

# 芒果超媒 (300413.SZ)

## 关于用户天花板和广告空间的再思考

垂直发展路径下，符合“青春女性”这一属性的潜在用户规模并不低。处于芒果TV核心用户年龄段的女性（10-39岁）在总人口中的占比为19.14%，考虑60%的互联网普及率和剩余20%的男性用户构成，则中短期约2.2亿的MAU将是可触及的中性情形，较目前约1.3亿的MAU仍有较大增长空间。而截止2019H1，芒果TV付费渗透率12.3%，低于爱奇艺（18.1%）及腾讯视频（17.5%），我们维持2019年付费用户1600-1800万的预期，并预计未来2-3年会员数有望达到约3000万的体量。

从“量”与“价”两个角度看，芒果TV广告收入仍未到达天花板，未来增长可期。“量”的维度，考虑到目前S级综艺的排播模式（通常为周四至周日上午线）和用户观看习惯（播放量集中在上线当天和第二天），在不导致节目相互分流的情况下，理论而言单个平台每季度上线的S级自制综艺上限为4个。2019年前三季度，芒果TV新上线的S级综艺分别为4、1、2部，虽已较2017和2018年有明显增长，但平均单季度上线仅2部左右，数量上仍有增长空间。此外，2019Q3S级自制综艺《一路成年》选择每周二上线，可以看做是排播模式的新尝试，未来也存在进一步打破旧有排播模式的可能，有望进一步提高上线数量天花板。“价”的维度，综N代节目随着播放量和市场认可的提升，将带动招商价格带逐步上移。

芒果广告收入逆势增长的背后，不仅在于公司优质内容上线数量及播放量的显著增长，广告主的行业分布可能也是导致各平台增速差异的重要原因。我们详细统计了2017-2019H1四大视频平台网络综艺的广告主行业构成，可以发现：（1）芒果TV以日化类（30%）和母婴类（22%）广告为主，占比显著高于其他平台，而上述两类行业的零售增速在全行业中靠前，受宏观经济影响相对较小。而预算收缩较大的互联网类（20%）和汽车类（0%）在芒果TV的广告构成中占比较小。因此从需求角度看，芒果TV所受的影响可能相对较小。（2）爱奇艺以互联网类（31%）广告为主，占比高于其他平台，汽车类占比（7%）仅次于优酷，受预算收缩的影响可能相对较大。与之相对比的是，腾讯视频以食品饮料（30%）、日化（19%）和互联网类（15%）广告为主，广告主行业分布较为均匀，互联网类占比相对较低，这可能也是腾讯视频广告收入增速下滑幅度小于爱奇艺、且开始大幅下滑的时点滞后两个季度的原因之一。

**投资建议：**维持对公司2019-2021年归母净利润11.52、15.21和17.87亿元的预测，对应EPS为0.65、0.85和1.00元，维持“买入”评级。

**风险提示：**行业竞争加剧，用户增长不及预期，广告收入不及预期

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,984	9,661	11,320	13,464	15,388
增长率yoy(%)	-7.3	223.8	17.2	18.9	14.3
归母净利润(百万元)	73	866	1,152	1,521	1,787
增长率yoy(%)	9.0	1093.3	33.1	32.0	17.5
EPS最新摊薄(元/股)	0.04	0.49	0.65	0.85	1.00
净资产收益率(%)	3.7	16.3	13.9	15.5	15.4
P/E(倍)	686.7	57.6	43.2	32.8	27.9
P/B(倍)	29.67	8.83	5.67	4.83	4.12

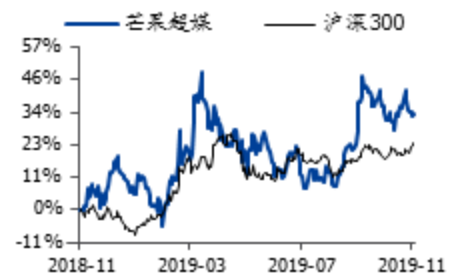
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（维持）

### 股票信息

行业	互联网传媒
前次评级	买入
最新收盘价	26.90
总市值(百万元)	47,892.16
总股本(百万股)	1,780.38
其中自由流通股(%)	46.85
30日日均成交量(百万股)	5.65

### 股价走势



### 作者

分析师 顾晟

执业证书编号：S0680519100003

邮箱：gusheng@gszq.com

分析师 马继愈

执业证书编号：S0680519080002

邮箱：majiyu@gszq.com

研究助理 吴珺

邮箱：wujun@gszq.com

### 相关研究

- 1、《芒果超媒(300413.SZ)：广告逆势上扬，会员立体打通，垂直发展路径下高增长延续》2019-08-30
- 2、《芒果超媒(300413.SZ)：差异化、高辨识度内容拉动高增长，优质自制能力持续验证》2019-07-24
- 3、《芒果超媒(300413.SZ)：三季度业绩符合预期，持续推进优质内容的精细化运营》2018-10-28





## 内容目录

1 垂直细分市场下的 MAU 和付费用户天花板是否太低？	4
1.1 “青春女性”这一群体的潜在规模有多大？	5
1.2 目前芒果 TV 的付费率如何？未来的天花板在哪儿？	5
1.3 用户群体是否有拓展的可能性？	6
2 广告收入还有多少增长空间？	7
2.1 量的维度：单个平台单季度上线的 S 级综艺上限预计为 4 部，芒果 TV 目前平均仅 2 部左右	8
2.2 价的维度：综 N 代模式可带动招商价格带逐步上移	9
3 广告增速跑赢行业和其他平台的驱动力何在？	9
3.1 供给端：团队扩张后新上线节目数量大幅增长	10
3.2 需求端：广告主的行业分布可能是导致各平台增速差异的重要原因之一	11
投资建议	13
风险提示	14

