持密切合作，如 2018 年 6 月，芒果娱乐参投 40%，总投资额高达 1.3 亿的翻拍剧《流星花园》由湖南卫视青春进行时剧场和芒果 TV 锁定；另一方面，积极打通外延内容合作，与包括腾讯视频、优酷、爱奇艺等头部视频平台进行深度合作，如 2017 年芒果娱乐收入最高的剧集《我们的少年时代》虽然由芒果娱乐参与出品，但在爱奇艺、PPTV 和腾讯视频播出。

芒果娱乐进行了丰富的项目储备，18 年具有代表性的是已上线的《流星花园》在芒果 TV 总播放量已超过 50 亿次。

### 芒果影视

芒果影视 2011 年成立，与涉及电视剧、电影、综艺、艺人经纪多领域的芒果娱乐不同，其专注于青春偶像剧制作，为湖南卫视“青春进行时”定制栏目剧场的唯一生产组织方和资源协调方。

2018 年，公司营收达到 9.27 亿元，公司净利润 0.54 亿元。《结爱》播放量达 27 亿，被业内誉为 2018 年上半年国产最佳偶像剧，获评“2018 的年度十大精品网络剧”；《远大前程》总价近 6 亿，芒果影视投资比例为 40%，利润贡献明显；另外，《我站在桥上看风景》等周播剧稳居上星卫视同时段全国网、城市网收视第一。

影视剧及相关业务占据芒果影视总营收的 95% 以上。在影视剧及相关业务中，定制栏目剧业务占据核心地位，占比稳定在 75% 以上。

表 19：芒果娱乐 2018-2019 预计上线剧集片单

项目	分类	总投资	投资占比	预计上线时间	主要剧组成员	预计单集售价
《封神》	电视剧	1.62	41%	已上线	王丽坤、罗晋	400
《远大前程》	电视剧	3.46	40%	已上线	陈思成、佟丽娅	1015
《秋收起义》	电视剧	0.6	2.50%	已上线	侯京健、赵韩樱子	200
《男子汉之雷神突击》	电视剧	1.6	20%	未上线	蒋劲夫、杜海涛	545
《金牌投资人》	定制栏目剧	0.9	50%	已上线	杨旭文、张俪	-
《在纽约》	电视剧	3.2	40%	未上线	李易峰、江疏影	975
《隐秘而伟大》	电视剧	2	50%	2019 年 12 月	李易峰、金晨	905
《流水迢迢》	电视剧	2.75	50%	2019 年 12 月	待定	985
《我站在桥上看风景》	定制栏目剧	1	50%	已上线	姜潮、李溪芮	-
《结爱》	网络剧	1.46	40%	已上线	黄景瑜、宋茜	670
《谁将流年抛却》	网络剧	0.3	100%	未上线	待定	345

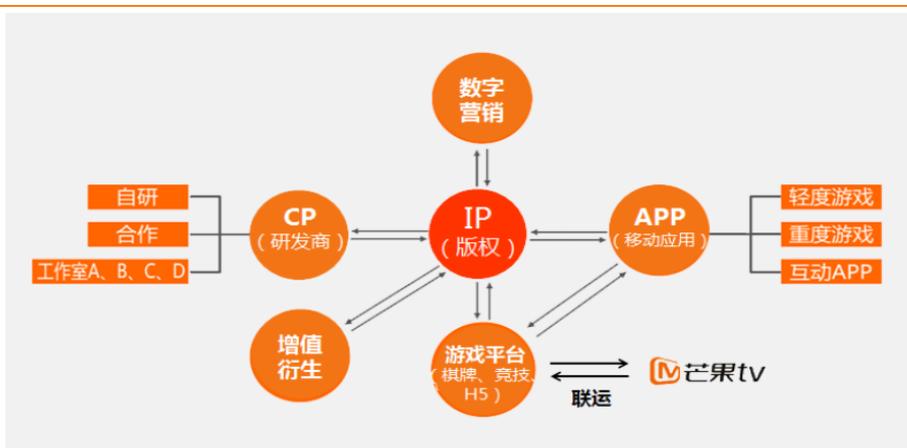
资料来源：公司公告，猫眼专业版，天风证券研究所

### 3.2.3. 衍生：芒果互娱 & 快乐购，延展触角，涉足游戏与零售

#### 游戏：芒果互娱

芒果互娱成立于 2014 年 4 月，是湖南广电旗下唯一的移动互联网游戏及移动应用开发运营平台。公司坚持以游戏业务为核心，以游戏平台、增值衍生、电视互动为三大工具，通过自主研发、联合开发、授权开发等多种形式全力进军移动互联网市场，做 IP 价值的深度挖掘者和专业整合运营商。

图 37：芒果互娱业务模式



资料来源：公司官网，天风证券研究所

芒果互娱因为创立时间较晚，公司依托湖南卫视提供的优质 IP 资源，利用“电视+游戏”的差异化新赛道，实现了营收和净利的快速增长。2018 年，公司营收 1.69 亿元，净利润

0.53 亿元，实现承诺业绩的 101.71%。

内容储备方面，截至 2017 年 12 月 31 日，芒果互娱已储备 40 余款电视节目、影视剧的游戏改编权，包括《快乐大本营》、《天天向上》、《我想和你唱》、《武神赵子龙》等知名 IP。

### 购物：快乐购

受电视购物行业变化、业务结构调整等多种因素影响，媒体零售板块收入和利润均出现大幅下滑，报告期内，营业收入为 19.90 亿元，同比下降 29.74%，板块净利润出现亏损，降低了上市公司整体利润增速。为扭转媒体零售业务收入和利润下滑的局面，公司媒体零售业务板块在报告期内实施了业务结构调整和创新转型，加快社交、IPTV、OTT、IP 电商等渠道布局，推进产业链延伸。家庭消费业务，通过营销创新、IPTV、OTT 新渠道的开拓、会员数据库的深度运营以及优化商品结构、开发定制商品，提升竞争力；社交电商业务，依托“我是大美人 Live”等专业 PGC 内容 IP，持续巩固淘内第一 PGC 机构的地位，通过整合商品供应链和网红店铺的运营，签约红人强化社交关系，提升盈利能力。

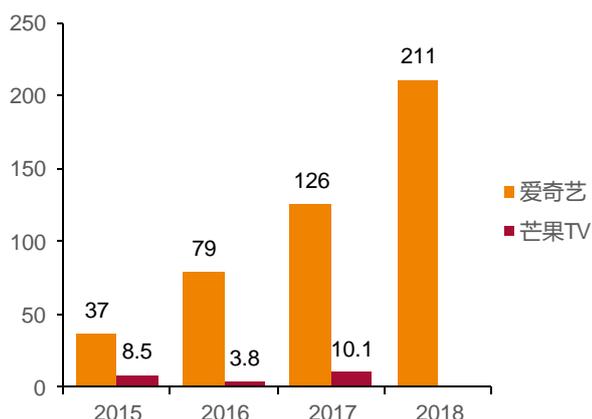
## 4. 区别烧钱模式，芒果打造内容为核心的升级模式

### 4.1. 与爱奇艺财务数据比较：芒果内容成本优势显著

从与爱奇艺财务数据对比中，我们可以看到几个核心差异：

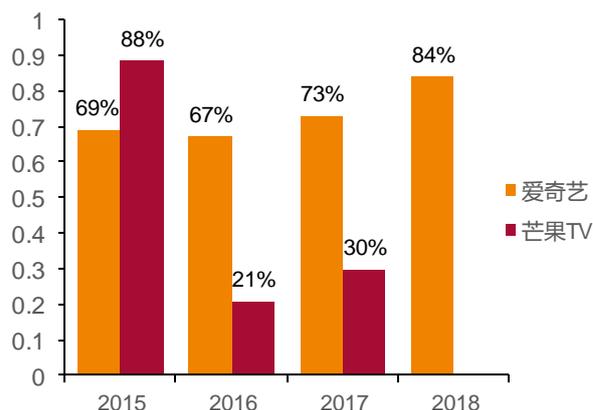
- 芒果 TV 利息收入为负，芒果无负债压力，反而为上市公司提供利息收入；爱奇艺持续融资，3 月底宣布计划融资 10 亿+美元；
- 从芒果超媒的内容成本看，由于披露细节不同的原因，芒果 2018 年未有披露内容成本，但从芒果互联网视频毛利率变化看相对于同行业视频平台爱奇艺，芒果 TV 版权内容成本极低。2018 年，芒果 TV 的内容成本我们预计在 18 亿左右（公司未披露具体值，故下图未标注），也仅仅是爱奇艺成本额的 9%。2015~2018 年，爱奇艺内容成本的复合增速达到了 50%，而芒果 TV 仅为 28%。从内容成本相较于总营收的比重来看，2015~2018 年，爱奇艺将这一比重稳定在 70%左右，上下浮动不大。而芒果 TV 由 2015 年的 88%急剧下降约为 18 年的 32%（有会计政策因素，下详）。

