芒果超媒（300413.SZ）

背靠湖南广电差异化定位用户，芒果 TV 的攻守之道

公司概况：收购芒果系优质资产，重构全媒体产业布局。公司原名"快乐购"，主营媒体零售业务，2017 年公司以发行股份的方式购买快乐阳光（芒果 TV 运营主体）等 5 家公司 100%的股权，2018 年 6 月 30 日正式完成重组并已更名为"芒果超媒"，公司将形成包括内容、平台、服务在内的互联网媒体生态系统和产业布局。公司 18H1 实现营收 49.85 亿，同比增长 39.19%，实现归母净利润 5.73 亿，同比增长 92.47%。

视频行业：付费用户高速增长，在线视频占据优质赛道。互联网行业从增量市场向存量市场的演变之中，在线视频抢占用户时间能力较强，行业正经历高速发展期，广告收入仍有增量空间，用户付费率迅速提升。我们测算 2020 年在线视频行业规模将超 2000 亿。爱腾优背靠 BAT 强大资本投入跻身第一梯队，用户规模庞大但仍面临内容成本高企的局面，芒果 TV 位居第二梯队前列，凭借较高的内容投入产出比率先实现盈利。

竞争优势：芒果 TV 以内容为核心，攻守之道助其率先盈利。 **坚守：**芒果 TV 与湖南卫视资源共享实现协同效应，精准定位女性用户，以差异化内容锁定目标用户，搭建内容品牌。**进攻：**延续电视湘军创作基因，综艺自制能力行业领先，打破传统优势内容桎梏创造新品类原创爆款。

公司业务精品综艺拉动付费、广告、内容分销高速增长。1）付费：长期付费率和 ARPU 值仍有较大上升空间，短期重磅内容上线拉升用户规模。视频用户付费习惯正在养成，预计 2020 年公司用户规模接近 2 亿，付费率达 10%，ARPU 值达 150 元，会员收入将达 30 亿。2018 年《妻子的浪漫旅行》（播放量 14 亿）、《勇敢的世界》（播放量 17 亿），2019 年迭代综艺将趁热推出，或将持续吸引流量。2）**广告：贴片广告单用户收入仍有释放空间，品牌广告形成增量。**芒果精耕付费能力更强的年轻女性用户，单用户广告价值具备高潜力。贴片广告时长接近瓶颈但单位价格仍有增长空间，品牌广告是未来主要的增量。3）**分销：强大自制能力持续输出优质内容，丰富版权储备扩大分销规模。**2017 年芒果 TV 内容运营业务占比 29.3%，2018 年 S 级综艺《向往的生活 2》等多部内容改为多平台播放，版权收入有望进一步增长。

盈利预测与估值：我们预计 2018 年公司整体净利润 10.76 亿，考虑到芒果系资产 2018 年并表，收购后 2017 年公司备考利润 8.15 亿，2018 年同比增速 32%左右，未来三年复合增长率 30%。不考虑定增后股本增加，目前公司总股本 9.9 亿，对应 PE 分别为 31/23/18 倍，考虑定增对应 PE 分别为 33/25/19 倍。整合后上市公司为 A 股稀缺内容生态集团，应享有估值溢价，给予 19 年备考净利润 29 倍 PE 估值，整体市值约 406 亿。

风险提示：业绩承诺不能实现风险；芒果 TV 用户增长不及预期风险，模型假设和实际情况误差风险。

财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	3,219	2,984	10,906	13,552	15,999
增长率 yoy%	15.1	-7.3	265.5	24.3	18.1
净利润（百万元）	67	73	1,076	1,401	1,823
增长率 yoy%	-30.0	9.0	1383.2	30.2	30.1
EPS（摊薄/元）	0.07	0.07	1.09	1.41	1.84
净资产收益率（%）	3.8	3.7	32.0	29.8	28.2
P/E（倍）	501.9	460.4	31.0	23.8	18.3
P/B（倍）	20.6	19.9	10.1	7.2	5.2

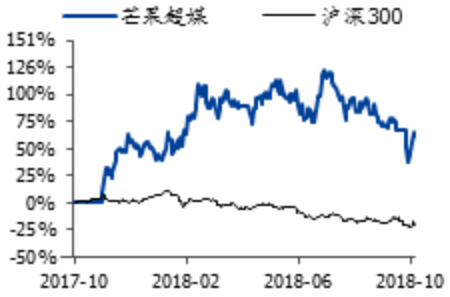
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（首次）

股票信息

行业	一般零售
最新收盘价	32.72
总市值(百万)	32,393.57
总股本(百万)	990.02
其中自由流通股(%)	20.78
30 日日均成交量(百万股)	1.57

股价走势



作者

分析师 林起贤

执业证书编号：S0680518040001

邮箱：linqixian@gszq.com

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	2044	1995	5987	5439	9763
现金	1025	1105	2592	3714	5588
应收账款	152	216	1129	542	1431
其他应收款	22	12	112	42	140
预付账款	197	200	1252	553	1578
存货	102	74	513	199	638
其他流动资产	546	389	389	389	389
非流动资产	294	279	512	554	573
长期投资	11	17	22	27	33
固定投资	120	116	329	369	396
无形资产	51	47	44	40	33
其他非流动资产	111	100	118	118	112
资产总计	2338	2274	6500	5993	10337
流动负债	669	551	3131	1290	3866
短期借款	0	36	36	36	36
应付账款	306	247	1600	642	1994
其他流动负债	363	269	1495	611	1836
非流动负债	5	4	4	4	4
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	5	4	4	4	4
负债合计	**674**	**555**	**3135**	**1294**	**3870**
少数股东权益	44	40	40	40	40
股本	401	401	990	990	990
资本公积	673	678	678	678	678
留存收益	546	600	1395	2421	3753
归属母公司股东收益	1620	1679	3324	4659	6426
负债和股东权益	2338	2274	6500	5993	10337

现金流表（百万元）

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	-51	-60	1121	1183	1870
净利润	64	64	1076	1401	1823
折旧摊销	34	31	45	70	84
财务费用	-29	-31	-67	-106	-150
投资损失	-29	-2	-8	-10	-12
营运资金变动	-122	-141	75	-172	126
其他经营现金流	31	19	0	0	0
投资活动现金流	-372	241	-271	-102	-91
资本支出	31	29	228	36	14
长期投资	235	1	-5	-5	-5
其他投资现金流	-107	271	-48	-71	-83
筹资活动现金流	-76	22	636	40	95
短期借款	-50	36	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	589	0	0
资本公积增加	0	4	0	0	0
其他筹资现金流	-26	-18	47	40	95
现金净增加额	-499	203	1487	1122	1874

利润表（百万元）

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	3219	2984	10906	13552	15999
营业成本	2537	2306	7708	9360	11003
营业税金及附加	12	14	49	61	72
营业费用	561	526	1418	1924	2240
管理费用	118	114	597	742	786
财务费用	-29	-31	-67	-106	-150
资产减值损失	0	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	29	2	8	10	12
营业利润	48	62	1209	1581	2061
营业外收入	18	4	14	12	12
营业外支出	2	0	1	1	1
利润总额	64	66	1223	1592	2072
所得税	0	3	147	191	249
净利润	64	64	1076	1401	1823
少数股东收益	-3	-9	0	0	0
归属母公司净利润	67	73	1076	1401	1823
EBITDA	68	66	1215	1569	2019
EPS（元）	0.07	0.07	1.09	1.41	1.84

主要财务比率

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入（%）	15.1	-7.3	265.5	24.3	18.1
营业利润（%）	-37.6	28.6	1846.7	30.8	30.3
归属母公司净利润（%）	-30.0	9.0	1383.2	30.2	30.1
获利能力					
毛利率（%）	21.2	22.7	29.3	30.9	31.2
净利率（%）	2.1	2.4	9.9	10.3	11.4
ROE（%）	3.8	3.7	32.0	29.8	28.2
ROIC	2.0	2.0	30.6	28.1	26.3
偿债能力					
资产负债率（%）	28.8	24.4	48.2	21.6	37.4
净负债比率（%）	-61.6	-62.2	-76.0	-78.3	-85.8
流动比率	3.1	3.6	1.9	4.2	2.5
速动比率	2.9	3.5	1.7	4.1	2.4
营运能力					
总资产周转率	1.4	1.3	2.5	2.2	2.0
应收账款周转率	31.3	16.2	16.2	16.2	16.2
应付账款周转率	8.2	8.3	8.3	8.3	8.3
每股指标（元）					
每股收益（最新摊薄）	0.07	0.07	1.09	1.41	1.84
每股经营现金流（最新摊薄）	-0.20	0.04	1.13	1.20	1.89
每股净资产（最新摊薄）	1.64	1.70	3.36	4.71	6.49
估值比率					
P/E	501.9	460.4	31.0	23.8	18.3
P/B	20.6	19.9	10.1	7.2	5.2
EV/EBITDA	478.8	488.6	25.4	19.0	13.8

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

内容目录

一、公司概况：收购芒果系优质资产，重构全媒体产业布局 5
二、视频行业：用户增长瓶颈凸显，会员付费驱动行业变现 10
2.1 行业概况：用户规模由增量向存量转变，会员付费驱动行业增长 10
2.1.1 盈利模式：视频广告收入占比下降，会员付费正处于迅速上升通道 10
2.1.2 行业规模：视频用户规模增速放缓，但网络视频抢占用户时间的能力强 11
2.2 竞争格局：差异化定位年轻女性市场，芒果 TV 领跑第二梯队 14
2.2.1 回溯历史：网络视频行业的春秋与战国 14
2.2.2 第一梯队爱腾优：用户规模遥遥领先，成本的囚徒困境使其陷入盈利陷阱 15
2.2.3 第二梯队芒果 TV：用户粘性及付费意愿位于前列，极致投入产出比助其盈利 16
三、竞争优势：以内容为核心的攻守之道 17
3.1 坚守：差异化定位年轻女性用户，湖南广电资源强化内容护城河 18
3.1.1 湖南卫视：收视率九年第一，芒果 TV 充分受益其优质内容。 18
3.1.2 芒果 tv 是唯一国资背景视频平台，其政策风险较小。 19
3.2 进攻：自制综艺优势突出，传承电视湘军创新基因 20
3.2.1 内容资源：高口碑综艺引流能力强劲， 提前锁定湖南台版权资源 20
3.2.2 版权内容：湖南卫视版权资源引流能力强，形成内容差异化优势 21
3.3.3 自制团队：重视人才培养，激励优质原创内容创作 20
四、芒果 TV 盈利能力和估值：多元化盈利模式和成本优势助其率先盈利，会员收入将成重要引擎 31
4.1 收入端：多元化盈利模式拓宽收入渠道 34
4.1.1 营收增长迅速，多元化收入结构拓宽营收渠道、提升盈利能力 34
4.1.2 付费用户渗透率仍有较大空间，会员收入将成重要引擎 31
4.1.3 广告收入：贴片广告单用户收入仍有较大释放空间，品牌广告借助网综自制优势形成增量 38
4.1.4 运营商业务：牌照优势构建竞争壁垒，外省业务拓展推动用户规模增长 4
4.1.5 版权收入：热门综艺贡献大量版权收入，版权分销收入持续扩张 41
4.2 成本端：内容成本低于行业水平，未来版权库扩建将拉升内容成本 44
4.2.1 整体来看，75.5%成本来自于互联网视频业务，内容成本和带宽成本占比大 44
4.2.2 内容成本：目前芒果 TV 内容成本占比低于行业水平，未来内容成本支出占比或将有所提升 44
4.2.3 带宽成本：目前带宽成本占比高于同行，未来带宽成本占比将持续下降 47
五、其他资产：形成内容生态集团，发挥产业上下游联动效应 48
5.1 芒果互娱：影游联动+互动营销，全方位挖掘 IP 价值 48
5.1.1 财务数据：16 年实现扭亏为盈，17 年净利率显著提升，盈利能力持续改善 48
5.1.2 业绩驱动：17 大力布局游戏发行，游戏市场火爆有望助其实现业绩承诺 49
5.2 天娱传媒：具备"偶像工厂"先天优势，致力于打造青年娱乐文化产品 49
5.2.1 财务数据：2017 年净利率、毛利率大幅上涨，盈利能力显著改善 49
5.2.2 业绩驱动：盈利能力的改善带来利润的增长，预计 2018 年能完成业绩承诺 50
5.3 芒果影视：湖南卫视定制栏目唯一生产组织方，具备打造爆款青春剧的能力 5
5.3.1 财务数据：2017 年营收增长较快，盈利能力有所下降 5
5.3.2 业绩驱动：湖南卫视定制栏目贡献稳定收入，未来着力发展网络剧 51
5.4 芒果娱乐：专业的全媒体娱乐内容制作公司 51
5.4.1 财务数据：2016 年扭亏为盈，2017 年净利润大幅增长 51
5.4.2 业绩驱动：投资规模整体上涨，丰富的项目储备助力盈利能力的提升 54
5.5 快乐购：充分挖掘"内容+渠道+电商"的价值，盈利能力逐步释放 51
5.5.1 财务数据：业务调整初见成效，盈利能力逐步释放，17 年扣非净利润同比增 120% 51

5.5.2 业绩驱动：OTT 的爆发或将为电视购物带来新机遇，“内容+电商”有望推动快乐购电商业务增长 5
六、盈利预测与投资评级 5
6.1 分部估值法：整体估值 412 亿 5
6.2 整体 PEG 估值：给予 19 年备考净利润 29 倍估值，目标市值 406 亿 5
6.3 小结：公司整体市值约 406 亿 6
七、风险因素 6
（一）业绩承诺无法兑现的风险 6
（二）芒果 TV 用户增长不及预期风险 6

图表目录

图表 1：交易价格和支付股份数 3
图表 2：公司重组前（2017 年）主营构成（亿元） 3
图表 3：公司重组后（2018 年 H1）主营构成 3
图表 4：本次交易前股权结构 4
图表 5：本次交易后股权结构 4
图表 6：公司最新主营业务生态情况 10
图表 7：中国视频行业收入结构（2013-2020） 10
图表 8：视频广告及视频贴片广告规模（亿） 1
图表 9：视频行业单用户广告收入（视频广告收入/视频用户规模） 1
图表 10：视频付费市场规模及增速 1
图表 11：视频行业付费用户规模及增速 1
图表 12：中国视频行业付费率（付费用户数/网络视频用户数） 1
图表 13：美国奈飞用户付费率 1
图表 14：中国视频付费用户 ARPU 值（付费收入/付费用户数） 1
图表 15：奈飞流媒体付费用户 ARPU 值 1
图表 16：网络视频用户规模 1
图表 17：网络视频渗透率（视频用户数/互联网网民数） 1
图表 18：移动互联网用户月人均使用时长占比 1
图表 19：视频行业规模测算 1
图表 20：我国视频网站历史阶段 1
图表 21：2018 年 3 月在线视频 app 月活跃用户规模 top5 （单位：万） 1
图表 22：优酷内容成本及其占营收比例 1
图表 23：爱奇艺内容成本及占营收比 1
图表 24：2016 年芒果 TV 用户付费意愿分布 1
图表 25：2016 年芒果 TV 用户付费能力分布 1
图表 26：在线视频月度总有效时长（万小时） 1
图表 27：在线视频月度总有效时长增速 1
图表 28：2017 年爱奇艺与芒果 TV 单 MAU 成本与单付费用户成本 1
图表 29：快乐阳光净利润 （单位：亿元） 1
图表 30：快乐阳光各业务毛利率 1
图表 31：2007-2018 年度省级卫视全天时段收视率排名（CSM52） 1
图表 32：2018 年 8 月各平台女性用户占比 1
图表 33：2018 年 8 月各平台各年龄段用户占比 1
图表 34：湖南卫视女性用户占比高于同行 1
图表 35：湖南卫视 24 岁以下年轻用户明显高于同行 1
图表 36：2017H1《歌手》节目 VIVO 软广收入分成 1

图表 37：对网络视听节目的部分监管政策梳理.....2
图表 38：2018 年（截止 10 月 7 日）四大平台各项目下架数量占比.....2
图表 39：2018 年（截止 10 月 7 日）四大平台各项目下架数量.....2
图表 40：芒果 TV 版权库内容数量及占比（截至 2017 年 9 月 30 日）.....2
图表 41：爱奇艺内容库（截止 2017 年 9 月 30 日）.....2
图表 42：芒果 TV 各类节目 VV 值合计占比.....2
图表 43：2018 年（截止 10 月 7 日）播放量前 50 项目播放量占比.....2
图表 44：2018 年（截止 10 月 7 日）播放量前 50 项目数量占比.....2
图表 45：2017 年视频网站参与制作网络综艺列表.....2
图表 46：2018 上半年播放量破 10 亿综艺.....2
图表 47：芒果 TV 所取得的湖南台授权的电视节目版权资源.....2
图表 48：湖南卫视热门节目女性关注度远高于男性（截至 2018.3.5）.....2
图表 49：湖南卫视热门节目 24 岁以下用户关注度（截至 2018.3.5）.....2
图表 50：部分湖南台授权的电视节目.....2
图表 51：截至 2018 年 2 月 18 日芒果 TV 联播网综市场份额占比.....2
图表 52：2017 电视综艺网络衍生节目列表.....2
图表 53：芒果 TV2018 年重点自制综艺储备.....2
图表 54：各大视频平台 2017 年参与制作网剧数量.....2
图表 55：芒果 TV 以往出品的部分影视剧及播放量.....2
图表 56：芒果 TV 自制节目女性关注度远高于男性（截至 2018.3.5）.....2
图表 57：芒果 TV 自制节目 24 岁以下用户关注度较高（截至 2018.3.5）.....2
图表 58：芒果 TV 反哺湖南卫视的案例.....2
图表 59：2014-2018 上半年爱奇艺 top1 网大分账金额 （单位：万元）.....2
图表 60：2015-2018 年上半年豆瓣评分 6.0 及以上网大数量.....2
图表 61：网络大电影男性受众较高.....2
图表 62：网络大电影年龄构成以年轻人为主.....2
图表 63：湖南卫视 12 个工作室.....2
图表 64：腾讯视频工作室与腾讯互娱协同联动.....3
图表 65：湖南卫视三次改革历程.....3
图表 66：2018 网综 TOP10 制作团队.....3
图表 67：2019 年芒果 TV 自制综艺节目单.....3
图表 68：2019 年芒果 TV 电视剧剧集.....3
图表 69：快乐阳光各业务板块主要内容和盈利模式.....3
图表 70：芒果 TV 业务分析框架及我们对参数的预计和假设.....3
图表 71：快乐阳光近年来营业收入及增速情况.....3
图表 72：快乐阳光近三年营业收入结构情况.....3
图表 73：2017 爱奇艺收入结构.....3
图表 74：2017 快乐阳光收入结构.....3
图表 75：快乐阳光净利润（亿元）.....3
图表 76：快乐阳光综合毛利率和分业务毛利率.....3
图表 77：芒果 TV 潜在用户空间测算.....3
图表 78：各大视频网站 2017 目标用户市场渗透率（MAU/目标用户市场规模）.....3
图表 79：芒果 TV 用户规模测算.....3
图表 80：爱奇艺 MAU（万人）.....3
图表 81：腾讯视频 MAU（万人）.....3
图表 82：优酷 MAU（万人）.....3
图表 83：HBO NOW 订阅用户数（万人）.....3

图表 84：各平台用户付费率（付费用户数/MAU）.....3
图表 85：付费用户 ARPU 值（会员收入/付费用户数）.....3
图表 86：各平台会员费.....3
图表 87：付费会员规模测算.....3
图表 88：爱奇艺单用户广告收入与芒果 TV 单用户广告收入对比（元/MAU）.....3
图表 89：15 秒贴片广告刊例价（元/CPM）.....3
图表 90：广告营销发展趋势.....4
图表 91：广告营销发展趋势.....4
图表 92：2017 年上半年在湖南台和芒果 TV 播放完成的节目如下：.....4
图表 93：芒果 TV 广告收入预测.....4
图表 94：IPTV 用户规模及增速.....4
图表 95：快乐阳光运营商业务优势.....4
图表 96：快乐阳光运营商业务收入及占比.....4
图表 97：快乐阳光运营商业务毛利及占比.....4
图表 98：快乐阳光运营商业务收入.....4
图表 99：芒果 TV 运营商业务收入预测.....4
图表 100：芒果 TV 版权销售业务收入预测.....4
图表 101：2017 年芒果 TV 分业务成本构成.....4
图表 102：2017 年芒果 TV 互联网视频业务各细分成本构成.....4
图表 103：芒果 TV 内容成本占营业收入比例.....4
图表 104：快乐阳光版权摊销金额（单位：亿元）.....4
图表 105：快乐阳光摊销政策与同行业对比.....4
图表 106：优酷内容成本及其占营收比例.....4
图表 107：爱奇艺内容成本及占营收比.....4
图表 108：芒果 TV 内容成本及互联网视频业务收入比例.....4
图表 109：芒果 TV 与各大平台内容成本对比.....4
图表 110：芒果 TV 内容成本预测.....4
图表 111：芒果 TV 带宽成本占收入比例.....4
图表 112：爱奇艺带宽成本占收入比例.....4
图表 113：带宽成本预测.....4
图表 114：芒果互娱收入及增速.....4
图表 115：芒果互娱收入结构.....4
图表 116：芒果互娱净利润及增速.....4
图表 117：芒果互娱各业务毛利率情况.....4
图表 118：2017 年芒果互娱布局游戏发行计划.....4
图表 119：天娱传媒收入和增速.....5
图表 120：天娱传媒各项业务收入.....5
图表 121：天娱传媒净利润及净利率.....5
图表 122：天娱传媒各业务毛利率.....5
图表 123：天娱传媒已明确的影视剧项目情况.....5
图表 124：芒果影视收入和增速.....5
图表 125：芒果影视各业务营收占比情况.....5
图表 126：芒果影视净利润（单位：万元）.....5
图表 127：芒果影视净利率.....5
图表 128：2017-2020 芒果影视市场剧项目进展情况.....5
图表 129：截至 2017 年 6 月 30 日，芒果影视已明确的定制栏目剧项目情况.....5
图表 130：截至 2017 年 6 月 30 日，芒果影视已明确的网络剧项目情况.....5

图表 131：芒果娱乐收入和增速 5
图表 132：芒果娱乐各业务营收占比情况 5
图表 133：芒果娱乐净利润（单位：万元） 5
图表 134：芒果娱乐净利率 5
图表 135：芒果娱乐预测期内电视剧的名称、题材、主控与参投情况、版权比例、拍摄集数、拍摄进度 5
图表 136：未来根据企业对于节目制作业务的项目规划以及历史项目的制作发行情况，公司预测 2018-2022 年收入成本 5
图表 137：快乐购营业收入及同比增速 5
图表 138：快乐购营收结构 5
图表 139：快乐购电视购物收入及增速 5
图表 140：电视购物行业规模及增速 5
图表 141：快乐购净利润及增速 5
图表 142：快乐购净利率 5
图表 143：家庭大屏各类终端的存量（单位：万） 5
图表 144：2017H1 电视用户日均收看时长（单位：分钟） 5
图表 145：快乐阳光盈利预测 (单位：百万元) 5
图表 146：视频平台估值 5
图表 147：SW 影视动漫行业 PE（TTM，算术平均）(2018 年 10 月 15 日） 5
图表 148：分部预测公司整体利润 6

