

拥抱变化的优质头部内容平台

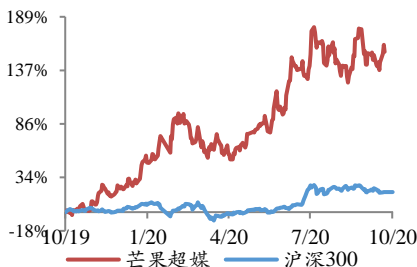
投资评级：增持（首次）

报告日期：2020-10-09

主要观点：

收盘价（元）	67.40
近 12 个月最高/最低（元）	73.89/25.71
总股本（百万股）	1,780
流通股本（百万股）	931
流通股比例（%）	52.30
总市值（亿元）	1,216
流通市值（亿元）	637

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：姚天航

执业证书号：S0010520090002

邮箱：yaoth@hazq.com

联系人：郑磊

执业证书号：S0010120040032

邮箱：zhenglei@hazq.com

相关报告

● 稳住基本盘，“破圈”再出击

我们认为，芒果 TV 已收获了具有高粘性+强消费能力的年轻、女性用户群体，在细分市场形成了差异化竞争优势，构成了公司的“基本盘”。考虑到未来男性用户消费能力有望提升，公司已开始逐渐加码侦探、悬疑类题材进行“破圈”，凭借着公司优秀的内容制作与选剧能力，芒果 TV“破圈”潜力可期，未来有望驱动公司业绩持续增长。

● 内容为王+渠道赋能，优势明显

公司秉承内容为王构筑核心护城河，内容 IP 聚焦社会焦点，如《乘风破浪的姐姐》、“我家”系列综艺，充满趣味性的同时，也兼顾了社会思考与价值观输出，具备将文化产品升级为文化现象、从而打造爆款的能力。同时，全牌照优势助力公司内容与渠道相结合，能获得超越同业的收入体量与毛利率水平。

● 发展“小芒电商”，打造公司“第二竞争曲线”

“小芒电商”是“视频+内容+电商”的全新电商模式，而电商购物的主力人群与公司核心用户群体重合度高，所以公司发展新型电商业务具有天然的优势。我们认为，随着公司积极探索多元化变现方式，有望进一步打开公司营收空间。

● 投资芒果超媒就是投资湖南广电

对于公司三大优势：内容、渠道、粉丝运营中，内容是直接脱胎于湖南广电体系的制作能力，并且无论在人员还是产品的流动上，公司与湖南广电之间都是非常便利且直接的；渠道是借助了国资传媒旗舰的身份，获得了互联网电视内容集成牌照，以及湖南广电授权的 IPTV 集成牌照；运营也是在湖南广电多年的内容耕耘与广阔渠道的助力下才拥有运营的基础。我们认为，湖南广电仍然是一个富有创新力，并且具备持续迭代能力的体系，随着电视台行业性的式微，未来公司在湖南广电体系中的重要性将持续提升。

● 投资建议

我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 155、194、235 亿元，归母净利润分别为 16.94、19.05、23.79 亿元，对应 EPS 分别为 0.95、1.07、1.34 元，对应 2020-2022 年 PE 分别为 69X、61X、49X。首次覆盖，给予“增持”评级。

● 风险提示

行业监管严格程度超预期；节目上线进度不及预期；广告主投放意愿不及预期；用户增长不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	12501	15498	19454	23510
收入同比(%)	29.4%	24.0%	25.5%	20.8%
归属母公司净利润	1156	1694	1905	2379
净利润同比(%)	33.6%	46.5%	12.5%	24.8%
毛利率(%)	33.7%	32.8%	32.8%	32.7%
ROE(%)	13.2%	16.2%	15.4%	16.1%
每股收益(元)	0.65	0.95	1.07	1.34
P/E	53.83	68.68	61.08	48.93
P/B	7.09	11.11	9.40	7.88
EV/EBITDA	11.74	18.52	17.13	15.42

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 国有控股生态型媒体标的	7
1.1 全产业链布局，优势显著	7
1.2 芒果 TV 为公司成长核心驱动平台	9
2 在线视频行业有望开启下半场	10
2.1 用户付费收入占比持续提升	10
2.2 行业有望迎来整体性提价	13
2.3 “自制+独播”渐成行业主流趋势	14
3 内容为王+渠道赋能，优势明显	16
3.1 内容：坚持核心价值，引领青春文化	16
3.2 渠道：赋能内容，全牌照优势明显	17
3.3 竞争格局：综艺王者，剧集迎头赶上	19
3.4 内容自制能力强，成本优势突出	26
3.5 优质内容拉动广告收入，衍生节目驱动会员拉新	28
4 稳住基本盘，“破圈”再出击	30
4.1 用户定位清晰，差异化构筑竞争优势	30
4.2 粉丝经济助力，拉动用户转化	32
4.3 “破圈”进行时，影视剧集先发力	34
5 管理层锐意进取，人才培养及留存机制完善	36
5.1 湖南广电改革不断推进，充分释放芒果体系价值	36
5.2 工作室制度组建人才梯队，创新运行机制激活驱动力	37
5.3 打通创作生态，留住优秀人才	40
6 探索多元变现方式，打开多元营收渠道	40
6.1 “大芒计划”：孵化芒果系 KOL，探索网红经济	40
6.2 小芒电商：聚合芒果生态，布局湖南广电第二增长曲线	44
7 盈利预测和投资建议	47
风险提示:	48

图表目录

图表 1 芒果超媒生态布局	7
图表 2 芒果超媒主营业务情况	8
图表 3 公司股权结构	9
图表 4 2018-2020H1 公司营收及同比情况	9
图表 5 2018-2020H1 公司归母净利润及同比情况	9
图表 6 2018-2020H1 公司营收结构	10
图表 7 2016-2020H1 芒果 TV 会员人数及同比情况	10
图表 8 2016-2020H1 芒果 TV 会员及广告收入情况	10
图表 9 2018Q2-2020Q2 中国在线视频市场收入结构	11
图表 10 单片付费+活动周边付费情况介绍	11
图表 11 2016-2020H1 各大视频平台会员人数情况 (万人)	12
图表 12 2016-2020H1 爱奇艺会员及广告收入情况	12
图表 13 爱奇艺星钻 VIP、黄金 VIP 会员价格	13
图表 14 优爱腾芒果目前会员价格	13
图表 15 海外流媒体会员价格及调价时间轴 (美元)	14
图表 16 “优爱腾”各类剧种占比	15
图表 17 2017-2019 年头部剧集独播数量	15
图表 18 2017-2019 年头部综艺独播数量	15
图表 19 2012-2020 年中国版权网络视频行业各项营收占比情况	16
图表 20 2019 年芒果 TV 年度热播电视剧和综艺节目 TOP15	17
图表 21 IPTV 与互联网电视监管图谱	17
图表 22 芒果超媒持有牌照证书 (部分)	18
图表 23 2015-2020H1 年芒果超媒与新媒股份运营商业业务收入对比 (单位: 亿元)	18
图表 24 2015-2019 年芒果超媒与新媒股份运营商业业务毛利率	19
图表 25 2015-2019 年湖南、广东两省 IPTV 用户数 (单位: 万户)	19
图表 26 2017-2019 年最受欢迎的亲综艺节目 TOP10	20
图表 27 “优爱腾芒果”亲综艺的记忆率均值和正确率均值	20
图表 28 2016.1-2020.4 综艺播映指数前十芒果系节目及芒果 TV 独播占比	21
图表 29 2017-2019 年电视综艺节目 TOP10	21
图表 30 2017-2019 年网络综艺节目 TOP10	21
图表 31 2020H2 芒果 TV 的综艺项目初步规划情况	22
图表 32 芒果 TV 部分剧集及其出品公司	23
图表 33 2020H2 芒果 TV 影视剧规划情况	24
图表 34 公司募集资金使用计划	26
图表 35 各平台播放量 TOP20 中自制/合作/外采内容比例	26
图表 36 芒果 TV 16 个综艺制作团队及其代表作	26
图表 37 2016-2020 年部分台网剧版权价格	27
图表 38 芒果 TV 内容制作成本及占营业成本比重	28
图表 39 爱奇艺内容制作成本及占营业成本比重	28
图表 40 2018.12-2019.11 全媒体广告刊例花费同比增	29
图表 41 2015-2019 爱奇艺、芒果 TV 广告收入及其增	29
图表 42 芒果 TV 综艺广告赞助情况	29

图表 43 芒果 TV 部分综艺及其衍生节目	30
图表 44 芒果 TV、“爱优腾”用户男女比例	31
图表 45 芒果 TV、“爱优腾”用户年龄分布	31
图表 46 芒果 TV 自制女性向综艺 (部分)	31
图表 47 芒果 TV 综艺节目渗透率	32
图表 48 芒果 TV 线上消费能力超过 200 元的用户占比	32
图表 49 2018-2020 年芒果 TV APP 月活数 (MAU) (单位: 万人)	33
图表 50 芒果 TV“1+9”超能量会员权益	33
图表 51 2017-2019 年芒果 TV 平台用户画像及剧集类型分布	34
图表 52 2021 芒果 TV 影视剧初步规划情况	34
图表 53 2020 年 6 月在线视频 APP 行业新增用户性别	36
图表 54 2020 年 6 月在线视频 APP 行业新增用户年龄分布	36
图表 55 湖南卫视三轮改革历程梳理	37
图表 56 芒果 TV 项目立项示意图	38
图表 57 湖南卫视创新激励计划 (部分)	38
图表 58 芒果 TV“1+9”超能量会员权益	39
图表 59 湖南卫视“一枢纽三部门”组织架构	40
图表 60 湖南卫视创新闭环	40
图表 61 2018Q2-2020Q2 中国互联网文娱市场结构	41
图表 62 短视频行业月活用户规模趋势	41
图表 63 在线视频行业月活用户规模趋势	41
图表 64“大芒计划”前十入选者	42
图表 65 大芒计划”首批高校“大芒人”前往芒果 TV 游学	43
图表 66 芒果学院牵手辛有志、吴晓波	43
图表 67 湖南广电“电商中心招聘宣讲会”	44
图表 68 芒果 TV 用户男女比例	45
图表 69 主要直播电商平台用户性别比例分布	45
图表 70 芒果 TV 用户年龄分布	45
图表 71 2019 年 10 月移动购物行业用户年龄分布	45
图表 72 2019 年 10 月移动购物行业用户线上消费能力	46
图表 73 2017-2020E 中国直播市场规模	46
图表 74 2017-2019 年淘宝直播电商在线交易额	46
图表 75 2020E-2024E 直播电商 GMV	46
图表 76 公司主营业务各项收入预测 (百万元)	47
图表 77 公司主营业务各项收入预测 (百万元)	48

1 国有控股生态型媒体标的

1.1 全产业链布局，优势显著

公司前身为快乐购物股份有限公司，2018年6月快乐阳光（芒果TV运营主体）与芒果互娱、天娱传媒、芒果影视、芒果娱乐整体打包注入上市公司，正式成为国内A股首家脱胎于传统广电系统的国有新媒体上市公司，至此公司驶入了快速发展的轨道。2018年7月，快乐购正式更名为“芒果超媒”。受益于湖南广电对芒果系全产业链发起的有效整合，使得公司在国内视频行业竞争中率先实现盈利。

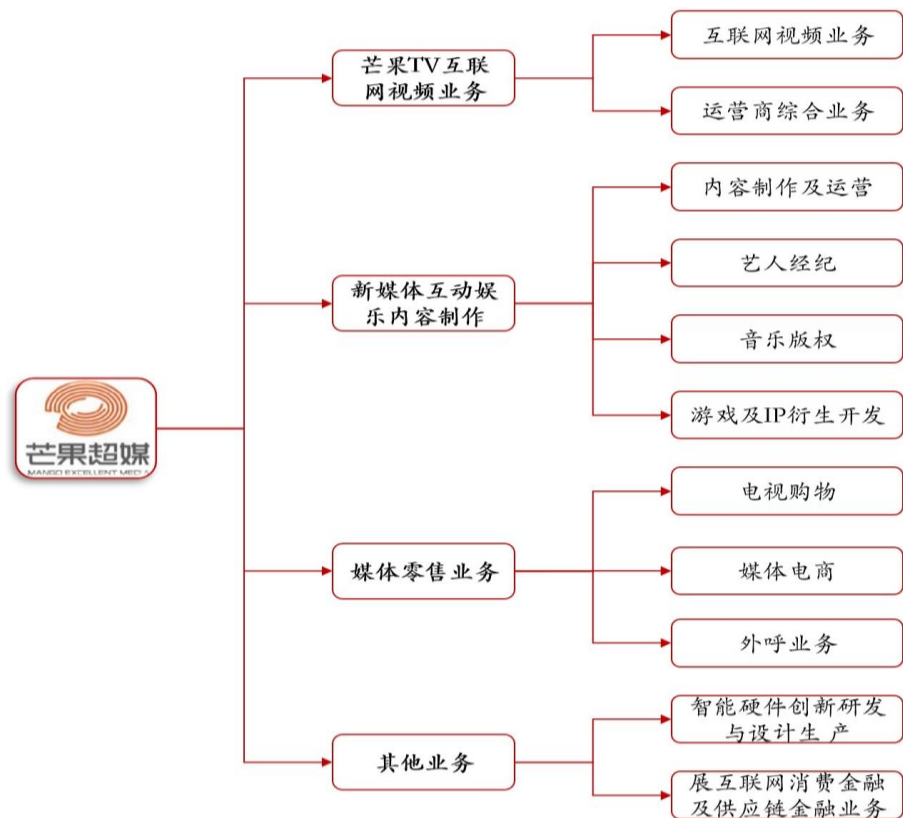
图表 1 芒果超媒生态布局



资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司的主营业务包括芒果TV互联网视频业务、新媒体互动娱乐内容制作、媒体零售及其他。公司依托芒果特色融媒体生态，兼具媒体属性和内容基因，以互联网视频平台芒果TV运营为核心，打造涵盖会员、广告、IPTV、OTT、影视剧、综艺节目、艺人经纪、音乐版权运营、游戏及IP衍生开发、媒体零售、消费金融等在内的上下游协同发展的传媒全产业链生态。

图表 2 芒果超媒主营业务情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司第一大股东芒果传媒有限公司，为湖南广电的全资子公司，因此湖南广电系公司实控人，持股比例超过 60%。由于传媒行业作为舆论宣传的重要阵地，一直以来被国家严格管控，公司作为国内唯一的国有背景视频平台，无论是在内容把控、还是牌照发放上，均具有得天独厚的优势。

2019 年 5 月公司引入战略投资者中移资本，中移资本以 16 亿元参与公司重组配套融资，获取公司 4.37% 股权。而中移资本是中国移动旗下全资子公司，中国移动便成为公司第二大股东。2019 年 6 月公司便与中国移动旗下咪咕签署战略合作，双方将在基础电信业务、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。中国移动作为国内第一大运营商，这次资本上的合作有望助力公司完成芒果生态的业务拓展与转型升级。

图表 3 公司股权结构

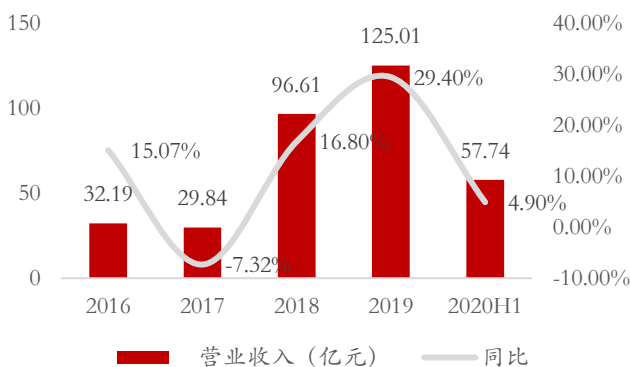


资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.2 芒果 TV 为公司成长核心驱动平台

公司依托芒果特色的融媒体生态，充分发挥在内容制作、全产业链、产业协同等方面的优势，业绩持续稳定增长，实现弯道超车，公司在 2017 年（回溯快乐购以及重组的五个子公司）首次实现盈利，成为国内目前唯一盈利的长视频平台。2020H1，公司实现营业收入 57.74 亿元，同比增长 4.9%，实现归母净利润 11.03 亿元，同比增长 37.3%。

图表 4 2018-2020H1 公司营收及同比情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

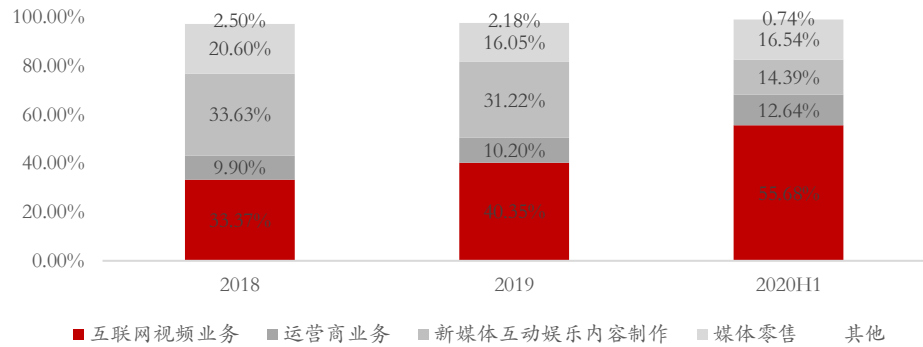
图表 5 2018-2020H1 公司归母净利润及同比情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

在众多业务中，芒果 TV 互联网视频业务是公司核心业务，而芒果 TV 互联网视频业务又以互联网视频业务为核心，此业务 2019 年实现营收 50.44 亿元，同比增速高达 56.45%，持续且强劲地推动公司营收稳定上涨。而且 2018-2020H1，互联网视频业务营收占比也不断提升，2020H1 达到 55.68%。

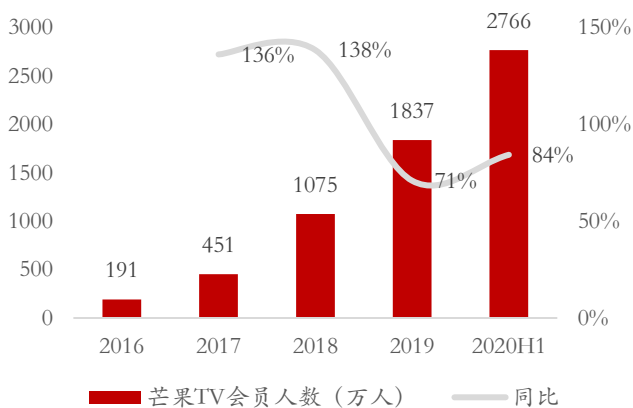
图表 6 2018-2020H1 公司营收结构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