图 38：2015-2018 芒果 TV 与爱奇艺内容成本情况（单位：亿）



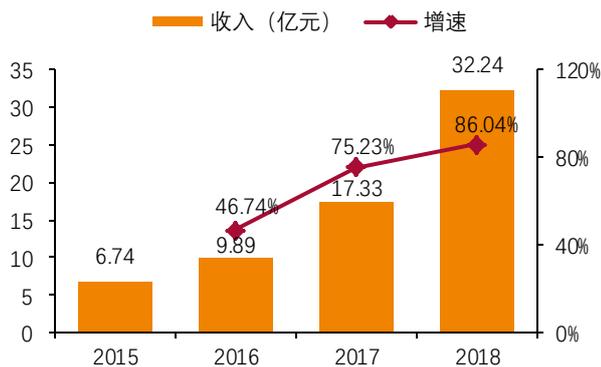
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 39：2015-2018 芒果 TV 与爱奇艺内容成本相较于总营收的比重



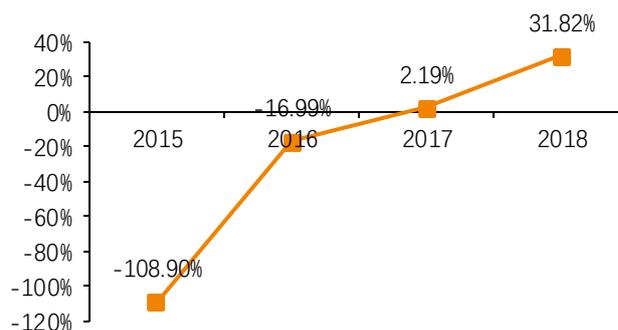
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 40：芒果互联网视频收入及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

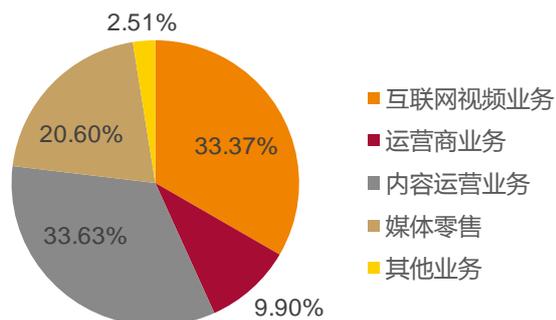
图 41：芒果互联网视频毛利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

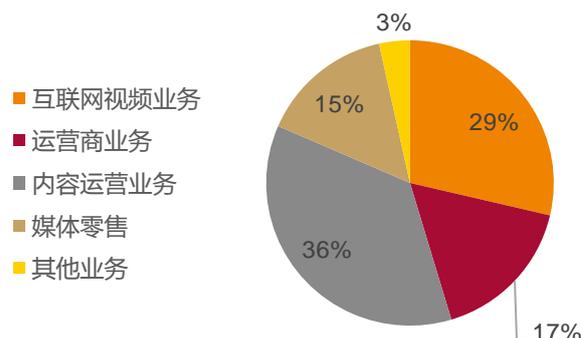
- 从收入结构看，2018 年新媒体平台(快乐阳光)最主要的收入来源于内容运营业务，占比 33.63%，其次互联网视频业务和媒体零售业务分别占比 33.37%和 20.6%，爱奇艺的主要收入来源于会员服务和线上广告服务，分别占比达到 38%和 47%，内容分发收入占比相对较少为 7%。从毛利润占比看，来自内容运营的毛利润占比最高，占 2018 新媒体平台(快乐阳光)总毛利的 36%。

图 42：新媒体平台(快乐阳光) 2018 业务收入占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 43：新媒体平台(快乐阳光) 2018 业务毛利润占比



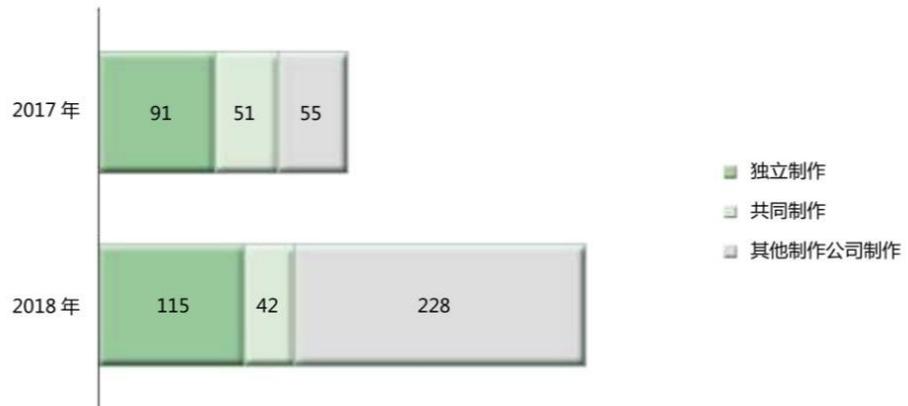
资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 4.2. 综艺逆势实现高度自制，培育综 N 代，形成平台核心内容供给

### 4.2.1. 综艺高度自制，平台自制综艺 18 年播放量同比增长 260%+

芒果 TV 在综艺内容上基本来自平台自制与湖南电视台版权综艺，实现芒果系自制供给，而反观行业网络综艺在 2018 年越来越倾向外部公司制作。2018 年视频网站独立制作的网络综艺节目 115 档，占比 30%，专业制作机构出品的网络综艺节目占比由 2017 年的 28% 上升至 59%。

图 44：2017-2018 视频网站参与出品的网络综艺情况（部）



资料来源：《网络原创节目发展分析报告》，天风证券研究所

进一步看芒果平台自制，芒果 TV 平台自制综艺表现出色：

- 芒果核心的自制能力体现在综艺上，2016 年 TOP10 播放量的自制项目中仅有两部为电视剧，其余全部为综艺，2017、2018 年 TOP10 播放量的自制项目中全部为综艺；
- 流量上，平台自制综艺逐年流量增长明显，截至 18 年底平台自制综艺合计播放量达 157 亿，相较于 17 年 42.5 亿，增长 269%；