一、公司概况：收购芒果系优质资产，重构全媒体产业布局

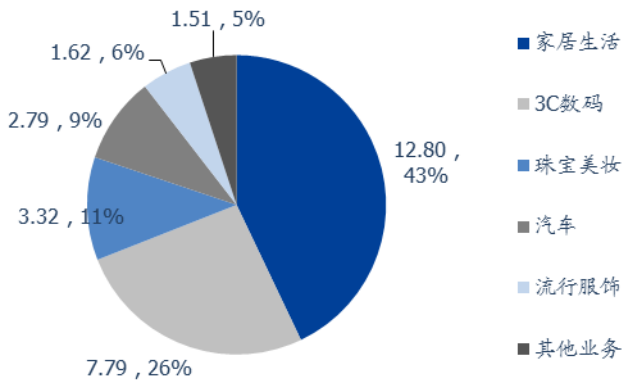
收购芒果系资产，形成包括内容、平台、服务在内的互联网媒体生态系统和产业布局。公司原名"快乐购"，主营业务为媒体零售业务，主营构成主要以家居生活、3C 数码、珠宝美妆、汽车、流行服饰等产品为主，其中家居生活产品全年营收 12.8 亿元，占比最高（43%）。2017 年公司以发行股份的方式购买快乐阳光、芒果互娱、天娱传媒、芒果影视和芒果娱乐 5 家公司 100%的股权，交易总对价 115.5 亿元，2018 年 6 月 30 日正式完成重组，公司于 8 月初正式将其证券简称变更为"芒果超媒"。公司将形成包括内容、平台、服务在内的互联网媒体生态系统和产业布局，公司主营以新媒体互动娱乐内容制作、新媒体平台运营、媒体零售为主，其中新媒体互动娱乐内容制作业务半年营收 19.68 亿元，占比最高（39%）。

图表 1：交易价格和支付股份数

	交易价格（亿元）	支付股份数量（亿股）
快乐阳光 100%股权	95.30	4.86
芒果互娱 100%股权	5.08	0.26
天娱传媒 100%股权	5.03	0.26
芒果影视 100%股权	5.41	0.28
芒果娱乐 100%股权	4.68	0.24
合计	115.51	5.89

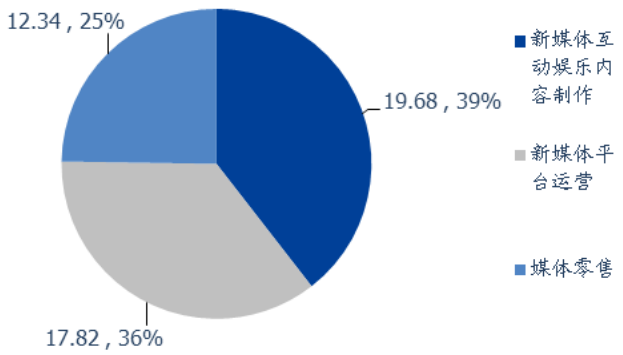
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 2：公司重组前（2017 年）主营构成（亿元）



资料来源：公司公告、国盛证券研究所

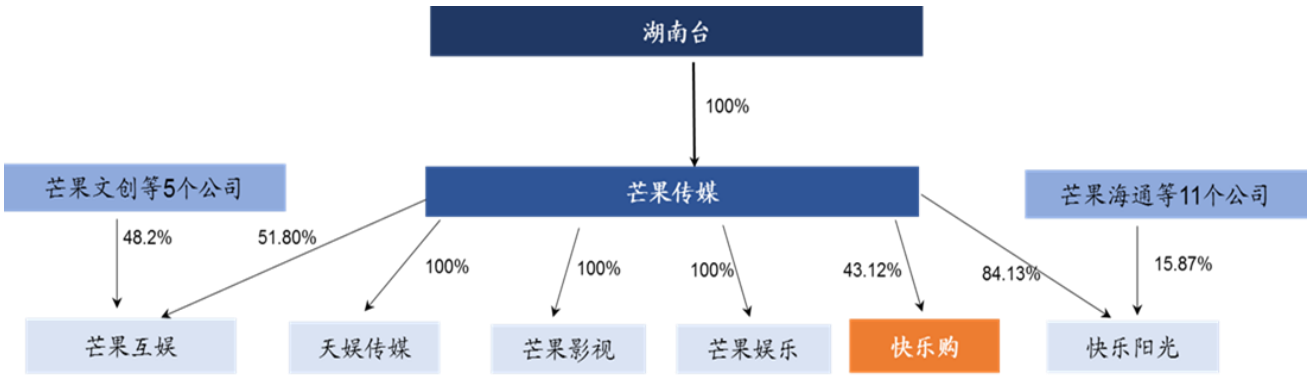
图表 3：公司重组后（2018 年 H1）主营构成



资料来源：公司公告、国盛证券研究所

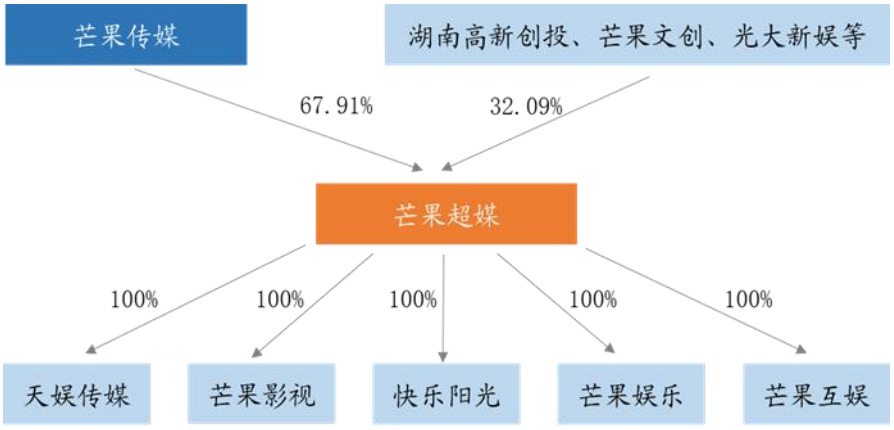
控股股东及实际控制人未变：收购完成前后公司控股股东及实际控制人未发生变化，仍为芒果传媒及湖南电视台，但芒果传媒持股比例由此前的 43.12%提升至 67.91%。

图表 4：本次交易前股权结构



资料来源：公司公告、国盛证券研究所

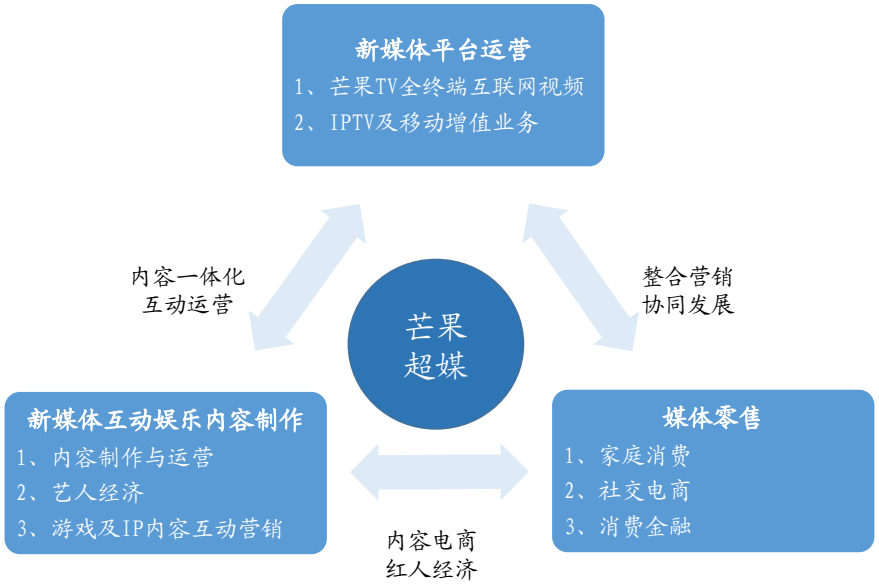
图表 5：本次交易后股权结构



资料来源：公司公告、国盛证券研究所

立足芒果 TV 新媒体平台，重构全媒体产业布局。重组完成后公司将围绕芒果 TV 媒体平台，协同影视剧、节目、音乐、网络游戏等众多内容制作及运营的市场化主体，采取广告、会员付费、电信及有线电视运营商增值服务收入分成、视频电商多种盈利模式，整合丰富的视频及电商产业链资源，打造集流媒体内容、新媒体平台、互联网信息及媒体零售一体共生的独具特色的芒果媒体生态，并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。

图表 6：公司最新主营业务生态情况



资料来源：公司公告、国盛证券研究所

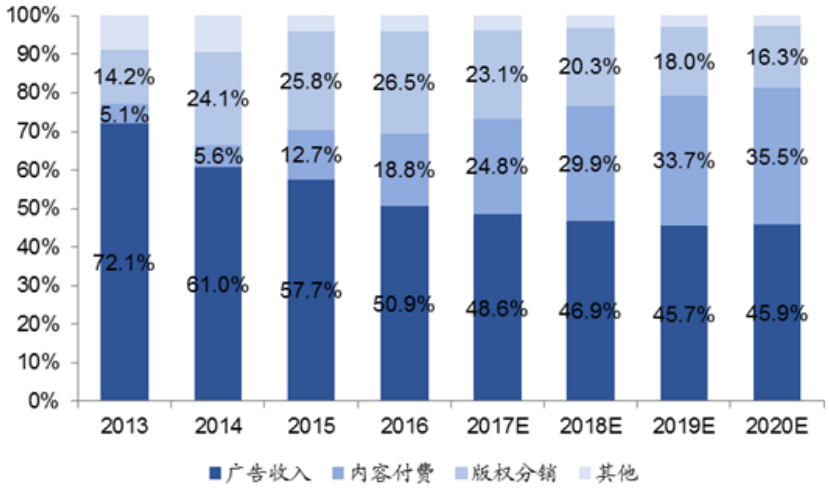
二、视频行业：用户增长瓶颈凸显，会员付费驱动行业变现

2.1 行业概况：用户规模由增量向存量转变，会员付费驱动行业增长

2.1.1 盈利模式：视频广告收入占比下降，会员付费正处于迅速上升通道

（1）营收结构：广告收入仍为主流，会员付费收入迅速崛起。当前营收结构仍以广告变现为主，但会员付费正迅速崛起，根据艾瑞咨询数据，2016 年中国视频广告收入占 50.9%，内容付费收入占 18.8%；广告收入占比逐步下降，会员付费收入占比逐渐提升，预计到 2020 年，会员付费收入占比将达到 35.5%，广告收入占比下降到 45.9%。

图表 7：中国视频行业收入结构（2013-2020）

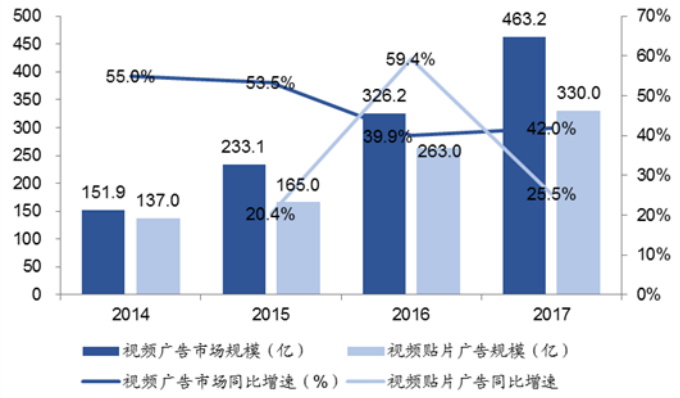


资料来源：艾瑞，国盛证券研究所

（2）广告收入：贴片广告仍是主流，单用户收入高速增长

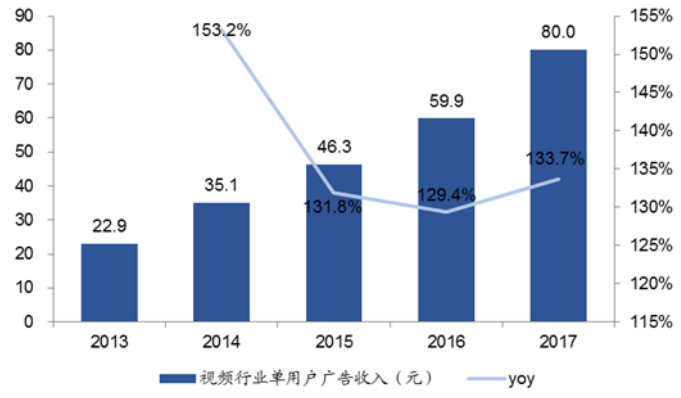
从视频广告总收入来看，近两年视频广告收入增速放缓至 40%左右，2017 年视频广告市场规模 463.2 亿元，同比增长 42.0%。从收入结构来看，贴片广告仍占主流，2017 年收入规模为 330.0 亿元，同比增 25.5%，占视频广告收入 71.24%。从单用户收入来看，视频广告单用户收入高速增长，2017 年单用户广告收入为 80.0 元，同比增 133.7%。

图表 8：视频广告及视频贴片广告规模（亿）



资料来源：艾瑞、国盛证券研究所

图表 9：视频行业单用户广告收入（视频广告收入/视频用户规模）

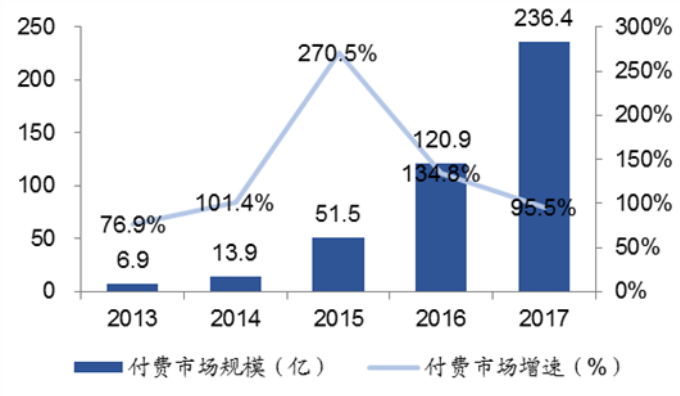


资料来源：艾瑞，国盛证券研究所

（3）会员收入：会员付费正在崛起，相比美国而言仍有较大增长空间

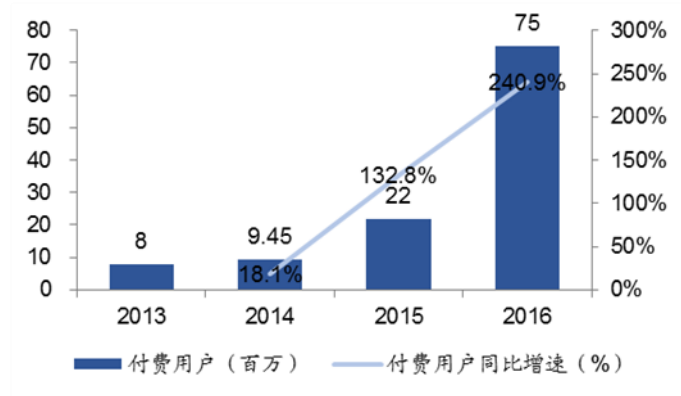
会员付费正在崛起。从视频付费市场规模来看，视频付费市场规模快速增长，根据艾瑞统计，2014-2016 年中国视频付费市场规模成倍增长，2017 年付费市场规模 236.4 亿，同比增 95.5%。从付费用户来看，目前付费用户规模处于高速增长期，艺恩数据显示，2016 年中国付费用户规模已经达到 7500 万人，同比增长 240.9%。

图表 10：视频付费市场规模及增速



资料来源：艾瑞、国盛证券研究所

图表 11：视频行业付费用户规模及增速



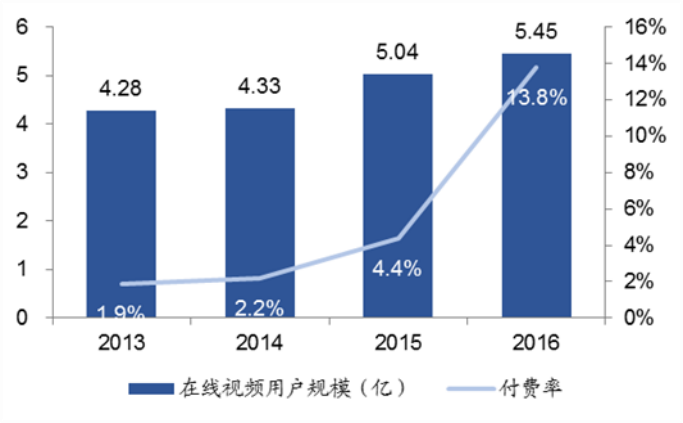
资料来源：艺恩、国盛证券研究所

相比美国而言，中国视频用户付费仍有很大的增长空间

- **从付费率来看：中国视频用户付费率远低于美国水平。**根据艺恩数据，2016 年中国视频付费用户 7500 万人，付费率（付费用户数/视频用户数）为 13.8%。根据 Statista 统计，2017 年美国在线视频用户约为 2.2 亿人，奈飞年报显示其 2017 年美国付费用户数 5281 万，仅仅奈飞一家视频平台付费用户数占美国网络视频用户的比例已达到 23.8%，奈飞自身的用户付费率达到 96.5%（奈飞美国付费用户/奈飞美国订

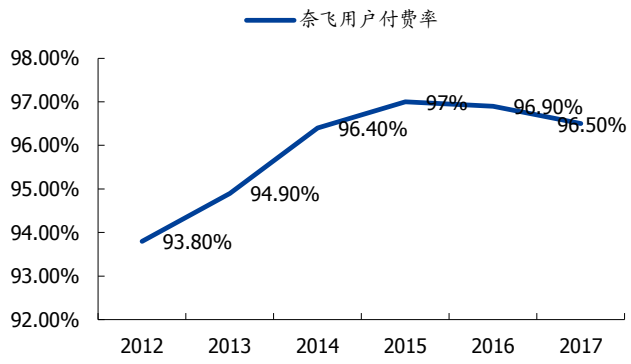
阅用户）。由此可见，中国视频平台用户付费率仍有很大的提升空间。

图表 12：中国视频行业付费率（付费用户数/网络视频用户数）



资料来源：CNNIC、艺恩，国盛证券研究所

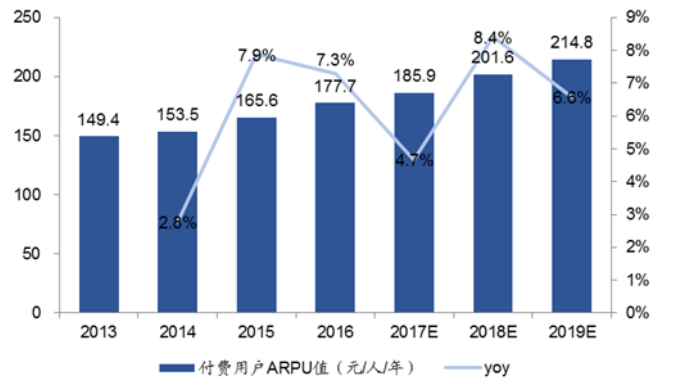
图表 13：美国奈飞用户付费率



资料来源：Statista，奈飞年报，国盛证券研究所

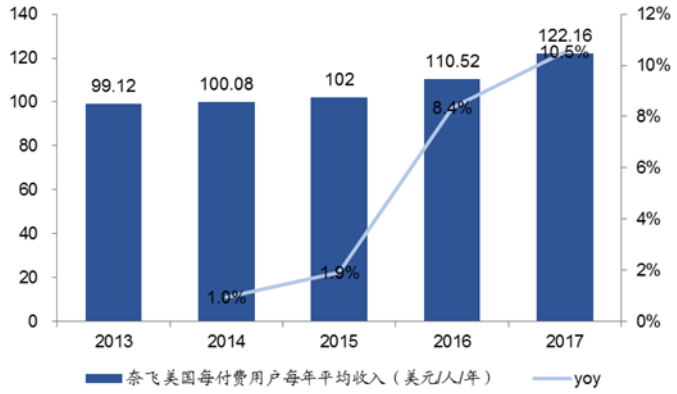
- **从 ARPU 来看：中国单付费用户收入仍有较大提升空间。预计 2019 年将达到 215 元/人/年。**根据易观咨询数据，2016 年中国付费市场单付费用户 ARPU 值为 177.7 元/付费用户，预计到 2019 年将达到 214.8 元/人/年。对标美国来看，2017 年奈飞单会员年均收入 122.16 美元/人/年（约 775 元人民币），从增长趋势来看，奈飞单付费用户收入呈现增长态势。

图表 14：中国视频付费用户 ARPU 值（付费收入/付费用户数）



资料来源：易观、国盛证券研究所

图表 15：奈飞流媒体付费用户 ARPU 值



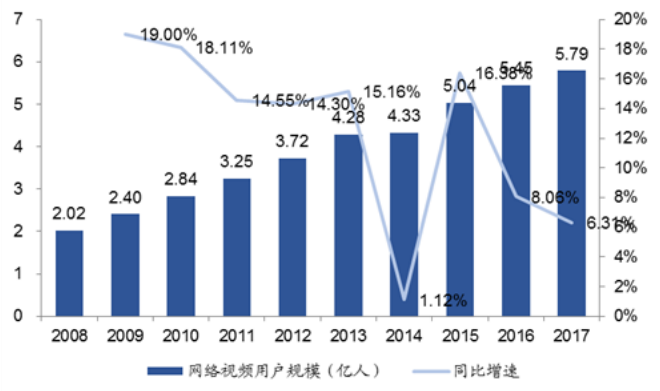
资料来源：奈飞年报、国盛证券研究所

2.1.2 行业规模：视频用户规模增速放缓，但网络视频抢占用户时间的能力强

（1）从规模来看，视频用户规模增速放缓，渗透率将见顶

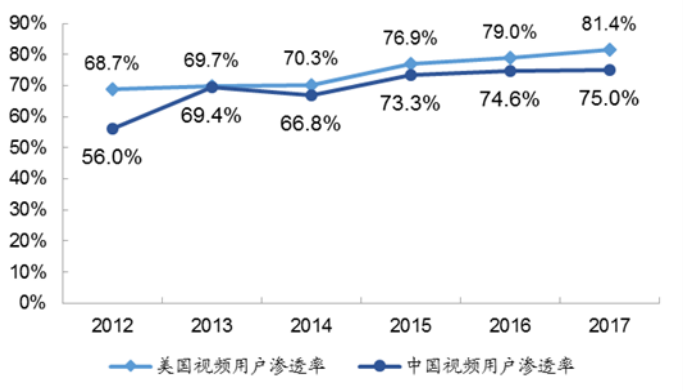
- **用户规模增速放缓：**根据 CNNIC 数据，2017 年中国网络视频用户 5.79 亿人，同比增长 6.31%，其中手机网络视频用户 5.49 亿，同比增 9.74%，占 94.76%。
- **视频网站渗透率已接近美国水平：**CNNIC 数据显示，2017 年中国视频网络用户渗透率已达到 75%，逐渐接近美国水平，Statista 数据显示，2017 年美国达到 81.4%。