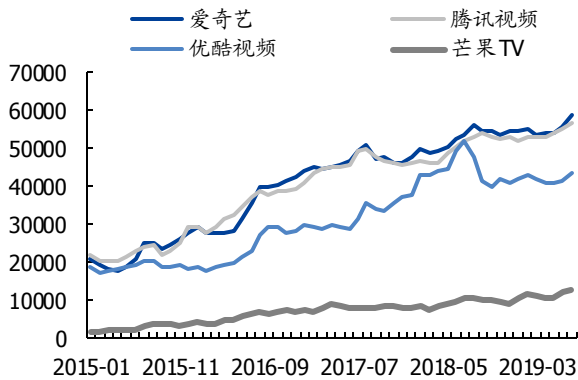
## 图表目录

图表 1: 四大视频平台 MAU (单位: 万)	4
图表 2: 四大视频平台 MAU 增速	4
图表 3: 2019 年 5 月各平台女性用户占比	4
图表 4: 2019 年 5 月各平台用户年龄分布	4
图表 5: 不同年龄段男性女性在总人口中的占比 (%)	5
图表 6: 爱奇艺、腾讯视频及芒果 TV 付费渗透率	6
图表 7: 2020 年芒果 TV 综艺及剧集概览	7
图表 8: 芒果 TV S 级电视综艺及自制综艺排播时刻表	8
图表 9: 芒果 TV 各季度上线的 S 级自制综艺数量	8
图表 10: 芒果 TV 2020 年招商综艺分类及数量	9
图表 11: 芒果 TV 2020 年招商综艺中新老综艺占比	9
图表 12: 芒果超媒、爱奇艺及腾讯媒体广告收入对比	10
图表 13: 爱奇艺及腾讯媒体广告季度收入增速对比	10
图表 14: 2017-2019Q2 芒果 TV 进入播映指数前 50 的网络综艺数量	11
图表 15: 2017-2019Q2 芒果 TV 网综播放量趋势 (单位: 亿)	11
图表 16: 芒果 TV 2017-2019H1 网络综艺广告主行业分布	11
图表 17: 爱奇艺 2017-2019H1 网络综艺广告主行业分布	11
图表 18: 腾讯视频 2017-2019H1 网络综艺广告主行业分布	12
图表 19: 优酷 2017-2019H1 网络综艺广告主行业分布	12
图表 20: 各视频平台汽车类广告主投放数量	12
图表 21: 收入成本分类预测表 (单位: 百万元)	13

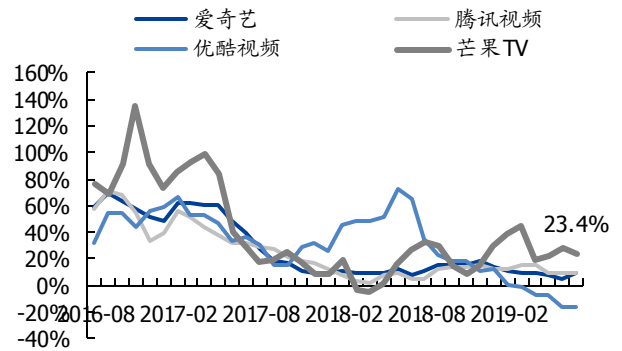
## 1 垂直细分市场下的 MAU 和付费用户天花板是否太低？

优质内容带动下芒果 TV 用户数一直处于持续上行的健康增长轨道。根据 Questmobile 数据，截止 2019 年 7 月，芒果 TV MAU 达 1.27 亿，同比增长 23.4%，增速高于爱奇艺（10.0%）、腾讯视频（8.8%）和优酷（-16.4%）。公司用户体量持续扩张，MAU 增速在行业中最高，而优酷则波动较大，芒果 TV 行业地位相对上升。

图表 1: 四大视频平台 MAU (单位: 万)



图表 2: 四大视频平台 MAU 增速

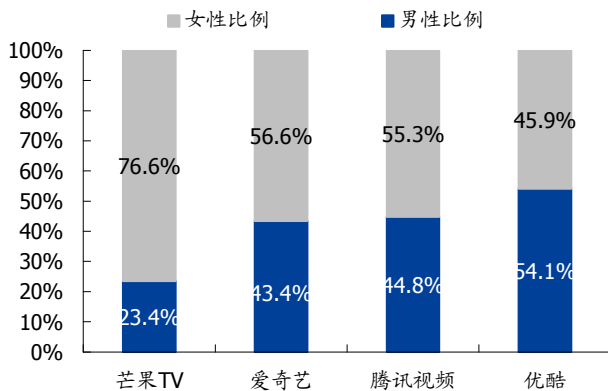


资料来源: Questmobile, 国盛证券研究所

资料来源: Questmobile, 国盛证券研究所

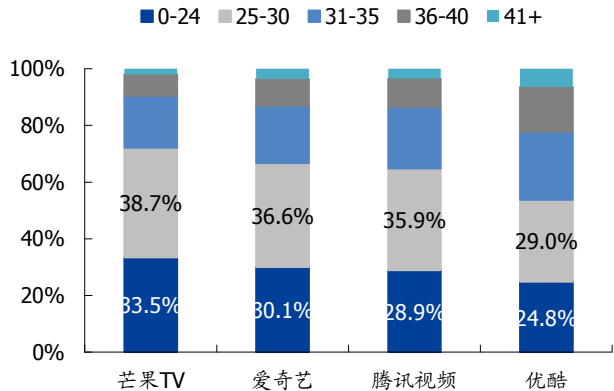
用户规模快速扩张之下，芒果 TV 仍保持了自身青春女性的垂直属性。区别于爱腾优全人群覆盖，涉猎各类型的剧集的策略，芒果 TV 以青春女性市场为切入点，2019 年 5 月的用户调查显示女性用户占比高达 76.6%，远高于同期爱奇艺（56.6%），腾讯视频（55.3%），优酷（45.9%）。在用户人群的年龄结构占比中，芒果 TV 30 岁以下用户比例（72.2%）也显著高于三大综合性视频平台。独特的定位有利于芒果 TV 把握目标人群进行精准营销，进而提升内容价值和广告价值。此外，垂直的内容也将进一步提升用户粘性。

