

## 从 2020 年招商会看芒果 TV 再升级

10月31日,2020年度芒果TV招商资源发布会举行,2020年自制综艺、版权综艺、晚会盛典、影视剧、动漫少儿五大板块优质内容亮相,一方面,内容数量明显提升;另一方面,在内容创新和运营以及营销生态上均呈现全面升级趋势。

## 核心观点

- **持续的芒果特色综艺内容产出巩固公司竞争优势。**2019年H1芒果综艺内容时长行业贡献超过30%,1至3季度,芒果TV均有4-5部综艺进入前播映排名前20。网综的强势表现直接带动快乐阳光广告业务在2019年行业景气下行的环境下实现16.99亿收入元,同比增长62%。2020年公司继续以青春为主旋律,将推出六大系列综艺节目,稳住核心用户群体的同时持续挖掘青春新市场,持续提升自身竞争优势。
- **剧集内容、编播运营双升级,助力会员付费率提升。**2019年剧集实现较大突破,目前已经形成15个外部战略工作室和3个自制团队的产能配置。从储备产品看,芒果系出品投制30多部影视剧,预计2020年将供应超过卫视50%的剧集内容;且剧集编播也将在2020年全面升级。我们对剧集投入持积极观点,(1)公司对剧集定位精准,有助于提高投入产出比;(2)芒果自身扮演了重要的产投角色,有助于控制内容成本;(3)从运营层面看,2019年小爆款剧集证明了强会员拉新能力,但同类内容供应不足约束会员留存,2020年剧集内容和运营战略的升级有望帮助平台提高会员付费率。
- **大芒计划产品逐步落地,“IP+KOL”建立全网营销生态。**广告主营销目标向效果类广告转化趋势明确,芒果TV迅速把握到这一趋势,启动大芒计划,除了存量综艺内容合作模式升级外,芒果TV还结合趋势打造KOL相关节目,全面融入品牌种草,《你怎么这么好看》、《女人的秘密花园》(与顶级KOL薇娅合作打造)、《红人节》等IP内容将从2019Q4陆续上线。

## 财务预测与投资建议

- 预计公司19-21年净利润分别为11.41、15.37、18.52亿元。采用分部估值法,目标价29.5元,维持“增持”评级。

## 风险提示

- 行业竞争加剧风险,行业监管风险,业绩不达预期风险

## 公司主要财务信息

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,984	9,661	11,718	13,838	15,771
同比增长(%)	-7.3%	223.8%	21.3%	18.1%	14.0%
营业利润(百万元)	62	977	1,155	1,560	1,881
同比增长(%)	28.6%	1473.2%	18.2%	35.0%	20.6%
归属母公司净利润(百万元)	73	866	1,141	1,537	1,852
同比增长(%)	9.0%	1093.3%	31.8%	34.7%	20.5%
每股收益(元)	0.04	0.49	0.64	0.86	1.04
毛利率(%)	22.7%	37.0%	34.4%	36.0%	36.4%
净利率(%)	2.4%	9.0%	9.7%	11.1%	11.7%
净资产收益率(%)	4.4%	23.7%	15.8%	16.4%	17.4%
市盈率	662.6	55.5	42.1	31.3	25.9
市净率	28.6	8.5	5.5	4.8	4.2

资料来源:公司数据,东方证券研究所预测,每股收益使用最新股本全面摊薄计算,



东方证券  
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2019年11月01日)	26.92元
目标价格	29.5元
52周最高价/最低价	50.6/25.71元
总股本/流通A股(万股)	178,038/83,402
A股市值(百万元)	47,928
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2019年11月02日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-3.79	-41.17	-30.26	-15.13
相对表现	5.22	44.78	34.18	39.53
沪深300	1.43	3.61	3.92	24.4



资料来源:WIND、东方证券研究所

证券分析师 邓文慧  
021-63325888-7041  
dengwenhui@orientsec.com.cn  
执业证书编号: S0860517100002

联系人 崔凡平  
021-63325888\*6065  
cuifanping@orientsec.com.cn

## 相关报告

增长持续,优质内容储备积蓄发展潜力: — 2019-10-29  
—2019年三季报点评  
头部内容量、质爆发,互联网视频业务表现 2019-08-31  
亮眼:

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格,据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此,投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突,不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明,见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分,或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 目 录

1 2020 年内容一览.....	4
2. 持续的芒果特色综艺内容产出巩固公司竞争优势 .....	5
2.1 2019 年综艺强势依旧，内容创新形成特色.....	5
2.2 2020 年内容持续爆发，满足年轻用户多元化需求.....	7
3. 剧集内容、编播运营双升级助力会员付费率提升 .....	8
3.1 19 年剧集表现实现突破，20 年储备充足蓄势待发 .....	8
3.2 剧集编播升级，强化内容转化效率 .....	9
3.3 如何看待剧集内容增加对平台盈利的影响? .....	10
4. 大芒计划产品逐步落地，“IP+KOL”建立全网营销生态 .....	11
盈利预测与投资建议 .....	12
风险提示.....	13