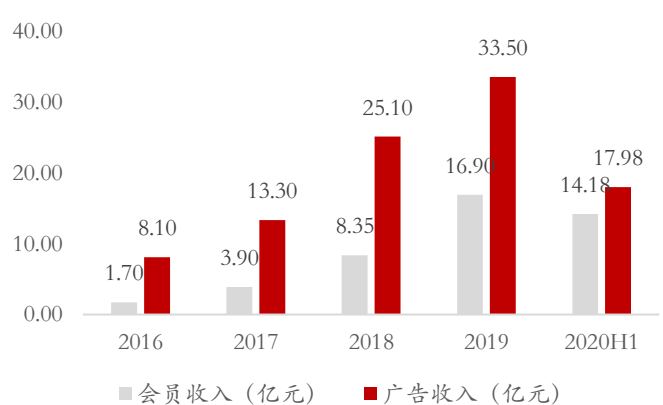
互联网视频业务收入主要包括芒果TV的会员及广告收入，依托于芒果TV这一核心的新媒体视频运营平台，持续输出创新、优质的自制独播内容，会员收入及广告收入均持续上升，2020H1公司互联网视频业务整体营收达39.46亿元，同比增长29.42%，其中会员业务收入14.18亿元，同比增长80.40%，收入占比不断提升。公司精准锁定“青春、都市、女性”的平台用户定位，付费会员人数保持高速增长，截至2020H1，芒果TV有效会员数达2766万，较年初增长50.57%，实现会员收入16.9亿元，同比增速超过100%。公司在广告上进行内容营销，发挥制播一体的优势，2020H1公司广告收入17.98亿元，同比增长5.83%，收入增速有所放缓，主要系一季度公司为应对疫情影响调整内容产品编排策略，随着复工复产，二季度广告业务收入环比增速达32%，回归良性增长态势。2020上半年，公司综艺类项目广告签单量上涨近50%，《乘风破浪的姐姐》招商数据刷新多项纪录，节目广告客户总数超40家，以《妻子的浪漫旅行》《密室大逃脱》等IP为代表的综N代项目，广告招商体量稳步增长；影视剧项目广告总签约量同比增长300%。

图表 7 2016-2020H1 芒果TV会员人数及同比情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 8 2016-2020H1 芒果TV会员及广告收入情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

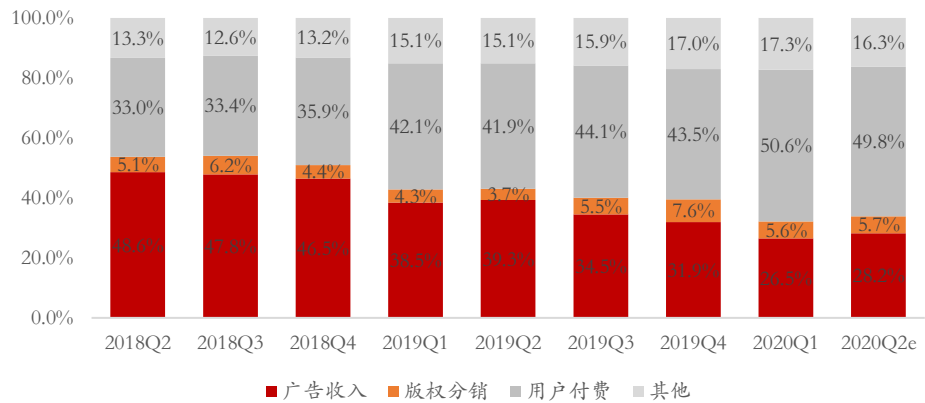
2 在线视频行业有望开启下半场

2.1 用户付费收入占比持续提升

长视频行业收入主要来源有三种：会员收入，即用户付费购买增值权益，如特定内容、免贴片广告、提前完片的收入；广告收入，即平台内展示广告与视频中贴片广告的收入，其中芒果超媒还包括内容制作层面的广告商赞助收入；内容运营收入，即版权交易的收入，包括直接销售版权以及版权置换所确认的收入。

2020Q1，中国在线视频行业用户付费收入占比首次超过 50%。2018Q2-2020Q1，中国在线视频行业收入结构中，广告收入占比持续下滑，而用户付费收入份额持续提高。据艾瑞咨询数据显示，中国在线视频行业用户付费收入占比，已从 2018Q2 的 33.0% 提升至 2020Q1 的 50.6%。2020 年第一季度，受新冠疫情影响，广告收入占比进一步萎缩至 26.5%，而居家生活带来的用户粘性提升，进一步提高了用户付费收入占比，其占比首次超过 50%。

图表 9 2018Q2-2020Q2 中国在线视频市场收入结构



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

在线视频行业，单片付费+活动周边付费时代或到来。就芒果 TV 而言，继《明星大侦探第五季》NZND 演唱会实行单期付费后（会员 3 元，非会员 12 元），芒果 TV 再次尝试综艺单期付费，而且青春芒果节特别企划联动两大 S 级综艺《密室大逃脱第二季》和《乘风破浪的姐姐》推出《密室大逃脱 x 乘风破浪的姐姐》，全集 2 期会员 12 元，非会员 18 元打包。而优酷推出了《这就是街舞》看视频助力公益教室活动，活动内容为付费点播队长大秀 Plus 包，里面包含了队长大秀练习室版、典藏纪录片和完整版微电影，优酷会员、酷喵会员 6 元，非会员 12 元。

图表 10 单片付费+活动周边付费情况介绍

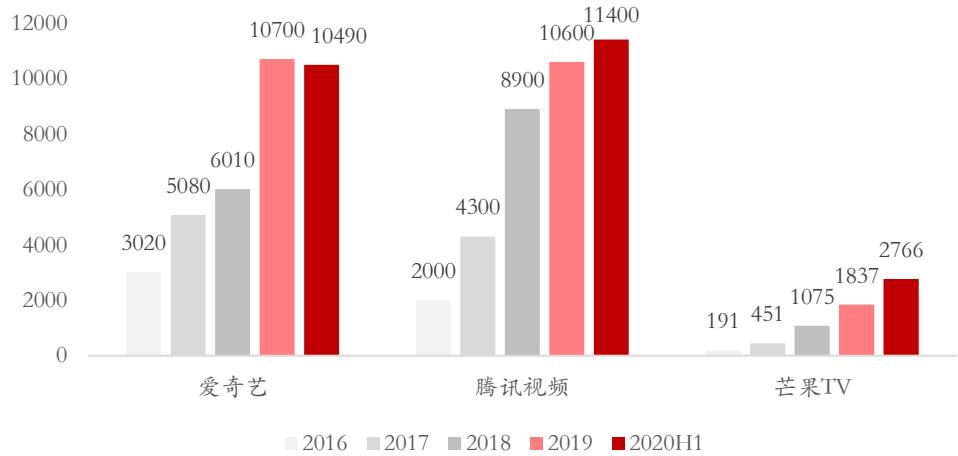


资料来源：云和数据，华安证券研究所

各大视频平台近几年来会员数量不断上涨，从而带动了会员收入的上升。截至 2020H1，爱奇艺、腾讯视频的会员人数已经超过一亿人，且各视频网站的会员数量均呈不断上升的趋势。会员模式兴起，会员收入逐渐成为新的业绩增长点，各

视频平台通过丰富内容供给、提升付费用户观看体验等方面促进会员数量及会员收入的增长。爱奇艺 2018、2019 年的会员收入均已超过 100 亿。

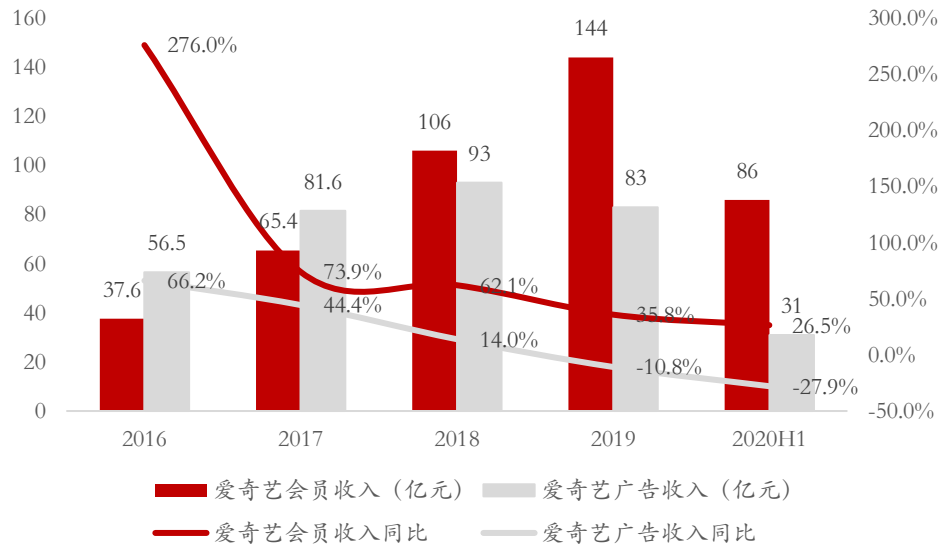
图表 11 2016-2020H1 各大视频平台会员人数情况 (万人)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

对于大多数视频平台的会员来说, 免去视频播放前的广告内容是一项基本的会员权益, 而前贴片广告往往是广告植入的主要方式, 因此当会员数量以及会员收入不断上升的同时广告收入也在一定程度的下降。以爱奇艺为例, 2018 年以前, 爱奇艺广告收入均高于会员收入, 但 2018 年及 2019 年的数据均显示会员收入已经超过了广告收入, 而在这一时间段, 爱奇艺的会员数量在不断上涨。

图表 12 2016-2020H1 爱奇艺会员及广告收入情况



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

收入结构的变化也反映了行业的发展历程。从早期的广告收入、版权收入占主导, 到近年来各家平台加强独播头部内容的争夺与自制, 付费会员数保持高速增长, 会员收入迎头赶上。我们认为, 未来随着人口红利的逐渐消失, 以及宏观经济难以维持过去的高增长态势, 视频平台上偏展示类的广告将保持弱势, 其收入占比将进一步下滑。会员收入的重要性显著提升, 行业增长更多偏向于 ARPPU 值

提升的逻辑，行业性的涨价将会来临，会员收入占比将持续提高。与此同时，重视会员而保持独播也将压缩版权交易的金额与频次，版权运营收入占比也将下降。

2.2 行业有望迎来整体性提价

我们认为，国内视频平台过去长时间内无法提价主要有两点原因：消费者的付费习惯未完全养成，提价恐将造成付费用户流失；行业竞争激烈，并且在内容层面无法提供显著差异化，若一家提价则可能造成用户向其他平台流失。

目前这两点因素的影响均有所减弱。首先是付费习惯已经基本养成，消费者的付费习惯逐渐从过去的免费观看转变为多平台付费。目前会员付费已经成为视频平台最重要的收入来源，以爱奇艺为例，2016-2020H1 爱奇艺广告收入同比情况一直呈下行趋势，而会员收入同比持续提升，到 2020H1 爱奇艺广告收入已不及会员收入的 1/2。其次是行业竞争角度，共同涨价也基本成为行业共识。除芒果 TV 以外，截止 2020H1 各大平视频台付费用户的的增长也有所放缓。虽然在内容端爱优腾三家仍然差异度不明显，但是在连年数以百亿计的内容成本压力下，以及广告收入未来的不确定性，涨价的选择并不难作出。

2020 年 5 月，爱奇艺正式上线了“星钻 VIP 会员”，宣告了平台对会员服务的升级。爱奇艺“星钻 VIP 会员”特权包括了超前点播剧集免费看、星钻影院免费看、多种类会员生态(包括 FUN 会员、体育大众会员、文学会员、VR 会员等)、全终端观看(包括电视、VR 设备)、等级成长加速等五大权益。价格方面，“星钻 VIP 会员”连续包月价格为 40 元(其中首月 12 元)，连续包年价格为 398 元，12 个月价格为 418 元；作为参照，仍然保留的“黄金 VIP 会员”连续包月价格为 25 元(其中首月 19 元)，连续包年价格为 218 元，12 个月价格为 248 元。

图表 13 爱奇艺星钻 VIP、黄金 VIP 会员价格

会员	价格(元)					
	连续包年	连续包季	连续包月	12 个月	3 个月	1 个月
星钻 VIP	398	118	40	418	138	60
黄金 VIP	218	58	19	248	68	25

资料来源：爱奇艺官网，华安证券研究所

虽然新推出的星钻会员在会员权益上有所增加，但我们认为其本质是一种提价策略，国内视频行业会员付费的整体提价或将开启。事实上，本次提价也并非空穴来风，早在 2019 年，爱优腾三家均有表示未来将涨价。国内长视频行业自诞生以来，基本保持着 15-25 元/月(不包含 OTT 端)的会员费用，并且在长时间的联合会员促销下，月度 ARPPU 值也是长期低于 15 元的。

图表 14 优爱腾芒目前会员价格

视频网站	会员种类及权益	价格
爱奇艺	体育会员：体育赛事直播	15 元/月
	黄金 VIP 会员：四屏通用，无广告，免费片库	20 元/月
	钻石 VIP 会员：五屏通用，TV 加黄金 VIP 所有权益	30 元/月
腾讯	腾讯视频 VIP (非 TV 用户)：五屏通用，无片头广告，院线新片，高清画质	20 元/月
	超级影视 VIP (TV 全屏会员)：四屏通用，TV 全屏加腾	50 元/月
	讯视频 VIP 所有权益	
芒果	pc 移动影视会员：三屏通用，无广告，蓝光画质，会员	20 元/月

	片库, 综艺直播	
	全屏影视会员: 五屏通用, TV 全屏加 pc 移动影视会员 所有权益	35 元/月
优酷	VIP 会员: 三屏通用, 无片头广告, 院线新片	20 元/月
	酷喵 VIP 会员: 四屏通用, TV 加 VIP 所有权益	39 元/月
	优酷 PP 体育会员: 体育赛事直播	998 元/年

资料来源: 各公司官网, 华安证券研究所

反观海外, 长视频行业并非不能涨价, 我们统计的海外主要流媒体公司中, 包括 Netflix 在内的数个平台均提价数次。并且每次提价, 虽然短期内会造成会员数增长压力, 但长期来看会员增长不受影响。

图表 15 海外流媒体会员价格及调价时间轴 (美元)

公司名称	会员种类	时间及价格			
Netflix	时间	2013.04	2015.01	2017.01	2019.01
	基础套餐 (单屏)		7.99	7.99	8.99
	标准套餐 (支持同时双屏)	7.99	9.99	10.99	12.99
	高档套餐 (支持同时四屏)	11.99	11.99	13.99	15.99
Hulu	时间	2015.05	2019.02		
	含广告套餐	7.99	5.99		
	无广告套餐	11.99	11.99		
	Hulu/Spotify combo	12.99	12.99		
Amazon	时间	2016.02	2018.01	2018.05	
	视频会员 (每月)	8.99	8.99	8.99	
	Prime 会员 (每月)	10.99	12.99	12.99	
	Prime 会员 (每年)	99	99	119	
YouTube Premium	时间	2015.10	2018.06	2019.01	2019.02
	学生套餐		6.99	5.99	6.99
	普通套餐	9.99	11.99	11.99	11.99
	家庭套餐		17.99	17.99	17.99
Disney+	时间	2019.11			
	视频会员 (每月)	6.99			

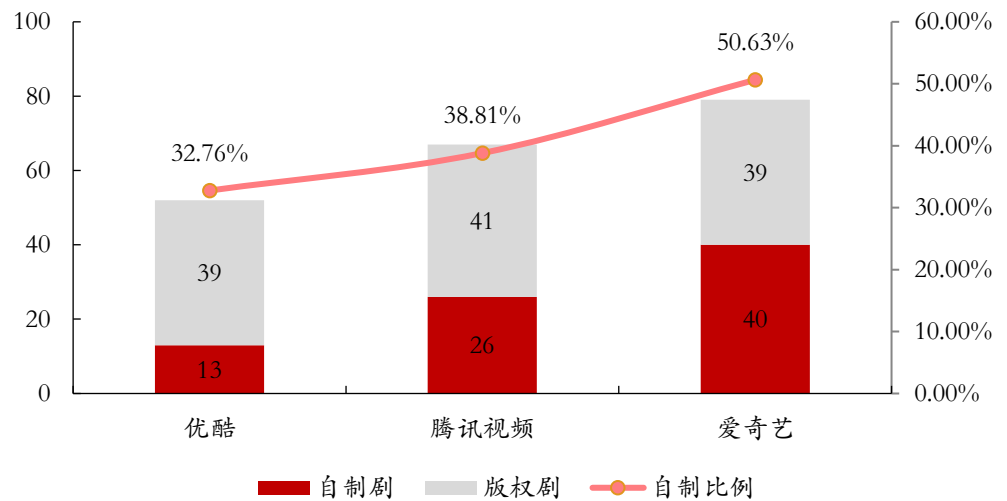
资料来源: 各公司官网, 华安证券研究所

我们认为爱奇艺的率先提价只是行业提价的开始, 未来各家会员价格提升将以各种形式到来, 行业整体 ARPPU 有望提高, 会员收入将是行业规模增长的主要推动力。

2.3 “自制+独播”渐成行业主流趋势

对于“靠内容吃饭”的各大视频平台, 优质的内容是推动会员收入、广告收入等收入的根本, 但以高额的价格获取独家版权往往造成高额的营业成本, 所以各平台正在逐渐增加自制内容的比例, 节省巨额版权成本的同时, 丰富了自身内容储备, 进一步推动用户为内容付费。2018 年, 爱奇艺、腾讯视频、优酷三大平台自制剧的比例首次超越了版权剧, 爱奇艺的自制剧比例已超过 50%。

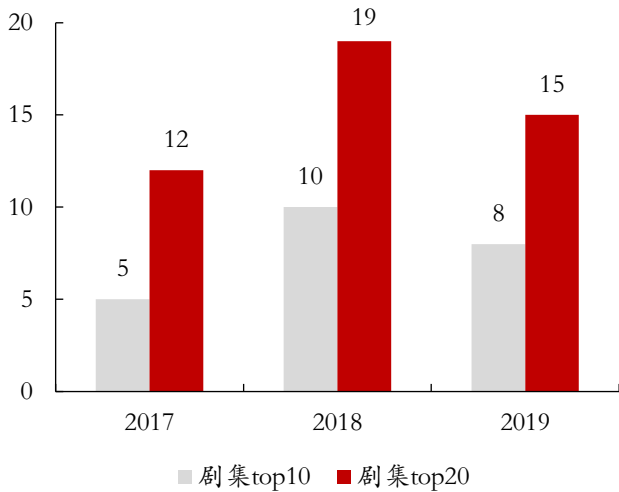
图表 16 “优爱腾” 各类剧种占比



资料来源：智研咨询，华安证券研究所

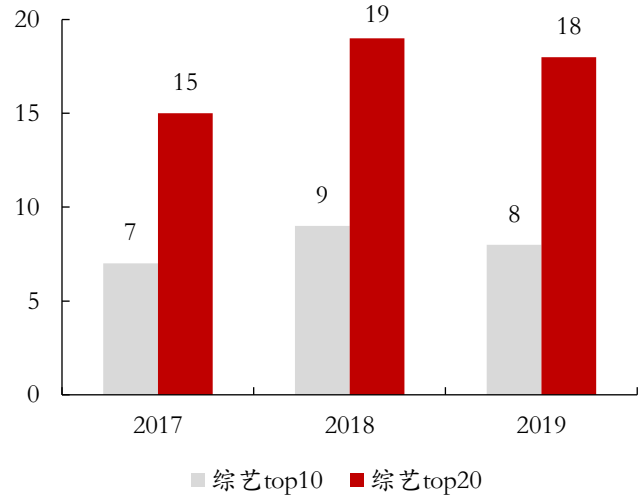
自制是为了从内容源头具有掌控力，同时也能够方便生产符合平台调性的产品。在提高自制内容的比例之后，利用优质自制内容以及采购头部内容吸引更多潜在用户，提高市占率也十分重要。对于独播和联播两种方式，独播可以避免其他视频平台分流的影响，一个爆款作品便能有效扩大其用户规模，而采取联播方式则可获得相应的版权分销收入。从近三年头部作品的独播联播方式来看，大多数头部剧集和综艺还是选取了独播形式，其中 2018 年播放量前十的剧集作品均采取了独播的形式。