图表 3: 2019 年 5 月各平台女性用户占比



资料来源: 艾瑞数据, 国盛证券研究所

图表 4: 2019 年 5 月各平台用户年龄分布



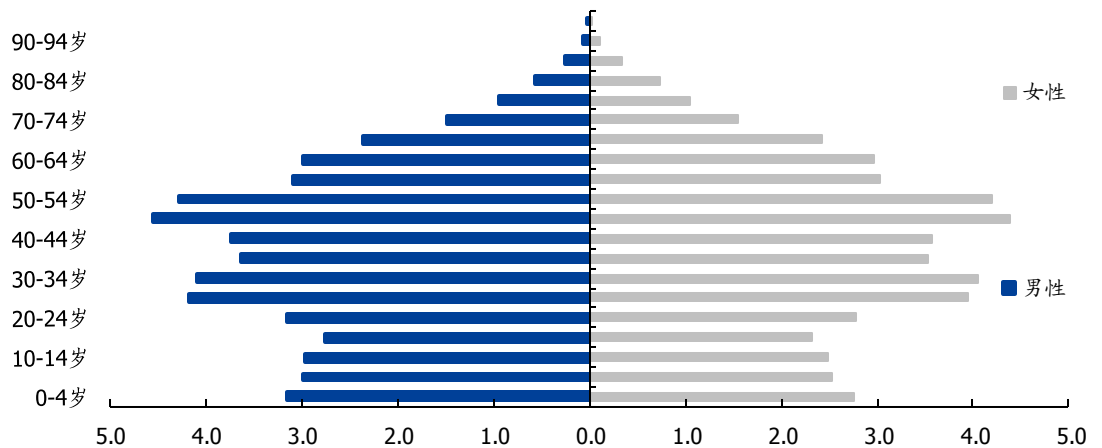
资料来源: 艾瑞数据, 国盛证券研究所

用户体量逐步扩大后，投资者非常关心的问题是，在垂直发展的属性和路径之下，“青春女性”这一群体能够支撑起芒果TV多大的月活规模和付费用户，反映出对于会员增速和天花板的担忧。我们认为，回答这一问题的核心在于厘清三个关键点：（1）“青春女性”这一目标受众群体的规模有多大？（2）未来芒果TV付费渗透率的天花板在哪里？（3）用户群体是否有扩展的可能性？

### 1.1 “青春女性”这一群体的潜在规模有多大？

结合前文的数据，目前芒果TV的用户画像以女性（占比约76%）和年轻群体（40岁以下占比约98%）为主。根据国家统计局人口调查数据，2018年国内总人口数13.95亿，其中处于芒果TV核心用户年龄段的女性（10-39岁）在总人口中的占比为19.14%，则符合“青春女性”这一属性的潜在用户群体达2.67亿；若考虑到仍有20%左右的用户为男性，则芒果TV MAU的天花板约为3.5亿。在这一潜在用户基数之下，即便考虑目前我国约60%的互联网普及率（实际上未触网人群多为老年和低幼群体，本身并不是芒果TV主要受众），则中短期约2.2亿的MAU将是可触及的中性情形，较目前约1.3亿的MAU仍有较大增长空间。

图表5：不同年龄段男性女性在总人口中的占比（%）



资料来源：Wind，国家统计局，国盛证券研究所

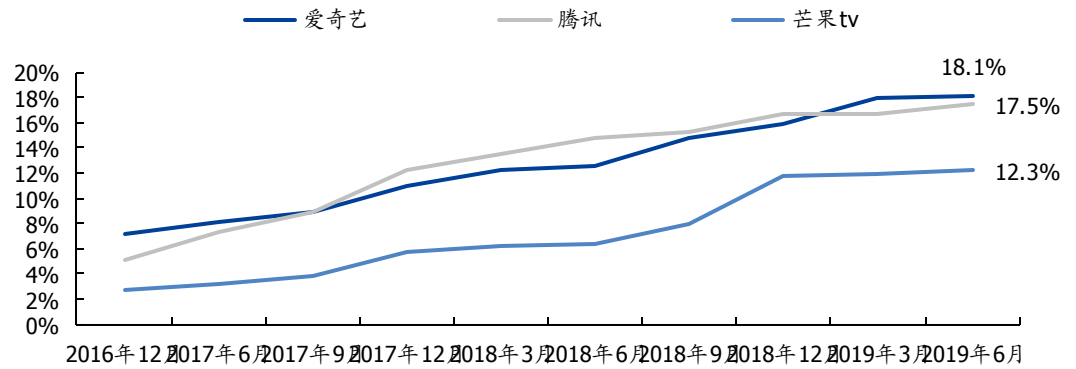
此外，考虑到爱奇艺和腾讯视频接近6亿的MAU中半数以上为女性群体，表明其中50%以上的用户截止目前仍不是芒果TV的月活用户，该部分已经有长视频使用习惯的群体将是未来芒果TV拉新的关键。综上，我们认为垂直细分属性之下芒果TV MAU的上限虽不及三大综合性视频平台，但中长期看2.5-3.5亿将是可期待、可触及的水平，用户天花板并不低。