## 图表目录

图 1: 影视版权采购金额 (单位: 百万元) .....	5
图 2: 2019 年芒果 TV 综艺播放时长占综艺行业比重 .....	6
图 3: 快乐阳光广告收入 .....	6
图 4: 芒果超媒亲综艺节目带 .....	7
图 5: 青春进行时剧场观众性别分布 .....	10
图 6: 青春进行时剧场观众年龄分布 .....	10
图 7: 主要视频平台会员付费率 (2019 年半年度数据) .....	11
图 8: 部分内容会员拉新情况 .....	11
图 9: “大芒计划”IP+KOL 营销模式 .....	11
表 1: 2020 年自制综艺 .....	4
表 2: 2020 年版权综艺 .....	4
表 3: 2020 年影视剧一览 .....	4
表 4: 公司 2019 年前三季度播出热度较高的网络综艺 .....	6
表 5: 公司 2019 年前三季度播出热度较高的网络剧 .....	8
表 6: 芒果 TV 及战略工作室部分已开机剧集情况 .....	9
表 7: 芒果 TV4 大剧场定位 .....	9
表 8: 可比公司 PS .....	12
表 9: A 股可比公司平均估值 .....	12

## 1 2020 年内容一览

10月31日，以芒果星球为概念，“天生青春·一起炸”2020年度芒果TV招商资源发布会在上海举行。会上，芒果TV 2020年自制综艺、版权综艺、晚会盛典、影视剧、动漫少儿五大板块优质内容尽数亮相，一方面，整体内容数量明显提升（从投入看，2019年上半年版权采购金额达到31.7亿元，超过2018年全年水平）；另一方面，在内容创新、内容运营及营销生态上均呈现全面升级趋势。

表 1：2020 年自制综艺

综艺品类		第一季度	第二季度	第三季度	第四季度
疗愈综	治愈解压系列	《朋友请听好》	《你怎么这么好看 2》	《一路成年 2》	《奇妙的小世界》
发烧综	烧脑益智系列	《小葱秀》 《头号玩家》	《新生日记 2》 《密室大逃脱 2》	《小小的追求 2》	《谁来帮帮我》 《明星大侦探 6》
她综	女性成长系列	《我最爱的女人们 2》	《妻子的浪漫旅行 4》	《乘风破浪的姐姐们》	
乐活综	居家生活系列	《婚前 21 天》	《在当地吃得开》	《女儿们的恋爱 3》 《哎呀好身材 2》	《跟着老板去团建》
燃综	年少有为系列		《初次见面》 《全职高考》	《唱给世界听》 《少年的法则》 《变形记 20》	《野生厨房 3》 《青春合唱团》
Z 世代综	青春热血系列	《八英里》		《欢迎来到我的世界》	
	青春狂欢盛典	《红人节》		《青春芒果节》	
	全年常规综艺		《甜蜜的任务》、《芒果捞星闻》		
	纪录片、专题片	《石榴花开 2》、《行走的铜锅》、《跟上中国考古队》、《建党百年微纪录片》、《以律师之名》、《穿越你，特克拉玛干》、《大秀青春派》、《中国志愿者》、《中国》			

资料来源：芒果TV招商会，东方证券研究所，注：标红为S级综艺

表 2：2020 年版权综艺

第一季度	第二季度	第三季度	第四季度
	《快乐大本营》、《天天向上》		
《歌手 4》	《向往的生活 4》	《我家那小子 3》	《声入人心 3》
《声临其境 3》	《我家小两口 2》	《中餐厅 4》	《亲爱的客栈》