图表 16：网络视频用户规模



资料来源：CNNIC、国盛证券研究所

图表 17：网络视频渗透率（视频用户数/互联网网民数）

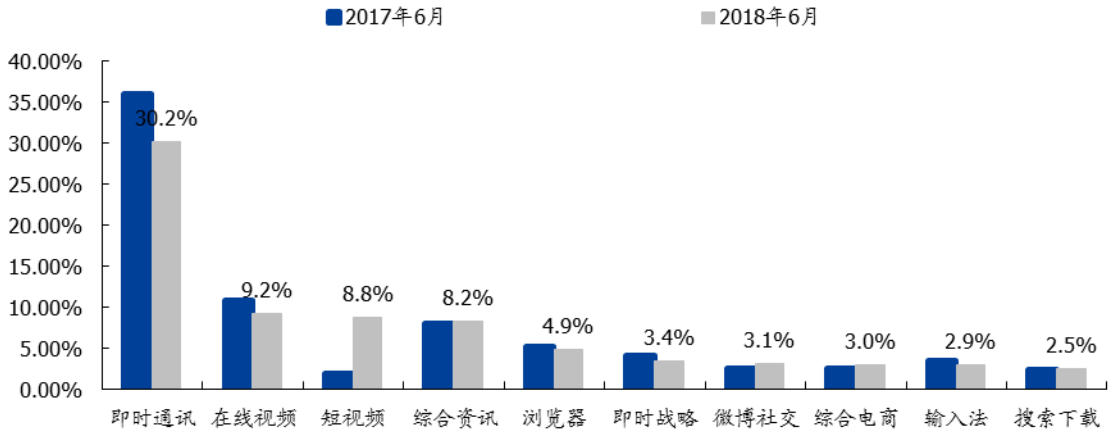


资料来源：CNNIC、Statista，国盛证券研究所

（2）从用户时间价值来看，网络视频抢占用户时间能力仅次于移动社交

虽然用户规模遭遇瓶颈，但网络视频抢占用户时间能力较高。用户数量增速放缓，互联网应用需要深挖用户的时间价值，网络视频的吸引力凸显。Questmobile 数据显示，截至 2017 年 12 月，手机视频用户月度使用时长为 1243 分钟/人，仅次于移动社交（2457 分钟/人），略高于手机游戏（1150 分钟/人）。

图表 18：移动互联网用户月人均使用时长占比



资料来源：Questmobile，国盛证券研究所

（3）行业规模测算：2020 年中国视频产业规模超 2000 亿

我们分广告收入、付费收入、版权分销、测算视频行业空间，得出 2020 年视频行业规模超 2000 亿，2018-2020 年行业增速分别为 41.4%/39.5%/22.2%。

相关假设如下：

1）互联网网民增速缓慢，视频用户渗透率个位数增长，增长主要来源于渠道深度下沉和使用在线视频的老年人人数增加。预计互联网网民 2020 年达到 10 亿。

2）受益于版权意识的提升和付费优质内容增加，在线用户付费率逐年显著提升，2018-2020 年分别增长 50%/30%/15%。

3）付费用户 ARPU 值仍保持增长。我国的在线视频会员费对比电视依然较低，随着优质内容数量增多，会员粘性增强，ARPU 仍有增长空间。

4）随着贴片广告时长接近上限，付费免广告会员数增加，视频行业单用户广告收入增速趋缓，2018-2020 年分别 31%/21%/20%。

5）视频网站对内容投入不断增长，在线视频相对其他娱乐方式的竞争力有所增强，人均

使用时长有所上升。

6）各大视频网站分别加大了自制内容制作和播放，我们预计未来自制内容分销量会有所增加，但由于视频网站版权置换比例上升，未来分销收入占总收入比例可能会有所下降。

7）其他收入包括直播收入及衍生品收入，预计随着网站对流量的吸引力持续增加，收入结构趋于多元化。

图表 19：视频行业规模测算

	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
中国互联网网民（亿）	6.17	6.48	6.88	7.31	7.72	8.5	9	10
中国视频用户渗透率	69.4%	66.8%	73.3%	74.6%	75.0%	78%	80%	82%
在线视频用户规模（亿）	4.3	4.3	5.0	5.5	5.8	6.1	6.4	6.7
yoy	15.1%	1.2%	16.4%	8.1%	6.2%	6%	5%	4%
付费收入测算								
付费用户（百万）	8	9.45	22	75	150	225	292.5	336.375
yoy		*18.1%*	*132.8%*	*240.9%*	*100%*	*50%*	*30%*	*15%*
付费率	1.9%	2.2%	4.4%	13.8%	25.9%	36.7%	45.4%	50.2%
付费用户 ARPU 值（元/人/年）	149.4	153.5	165.6	177.7	185.9	201.6	214.8	225.6
yoy		*2.8%*	*7.9%*	*7.3%*	*4.7%*	*8.4%*	*6.6%*	*5%*
付费市场规模（亿）	7	15	36	133	279	454	628	759
yoy	*76.9%*	*110.2%*	*151.1%*	*265.8%*	*109.3%*	*62.6%*	*38.5%*	*20.8%*
视频广告收入测算								
单用户广告收入(元)	23	35	46	60	72	94	114	137
yoy		*153.2%*	*131.8%*	*129.4%*	*133.7%*	*31%*	*21%*	*20%*
年均使用时长（小时）			110.12	142.51	171.01	188.11	206.92	227.61
yoy				*29%*	*20%*	*10%*	*10%*	*10%*
单位时间价格（元/小时）	0.01	0.42	0.42	0.42	0.42	0.50	0.55	0.60
视频广告市场规模（亿）	98	152	233	326	416	577	733	915
yoy		*55.0%*	*53.5%*	*39.9%*	*42.0%*	*32.4%*	*27.3%*	*25.2%*
版权分销收入测算								
版权分销市场规模（亿）	15	21	38	24	26	29	32	35
yoy		*40.0%*	*81.0%*	*-36.8%*	*10.0%*	*10.0%*	*10.0%*	*10.0%*
其他业务市场规模（亿）	16	62	82	157	188	226	271	326
yoy		*287.5%*	*32.3%*	*91.5%*	*20.0%*	*20.0%*	*20.0%*	*20.0%*
在线视频行业收入规模（亿）	**136**	**249**	**390**	**640**	**910**	**1286**	**1665**	**2035**
yoy		*83.5%*	*56.2%*	*64.4%*	*42.0%*	*41.4%*	*29.5%*	*22.2%*

资料来源：Questmobile，CNNI，艾瑞，易观，国盛证券研究所

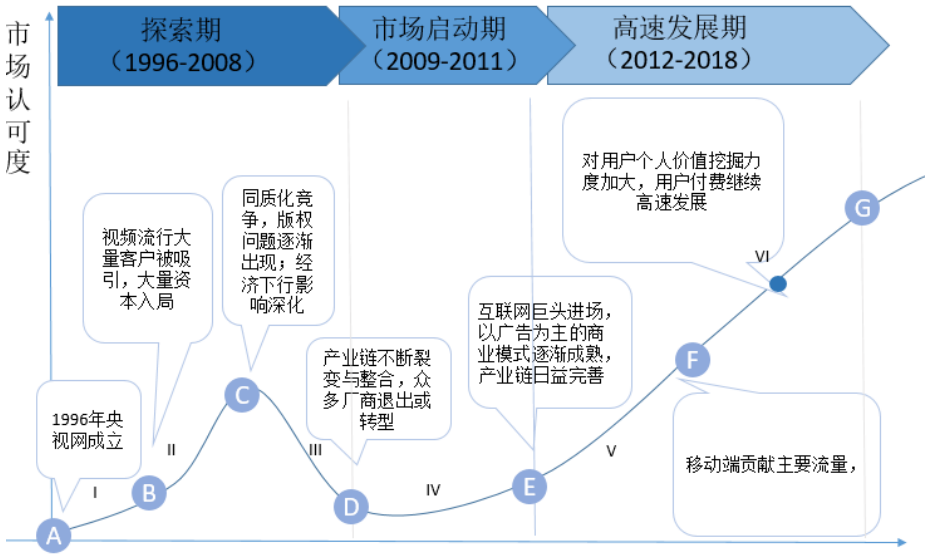
2.2 竞争格局：差异化定位年轻女性市场，芒果 TV 领跑第二梯队

2.2.1 回溯历史：网络视频行业的春秋与战国

我国的网络视频行业至今大致经历了探索期，启动期，发展期三个阶段，技术的变革和资本的博弈贯穿始终。我国网络视频自视频点播起初见雏形，从 2000 年至 2018 年大致经历了三个阶段。1）探索期：我国最早的网络视频雏形体现在视频点播上，点播需要消耗高宽带，运营商发展起宽带业务。1996 年央视网成立，这是早期视频内容最多的网站。与此同时恶搞视频开始流行，资本进入网络视频行业，随后版权问题逐渐浮现，产业链开始整合。2）启动期：2008 年在经历了北京奥运会、汶川地震大事件后，网络视频的媒体社交作用日益凸显，2010 年多家视频网站包括爱奇艺成立，2012 年优酷土豆合并，

以广告为主的商业模式形成。3）发展期：移动端成为主要流量入口，随着版权意识的不断崛起，用户付费模式占比逐渐加大。

图表 20：我国视频网站历史阶段

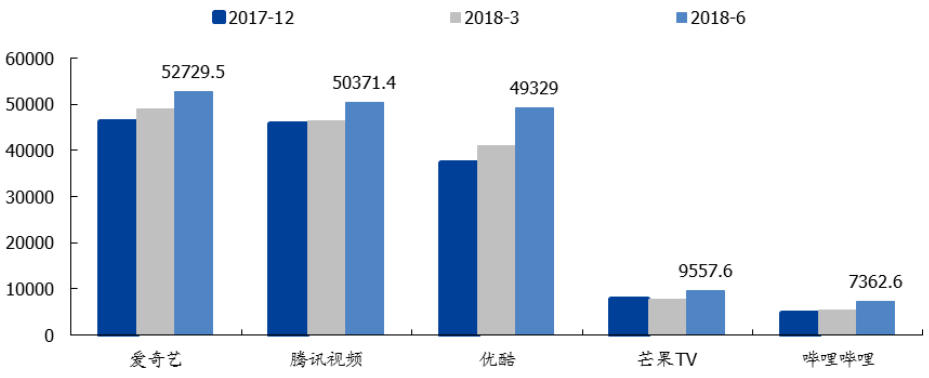


资料来源：易观、国盛证券研究所

2.2.2 第一梯队爱腾优：用户规模遥遥领先，成本的囚徒困境使其陷入盈利陷阱

大浪淘沙，拥有互联网巨头基因的爱腾优跻身第一梯队。根据 questmobile 数据，截至 2018 年 3 月，爱奇艺、腾讯视频、优酷移动端 MAU 分别达到 5.27 亿，5.04 亿和 4.93 亿，背靠百度、腾讯，阿里巴巴互联网巨头的三大视频网站处于遥遥领先的第一梯队。芒果 TV、哔哩哔哩等位居第二梯队，MAU 分别为 0.96 亿，0.74 亿。

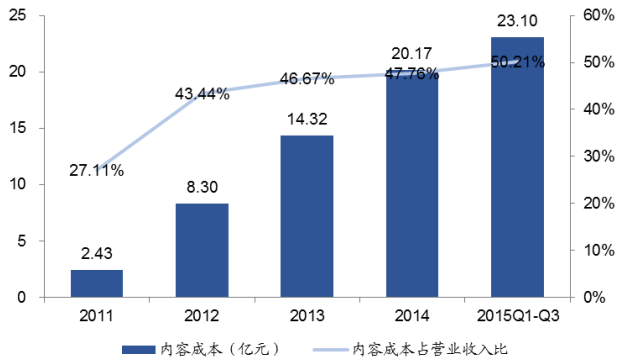
图表 21：2018 年 3 月在线视频 app 月活跃用户规模 top5（单位：万）



资料来源：艾瑞，国盛证券研究所

BAT 的强大资本助推视频网站形成三国鼎力之势，激烈竞争背景下是无可回避的盈利陷阱。2015 年优酷和爱奇艺内容成本分别为 23/37 亿，占收入比例 50.21%/69.5%，2017 年爱奇艺的内容成本达 126 亿元，内容占收入比例超 70%，在线视频行业的竞争已然变为资本实力的比拼。"内容投入-获取流量-抢占份额"的扩张逻辑使三家视频网站依靠背后 BAT 的资本在激烈竞争中存活并且壮大，但这也同样推高了影视内容的采购成本，尤其对头部内容的争夺愈加激烈，三家头部视频网站陷入盈利陷阱，2015-2017 年爱奇艺亏损 26/31/37 亿元。

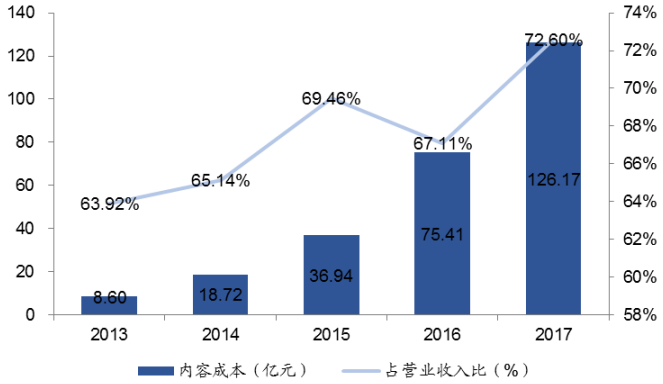
图表 22：优酷内容成本及其占营收比例



资料来源：合一集团年报、国盛证券研究所

由于合一集团 2015Q4 已退市，2015 年只包括前三季度数据

图表 23：爱奇艺内容成本及占营收比



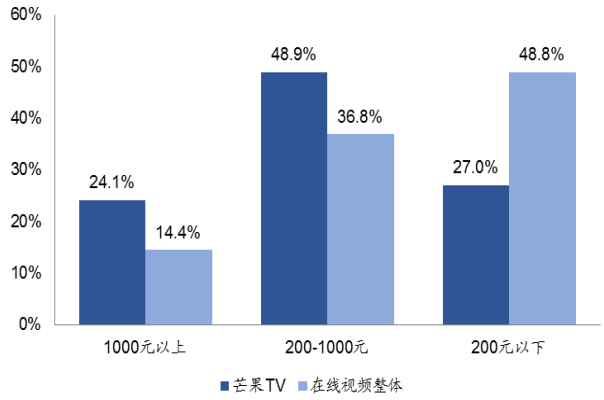
资料来源：爱奇艺招股书、百度公告，国盛证券研究所

注：2013-2014 为百度的内容成本

2.2.3 第二梯队芒果 TV：用户粘性及付费意愿位于前列，极致投入产出比助其盈利

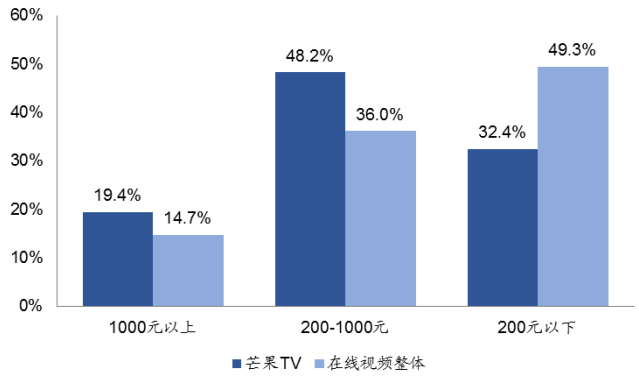
从付费能力来看，芒果 TV 用户付费意愿和付费能力高于行业水平。根据 Questmobile 数据，2016 年芒果 TV 中愿意在平台上消费 200 元以上的用户占 73.0%，远超行业均值 51.2%。芒果用户线上消费能力不弱于其他视频平台，67.6%芒果 TV 用户付费能力在 200 元以上，远超行业其他视频网站 50.7%的均值。

图表 24：2016 年芒果 TV 用户付费意愿分布



资料来源：Questmobile、国盛证券研究所

图表 25：2016 年芒果 TV 用户付费能力分布

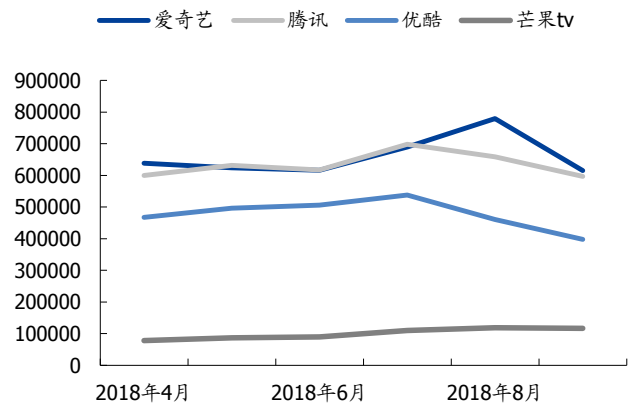


资料来源：Questmobile、国盛证券研究所

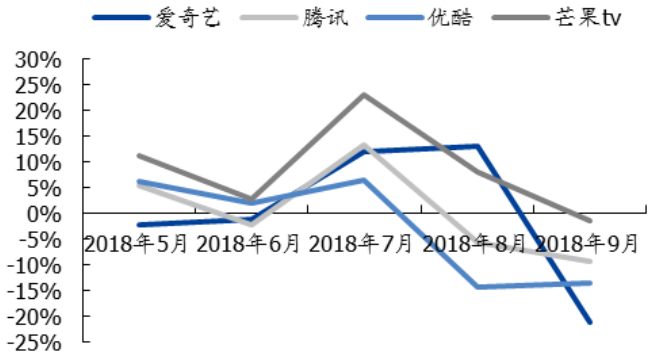
从用户粘性来看，梯队间差距明显，芒果 TV 优势逐渐扩大。艾瑞指数数据显示，2018 年 9 月爱奇艺移动端用户月度总有效使用时长达到 61 亿小时，腾讯视频 60 亿小时，优酷视频 39 亿小时，芒果 TV 12 亿小时。在线视频月度总有效时长增速方面，芒果 TV 各月增速均保持较高水平。

图表 26：在线视频月度总有效时长（万小时）

图表 27：在线视频月度总有效时长增速



资料来源：艾瑞，国盛证券研究所



资料来源：艾瑞，国盛证券研究所

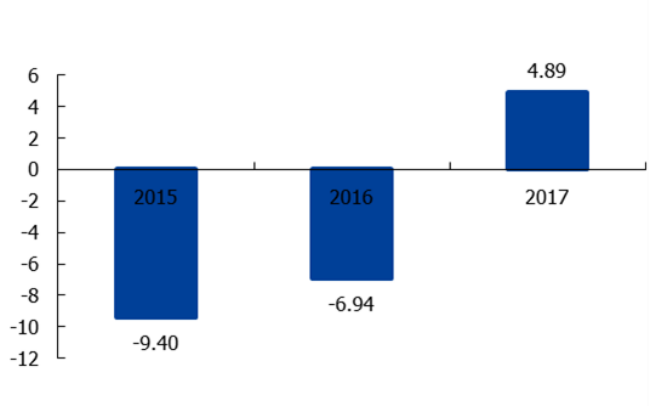
提高投入产出比，芒果 TV 率先盈利。芒果 TV 运营主体快乐阳光不同于爱腾优三家的资本竞争，芒果 TV 一直在寻求投入和产出的最优平衡。我们以单 MAU 成本及单付费用户成本衡量内容的投入产出比，2017 年芒果 TV 的两项数值均低于爱奇艺，意味着芒果 TV 能以更低的成本撬动用户规模。得益于高效的投入产出比，芒果 TV 运营主体快乐阳光 2017 年实现 4.89 亿净利润，互联网视频毛利率由 2016 年-214%提升至 2017 年-11%。

图表 28：2017 年爱奇艺与芒果 TV 单 MAU 成本与单付费用户成本

	内容成本(亿元)	MAU（亿）	单 MAU 成本(元)	付费用户（亿）	单付费用户成本（元）
爱奇艺	126.17	4.63	27.22	0.51	248.37
芒果 TV	10.09	0.79	12.81	0.05	223.73

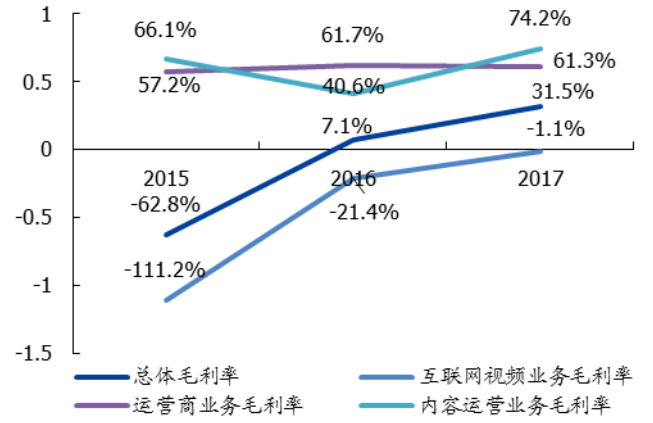
资料来源：爱奇艺公告、芒果超媒公告、国盛证券研究所

图表 29：快乐阳光净利润 （单位：亿元）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 30：快乐阳光各业务毛利率



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

三、竞争优势：以内容为核心的攻守之道

3.1 坚守：差异化定位年轻女性用户，湖南广电资源强化内容护城河

3.1.1 湖南卫视：收视率九年第一，芒果 TV 充分受益其优质内容。

从收视率方面看，湖南卫视独占鳌头。根据 CSM52 城年度省级卫视全天时段收视率排名，湖南卫视 2009-2017 年连续九年收视率排名第一，近两年市场份额仍在不断增长。内容生产方面，湖南卫视曾打造出包括《还珠格格》、《情深深雨濛濛》等多款热现象级影视剧以及开创出《快乐大本营》等王牌综艺节目。2005-2017 排名前十五的电视剧中，湖南卫视播出的占 13 部，包括了外购的《大长今》、《回家的欲望》等等。

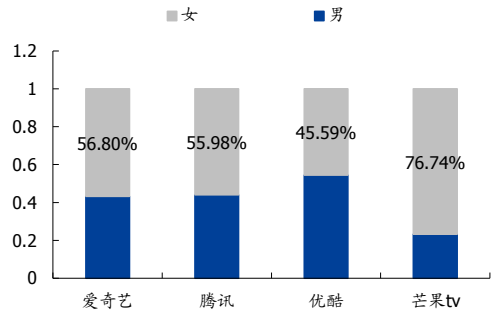
图表 31：2007-2018 年度省级卫视全天时段收视率排名（CSM52）

2017 年			2016 年		排名涨跌	份额涨跌
排名	频道	市场份额 %	排名	市场份额 %		
1	湖南卫视	2.95%	1	2.73%	-	+8.1%
2	东方卫视	2.66%	3	2.60%	+1	+2.3%
3	浙江卫视	2.47%	2	2.65%	-1	-6.8%
4	江苏卫视	2.08%	4	2.13%	-	-2.3%
5	北京卫视	1.98%	5	1.99%	-	-0.5%
6	山东卫视	1.34%	7	1.30%	+1	+3.1%
7	金鹰卡通	1.29%	8	1.21%	+1	+6.6%
8	安徽卫视	1.24%	6	1.49%	-2	-16.8%
9	天津卫视	1.08%	11	1.01%	+2	+6.9%
10	北京卡酷	1.07%	12	1.01%	+2	+5.9%