### 1.2 目前芒果TV的付费率如何？未来的天花板在哪儿？

截止2019年6月，爱奇艺、腾讯、芒果TV分别拥有付费用户10050、9690和1501万，付费渗透率分别为18.1%、17.5%和12.3%，芒果TV会员渗透率低于其他两家头部平台。芒果TV的付费渗透率低于爱奇艺及腾讯，我们认为主要与内容体量、内容类型及推广促销力度等因素相关。目前芒果TV强势内容仍聚焦于综艺层面，而综艺的商业模式更偏广告属性；未来随着剧集短板的补齐，会员拉新的效果预计将更加显著，即便不考虑未来MAU的增长，目前存量用户的付费渗透率仍有提升空间。我们维持2019年付费用户1600-1800万的预期，并预计未来2-3年付费会员数有望达到约3000万的体量。



图表 6: 爱奇艺、腾讯视频及芒果 TV 付费渗透率



资料来源: 各公司公告, Questmobile, 国盛证券研究所

而对于未来付费渗透率的天花板, 参考美国 Netflix 等流媒体视频平台和 HBO 等有线电视频道的付费订阅数, 并结合各公司和行业的调研反馈, 预计国内综合性视频平台的付费会员天花板约在 1.5-2 亿, 对应付费渗透率约为 25%-35%。考虑到未来芒果 TV MAU 仍有增长空间, 预计中长期付费用户数的天花板约为 5000-6000 万。

### 1.3 用户群体是否有拓展的可能性?

我们认为, 目前国内的流媒体视频行业已很难产生新的综合性视频平台 (意味着每年内容成本投入 200 亿以上), 芒果 TV 垂直细分领域的发展路径, 不仅是延续和承接了湖南卫视的收视群体, 也是在当前竞争格局及自身内容投入体量之下的最优路径。因此, 未来芒果 TV 用户群体的扩展一定不是面向全年龄层和男性用户, 而可能有两种可行的路径: (1) 扩展女性群体的其他年龄层, 如 40 岁以上用户; (2) 通过部分节目, 或者单一频道的模式尝试拓展年轻男性群体 (目前此部分用户仅占 MAU 的不到 25%)。

用户的垂直来自于内容的垂直, 而从最新芒果 TV 2020 年招商片单中, 我们似乎看到了上述拓展的可能性。例如, 剧集层面虽然仍主打青春校园及都市爱情类, 但也开始在悬疑、公安、谍战等题材上进行拓展, 内容类别更加丰富, 而男性用户对于上述类型剧集的接受度明显较青春爱情类更高。此外, 综艺层面, 《乘风破浪的姐姐们》(聚焦“中年危机”, 5 位 30 岁+女艺人组建女团)、《我们的乐队》(乐队竞演真人秀) 等新节目, 也有望拓展用户年龄群体, 扩大人群覆盖面。

图表 7: 2020年芒果TV综艺及剧集概览

**2020年芒果TV自制综艺总编排**

		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》
		《小葱秀》	《新生日记2》	《小小的追球2》	《谁来帮帮我》
发烧综	烧脑益智系列	《头号玩家》	《密室大逃脱2》	-	《明星大侦探6》
地综	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》	-
		《婚前21天》	-	《女儿们的恋爱3》	-
乐活综	居家生活系列	-	《在当地吃得开》	《哎呀好身材2》	《跟着老板去团建》
		-	《初次见面》	《唱给世界听》	《野生厨房3》
燃综	年少有为系列	-	《全职高考》	《少年的法则》《变形记20》	《青春合唱团》
Z世代综	青春热血系列	《八英里》	-	《欢迎来到我们的世界》	-
	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》《以律师知名》 《穿越你，塔克拉玛干》《大秀青春派》《中国志愿者》《中国》等			

**2020年芒果TV影视剧一览表**

重磅剧集	台网剧	《尚食》《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》
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》《那时的我们》
	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》 《我有特殊沟通技巧》《那小子来自冰箱》《彗星来的那一夜2》《輶色过浓》 《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, 国盛证券研究所

## 2 广告收入还有多少增长空间?

2018 全年, 芒果超媒实现广告收入 24.1 亿元, 同比增长 81%; 而截至 2019H1, 芒果超媒广告收入 16.99 亿元, 同比增长 62%, 仍保持快速增长。芒果 TV 以不到爱奇艺等综合性视频平台 1/4 的 MAU, 做到了其约 40% 的广告收入体量 (2019H1 爱奇艺广告收入 43.2 亿元, 同比下降 8.6%), 广告变现效率极高, 且相对体量已并不小。因此, 投资者关心的另一个问题是, 芒果 TV 的广告收入还有多少增长空间?

由于芒果 TV 的广告收入以软广为主, 为回答这一问题, 我们从自制综艺招商的“量”与“价”两个维度看:

## 2.1 量的维度：单个平台单季度上线的 S 级综艺上限预计为 4 部，芒果 TV 目前平均仅 2 部左右

我们详细统计了芒果系头部电视综艺和网络综艺的上线日期，可以看到，无论是湖南卫视线性排播模式下，还是芒果 TV 作为互联网平台的排播模式下，周四至周日均是 S 级综艺上线的核心时段。湖南卫视在周五周六的黄金时段，一般可在 20:00 档和 22:00 档分别排播两档综艺，周四和周日可分别排播一档综艺。而目前芒果 TV 自制综艺则多倾向于周四至周日每天上线一档（一季度除外），我们认为可能是为避免流量的相互分流。