资料来源：芒果TV招商会，东方证券研究所

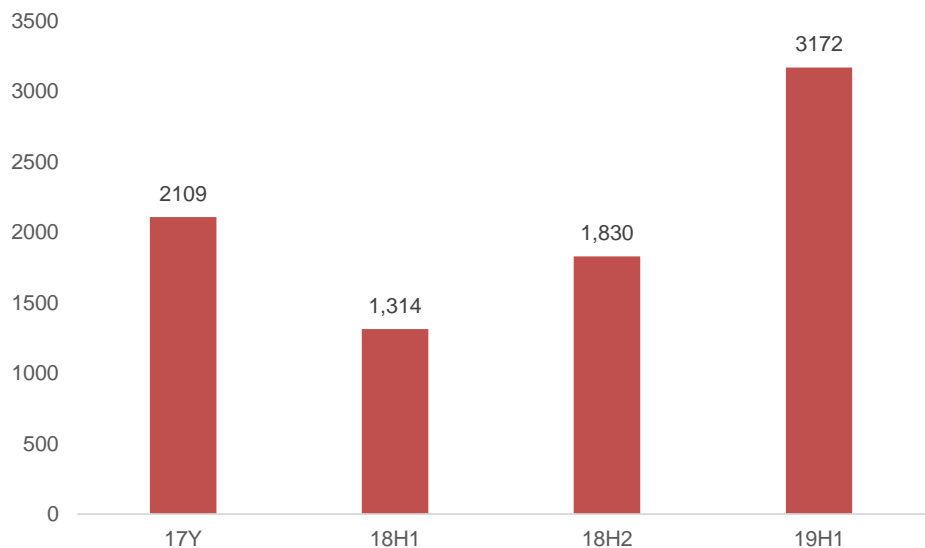
表 3：2020 年影视剧一览

重磅剧集	台网剧	《尚实》《亲爱的戎装》《下一站是幸福》《热血传奇》《八零 90》《掌中之物》《我和我们在一起》 《以家人之名》《起跑线》《蜗牛与黄鹌鸟》《都是好时光》《因为相爱才上演》《少年巴比伦》
	网剧	《奈何 BOSS 又如何》《六爻》《刀上糖心上霜》《喜欢的少年是你》《我的妄想症男友》

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

精品剧集	台网剧	《隐秘而伟大》《锦衣之下》《瞄准》《初晨，是我故意忘记你》《如果岁月可回头》《爱我，你敢吗》 《海上繁花》《秋蝉》《我不是购物狂》《这就是生活》《那是的我们》
	网剧	《拾光的秘密》《拜托拜托请你爱我》《头号嫌疑人2》《谢谢让我遇见你》《我有特殊的沟通技巧》《那小子来自冰箱》《彗星来的那一夜2》《韞色过浓》《心动的瞬间》《良辰多喜欢》《完美先生和差不多小姐》《贺少的闪婚暖妻》《地球上线》

资料来源：芒果 TV 招商会，东方证券研究所

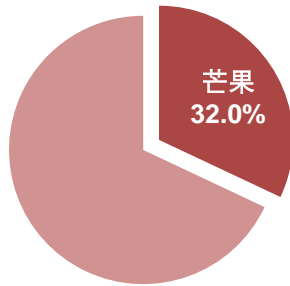
**图 1：影视版权采购金额（单位：百万元）**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

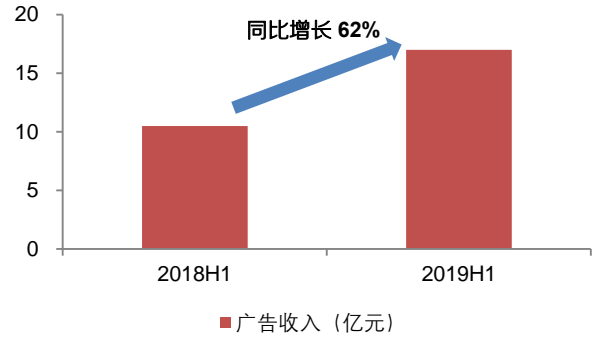
## 2. 持续的芒果特色综艺内容产出巩固公司竞争优势

### 2.1 2019 年综艺强势依旧，内容创新形成特色

**19 年综艺强势保持，带动广告业务逆势增长。**2019 年 H1 芒果出品的综艺作品已经占整个行业份额逾 50%，新媒体平台芒果 TV 的综艺自制创新优势愈发显著，内容时长行业贡献超过 30%。根据 Vlinkge2019 年 H1 数据，TOP20 综艺中芒果牌占据 6 席，根据骨朵传媒发布的 2019H1 网综热度 TOP10 中，芒果 TV 拿下 3 席。根据艺恩数据显示，2019 年 1-3 季度，芒果 TV 均有 4-5 部综艺进入前播映排名前 20。网络综艺的强势表现直接带动了公司广告业务在 2019 年行业景气下行的大环境下实现逆势增长。2019 年 H1 快乐阳光实现广告收入 16.99 亿元，同比增长 62%，其中，品效广告收入占比超过 70%，广告品牌投放数近 200 个，同比增长 14%。

**图 2：2019 年芒果 TV 综艺播放时长占综艺行业比重**


资料来源：mUserTracker，东方证券研究所

**图 3：快乐阳光广告收入**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

**表 4：公司 2019 年前三季度播出热度较高的网络综艺**

2019Q1 全网播映排名	名称	上线时间	播映指数
3	哈哈农夫	2019/3/1	56.6
7	女儿们的恋爱	2019/1/23	54.6
12	明星大侦探第四季	2018/10/26	49.5
13	密室大逃脱	2019/3/30	48.4
20	少年可期	2019/3/29	40.9
2019Q2 全网播映排名	名称	上线时间	播映指数
9	密室大逃脱	2019/3/30	59.7
13	少年可期	2019/3/25	55
18	新生日记	2019/6/19	41.8
19	哈哈农夫	2019/3/1	51.3
2019Q3 全网播映排名	名称	上线时间	播映指数
9	一路成年	2019/8/27	52.2
11	女儿们的恋爱第二季	2019/8/29	51.7
12	哎呀！好身材	2019/8/25	50.5
13	新生日记	2019/6/19	49.6