图表 17 2017-2019 年头部剧集独播数量



资料来源：艺恩数据，华安证券研究所

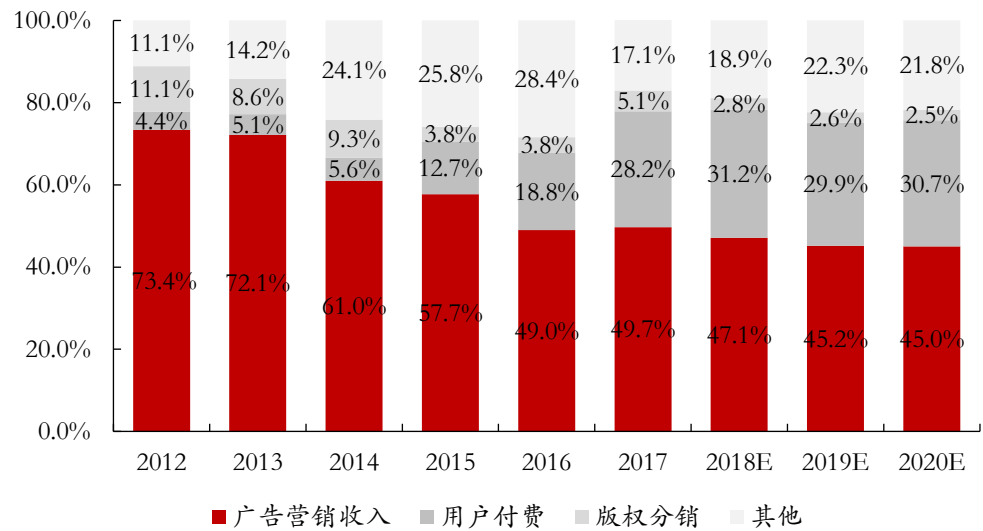
图表 18 2017-2019 年头部综艺独播数量



资料来源：艺恩数据，华安证券研究所

自制内容和独播内容比例的提高，必然会降低了各平台的内容分销收入比例。但这都是公司战略的选择，相比于内容分销带来的收入提高，采取独播战略能更好的利用头部剧集综艺内容吸引新用户，提高用户留存率。

图表 19 2012-2020 年中国版权网络视频行业各项营收占比情况



资料来源：智研咨询，华安证券研究所

3 内容为王+渠道赋能，优势明显

3.1 内容：坚持核心价值，引领青春文化

芒果 TV 走了一条特立独行的视频生态建设之路，不贩卖焦虑，而是为用户提供答案。平台所创造的作品，既充满趣味性，同时也兼顾社会思考与价值观输出，让每一个内容 IP 都要解决一个社会焦点问题，从而将文化产品升级为文化现象，形成芒果特有的爆款逻辑。比如，《乘风破浪的姐姐》备受关注，关键在于它观照到“30+”女性困境这一社会热点，通过选秀成团的形式，展现出女性逆龄拼搏的一面，传达出“年龄增长也代表人生增值”的价值观。同样地，《妻子的浪漫旅行》和《女儿们的恋爱》引导年轻一代构建和谐家庭关系；《明星大侦探》与《密室大逃脱》节目中选取的案件都立足现实，希望引发粉丝对诸如校园霸凌等社会现象的思考。正是这些社会现象和价值观的展现，切中了年轻人的痛点，引发触动和广泛讨论，让这些 IP 从一个文化产品升级为一种文化现象。

在战略层面，芒果 TV 打出“青春”、“正能量”等标签，通过多部现象级综艺、青春剧目、IP 活动不断发力，再坚持主流核心价值观的基础上，致力于成为青年文化引领者；在创作层面上，对内采区工作室模式，调动创作团队的专业力，制定“青芒计划”、创+青年说鼓励年轻实习生参与内容创作，激发 Z 世代创造力。对外联合华策影视、好酷影视、深蓝影业等 7 家影视娱乐公司战略合作，互享优质资源；在运营层面，以芒果 TV 原创内容或联合共创内容为主，同时引入深受年轻人喜爱的 IP 影视作品，不断提高内容生产制作和精选能力，以“低成本、大情怀、正能量”的运营策略，抢占市场先机。

不同于“优爱腾”，芒果 TV 具有更好的原创基因。芒果 TV 依托湖南广电，在湖南卫视内容资源的加持下迅速崛起，也传承了湖南卫视的青春基因、优秀的人才资源及丰富的市场化运作经验。同时，芒果 TV 综艺原创实力不容小觑，有成熟的内容自制体系，芒果 TV 自有内容制作人员超过 1500 人，主导过包括《明星大侦探》、《妻子的浪漫旅行》、《乘风破浪的姐姐》等诸多大热综艺节目。

图表 20 2019 年芒果 TV 年度热播电视剧和综艺节目 TOP15

排名	电视剧名称	排名	综艺节目名称
1	我们都要好好的	1	快乐大本营 2019
2	奈何 BOSS 要娶我	2	向往的生活 第三季
3	初恋那件小事	3	密室大逃脱
4	奋斗吧, 少年!	4	妻子的浪漫旅行 第二季
5	只为遇见你	5	女儿们的恋爱 第二季
6	海棠经雨胭脂透	6	明星大侦探 第四季
7	陪你到世界之巅	7	女儿们的恋爱 第二季
8	少年派	8	我家那闺女
9	我的奇妙男友 2	9	中餐厅 第三季
10	铁石心肠 2019	10	天天向上 2019

资料来源:《2019 马栏山亲综艺研究报告》, 华安证券研究所

3.2 渠道: 赋能内容, 全牌照优势明显

全牌照优势明显。公司目前所覆盖的终端包括移动端、PC 端以及电视端, 一般互联网公司在移动端与 PC 端开展业务较为容易, 但是电视端, 无论是有线电视、IPTV 还是 OTT TV 一直以来均是收到严格监管的, 而公司在电视端的业务具有牌照优势。电视端业务, 在公司财报上体现为运营商业务, 主要由 OTT 业务、IPTV 业务和其他增值组成。

- 对于 IPTV 业务来说, 公司通过湖南广电的授权, 获得了 IPTV 全国内容服务牌照、IPTV 省级集成播控服务牌照等相关业务经营权;
- 对 OTT TV 业务来说, 公司拥有 OTT TV 集成播控与内容服务双牌照, 其中 OTT TV 集成播控牌照较为稀缺, 全国仅有七张。

借助全牌照经营的稀缺性优势, 公司的运营商业务在近几年实现稳定增长, 业务已经覆盖至全国 31 个省级行政区域, 截止 2020H1 用户规模已超 1.5 亿。牌照优势保障了下游内容输出, 进一步培育用户市场, 更好的实现内容的变现。

图表 21 IPTV 与互联网电视监管图谱



资料来源: 艾瑞咨询, 华安证券研究所

图表 22 芒果超媒持有牌照证书 (部分)

证书	发证方
OTT TV 集成播控牌照	广电总局
OTT TV 内容服务牌照	广电总局
IPTV 全国内容服务牌照	湖南广播电视台授权
IPTV 省级播控服务牌照	湖南广播电视台授权
网络出版服务许可证	广电总局
网络文化经营许可证	湖南省文化厅
互联网新闻信息服务许可证	湖南省互联网信息办公室
信息网络传播视听节目许可证	湖南广播电视台授权
增值电信业务经营许可证	湖南省通信管理局
广播电视节目制作经营许可证	湖南省新闻出版广电局

资料来源：华安证券研究所

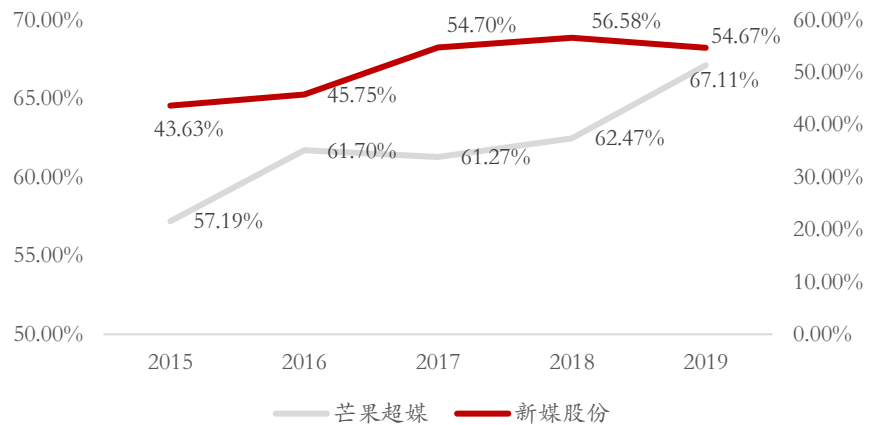
渠道结合内容迸发超额收益。渠道全牌照与内容强制作相结合是公司运营商业务另一优势。在内容产业链上，制作、发行、终端，公司在上游与中游环节均实现覆盖，有利于最大程度攫取产业链上的利润。我们这里通过对比来说明公司的优势，公司的运营商业务与新媒股份的业务相似度较高，均为 IPTV 与 OTT TV 以及相关增值业务，并且新媒股份也拥有 IPTV 省级播控牌照与 OTT TV 播控牌照，两公司最大的不同在于，芒果拥有自己的内容制作能力，而新媒更多是借助牌照与外部合作。双方业务模式的差异性，在财务数据上得以体现。从 2015-2019 年，公司运营商业务由 1.61 亿元增长至 12.75 亿元，近五年 CAGR 为 67.75%，在收入规模上公司已经超过新媒股份，其 2019 年收入为 9.96 亿元。毛利率上，2015-2019 年公司毛利率稳步上升，并持续高于新媒股份，我们认为毛利率的区别是公司内容+渠道优势最为明显的证明。值得注意的是，自 2016 年起，广东 IPTV 用户是多于湖南的，也就是说，在 IPTV 业务上新媒的基础包分成收入是远高于芒果的，那么在收入端的差异则是芒果内容服务收入所带来的。

图表 23 2015-2020H1 年芒果超媒与新媒股份运营商业务收入对比 (单位：亿元)



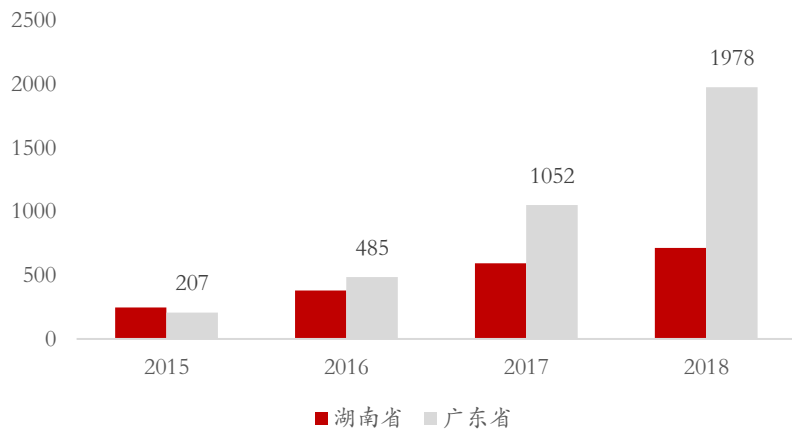
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 24 2015-2019 年芒果超媒与新媒股份运营商业业务毛利率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 25 2015-2019 年湖南、广东两省 IPTV 用户数 (单位: 万户)



资料来源：湖南省通信局，广东省通信局，华安证券研究所

我们认为，无论是内容生产，还是电视服务的集成与传输，在国内都属于严格监管的领域，故公司的渠道优势主要体现在，作为国资控股的新媒体平台，公司得以获取其他公司难以得到的牌照资源。在此基础上，公司的内容制作优势与渠道完善优势相结合，带来超越同业的收入体量与毛利率水平。

3.3 竞争格局：综艺王者，剧集迎头赶上

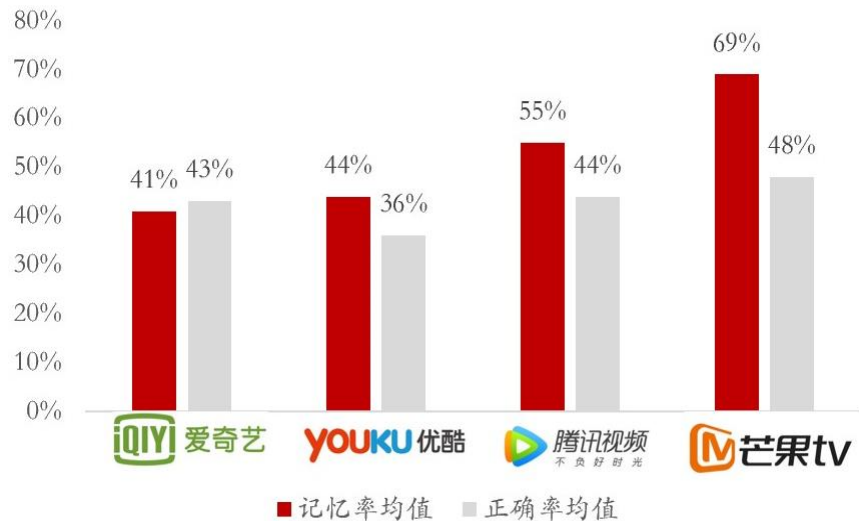
公司头部综艺爆款多，2020 综艺主题偏向“亲综艺”。“亲综艺”是指以家庭或类家庭进行录制，还原生活角色及生活场景，涉及恋爱、婚姻、育儿及家庭代际关系等题材的情感观察类综艺，比如像《爸爸去哪儿》、《我家那小子》、《女儿们的恋爱》等。在 2017-2019 年热播亲综艺中，芒果 TV 自制亲综艺最受观众喜爱，并形成一定辨识度。据芒果青春营销研究院《2019 亲综艺观众调查问卷》的统计结果显示，在以“优爱腾”为代表的视频平台自制亲综艺中，芒果 TV 以 69% 的记忆率均值和 48% 的正确率均值位居第一。

图表 26 2017-2019 年最受欢迎的亲综艺节目 TOP10

排名	主要内容
1	《爸爸去哪儿》系列
2	《妻子的浪漫旅行》系列
3	《妈妈是超人》锡类
4	《放开我北鼻》系列
5	《女儿们的恋爱》
6	《幸福三重奏》
7	《我最爱的女人们》
8	《不可思议的妈妈》系列
9	《新生日记》
10	《女人們的男朋友》

资料来源：芒果青春营销研究院《2019 亲综艺观众调查问卷》，华安证券研究所

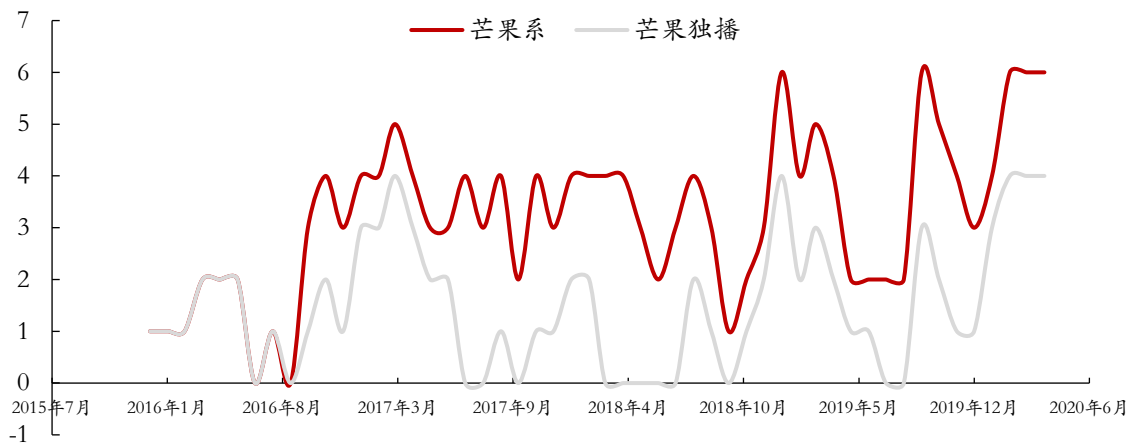
图表 27 “优爱腾芒”亲综艺的记忆率均值和正确率均值



资料来源：公司公告，华安证券研究所

在综艺节目制作方面，公司是国内毫无疑问的第一梯队。公司近年来成功打造了《明星大侦探》《妻子的浪漫旅行》《野生厨房》等多档 S 级创新节目，具备悬疑推理、婚恋家庭、户外旅行、生活观察等多种类型主题的综艺节目，内容优势显著，通过内容吸引进一步扩大用户规模。根据艺恩数据，2016 年 1 月至 2020 年 4 月期间，芒果系节目进入综艺节目月播映指数前十的数量呈现上升趋势，曾三次在月播映指数榜单前十名中占据六席，并且大多时期在前十榜单中占据四至五席，接近前十榜单一半的位置。在进入月播映指数前十的节目里，对于头部优质综艺节目往往采取独播，如《明星大侦探》、《歌手》系列、《向往的生活》以及 2020 年新推出的《朋友请听好》均为芒果 TV 独播。

图表 28 2016.1-2020.4 综艺播映指数前十芒果系节目及芒果 TV 独播占比



资料来源：艺恩咨询，华安证券研究所

图表 29 2017-2019 年电视综艺节目 TOP10

2017 年电视综艺 top10	播映平台	2018 年电视综艺 top10	播映平台	2019 年电视综艺 top10	播映平台
奔跑吧	腾讯、爱奇艺、乐视	中餐厅第二季	芒果、腾讯	歌手 2019	芒果
王牌对王牌 2	腾讯、爱奇艺、优酷	向往的生活第二季	芒果、爱奇艺	向往的生活第三季	芒果、爱奇艺
极限挑战第三季	腾讯、爱奇艺、优酷	歌手 2018	芒果、优酷	奔跑吧第三季	腾讯、爱奇艺、优酷
中餐厅	芒果、腾讯	中国好声音 2018	爱奇艺	王牌对王牌第四季	腾讯、爱奇艺、优酷
中国新歌声 2	爱奇艺	幻乐之城	芒果、腾讯	极限挑战第五季	腾讯、爱奇艺、优酷
歌手	芒果、爱奇艺	极限挑战第四季	腾讯、爱奇艺、优酷	我家那闺女	芒果
欢乐喜剧人 3	优酷	我就是演员	腾讯	舞蹈风暴	芒果、腾讯
花儿与少年 3	芒果、优酷	奔跑吧第二季	腾讯、爱奇艺、优酷	大冰小将	腾讯、爱奇艺、优酷
笑声传奇	腾讯、爱奇艺、优酷、乐视	我是大侦探	芒果、腾讯	中餐厅第三季	芒果、腾讯
我想和你唱 2	芒果、优酷	新舞林大会	优酷	声临其境第二季	芒果、爱奇艺