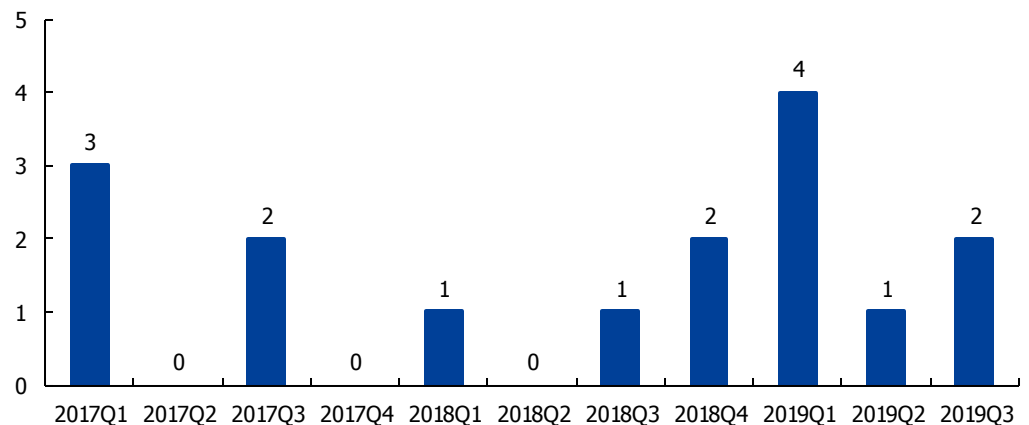
图表 8: 芒果 TV S 级电视综艺及自制综艺排播时刻表

时间	一季度			二季度		三季度	
周二						《一路成年》	
周四	《恋梦空间》	《妻子的浪漫旅行2》		《我家那小子2》		《女儿们的恋爱2》	
周五	《歌手2019》	《声临其境2》	《声入人心》	《向往的生活2》		《中餐厅3》	《声入人心2》
		《哈哈农夫》、《少年可期》		《我最爱的女人们》			
周六	《我家那闺女》	《快乐大本营》(会员)	《我们的师父》	《快乐大本营》(会员)		《我家小两口》	《快乐大本营》(会员)
		《密室大逃脱》					
周日	《快乐大本营》(全网)	《天天向上》(会员)		《天天向上》(会员)	《快乐大本营》(全网)	《天天向上》(会员)	《快乐大本营》(全网)

资料来源：芒果 TV，公开信息，国盛证券研究所 注：标红的为芒果 TV 自制综艺，其余为湖南台电视综艺

因此，考虑到目前 S 级综艺的排播模式（通常为周四至周日上线）和用户观看习惯（播放量集中在上线当天和第二天），在不导致节目相互分流的情况下，理论而言单个平台每季度上线的 S 级自制综艺上限为 4 个。2019 年前三季度，芒果 TV 新上线的 S 级综艺分别为 4、1、2 部，虽已较 2017 和 2018 年有明显增长，但平均单季度上线仅 2 部左右，数量上仍有增长空间。此外，2019Q3 新的 S 级自制综艺《一路成年》选择每周二上线，可以看做是排播模式的新尝试，未来也存在进一步打破旧有排播模式的可能，有望进一步提高上线数量天花板。

图表 9: 芒果 TV 各季度上线的 S 级自制综艺数量



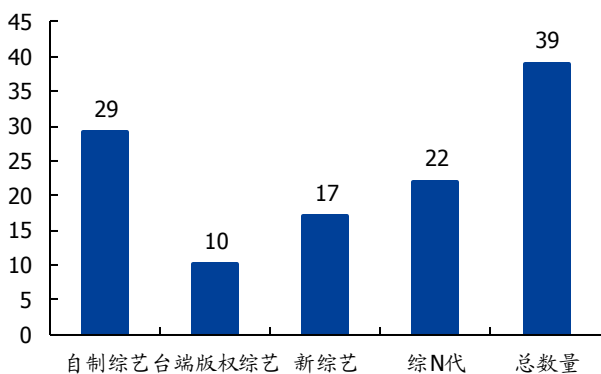
资料来源：芒果 TV，艺恩数据，国盛证券研究所



## 2.2 价的维度：综N代模式可带动招商价格带逐步上移

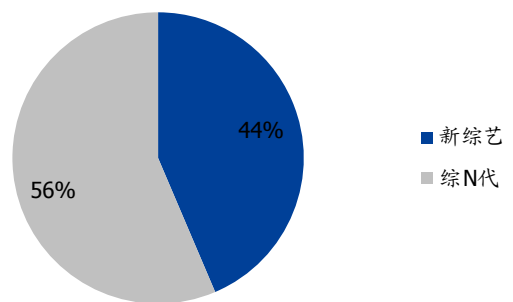
在现有的综艺商业模式下，新综艺的第一季一般作为承担创新和试水任务的尝试，在广告招商基本可以覆盖成本的情况下便可推出。但在项目创新成功后，后续几季节目将带来可观的ROI，综N代节目随着播放量和市场认可的提升，招商情况及广告金额均会不断改善。例如，芒果TV《妈妈是超人2》冠名/首席赞助/合作伙伴/行业指定数量分别为1/0/2/1，预计招商金额低于1亿元；而《妈妈是超人3》则为1/1/3/4，预计招商金额1-2亿元。因此，从价的维度看，综N代项目的增加将带动招商价格带的进一步上移。根据芒果TV招商会，2020年规划的39档综艺中（含自制综艺及版权综艺），综N代数量达22部，占比56.4%；2019年创新成功的综艺成为2020年综N代的主力，如《一路成年2》、《新生日记2》和《我最爱的女人们2》等；此外，《妻子的浪漫旅行4》、《女儿们的恋爱3》和《明星大侦探6》等头部综N代均将延续，但从一年两季变为一年一季。因此，不论从“量”还是“价”的角度，我们认为芒果TV2020年约30亿左右的广告收入仍远未达到天花板，未来仍有巨大增长空间。