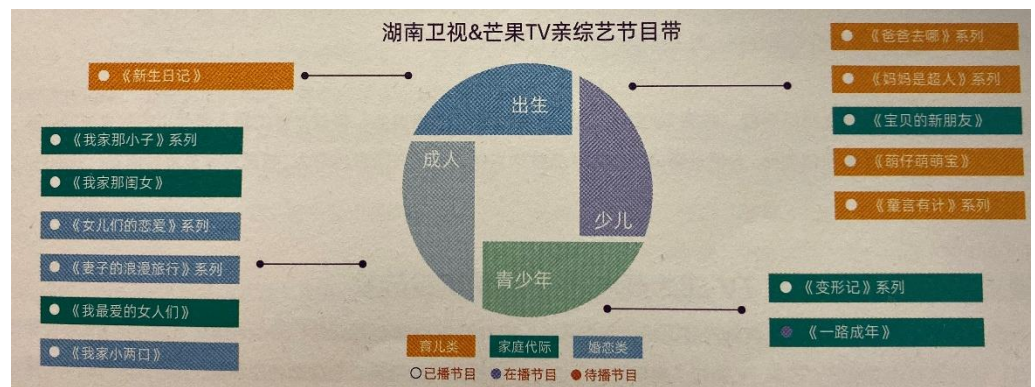
资料来源：艺恩数据，东方证券研究所

芒果 TV 在规避同质化竞争的过程中逐渐形成了以“亲综艺”为核心聚焦、特色垂直综艺同步发力的芒果特色自制综艺图鉴。

锚定亲综艺，爆款 IP 不断诞生。2018 年下半年开始，观察类综艺开始集中式爆发，各类还原生活角色及生活场景，涉及恋爱、婚姻、育儿等题材的情感观察类综艺（亲综艺）蔚然成风。芒果 TV

在亲综艺这一细分领域始终占据先发优势，早期凭借《爸爸去哪儿》占得先机，之后不断推陈出新，IP化、系列化的制作效果显著。《妻子的浪漫旅行》两季播放量达到46亿，《女儿们的恋爱》第一季播放量高达13亿，第二季也持续占据热搜。随后推出的《新生日记》、《一路成年》等进一步完善了芒果亲综艺的内容体系。借助多档现象级亲综艺，芒果已经在核心IP的基础上建立起独特的亲综艺节目带。

图 4：芒果超媒亲综艺节目带



资料来源：公司公告，东方证券研究所

**垂直类新综艺持续创造惊喜。**芒果TV承接了湖南卫视的年轻基因，24岁以下用户超6成，35岁以下用户超9成。针对年轻人最突出的垂直偏好标签，芒果TV深耕创新，分别从解谜烧脑类、偶像学习体验、乐队等多方向纵向深入，打造青春垂直领域的行业标杆。《明星大侦探》四季播放量累计超过100亿，《密室大逃脱》累计收获24亿点击量；《哈哈农夫》播出后收获全端热搜70余次，《少年可期》播放量超过20亿；还有《我们的乐队》、《小小的追球》等各个青春领域的尝试。

## 2.2 2020 年内容持续爆发，满足年轻用户多元化需求

**持续的内容产出源于强大的制作团队和科学的管理制度。**芒果TV目前共有16支自制节目团队，领先打造行业内最具竞争力和市场价值的自制综艺体系。芒果TV能够完整掌控从生产、播出，到运营、衍生的全产业链，充分发挥自制内容高效灵活的特点，整个芒果系天生的内容基因好工业化综艺内容创作体系使得系列化作品持续保持高水准和受众认可度。

**2020 年头部内容的储备充足，类型上充分满足年轻用户多元化需求。**芒果TV将推出六大自制综艺系列：治愈解压系列、烧脑益智系列、女性成长系列、居家生活系列、年少有为系列以及青春热血系列，分别对应疗愈综、发烧综、她综、乐活综、燃综、Z世代综，满足各类年轻群体在情感治愈、逻辑烧脑、居家生活、职场体验等各类型需求。综艺内容具体包括：何忱工作室出品的《明星大侦探6》、《密室大逃脱2》和《头号嫌疑人》、《你怎么这么好看》；李甜团队《妻子的浪漫

旅行 3/4》，单丹霞团队《我最爱的女人们 2》、《一路成年 2》；李晓丹团队《新生日记 2》；陈杏团队《哎呀好身材 2》，《野生厨房 3》等王牌综艺 IP 也将经典延续。

**排播穿插合理，多类型同时期播出，S 级+A 级组合。**芒果六大系列综艺分别指向不同年轻用户群体，四个季度合理排播为年轻群体提供持续的内容享受。每个季度均有 S 级综艺和 A 级创新节目的组合，延续年轻一代偏好内容的同时确保拉新促活，不断挖掘青春新市场。

### 3. 剧集内容、编播运营双升级助力会员付费率提升

#### 3.1 19 年剧集表现实现突破，20 年储备充足蓄势待发

**19 年剧集表现实现突破，优质自制剧有效助力会员拉新。**2019 年芒果超媒剧集内容实现较大突破，以网络剧来看，2019 年前三季度《奈何 boss 要娶我》、《夜空中最闪亮的星》、《我的奇妙男友 2》、《陪你到世界之巅》等均进入全网播映 TOP20 序列，相比去年同期实现零的突破。从公司会员趋势看，一季度《奈何 boss 要娶我》、二季度《我们都要好好的》、《陪你到世界之巅》等剧集均为当季会员拉新起到重要作用。