资料来源：收视率排行(http://www.tvtv.hk/)、国盛证券研究所

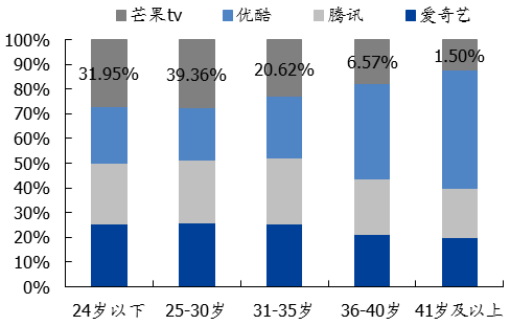
湖南卫视与芒果 TV 用户定位高度吻合。芒果 TV 专注"年轻女性"用户的垂直细分市场，。2018 年 9 月芒果 TV 女性用户占比达到 70.50%，远高于腾讯视频（56.30%）、爱奇艺（55.55%）、优酷（43.04%）。在用户年龄结构构成上，芒果 TV 有 70.78%的用户年龄在 30 岁以下，位列行业最高。而爱奇艺、腾讯视频、优酷 30 岁以下用户占比分别为 65.88%、64.16%和 52.67%。

图表 32：2018 年 8 月各平台女性用户占比



资料来源：艾瑞，国盛证券研究所

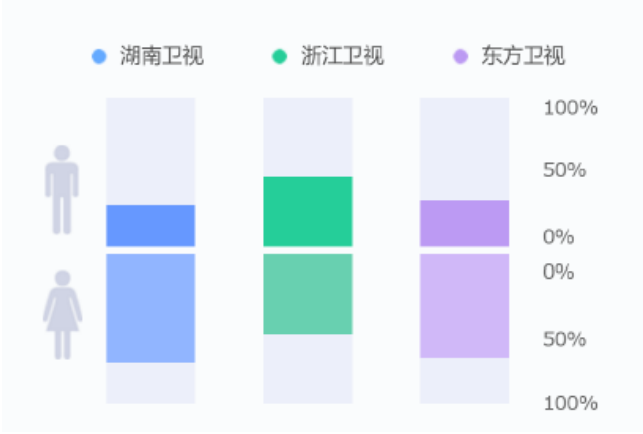
图表 33：2018 年 8 月各平台各年龄段用户占比



资料来源：艾瑞，国盛证券研究所

湖南卫视品牌定位为"青春"、"快乐"，其年轻用户和女性用户占比高于同行，年轻一代 90 后成为内容消费的主力军，用户分布也呈现高度"女性化、年轻化"特点，与芒果 TV 调性保持一致。

图表 34：湖南卫视女性用户占比高于同行



资料来源：微博指数、国盛证券研究所

图表 35：湖南卫视 24 岁以下年轻用户明显高于同行



资料来源：微博指数，国盛证券研究所

湖南卫视"快乐中国"的定位已经形成了较强的品牌认知，芒果 TV 承袭这一理念。芒果 TV 与湖南台联合招商发挥湖南台品牌效应。湖南台、快乐阳光、广告总公司于 2017 年 2 月 22 日签订《联合招商框架协议》，就软广业务进行合作，针对广告客户开展联合招商。以 2017 年上半年播出的《歌手》为例，湖南卫视和芒果 TV 均为广告品牌 VIVO 呈现了部分软广形式服务，包括：OS 标板、片尾压屏、片尾鸣谢、口播、字幕条、植入、特殊包装等，上述软广服务总金额为 3,868.01 万元，按点击量比芒果 TV 分成比例约 34.10%。因此快乐阳光每期分成金额 1,319.11 万元，14 期分成总额约 1.58 亿。

图表 36：2017H1《歌手》节目 VIVO 软广收入分成

《歌手》节目 VIVO 品牌软广总金额（万元）	湖南卫视《歌手》平均每期覆盖人数（万人）	芒果 TV《歌手》平均每期点击量（万）	芒果 TV 分成比例	芒果 TV 平均每期收入（万元）	芒果 TV《歌手》VIVO 品牌软广收入分成（亿元）
3868.01	3847.30	1991.06	34.10%	1319.11	1.58

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

3.1.2 芒果 tv 是唯一国资背景视频平台，其政策风险较小。

网络视听监管趋严，"网台同标"趋势明显。我国电视台和网络节目的审查制度不同，过去网络较为宽松的审查监管环境使得无法在电视台过审的电视剧及综艺通过网络渠道播放，但近年来网络视听监管环境趋严，在内容方面，各类网络视听节目必须坚守文明健康的审美底线。在服务层面，总局在网络视听领域建成涵盖事前、事中、事后的较为完备的审查路径，并在年内多次组织相关人员培训。

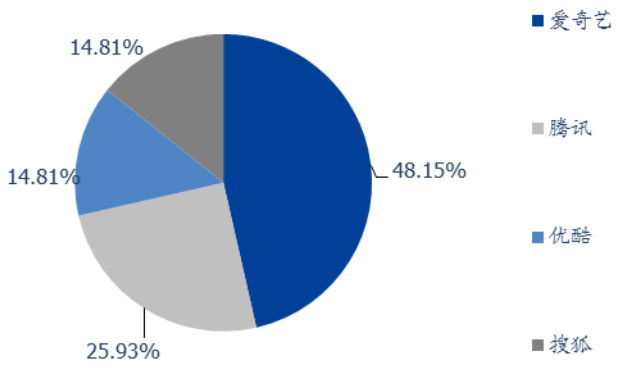
图表 37：对网络视听节目的部分监管政策梳理

发布日期	政策名称	核心思想
2016 年 4 月	《互联网视听节目服务业务分类目录（试行）2017》	将互联网视听节目服务业务分为四类，并对每一类业务的界定作出详细阐释。
2016 年 11 月	《电影产业促进法》	规范了电影审查标准的制定和公开的程序，规范电影产业发展和市场秩序，形成公平竞争的电影市场。
2017 年 6 月	《关于进一步加强网络视听节目创作播出管理的通知》	线上线下统一标准，网上网下导向一致，坚守文明健康的审美底线，反对天价追星、无聊游戏、奢华盛宴等不良风气
2017 年 6 月	《网络视听节目内容审核通则》	对网络剧、网络电影、微电影、影视类动画片、纪录片等网络视听节目进行了明确规范，并试图让网络视听节目有据可依
2017 年 10 月	《关于加强广播电视节目网络传播管理的通知》	全面清查在网络上播出的节目，只要导向、内容、价值观不符合要求的需要立即整改、下架。规范各平台对网络节目的管理，确立严格、统一的审核标准。落实属地管理责任，各省级广电部门负责指导、督促辖区内的广电机构及网络机构。
2018 年 1 月	《广播电视台融合媒体互动技术平台白皮书》	贯彻落实中央关于加快传统媒体与新兴媒体融合发展的战略部署，指导和规范我国广播电视台融合媒体互动技术平台的建设。
2018 年 2 月	《加强网络直播答题节目管理》	要求对网络视听直播答题活动加强管理，进一步规范网上传播秩序，防范社会风险。
2018 年 3 月	《关于进一步规范网络视听节目传播秩序的通知》	针对网络视听节目非法抓取、剪拼改编的行为，以及各类节目接受冠名、赞助等方面进一步规范管理。

资料来源：国家广播电视总局官网、国盛证券研究所

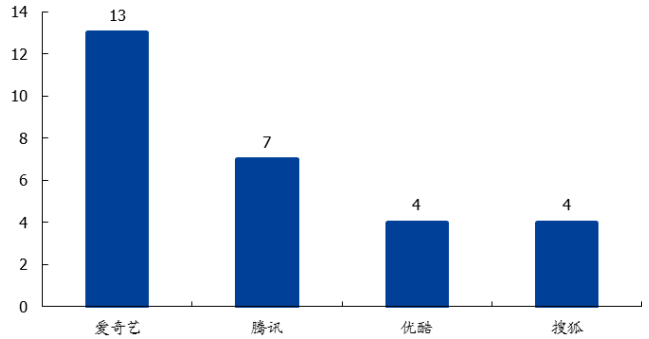
芒果 TV 作为垂直化内容平台，台网关系密切，受监管政策变化影响较小。据电视鹰眼统计，在 2016-2018 年全网下架的 27 部网剧中，爱奇艺下架 13 部，占比 48.15%，腾讯下架 7 部，占比 25.93%，优酷和搜狐均下架 4 部，占比 14.81%。芒果 TV 作为唯一一家国资背景的视频平台，对内容的备案审查更为严格，保证了在平台播放内容的品质，与其他网络播放平台相比受政策改变影响较小。

图表 38：2018 年（截止 10 月 7 日）四大平台各项目下架数量占比



资料来源：电视剧鹰眼、国盛证券研究所

图表 39：2018 年（截止 10 月 7 日）四大平台各项目下架数量



资料来源：电视剧鹰眼，国盛证券研究所

3.2 进攻：自制综艺优势突出，传承电视湘军创新基因

3.2.1 内容资源：高口碑综艺引流能力强劲，提前锁定湖南台版权资源

四大网络视频平台中芒果 TV 自制内容占比较高，湖南台节目资源形成独有优势。截至 2017 年 9 月 30 日，芒果 TV 内容库存中，来自股东的内容占 1.87%，自制内容占 12.74%，外购内容占 85.26%。相比而言，爱奇艺自制内容占比相对较低，外购版权占比更大，根据爱奇艺招股书，截止 2017 年 9 月 30 日，爱奇艺自制内容 132 部，占版权库 0.19%，远低于芒果 TV。

图表 40：芒果 TV 版权库内容数量及占比（截至 2017 年 9 月 30 日）

类别	正片数量（份）	数量占比	正片时长（小时）	时间范围
外购内容	137004	85.26%	117973	截至 2017 年 9 月 30 日
自制内容	20475	12.74%	2256	截至 2017 年 9 月 30 日
股东出资	2883	1.79%	1861	2015 年 1 月 1 日-2017 年 6 月 30 日
投资内容	209	0.13%	154	截至 2017 年 9 月 30 日
股东处购买	122	0.08%	116	2017 年 7 月 1 日-2017 年 9 月 30 日

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 41：爱奇艺内容库（截止 2017 年 9 月 30 日）

类别	影视节目数量（部）	数量占比
外购版权	69868	99.81%
自制内容	132	0.19%
总计	70000	100.00%

资料来源：爱奇艺招股书，国盛证券研究所

湖南台节目引流能力突出，自制内容引流能力同比增强。横向来看，2017H1，数量占比 1.87%的湖南卫视增资节目贡了 21.06%的 VV 值，数量占比 12.74%的自制内容贡献 13.50%的 VV 值，数量占比 85.26%的外购内容只贡献了 62.26%的 VV 值。纵向来看，2017H1 湖南台增资节目、自制内容、投资内容的引流能力与 2016H1 同比有所增强，外购内容引流能力同比下降。

图表 42：芒果 TV 各类节目 VV 值合计占比

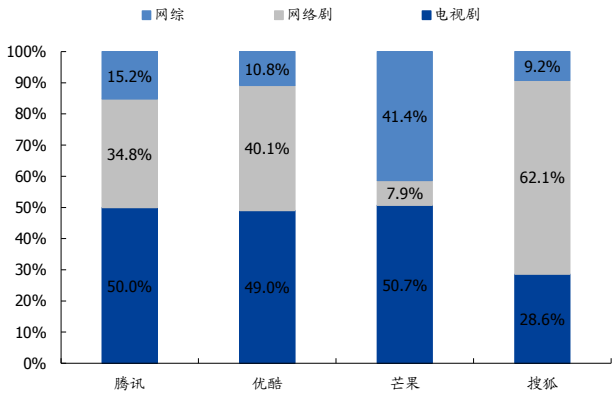
节目类型	2016 年 1-6 月	2016 年 7-12 月	2017 年 1-6 月
湖南卫视增资节目	18.14%	21.68%	21.06%
自制内容	7.84%	16.49%	13.50%
投资内容	0.68%	2.68%	3.38%
外购内容	73.34%	59.15%	62.06%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

（1）综艺自制：高口碑综艺引流能力显著，形成稳态的优质内容输出

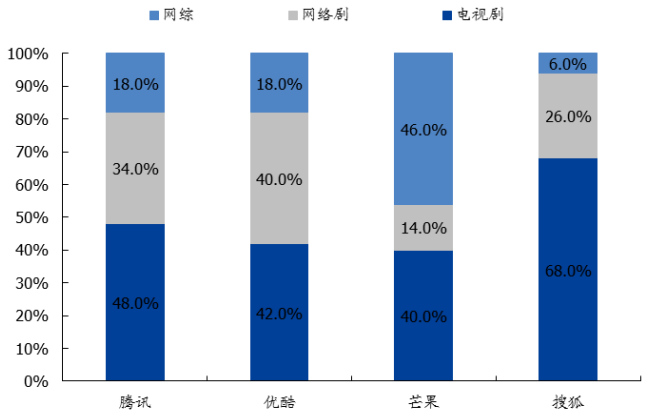
芒果 TV 综艺节目独具优势，引流能力显著。按各网络平台的内容可分为版权剧，自制剧，综艺，四大平台对三类内容各有侧重，其中腾讯和爱奇艺内容比例相似，电视剧播放量占比 50%左右，优酷网络剧播放量占比较高，而芒果 TV 更侧重于综艺。

图表 43：2018 年（截止 10 月 7 日）播放量前 50 项目播放量占比



资料来源：猫眼专业版、国盛证券研究所，

图表 44：2018 年（截止 10 月 7 日）播放量前 50 项目数量占比



资料来源：猫眼专业版，国盛证券研究所

四大网络播放平台中，芒果 TV 自制综艺数量占比较高。2017 年，芒果 TV 自制网综共 23 部，占 2017 年芒果 TV 上线网综 67.65%，自制网综数量接近 BAT 下视频平台，自制网综占上线网综的比例高于爱奇艺（53.23%）、腾讯（65.08%）、优酷（62.22%）。包括《明星大侦探 第二季》、《妈妈是超人 第二季》、《爸爸去哪儿 第五季》等热播综艺。

图表 45：2017 年视频网站参与制作网络综艺列表

视频网站	2017 网络综艺上线数量（档）	参与自制网络综艺数量（档）	自制网综占上线网综比例	主要自制作品
腾讯视频	63	41	65.08%	《明日之子》、《吐槽大会》、《拜托了冰箱第三季》
爱奇艺	62	33	53.23%	《中国有嘻哈》、《姐姐好饿 第二季》等
优酷	45	28	62.22%	《火星情报局 第二季》、《了不起的匠人 第二季》
芒果 TV	34	23	**67.65%**	《明星大侦探 第二季》、《妈妈是超人 第二季》
乐视	18	13	72.22%	《我们的选择》、《明星吐槽大会》、《好好吃饭吧》
搜狐	7	3	42.86%	《无力社团》、《搭车卡拉 show》

资料来源：国家新闻出版广电总局监管中心，国盛证券研究所

在自制综艺质量方面，芒果 TV 网综自制成绩斐然，形成了稳态的优质内容输出能力。2018 年上半年播放量破 10 亿的 20 部综艺节目中，湖南卫视制作出品的综艺占 6 部。从豆瓣评分看，《声临其境》和《向往的生活 2》以 8.2 分的成绩位列口碑榜前列，高口碑综艺的独播战略成为了芒果 TV 在 BAT 竞争环境下立足的突破口。

图表 46：2018 上半年播放量破 10 亿综艺

综艺名称	播出时间	播放量/豆瓣评分	播出平台	制作/出品公司
《奔跑吧 第二季》	2018/4/13	59.3/5.9	浙江卫视、腾讯、爱奇艺	浙江卫视节目中心
《创造 101》	2018/4/21	49.2/5.8	腾讯	企鹅影视、七维动力
《偶像练习生》	2018/1/19	33.1/5.9	爱奇艺	爱奇艺、鱼子酱
《歌手第二季》	2018/1/12	28.8/6.5	湖南卫视、芒果 TV、优酷	湖南卫视节目中心
《极限挑战 第四季》	2018/4/29	24.4/7.9	东方卫视、优爱腾	上海东方卫视
《向往的生活 第二季》	2018/4/20	23.9/8.2	芒果 TV、爱奇艺	湖南卫视、合心传媒
《我是大侦探》	2018/3/24	23.3/5.9	芒果 TV、腾讯	湖南卫视节目中心
《王牌对王牌第三季》	2018/2/2	22.3/6.6	浙江卫视、腾讯	浙江卫视节目中心
《吐槽大会第二季》	2017/12/10	19.5/6.9	腾讯	笑果文化
《妈妈是超人第三季》	2018/3/22	19.1/7.4	芒果 TV、爱奇艺	--
《这！就是铁甲》	2018/4/13	18.1/8.2	优酷	优酷、天猫，创客星球
《热血街舞团》	2018/3/17	18/4.7	爱奇艺	爱奇艺
《欢乐喜剧人第四季》	2018/1/14	17.8/5.5	东方卫视、优酷	欢乐传媒
《王者出击》	2017/12/15	16.5/4.0	腾讯	企鹅影视、腾讯游戏
《这！就是街舞》	2018/2/24	15.9/8.5	优酷	优酷、天猫、微博
《声临其境》	2018/1/6	15.4/8.3	湖南卫视、芒果 TV、爱奇艺	湖南卫视节目中心
《萌仔萌萌宅》	2017/12/21	11.3/7.5	芒果 TV	--
《拜托了冰箱 第四季》	2018/4/25	11.2/6.6	腾讯	--
《燃烧吧大脑》	2018/1/5	10.3/7.2	江苏卫视、优爱腾等	远景影视
《机器人争霸》	2018/3/29	9.8/6.2	爱奇艺	爱奇艺

资料来源：猫眼专业版，豆瓣，国盛证券研究所

3.2.2 版权内容：湖南卫视版权资源引流能力强，形成内容差异化优势

（1）湖南台版权内容：王牌综艺引流能力强，与芒果 TV 目标用户高度匹配

内容库构成：芒果 TV 提前锁定湖南卫视节目版权资源，形成内容差异化优势。芒果 TV 和湖南卫视签订电视节目授权协议，芒果 TV 拥有 2017 年 12 月 31 前播出的湖南台制作并在湖南卫视播出的、合法、自主且独家拥有信息网络传播权的电视节目的网络传播权，提前以 15 亿购买了 2018-2020 年湖南卫视节目的版权，并具有 2021 年及以后播出的节目的优先购买权。前文提到，湖南卫视节目具备内容优势和品牌优势，芒果 TV 拥有湖南卫视的节目资源将为之形成差异化优势。

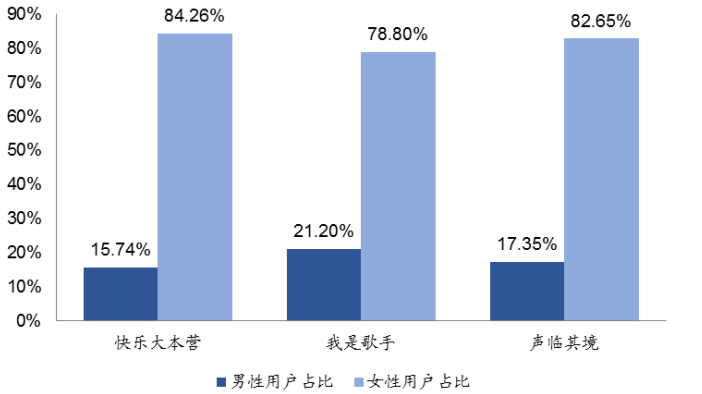
图表 47：芒果 TV 所取得的湖南台授权的电视节目版权资源

授权节目播出时间	部分条款
2015 年 1 月 1 日前播出的	快乐阳光应向湖南台支付其因经营被授权节目所产生收入的 75%作为授权费用。
2015 年 1 月 1 日至 2017 年 12 月 31 日期间播出的	湖南台将其出资注入/出售予快乐阳光。快乐阳光作为上述节目境内信息网络传播权的出资注入方/受让方而非被授权方，该等信息网络传播权系由快乐阳光持有，并非授权使用至 2017 年 12 月 31 日。
2018 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日期间播出的	快乐阳光取得 2018 年、2019 年、2020 年前述节目的境内信息网络传播权的对价分别为 4.51 亿元、4.961 亿元、5.4571 亿元（即以 4.1 亿元为基数，从 2018 年起每年增幅为 10%）；快乐阳光取得 2018 年、2019 年、2020 年前述节目的境外信息网络传播权的对价为快乐阳光在对应年度因经营前述节目的境外信息网络传播权所产生收入的 75%。
2021 年 1 月 1 日起播出的	快乐阳光在同等条件下有权优先购买该等电视节目之信息网络传播权。同等条件指购买对价、付款方式、付款时间等条件。

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

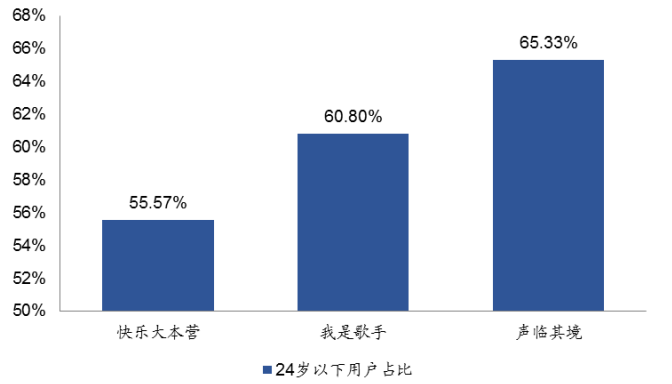
内容与目标用户匹配度：湖南卫视节目与芒果 TV"年轻女性"目标用户高度匹配。从用户性别来看，基于 2018 年 3 月 5 日微博指数，湖南卫视王牌节目《快乐大本营》女性关注度占 84.28%，《我是歌手》、《声临其境》等节目女性用户占比都远高于男性。从用户年龄来看，《快乐大本营》、《我是歌手》、《声临其境》24 岁以下用户分别占 55.57%、60.80%、65.33%。由此可见，湖南卫视节目和芒果 TV 年轻女性用户定位较为匹配。

图表 48：湖南卫视热门节目女性关注度远高于男性（截至 2018.3.5）



资料来源：微博指数、国盛证券研究所

图表 49：湖南卫视热门节目 24 岁以下用户关注度（截至 2018.3.5）



资料来源：微博指数，国盛证券研究所

内容引流能力：湖南卫视成熟综艺 IP 引流能力强，占比 2%的湖南卫视节目吸引了芒果 TV20%的播放量。湖南卫视综艺生态发展完善，部分成熟 IP 如《爸爸去哪儿》等受政策或排播影响转纯网播，为芒果 TV 进一步吸引用户的持续关注贡献力量。

图表 50：部分湖南台授权的电视节目

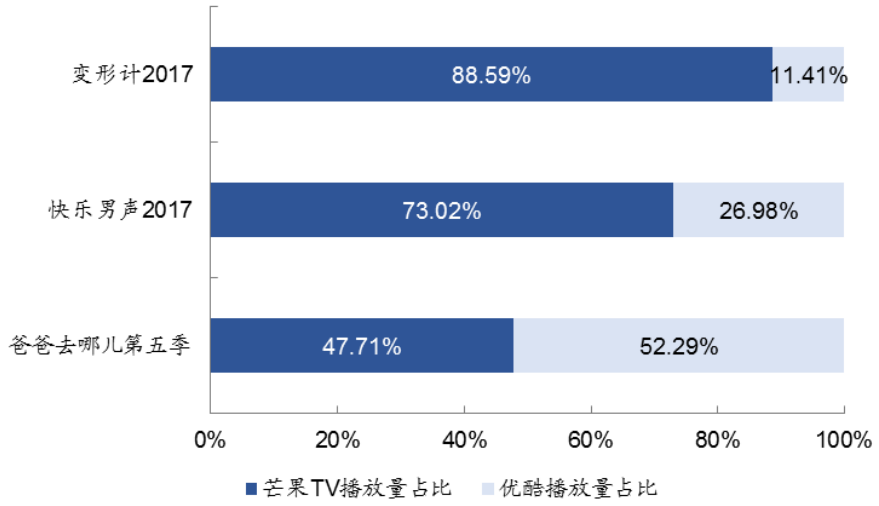
节目	播放量（亿）		
常规节目	**2017 年节目**	**2016 年节目**	**2015 年节目**
《快乐大本营》	37.3 亿	24.6 亿	22.3 亿
《天天向上》	5.6 亿	7.5 亿	8.8 亿
季播节目			
《我是歌手》	945.8 万	16.4 亿	10.8 亿