图表 10: 芒果TV2020年招商综艺分类及数量



资料来源：芒果TV招商会，国盛证券研究所

图表 11: 芒果TV2020年招商综艺中新老综艺占比



资料来源：芒果TV招商会，国盛证券研究所

## 3 广告增速跑赢行业和其他平台的驱动力何在？

受宏观经济下滑带来的广告主投放需求减少影响，综合性视频平台广告收入增速出现显著放缓。其中，2018H2和2019H1，爱奇艺广告收入分别为46和43.2亿元，同比下滑3.7%和8.6%；腾讯媒体广告收入分别为102.7和79亿元，同比增速分别为24.6%和-1.6%。从季度广告收入增速看，爱奇艺与腾讯视频分别从2018Q3和2019Q1起进入广告增速断崖式下跌通道。但与此同时，芒果超媒的广告收入仍保持快速增长，2018H1、2018H2和2019H1，芒果超媒分别实现广告收入10.49、13.62和16.99亿元，同比增长120.3%、59.1%和62%，收入增速明显高于广告行业及其他视频平台。2019H1广告品牌投放数近200个，同比增长14%。因此，市场普遍关心的问题是，芒果TV广告收入高增长的原因是什么，持续性如何？

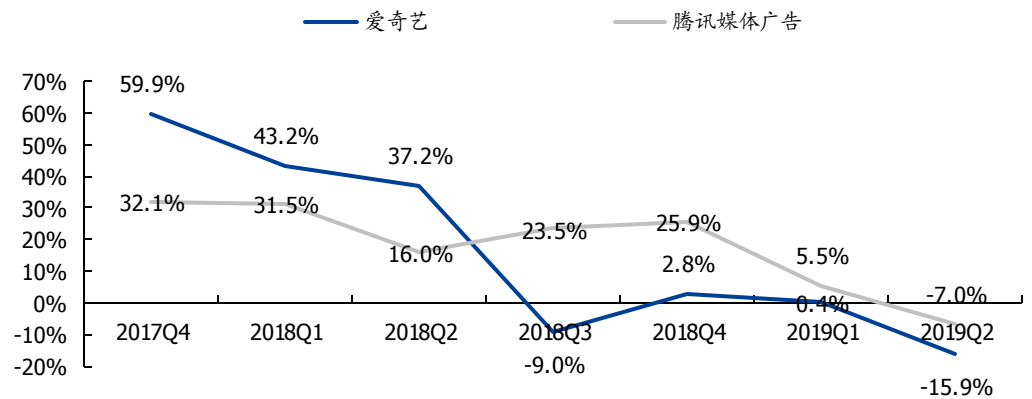
注：腾讯视频统计的为整体腾讯控股网络广告收入中的媒体广告部分（主要为腾讯视频和腾讯新闻），口径有差异但可以看到变化趋势。

图表 12: 芒果超媒、爱奇艺及腾讯媒体广告收入对比

广告收入 (百万元)	2017H1	2017H2	2018H1	2018H2	2019H1
芒果超媒	476.0	856.0	1,048.8	1,361.8	1,699.0
YoY			120.3%	59.1%	62.0%
爱奇艺	3,381.9	4,777.0	4,728.2	4,599.9	4,320.1
YoY		61.1%	39.8%	-3.7%	-8.6%
腾讯媒体广告	6,586	8,243	8,029	10,271	7,900
YoY			21.9%	24.6%	-1.6%

资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

图表 13: 爱奇艺及腾讯媒体广告季度收入增速对比



资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

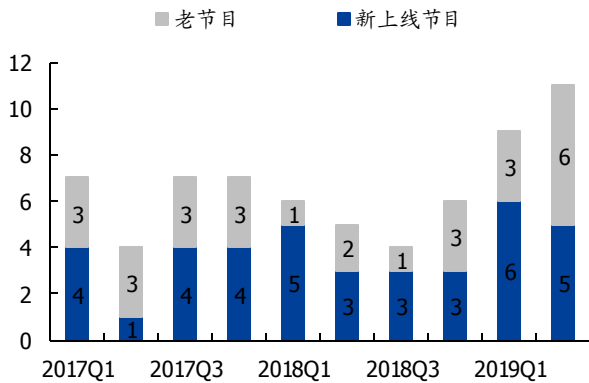
我们认为, 芒果超媒广告收入的高增长绝不仅是低基数之下的表观数字, 而是有着背后供给和需求两方面的深层次逻辑。

### 3.1 供给端: 团队扩张后新上线节目数量大幅增长

广告收入逆势增长的背后, 是公司优质内容上线数量及播放量的显著增长。芒果 TV 自制综艺团队由 2017 年的 4 个增加至目前的 16 个, 带来的是节目产能和广告库存的快速扩张。自制综艺软广收入与节目数量 (每年上线项目量)、新项目成功率 (综 N 代招商金额呈提升趋势)、项目体量 (Super S 级或 S 级、A 级) 及招商情况 (冠名、合作伙伴等招商数量及招商金额) 存在密切关联, 硬广收入与播放量挂钩。从我们统计的数据看, 2019H1 新上线自制综艺 11 部 (去年同期为 6 部), 其中 Super S 级节目 1 部 (《妻子的浪漫旅行》, 去年同期 0 部)、S 级节目 4 部 (去年同期 1 部)、A 级节目 2 部 (去年同期 1 部), 项目数量及体量均远超 2018H1, 单季度新上线节目数量较 2019 年以前的 3-4 部明显增长。