表 20：2017、2018 芒果自制综艺表现（亿）

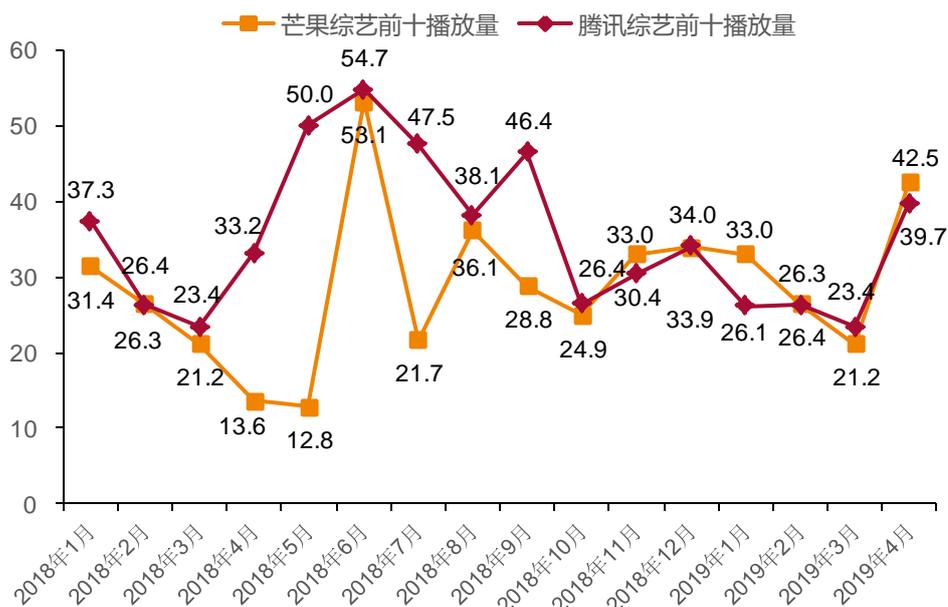
2017 年			2018 年		
节目名称	类型	累计	节目名称	类型	累计
《爸爸去哪儿第五季》	综艺	12.1	《明星大侦探第三季》（跨年）	综艺	37.3
《妈妈是超人第二季》	综艺	6.3	《妻子的浪漫旅行》	综艺	21.8
《变形计 第十三季》	综艺	5.9	《明星大侦探第四季》（跨年）	综艺	17.4
《2017 快乐男声》	综艺	5.0	《妈妈是超人第三季》	综艺	15.6
《明星大侦探第三季》	综艺	4.6	《勇敢的世界》	综艺	15
《芒果捞星闻 2017》	综艺	4.4	《童言有计》	综艺	11.9
《变形记 第十四季》	综艺	2.1	《萌仔萌萌宅》	综艺	11.3
《大本营的秘密花园》	综艺	1.1	《变形计之平行世界》	综艺	9.3
《萌仔萌萌宅》	综艺	0.7	《宝贝的新朋友》	综艺	7.8
《宝贝的新朋友》	综艺	0.4	《真心大冒险》	综艺	5.9
合计		42.5	合计		157

资料来源：骨朵、天风证券研究所

#### 4.2.2. 19 年头部综艺表现不输腾讯，独播综艺占比高

从流量看，由于优酷、爱奇艺陆续关闭前端显示，我们对比腾讯和芒果的流量表现，从行业分析的章节中看到，腾讯实则为 2018 年网络综艺流量表现最好的平台，故比较具有代表性。我们统计了两个平台排名前 10 的综艺流量表现，从头部综艺的流量表现上，19 年 1~4 月，芒果综艺流量表现已经不输腾讯。

图 45：腾讯、芒果头部综艺流量表现（亿）



资料来源：骨朵，天风证券研究所

从节目数看：

从头部综艺的占比看，根据骨朵数据，2018 年全网前 10 播放量的综艺中，芒果占据 4 席。从分月数据看，芒果前十占比明显超过腾讯。备注：视频网络陆续取消播放量前端显示，在未有较好横向比较指标之前，爱奇艺自 18 年 10 月不再罗列前十综艺数量，优酷自 19 年 2 月不再罗列前十综艺数据。

表 21：2018 年综艺网络播放前十（亿）

综艺名称	播放量	播出平台
奔跑吧第二季	72.2	腾讯、爱奇艺
创造 101	53.2	腾讯
明日之子 第二季	52.8	腾讯
极限挑战 第四季	36.3	腾讯、爱奇艺、优酷
偶像练习生	36.2	爱奇艺
向往的生活 第二季	33.3	芒果 TV、爱奇艺
歌手 2018	29.6	芒果 TV、优酷
王牌对王牌 第三季	28.2	腾讯
妻子的浪漫旅行	27.3	芒果 TV
中餐厅 第二季	26.3	芒果 TV、腾讯

资料来源：猫眼，天风证券研究所

表 22：芒果 TV 头部综艺播出数量（部）

	1806	1807	1808	1809	1810	1811	1812	1901	1902	1903	1904
芒果 TV 数量	3	4	5	4	5	6	5	6	7	8	7
其中：版权综艺 (湖南台)	3	4	3	3	4	4	4	5	6	5	3
其中：自制综艺	0	0	2	1	1	2	1	1	1	3	4
其中：独播综艺	0	0	2	1	2	4	4	6	4	6	5
爱奇艺	3	4	2	1	0	1	0	0	4	3	3
优酷	3	1	1	2	2	1	2	0	2	1	2
腾讯	6	8	5	6	6	4	4	4	4	2	2

资料来源：骨朵，天风证券研究所

### 4.2.3. 打造综艺 IP，形成综 N 代

截至 2018 年，芒果 TV 播出的综 N 代仅 3 档，2019 年随着《妻子的浪漫旅行》、《哈哈农夫》、《野生厨房》、《我家那小子》、《勇敢的世界》、《真心话大冒险》等第一季的成功，有望推出续作，综 N 代量将大大增加。

图 46：2018 年视频网站综 N 代

作品部数	12部	8部	6部	3部	2部
作品名称	明日之子2 吐槽大会3 放开我北鼻3 拜托了冰箱4 不可思议的妈妈2 现在就告白3 美食告白记2 现在就告白2 明星健身房2 吐槽吐槽大会3 就匠变新家2 王者历史课2	火星情报局4 变形计之平行世界 举杯呵呵喝2 圆桌派2 故事王2 了不起的匠人3 局部2 大片起来嗨2	妈妈是超人3 奇葩说5 奇葩大会2 坑王驾到3 心动宅急送2 爱笑会议室2	明星大侦探4 妈妈是超人3 变形计16	送一百位女孩回家2 送一百位女孩回家1

资料来源：艺恩，天风证券研究所

以《明星大侦探》为例：

《明星大侦探》是芒果 TV 原生自制综艺，属于创新性明星推理真人秀节目，注重剧情和逻辑推理，主打青年白领高智商人群，实现节目的高收视率及深度互动，帮助广告主量身定做内容营销，树立优质品牌形象。《明星大侦探》作为中国首档明星推理综艺秀，内容包括“30%跌宕剧情+40%综艺搞笑+30%智能推理”，堪称综艺版的《唐人街探案》。

《明星大侦探》系列播放量连创新高，截止到 2019 年 5 月，前四季播放量分别为 12.1 亿、23.0 亿、37.3 亿和 25.3 亿，播放量长期蝉联网综第一宝座，各期豆瓣评分高居不下，分别为 9.0、9.0、9.1 分和 8.7 分。

表 23：《明星大侦探》前四季基本信息

综艺名称	上线时间	收官时间	平台	播出时间	豆瓣评分	播放量（亿）
明星大侦探 1	2016 年 3 月 27 日	2016 年 6 月 23 日	芒果 TV	每周日 20:00	9.0	12.1
明星大侦探 2	2017 年 1 月 13 日	2017 年 4 月 14 日	芒果 TV	每周五 12:00 (非会员每周六 12:00)	9.0	23.0
明星大侦探 3	2017 年 9 月 22 日	2018 年 1 月 26 日	芒果 TV	每周五 12:00 (非会员每周日 12:00)	9.1	37.3

明星大侦探 4	2018年10月26日	2019年1月25日	芒果TV	每周五 12:00 (非会员每周日 12:00)	8.7	25.3
---------	-------------	------------	------	-----------------------------	-----	------