资料来源：艺恩数据，华安证券研究所

图表 30 2017-2019 年网络综艺节目 TOP10

2017 年网络综艺 top10	播映平台	2018 年网络综艺 top10	播映平台	2019 年网络综艺 top10	播映平台
奔跑吧	腾讯、爱奇艺、乐视	中餐厅第二季	芒果、腾讯	歌手 2019	芒果
王牌对王牌 2	腾讯、爱奇艺、优酷	向往的生活第二季	芒果、爱奇艺	向往的生活第三季	芒果、爱奇艺

极限挑战第三季	腾讯、爱奇艺、优酷	歌手 2018	芒果、优酷	奔跑吧第三季	腾讯、爱奇艺、优酷
中餐厅	芒果、腾讯	中国好声音 2018	爱奇艺	王牌对王牌第四季	腾讯、爱奇艺、优酷
中国新歌声 2	爱奇艺	幻乐之城	芒果、腾讯	极限挑战第五季	腾讯、爱奇艺、优酷
歌手	芒果、爱奇艺	极限挑战第四季	腾讯、爱奇艺、优酷	我家那闺女	芒果
欢乐喜剧人 3	优酷	我就是演员	腾讯	舞蹈风暴	芒果、腾讯
花儿与少年 3	芒果、优酷	奔跑吧第二季	腾讯、爱奇艺、优酷	大冰小将	腾讯、爱奇艺、优酷
笑声传奇	腾讯、爱奇艺、优酷、乐视	我是大侦探	芒果、腾讯	中餐厅第三季	芒果、腾讯
我想和你唱 2	芒果、优酷	新舞林大会	优酷	声临其境第二季	芒果、爱奇艺

资料来源：艺恩数据，华安证券研究所

从芒果 TV 2020 年招商会公布的综艺名单来看，2020 年芒果 TV 的综艺布局依旧围绕《明星大侦探》、《妻子的浪漫旅行》和《女儿们的恋爱》等“综 N 代”节目为主，主题偏向“婚恋”、“家庭”。除此之外，《女人的秘密花园》邀请了“KOL”红人薇娅，采取综艺直播的方式解锁明星的购物记录，实则为新型“带货”综艺。

图表 31 2020H2 芒果 TV 的综艺项目初步规划情况

类型	名称	嘉宾	上线时间	进度
夫妻观察治愈	《妻子的浪漫旅行 4》	蔡少芬、沙溢、胡可、郎朗、吉娜等	2020.06.06	正在播出
萌娃教育治愈	《奇妙小森林》	郑爽、吴奇隆、张新成、谭松韵	2020.06.06	正在播出
说唱音乐	《说唱听我的》	王琳凯、袁娅维、刘嘉裕、杨长青、艾热	2020.06.07	正在播出
女团养成	《乘风破浪的姐姐》	宁静、王霏霏、孟佳、张雨绮、张含韵、金晨等	2020.06.12	播出完毕
实景解密体验	《密室大逃脱 2》	杨幂、邓论、黄明昊	2020.06.05	正在播出
美食综艺	《中餐厅第四季》	黄晓明、赵丽颖、张亮、林述巍、李浩菲	2020.07.31	正在播出
代际互动观察类游戏	《元气满满的哥哥》	吴昕、胡军、蔡国庆、李维嘉、吴奇隆、王耀庆等	2020.07.32	正在播出
原创驾考纪实类	《新手驾到》	戚薇、周深、霍尊、吴宣仪、王琳凯等	2020.08.13	正在播出
孕期生活观察	《新生日记 2》	周延、刘璇、应采儿、陈小春	2020.08.25	正在播出
原创育儿观察类	《谁知盘中餐》	李锐	2020.08.26	正在播出
村庄脱贫故事	《青春在大地》	何炅	2020.08.30	正在播出
明星健身挑战	《哎呀好身材 2》	杨迪母子、李湘夫妇	2020Q3	录制中
父子远行真人秀	《一路成年 2》	待定	2020Q3	前期筹备
代际情感观察	《女儿们的恋爱 3》	萧亚轩、宋祖儿、马思纯等	2020Q3	前期筹备

儿童运动会	《小巨人运动会》	刘翔、田亮、陈立农、汪苏泷	2020Q3	录制中
探索实验	《岛上友人》	待定	2020Q3	前期筹备
带货实战 PK	《超级学徒》	吴晓波、辛有志等	2020Q3	前期筹备
明星推理悬疑	《明星大侦探 6》	何炅、撒贝宁、白敬亭等	2020Q4	前期筹备
明星音乐真人秀	《姐姐的爱乐之程》	乘风破浪的姐姐	2020Q4	前期筹备
野生料理纪实	《野生厨房 3》	李诞、林彦俊、姜妍等	2020Q4	前期筹备
综艺直播	《女人的秘密花园》	薇娅、章子怡、小 S、谢娜等	2020Q4	前期筹备
职场观察真人秀	《跟着老板去团建》	待定	2020Q4	前期筹备
音乐类养成	《朋友请听好 2》	待定	2020Q4	前期筹备
家庭真人秀	《初次见面的父亲》	待定	2020Q4	前期筹备
原创情歌 CP	《小情歌》	待定	2020Q4	前期筹备
探秘挑战	《去冒险吧》	待定	2020Q4	前期筹备
素人生活纪实	《变形记 2020》	待定	2020Q4	前期筹备

资料来源：芒果 TV 招商会，骨朵数据，华安证券研究所

“新芒计划”集中发力影视剧。影视剧集方面，是芒果 TV 的相对弱项，但也持续发力中。2019 年芒果 TV 共上线 30 余部自制剧，芒果超媒旗下子公司芒果娱乐、天娱传媒和芒果影视在剧集方面也有较亮眼的表现。芒果娱乐出品的《激荡》、《初恋那件小事》、《你是我的答案》、《极速救援》、《出线了，初恋》等多部剧目口碑及收视俱佳。天娱传媒出品的《那座城这家人》获评中宣部第十五届精神文明建设“五个一工程”奖等国内外多项大奖，社会影响深远。芒果影视出品的《封神演义》《大宋少年志》在湖南卫视首轮上星播出后，在全国网、GSM 城市网收视排名均为同时段上星综合第一。

图表 32 芒果 TV 部分剧集及其出品公司

剧集	出品公司
《你好，对方辩友》	芒果 TV、颖立传媒、五岸传播
《陪你到世界之巅》	芒果互娱、青新文化、观达影视
《奋斗吧！少年》	天娱传媒、芒果 TV、腾讯影业等
《我的波塞冬》	芒果 TV、颖立传媒、紫年影视文化工作室
《海棠经雨胭脂透》	广夏传媒、芒果 TV
《一夜新娘》	芒果 TV
《激荡》	芒果娱乐、芒果超媒、万达影视等
《初恋那件小事》	芒果娱乐、沅禾汇文化
《你是我的答案》	芒果娱乐、北京云端文化
《极速救援》	芒果娱乐、少城时代等
《出线了，初恋》	芒果超媒、芒果 TV、芒果娱乐等
《那座城这家人》	天娱传媒、华晟泰通等
《封神演义》	芒果影视、华夏视听、央视创造等
《大宋少年志》	芒果影视、华联映画等
《我在北京等你》	芒果影视、和力辰光、欢瑞世纪等

资料来源：芒果 TV，华安证券研究所

2019年芒果TV在招商推介会上重磅发布了“新芒计划”，旨在锁定一批有潜力的内容制作人才和影视制作公司，并于现场完成了“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”的主要规划是上市公司芒果超媒每年拿出2000万元，芒果TV每年配套5000万，作为“新芒计划”专项基金，用于市场内外优质文学IP的遴选和改编，签约“新芒计划”的影视作品将由芒果TV定制进入生产环节，最终有望在湖南卫视和芒果TV双平台播出，最大限度的从资金层面刺激优质内容的创作。

从2020H2芒果TV的剧集布局来看，芒果TV的剧集主题也是偏向“青春”，涵盖都市、悬疑、古装、仙侠等多元题材，预计2020年芒果TV将供应超过卫视50%的剧集内容。

图表 33 2020H2 芒果 TV 影视剧规划情况

类型	名称	演职人员	制作班底	上线时间	进度	计划渠道
都市/甜宠/奇幻	《彗星来的那一夜2》	张雨剑、鲁照华、虞祎杰	导演: 孙恺凯; 编剧: 禾白三少、宋金娟	2020.07.12	播出完毕	芒果TV独播
奇幻/都市/爱情	《拾光的秘密》	赵奕欢、李浩菲	导演: 蔡晓卉、国浩	2020.07.22	播出完毕	芒果TV独播
爱情/古装/奇幻	《离人心上》	郑业成、胡意旋、黄灿灿、杨霖、林昕宜	监制: 邓科; 导演: 高琮凯; 编剧: 董珂	2020.07.30	正在播出	芒果TV独播
都市/青春/爱情	《我好喜欢你》	言承旭、沈月、辣目洋子、魏哲鸣	导演: 林子平; 编剧: 高巍	2020.08.03	播出完毕	芒果TV、优酷联合网播
古装/爱情	《琉璃美人煞》	成毅、袁冰妍	导演: 尹涛; 编剧: 刘芳、李惠敏	2020.08.06	正在播出	芒果TV、优酷
都市/青春/成长/治愈	《以家人之名》	谭松韵、宋威龙、张新成	导演: 丁梓光	2020.08.10	播出完毕	芒果TV、一线卫视上星
古代传奇	《青青子衿》	范世琦、吕小雨	导演: 徐飞	2020.08.17	正在播出	芒果TV、湖南卫视
女性/励志/都市/情感	《亲爱的自己》	刘诗诗、朱一龙、阚清子、彭冠英等	导演: 丁黑、符策欣、任重; 编剧: 苏晓苑	2020.09.07	正在播出	芒果TV、湖南卫视
悬疑/青春/热血/推理	第二季《目标人物》	白敬亭、魏晨、张雨剑、代露娃等	芒果TV盒子工作室	2020Q3	拍摄完毕	芒果TV独播
医疗/都市/成长	《了不起的儿科医生》	陈晓、王子文、贾青、于	导演: 杨磊	2020Q3	拍摄完毕	芒果TV、一线卫视

青春/校园/偶像	《暗恋橘生淮南》	小伟 胡一天、胡冰卿、张逸杰	导演: 李木戈; 编剧: 好故事创意编剧团队	2020Q3	拍摄完毕	芒果 TV、一线卫视上星
都市/爱情/甜宠	《从结婚开始恋爱》	周雨彤、龚俊、金泽、吴曼思	编剧: 陈丽雯、江月华	2020Q3	拍摄完毕	芒果 TV 独播
都市奇幻/爱情/悬疑	《我有特殊的沟通技巧》	范世琦、罗予彤	导演: 沈文帅; 编剧: 快嘟小分队、吕阳、罗钰婷	2020Q3	拍摄完毕	芒果 TV 独播
浪漫/养成/治愈	《完美先生和差不多小姐》	魏哲鸣、徐若晗、代云帆、赵珺然	导演: 李爽	2020Q3	拍摄完毕	芒果 TV 独播
校园/情感/励志	《谢谢让我遇见你》	郭俊辰、万鹏	导演: 詹成霖; 编剧: 高琳	2020Q3	拍摄完毕	芒果 TV 独播
青春/爱情/校园/励志	《心动的瞬间》	凌美达、张凌赫	导演: 黄元达; 编剧: 赵越	2020Q3	拍摄完毕	芒果 TV 独播
都市/爱情	《海上繁花》	窦骁、李沁	导演: 花箐	2020Q3	拍摄完毕	网台剧
年代剧	《隐秘而伟大》	李易峰、金晨、王泷正、牛骏峰	导演: 王伟	2020Q3	拍摄完毕	网台剧
古代宫廷	《尚食》	许凯、白鹿	导演: 于正	2020Q3	拍摄完毕	芒果 TV
都市	《初晨，是我故意忘记你》	白敬亭、孙怡	导演: 林柯	2020Q4	拍摄完毕	网台剧
都市/健康/话题	《向阳而生》	蒋欣、高伟光	导演: 刘家成	2020Q4	拍摄完毕	芒果 TV、湖南卫视
剧情/都市/爱情	《我的妄想症男友》		完颜洛绒、庄达菲	2020Q4	拍摄中	芒果 TV
高甜/励志/青春	《原来是你》	张轩睿、罗予彤、刘凯	导演: 罗惠德	2020Q4	拍摄完毕	芒果 TV

资料来源: 芒果 TV 招商会, 骨朵数据, 华安证券研究所

40 亿加码影视剧集综艺, 持续打造核心内容壁垒。公司在 2020 年 9 月 27 日发布公告称, 拟定增募资不超过 45 亿, 其中 40 亿用于内容资源库扩建项目。公司将按照不同层级, 将影视内容划分为 S、A、B 三种级别。其中, B 级是指内容产品投入小, 但市场迎合度很高, 尤其受到女性消费者的喜爱, 甚至产生小投资高产出的爆品现象; 而 A 级以及更高的 S 级, 在演员配置、服化道、视觉呈现等方面相比 B 级拥有更豪华的配置, 以满足更多消费者的喜好。而该项目拟采购 6 部 S 级影视剧的网络独家版权, 并自制 (含定制) 11 部 A 级影视剧版权、自制 18 部 S 级综艺节目版权。从公司投入影视剧的级别我们可以看出, 公司始终以优质内容为核心, 同时通过采取影视剧版权采购及影视剧、综艺自制及定制的策略, 将丰富公司版权库内容资源, 打造内容壁垒, 进一步提升公司在行业内的竞争地位。进一步来说, 公司通过加码自制或定制影视剧, 能够通过不同的方向规划以及对用

户需求的理解, 灵活产出内容产品, 丰富产品层次, 实现全面覆盖不同类型用户的需求, 助力公司“破圈”。

图表 34 公司募集资金使用计划

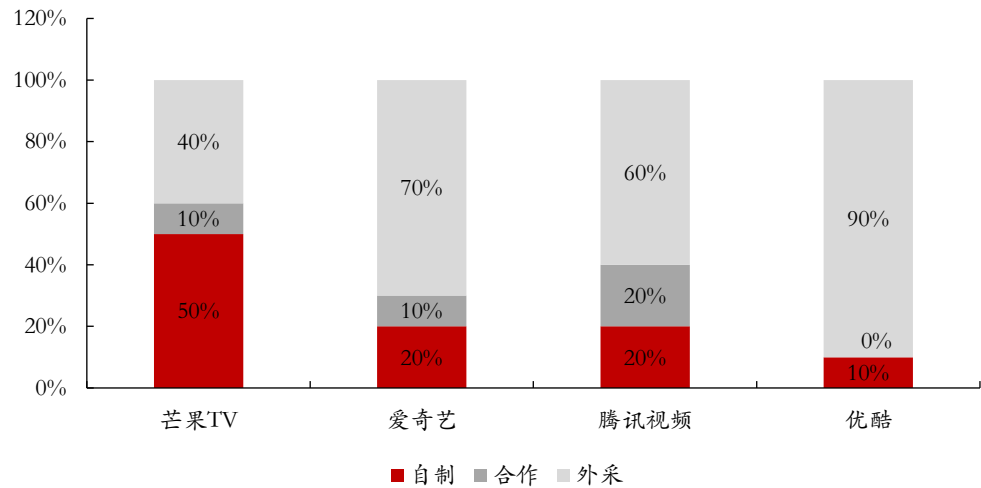
序号	项目名称	部数	总投资金额 (万元)	募集资金拟投入金额 (万元)
一	影视剧版权	17	174180	173200
1.1	采购 S 级影视剧版权	6	109200	109200
1.2	自制 (含定制) A 级影视剧版权	11	64980	64000
二	自制 S 级综艺版权	18	226800	226800
	合计	35	400980	400000

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

3.4 内容自制能力强, 成本优势突出

芒果 TV 在综艺及影视剧方面的突出表现得益于其强大的制作能力, 根据骨朵数据, 在平台播放量 TOP20 的内容中, 芒果 TV 有一半的播放内容为自制 (剔除湖南卫视引进), 与“爱优腾”等头部视频播放平台相比, 自制内容比例大大领先。

图表 35 各平台播放量 TOP20 中自制/合作/外采内容比例



资料来源: 骨朵数据, 华安证券研究所

图表 36 芒果 TV 16 个综艺制作团队及其代表作

综艺制作团队	制片人/老板	代表节目
盒子工作室	何忱	《明星大侦探》系列、《头号嫌疑人》、《你怎么这么好看》
李甜团队	李甜	《妻子的浪漫旅行》系列、

单丹霞团队	单丹霞	《我最爱的女人们》系列、《一路成年 2》、《爸爸去哪儿》
李晓丹团队	李晓丹	《新生日记》、《哥哥别闹了》
袁白丽团队	袁白丽	《哈哈农夫》、《妈妈是超人》、《婚前二十一天》、《初次见面的父母》
陈杳团队	陈杳	《哎呀！好身材 2》、《变形计 2017》
果果团队	果果	《朋友请听好》
明艾晴团队	明艾晴	《乘风破浪的姐姐们》
凌晨团队	凌晨	《小小的追球》、《少年可期》
晏吉团队	晏吉	《女儿们的恋爱》、《全职高考》
周瑾团队	周瑾	《女人的秘密花园》
邱子珏团队	邱子珏	《我们的乐队》
俞杭英团队	俞杭英	《野生厨房》
周山团队	周山	《爸爸去哪儿 4》
胡蓉团队	胡蓉	《勇敢的世界》、《童言有计》
李纵苇团队	李纵苇	《放学别走》

资料来源：芒果 TV，华安证券研究所

强大的自制能力和湖南卫视独家优质资源的输出使得芒果 TV 在版权业务端具有明显的优势。目前公司自有影视制作团队已达 12 个，战略合作工作室已达 15 个，保证了其优质的自制内容的不断输出。优秀的自制能力和完备成熟的内容制作体系避免了高昂的版权费用支出，2019 年热门剧集的单集价格已经超过一十万元，相比于 2016 年的单集价格近乎翻了一倍。