表 5：公司 2019 年前三季度播出热度较高的网络剧

2019Q1 全网播映排名	名称	上线时间	播映指数
9	奈何 boss 要娶我	2019/1/17	58.4
13	夜空中最闪亮的星	2019/3/25	56.7
20	我的奇妙男友第二季	2019/2/14	53.8
2019Q2 全网播映排名	名称	上线时间	播映指数
9	陪你到世界之巅	2019/6/9	66.9
17	夜空中最闪亮的星	2019/3/25	60.5
2019Q3 全网播映排名	名称	上线时间	播映指数
17	极限 17	2019/8/13	52.3
19	陪你到世界之巅	2019/6/9	51.6
31	夜空中最闪亮的星	2019/3/25	47.9

资料来源：艺恩数据，东方证券研究所

**产能、产品储备丰富，2020 年蓄势待发：**从目前，公司剧集品类上已经形成 15 个外部战略工作室和 3 个自制团队的产能储备，2019 年芒果 TV 携手战略工作室出品投制 30 多部影视剧，成为市场最大的影视剧投制方，预计 2020 年将供应超过卫视 50% 的剧集内容。从储备产品看，公司围绕平台年轻女性用户群体，以“青春”为基调，布局都市、悬疑、古装、仙侠等多元大局，且继续深耕互动剧内容创新，有望为平台进一步辐射更广用户，提高会员付费率。



**表 6：芒果 TV 及战略工作室部分已开机剧集情况**

剧名	主题	出品公司
彗星来的那一夜 2	爱情、悬疑	芒果 TV、晨星盛世
韞色过浓	都市、爱情	芒果 TV
我有特殊沟通技巧	魔幻	芒果 TV
这就是生活	都市	芒果影业、中汇影视
三千鸦杀	魔幻	芒果 TV、新力量影视
滴！男友卡	剧情	芒果 TV、芒果制作、湖南经视
琉璃美人煞	魔幻	欢瑞世纪、芒果影业
急速救援	剧情	芒果影业
最后的我们	青春、爱情、励志	霍尔果斯快乐阳光传媒有限公司、新力量影视文化有限公司
让全世界都听见	青春、励志	北京天娱传媒有限公司、北京真合时代文化传媒有限公司、元一传媒
狸猫生存手册	青春、励志	芒果 TV、凯柒传媒
鳄鱼与牙签鸟	剧情	芒果影视文化有限公司

资料来源：友戏，东方证券研究所

### 3.2 剧集编播升级，强化内容转化效率

湖南广电具备精品剧场运营经验，编播升级促进内容转化效率。2020 年，芒果 TV 电视剧将全面启动“418”编排模式：打造 4 大剧场（金芒剧场、青芒剧场、亚泰剧场、互动剧场）；每季度编播至少 1 部 S 级核武器；与湖南卫视携手打造首个台网联动剧场——青春进行时，全年推出 8 部剧集，200+集精品内容。湖南卫视具有打造精品剧场的成功经验，“青春进行时”从电视端表现看，2015-2017 年全国网蝉联同时段第一名，每年平均观众规模高达 6 亿，高于其他省级卫视 30% 以上；23 岁以下年轻观众始终保持双网同时段第一，是排名第二频道的 4 倍以上，双网高学历观众全国网城域份额凸显。借鉴此前剧场选品能力和运营能力，芒果 TV 通过编播升级有望在同等内容投入情况下，获得更高流量和会员转化效率。

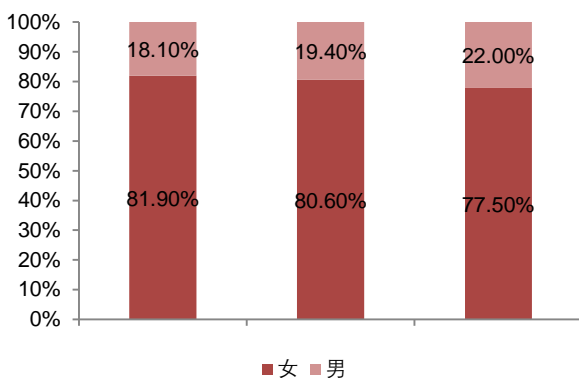
**表 7：芒果 TV4 大剧场定位**

剧场	剧场定位
金芒大剧场	台网联动的“新高位巅峰牌”。精挑一线卫视头部剧集，每季度爆款高定，台网的“高峰+网剧的”高原“时间段线性交叉，定时的排播模式，构建稳固占领的高位矩阵
青芒大剧场	芒果出品的“新青春厂牌”——30 部定制网剧蓄势待发。以青春偶像剧作为主打，增加都市现实、古风、悬疑等内容类别，通过多元化剧目拓展受众，开辟出周间的次黄金档，培养出专属芒果的青春“好时段”。
亚泰剧场	周五至周日晚海外剧场的“新蓝海能量牌”。拓宽用户，输出优质内容、海外内容，打造最强周末场，构建出全新的海外爆款剧场板块。