资料来源：芒果 TV、国盛证券研究所

内容品牌优势：即便是联播节目，芒果 TV 仍能凭借其作为芒果系带来品牌效应吸引大部分的流量。

从联播节目来看，用户对芒果 TV 头部综艺表现出品牌认知，具备一定的平台忠诚度。与其他平台联播并没有"抢走"芒果 TV 用户，从《爸爸去哪儿》、《变形计》、《快乐男声 2017》等自制节目来看，芒果 TV 仍占据具有优势的市场份额。

图表 51：截至 2018 年 2 月 18 日芒果 TV 联播网综市场份额占比



资料来源：芒果 TV、优酷官网、国盛证券研究所

内容差异化：湖南台综艺 IP 二次创作，构建内容差异化优势。近几年，热门电视综艺节目为实现价值最大化，顺势开发自身 IP 价值，将未播出的素材精华进行二次创作，形成衍生节目，继续创造热点，进一步扩大 IP 影响力。与此同时，视频网站也通过会员付费观看等形式形成创收新途径。其中，芒果 TV 凭借湖南卫视的授权，在综艺 IP 二次创作上尤为突出。

图表 52：2017 电视综艺网络衍生节目列表

电视综艺节目	网络衍生节目	播出平台
2017 变形计	变形计之成长之路	芒果 TV
奔跑吧	奔跑吧！伐木累、奔跑团七宗罪 第三季、奔跑霸与霸跑奔、极速奔跑吧	爱奇艺、乐视网
花儿与少年	花少的冒险日记、十分花少	芒果 TV
快乐大本营	大本营的秘密花园	芒果 TV
我们来了	我们来了会员定制版	芒果 TV
我是歌手	和歌手一起	芒果 TV
向往的生活	向往的生活老友记	芒果 TV
中餐厅	中餐厅会员定制版	芒果 TV
中国新歌声 2	冲吧，新歌声	爱奇艺

资料来源：国家新闻出版广电总局监管中心、国盛证券研究所

- **2018 年自制综艺储备：聚焦年轻群体，打造六大综艺带，形成内容差异化竞争优势：**芒果 TV2018 年招商会中芒果 TV 节目中心总经理周山分享了 2018 芒果 TV 综艺节目编排规划：聚焦青少年群体、宣扬年轻态度、坚持创新自制。2018 年，芒果 TV 基于年轻用户的喜好的精准分析，加大投入打造亲子节目带、悬疑智力节目带、芒果系综艺带、"酷文化"节目带、新型情感节目带、广告定制节目等 6 大黄金综艺带，六大自制节目带最终将形成芒果自制综艺生态环，以内容品相口碑客户回报三大创作准则，书写青年受众精准垂直划分的自制蓝图，完成芒果 TV 与年轻群体的粘连式品牌符号。

图表 53：芒果 TV2018 年重点自制综艺储备

节目类型	综艺名称
亲子节目带	《萌仔萌萌宅》、《妈妈是超人》、《爸爸去哪儿 6》、《宝贝的新朋友 2》
悬疑烧脑节目带	《重返地球》、《暗夜古宅》、《全民大侦探》、《暗黑生存》、《明星大侦探 4》
芒果系综艺带	《今夜好好玩》
"酷文化"节目带	《放学别走》、《变形计》、《学霸大爆炸》、《夜猫子》、《好孩子、坏孩子》、《饭 PD》
新兴情感节目带	《手心里的你》、《我的狼朋友》、《妻子的浪漫逃离》、《暧昧的朋友》
广告定制节目带	《美味速递》、《超级星学院》、《旋风大冒险》、《童话星球》

资料来源：芒果 TV2018 广告招商会，国盛证券研究所

（2）网剧自制：自制网剧反哺湖南卫视，2018 年将拓宽自制网剧版图

- **目前芒果 TV 自制网络剧数量低于同行，网剧自制能力有待提升。**从自制剧数量来看，2017 年芒果 TV 自制影视剧较少，2017 年只有 4 部自制网剧，而腾讯、爱奇艺、优酷分别有 27 部、21 部和 19 部。目前芒果 TV 出品的自制剧有 6 部左右，包括了《半妖倾城》、《终极游侠》、《路从今夜白》、《古镜》、《女生日记之做决定事务所》、《金牌红娘》。

图表 54：各大视频平台 2017 年参与制作网剧数量

机构名称	2017 年参与制作网剧数量（部）	主要作品
腾讯网	27	《实习侠》、《心理师》等
爱奇艺	21	《河神》、《无证之罪》等
优酷网	19	《热血长安》、《藏地密码》等
搜狐网	13	《无心法师》、《谁寄锦书来》等
乐视网	8	《心理罪》、《28 岁未成年》等
芒果 TV	4	《半妖倾城》等

资料来源：国家新闻出版广电总局监管中心，国盛证券研究所

图表 55：芒果 TV 以往出品的部分影视剧及播放量

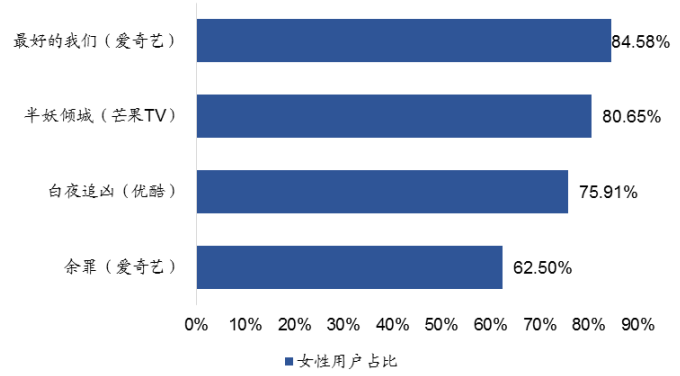


资料来源：芒果 TV，国盛证券研究所

- **芒果 TV 自制剧精准定位年轻女性用户，自制剧和目标用户匹配度较高。**从性别构成来看，芒果 TV 播放量较高的《半妖倾城》女性关注占 80.65%，高于《白夜追凶》、《余罪》等作品。从年龄构成来看，《半妖倾城》24 岁以下用户占 71.43%，远高于

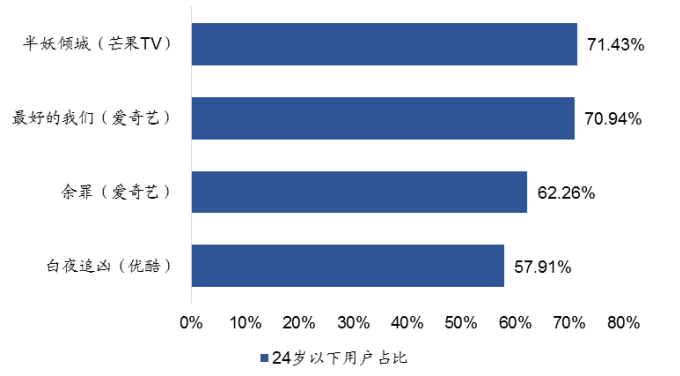
爱奇艺出品的青春偶像剧《最好的我们》，也高于《余罪》、《白夜追凶》等。

图表 56：芒果 TV 自制节目女性关注度远高于男性（截至 2018.3.5）



资料来源：微博指数、国盛证券研究所

图表 57：芒果 TV 自制节目 24 岁以下用户关注度较高(截至 2018.3.5)



资料来源：微博指数，国盛证券研究所

- **自制剧《路从今夜白》成为史上首部"网台反哺剧"，内容生产能力的独立性不断增强。**芒果 TV 自制剧《火王》、《路从今夜白》在 2018 年都将登录湖南卫视，《路从今夜白》是史上首部"网台反哺剧"，从网络平台到电视台的反哺案例，是芒果 TV 内容生产能力独立性增强的最好证明。

图表 58：芒果 TV 反哺湖南卫视的案例



资料来源：芒果 TV、国盛证券研究所

（3）网大电影：增强平台吸引力，实现业务收入多元化

全面进军网大市场，"超级 4S 服务"持续吸引网大制作方。 2018 年 10 月，芒果 TV 发布了"超芒计划"宣布进军网大，为电影从业者提供包含内容、平台、资源等在内的一站式服务。现场公布了公司在网大的布局：

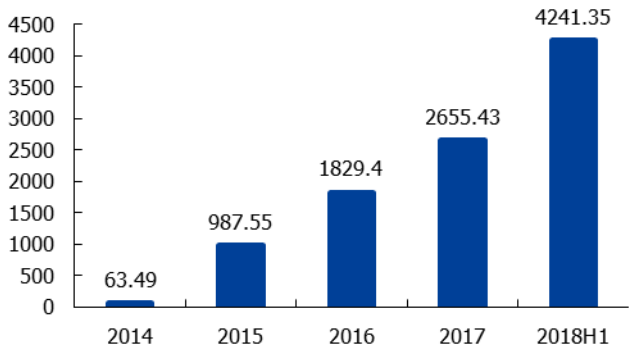
- **为网大制作方提供"超级 4S 服务"：**包括开放 IP（开放芒果 TV 的头部综艺 IP、自有优质 IP，联合内容生产者进行超级 IP 的孵化与开发）、开放平台、资源整合（整合芒果生态内制作、艺人、推广等资源）、生态赋能（立足芒果超媒，从 IP 孵化、

艺人经纪、终端渠道，到广告、电商、衍生开发等全产业链维度，为芒果 TV 网生内容合作方赋能）四个方面。现场确定将《明星大侦探》、《勇敢的世界》、《真心大冒险》、《火王》、《六爻》IP 搬上大银幕。

- **亿元扶持青年导演创作：**与青年电影制片厂共同签署了"亿元网生内容战略合作"
- **制定网大分账规则：**基于芒果 TV 网络电影评级标准，给予不同级别影片不同的价值分成。针对 S 级重点项目，提供保底+分成+拉新奖励组合方式，合作方分成比例最高可达 100%，会员拉新奖励最高 600 万元，这是全网最高的保底金额，全网最高的拉新奖励的分账模式，激励幅度较大。

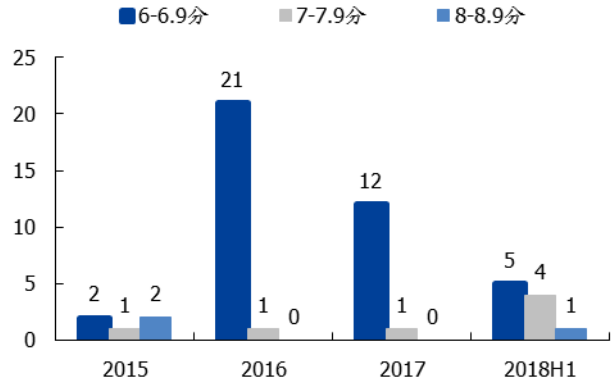
网大市场经历洗牌期，分账秩序逐步建立，芒果 TV 入局占据天时。随着监管端划清内容范围和底线，网大行业逐渐规范，数量锐减，品质大幅提升，票房天花板不断创新高。2017 年网大市场投资规模实现 74.2%增长，大地电影，光线传媒，华策影视等传统媒体公司纷纷布局网大市场，市场升级已成大趋势。芒果 TV 采用保底+分成的合作模式，给予高于市场标准的点播分成单价，从资金方面激活优质内容创作。B 级以上影片均有保底，最高保底比例为 100%，超 S 级项目买断合作。

图表 59：2014-2018 上半年爱奇艺 top1 网大分账金额（单位：万元）



资料来源：骨朵数据、国盛证券研究所

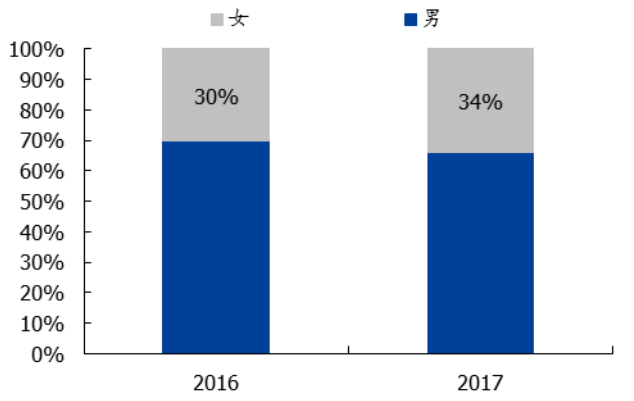
图表 60：2015-2018 年上半年豆瓣评分 6.0 及以上网大数量



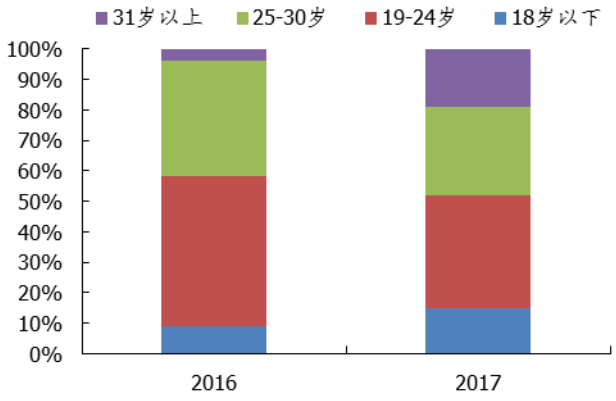
资料来源：骨朵数据、豆瓣，国盛证券研究所

芒果 TV 聚焦年轻用户，差异化布局女性题材蓝海。根据《2018 中国电影产业研究报告》，网大观众 81%都是 34 岁以下的年轻人，且目前网大男性用户占比较高。网大女性向的网大市场潜力较大，芒果 TV 定位年轻女性用户，用户的消费力以较大幅度高于全网视频用户的平均水平。

图表 61：网络大电影男性受众较高



图表 62：网络大电影年龄构成以年轻人为主



资料来源：艾漫数据、国盛证券研究所

资料来源：爱奇艺，国盛证券研究所

3.3.3 自制团队：重视人才培养，激励优质原创内容创作

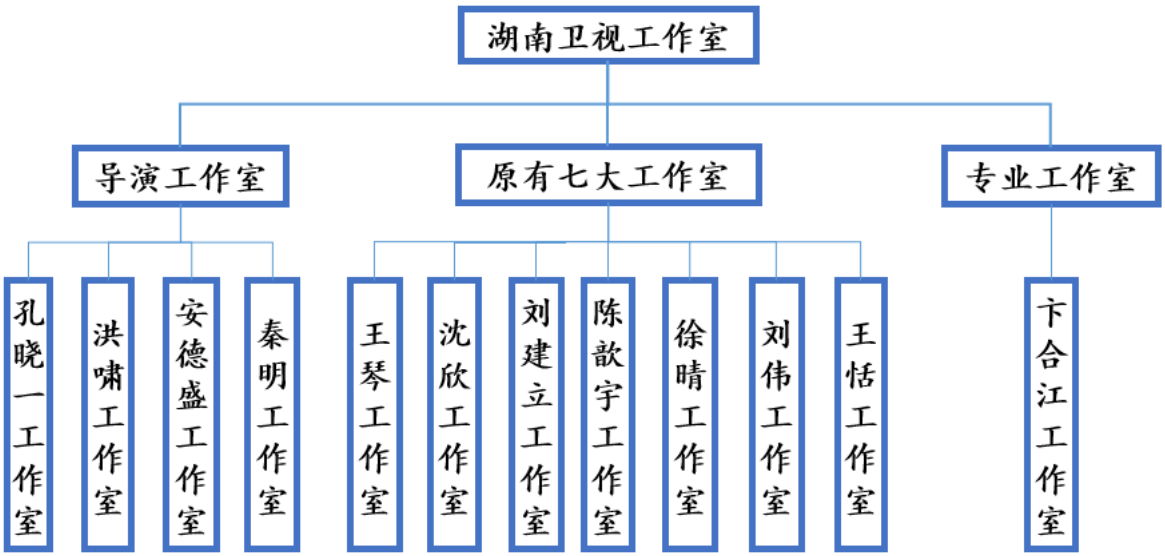
持续优质自制资源输出的背后，是人才和制度的支撑，背靠传统媒体的芒果 TV 深谙内容运营和人才激励之道。对比互联网基因深厚的腾讯视频和传媒媒体孵化的芒果 TV 制作团队和运作机制，我们能发现其中巨大的不同：

·腾讯视频：选用产品经理人对项目全程跟踪，采用联合投资或承制方式选择合作方模式，制作环节交于合作方来完成，例如《创造 101》等 S 级综艺都由相关平台方和合作方合作完成。从腾讯视频的内容团队组成来看，腾讯内部资深员工较多，大多具有腾讯网等媒体事业部门工作经验。

·芒果 TV：湖南卫视工作室承接芒果 TV 项目，其工作室与制作团队与芒果 TV 为同一体系。综艺综艺多为芒果系团队独立打造。湖南卫视各工作完全独立发展，从创意，资源到人力都拥有独立自主权，采用"投入产出比"的市场化考核方式激励团队创作。

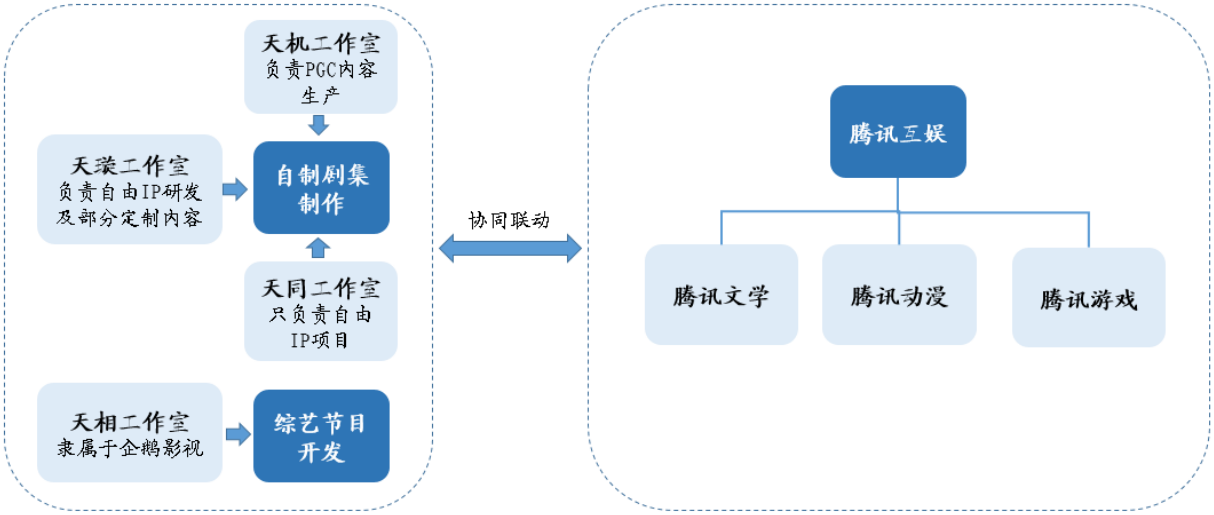
我们认为：爆款的出现具有偶然性，但拥有稳态优质内容输出能力是其先决条件。在爆款难以预测，头部内容不确定较高行业特征下，能保证优质内容的稳态输出的芒果 TV 在竞争白热化的视频行业中仍有稳定发展甚至是突破的可能性。

图表 63：湖南卫视 12 个工作室



资料来源：芒果 TV 官网、国盛证券研究所

图表 64：腾讯视频工作室与腾讯互娱协同联动



资料来源：艾瑞咨询，国盛证券研究所

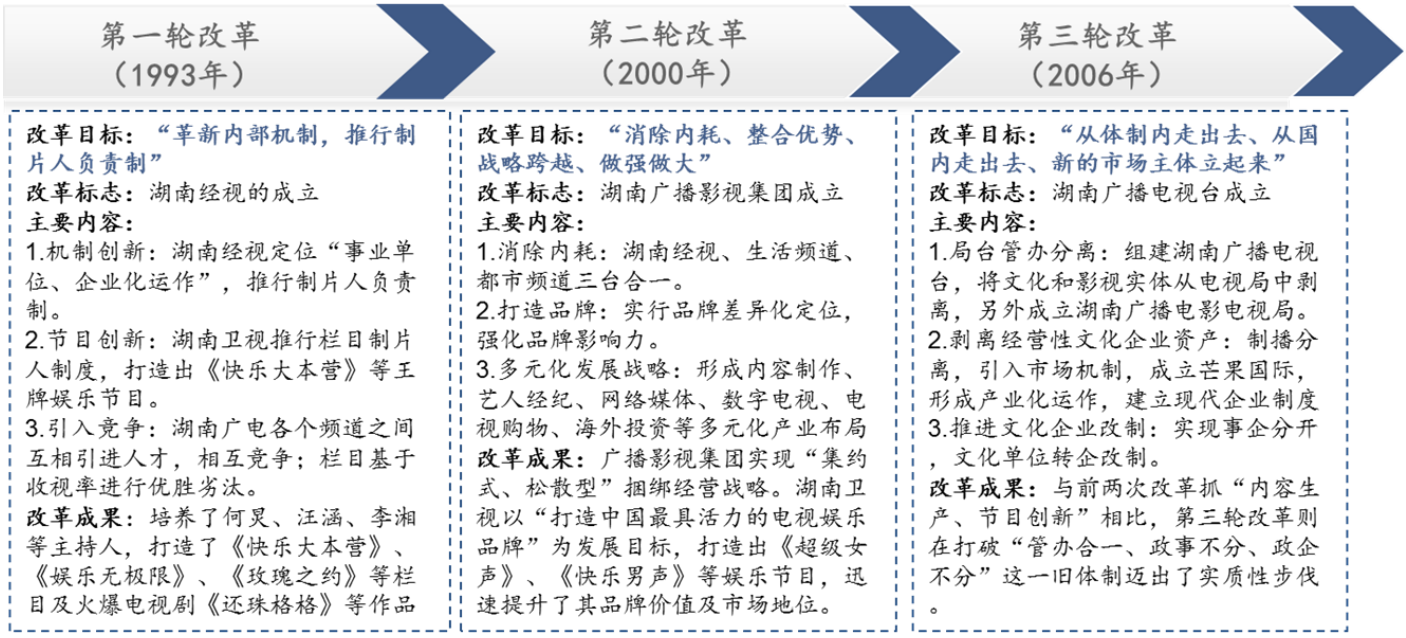
不断创新与突破已经融入湖南卫视的企业文化，历史上"电视湘军"经历三次重大改革。

1）建立现代传媒集团的产业雏形和品牌，上市力求最先：1993 年魏文彬出任湖南广电党组书记，引入竞争机制，成立湖南经济电视台，实行栏目制片人制与栏目淘汰制，赋予制片人必要的人、财、物支配权。随着《快乐大本营》、《玫瑰之约》、《还珠格格》走上荧屏，湖南卫视初步建立起了自己的品牌，在 1998 年顺利登陆资本市场。