图表 37 2016-2020 年部分台网剧版权价格

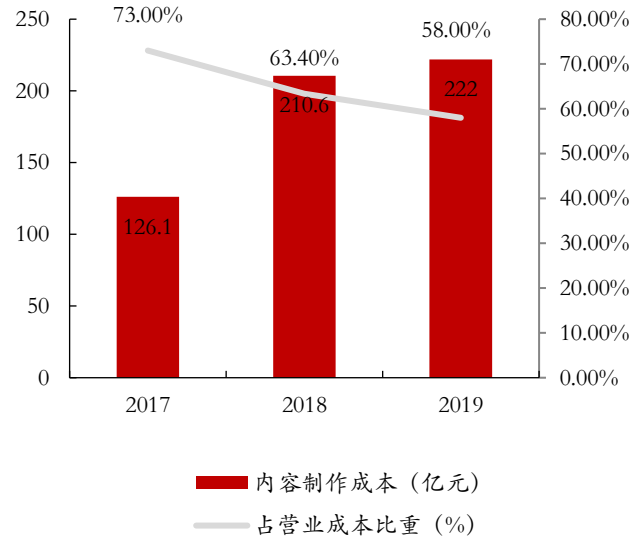
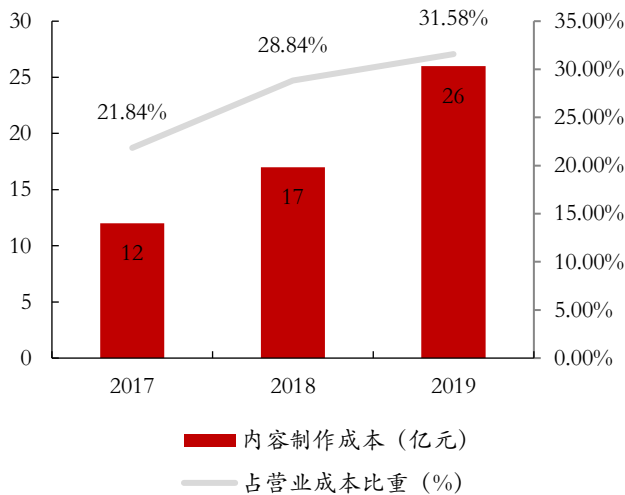
剧名	集数	单集价格	播出时间
《幕后之王》	46	1350 万元	2019
《长安十二时辰》	48	1220 万元	2019
《老酒馆》	46	1100 万元	2019
《扶摇》	66	1200 万元	2018
《大军师司马懿之军师联盟》	42	1100 万元	2018
《南方有乔木》	40	1100 万元	2018
《那年花开月正圆》	74	1050 万元	2017
《我的前半生》	42	900 万元	2017
《人民的名义》	52	780 万元	2017
《楚乔传》	67	860 万元	2016
《幻城》	62	620 万元	2016
《青云志》	55	520 万元	2016
《幕后之王》	46	1350 万元	2019
《长安十二时辰》	48	1220 万元	2019
《老酒馆》	46	1100 万元	2019
《扶摇》	66	1200 万元	2018

资料来源：芒果 TV，华安证券研究所

同时作为湖南广电旗下的新媒体运营平台拥有湖南卫视版权的优先购买权，极大的降低了营业成本。根据芒果超媒的年报披露，2017-2019年芒果TV的版权及内容制作成本分别为12亿、17亿和26亿，对比头部视频播放平台爱奇艺，爱奇艺2017-2019年的内容制作成本126.1亿、210.6亿和222亿元。成本端的巨大优势使得芒果TV成为首个实现盈利的视频运营平台。

图表 38 芒果TV内容制作成本及占营业成本比重

图表 39 爱奇艺内容制作成本及占营业成本比重



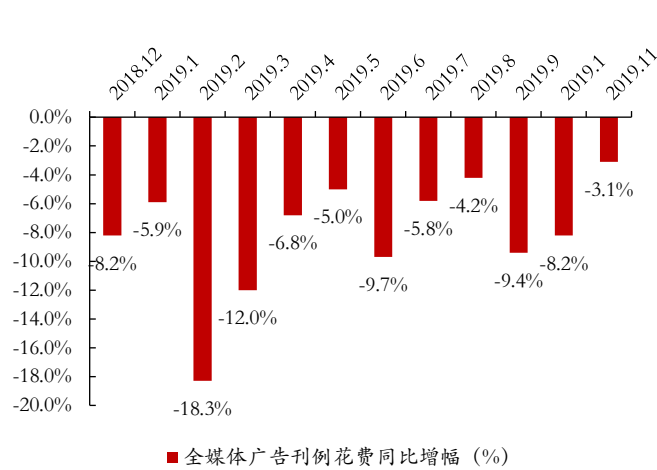
资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.5 优质内容拉动广告收入，衍生节目驱动会员拉新

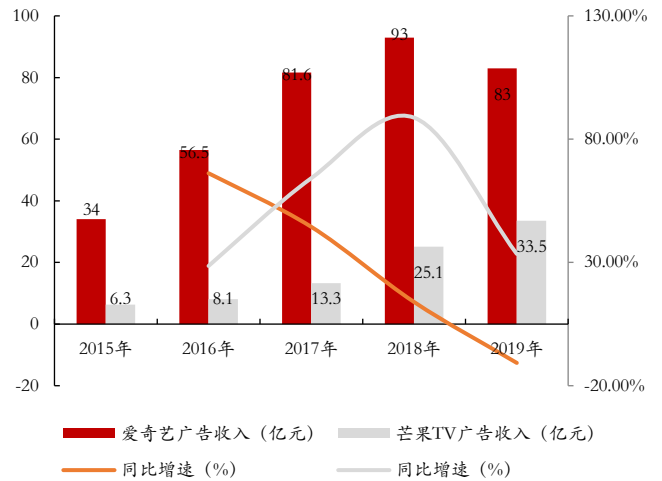
根据CTR数据，受到宏观经济增速放缓压力，国内广告市场刊例花费处于下滑区间，包括传统媒体广告以及偏展示类的互联网广告均出现增长乏力乃至下滑的情况。与此同时，公司2019年广告收入33.5亿元，同比增长33.5%，相比于爱奇艺2019年广告收入同比下滑10.8%，可谓是逆势增长。我们认为，公司广告业务表现优异的主要原因是内容制作中软广的植入所拉动。

图表 40 2018.12-2019.11 全媒体广告刊例花费同比增



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 41 2015-2019 爱奇艺、芒果 TV 广告收入及其增



资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司热门 IP 节目展现出较强的带货和引流能力，良好的招商情况带动广告收入的上涨。如芒果 TV 独播的《我家那闺女》，播放量超 2.5 亿，节目超高人气顺势带动冠名商唯品会的热度上涨，节目播出 24 小时后，唯品会流量涨幅超 11%，唯品会站内“我家那闺女”搜索量一夜内进入前五，明星同款保健品、羽绒服和泡脚桶等搜索量和销售量均翻倍上涨；另一档现象级综艺《妻子的浪漫旅行》则通过强势植入独家冠名商 Olay 的多款产品，促使 Olay 喜提 2018 年天猫“双十一”全网个护品牌销售额第一，搜索量增长十倍，销量增长 5 倍。即使在广告市场行情下行的情况下，热门综艺节目仍然保持良好的招商情况，如 2020Q1 推出的《朋友请听好》吸引共 11 个广告赞助商。

图表 42 芒果 TV 综艺广告赞助情况

节目名称	独家冠名	首席合作伙伴	特约赞助/联合赞助	合作伙伴	行业赞助	行业指定
朋友请听好	京东		可爱多、百度 APP	58 同城、招商银行、SKG 颈椎按摩仪		RIO、有你一画、麦富迪、蓝河奶、有道云笔记
女儿们的恋爱	欧诗漫	铂爵旅拍	蘑菇街、新福瑞斯	ABC、美柚 APP		
妻子的浪漫旅行 2	金领冠	小红书		贝壳、铂爵旅拍	奢悦	SAMSUNG
明星大侦探第四季	OPPO	抖音短视频		网易考拉 APP	上汽通用凯迪拉克	我是迷 APP
野生厨房	和成天下 槟榔	爱钱进 投资 APP		999 感冒灵	露露杏仁露	劲仔
朋友请听好	京东		可爱多、百度 APP	58 同城、招商银行、SKG 颈椎按摩仪		RIO、有你一画、麦富迪、蓝河奶、有道云笔记

资料来源：芒果 TV，华安证券研究所

对于独家自制王牌综艺和湖南台优质版权综艺，芒果 TV 进行了“强会员属性”的衍生节目开发，为会员打造了“1+1”多重衍生节目体系，挖掘了新的付费增长点，提高了会员容量和会员付费规模。例如优质台综《爸爸去哪儿4》，芒果 TV 首创了嘉宾单线版衍生节目《爸爸带娃记》，节目中包含了正片中嘉宾的众多未播片段满足用户观看需求，播出时间为周一至周五期间，形成了综艺节目正片在周末夯实核心用户，衍生节目在周间延续热度、发展新用户的播映模式。

图表 43 芒果 TV 部分综艺及其衍生节目

综艺节目	衍生节目	内容/播出方式
爸爸去哪儿 4	爸爸带娃记	芒果 TV 会员付费节目，周一至周五播出
妈妈是超人	超人妈妈带娃记	每周六至周二中午 12:12 慢直播
明星大侦探	头号嫌疑人	会员可抢先观看一周正片，并专享查看线索详情、提审嫌疑人等重要特权，抢先掌握关键证据、解码真相
歌手 2019	歌手的秘密	以 Vlog 形式对歌手进行后续跟踪，会员尊享节目
密室大逃脱	密室大逃脱 (大神版)	会员专属高阶玩家版节目
我们的乐队	乐队 BOSS 图鉴	会员专属衍生节目

资料来源：芒果 TV，华安证券研究所

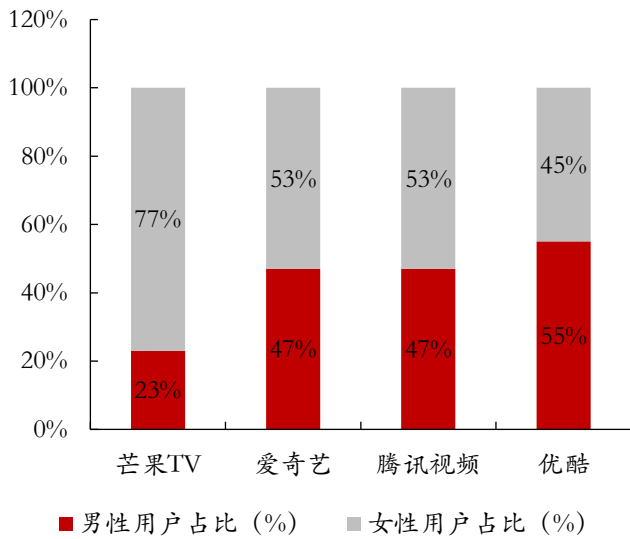
同时，针对综艺节目打造的“会员 PLUS 版”和“秘密”系列来拉通节目的全周热度，并实行了“衍生先于正片上线”的排播创新，如《向往的生活 会员 PLUS 版》包含了正片中许多未播花絮，前三期采用了衍生节目先于正片上线的策略，为正片抢先收割节目受众，发挥了为主体节目引流的正面效果，对于芒果 TV 当前热播的众多综艺均上线了会员 PLUS 版，为会员提供比节目正片更加丰富的内容；《歌手的秘密》创新采用了 Vlog 的形式对《歌手 2019》中歌手的台前幕后进行记录，挖掘竞演前的彩排战况，并于周间不间断播出，为《歌手 2019》持续保持热度；《朋友请听好 秘密版》为 2020Q1 热门节目《朋友请听好》的会员衍生节目，为嘉宾的单线剪辑版，在周间不间断播出。

4 稳住基本盘，“破圈”再出击

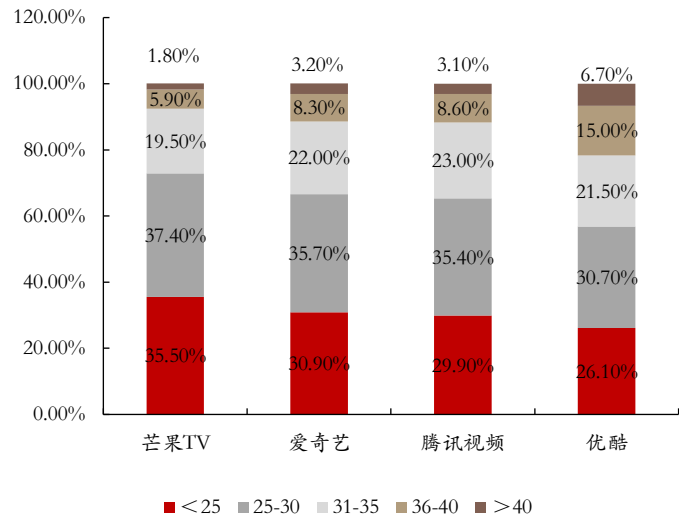
4.1 用户定位清晰，差异化构筑竞争优势

用户属性决定平台属性，平台与内容深度结合服务于用户。相较于大而全的“优爱腾”，芒果 TV 的用户垂直属性更强，以女性为主，且更偏年轻化。根据艺恩的数据，芒果 TV 的用户中 77% 为女性，仅 23% 为男性，而爱奇艺、腾讯视频、优酷的用户男女比例接近相等。在用户年龄方面，超过 70% 的芒果 TV 用户年龄在 30 岁以下，24 岁以下的用户比例为 35.5%，相比起爱奇艺、腾讯视频、优酷等平台，用户的年龄偏向年轻化。所以，芒果 TV 近几年一直将“青春、都市、女性”作为平台定位，积极围绕年轻女性为受众群体拓展内容生态，以求增强主流用户的粘性。

图表 44 芒果 TV、“爱优腾”用户男女比例



图表 45 芒果 TV、“爱优腾”用户年龄分布



资料来源：艺恩数据，华安证券研究所

资料来源：艺恩数据，华安证券研究所

我们认为，平台生产内容，内容反哺平台，内容本身与平台属性深度结合，助力芒果 TV 在细分市场形成差异化竞争优势，公司持续推出“女性向”自制综艺，稳住核心基本盘。根据艾瑞指数，2019 年芒果 TV 平台的女性用户占比达到 76.1%，且 30 岁以下年轻用户占比也超过七成。同时，参考骨朵网络影视 2020 年 8 月的数据，芒果 TV 的自制综艺《婆婆和妈妈》女性观众占比高达 83.62%，《妻子的浪漫旅行 4》女性观众高占比 78.87%，据此我们有理由推断相关综艺节目的成功也获得了平台用户属性的加成。芒果 TV 牢牢把握“青春、都市、女性”的平台用户定位，通过不断推出“女性向”自制综艺，来进一步实现精准用户群体体验升级，由此形成内容对平台的驱动。同时，清晰的定位便于广告主在选择渠道投放广告时可以做到更加精准，能够获得高于流量模式的品牌溢价回报。

图表 46 芒果 TV 自制女性向综艺（部分）

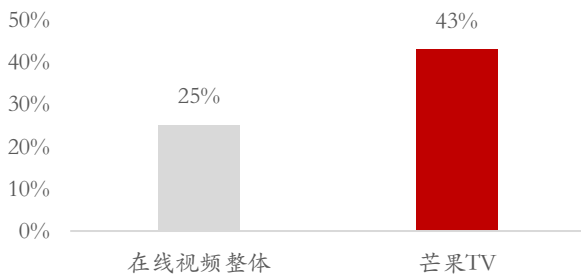
节目名称	播出时间	类型	题材
《妻子的浪漫旅行 4》	2020 年 6 月	夫妻观察治愈类	夫妻
《乘风破浪的姐姐》	2020 年 6 月	女团成长综艺	励志
《婆婆和妈妈》	2020 年 5 月	家庭代际和谐促进真人秀	婆媳
《婚前 21 天》	2020 年 3 月	备婚生活记录真人秀	夫妻
《妻子的浪漫旅行 3》	2019 年 11 月	夫妻观察治愈类	夫妻
《女儿们的恋爱 2》	2019 年 8 月	代际情感观察真人秀	恋爱
《我最爱的女人们》	2019 年 5 月	家庭代际和谐促进真人秀	夫妻
《妻子的浪漫旅行 2》	2019 年 2 月	夫妻观察治愈类	夫妻
《女儿们的恋爱》	2019 年 1 月	代际情感观察真人秀	恋爱
《妻子的浪漫旅行》	2018 年 8 月	夫妻观察治愈类	夫妻
《妈妈是超人 3》	2018 年 3 月	明星育儿观察类真人秀	亲子
《真心大冒险》	2018 年 3 月	青年恋爱启示录	恋爱

《爸爸去哪儿 5》	2017 年 9 月	亲自户外真人秀	亲子
《妈妈是超人 2》	2017 年 3 月	明星育儿观察类真人秀	亲子
《爸爸去哪儿 4》	2016 年 10 月	亲自户外真人秀	亲子
《妈妈是超人》	2016 年 4 月	明星育儿观察类真人秀	亲子

资料来源：骨朵网络影视，华安证券研究所

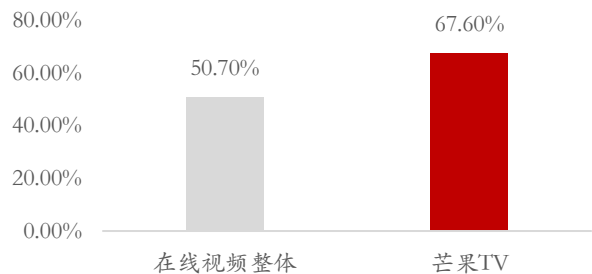
芒果 TV 差异化竞争策略，带来了具有高粘性+强消费能力的年轻、女性用户。众所周知，女性的消费水平远高于男性，芒果 TV 以女性为主的属性，意味着用户的消费能力或显著高于其他视频平台，未来芒果 TV 或有巨大的变现潜力。参考芒果超媒 2019 年 4 月披露的数据，芒果 TV 线上消费能力超过 200 元的用户占比为 67.6%，远超在线视频行业平均水平 16.9 个 pct，可看出芒果 TV 用户消费能力较强。同时，芒果 TV 用户粘性也较高，芒果超媒 2019 年 4 月披露的数据显示，芒果 TV 综艺节目用户渗透率为 43%，远高于行业平均水平 18 个 pct。

图表 47 芒果 TV 综艺节目渗透率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 48 芒果 TV 线上消费能力超过 200 元的用户占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

4.2 粉丝经济助力，拉动用户转化

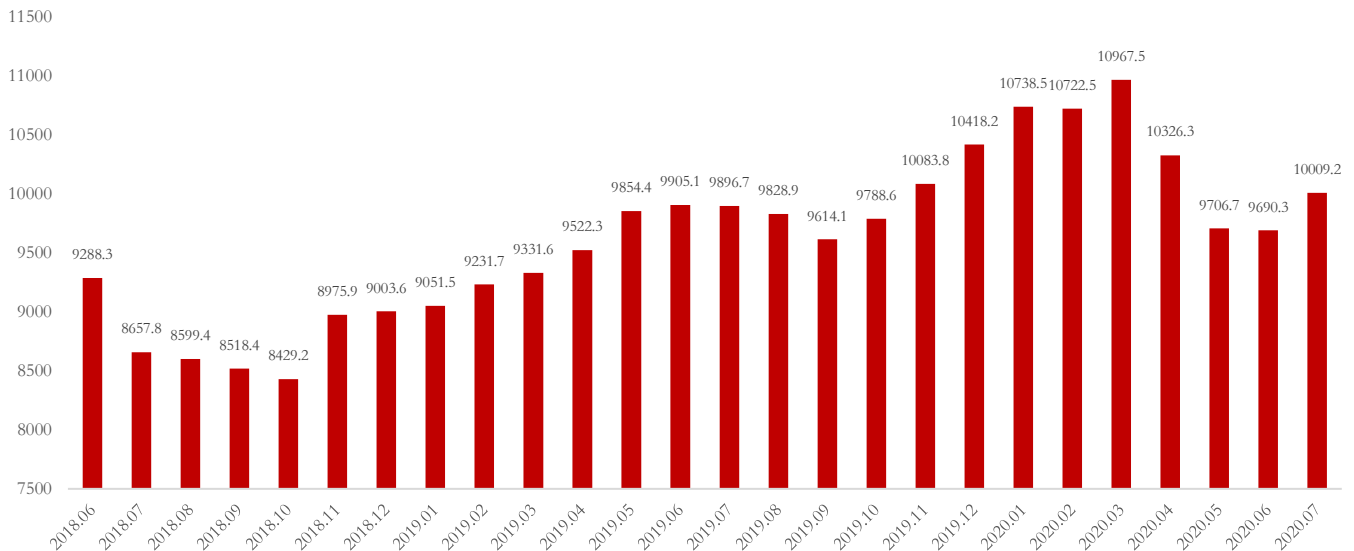
公司具有的独特优势在于根据清晰的“青春”、“女性”的用户画像，结合湖南广电体系多年的粉丝经营，将平台会员进行粉丝化运营，更加增添用户的归属感与粘性。