资料来源：芒果 APP，豆瓣，天风证券研究所

### 4.3. 2019 综艺招商分析：多元素开拓综艺新标杆，全面挖掘类型价值

我们综合了芒果 TV 2018 年年底以及 2019 年 5 月最新的招商信息整理综艺项目情况：

在 2019 年综艺编排中，“脑力开发系列”“心智成长系列”“新型婚恋系列”“代际情感系列”“关爱社会系列”“美好生活系列”“人文品德系列”“大型活动系列”八大系列重磅出击，聚焦青少年群体、宣扬年轻态度。

芒果 TV 将延续现有爆款综艺 IP，《明星大侦探 5》、《妻子的浪漫旅行 2&3》、《勇敢的世界 2》等 S 级综艺全面升级，创新再续。超大型密室游戏秀《明星大逃脱》、农村生活体验对抗真人秀《哈哈农夫》……十支以上马栏山血统精尖制作团队，将有望在 2019 年产出 15 档以上具有头部潜力的自制节目。

表 24：芒果 TV 2019 招商综艺（标黄部分是在 2019 年 5 月招商中披露的项目，根据实际情况删除了部分项目）

节目系列	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度
脑力开发系列	《明星大侦探 4》	《密室大逃脱》	《勇敢的世界 2》 《闪耀的路人甲》	《明星大侦探 5》
心智成长系列		《年少可期》	《一路成年》 《青春初耳学》 《肌战》	
	《变形记 2019》（全年）			
新型婚恋系列	《妻子的浪漫旅行 2》	《我最爱的女人们》	《妻子的浪漫旅行 3》 《新生日记》	《婚前 21 天》
代际情感系列	《女儿们的恋爱》	《童言有计 2》		《女儿们的恋爱 2》
关爱社会系列	《哈哈农夫》		《功夫学徒》	《老板的紧箍咒》
美好生活系列	《野生厨房》		《哎呀好身材》	《野生厨房 2》 《音乐奇遇记》（待定）
大型活动	《青春芒果节》《芒果捞星闻》《甜蜜的任务》			
人文品德系列	《学霸说》《一起读书》	《她说》	《欢迎来到我们的世界》	《一通电话》
	《我爱你，中国》《我的青春在丝路》《在那遥远的地方》《不负青春不负村》《永不褪色的经典》《我的中国心》《改革正道是沧桑》			

资料来源：芒果 TV，天风证券研究所

此外，芒果独家拥有湖南台综艺节目网络版权形成自制外的丰富补充，给芒果 TV 平台流量、版权分销带来独家的优势。在综艺节目方面，2018 年综艺节目 TOP 10 中湖南卫视便强势占据 6 席，10 档节目上榜综艺 TOP 20 榜单，周末档综艺平均直播关注度位列榜首，收视达 1.25%，王牌综艺持续维稳，综 N 代表现抢眼，新综艺势头凶猛。

根据 5 月芒果招商会在 19Q3\Q4 湖南卫视核心的版权综艺将有《中餐厅》、《亲爱的客栈》、《我家那小子》、《我家小两口》、《声入人心》、《一出好戏》、《我心舞动》、《百团盛典》、《恋梦空间》、《巧手特工》、《书法大会》、《神奇的汉字》等季报节目，以及《快乐大本营》、《天天向上》等常播节目。

从横向对比看，芒果无论是发布综艺数量还是自制数量，均不逊色于 BAT。且芒果自制化程度更高，BAT 的自制有较多的联合出品的情况。从类型看：

- 爱奇艺重点有《中国新说唱》、《偶像练习生》选秀类节目，同时多档少年风综艺如《国

风美少年》、生活趣类综艺如《奇葩说 6》等；

- 腾讯也将打造选秀类综艺如《创造 101》、《明日之星》作为拳头栏目，此外继续聚焦情感综艺如《女儿们的男朋友》、《我们是真正的朋友》、《亲爱的，结婚吧！》等，此外腾讯还在垂直领域加大布局如职场类《朝阳里 N3》，体育类《极限青春》等领域；
- 优酷同样瞄准了选秀市场，开年重磅综艺即是《以团之名》，“这就是”系列上，《这就是街舞》、《这就是灌篮》都将制作第二季，同时推出《这就是原创》联合多档节目，继续深耕音乐领域，同样在情感类节目中计划推出《想谈个偶像剧一样的恋爱》。

从节目类型上看，优爱腾无一例外均瞄准了选秀市场，大量男团女团的综艺将成为核心项目，同质化竞争中，差异度与创新成为竞争要点，在 19Q1 的实际表现中选秀综艺表现差强人意。同时，优爱腾芒均将恋爱类综艺作为要点，其中在类型上有所相同，如腾讯《我女儿们的男朋友》与芒果《女儿们的恋爱》、同类竞争更加考验双方制作能力。相较于优爱腾，芒果优势的《明星大侦探》为代表的脑力开发系列将添加重磅新成员《密室大逃脱》进一步巩固差异化类型上的独特优势。

表 25：优爱腾芒 2018 年末披露的综艺片单（爱奇艺片单剔除了 18Q3 开播综艺后统计）（部）

	综艺目前披露数量	自制	版权
爱奇艺	约 43	约 23	约 20
腾讯	约 46	约 40	约 6
优酷	约 19	约 16	约 6
芒果	约 50	约 36	约 14

资料来源：爱奇艺，腾讯，优酷，芒果 TV，天风证券研究所

#### 4.4. 自制团队分析：稳定的精尖综艺团队，造就核心竞争力

芒果 TV（快乐阳光）拥有逾千人的内容制作团队，具有国内领先水平的专业人才团队、技术设备、拍摄基地及整合运营能力，形成了良好的市场口碑和品牌影响力，可自主或联合创作完成各类题材影视剧与热门综艺。

现在芒果已经有了十余个自制团队，以《明星大侦探》的何忱为核心，试点建立了盒子工作室，激发创作活力。芒果 TV 吸取了湖南台发展多年的优秀经验，除了工作室外，还在公司内部实施芒果合伙人及青年 CEO 等制度，建立了开放、创新的人才激励机制和具备行业领先水平的规模自有团队。

芒果 TV 与湖南卫视一脉相承。据广电独家，湖南卫视目前已形成 12 个工作室，这 12 个工作室拥有湖南卫视 26 个节目团队中 51% 的导演人数，主创完成了湖南卫视接近 80% 的自办节目量，赢得超过 90% 的频道营收，进入样片制作和上档播出的所有创新方案中的 70% 也是来自这 12 个工作室。

湖南卫视工作室机制注重创新与人才管理，例如，每个工作室 7 名核心成员可分享全工作室 70% 的项目价值奖；工作室“签约成员”须签订《特殊人才保护协议》，设定竞业禁止和竞业限制条款；实行制作人与项目总导演分设，鼓励制作人优先指派 35 岁以下优秀导演担任项目总导演，给工作室增添活力。

表 26：湖南卫视十二大授牌工作室及其代表作品

工作室名字	代表作品
王琴工作室	《我想和你唱》《儿行千里》《金鹰节颁奖晚会》
沈欣工作室	《天天向上》《2018 小年夜春晚》
刘建立工作室	《汉语桥》《全球华侨华人春节大联欢》
陈歆宇工作室	《亲爱的客栈》《2016-2017 跨年演唱会》
徐晴工作室	《声临其境》《一年级》
刘伟工作室	《快乐大本营》《中餐厅》《透鲜滴星期天》
王恬工作室	
孔晓一工作室	《快乐男声》《超级女声》《2016 小年夜春晚》《少年说》《汉语桥》《夏日

甜心》

秦明工作室	《中华文明之美》《嗨！看电视》《快乐中国剧好看》
卞合江工作室	《变形记》《妈妈的牵挂》《爸爸去哪儿》《妈妈是超人》
洪啸工作室	《我是歌手》《歌手》
安德胜工作室	《幻乐之城》《全员加速中》