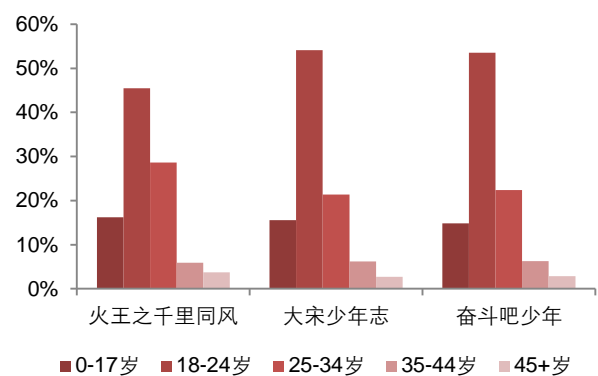
**互动剧场**

周三周四的“互动轻松牌”将会持续续航，全面拉动年轻用户，加强参与感。而每晚零点的“时代价值牌”将继续弘扬平台正能量，聚焦大屏熟龄用户。

资料来源：芒果 TV 招商会，东方证券研究所

**图 5：青春进行时剧场观众性别分布**


资料来源：芒果 TV 招商会，东方证券研究所

**图 6：青春进行时剧场观众年龄分布**


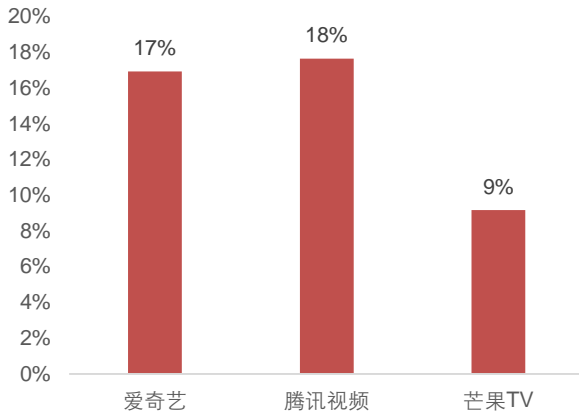
资料来源：芒果 TV 招商会，东方证券研究所

### 3.3 如何看待剧集内容增加对平台盈利的影响？

芒果 TV 已经在综艺品类上实现了严苛的成本控制和 ROI 回报，广告回收率超过成本的 70%。而剧集品类从全行业来看 ROI 偏低，依靠平台会员收入和广告收入平均来看难以覆盖高昂的内容成本。芒果 TV2020 年剧集内容增加后，如何看待其对平台盈利的影响？

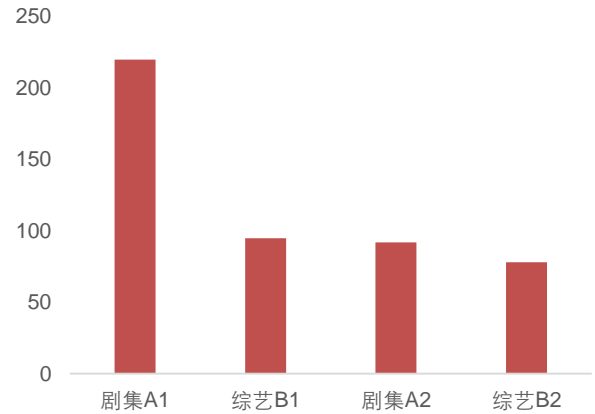
我们对剧集投入持积极观点，主要由于（1）从此次招商会来看，公司对剧集定位非常清晰，即围绕芒果 TV 平台年轻女性用户偏好进行开发和运营，精准定位有助于提高投入产出比（公司不需要补充非相关题材的内容来留住存量用户）。（2）从剧集的来源看，芒果自身扮演了非常重要的产投角色，将剧集产出把握在自己及战略合作伙伴手上有利于控制内容成本。（3）从运营层面看，2019 年芒果 TV 小爆款剧集已经证明了较强的会员拉新能力，但同类内容供应不足又制约了会员留存；我们看好 2020 年剧集内容和运营战略的升级能够进一步帮助平台提高会员付费转化率，这是对芒果 TV 长期发展极具战略意义的投入。

图 7：主要视频平台会员付费率（2019 年半年度数据）



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 8：部分内容会员拉新情况



资料来源：网络资料整理，东方证券研究所

## 4. 大芒计划产品逐步落地，“IP+KOL”建立全网营销生态

广告主营销目标向效果类广告转化趋势明确，芒果 TV 迅速把握到这一趋势，启动大芒计划，即芒果 TV 除了凭借优质的 IP 内容帮助品牌实现声量、内容覆盖和明星绑定造势营销外，还能够为广告主提供 IP 内容合作+KOL 赋能带货的营销模式。除了存量综艺内容合作模式升级外，芒果 TV 还结合趋势打造 KOL 相关节目，全面融入品牌种草，《你怎么这么好看》、《女人的秘密花园》（与顶级 KOL 薇娅合作打造）、《红人节》等 IP 内容将从 2019Q4 陆续上线。