2）内部整合提升知名度，内容生产力求最强：2002 年，湖南卫视启动了以内部整合为目标的第二次改革，关键步骤是创建生产、播出、营销三大平台。在此阶段，源于对《超级女声》、《快乐男声》等大型娱乐活动的成功推出，湖南卫视大幅提升了自身的收视率、知名度和影响力。

3）管办分开、制播分离，品牌节目力求最火：2009 年，湖南卫视将湖南广播影视集团改制成为了湖南广播电视总台，而湖南广电资产中可经营的部分被剥离出来成立了芒果国际传媒。2010 年，湖南卫视从欣赏型娱乐转向社会型娱乐，陆续制作播出了健康生活、知识娱乐、婚恋交友、粉丝互动、电子商务、男性时尚等众多"中国第一档"节目，构建了更为丰富更具竞争力的品牌节目体系。

图表 65：湖南卫视三次改革历程



资料来源：《湖南广电集团第三轮体制改革研究》，国盛证券研究所

重视人才培养和内容创新是湖南卫视核心企业文化。强 IP 的诞生与一个企业的企业文化息息相关，湖南卫视一方面重视内容创新体系的建立，另一方面则重视对新人的培养，20 多年来通过吸纳新人获得了强大的新生力量。2010 年的芒果训练营从各大高校挖掘想从事电视的学生，培养成为湖南卫视各部门的业务骨干。在 2018 网综 TOP10 中，湖南系团队占据六席，湖南卫视已经成为中国综艺非常重要的中心点，拥有强大的新人培养能力。

图表 66：2018 网综 TOP10 制作团队

排名	网综	播放平台	制作团队
1	创造 101	腾讯	都燕团队，湖南卫视《我是歌手》制片人
2	明日之子 2	腾讯	原天娱传媒制作团队，打造过《超级女声》、《快乐男声》
3	偶像练习生	爱奇艺	陈刚团队，湖南卫视《快乐男声》制片人
4	妈妈是超人 3	芒果 TV,爱奇艺	芒果制作团队
5	热血街舞团	爱奇艺	灿星制作，总导演来自于江苏卫视
6	这就是铁甲	优酷	创客星球
7	这就是街舞	优酷	灿星制作，总导演来自于浙江卫视
8	明星大侦探	芒果 TV	芒果制作团队
9	吐槽大会 2	腾讯	笑果文化
10	勇敢的世界	芒果 TV	芒果制作团队

资料来源：猫眼专业版，国盛证券研究所

芒果 TV 传承电视湘军创新基因，打破内容桎梏创造新品类爆款内容。亲子情感类节目是芒果系平台的优势所在，但芒果 TV 不断突破自身内容品类限制，持续推出优质内容，2018 年全新综艺《声临其境》、《幻乐之城》再一次成为现象级综艺，截止目前累积量均超过 15 亿。2019 年将推出《明星大逃脱》、《剧想谈恋爱》、《哈哈农夫》、《恋乐狂与集音社》等全新品类综艺。

图表 67：2019 年芒果 TV 自制综艺节目单

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4
智力开发系列	《明星大逃脱》	《哥哥别闹啦》	《勇敢的世界 2》	《明星大侦探 5》
心智成长系列	《放学别走》	《一路成年》		
	《变形记 2019》（全年） 《超级运动会》（春秋两季）			
新型婚恋系列	《妻子的浪漫旅行 2》	《分开旅行》 《刚想谈恋爱》	《妻子的浪漫旅行 3》 《我的年下王子》	《异性朋友的旅行》 《真心话大冒险 2》
代际情感系列		《童言有计 2》 《妈妈我回来啦》	《女儿们的恋爱》	《忘了点单的餐厅》
关爱社会系列	《哈哈农场》	《城市快递员》	《朋友圈》	《卧底老板》
美好生活系列		《恋乐狂与集音社》	《野生厨房 2》	
大型活动	《学霸说》 《一起读书》	《她说》	《欢迎来到我们的世界》	《一通电话》
	《青春芒果节》			
人文品德系列	《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 秋季招商会，国盛证券研究所

图表 68：2019 年芒果 TV 电视剧剧集

台网剧	网剧	Mini 剧	少年漫画类
《南烟斋笔录》	《陪你到世界之巅》	《明星大侦探》	《拇玛一家》
《巨匠》	《我的波塞冬》	《彗星来的一夜》	《奇宝萌兵新系列》
《青春斗》	《出线了！初恋》	《食久记》	《汪汪队立大功新片》
《海棠经雨胭脂透》	《我与你的光年距离 2》	《滴！男友卡》	《至 Q 宠物屋：小小世界》
《只为遇见你》	《不可思议的晴朗》	《天使投资人》	《饼干警长 3D 版》
《你好检察官》	《恋爱风线》	《30 分钟浪漫》	《奇幻夏令营》
《最后的我们》	《你好，对方辩友》	《神秘漫改泡面剧》	《乐河家族》
《锦衣之下》	《我有特殊沟通技巧》	《天下无诈》	《萌宝战警》
《我不是购物狂》	《我的奇妙男友 2》		《kody Papow》
《幸福的理由》	《惹上冷艳殿下 2》		《Purssy the cat》
《少年盾》	《三千鸦杀》		《都市喵奇谈》
《大宋少年志》	《白昼星辰》		《六爻》
《海上繁花》	《六爻》		《明星大侦探动画版》
《量筒直雷霆战将》	《蜀锦人家》		《刀剑笑》
《暖暖的幸福》			《本草仙云之白蛇传》
《爱的正确标记法》			《动物王国的世界》
《少年派》			《中国新声代第六季》
《我们都要好好的》			《疯狂的麦咭第六季》
《鳄鱼与牙签岛》			《龙的传人》
《火王》			《爱上幼儿园》
《悲伤逆流成河》			《"孩子的最爱"颁奖礼》

资料来源：芒果 TV 秋季招商会，国盛证券研究所

四、芒果 TV 盈利能力和估值：多元化盈利模式和成本优势助其率先盈利，会员收入将成重要引擎

快乐阳光主营业务包括互联网视频业务、运营商业务、内容运营业务及其他业务。互联网视频业务主要盈利模式为广告收入和会员收入；运营商业务主要收入来自于电信运营商的分成收入；内容运营业务收入主要来自版权销售收入以及影视剧投资分享收益。

图表 69：快乐阳光各业务板块主要内容和盈利模式

主营业务板块	具体内容	主要盈利模式
互联网视频服务	通过自研平台及客户端实现全网视频服务，包括 WEB、PC、WAP、APP、OTT 端	广告收入、会员收入
运营商服务	IPTV：与电信运营商合作，在湖南省内提供基础服务和增值服务，在湖南省外提供增值服务	电信运营商分成收入
	OTT：与电信运营商/有线电视运营商合作，提供内容服务	电信运营商/有线电视运营商分成收入
	电信移动增值服务：为电信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	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
其他服务	基于 OTT 业务的商务合作等	授权收入、硬件销售收入等

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 70：芒果 TV 业务分析框架及我们对参数的预计和假设



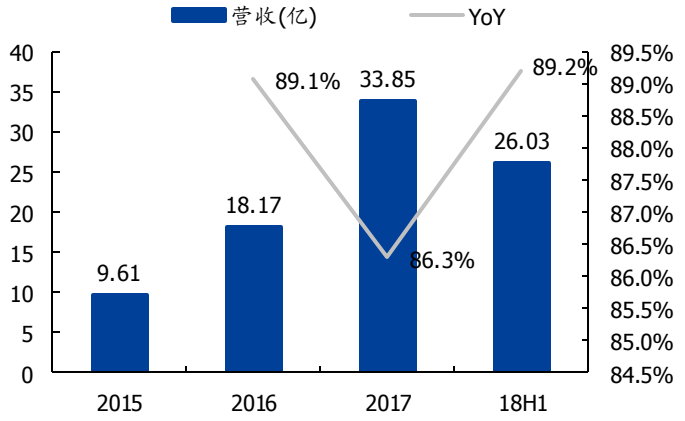
资料来源：国盛证券研究所

4.1 收入端：多元化盈利模式拓宽收入渠道

4.1.1 营收增长迅速，多元化收入结构拓宽营收渠道、提升盈利能力

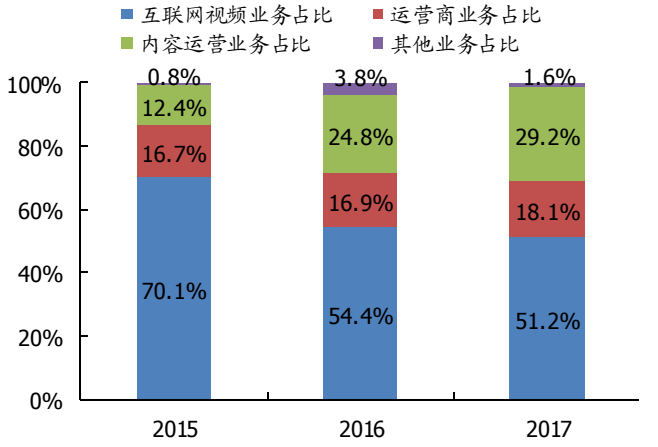
营收增长迅速，收入结构呈多样化特征，互联网视频业务仍占主导。从总营收来看，2017 年快乐阳光总收入 33.85 亿元，同比增长 86.3%，18H1 总收入 26.03 亿元,同比增长 89.2%，近年来营收增速均超过 85%，增长非常迅速。从收入结构来看，快乐阳光收入呈现多样化特征，互联网视频业务收入仍占主导，但由于此部分营收增速低于运营商业务及内容运营业务营收增速，其占比已从 2015 年的 70.1%下降为 2017 年的 51.2%。公司内容运营业务营收占比提升最大，从 2015 年的 12.4%提升至 2017 年的 29.2%，运营商业务也由 2015 年的 16.7%提升至 2017 年的 18.1%，多元化收入结构拓宽了公司的营收渠道，推动了公司营收快速增长。

图表 71：快乐阳光近年来营业收入及增速情况



资料来源：公司公告、国盛证券研究所

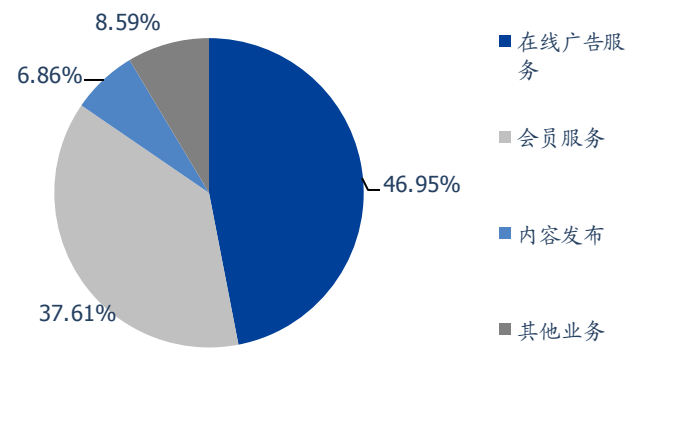
图表 72：快乐阳光近三年营业收入结构情况



资料来源：公司公告、国盛证券研究所

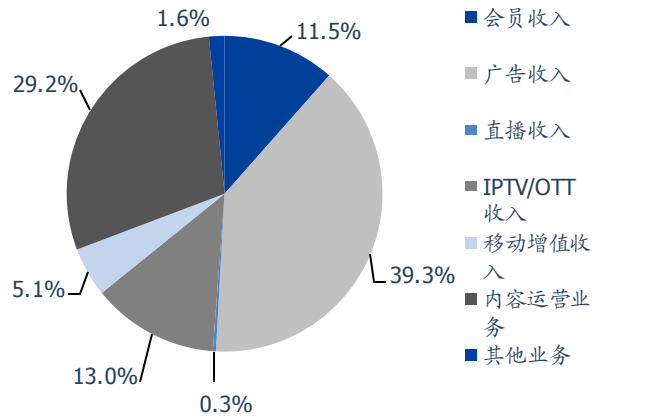
从同行业对比来看，爱奇艺收入结构中对会员和广告的依赖性非常大。2017 年爱奇艺广告收入占比 46.95%，会员服务收入占比 37.61%，合计占比达到 84.6%，2015 及 2016 年爱奇艺会员与广告收入占比合计也分别达到了 82.7%及 83.8%。相对于爱奇艺、优酷等较为依赖广告及会员收入的营收结构而言，芒果 TV 由于拥有丰富的湖南卫视节目版权与自制节目版权资源，同时拥有 IPTV 和 OTT 运营牌照，因此其可以搭建多元化的商业模式，拓展营收渠道，提升抗风险能力。

图表 73：2017 爱奇艺收入结构



资料来源：公司公告、国盛证券研究所

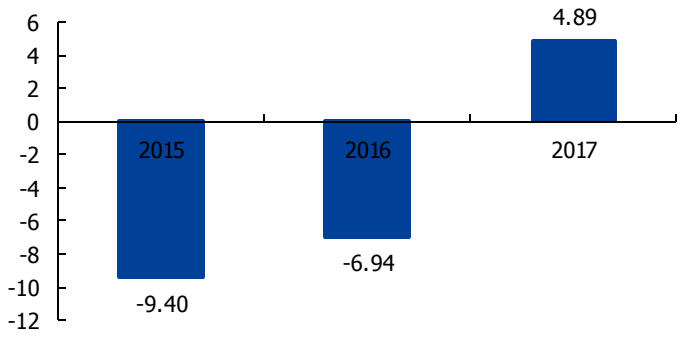
图表 74：2017 快乐阳光收入结构



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

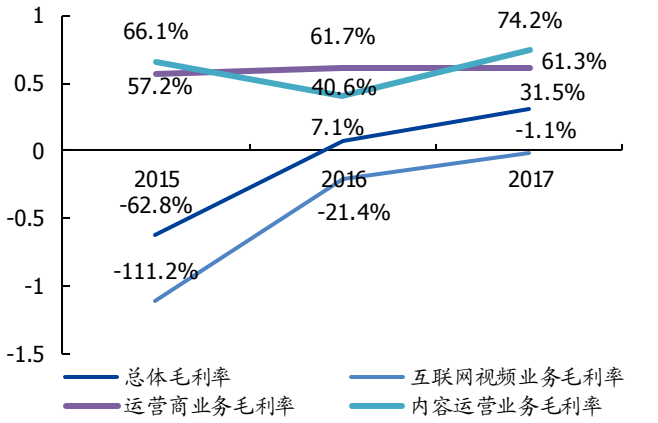
多样化营收结构提升盈利能力：2017 年实现扭亏为盈，整体毛利率大幅提升。从净利润来看，公司 2017 净利润 4.89 亿元，实现了扭亏为盈，领先同行。从毛利率来看，公司整体毛利率近年来呈持续上升态势，2017 年综合毛利率 31.5%，同比大幅提升。分业务来看，2017 年公司互联网视频业务毛利率为-1.1%，仍为负数，主要系内容成本和技术成本仍然较高；2016 年公司互联网视频业务毛利率较 2015 年大幅提升近 90pct，主要原因在于公司 2015 年对内容成本采取直线摊销的会计估计，对成本影响较大；公司运营商业务毛利率保持稳定，维持在 60%左右，内容运营业务毛利率 2017 年提升明显，近年来也维持在高位；在盈利强劲的运营商业务及内容运营业务的带动下，公司整体毛利率显著改善，盈利能力增强。

图表 75：快乐阳光净利润（亿元）



资料来源：公司公告、国盛证券研究所

图表 76：快乐阳光综合毛利率和分业务毛利率



资料来源：公司公告、国盛证券研究所

4.1.2 付费用户渗透率仍有较大空间，会员收入将成重要引擎

（1）用户规模：目标用户市场渗透率增长空间较大，2020 年芒果 TV 有望接近 2 亿用户规模

潜在用户规模：2017 年我国手机网络视频用户 5.49 亿，女性占比 46%，35 岁以下用户占比 82%，由此测算得 2017 年年轻女性视频用户约 2 亿；目前 2020 年有望达到 2.5 个亿。

图表 77：芒果 TV 潜在用户空间测算

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	假设
手机网络视频用户规模（亿）	4.05	5.00	5.49	5.76	5.99	6.17	
手机网络视频用户规模 YoY	30%	23%	10%	5%	4%	3%	假设 2018-2020 年 YoY 分别为 5%/4%/3%
女性视频用户占比	50%	61%	46%	52%	52%	52%	假设未来三年女性用户占比为 15-17 均值
35 岁以下手机视频用户占比	82%	68%	82%	77%	77%	77%	假设未来三年占比为 15-17 年的均值
35 岁以下年轻女性手机视频用户规模（亿）	1.67	2.06	2.06	2.33	2.42	2.49	
占手机网络视频总用户比	41%	41%	38%	40%	40%	40%	

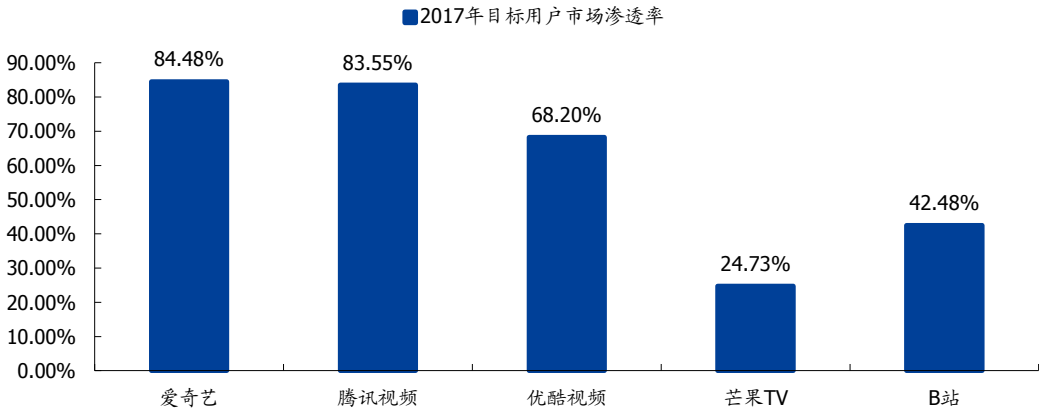
资料来源：CNNIC，易观，艾瑞，国盛证券研究所

*注：35 岁以下年轻女性手机视频用户规模=手机网络视频用户规模*女性视频用户占比*35 岁以下手机视频用户占比*

目标用户市场渗透率：2017 年芒果 TV 在"35 岁以下年轻女性视频用户"市场渗透率约 25%，对标国内其他平台，芒果 TV 目标用户市场渗透率仍有较大的提升空间。
同行业对标：2017 年爱奇艺、腾讯、优酷在其目标用户市场渗透率（移动端 MAU/移动端视频用户规模）分别为 84.48%、83.55%、68.20%。从垂直类视频平台来看，2017 年 B 站目标用户市场渗透率（移动端 MAU/24 岁以下二次元视频用户规模）为 42.28%。

总体来看，芒果 TV 在其目标用户市场渗透率仍有较大的提升空间。随着芒果 TV 在年轻女性用户市场的深挖，到 2020 年其目标用户市场渗透率有望达到 60%。

图表 78：各大视频网站 2017 目标用户市场渗透率（MAU/目标用户市场规模）



资料来源：CNNIC，questmobile，极光大数据，国盛证券研究所

芒果 TV 用户规模测算：假设到 2020 年芒果 TV 在目标用户市场渗透率达到 60%，则对应 1.5 亿年轻女性用户规模，加上男性用户及 35 岁以下用户，2020 年总用户规模有望达到 2 亿，18-20 年 CAGR 为 37.16%。

对标国内三大视频网站：爱奇艺、腾讯视频、优酷视频 2014-2017 用户规模 CAGR 分别达到 62.39%，44.18%，43.26%。**对标美国：**同样从有线电视出身的美国流媒体平台 HBO NOW，2016 年和 2017 年 HBO NOW 用户规模同比增速都达到 150%。综合来看，目前处于具备优质内容生产能力的芒果 TV 未来三年用户规模 37.16%的复合增长率是合理的。

图表 79：芒果 TV 用户规模测算

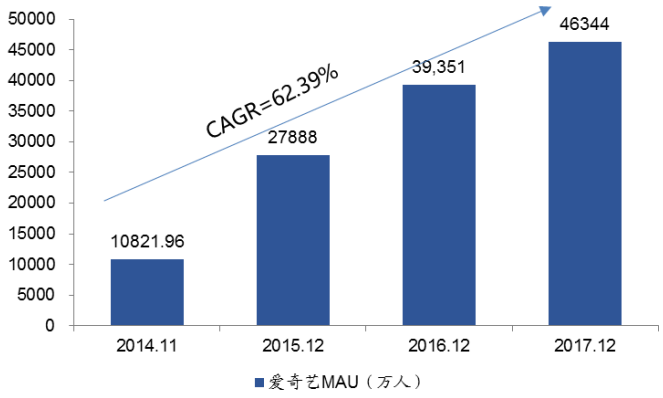
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	假设
市场 35 岁以下女性视频用户（亿人）	2.06	2.06	2.33	2.42	2.49	
芒果 TV 目标用户市场渗透率（%）	20%	25%	**40%**	**50%**	**60%**	假设 2020 年目标用户渗透率达 60%
芒果 TV 35 岁以下女性视频用户（亿人）	0.41	0.51	0.93	1.21	1.50	
芒果 TV 35 岁以下用户占比	82%	92%	92%	92%	92%	假设未来三年占比为 16、17 年均值
芒果 TV 女性视频用户占比	69%	71%	80%	80%	80%	假设未来三年占比提升到 80%
芒果 TV 月活用户规模（亿）	0.72	0.79	1.35	1.64	2.03	未来三年复合增长率=37.16%