资料来源：湖南卫视，天风证券研究所

同时，芒果系中人才打通，双方复用，如何忱成功打造了《明星大侦探》系列综艺，在 2018 年开发了《我是大侦探》在湖南卫视播出。

表 27：湖南台节目团队管理体制

体制	落实
团队化管理，平台高效运转	制片人竞聘，肯定员工价值 任务式驱动，扁平化管理
强大后台实现平台协同效应	节目制作中心：推动项目合作，提供后勤保障 总编室：配合团队宣传，及时反馈市场 创新研发中心：发现市场需求，激励整合创新

资料来源：湖南卫视，天风证券研究所

芒果系（芒果 TV+湖南卫视）一直是全市场综艺人才输出源头，我们统计 16~18 全网络综艺前十名制片人的情况，发现超过半数的头部综艺制片人出自芒果系，仍有 60% 以上的制作人仍就职于芒果系。

表 28：芒果系输出了国内核心综艺人才（人）

	制作人出自芒果系数量	仍旧就职芒果系	就职比例
2016	5	3	60.00%
2017	6	5	83.33%
2018	6	4	66.67%

资料来源：猫眼 pro，天风证券研究所

从内部人事的变动看，芒果 TV 和湖南卫视 15~18 年人才团队稳定性较高，核心制片人队伍中，我们统计了每年 TOP 的自制栏目人员的变动情况，由于部分数据缺失，从我们统计的已有资料看，绝大部分仍在芒果系就职。从芒果系出走的制片人中相对比较知名的有谢涤葵（《奇妙的朋友》）、陈刚（《快乐男声》）等人才，但同时，凭借强大的品牌与机制，新的人才队伍正在不断扩充，芒果人才体系形成不重度依赖个人，不断涌现新人才的良好格局。

#### 4.5. 股东协同：联动但不依赖湖南卫视优质节目版权

芒果 TV 内容收入主要得益于湖南台的资源支持以及自身体系化的自制能力，此外还有来自于其他影视项目的投资收入。芒果 TV 是湖南台唯一新媒体平台，电视台由于其特殊性暂无法资本化，所以可以预期湖南台对芒果超媒的支持是可持续的。

##### 4.5.1. 湖南台予以所有版权资源，使得芒果版权投入具备高性价比。

湖南台优质的版权资源输送：1）现金流支持：2018 以前，湖南台节目以增资形式注入快乐阳光，未发生实际现金流开支；2）历史版权授予：湖南台将其制作，并在湖南卫视于 2015 年 1 月 1 日之前播出的电视节目的网络版权，授予快乐阳光。3）未来版权的锁定：快乐阳光的未来版权采购交易，双方基于市场竞争协商确定成交价格，2018-2020 年分别以为 4.51 亿、4.96 亿、5.46 亿的价格购入节目转播权，每年增幅比例为 10%。可以从未来的开支计划中看出，湖南台版权价格的增幅最低。

表 29：芒果 TV 未来内容开支计划（单位：亿）

类别	2017（实际）	2018	2019	2020
----	----------	------	------	------

湖南台采购	3.88	4.51	4.96	5.46
同比增速		16.15%	10.00%	10.00%
外购	11.92	18.87	22.12	25.46
同比增速		58.25%	17.25%	15.09%
自制	4.38	10.00	11.29	12.50
同比增速		128.12%	12.90%	10.72%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

芒果 TV 获取湖南优质版权后，不仅仅在自有平台上进行播放，还进行了分销。根据公司公告，以《歌手 2017》为例，版权原值为 3682.20 万元，芒果 TV 分销给了优酷和腾讯音乐，分别作价 1.89 亿、5660.38 万元，在版权分销上即实现了盈利。根据重组报告披露，我们可以看到分销湖南卫视的版权所取得的收入，在其内容运营收入占比大约在 50%左右，随着影视投资与自制综艺、平台收入占比的提高，未来依赖于湖南卫视版权分销所取得的收入不会有显著的提高。

表 30：TOP10 湖南台版权分销情况（18 年未披露，单位：亿）

	2015	2016	2017
TOP10 湖南台版权分销金额	1.02	2.36	4.78
快乐阳光内容运营收入	1.19	4.51	9.87
TOP10 湖南台版权占比	85.62%	52.36%	48.46%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

#### 4.5.2. 会计政策合理调整

会计政策的调整：1）快乐阳光在 16 年以前采用 非常激进的摊销方式，同步的综艺、首轮影视剧分别按照播出期间、1 年进行直线摊销，非播出期的综艺和非首轮的影视直接计入当期成本；2）2016 年，快乐阳光调整会计方式，根据不同版权重新评估了摊销的方式，虽然摊销带来了一定业绩的增厚，但与同行比较仍为合理。按照版权的授权期限进行测算，2016 年、2017 年快乐阳光净利润会相应增加 1.30 亿和 5.87 亿。

表 31：快乐阳光摊销政策变更

<b>变更前摊销政策</b>	综艺节目网络传播权在综艺节目于卫视同步播出期间（首轮）直线摊销；属于卫视同步播出期间（首轮）之外，直接计入当期成本；影视剧网络传播权在中国大陆境内首轮播出的，在 1 年内直线摊销；属于首轮播出之外的，直接计入当期成本；其他版权在中国大陆境内首次播出期间直线摊销，属于首轮播出之外的，直接计入当期成本。
<b>变更后摊销政策</b>	影视版权确认为无形资产时，在版权受益期内按以下原则摊销：若为永久版权则受益期确定为 5 年，以及受益期间确定且大于 3 年（含）的影视剧版权，按 532 摊销法摊销（首个 12 个月内平均摊销无形资产价值的 50%，第二个 12 个月内平均摊销无形资产价值的 30%，其余 20%在以后剩余受益期内直线摊销）；若受益期间超过 2 年（含）但小于 3 年按五五分摊法（首个 12 个月摊销 50%，其余 50%在剩余受益期内直线摊销）；若受益期小于 2 年在受益期内按月直线摊销。当影视版权用于分销时，分销后公司与交易对手共享或各自享有影视版权的使用权、收益权等，应在符合收入确认条件之日起，按收入金额与无形资产账面摊余价值孰低的原则结转无形资产账面成本，若结转成本后无形资产摊余价值仍大于零，继续在剩余的摊销期按原有的摊销方法摊销。

资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 32：同行业可比上市公司影视版权类无形资产摊销政策

公司名称	证券代码	影视版权类摊销政策
东方明珠	600637	合同期限小于 12 个月，在合同约定期限内按年限平均法摊销；合同期限大于 12 个月，在合同约定期限的前 6 个月内平均摊销原值的 50%，在合同约定的剩余期限内平均摊销剩余的 50%；无合同期限，前 6 个月平均摊销原值的 50%，在 2 年半内平均摊销剩余的 50%。
爱奇艺	IQ.O	独家版权，基于历史播放数据加速摊销；授权版权按照直线法摊销，未披露摊销年限。
Netflix	NFLX.O	加速摊销，90%的版权最长摊销年限为 4 年。

资料来源：招股书，天风证券研究所

表 33：摊销政策变更对报告期内财务报表的影响（单位：亿）

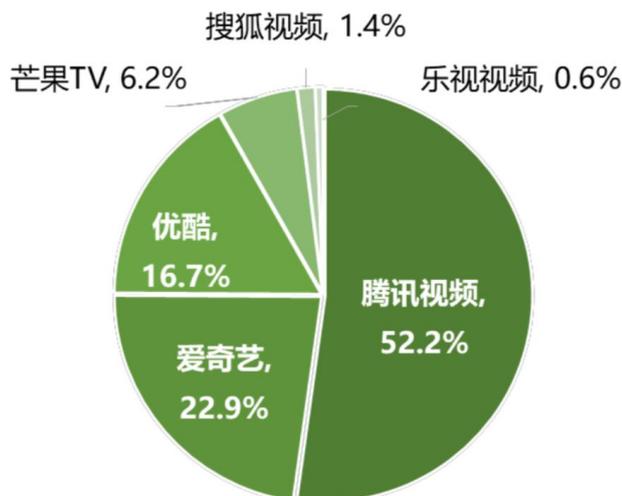
项目	2017 年度			2016 年度		
	变更前	变化数	变更后实际数	变更前	变化数	变更后实际数
无形资产	7.19	10.90	18.09	4.78	4.95	9.73
营业成本	29.15	-5.95	23.20	21.83	-4.95	16.88
净利润	-1.06	5.95	4.89	-11.89	4.95	-6.94