湖南卫视多年来累积了广泛而扎实的粉丝基础，早在 2012 年湖南台专门给粉丝修建了一座“粉丝楼”，“粉丝楼”象征着湖南台与粉丝之间的坚定情谊。在面对互联网以 C 端消费者为核心的粉丝经济时，芒果 TV 借助已有的湖南台粉丝基础建立“线上粉丝楼”，湖南卫视的优质 IP 积累的大批量粉丝，在湖南广电采取了芒果 TV 独播战略之后，这批粉丝观看湖南卫视综艺的习惯自然而然的被芒果 TV 承接。这种“粉丝驱动”模式使得芒果 TV 迅速积累了其他视频网站通过长时间经营才达到的用户量，有效的实现了湖南台粉丝到芒果 TV 用户、会员之间的转化。

在湖南卫视粉丝到芒果 TV 用户的转化上，2014 年芒果 TV 全新亮相，同年湖南卫视推出“芒果独播战略”，宣布今后湖南卫视的自制节目将由芒果 TV 独家播出。根据艾瑞 iVideoTracker11 月数据显示，芒果 TV 综艺频道用户规模占行业 26.8% 的份额，仅仅一年的时间便占据行业用户四成以上，湖南卫视粉丝的引流发挥了重要作用。热门节目《花儿与少年》、《歌手》第三季以及《一年级 大学季》等一度把芒果 TV 客户端推上了 App Store 免费排行榜首位，曾每天为芒果 TV 带来 200 万用户。相比起 2015 年 1 月份，芒果 TV APP2015 年 11 月份的用户规模

增长了 59.7%，用户黏性增长了 70.9%。2018 年以来，芒果 TV APP 月活数整体呈上升趋势，艾媒咨询数据显示，在 2019 年 12 月芒果 TV APP 月活数达到 1.04 亿人，受疫情居家政策影响，用户对于线上娱乐文化内容的需求急速扩大，芒果 TV 通过“云录制”、“云综艺”等新形式，在最大程度抵御疫情感染风险的前提下，为观众带来优质内容，2020 年 3 月芒果 TV APP 月活数上涨，约为 1.10 亿人，7 月以来有所下降，达到 1.00 亿人。

图表 49 2018-2020 年芒果 TV APP 月活数 (MAU) (单位: 万人)



资料来源: 艾媒咨询, 华安证券研究所

在芒果 TV 用户到芒果 TV 会员的转化上，芒果 TV 深耕粉丝经济，开启差异化内容运营驱动会员拉新。仅仅依靠湖南卫视原有的粉丝基础，难以支撑芒果 TV 作为一个长视频平台长久发展，芒果 TV 依靠强大的内容 IP 储备，打造差异化的会员权益体系，建立属于芒果 TV 自身的粉丝基础。在内容差异化上，芒果 TV 在剧集、综艺方面试水“网先于台”、“会员抢先看”等策略，行业内第一部会员抢先看综艺《爸爸去哪儿 4》拉动有效和会员数提升 20%；在运营差异化上，

线上运营+线下活动“青春芒果节”延续芒果粉丝经济 2.0 时代。2018 年芒果 TV 发布了“1+9 超能量会员权益矩阵”的全新战略，以顶配版内容集群为一大核心，加以九大特色线下活动，从线上、线下两方面打造了全新的会员权益体系，打开与用户之间零距离直接通话的新通道，将“用户”和“内容”紧密联系在一起，不断增强付费会员的体验感与粘性，促进了平台与粉丝之间的互动。

图表 50 芒果 TV“1+9”超能量会员权益

会员权益	主要内容
顶配版内容集群	尊享优质热综大剧，IP 特供独家衍生内容，解锁互动新玩法
青春芒果节	超时空 IP 实景体验嘉年华，破次元顶级视听盛宴
青春代言人	能量会员青春秀场
青春体验官	校园大使招募，明星体验官亲密互动
青春开放日	录制现场探班体验，芒果梦工厂神秘之星
青春私享会	金牌制作人私享会，芒果资深粉头脑风暴

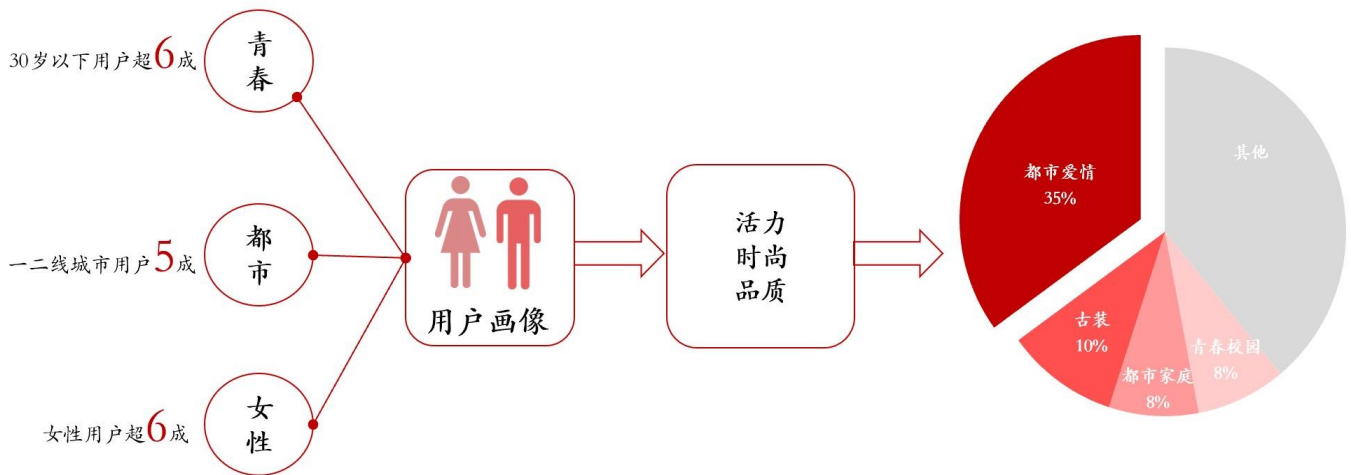
青春福利月	一站式吃喝玩乐购，跨界特权全覆盖
周边补给站	芒果崽神秘福袋，最潮酷的明星、IP 周边
公益能量日	青春能量官领衔公益，星粉携手助力爱心传递
随我制造派	全方位特权功能，个性化精准推荐

资料来源：芒果 TV，华安证券研究所

4.3 “破圈”进行时，影视剧集先发力

芒果 TV 的用户“基本盘”是年轻、高层次女性，平台上约 80%-90% 的内容是针对年轻女性用户。从 2017-2019 年芒果 TV 剧集类型来看，剧集主要聚焦女性向内容，与“爱优腾”多而全的影视剧集类型特点相比，芒果 TV 凸显出了内容上的差异化，其中都市爱情类型绝对领跑，占比达到 35%，并且自制剧也多以青春、偶像、甜宠类的女性剧居多。

图表 51 2017-2019 年芒果 TV 平台用户画像及剧集类型分布



资料来源：艺恩，华安证券研究所

现阶段考虑到公司已把这个圈层的用户做到一定程度，而且为了迎接未来男性用户消费力提升所带来的利好，现在公司已开始做适当的延伸——“破圈”。我们认为，对于公司来说，“破圈”就是改变所生产的内容的题材、取向以及各种类型剧集的占比，以求扩大用户基数，实现持续性增长。从 2020H2 开始，公司预计会有 50% 以上的内容是针对新群体，而且在未来进行“破圈”的内容占比会提高至三分之二，只有三分之一的内容是针对年轻女性。除了内容占比方面的规划以外，公司也有创意团队来指导“破圈”。

“破圈”已开始，影视剧集当先，逐渐加码侦探、悬疑、现实类题材。据我们统计，目前公司初步规划的 2021 年预计拍摄和待播放的影视剧共计 15 部，其中用于“破圈”的作品共计 6 部，分别是探案类一部（《狂猎》）、悬疑类三部（《不能恋爱的秘密》、《双面神探》、《掌中之物》）、当代现实类两部（《亲爱的戎装》、《人民的正义》）。

图表 52 2021 芒果 TV 影视剧初步规划情况

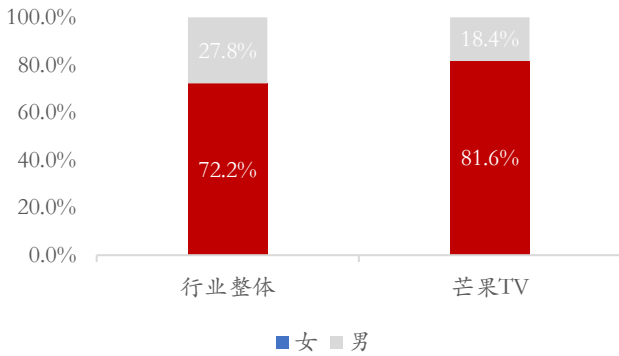
类型	名称	演职人员	制作班底	上线时间	进度	计划渠道
----	----	------	------	------	----	------

当代/涉案	《狂猎》	秦昊、尹昉	导演: 曹盾、高翔	暂 定 2021Q1	拍摄中	芒果 TV 独播
悬疑/爱情/时尚	《不能恋爱的秘密》	拟邀: 宋妍霏	导演: 拟邀蔡聪; 编剧: 王籽璇	暂 定 2021Q1	拍摄中	芒果 TV 独播
都市/职场/轻喜	《住在我隔壁的甲方》	张新成、吴宣仪	导演: 陈戎晖	暂 定 2021Q1	前期筹备	芒果 TV 独播
都市/爱情/亲子	《贺少的闪婚爱妻》	待定	导演: 李玉磊; 编剧: 肖翠娥	暂 定 2021Q2	前期筹备	芒果 TV 独播
悬疑/喜剧	《双面神探》	待定	导演: 赵天宇; 编剧: 胡杨编剧团队	暂 定 2021Q3	拍摄中	芒果 TV 独播
都市/情感/话题	《好女好男》	万茜、佟大为	导演: 梦继	暂 定 2021Q3	拍摄中	芒果 TV 独播、 一线卫视上星
古装/仙侠	《落花时节又逢君》	拟邀: 陈伟霆、任嘉伦、孙怡	编剧团队: 司马命文化	暂 定 2021Q3	拍摄中	芒果 TV 独播、 一线卫视上星
都市/情感	《我和我们在一起》	孙怡、张彬彬、李泊文	导演: 崔亮	2021	拍摄完毕	网台剧
当代军旅	《亲爱的戎装》	黄景瑜、李沁	导演: 天毅	2021	拍摄完毕	网台剧
当代/都市	《起跑线》	刘涛、李光洁、颖儿	导演: 陈昆晖	2021	拍摄完毕	网台剧
当代青少	《你好，对方辩友2》	翟子路、吴佳怡、王路晴		2021	拍摄完毕	芒果 TV
古装/轻喜/仙侠	《亲爱的吾兄》	待定	导演: 邱钰	2021	前期筹备	芒果 TV 独播
都市/喜剧/励志/爱情	《我亲爱的小洁癖》	沈月、刘以豪	导演: 蔡聪	2022	拍摄中	芒果 TV
都市/情感/悬疑	《掌中之物》	彭冠英、蔡文静、刘凯	导演: 闫宇彤	待定	拍摄完毕	网台剧
当代都市	《人民的正义》	于和伟、韩雪、吴刚、宋楚炎等	导演: 李路	待定	拍摄完毕	网台剧

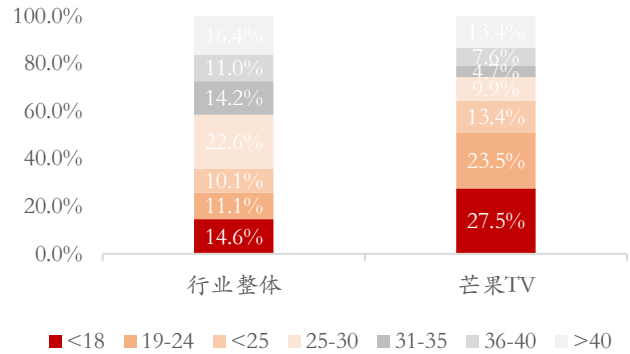
资料来源: 芒果 TV 招商会, 骨朵数据, 华安证券研究所

芒果 TV “破圈” 潜力可期。参考 QuestMobile 的数据, 2020 年 6 月在线视频 APP 行业中, 芒果 TV 新增用户仍以女性为主, 且新增女性用户占比高于行业平均水平近 10 个 pct, 也从侧面印证了芒果 TV “破圈” 开拓男性用户的潜力可期; 同时, 数据也表明芒果 TV 新增用户以 30 岁以下年轻用户为主, 31-35 岁这个年龄段的新增用户占比也远低于行业平均水平近 10 个 pct, 那么芒果 TV 亦可通过扩大 30 岁以上年龄段占比来实现 “破圈”。

图表 53 2020 年 6 月在线视频 APP 行业新增用户性别



图表 54 2020 年 6 月在线视频 APP 行业新增用户年龄分布



资料来源: QuestMobile, 华安证券研究所

资料来源: QuestMobile, 华安证券研究所

5 管理层锐意进取, 人才培养及留存机制完善

5.1 湖南广电改革不断推进, 充分释放芒果体系价值

投资芒果超媒就是投资湖南广电。在我们上文分析的芒果三大优势: 内容、渠道、粉丝运营中, 内容是直接脱胎于湖南广电体系的制作能力, 并且无论在人员还是产品的流动上, 公司与湖南广电之间都是非常便利且直接的; 渠道是借助了国资传媒旗舰的身份, 获得了互联网电视内容集成牌照, 以及湖南广电授权的 IPTV 集成牌照; 运营也是在湖南广电多年的内容耕耘与广阔渠道的助力下才拥有运营的基础。

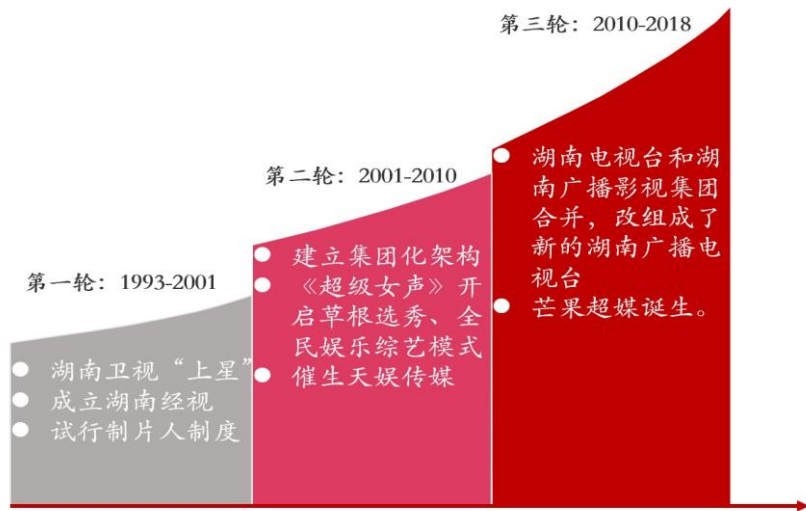
我们认为, 湖南广电仍然是一个富有创新力, 并且具备持续迭代能力的体系, 随着电视台行业性的式微, 未来公司在湖南广电体系中的重要性将持续提升。从历史上看, 湖南广电曾历经三轮重要的改革, 也对公司产生着深远的影响:

第一轮改革从 1993 年开始, 由魏文彬扛起大旗。自 1993 年魏文彬正式担任湖南广播电视台厅长起, 便开始着手一系列改革推进。本轮改革的主要从湖南卫视“上星”、成立湖南经视和试行制片人制度三个方面进行, 其中, 湖南经视的成立打开了改革的突破口, 时任湖南经视台长的是欧阳常林, 吕焕斌为台长助理。湖南经视的《幸运三七二十一》开启了中国电视综艺的新时代, 并且在经视的节目内部引入竞争机制, 实行双制片人制度, 对各栏目实行“人财限量、不足自筹、成本核算、效益当先”的节目生产原则;

第二轮改革从 2001 年持续至 2010 年, 主要在节目、电视剧、广告的整体管理方面进行整合, 尝试集团化, 建立集团化架构。在本轮改革中, 《超级女声》的成功播出, 开启了草根选秀、全民娱乐的综艺模式, 2005 年《超级女声》冠名商蒙牛在整体市场下滑的情况下迎难而上, 酸酸乳销量由 7 个亿提高到 25 亿, 早餐奶销量由 1 亿提高到 10 亿, 让大众看到了“产业”的力量; 并且《超级女声》成功催生了天娱传媒, 卫视提供平台, 天娱提供艺人, 合力造星, 艺人、电视剧、综艺, 形成了一个良性闭环;

第三轮改革从 2010 年至 2018 年，是体制的改革，局台分离、制播分离，将事业部分剥离成立广播电视台，将产业部分整合成市场主体芒果传媒。湖南电视台和湖南广播影视集团合并，改组成了新的湖南广播电视台。同时，湖南广播电视台控股的市场主体——芒果传媒有限公司诞生。在湖南广电通过电广传媒上市失败后，芒果传媒于 2018 年成功通过快乐购实现“借壳上市”，快乐购改名“芒果超媒”，至此，湖南广电绝对控股的上市企业平台已经成型。

图表 55 湖南卫视三轮改革历程梳理



资料来源：公司公告，华安证券研究所

在湖南广电的改革中，每一任湖南卫视以及湖南广电的台长都发挥了重要的作用，早在 2006 年，原湖南广电局局长魏文彬便确立了湖南广电第三轮改革的目标——“两个走出去，一个立起来”，即“从行政体制内走出去，从国内走出去，把市场主体立起来”；欧阳常林大胆将视野放眼全国，将湖南卫视定位为“快乐中国”，湖南卫视原来传统的新闻综合性频道，也一举变更为“以娱乐、资讯为主的个性化综合频道”；吕焕斌在任期间打造了芒果传媒有限公司，芒果传媒由湖南广电控股，以全媒体战略为统领，剥离台属部分可经营性资产，注入芒果传媒；2020 年 5 月，吕焕斌退休卸任，中共湖南省委组织部发布公告，张华立（芒果超媒董事长）拟任湖南广播电视台党委书记、董事长。2020 年 9 月 4 日，在湖南广电内部的“电商中心招聘宣讲会”上，张华立提出打造小芒电商，布局湖南广电第二增长曲线。这意味着，在芒果生态的加持下，接下来芒果 TV 将布局新的产业链以促进新的增长极，充分释放芒果体系的价值。