资料来源：CNNIC，易观，艾瑞，国盛证券研究所

*注：芒果 TV 移动端用户规模=行业 35 岁以下女性视频用户规模*假定的芒果 TV 市场渗透率/(芒果 TV 女性用户比例*35 岁以下用户比例)*

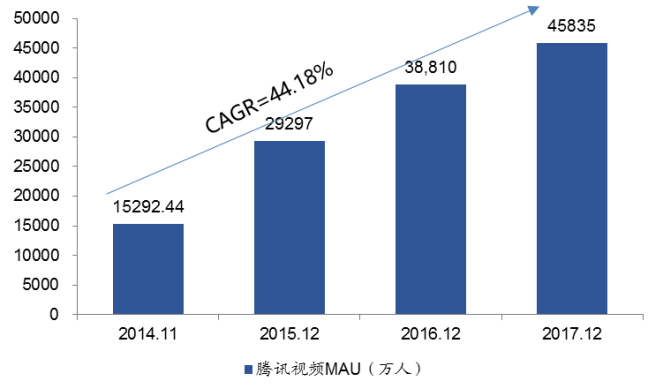
这里的测算只包括手机视频用户规模，不包括 pad 和 PC 端，实际值会更大

图表 80：爱奇艺 MAU（万人）



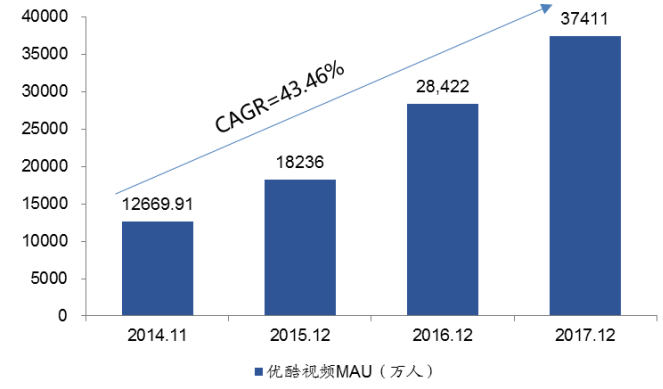
资料来源：questmobile、国盛证券研究所

图表 81：腾讯视频 MAU（万人）



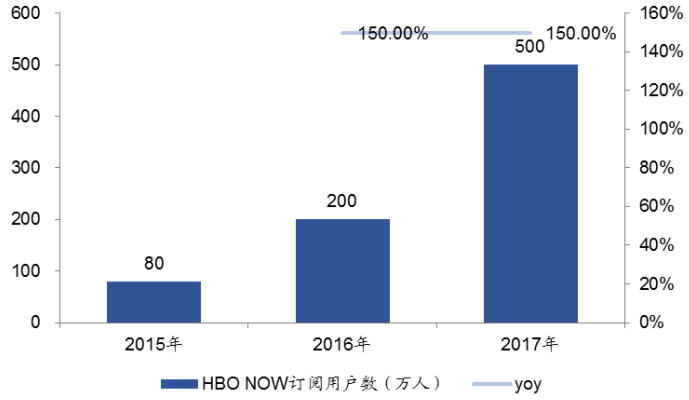
资料来源：questmobile、国盛证券研究所

图表 82：优酷 MAU（万人）



资料来源：questmobile、国盛证券研究所

图表 83：HBO NOW 订阅用户数（万人）



资料来源：腾讯科技、国盛证券研究所

（2）付费率：芒果 TV 付费率仍有较大提升空间，预计到 2020 年用户付费率达到 10%

截至 2017 年 12 月，芒果 TV 共有 451 万付费用户，占月活用户比例为 5.71%。**同美国相比，国内视频网站付费率较低**，第二章提到，2017 年奈飞在美国本土付费率达到 96.5%，国内视频网站付费率目前处于较低位置。**国内同行比较来看，芒果 TV 用户付费率仍有很大的上升空间：**2017 年爱奇艺付费会员 5080 万人，付费率 12.04%，2017 年 9 月腾讯视频会员数 4300 万人，付费率 9.79%，2016 年 12 月优酷付费会员数 3000 万人，付费率 10.56%。

我们预计，到 2020 年，芒果 TV 用户付费率能达到 10%，付费用户规模有望达到 2000 万。

图表 84：各平台用户付费率（付费用户数/MAU）

	芒果 TV（2017 年 12 月）	爱奇艺（2017 年 12 月）	腾讯视频（2017 年 9 月）	优酷（2016 年 12 月）
MAU（万）	7900	42186	43906	28422
付费用户数（万）	451	5080	4300	3000
用户付费率	5.71%	12.04%	9.79%	10.56%

资料来源：快乐购公告，爱奇艺招股书，腾讯季度报告，合一集团年报，国盛证券研究所

（3）付费用户 ARPU 值：芒果 TV 目前 ARPU 值仍有较大提升空间，预计 2020 年将达 150 元/付费用户

2017 年芒果 TV 会员收入 3.90 亿元，付费用户 451 万人，付费用户 ARPU 值为 87 元/付费用户；爱奇艺 2017 年付费用户 ARPU 值为 169 元/付费用户。目前芒果 TV 会员年费是 198 元，低于爱奇艺（248 元）、优酷（228 元）、腾讯视频（233 元）

图表 85：付费用户 ARPU 值（会员收入/付费用户数）

	芒果 TV（2017 年 12 月）	爱奇艺（2017 年 12 月）
会员收入（万元）	39020	653603
付费用户规模（万）	451	5080
付费用户 ARPU 值（元/付费用户）	86.52	169.25

资料来源：快乐购公告，爱奇艺招股书，腾讯季度报告，合一集团年报，国盛证券研究所

图表 86：各平台会员费

平台/会员类型	连续包月	连续包季	1 个月	3 个月	一年
腾讯视频	19 元/月	53 元/季	25 元	68 元	233 元
优酷	19 元/月	53 元/季	25 元	68 元	228 元
爱奇艺	19 元/月	58 元/季	25 元	68 元	248 元
芒果 TV	18 元/月	53 元/季	25 元	68 元	198 元

资料来源：各公司 APP，国盛证券研究所

（4）会员收入规模的测算：预计到 2020 年会员收入将达到 30 亿

第二章提到，芒果 TV 用户付费意愿和付费能力高于行业水平。公司 2017 年 12 月 8 日发布的《快乐购物股份有限公司投资者关系活动记录表》显示："付费会员业务的驱动能力很强，预计未来将保持高速增长。明年芒果 TV 针对会员的内容规模有 2-3 倍的增长，在业绩承诺期间力争做到付费会员数量 2,000 万。"随着付费内容的增加，**我们预测 2020 年芒果 TV 付费用户 ARPU 值能达到 150 元/付费用户，付费用户达到 2030 万，对应会员收入将达到 30.45 亿元。**

图表 87：付费会员规模测算

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
月活用户规模（亿人）	0.72	0.79	1.35	1.64	2.03
活跃用户付费率	2.65%	5.71%	8.00%	9.00%	10%
付费会员规模（万人）	191	451	1080	1476	2030
付费会员 ARPU 值	90	87	110	130	**150**
付费会员收入（亿）	1.73	3.90	11.88	19.19	**30.45**
yoy	393.0%	126.1%	204.5%	61.5%	58.7%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

4.1.3 广告收入：贴片广告单用户收入仍有较大释放空间，品牌广告借助网综自制优势形成增量

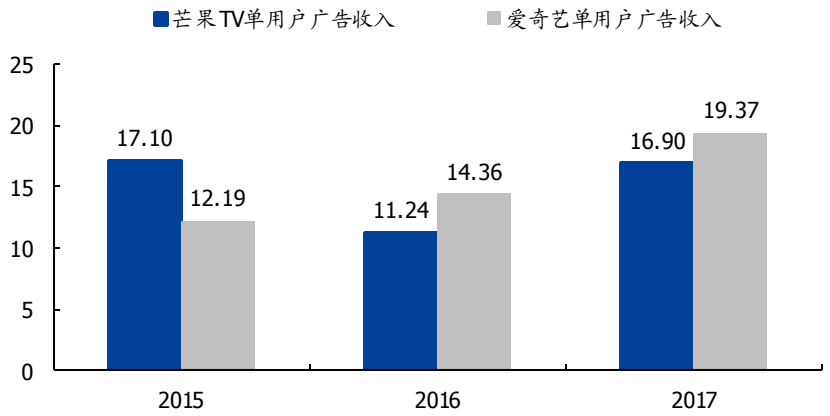
（1）贴片广告：用户规模有提升空间，叠加单用户广告收入低于同业公司，仍有较明显的提升空间。

视频网站贴片广告收入取决于流量规模以及单用户广告价格；而流量规模又可拆分为贴片广告时长及展示次数。贴片广告市场规模=贴片广告时长*贴片广告单价*贴片广告展示次数。

- **流量规模：**流量规模的变化与用户规模的变化较为相关，随着用户规模的提升，流量规模也将提升。根据上一节的测算，芒果 TV 到 2020 年末用户规模将达到 2 亿左右，复合增长率为 37.16%。
- **贴片广告单价：当前芒果 TV 单用户广告收入，以及广告的刊例价格均低于同业公司**

从单用户广告收入来看，2016 年芒果 TV 单用户广告收入比爱奇艺低 28%。2015 年芒果 TV 单用户广告收入 17.1 元，2016 年由于用户规模的快速增长（月活用户增长率达到 397%），2016 年单用户广告收入降到 11.24 元/MAU，比爱奇艺低 27.76%，对比而言，爱奇艺单用户广告收入持续增长，2017 年爱奇艺单用户广告收入达到 19.37 元/MAU，仍高于芒果 TV 的 16.90 元/MAU。

图表 88：爱奇艺单用户广告收入与芒果 TV 单用户广告收入对比（元/MAU）



资料来源：爱奇艺招股书，公司公告，国盛证券研究所

从贴片广告刊例价来看：目前芒果 TV 刊例价略低于同行，以 15 秒贴片广告为例，投在 K 级市场（北京/上海）多屏的费用：芒果 TV 广告价为 100 元/CPM，爱奇艺比芒果 TV 高出 30%，15 秒贴片广告在 K 级市场多屏播出的价格为 130 元/CPM。

图表 89：15 秒贴片广告刊例价（元/CPM）

	市场类型	区域	多屏	PC/移动端	Andriod/PHONE	ios/PAD
芒果 TV（20161.1 起执行）	KEY	北京/上海	100	120	132	200
	A 类	广州、深圳、成都、重庆、武汉、南京、长沙、沈阳、杭州、天津	55	66	73	110
	B 类	其他城市或省份	40	48	53	80
	全国	全国	25	30	33	50
	市场类型	**区域**	**多屏**	**PC/移动端**	**IOS**	**TV/PAD**
爱奇艺（2017.1.1 起执行）	K	北京/上海	130	143	169	195
	A+	广州、深圳、成都、南京、沈阳	90	99	117	135
	A	大连、长沙、武汉、青岛、杭州、天津、重庆、西安、苏州、宁波、合肥、济南、昆明	70	77	91	105
	B 类	其他城市	50	55	65	75
	省级	省级	45	50	59	68
	全国	全国	40	44	52	60

资料来源：芒果 TV 官网、爱奇艺官网，国盛证券研究所

（2）品牌广告：网络综艺作为特色内容资源，有望获得品牌广告主的青睐，形成增量

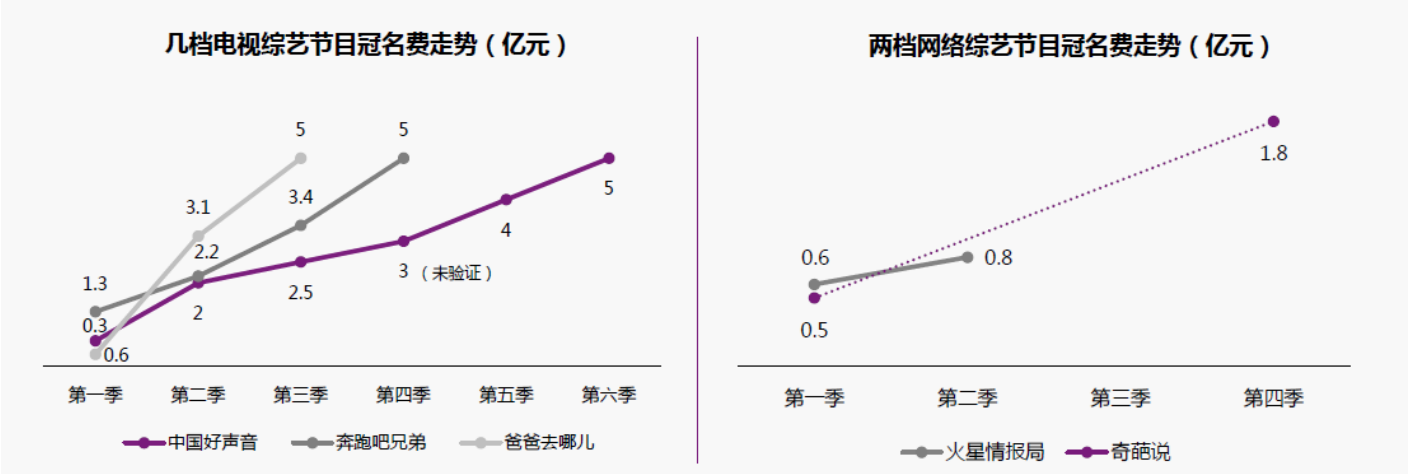
- **内容营销成营销的最新阶段，其中网络综艺将是品牌冠名的必争夺之地。**（1）随着观众对于广告的接受形式逐渐转变以及视频网站的会员免广告的功能，品牌营销对搭载内容的需求增加；头部视频作品内容质量和流量的大幅提升，推动广告营销进入了"品牌内容营销"新阶段。芒果 TV 优质的内容生产能力以及头部品牌综艺超强的引流能力，有望助其赢得更多的广告收入。（2）综艺冠名成品牌推广重要策略，冠名价水涨船高，头部综艺吸引冠名费的能力更强。目前网络综艺冠名费普遍低电视综艺，随着平台头部内容生产能力的提升，网络综艺的冠名费也会上升。芒果 TV 具备行业领先的头部网综生产能力，将有望在这一趋势中获益。

图表 90：广告营销发展趋势



资料来源：艺恩，国盛证券研究所

图表 91：广告营销发展趋势



资料来源：艺恩，国盛证券研究所

- **芒果 TV 核心节目与湖南卫视同步进行广告招商；有望迅速提升内容营销收入。**湖南台、快乐阳光、广告总公司（以上三方合称各方）于 2017 年 2 月 22 日签订《联合招商框架协议》（"协议"），就软广业务进行合作，针对广告客户开展联合招商。2017H1 在湖南台和芒果 TV 播放完成的 6 档节目软广总金额为 31734.85 万元，其中快乐阳光税前收入为 9210.82 万元，税后收入为 8689.45 万元。

图表 92：2017 年上半年在湖南台和芒果 TV 播放完成的节目如下：

节目类型	节目名称	播出日期
常规节目	快乐大本营 Q1	2017 年 1 月 7 日-2017 年 3 月 25 日
常规节目	快乐大本营 Q2	2017 年 4 月 1 日-2017 年 6 月 24 日
常规节目	天天向上 Q1	2017 年 1 月 6 日-2017 年 3 月 31 日
常规节目	天天向上 Q2	2017 年 4 月 7 日-2017 年 6 月 30 日
季播节目	歌手	2017 年 1 月 21 日-2017 年 4 月 22 日
季播节目	神奇的孩子	2017 年 2 月 3 日-2017 年 4 月 21 日
2017H1 软广总金额	31,734.85 万元	
芒果 TV 分成收入	税前收入为 9,210.82 万元，税后收入为 8,689.45 万元	

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

（3）芒果 TV 广告收入预测：预计到 2020 年广告收入超 40 亿

随着芒果 TV 在用户规模的增加以及内容营销时代的价值释放，保守估计，到 2020 年其单用户单用户收入有望至少达到 20 元/MAU，考虑前文预估的 2 亿用户规模，2020 年其广告收入将至少达到 40 亿元，未来 3 年复合增速将达到 45.0%。

图表 93：芒果 TV 广告收入预测

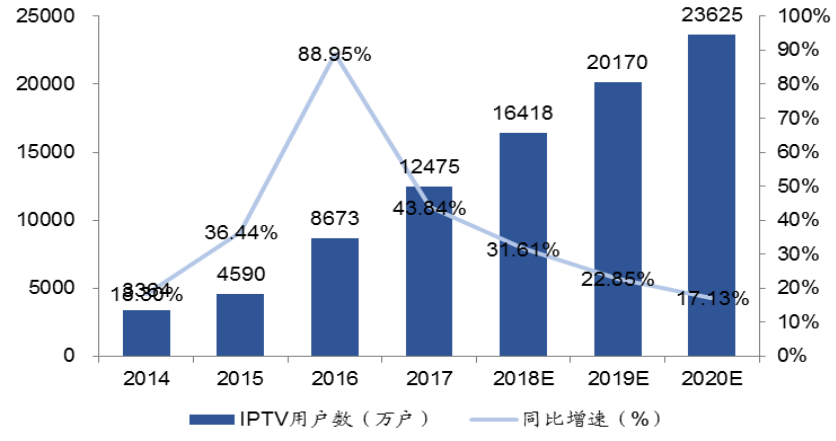
广告收入预测	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
月活用户规模（亿人）	0.37	0.72	0.79	1.35	1.64	2.03
单用户广告收入（元/MAU）	17	11	17	18	19	20
芒果 TV 广告收入（亿）	6.39	8.06	13.32	24.30	31.16	40.60
yoy		26.2%	65.2%	82.5%	28.2%	30.3%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

4.1.4 运营商业务：牌照优势构建竞争壁垒，外省业务拓展推动用户规模增长

行业现状：家庭大屏各类型中，有线电视数量高峰已过，IPTV 正高速增长。2017 年全国 IPTV 用户数 1.25 亿，同比增 43.64%。目前三大运营商宽带用户总量为 3.37 亿，运营商电视业务的渗透率达到 47%。

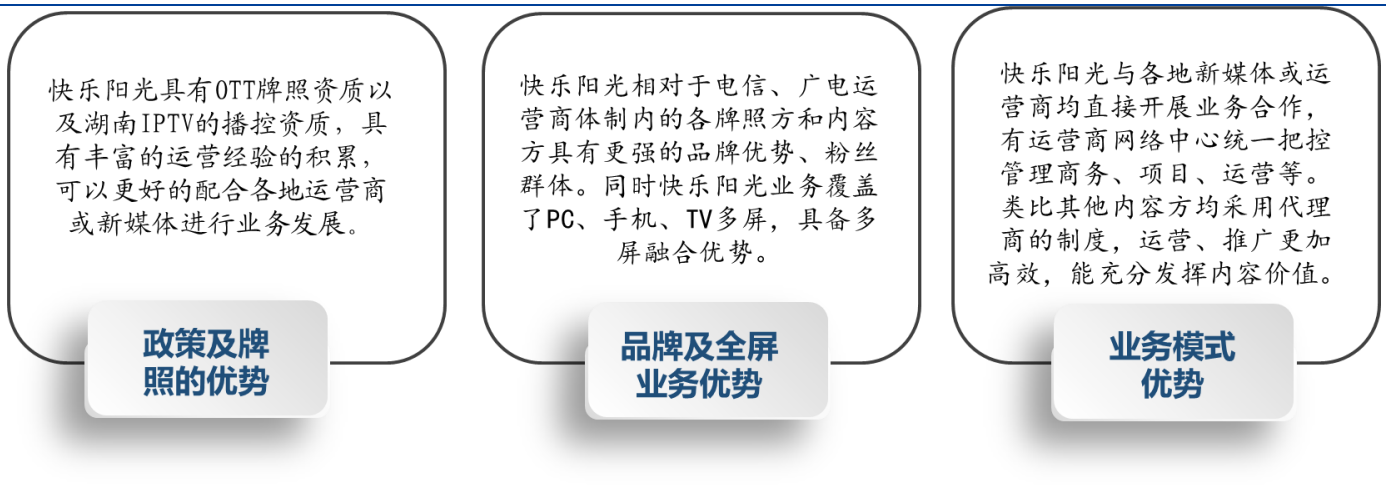
图表 94：IPTV 用户规模及增速



资料来源：中国信息通信研究院、国盛证券研究所

竞争优势：芒果 TV 牌照优势构筑客厅大屏竞争壁垒。在 IPTV 和 OTT 运营商业务中，快乐阳光相对其他竞争者具备政策及牌照优势、品牌及全屏业务优势以及与运营商直接合作的业务模式欧式。

图表 95：快乐阳光运营商业务优势

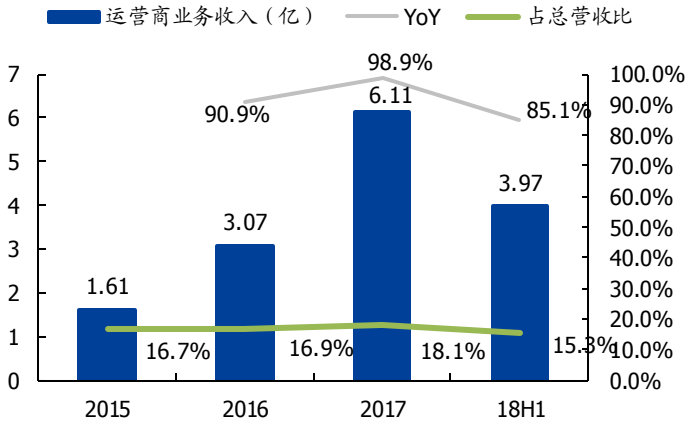


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

当前业绩：业务占比不大但毛利率高，用户规模快速增长

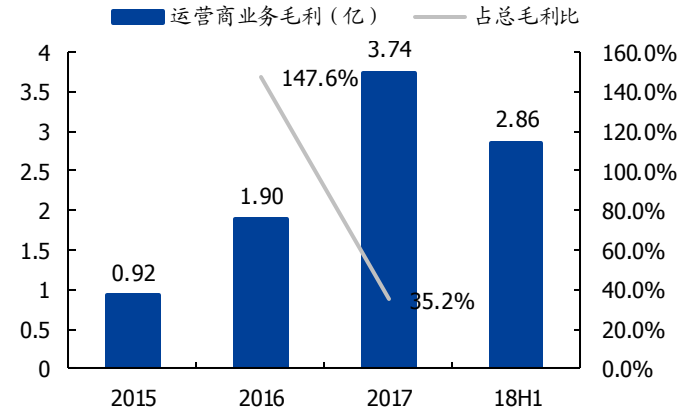
从财务数据来看，运营商业务收入占比不大，但其毛利率高。芒果 TV 2017 年运营商业务收入 6.11 亿元，占总收入 18.1%，毛利率达 61.3%，贡献 3.74 亿的毛利，占总毛利的 35.2%；2018H1 营收 3.97 亿元，占总收入 15.3%，毛利率高达 72.1%，贡献 2.86 亿的毛利。

图表 96：快乐阳光运营商业务收入及占比



资料来源：公司公告、国盛证券研究所

图表 97：快乐阳光运营商业务毛利及占比



资料来源：公司公告、国盛证券研究所

从运营数据来看，用户规模正高速增长，单用户收入低于行业水平。用户规模：芒果 TV 运营商业务覆盖用户规模不断增长，2016 年覆盖 2760 万人，同比增 38.00%；流媒体网《2017 年芒果 TV 运营商业务运营数据》称：截至 10 月底，芒果 TV 运营商渠道业务覆盖用户达 5530 万户，比 2016 年末增 100.36%。公司 2016 年运营商业务单用户收入 6.76 元/户，远低于行业水平 11.5 元/户。

图表 98：快乐阳光运营商业务收入

	2015	2016	2017
IPTV 运营商业务收入（万元）	8281	18670	43991
运营商电视业务用户规模（万）	2000	2760	5530
用户同比增速		38.00%	100.36%
ARPU 值（元/户）	4.14	6.76	7.95
IPTV 行业 ARPU 值（元/户）	12.3	11.5	-

资料来源：流媒体网，公司公告，中国信息通信研究院、国盛证券研究所

未来趋势：业务拓展带动用户规模增长，推动运营商业务收入增长。收购交易报告书称：后续快乐阳光的收入增长主要集中在 IPTV 的增值业务拓展以及与各省新媒体开展 IPTV 基础内容服务的合作。根据流媒体网报告：截止至 9 月底，运营商网络中心已与全国 145 个运营商渠道项目建立了合作与联系，其中上线项目达 71 个；正拓展项目 74 个，随着项目的不断开拓，未来用户规模有望进一步增长。假设 2018-2020 年用户增长速度接近前文提到的 IPTV 行业用户增速，2020 年湖南 IPTV 用户规模有望达到 1 亿，单用户收入有望达到 15 元/户。

图表 99：芒果 TV 运营商业务收入预测

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	2020E
芒果 TV 运营商电视业务用户规模（万）	2000	2760	5530	8295	10191	11936
用户同比增速		38.00%	100.36%	50%	23%	17%
单用户收入（元/户）	4.14	6.76	10.00	12.00	13.00	14.00
IPTV 运营商业务收入（亿元）	0.83	1.87	5.53	9.95	13.25	16.71