资料来源：公司公告、天风证券研究所

#### 4.6. 影视分析：片单持续升级，打造影视自制团队

2018 年全网电视剧视频点击总量为 6004.9 亿次，这个数据可能受到爱奇艺 2018 年 10 月后不再披露前端播放量的影响，腾讯占比较高，达 52.2%，芒果 TV 播放量占比仅 6.2%，说明目前剧集流量为公司短板。

图 47：2018 年全网电视剧视频点击量来源占比



注：视频点击量占比小于 0.1%，忽略不计。

资料来源：美兰德，天风证券研究所

我们认为，剧集前期投入较少，是公司出于战略的选择，前期市场独播头部剧动则千万单集的售价，造成 BAT 普遍进入非理想烧钱的模式，驱动了行业泡沫。当前，在政策调控下，视频平台的购剧开始趋于理性，成为芒果重拾剧集发展的行业契机。

从 2019 年片单看：

结合 5 月最新招商，我们更新了公司储备剧目的片单，目前，不仅有海量剧集打造最热销

春剧场，还有青春教父赵宝刚五年磨一剑《青春斗》、国民励志大剧《巨匠》、聚焦青春校园与家庭成长话题大剧《少年派》等重点剧，更有《网球少年》、《海棠经雨胭脂透》大剧独播，相较于 2018 年独播的头部剧《流星花园》，大剧实力更进一步。

表 34：2019 芒果 TV 剧目储备（网台剧标黄为独播）

类别	剧集名称	类别	剧集名称
台网剧	《巨匠》(2019 年 5 月)	网剧	《陪你到世界之巅》(近期播出)
	《青春斗》(2019 年 3 月)		《我的波塞冬》(2019 年 4 月)
《海棠经雨胭脂透》(2019 年暑期)	《出线了！初恋》(2019 年 4 月)		
《你好检察官》(待定)	《我与你的光年距离 2》(2018 年 12 月)		
《最后的我们》(2019 年 Q4)	《不可思议的晴朗》(2019 年 6 月)		
《锦衣之下》(待定)	《恋爱风线》(待定)		
《我不是购物狂》(2019 年)	《六爻》(待定)		
《幸福的理由》(待定)	《你好，对方辩友》(2019 年 4 月)		
《天下无诈》(2019 年 1 月)	《我有特殊沟通技巧》(2020 年 Q1)		
《少年盾》(待定)	《我的奇妙男友 2》(2019 年 2 月)		
《大宋少年志》(2019 年)	《惹上冷殿下 2》(待定)		
《佳期如梦之海上繁花》(待定)	《三千鸦杀》(2020 年 Q1)		
《亮剑之雷霆战将》(待定)	《白昼星辰》(待定)		
《暖暖的幸福》(2019 年 1 月)	《蜀锦人家》(待定)		
《爱的正确标记法》(待定)	《奈何 boss 又如何》(2020 年 Q1)		
《少年派》(2019 年)	《一夜新娘》(2019 年 Q4 或 2020 年 Q1)		
《我们都要好好的》(2019 年 5 月)	《无法恋爱的殿下大人》(2020 年 Q1)		
《鳄鱼与牙签岛》(2019 年)	《楼下女友请签收》(2019 年 Q4)		
《火王》(2018 年 11 月)	《时光与你都很甜》(2019 年 11 月)		
《悲伤逆流成河》(2019 年)	《身为一个胖子》(2019 年 12 月)		
《网球少年》(2019 年)	《那小子来自冰箱》(2019 年 Q4 或 2020 年 Q1)		
《让全世界都听见》(2019 暑期黄金档)	《食分喜欢你》(2019 年 8 月)		
《资深少女的初恋》(2019-2020)	《良辰多喜欢》(待定)		
《少年巴比伦》(2020 年)	《彗星来的那一夜 2》(2019 年 12 月底)		
		mini 剧	《彗星来的那一晚》(2019 年 2 月)
			《食久记》(待定)
			《天使投资人》(待定)
			《30 分钟浪漫路》(待定)
			《神秘漫改泡面剧》(待定)
			《明星大侦探》(19Q1)

资料来源：芒果 TV，天风证券研究所

相较于优爱腾百亿级预算，芒果剧集方面仍有一定的差距，2018 年末招商，爱奇艺披露了百部剧集，腾讯也达到了 80 部，优酷秋集披露 69 部剧集，在大剧独播方面更具优势。

在未来，芒果还会加大对版权剧的采购，弥补剧集的短板。募集的 20 亿配套资金，其中 15 亿用于外购版权，拟以网络独播方式采购 5 部卫视年度重点电视剧（共 250 集），弥补剧集方面的短板。

在剧集方面，芒果同样重视自制：

- 芒果超媒积极组建网剧团队，复制综艺内容经验到网剧工作室。2019 年 6 月，芒果

超媒总经理蔡怀军表示,2019 年芒果 TV 将至少布局 30 部自制剧,是 2018 年的 3 倍,剧集题材上不局限于爱情题材,而是延伸至青春、竞技、偶像等多个品类。目前芒果 TV 已经拥有 3 个“内部工作室”,6 个“战略工作室”,预计 2019 年芒果 TV 影视剧工作室总数将达到 15 个。

- 2019 年 5 月,推介会上,芒果超媒副总经理、芒果 TV 副总裁郑华平与合作伙伴完成了“新芒计划”战略工作室签约仪式,其中包括观达影视、颖立传媒、星莲影视、晨星盛世、霄然影业、同旭传媒、华晨美创等 7 家公司。“新芒计划”主要规划是,一专项基金操作,上市公司芒果超媒及其子公司每年合计配套 7000 万,作为“新芒计划”专项基金,重点用于锁定市场内外优质文学 IP。二双平台孵化,入选“新芒计划”的精品,直接由芒果 TV 定制进入生产环节。优秀的项目,优先打通湖南卫视和芒果 TV 双平台播出。三试错机制,也是最重要一点,芒果主投主控出品,平台兜底,大胆试错,长久共赢。
- 2014 年芒果 TV 就开始逐步布局自制剧,《金牌红娘》、《终极游侠》、《半妖倾城》、《古镜》、《亲爱的王子大人》、《我的波塞冬》、《火王》等剧集陆续播出。目前,快乐阳光(芒果 TV 平台主体)目前影视剧投资储备了《那座城这家人》、《我的波塞冬》、《我们都要好好的》、《隐秘而伟大》、《大宋少年志》等优质项目。

表 35: 快乐阳光影视剧项目储备

影视剧名称	主投/参投	投资占比	集数
《亮剑之雷霆战将》	参投	10%	50
《男子汉之雷神突击》	参投	10%	40
《少年盾》	参投	20%	40
《鳄鱼与牙签鸟》	主投	50%	50
《六叉》	主投	50%	40
《鸡零狗碎的青春》	主投	50%	25
《三千鸦杀》	主投	40%	50
《codeblue》	主投	50%	24
《没有玫瑰的花店》	主投	50%	24
《33 分侦探》	主投	50%	24
《最后的朋友》	主投	50%	30
《BloodXBlood》	主投	50%	40
《我有特殊的沟通技巧》	主投	50%	40
《你好, 检察官》	主投	60%	42
《掎客》	参投	18%	42
《我的波塞冬》	主投	100%	40
《我们这代人》	参投	20%	40
《锦衣之下》	参投	15%	60
《我们都要好好地》	参投	60%	45