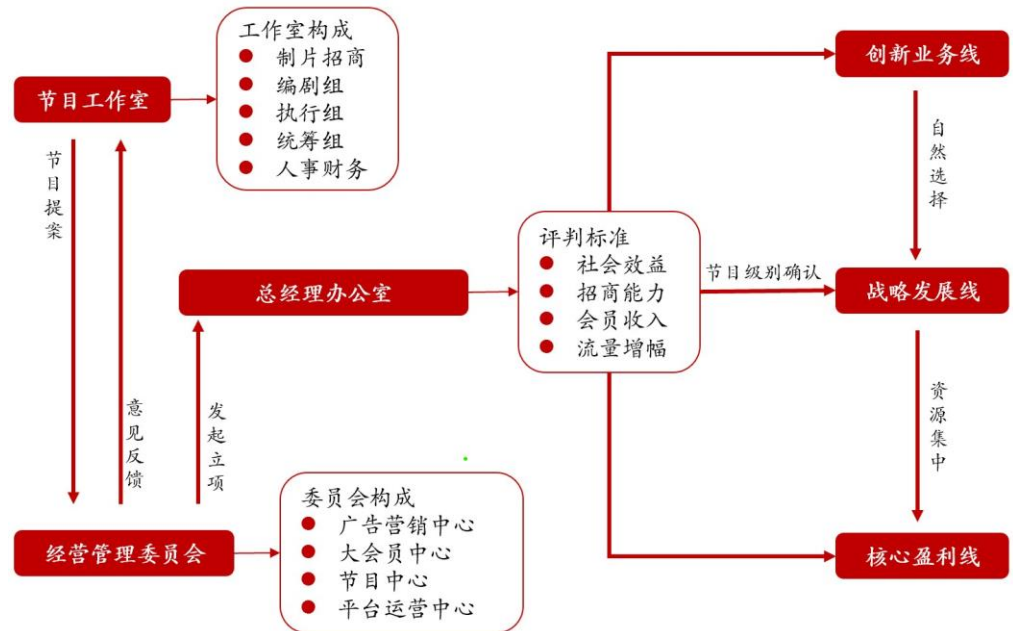
5.2 工作室制度组建人才梯队，创新运行机制激活驱动力

对于视频制作平台来说，优秀的制作团队是核心竞争力的体现。芒果 TV 通过实行工作室制度，来组建内容制作人才团队；通过创新运行机制，来激活人才团队“自我驱动力”。

芒果 TV 推行工作室模式，每个工作室配置独立，全面参与综艺项目的策划、把关把关成本预算等。平台鼓励工作室依据团队特长、爱好等进行节目提案，再经由多个部门共同参与项目优化，最终由总经理办公室判定是否立项。而对于已经立项的节目，设定不同级别发展线进行资源投入，能够给与年轻团队充分包容和试错的空间的同时，保证平台可持续发展。

在对工作室人才的激励上，芒果 TV 采用“创新机制+奖励机制+竞争机制”模式，设立专项创新奖金，鼓励团队不断创新；将节目广告收入、日活点击、会员收入等纳入考核及奖励体系，刺激生产优质内容；定期进行末位淘汰，扩充团队人才。通过不断完善团队运行机制，激活人才自我驱动。

图表 56 芒果 TV 项目立项示意图



资料来源：芒果青春营销研究院，华安证券研究所

除了创新制度激发内容创作活力，湖南卫视还出台了一系列政策与激励计划鼓励创新。如 2017 年推出的“飙计划”，搭建了涵盖创意征选、宣讲评估、样片上档、正片播出等环节的闭环体系，通过投票的方式层层角逐，票数前三名的节目方案拥有样片打造机会，若方案成熟，样片成功，且能够锁定广告客户，节目就能迅速编排上档。由徐晴工作室打造的《声临其境》便是第一轮“飙计划”中的冠军方案，后续大获好评的《声入人心》、《我家那》系列等也都是由“飙计划”而来，到现在湖南台的创新约有 80% 来自“飙计划”，“飙计划”已然成为湖南卫视内部创意的“华山论剑”平台，为内容创作提供动力。

图表 57 湖南卫视创新激励计划（部分）

激励计划	主要内容	成果/奖励
飙计划	主创递交节目方案，展示方式不限，每个方案必须具有独特的资源和独特的模式系统，再通过投票的方式得出最优秀的进行样片制作与试播	(1) 成功打造《声临其境》、《声入人心》和《我家那》系列等热门综艺； (2) 优秀节目的制作团队可获台长嘉奖令，奖金高达 100 万元
30 未计划	征集对象为生理或心理年龄未满 30 岁的“年轻人”，鼓励青年导演参加，参与者需要递交 2 分钟以内的短视频介	(1) 最终获奖的最佳创意人将组成特别创新小组赴国外交流深造； (2) 优秀原创方案选送参

	<p>绍创意与方案,再通过投票的方式选出前十的方案进入频道宣讲会,再由宣讲会评选“30 未满”最佳创意人</p>	<p>加 ATF 全球模式创意大赛,在比赛中获奖可获得制作奖金; (3) 最终入围宣讲会的创意人按三个等级分别获得奖励,获奖方案的团队可获得奖金金额 50%的伴随奖励</p>
<p>30 未满-领鲜计划</p>	<p>相比与“30 未满计划”,领鲜计划门槛进一步下放,面向进台不到两年的员工乃至实习生,参与者报名之后经过筛选,将产生一批“总监领鲜助理”每个月需上交节目或电视剧的观后感及建议、有任何灵感可以随时发表;</p>	<p>(1) 优秀成熟的改进建议会直接发给团队和相关部门进行参考; (2) 成为领鲜助理后有机会到别的电视台和成熟的节目制作团队进行交流学习</p>
<p>全球飙计划</p>	<p>面向所有国际制作公司和电视平台,征集节目创意,旨在打造具有全球发行潜力的现象级节目,由湖南卫视专家团和戛纳电视节邀请的海外专家团对上交的方案进行联合评比,最终冠军方案有望在全球范围发行,湖南卫视的工作室和芒果 TV 制作团队如果对收集到的创意点子有兴趣的,可以申请跨国共研,最终方案如果能在飙计划中脱颖而出可得到台里的资源及资金支持</p>	<p>(1) 活动共吸引到全球 23 个国家的公司或独立制作人,收到其投递的 60 余份创意提案;(2) 对于比赛决出的优胜者,除了给予奖金奖励之外,湖南卫视将会投入大量的资源打通从创意到落地的通路,包括前期创新研发力量的投入,大赛结束后的样片制作、季播上档甚至后续的全球模式发行等</p>

资料来源:公司公告,华安证券研究所

芒果 TV 在综艺与剧集制作方面的突出表现得益于优秀的制作团队和持续不断的创新能力。在近几年大力推行工作室制度,从品牌激励、创新激励、用人激励、收益激励和发展激励五个角度激励优秀制作人创立自主独立工作室品牌,如打通绩效分配,以“投入产出”为依据指定“项目价值奖”,以奖励的方式让创作者分享创收红利。目前,湖南卫视已经拥有了 12 个独立工作室,这 12 个工作室拥有了湖南卫视 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。

图表 58 芒果 TV“1+9”超能量会员权益

工作室名称	代表节目
洪啸工作室	《歌手》、《舞蹈风暴》
陈歆宇工作室	《亲爱的客栈》、《我家那》系列
徐晴工作室	《声临其境》、《一年级》
沈欣工作室	《天天向上》
刘伟工作室	《快乐大本营》、《嗨唱转起来》

王琴工作室	《我想和你唱》
刘建立工作室	《神奇的汉字》
王恬工作室	《中餐厅》
孔晓一工作室	《少年说》、《我们的师父》
秦明工作室	《放学后》
卞合江工作室	节目后期制作
安德胜工作室	《幻乐之城》

资料来源：芒果 TV，华安证券研究所

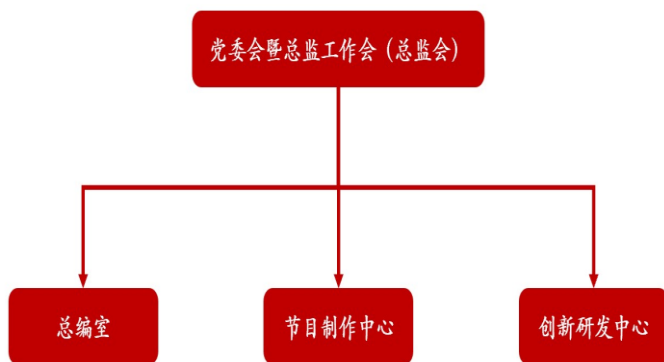
5.3 打通创作生态，留住优秀人才

作为内容生产者，尤其是影视、综艺类的非标准内容，人才的重要性是显而易见的，如何留住人才，激发人才的创新能力是需要从体系设计上统筹考量的。

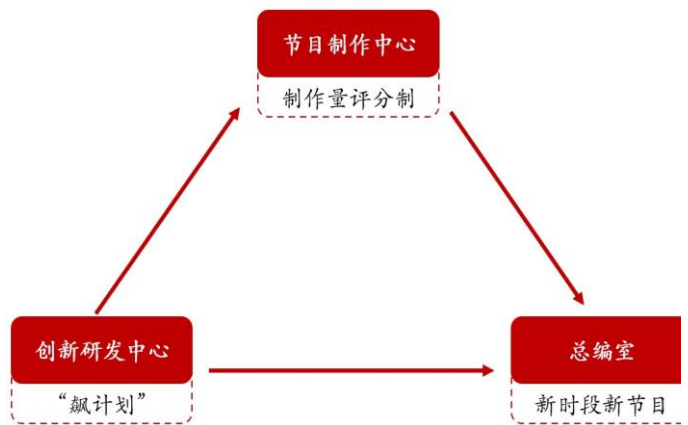
湖南卫视具有“一枢纽三部门”的组织架构分布，其中总监会作为“一大中枢”，全面负责湖南卫视决策、管理及日常运作；总编室、节目制作中心和创新研发中心作为“三大部门”分工明确，协同合作，总编室负责资源规划、集成编播等日常运营，节目制作中心负责频道自办节目的内容生产及具体项目执行，创新研发中心负责新节目的开发，包括频道内的新项目开发和国内外模式公司共研等。

为了给优秀的制作人和导演创造良好的创作环境，湖南卫视从激活制作生态、内容生态等方面，构建了具有竞争力的创新生产播出闭环，打通总编室、节目制作中心和创新研发中心三大板块的资源，总编室用数据分析、编排策略与营销推广提供创新引导和创新变现；创新研发中心以“飙计划”提供创新资源；节目制作中心用工作室激活创新动力，湖南卫视的创新闭环由此构成，让具有创作能力的人才具有更多的工作机会与发展空间。

图表 59 湖南卫视“一枢纽三部门”组织架构



图表 60 湖南卫视创新闭环



资料来源：《媒体融合的芒果实践报告》，华安证券研究所

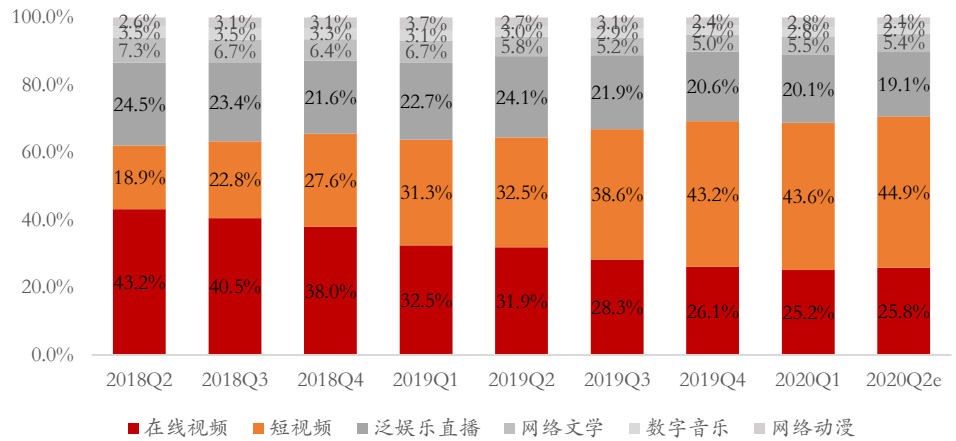
资料来源：《媒体融合的芒果实践报告》，华安证券研究所

6 探索多元变现方式，打开多元营收渠道

6.1 “大芒计划”：孵化芒果系 KOL，探索网红经济

短视频行业兴起，“大芒计划”顺势而为。2018Q2-2019Q4，因短视频行业兴起，在线视频市场空间受到挤压。由于短视频行业同时具备资讯传播和娱乐功能，成为了用户消磨时间的重要平台，而且短视频行业用户变现方式与流量结合最为密切，提升流量规模的同时也会极大地带动商业规模的快速成长，因此短视频在中国文娱市场中份额持续扩大，而在用户使用时间有限情况下，一定程度上挤压了在线视频市场空间。

图表 61 2018Q2-2020Q2 中国互联网文娱市场结构



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

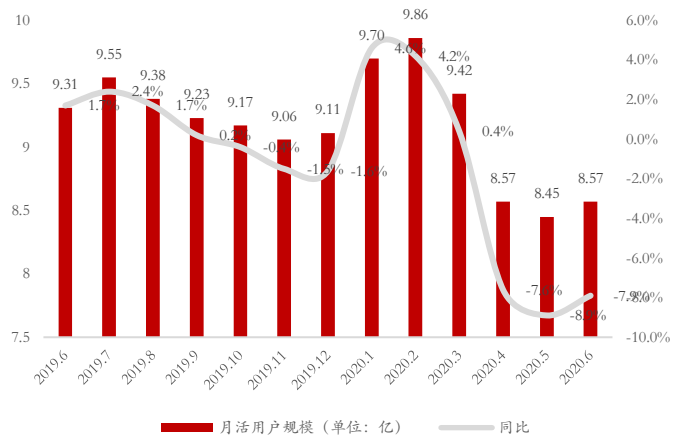
2019Q4-2020Q2，中国互联网文娱市场结构趋于稳定。随着疫情防控逐渐好转，全国复工复产逐步推进，中国互联网文娱市场结构趋稳，在线视频市场份额维持在 25% 左右，短视频和在线视频行业月活跃用户规模亦趋于稳定，分别维持在 8.6 亿、8.5 亿左右的水平。

图表 62 短视频行业月活用户规模趋势



资料来源：QuestMobile，华安证券研究所

图表 63 在线视频行业月活用户规模趋势



资料来源：QuestMobile，华安证券研究所

随着短视频行业蓬勃发展，芒果 TV 开始探索基于 UGC/PGC 的多元变现渠道，推出了大芒计划。由于公司快乐购业务本身具有多年带货的积淀，以及综艺制作、经纪业务对网红孵化得心应手，没理由会错过网红经济的浪潮，“大芒计划”在此背景下应运而生。2019 年 8 月公司公布“大芒计划”以来，已经有“大胃

mini”、“不齐舞团”、“厨娘物语 c 小鹿”等十位 up 主获得了芒果 TV 的高额奖金奖励。

图表 64 “大芒计划”前十入选者

KOL	创作类型	所属公司/MCN 机构
大胃 mini	美食吃播	金刚文化
不齐舞团	舞蹈	魅影文化
厨娘物语 c 小鹿	美食烹饪	泽休文化
说方言的王子涛	方言段子手	贝壳视频
我是戴荃	音乐创作	太合音乐
比鲁斯雯	萌宠日常	-
夏厨陈二十	美食烹饪	大眼互娱
火视纪实	生活纪实	火视传媒
就是谢小仟	旅行美食 Vlog	够嗨传媒
LONGWAVE 浪花	旅行	-

资料来源：北青网，华安证券研究所

在商业侧，“大芒计划”筛选出内容型创作网红，结合品效合一的战略计划，以当下时兴的“网红带货”模式为品牌客户直接带来收入，完成以流量换收入的商业逻辑，形成“芒果 TV IP—KOL—品牌”一站式营销；在内容侧，一方面“大芒计划”利用芒果 TV 自身资源为创作者提供资金、平台和商业变现等一系列的扶持，延长了网红“KOL”的生存周期，另一方面，芒果 TV 借助“大芒计划”实现从“PGC”向“PGC+PUGC”生产体系的转型，开拓了平台多元内容的输送渠道，补齐芒果 TV 在短视频方面的短板。

此外，“大芒计划”还联动了芒果 TV 爆款综艺，为网红 KOL 再赋能。如“大芒计划”的视频创作者“谢绿路 lulu”得到了《舞蹈风暴》幕后探班的支持，对多位舞者进行了独家采访，提高了网红 KOL 的曝光度。除此之外，视频大人更有机会获得头部综艺飞行嘉宾、衍生微综艺授权、自制剧参演在内的优质资源，比如芒果 TV 将向其开放 S 级综艺《女儿们的恋爱 2》、《妻子的浪漫旅行 3》以及《明星大侦探 5》等。

为了进一步遴选明星创作人，“大芒计划”还专门推出针对高校短视频创作者的孵化活动“出道 IN 大芒”，在“出道 IN 大芒”活动中脱颖而出的选手可成为“大芒计划”重点培养对象。

图表 65 “大芒计划”首批高校“大芒人”前往芒果TV游学



资料来源：公司官网，华安证券研究所

为继续探索基于 UP 主的 PGC 及多元变现，推出大芒计划 2.0。2020 年 6 月，在芒果 TV2020 战略发布会上，芒果 TV 针对当下带货风口，推出面向百万 UP 主的大芒计划 2.0。大芒计划 2.0 主要内容包括：第一，以超过 800 万 UP 主为扶持对象；第二，以建立芒果学院、打造晋升机制、配备专属综艺、提供专业场地、建立商业支撑等为基本手段；第三，以受训练的 UP 主成长为成熟 PGC 制作人为最终目标；第四，以进一步打通 IP 与品牌的转化路径，加持芒果 TV“KOL+IP”品效合一的营销为发展诉求。而“芒果学院”打造的全国首档网红团综《超级学徒》有望在 2020 年第三季度上线，财经作家吴晓波、快手头部带货达人辛有志被聘为“芒果学院网红训练营院长”及项目合伙人。

图表 66 芒果学院牵手辛有志、吴晓波



资料来源：公司官网，华安证券研究所

“大芒计划”是公司 UGC 短内容的主创平台，也是培养芒果下一代创作人的主要抓手，所有创作均聚焦于公司拥有完整知识产权的自有内容，是公司头部内容产品的二次创意再生产、再传播、价值再提升的有力渠道。该板块未来将与公司新的电商板块—小芒电商—形成紧密联动，更多具有复合商业价值的中短内容有望在其中诞生。

6.2 小芒电商：聚合芒果生态，布局湖南广电第二增长曲线

“小芒电商”将开启“视频+内容+电商”的全新视频内容电商模式。这个模式将打造人、货、内容互存互促的电商新生态，是建立在深度挖掘芒果 TV 内容和用户的价值之上，它以内容为根基，用内容引发共鸣，以共鸣创造需求，需求拉动消费。具体而言，推出小芒电商是基于芒果 TV 内容制作优势，小芒电商将甄选定制尖货在综艺、电视剧 IP 中进行深度植入，并引入品牌主理机制，打造艺人联名品牌，组织包括艺人在内的大量 KOL 参与商品的种草。在大众化商品销售上，小芒电商将采取“精选+会员”的模式，形成以货为基础，以明星艺人联名或推荐来迅速聚集流量，以内容为手段来提升用户购买意愿的核心模式，最终形成人、货、内容互相并存、互相促进的有机生态。