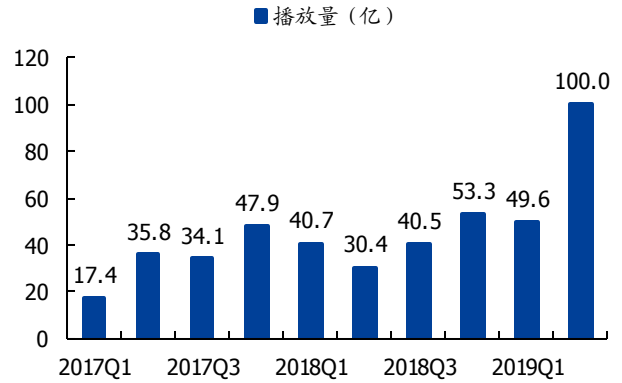
同时, 头部综艺播放量在 2019Q2 达到 100.0 亿, 较前期也呈现出显著的提升。芒果 TV 构建了多元化广告资源、立体化品牌曝光的广告体系, 项目数量及播放量的增加预计对公司软广及硬广收入都形成了有效带动。

图表 14: 2017-2019Q2 芒果 TV 进入播映指数前 50 的网络综艺数量



资料来源: 艺恩数据, 国盛证券研究所

图表 15: 2017-2019Q2 芒果 TV 网综播放量趋势 (单位: 亿)



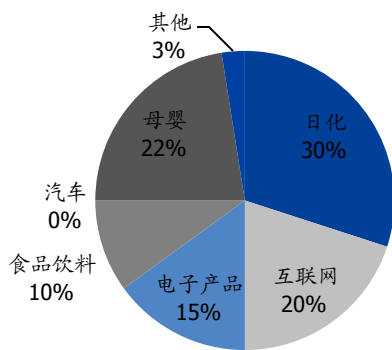
资料来源: 艺恩数据, 国盛证券研究所

### 3.2 需求端: 广告主的行业分布可能是导致各平台增速差异的重要原因之一

我们详细统计了 2017-2019H1 四大视频平台网络综艺的广告主行业构成, 可以发现: (1) 芒果 TV 以日化类和母婴类广告主为主, 占比分别为 30% 和 22%, 日化、母婴广告投放数量占比显著高于其他平台, 但互联网类 (20%) 和汽车类 (0%) 广告主占比又显著低于其他平台。从下游行业的零售增速看, 日用品类和化妆品类 2019 年 1-9 月累计零售增速分别为 13.6% 和 12.8%, 在所有行业中增速靠前, 受宏观经济影响相对较小。而受宏观经济影响预算收缩较大的互联网类和汽车类, 在芒果 TV 的广告主构成中占比较小。因此从需求角度看, 芒果 TV 所受的影响可能相对较小。(2) 爱奇艺以互联网类和食品饮料类广告为主, 且互联网类 (31%) 占比高于其他平台, 汽车类占比 (7%) 仅次于优酷, 受预算收缩的影响可能相对较大。与之相对比的是, 腾讯视频以食品饮料 (30%)、日化 (19%) 和互联网类 (15%) 广告为主, 广告主行业分布较为均匀, 互联网类占比相对较低, 这可能也是腾讯视频广告收入增速下滑幅度小于爱奇艺、且开始大幅下滑的时点滞后两个季度的原因之一 (见图表 12、13)。

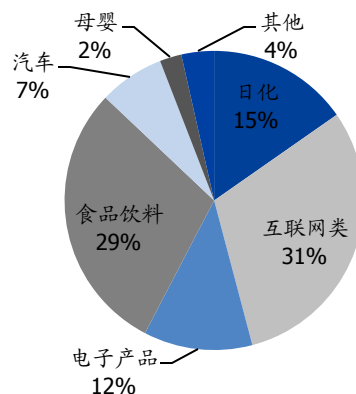
注: (1) 广告主行业分布统计的为数量占比而非招商金额占比; (2) 统计时只保留了“独家冠名”和“首席赞助”两类广告主, 而剔除了“合作伙伴”和“行业指定”, 由于后两类广告主一般招商金额低、数量多, 不能客观反映广告招商构成。