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

#### 4.7. 超芒计划: 分账网大、网剧丰富内容生态, 打造开放平台

2018 年 10 月, 芒果 TV 推出“超芒计划”, 正式布局网络大电影市场。“超芒计划”以芒果生态为引擎, 旨在面向网络电影生产者提供包含内容、平台、资源等在内的一站式服务, 构建网生内容发展的立体式生态。截至 2018 年底, 芒果 TV 平台已累计上线 20 余部网络大电影。“超芒计划”具体可划分为开放 IP、开放平台、资源整合和生态赋能四个部分。

##### 开放 IP

“超芒计划”将开放芒果 TV 的头部综艺 IP 和自有的优质 IP, 并联合内容生产者进行超级

IP 的孵化与开发。如顶级综艺 IP《明星大侦探》被进行网络剧开发。网络剧版本 4-6 集一季，每集 40 分钟，由综艺原班制作团队打造，30 个推理综艺团队提供内容支持。自有 IP《火王》系列等也备受关注。

表 36:《芒起来》发布会披露芒果 TV 将开放的热门 IP

IP 名称	IP 类型	累计网播量 (点击量)
明星大侦探	综艺	69.9 亿
勇敢的世界	综艺	16.7 亿
妻子的浪漫旅行	综艺	14 亿
真心话大冒险	综艺	5.9 亿
重返地球	综艺	1.7 亿
地球上线	文学	546.3 万
六爻	文学	529.1 万
我有特殊沟通技巧	文学	468.3 万
火王	漫画	\

资料来源:《芒起来》,猫眼专业版,晋江文学,天风证券研究所

### 开放平台

芒果 TV 将为内容合作方打造开放平台,提供涵盖内容运营、粉丝管理、数据反馈等在内的一体化服务,实现内容创作者、平台、用户的互联互通。在分成模式上,芒果 TV 将为合作方提供全网最高的保底金额和拉新奖励。网络大电影的分账收益由保底+分成两部分构成,即成本保底加有效付费点播分成收益。

根据芒果 TV 网络电影评级标准,不同级别影片将会有不同的保底和分成比例。B 级以上的影片均有保底,最高保底比例 100%,超 S 级项目将买断合作。

表 37:超芒计划网络电影分账规则

评级	保底比例	有效付费点播单价(元)	合作模式	付费分成周期
S	买断	\	独家	\
	保底 3/4 及以上	4.5	独家	6 个月
A	2/3	3.0	独家	6 个月
B	1/2	2.0	独家	6 个月
C	无	1.0	非独家	6 个月

资料来源:超芒计划,天风证券研究所

网剧分账收益主要由分成+拉新奖励两部分构成,S 级以上项目可保底。

表 38:超芒计划网剧分账规则

评级	合作方式	合作模式
S	保底+分成+会员拉新奖励	独家
A	分成+会员拉新奖励	独家
B	分成+会员拉新奖励	独家
C	分成	非独家

资料来源:超芒计划,天风证券研究所

芒果 TV 打造开放平台将做到数据透明化。目前芒果 TV 网生内容合作平台已上线,将为合作方提供专属账号,查询分账项目点播数据及分成收益,保证数据公开透明。

## 5. 盈利预测与估值

### 5.1. 盈利预测

关键新媒体平台运营相关收入的假设：

- 1) 会员收入：截至 19Q1，公司付费会员已经达到 1331 万，考虑到 1) 国内视频网站付费会员相较于全体网民的渗透率在 31%左右，美国在 38%左右(不去重，且在提高过程)，2) 爱奇艺腾讯相较于 MAU 的付费率在 17%左右，芒果 TV 在 11%；我们预计 19~21 芒果 TV 会员仍保持较高增速，19/20/21 平均会员数(期初+期末的平均数)约为 1300/1800/2100。
- 2) 广告收入：芒果 TV 广告 80%来自内容营销，伴随芒果 TV 平台内容的 S 级内容的不断涌现，我们预计广告业务亦将有较快增速。我们预计 19~21 年广告平均增速在 31%左右；
- 3) 运营商业务：运营商业务相关的 IPTV 及 OTT，伴随渗透率的提升，我们预计 19~21 年平均相关收入为 20%左右；

2、毛利率及费用率假设：

我们预计伴随规模效应平台毛利率将有所提升，假设 19~21 年公司毛利率为在 35%左右。我们假设公司 19~21 年综合期间费用率在 23%左右，得益于规模效应，毛利率逐年略增，期间费用率逐年略降。

3、上市公司盈利预测：

我们预计公司 2019-2021 年营收分别为 122.19/141.28/154.78 亿，分别同比增长 26.48%/15.63%/9.55%；归母净利润分别为 11.24/14.95/18.09 亿，分别同比增长 29.85%/33.05%/20.94%。

### 5.2. 估值

从估值方法看，PE 估值方式由于海外可比公司亏损或微利，A 股无可比视频平台，故不适用，我们采用分部估值角度看。

#### 分部估值

从海外上市视频平台看 19 年 PS 在 3~8 之间，从盈利结构看：1) Netflix 主要依靠订阅费用；2) 爱奇艺订阅与广告是主要收入；3) 哔哩哔哩主要依靠流量变现。芒果从盈利结构看更接近于爱奇艺。进一步拆分爱奇艺估值：

- 爱奇艺指引 19 年会员增加不低于 18 年(3660 万)，即到 2019 年年底订阅会员达 1.24 亿，按照平均增长假设，延续 19Q1 近 12 元月 ARPU 计算，爱奇艺 19 年有望实现会员收入有望达到 152 亿人民币；
- 按照彭博一致预期，则爱奇艺广告及其他收入预计约 167 亿，若参考百度、微博业务予以 2x PS，对应市值 334 亿，对应付费会员为 4x PS；同样明显低于 Netflix，我们认为可能是认知差异，以及对国内付费用户面临天花板，行业格局仍未收拢的担心所致。

根据我们预测，快乐阳光(芒果 TV) 2019 年会员收入约 16 亿，广告收入约 36 亿，内容分销收入约 15 亿，运营商收入及其他收入约 12 亿。我们对标如下：

- 根据行业部分，芒果付费会员基数较低，尚有相对多的空间，我们对会员部分予以 8x PS，则该部分估值为 128 亿；
- 19Q1 品牌主持续增长，综艺 IP 持续养成，趋势明显好于广告行业大盘，广告及业务予以 4x PS，则该部分估值为 144 亿；
- 内容分销获得湖南卫视及自制团队的持续性支持，有别于优爱腾主要目的为资源打通

与互换的模式，考虑到国家税率优惠政策，我们预计该业务净利率有 30%左右，对应净利润 4.0 亿左右，考虑围绕湖南卫视内容以及芒果自制内容分销有较强可持续性，予以 20x PE，则可持续的内容分销估值为 80 亿；

- 运营商部分对标新媒股份,18 年净利润率为 30%左右(芒果运营商 18 年毛利率 60%+,新媒股份 57%,二者接近),按照该净利润率假设,19 年运营商板块净利润约 3.6 亿,对标,予以 30x PE,则该部分估值约 108 亿;
- 我们预测快乐阳光外子公司净利润约 2 亿,该部分系围绕芒果生态的影视内容、艺人经济、游戏、零售以及其他流量变现的生态建设,予以行业游戏娱乐公司中性估值 15 x PE,估值 40 亿。

芒果超媒合计估值应为 490 亿,对应股价为 46.79 元,予以买入评级。

表 39: 可比公司估值 (20190710)