“小芒电商”是基于湖南广电长视频内容竞争优势，面向全产业链的一次重大拓展和延伸，是湖南广电芒果生态的一次完善和升级。芒果 TV 电商中心总经理谢绍强说，“有别于其他图文种草平台，芒果 TV 凭借内容优势，拥有强大的 IP 引爆产品能力，只要将 1/3 的视频用户转换为电商用户，规模即可逼近京东”

为发展小芒电商，公司广纳英才。“小芒”集结了芒果 TV 顶尖内容、运营及技术团队，《明星大侦探》、《密室大逃脱》总导演何舒将专注电商化 IP 开发，湖南卫视《我是大美人》项目创始人贾芳，以及来自芒果 TV 广告营销中心等核心骨干均投入到“小芒”的运营团队中来。除了湖南广电生态资源团队的加盟，“小芒”还吸引到来自阿里巴巴、苏宁易购电商平台运营操盘手携手创业。目前芒果 TV 电商中心发布了商品开发、创作者合作、平台运营、IP 主理、内容链接、潮玩、产品技术、品牌营销 8 个团队，共 56 个岗位、超 500 个空缺的人才需求信息，并公布了年薪上不设限的待遇政策。

小芒电子商务有限责任公司已成立。据天眼查显示，小芒电子商务有限责任公司在 9 月 11 日成立，其股东及发起人为芒果 TV 的运营主体“湖南快乐阳光互动娱乐传媒有限公司”，持股 100%。该公司注册资本为 5000 万元人民币，法定代表人是蔡怀军，经营范围包括电子商务平台的开发建设、经济与商务咨询服务、企业管理咨询服务、大型活动组织策划服务、家用电器及电子产品、一类医疗器械、二类医疗器械、广告制作、影视发行等等。

图表 67 湖南广电“电商中心招聘宣讲会”

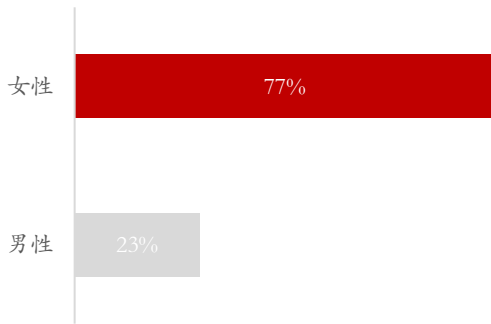


资料来源：芒果 TV，华安证券研究所

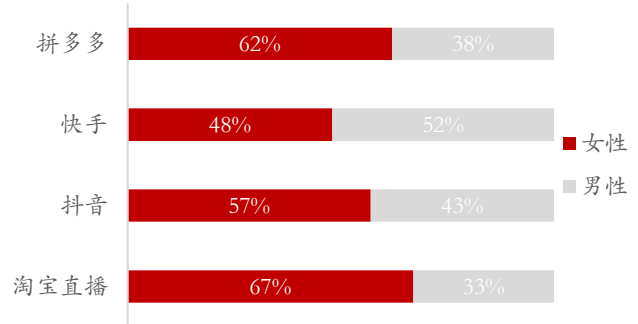
我们认为，从大芒计划，再到电商带货（“小芒电商”），公司正在积极探索各类多元化变现方式。而“年轻、都市、女性”是芒果TV当前核心用户群体，她们本就是电商购物的主力人群，因此发展新型电商业务具有天然的优势。目前电商直播行业正处于爆发期，市场规模巨大，未来可期。

芒果TV女性占比高达77%，与主要直播电商平台用户以女性为主的特征与相符。据前瞻产业研究院发布的《2020年中国直播电商研究报告》显示，淘宝直播、拼多多和抖音的主要用户均为女性，占比分别为67%、62%、57%。

图表 68 芒果TV用户男女比例



图表 69 主要直播电商平台用户性别比例分布

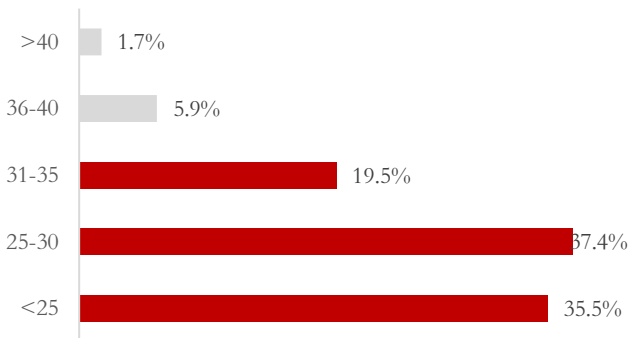


资料来源：艺恩，华安证券研究所

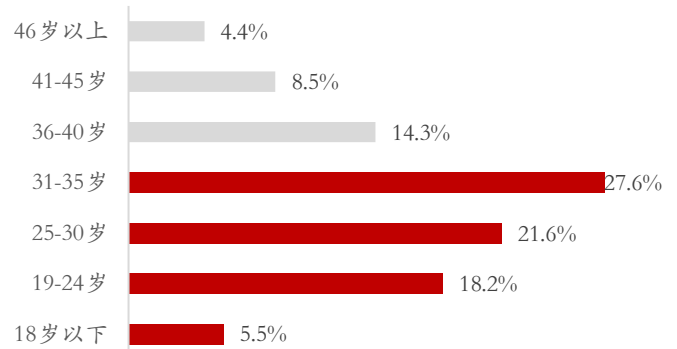
资料来源：前瞻产业研究院《2020年中国直播电商研究报告》，华安证券研究所

芒果TV 35岁以下用户占比超90%，高度契合移动购物行业19-35岁年轻用户为主力用户的年龄分特点。QuestMobile数据显示，19-35岁的年轻用户，是移动购物行业的主力用户，占比达67.4%，而且线上消费能力更高，在200元以上的线上消费水平平均高于全体移动购物用户。

图表 70 芒果TV用户年龄分布



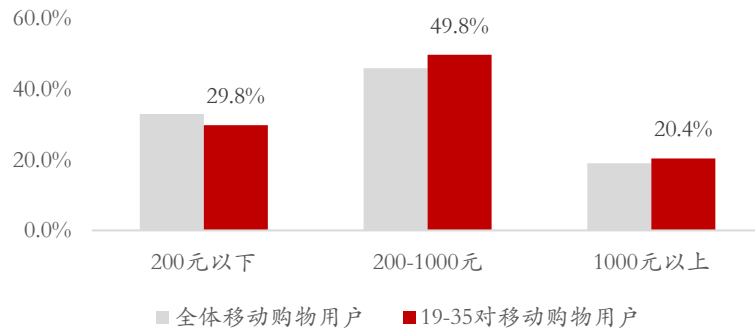
图表 71 2019年10月移动购物行业用户年龄分布



资料来源：艺恩，华安证券研究所

资料来源：QuestMobile，华安证券研究所

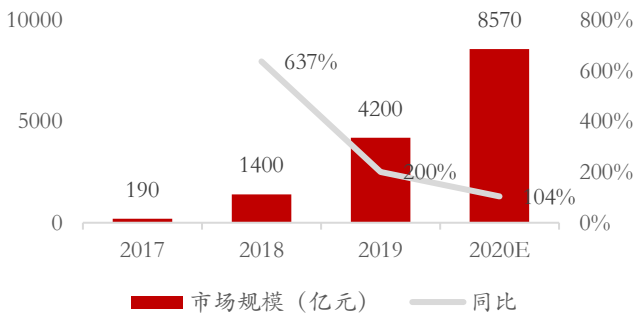
图表 72 2019 年 10 月移动购物行业用户线上消费能力



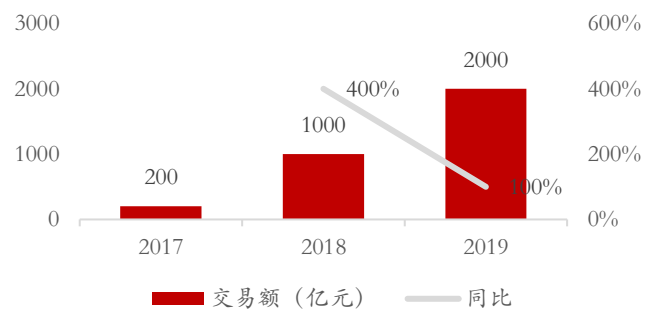
资料来源: QuestMobile, 华安证券研究所

直播电商市场正处于爆发期。根据亿欧智库测算, 2019 年中国直播电商行业总规模约 4200 亿元, 较上年增长 200%, 预计在 2020 年将达到 8570 亿元, 年复合增长率高达 314%。以淘宝直播为例, 该平台带货能力在 2019 年全面爆发, 成交总额约 2000 亿元, 且连续三年直播引导成交量增速在 100% 以上, 是近三年全球增长最快的电商形式。

图表 73 2017-2020E 中国直播市场规模



图表 74 2017-2019 年淘宝直播电商在线交易额

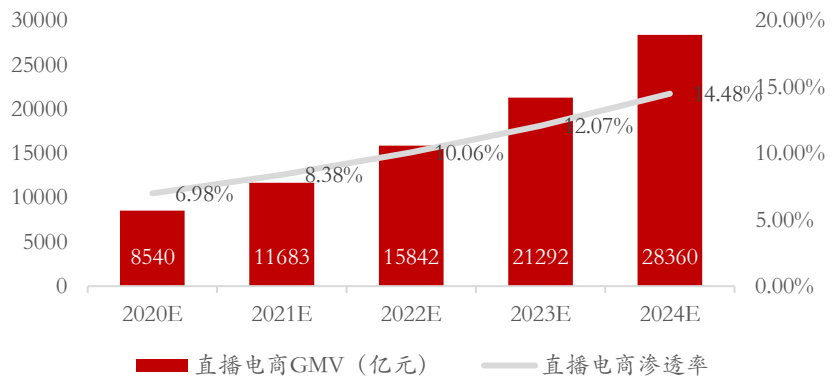


资料来源: 亿欧《“带货”的逻辑: 直播电商产业链研究报告》, 华安证券研究所

资料来源: 亿欧《“带货”的逻辑: 直播电商产业链研究报告》, 华安证券研究所

直播电商行业市场规模有望在 2024 年达到 2.8 万亿。参考亿欧智库数据, 直播电商行业市场规模预计在 2020 年达到 8570 亿元, 在之后四年以 58.02% 的年平均增长率增长, 2024 年将达到近 28000 亿元市场规模。

图表 75 2020E-2024E 直播电商 GMV



资料来源: 亿欧《“带货”的逻辑: 直播电商产业链研究报告》, 华安证券研究所

7 盈利预测和投资建议

核心假设:

1) 芒果 TV 互联网视频业务: 主要包括会员收入、广告收入以及运营商收入。我们看好公司持续生产头部综艺的能力, 以及在剧集端的加强所带来持续引流效果。与此同时, 在贴片广告式弱之时通过内容层面赞助冠名拉动广告收入增长。综合判断我们认为该部分业务 2020-2022 年收入增速分别为 37.81%、37.04%、36.49%;

2) 新媒体互动娱乐及内容制作: 主要是公司内容制作收入、游戏业务收入以及板块运营收入。公司近年来版权收入增速有所降低, 这也是与独播战略推进、会员收入增长相关的。在剧集投入增加的背景下, 我们预计芒果影视等四家 CP 公司将继续保持增长, 与此同时 2020 年是业绩对赌的最后一年, 内容端的业绩将有所保证。综上, 我们预计 2020-2022 年该板块收入增速均为 25%;

3) 媒体零售: 对于传统的快乐购业务来说, 近两年一直是在走下坡路, 我们预计公司未来在网红经济的刺激下, 通过“大芒计划”和“小芒电商”项目, 充分利用公司在孵化红人、制作内容以及电商供应链等方面的优势, 媒体零售业务将有所起色。预计 2020-2022 年该块业务营收增速均为 10%。

图表 76 公司主营业务各项收入预测 (百万元)

项目	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
总收入	966,066	1,250,066	1,549,802	1,945,421	2,350,994
增长率 (%)	16.80%	29.40%	23.98%	25.53%	20.85%
毛利	357,789	421,593	508,548	638,475	769,398
毛利率 (%)	37.04%	33.73%	32.81%	32.82%	32.73%
芒果 TV 互联网视频业务					
收入	417,972	631,823	850,224	1,153,447	1,454,020
增长率 (%)	78.33%	51.16%	34.57%	35.66%	26.06%
毛利	162,250	249,982	321,439	427,281	530,553
毛利率 (%)	38.82%	39.57%	37.81%	37.04%	36.49%
新媒体互动娱乐内容制作					
收入	324,862	390,219	448,752	516,064	593,474
增长率 (%)	11.88%	20.12%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利	129,460	104,572	112,188	129,016	148,369
毛利率 (%)	39.85%	26.80%	25.00%	25.00%	25.00%
媒体零售业务					
收入	199,005	200,731	220,805	242,885	267,174
增长率 (%)	-29.74%	0.87%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利	53,703	53,834	59,401	65,240	71,820
毛利率 (%)	26.99%	26.82%	26.90%	26.86%	26.88%
其他业务收入					
收入	24,228	27,293	30,022	33,025	36,327
增长率 (%)	26.68%	12.65%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利	12,377	13,206	15,520	16,937	18,656
毛利率 (%)	51.08%	48.38%	51.70%	51.29%	51.36%

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

考虑到公司行业地位、营收增速、业务模式以及发展阶段，我们采取市销率对比国内外同行业公司来估值。我们选取视频业务相近的爱奇艺 (IQ.O)、Netflix (NFLX.O) 以及运营商业务相似的新媒股份 (300770.SZ)。根据 2020 年预计营收，爱奇艺、Netflix、新媒股份市销率平均为 8.87。按照本报告中预计公司 2020 年营收情况，在现有市值水平下市销率为 6.04，相比起可比公司平均值仍处于低估水平。

综合上述假设，我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 155、194、235 亿元，归母净利润分别为 16.94、19.05、23.79 亿元，对应 EPS 分别为 0.95、1.07、1.34 元，对应 2020-2022 年 PE 分别为 69X、61X、49X。首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 77 公司主营业务各项收入预测 (百万元)

公司	营业收入			市值 (亿元)	PS (2019A)	PS (2020E)
	2018A	2019A	YOY			
爱奇艺	250	290	16.00%	918	3.17	2.76
Netflix	1084	1406	29.70%	13198	9.39	7.51
新媒股份	6.43	9.96	54.90%	225	22.59	16.34
芒果超媒	97	125	28.87%	936	7.49	6.04

资料来源: Wind, 华安证券研究所 (注: 芒果超媒 2020E PS 采用本报告预测营收计算, 其他公司则采用 wind 一致预测计算)

风险提示:

- 1) 行业监管严格程度超预期;
- 2) 节目上线进度不及预期;
- 3) 广告主投放意愿不及预期;
- 4) 用户增长不及预期。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	11728	12933	14992	17893	营业收入	12501	15498	19454	23510
现金	5064	3725	4195	4554	营业成本	8285	10413	13069	15816
应收账款	2997	3716	4664	5636	营业税金及附加	96	138	162	203
其他应收款	36	45	56	68	销售费用	2141	2325	3125	3651
预付账款	1128	2429	2414	3305	管理费用	610	748	944	1138
存货	1916	2409	3023	3658	财务费用	-37	-101	-75	-84
其他流动资产	587	610	640	671	资产减值损失	-1	0	0	0
非流动资产	5350	7792	10021	12001	公允价值变动收益	1	0	0	0
长期投资	210	220	230	240	投资净收益	6	15	19	24
固定资产	181	145	110	75	营业利润	1178	1726	1940	2422
无形资产	4851	7351	9601	11601	营业外收入	26	0	0	0
其他非流动资产	108	75	80	85	营业外支出	26	0	0	0
资产总计	17078	20724	25013	29894	利润总额	1178	1726	1940	2422
流动负债	7936	9886	12267	14767	所得税	20	29	33	41
短期借款	350	350	350	350	净利润	1158	1696	1907	2381
应付账款	5048	6345	7964	9638	少数股东损益	1	2	2	3
其他流动负债	2537	3191	3953	4779	归属母公司净利润	1156	1694	1905	2379
非流动负债	323	323	323	323	EBITDA	4900	6104	6569	7274
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.65	0.95	1.07	1.34
其他非流动负债	323	323	323	323					
负债合计	8258	10208	12589	15089					
少数股东权益	36	38	40	42					
股本	1780	1780	1780	1780					
资本公积	4839	4839	4839	4839					
留存收益	2165	3859	5764	8143					
归属母公司股东权	8784	10478	12384	14762					
负债和股东权益	17078	20724	25013	29894					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	293	5642	7485	7371
净利润	1156	1694	1905	2379
折旧摊销	3771	4555	4805	5055
财务费用	16	0	0	0
投资损失	-6	-15	-19	-24
营运资金变动	-4703	-594	791	-42
其他经营现金流	5918	2290	1116	2423
投资活动现金流	109	-6981	-7016	-7012
资本支出	-156	-6982	-7020	-7020
长期投资	64	-20	-20	-20
其他投资现金流	201	20	24	29
筹资活动现金流	2125	0	0	0
短期借款	154	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	790	0	0	0
资本公积增加	1198	0	0	0
其他筹资现金流	-17	0	0	0
现金净增加额	2526	-1339	469	360

主要财务比率				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	29.4%	24.0%	25.5%	20.8%
营业利润	20.5%	46.5%	12.5%	24.8%
归属于母公司净利	33.6%	46.5%	12.5%	24.8%
获利能力				
毛利率 (%)	33.7%	32.8%	32.8%	32.7%
净利率 (%)	9.2%	10.9%	9.8%	10.1%
ROE (%)	13.2%	16.2%	15.4%	16.1%
ROIC (%)	12.1%	14.0%	13.6%	14.4%
偿债能力				
资产负债率 (%)	48.4%	49.3%	50.3%	50.5%
净负债比率 (%)	93.6%	97.1%	101.3%	101.9%
流动比率	1.48	1.31	1.22	1.21
速动比率	1.09	0.82	0.78	0.74
营运能力				
总资产周转率	0.73	0.75	0.78	0.79
应收账款周转率	4.17	4.17	4.17	4.17
应付账款周转率	1.64	1.64	1.64	1.64
每股指标 (元)				
每股收益	0.65	0.95	1.07	1.34
每股经营现金流	0.16	3.17	4.20	4.14
每股净资产	4.93	5.89	6.96	8.29
估值比率				
P/E	53.83	68.68	61.08	48.93
P/B	7.09	11.11	9.40	7.88
EV/EBITDA	11.74	18.52	17.13	15.42

资料来源:公司公告,华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 姚天航, 传媒行业高级研究员, 中南大学本硕, 三年传媒上市公司经验, 曾任职于东兴证券、申港证券。

联系人: 郑磊, 传媒行业高级研究员, 英国萨里大学银行与金融专业硕士, 三年买方传媒行业研究经验, 两年传媒上市公司内容战略和投资经验。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券 (或行业指数) 相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准, 定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。