图表 16: 芒果 TV 2017-2019H1 网络综艺广告主行业分布



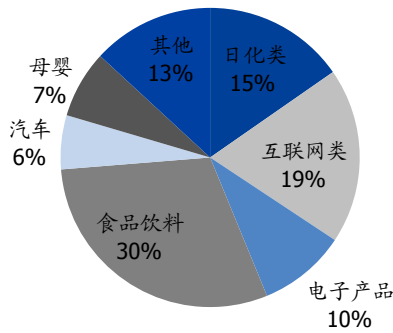
资料来源: 芒果 TV, 国盛证券研究所

图表 17: 爱奇艺 2017-2019H1 网络综艺广告主行业分布



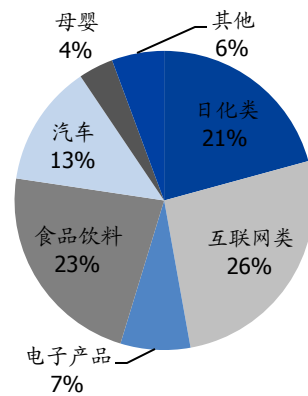
资料来源: 爱奇艺, 国盛证券研究所

图表 18: 腾讯视频 2017-2019H1 网络综艺广告主行业分布



资料来源: 腾讯视频, 国盛证券研究所

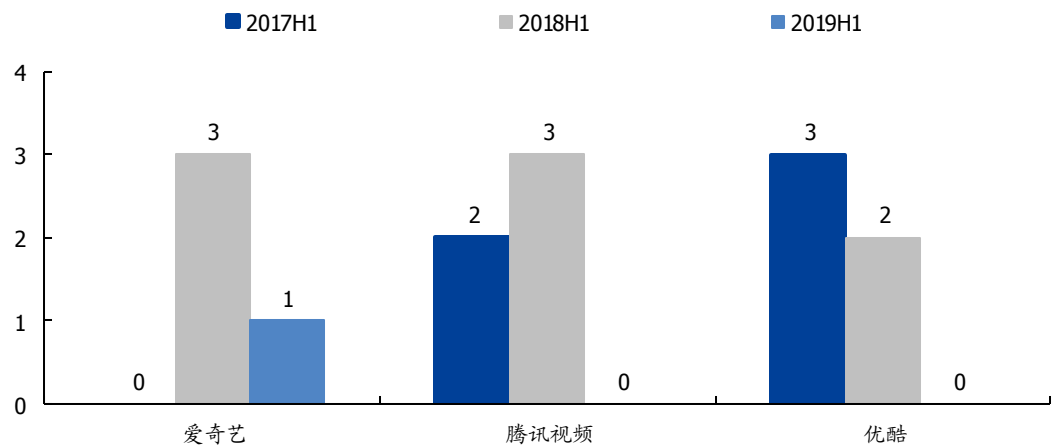
图表 19: 优酷 2017-2019H1 网络综艺广告主行业分布



资料来源: 优酷, 国盛证券研究所

(3) 优酷的广告主行业构成与爱奇艺类似, 也以互联网类(26%)和食品饮料类(23%)为主, 且其汽车类广告主占比(13%)在四大视频平台中最高, 互联网类占比仅次于爱奇艺, 预计受预算收缩的影响程度要高于腾讯视频和芒果 TV。此外, 从各平台广告主数量统计看, 汽车类自 2018 年下半年开始收缩较为明显, 2019H1 几乎没有汽车类厂商参与自制综艺的冠名或首席赞助, 数量较 2017 及 2018 同期明显减少。

图表 20: 各视频平台汽车类广告主投放数量



资料来源: 各视频平台, 国盛证券研究所

除上述两条逻辑外, 芒果 TV 的用户更垂直、女性广告价值更大, 在芒果 TV 投放的广告效果更好、更吸引广告主等可能也是原因之一, 但由于无法用数据论证, 因而在此不做展开。展望未来, 芒果 TV 的广告收入是否能维持较高的增速, 我们对此持乐观态度。一方面, 如前文所述, 平台可排播的自制综艺数量及招商价格均有进一步上行的空间, 平台流量也并未到达天花板; 另一方面, 通过“大芒计划”形成“IP+KOL”的一站式、多渠道营销生态, 也将进一步创新芒果 TV 的广告生态并有望增强招商能力、拉高天花板。

## 投资建议

我们持续看好公司的长期发展，流媒体视频行业大逻辑及公司独特发展路径下的成长逻辑不变，作为具有媒体属性的国有传媒集团，公司创新的基因、市场化制度，和优质内容团队成体系化的生产流程将持续推动会员、广告等新媒体平台业务的增长。

维持对公司 2019-2021 年归母净利润 11.52、15.21 和 17.87 亿元的预测，对应 EPS 分别为 0.65、0.85 和 1.00 元，维持“买入”评级。

图表 21: 收入成本分类预测表 (单位: 百万元)

收入构成	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>新媒体平台运营</b>					
销售收入 (百万元)	2,343.84	4,179.7	5,649.59	7,243.47	8,616.9
增长率	84.3%	78.3%	35.2%	28.2%	19.0%
其中: 互联网视频业务	1,732.7	3,223.6	4,487.6	5,857.1	7,048.2
运营商业业务	611.2	956.1	1,162.0	1,386.3	1,568.7
毛利率	15.1%	38.8%	38.5%	38.7%	38.7%
<b>新媒体互动娱乐内容制作</b>					
销售收入 (百万元)	2,903.7	3,248.6	3,537.2	4,087.9	4,638.2
增长率	55.3%	11.9%	8.9%	15.6%	13.5%
毛利率	50.5%	39.9%	38.2%	37.8%	36.7%
<b>媒体零售</b>					
销售收入 (百万元)	2,832.4	1,990.1	1,890.6	1,890.6	1,890.6
增长率	-10.3%	-29.7%	-5.0%	0.0%	0.0%
毛利率	20.3%	27.0%	25.0%	25.0%	25.0%
<b>营业收入合计 (百万元)</b>	<b>8,271.2</b>	<b>9,660.7</b>	<b>11,319.6</b>	<b>13,464.2</b>	<b>15,388.0</b>
增长率	30.9%	16.8%	17.2%	18.9%	14.3%
<b>营业成本 (百万元)</b>	<b>5,774.4</b>	<b>6,082.8</b>	<b>7,193.4</b>	<b>8,520.0</b>	<b>9,752.2</b>
增长率	10.4%	5.3%	18.3%	18.4%	14.5%
<b>综合毛利率</b>	<b>30.2%</b>	<b>37.0%</b>	<b>36.5%</b>	<b>36.7%</b>	<b>36.6%</b>

资料来源: 国盛证券研究所



## 风险提示

### （一）行业竞争加剧风险

目前流媒体视频行业仍处于持续投入、激烈竞争阶段，三大综合性视频平台与芒果 TV、B 站等垂直视频平台均在大力投入内容争夺用户。若后续行业存在新进入者，或各平台内容投入持续加大，将对公司带来沉重的成本压力。

### （二）芒果 TV 用户增长不及预期风险

芒果 TV 用户的增长受到行业监管、竞争情况等要素影响，目前视频行业用户增速放缓，竞争激烈，芒果 TV 存在用户增长不及预期风险。

### （三）广告收入不及预期风险

优质内容对公司广告收入的带动作用明显。但现阶段宏观经济增速下行，影响广告主预算规模及投入方向，若后续高质量节目缺乏或广告主持续收缩预算，将对公司广告收入带来不利影响。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com