图 9：“大芒计划”IP+KOL 营销模式



资料来源：芒果 TV 招商会，东方证券研究所

## 盈利预测与投资建议

公司业务主要包含互联网视频、影视剧制作等。由于芒果TV与其余业务相比经营模式和成长性存在差异，我们采用分部估值法。预计公司2019-2021年净利润分别为11.41、15.37、18.52亿元，对应EPS分别为0.64、0.86和1.04元。其中，预计快乐阳光2019-2021年净利润分别为9.17、13.03和15.67亿元，其他业务净利润为2.24、2.34和2.85亿元。

我们选择PS进行快乐阳光部分的估值，可比公司2020年调整后平均PS 4x。考虑到快乐阳光已经实现盈利状态，给予视频业务2020年5.4倍PS，溢价率35%，对应市值478亿元。

表 8：可比公司 PS

2019/10/31 公司	最新市值 (亿美元)	营业收入 (百万美元)			PS		
		2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
Netflix	1260	15,794.3	20,221.2	25,079.8	8.0	6.2	5.0
虎牙	49	658.1	1,083.9	1,450.8	7.4	4.3	3.2
Roku	171	742.5	998.4	1,291.4	23.0	15.6	11.4
哔哩哔哩	51	582.7	933.0	1,348.2	8.8	5.5	3.8
爱奇艺	127	3,526.7	4,242.1	5,203.8	3.6	3.0	2.5
调整平均					8.0	5.3	4.0

资料来源：Wind，东方证券研究所

除互联网视频外，公司其他业务涉及影视剧投资发行、艺人经纪、游戏等，选择万达电影、华策影视、光线传媒、完美世界等A股影视传媒及游戏公司作为可比公司。可比公司2020年平均PE为20x。预计公司其他业务2020年净利润2.34亿元，给予20倍PE，对应46.8亿元。综上，公司目标市值524.81亿元，对应目标价29.5元，维持“增持”评级。

表 9：A股可比公司平均估值

公司	代码	最新价格(元)	每股收益 (元)				市盈率			
			2019/10/31	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E
万达电影	002739	14.96	0.62	0.64	0.78	0.89	24	23	19	17
华策影视	300133	6.40	0.12	0.12	0.27	0.36	53	55	23	18
光线传媒	300251	8.83	0.47	0.36	0.33	0.37	19	24	27	24
完美世界	002624	28.78	1.32	1.65	1.89	2.18	22	17	15	13
中国电影	600977	14.01	0.80	0.73	0.81	0.88	17	19	17	16
调整后平均							22	20	17	

资料来源：Wind，东方证券研究所

## 风险提示

- 行业竞争加剧

中国流媒体视频行业面临着激烈的市场竞争，行业内流媒体视频平台数量众多，且股东多为互联网行业巨头。目前行业仍处于快速发展期，头部公司围绕渠道、内容和用户等多领域进行激烈竞争，竞争压力加剧，格局稳定仍需时间

- 行业监管风险

新媒体行业是文化产业的重要组成部分，具有较强的意识形态属性，因而国家相关法律、法规和政策对视频平台有着严格的监督和管理。若违反相关法律法规及监管政策，将受到相关行政部门的通报批评、限期整顿、没收所得、罚款等处罚，情节严重的将被吊销相关业务资质甚至禁入市场

- 折旧摊销政策对公司盈利的影响

公司于 2016 年更改了版权摊销的政策，更改摊销政策对于 2016 年约产生 5 亿元的净利润影响，对于 2017 年约产生 6 亿元的净利润影响。若未更改摊销政策，2016 年净利润亏损约 12 亿，2017 年亏损约 1.1 亿。对于视频平台而言，内容成本占成本的绝对比重，因而会计摊销方法及摊销年限的改变（即会计估计变更）对成本的确认和计量有较大影响。