	市值(亿)	营收 19E (亿)	营收 20E (亿)	19PS	20PS	MAU(亿)	付费用户 (亿)	单 MAU 市值	单付费用户 市值
爱奇艺	¥998	¥319	¥396	3.13	2.52	5.38	0.97	¥186	¥1,029
Netflix	¥11,437	¥1,393	¥1,722	8.21	6.64	-	1.49		¥7,676
哔哩哔哩	¥357	¥65	¥95	5.46	3.75	1.01	0.06	¥353	¥5,945
芒果	¥387	¥118	¥141	3.29	2.75	1.11	0.13	¥349	¥2,977

资料来源: 彭博, 天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,104.92	2,526.41	3,434.07	3,591.94	3,639.89
应收票据及应收账款	215.59	1,434.08	1,281.25	1,465.95	1,543.63
预付账款	200.34	2,010.09	2,008.90	2,109.40	2,396.63
存货	73.71	2,214.81	2,250.73	2,639.75	2,992.79
其他	400.64	479.97	481.14	534.98	451.75
<b>流动资产合计</b>	<b>1,995.18</b>	<b>8,665.36</b>	<b>9,456.09</b>	<b>10,342.02</b>	<b>11,024.69</b>
长期股权投资	16.65	215.54	215.54	215.54	215.54
固定资产	115.64	207.01	224.03	261.12	297.27
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	47.11	2,856.32	3,865.21	4,799.03	5,585.16
其他	99.70	167.14	142.18	115.56	101.63
<b>非流动资产合计</b>	<b>279.10</b>	<b>3,446.01</b>	<b>4,482.95</b>	<b>5,460.86</b>	<b>6,271.36</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,274.28</b>	<b>12,111.38</b>	<b>13,939.05</b>	<b>15,802.88</b>	<b>17,296.05</b>
短期借款	35.95	196.10	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	293.05	3,629.80	3,068.52	3,108.93	3,086.86
其他	222.08	2,353.56	1,848.54	2,211.30	1,928.45
<b>流动负债合计</b>	<b>551.08</b>	<b>6,179.46</b>	<b>4,917.06</b>	<b>5,320.24</b>	<b>5,015.31</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	3.95	257.67	280.00	320.00	400.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>3.95</b>	<b>257.67</b>	<b>280.00</b>	<b>320.00</b>	<b>400.00</b>
<b>负债合计</b>	<b>555.02</b>	<b>6,437.12</b>	<b>5,197.06</b>	<b>5,640.24</b>	<b>5,415.31</b>
少数股东权益	40.32	34.88	34.88	34.88	34.88
股本	401.00	990.02	1,047.28	1,047.28	1,047.28
资本公积	677.82	3,641.09	5,583.83	5,583.83	5,583.83
留存收益	1,277.94	4,649.35	7,659.83	9,080.48	10,798.58
其他	(677.82)	(3,641.09)	(5,583.83)	(5,583.83)	(5,583.83)
<b>股东权益合计</b>	<b>1,719.26</b>	<b>5,674.25</b>	<b>8,741.99</b>	<b>10,162.64</b>	<b>11,880.74</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>2,274.28</b>	<b>12,111.38</b>	<b>13,939.05</b>	<b>15,802.88</b>	<b>17,296.05</b>

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	63.78	927.57	1,123.93	1,495.43	1,808.52
折旧摊销	30.75	2,260.40	2,859.29	3,901.99	4,776.04
财务费用	(15.83)	13.72	(8.89)	(12.30)	(10.85)
投资损失	(2.14)	(31.40)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	25.26	267.55	(902.06)	(258.28)	(845.71)
其它	(161.89)	(3,814.76)	0.00	0.00	0.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>(60.07)</b>	<b>(376.92)</b>	<b>3,072.26</b>	<b>5,126.84</b>	<b>5,728.00</b>
资本支出	19.60	5,086.22	3,898.87	4,866.50	5,520.48
长期投资	5.32	198.89	0.00	0.00	0.00
其他	215.63	(4,211.29)	(7,820.07)	(9,773.00)	(11,120.95)
<b>投资活动现金流</b>	<b>240.56</b>	<b>1,073.83</b>	<b>(3,921.20)</b>	<b>(4,906.50)</b>	<b>(5,600.48)</b>
债权融资	35.95	196.10	0.00	0.00	0.00
股权融资	35.17	3,576.49	2,008.89	12.30	10.85
其他	(48.68)	(3,893.14)	(252.29)	(74.77)	(90.43)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>22.44</b>	<b>(120.56)</b>	<b>1,756.60</b>	<b>(62.48)</b>	<b>(79.58)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>202.93</b>	<b>576.35</b>	<b>907.66</b>	<b>157.87</b>	<b>47.95</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>2,983.76</b>	<b>9,660.66</b>	<b>12,218.99</b>	<b>14,128.48</b>	<b>15,477.82</b>
营业成本	2,305.79	6,082.77	8,037.98	9,266.18	10,138.58
营业税金及附加	14.35	97.90	124.61	175.83	185.73
营业费用	526.29	1,801.46	2,090.50	2,294.65	2,420.59
管理费用	69.69	461.55	471.50	496.27	516.30
研发费用	44.00	220.56	244.38	268.44	278.60
财务费用	(30.74)	(24.20)	(8.89)	(12.30)	(10.85)
资产减值损失	1.26	104.44	35.00	35.00	35.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.14	31.40	0.00	0.00	0.00
其他	(11.13)	(92.41)	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>62.11</b>	<b>977.18</b>	<b>1,223.90</b>	<b>1,604.41</b>	<b>1,913.88</b>
营业外收入	4.49	14.85	12.55	10.63	15.00
营业外支出	0.15	45.03	60.00	60.00	60.00
<b>利润总额</b>	<b>66.46</b>	<b>947.00</b>	<b>1,176.45</b>	<b>1,555.04</b>	<b>1,868.88</b>
所得税	2.68	19.43	52.52	59.61	60.35
<b>净利润</b>	<b>63.78</b>	<b>927.57</b>	<b>1,123.93</b>	<b>1,495.43</b>	<b>1,808.52</b>
少数股东损益	(8.76)	62.01	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>72.54</b>	<b>865.57</b>	<b>1,123.93</b>	<b>1,495.43</b>	<b>1,808.52</b>
每股收益(元)	0.07	0.83	1.07	1.43	1.73

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-7.32%	223.77%	26.48%	15.63%	9.55%
营业利润	28.62%	1473.22%	25.25%	31.09%	19.29%
归属于母公司净利润	9.03%	1093.27%	29.85%	33.05%	20.94%
<b>获利能力</b>					
毛利率	22.72%	37.04%	34.22%	34.41%	34.50%
净利率	2.43%	8.96%	9.20%	10.58%	11.68%
ROE	4.32%	15.35%	12.91%	14.77%	15.27%
ROIC	5.70%	169.53%	36.54%	29.64%	28.53%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	24.40%	53.15%	37.28%	35.69%	31.31%
净负债率	-62.18%	-41.07%	-39.28%	-35.34%	-30.64%
流动比率	3.62	1.40	1.92	1.94	2.20
速动比率	3.49	1.04	1.47	1.45	1.60
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	16.22	11.71	9.00	10.29	10.29
存货周转率	34.02	8.44	5.47	5.78	5.50
总资产周转率	1.29	1.34	0.94	0.95	0.94
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.07	0.83	1.07	1.43	1.73
每股经营现金流	-0.06	-0.36	2.93	4.90	5.47
每股净资产	1.60	5.38	8.31	9.67	11.31
<b>估值比率</b>					
市盈率	529.15	44.34	34.15	25.67	21.22
市净率	22.86	6.81	4.41	3.79	3.24
EV/EBITDA	233.79	10.10	8.55	6.32	5.19
EV/EBIT	441.90	29.88	28.68	21.80	18.22

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com