- 业绩不达预期风险

目前盈利预测结果高于公司业绩承诺，若公司未来会员收入增速不达预期，或因监管等因素导致内容无法播出，影响广告业务及分销收入，将会对公司未来收入增速及净利润产生影响。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,105	2,526	4,324	4,802	6,645	营业收入	2,984	9,661	11,718	13,838	15,771
应收账款	216	1,341	2,109	2,491	2,839	营业成本	2,306	6,083	7,686	8,860	10,023
预付账款	200	2,010	1,992	2,352	2,681	营业税金及附加	14	98	97	115	131
存货	74	2,215	2,541	2,929	3,314	营业费用	526	1,801	2,168	2,560	2,918
其他	401	573	815	847	875	管理费用	114	462	527	623	710
<b>流动资产合计</b>	<b>1,995</b>	<b>8,665</b>	<b>11,782</b>	<b>13,421</b>	<b>16,354</b>	财务费用	(31)	(24)	(27)	(43)	(54)
长期股权投资	17	216	216	216	216	资产减值损失	1	104	(32)	21	20
固定资产	116	207	199	184	162	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	0	投资净收益	2	31	48	48	48
无形资产	47	2,856	3,292	3,789	3,161	其他	7	(191)	(191)	(191)	(191)
其他	100	167	158	152	147	<b>营业利润</b>	<b>62</b>	<b>977</b>	<b>1,155</b>	<b>1,560</b>	<b>1,881</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>279</b>	<b>3,446</b>	<b>3,866</b>	<b>4,341</b>	<b>3,686</b>	营业外收入	4	15	32	32	32
<b>资产总计</b>	<b>2,274</b>	<b>12,111</b>	<b>15,648</b>	<b>17,762</b>	<b>20,039</b>	营业外支出	0	45	23	23	23
短期借款	36	196	45	45	45	<b>利润总额</b>	<b>66</b>	<b>947</b>	<b>1,165</b>	<b>1,569</b>	<b>1,891</b>
应付账款	247	3,363	3,843	4,430	5,011	所得税	3	19	24	32	39
其他	269	2,620	2,715	3,047	3,352	<b>净利润</b>	<b>64</b>	<b>928</b>	<b>1,141</b>	<b>1,537</b>	<b>1,852</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>551</b>	<b>6,179</b>	<b>6,603</b>	<b>7,523</b>	<b>8,409</b>	少数股东损益	(9)	62	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>73</b>	<b>866</b>	<b>1,141</b>	<b>1,537</b>	<b>1,852</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.04	0.49	0.64	0.86	1.04
其他	4	258	246	246	246						
<b>非流动负债合计</b>	<b>4</b>	<b>258</b>	<b>246</b>	<b>246</b>	<b>246</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>555</b>	<b>6,437</b>	<b>6,849</b>	<b>7,769</b>	<b>8,655</b>		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	40	35	35	35	35	<b>成长能力</b>					
股本	401	990	1,047	1,047	1,047	营业收入	-7.3%	223.8%	21.3%	18.1%	14.0%
资本公积	678	3,641	5,567	5,567	5,567	营业利润	28.6%	1473.2%	18.2%	35.0%	20.6%
留存收益	600	1,008	2,149	3,344	4,735	归属于母公司净利润	9.0%	1093.3%	31.8%	34.7%	20.5%
其他	0	0	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>1,719</b>	<b>5,674</b>	<b>8,798</b>	<b>9,993</b>	<b>11,384</b>	毛利率	22.7%	37.0%	34.4%	36.0%	36.4%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,274</b>	<b>12,111</b>	<b>15,648</b>	<b>17,762</b>	<b>20,039</b>	净利率	2.4%	9.0%	9.7%	11.1%	11.7%
						ROE	4.4%	23.7%	15.8%	16.4%	17.4%
						ROIC	1.8%	24.5%	15.0%	15.7%	16.7%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债率	24.4%	53.1%	43.8%	43.7%	43.2%
净利润	64	928	1,141	1,537	1,852	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	27	2,429	2,785	4,068	5,648	流动比率	3.62	1.40	1.78	1.78	1.94
财务费用	(31)	(24)	(27)	(43)	(54)	速动比率	3.49	1.03	1.39	1.38	1.54
投资损失	(2)	(31)	(48)	(48)	(48)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(29)	55	(713)	(263)	(223)	应收账款周转率	16.2	11.8	6.6	5.9	5.8
其它	(89)	(3,733)	(36)	21	20	存货周转率	26.1	5.1	3.1	3.1	3.1
<b>经营活动现金流</b>	<b>(60)</b>	<b>(377)</b>	<b>3,102</b>	<b>5,272</b>	<b>7,195</b>	总资产周转率	1.3	1.3	0.8	0.8	0.8
资本支出	4	(3,169)	(3,207)	(4,543)	(4,992)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(5)	(236)	(2)	0	0	每股收益	0.04	0.49	0.64	0.86	1.04
其他	242	4,479	48	48	48	每股经营现金流	-0.03	-0.21	1.74	2.96	4.04
<b>投资活动现金流</b>	<b>241</b>	<b>1,074</b>	<b>(3,161)</b>	<b>(4,495)</b>	<b>(4,945)</b>	每股净资产	0.94	3.17	4.92	5.59	6.38
债权融资	0	3	(3)	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	4	3,552	1,983	0	0	市盈率	662.6	55.5	42.1	31.3	25.9
其他	18	(3,676)	(124)	(300)	(407)	市净率	28.6	8.5	5.5	4.8	4.2
<b>筹资活动现金流</b>	<b>22</b>	<b>(121)</b>	<b>1,856</b>	<b>(300)</b>	<b>(407)</b>	EV/EBITDA	788.9	13.6	11.8	8.3	6.2
汇率变动影响	(0)	0	0	0	0	EV/EBIT	1,471.0	48.4	40.9	30.4	25.3
<b>现金净增加额</b>	<b>203</b>	<b>577</b>	<b>1,798</b>	<b>477</b>	<b>1,844</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