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

4.1.5 版权收入：热门综艺贡献大量版权收入，版权分销收入持续扩张

快乐阳光将拥有独家信息网络播映权的影视剧、综艺节目分销给其他新媒体公司或者境外公司，其版权分销收入来自于三部分：

独家版权分销方面：湖南卫视综艺节目和定制栏目剧版权、外购版权、自制内容版权。湖南卫视作为"综艺一哥"，其地位仍难以撼动，节目仍受欢迎；

自制节目分销方面：芒果 TV 自制综艺实力较强，作为国内强 IP 内容平台，《明星大侦探 2》、《妈妈是超人 2》和《变形计》三档节目占据网综流量市场的 26.7%；《爸爸去哪儿》系列品牌自制节目的火热也将带来可观的版权分销收入。

境外分销方面：芒果 TV 具备粉丝基础优势和客户基础。YouTube 芒果 tv 官方频道已有 200 万订阅户，截至目前已累计 44 亿点击量，体量等于其他所有华语频道的总和。

2017H1《歌手》版权收入 2 亿，占 17 年上半年版权收入的 40%，预计未来版权分销收入持续扩张。2016 年版权分销收入 4.5 亿，同比增 278%，201H1 版权分销收入 5.04 亿；公司 2017 年 12 月发布的《快乐购物股份有限公司投资者关系活动记录表》称："今年上半年版权销售收入相对较高，主要是《歌手》的版权销售大概有 2 个多亿。"2017 下半年，《爸爸去哪儿 5》等节目播放量行业领先且分销到优酷等平台，预计 2017 全年版权分销收入将达到 10 亿。

图表 100：芒果 TV 版权销售业务收入预测

	2016A	2017H1	2017E	2018E	2019E	2020E
版权收入（亿元）	4.51	5.04	10.00	15.00	18.75	21.56
yoy	278%		122%	50%	25%	15%

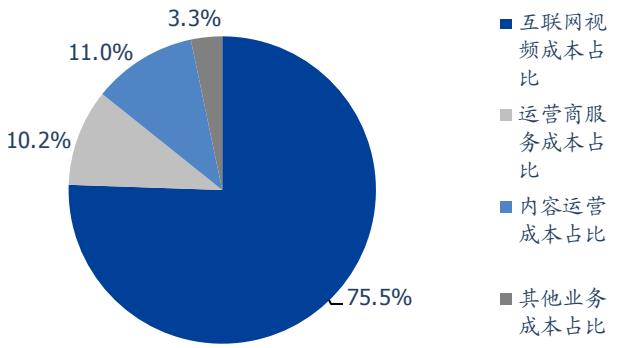
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

4.2 成本端：内容成本低于行业水平，未来版权库扩建将拉升内容成本

4.2.1 整体来看，75.5%成本来自于互联网视频业务，内容成本和带宽成本占比大

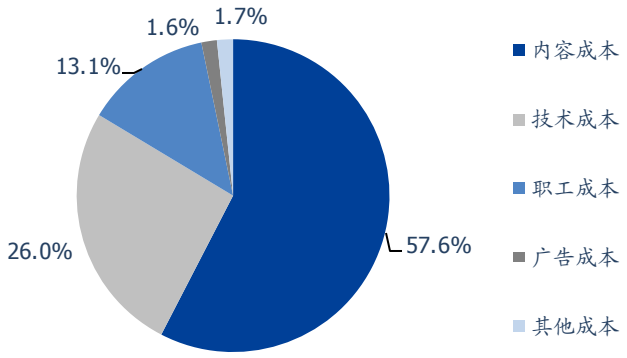
整体来看，芒果 TV 成本主要来自互联网视频业务，2017 年互联网视频业务成本占 75.5%，内容运营成本占 11.0%，运营商业务成本占 10.2%。其中，视频业务成本主要来自于内容成本（占比 57.6%）和技术成本（占比 26.0%），内容成本主要为芒果 TV 视频网站上播放的版权内容及相关视频软件的摊销成本，技术成本主要为带宽成本。

图表 101：2017 年芒果 TV 分业务成本构成



资料来源：公司公告、国盛证券研究所

图表 102：2017 年芒果 TV 互联网视频业务各细分成本构成

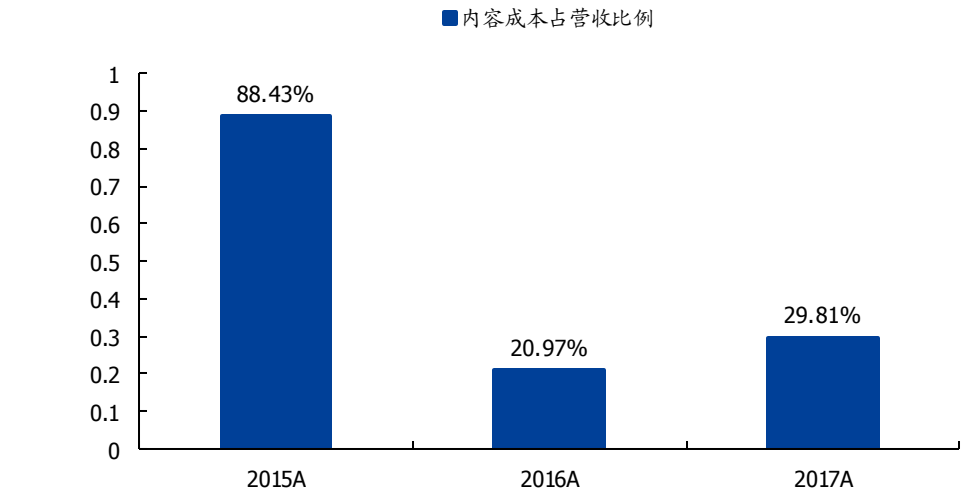


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

4.2.2 内容成本：目前芒果 TV 内容成本占比低于行业水平，未来内容成本支出占比或将有所提升

纵向来看，2016 年芒果 TV 内容成本占收入比例大幅下降。从内容成本占总营收比例来看，2015 年芒果 TV 内容成本占总营收 88.43%，2016 年下降到 20.99%，2017 年则上升为 29.81%。

图表 103：芒果 TV 内容成本占营业收入比例



资料来源：公司公告、国盛证券研究所

2016 年内容成本占比大幅下降的原因是：2016 年快乐阳光摊销政策有所变更。根据公告显示：摊销政策变化后，2016 年净利润增加 4.95 亿元，2017H1 净利润增加 1.83 亿元。芒果 TV 版权摊销政策由直线摊销改为加速摊销，由于芒果 TV 主要收入来自于互

联网视频业务和版权销售业务，这些收入不是每年平均实现的，收入主要集中在前期实现，后期收入会明显下降，因此使用加速摊销法会更符合视频行业的特征，优酷和爱奇艺也主要采用加速摊销的方法。

图表 104：快乐阳光版权摊销金额（单位：亿元）

	2016 年			2017 年		
	变更前	变更后实际数字	变化数	变更前	变更后实际数字	变化数
无形资产	4.78	9.73	4.95	5.34	12.12	6.78
营业成本	21.83	16.88	-4.95	11.43	9.59	-1.83
净利润	-11.89	-6.94	**4.95**	-0.25	1.58	**1.83**

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

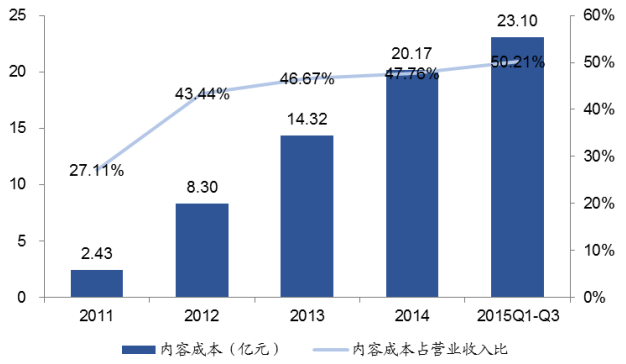
图表 105：快乐阳光摊销政策与同行业对比

公司	备注	摊销政策
快乐阳光	2015 年度摊销政策	-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，属于首次播出之外的，直接计入当期成本。
快乐阳光	2016 年度及 2017 年 1-6 月	-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）
爱奇艺	IQ.O	非独家版权内容：新上线的影视剧、季播综艺等，基于历史播放规律使用加速摊销法。其他非独家版权使用基于历史播放数据的直线摊销法。 独家版权内容：（1）网络传播权：新上线的影视剧、季播综艺等，基于历史播放规律使用加速摊销法。其他非独家版权使用基于历史播放数据的直线摊销法。（2）版权分销：基于当期分销收入/预计总体分销收入的比率进行摊销。
乐视网	300104	按照授权期限或 10 年直线摊销
东方明珠	600637	合同期限小于 12 个月，在合同约定期限内按照年限平均法摊销；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 个月内平均摊销原值的 50%，在 2 年半内平均摊销剩余的 50%

资料来源：公司公告，合一集团年报、爱奇艺招股书，国盛证券研究所

横向同行对比：芒果 TV 内容成本占比较低，远低于优酷土豆和爱奇艺，2017 年爱奇艺内容成本支出 126.17 亿元，占营收 72.6%；2016 年爱奇艺内容成本占收入 67.11%，均远高于高于芒果 TV 内容占收入比例。

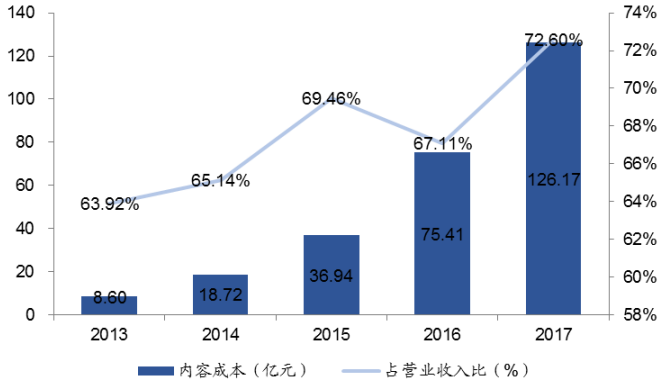
图表 106：优酷内容成本及其占营收比例



资料来源：合一集团年报、国盛证券研究所

由于合一集团 2015Q4 已退市，2015 年只包括前三季度数据

图表 107：爱奇艺内容成本及占营收比



资料来源：爱奇艺招股书、百度公告，国盛证券研究所

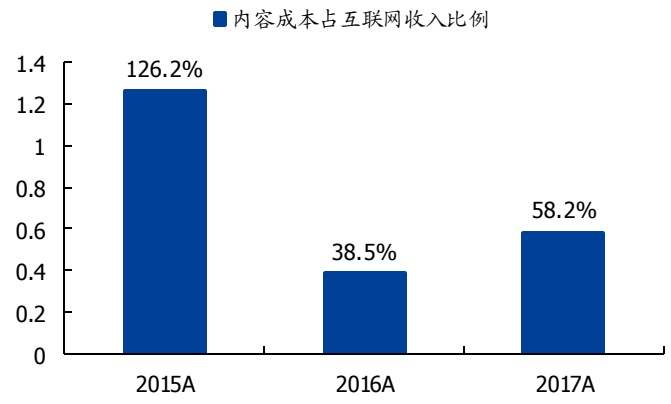
注：2013-2014 为百度的内容成本

芒果 TV 内容成本占营收比较低的原因是：（1）从收入端来看，版权销售业务和运营商业务毛利率高，收入大，冲淡了互联网视频业务高昂的内容支出带来的压力。（2）从成本端来看，首先，相对于爱奇艺等公司而言，芒果 TV 前期内容采购力度较小；其次，芒果 TV 拥有湖南卫视版权资源，以占比 1.87%的节目带动 21.06%的流量涌入，加上芒果 TV 突出的自制能力，在一定程度上降低了芒果 TV 部分版权采购需求。

（注：由于芒果 TV 内容成本主要来自于互联网视频业务，与其他业务相关性较小。因此，下文我们将以内容成本/互联网视频业务收入的比例，去预测未来内容成本支出，以减少其他业务的干扰，同时更好地与同行作比较。）

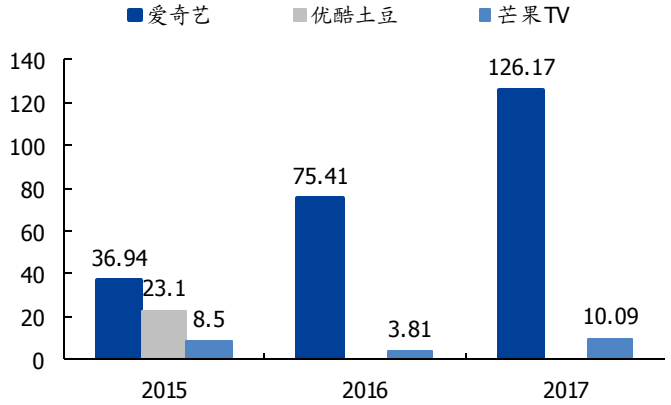
从互联网视频业务来看，2016 年内容成本占该业务收入 38.5%，低于爱奇艺近 29 个百分点；2017 年芒果 TV 内容成本占互联网视频业务比上升至 58.2%，但仍低于爱奇艺 2017 年水平。由此可见，就互联网视频业务而言，芒果 TV 仍具有内容成本优势。

图表 108：芒果 TV 内容成本及互联网视频业务收入比例



资料来源：公司公告、国盛证券研究所

图表 109：芒果 TV 与各大平台内容成本对比



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

注：优酷土豆 2015 年内容支出只包括了前三季度

未来预测：随着版权库的扩建，预计芒果 TV 内容支出在占比在 2018，2019 年或将有所上升，但突出的自制能力和提前低价锁定的湖南卫视版权库仍能赋予其成本优势。

2018-2020 年内容支出包括：（1）15 亿元版权扩建项目：收购交易报告显示：本次交易拟募集 20 亿元，其中 15 亿用于支持版权库扩建项目。项目将采购 250 集年度重点卫视剧的网络独家版权，项目建设期两年，第一年采购 100 集，约合 2 部剧，第二年采购 150 集，约合 3 部剧。**（2）15 亿元提前采购湖南卫视 2018-2020 年节目版权支出：**

快乐阳光取得 2018 年、2019 年、2020 年前述节目的境内信息网络传播权的对价分别为 4.51 亿元、4.961 亿元、5.4571 亿元，合计 14.93 亿元。

图表 110：芒果 TV 内容成本预测

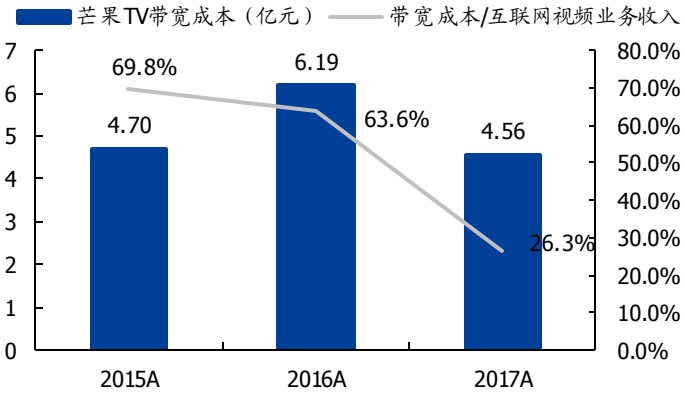
	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
内容成本	850	381	1009	2009	2775	3914
占互联网视频业务收入比例（%）	126.2%	38.5%	58.2%	55.4%	55.0%	55.0%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

4.2.3 带宽成本：目前带宽成本占比高于同行，未来带宽成本占比将持续下降

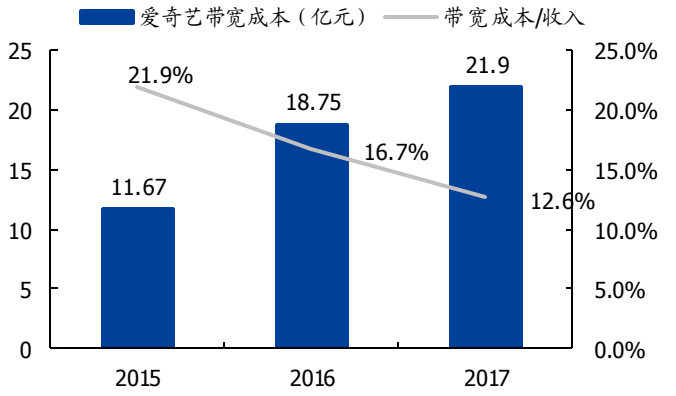
从带宽成本占营收比例来看，目前芒果 TV 带宽成本占比高于同行，2016 年芒果 TV 带宽成本 6.19 亿，占营收 63.6%，比 2015 年下降 6.2pct，2017 年更是进一步下降 37.3pct，但仍显著高于同行。同行业比较来看，2016 年爱奇艺带宽占收入 16.7%，2017 年占比下降到 12.6%。随着带宽的价格不断下降，我们预测芒果 TV 未来几年单位 VV 值带宽成本也会有所下降，到 2020 年，芒果 TV 带宽成本占互联网视频业务收入比例有望下降到 10%左右。

图表 111：芒果 TV 带宽成本占收入比例



资料来源：公司公告、国盛证券研究所

图表 112：爱奇艺带宽成本占收入比例



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 113：带宽成本预测

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
VV 值/年（亿）		730	801.0	1368.8	1662.8	2058.2
VV 值同比增速			9.7%	70.9%	21.5%	23.8%
带宽价格降幅				20%	15%	10%
单位 VV 值技术成本（元/VV/年）			0.006	0.005	0.004	0.003
当年带宽成本（亿元）	4.70	6.19	4.56	6.23	6.44	7.17
带宽成本/互联网视频业务收入	69.77%	63.62%	26.32%	17.18%	12.76%	10.08%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

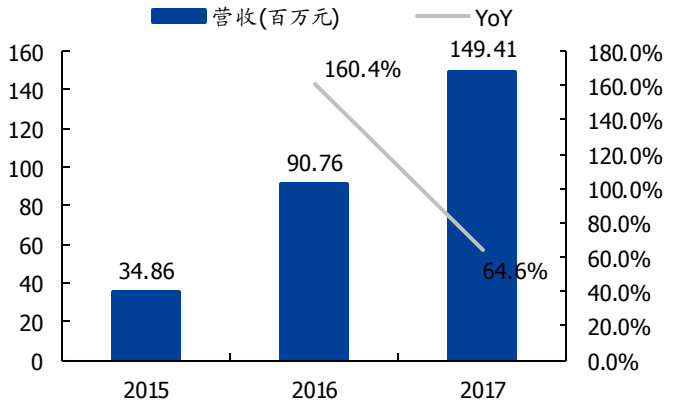
五、其他资产：形成内容生态集团，发挥产业上下游联动效应

5.1 芒果互娱：影游联动+互动营销，全方位挖掘 IP 价值

5.1.1 财务数据：16 年实现扭亏为盈，17 年净利率显著提升，盈利能力持续改善

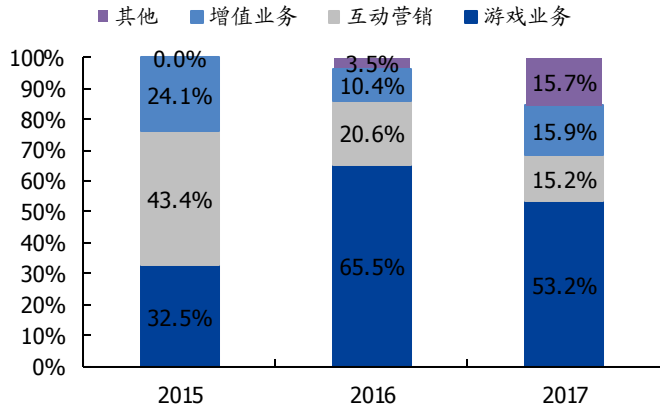
从收入规模来看，芒果互娱2016年实现扭亏为盈，收入为9076万元，同比增长160.4%，2017 年收入为 14941 万元，同比增长 64.6%。从收入结构来看，游戏业务收入仍是主要收入来源，2017 年游戏业务收入 7948 万元，占总营收 53.2%。

图表 114：芒果互娱收入及增速



资料来源：公司公告、国盛证券研究所

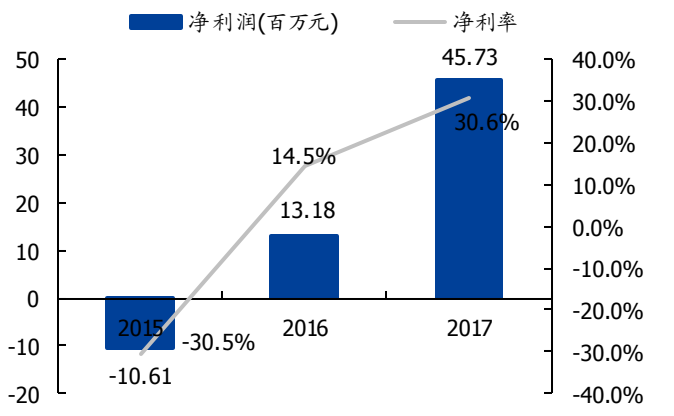
图表 115：芒果互娱收入结构



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

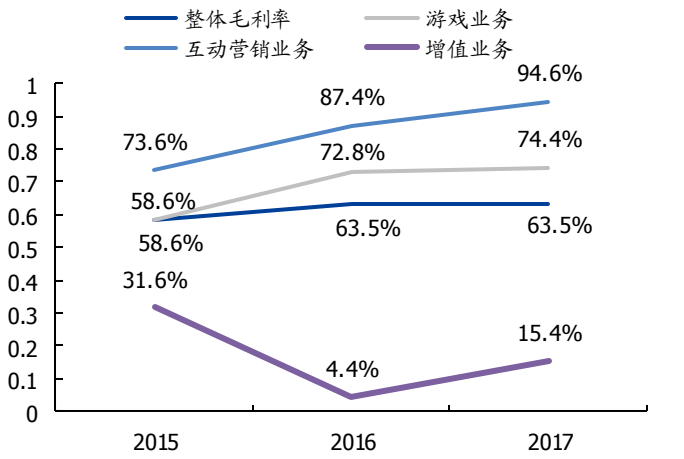
盈利能力：净利润、净利率涨幅明显，盈利能力持续改善，游戏业务毛利率高。从净利润增长率来看，2016 年实现扭亏为盈，2017 净利润 4573 万元，同比大幅增长 2.47 倍；净利率则从 2016 年的 14.5%增长到 2017 年的 30.6%，大幅提升 16.1pct；2017 年公司整体毛利率为 63.5%，游戏业务毛利率 74.4%，游戏业务毛利率水平高于整体。

图表 116：芒果互娱净利润及增速



资料来源：公司公告、国盛证券研究所

图表 117：芒果互娱各业务毛利率情况



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

5.1.2 业绩驱动：17 大力布局游戏发行，游戏市场火爆有望助其实现业绩承诺

芒果互娱具备 IP 资源储备优势，2017 年大力布局游戏发行。 芒果互娱拥有湖南卫视 2020 年前的节目的游戏改编及发行版权；在湖南台 IP 资源获取的基础上，芒果互娱凭借优秀的团队与技术不断提升其 IP 资源孵化能力和外部资源获取能力。公告称 2017 年是芒果互娱布局游戏发行的第一年，重点产品均在下半年，下半年游戏储备如下：

图表 118：2017 年芒果互娱布局游戏发行计划

游戏产品	类型	研发商	上线日期	内测结果
i.《英雄使命》	FPSMOBA	深圳大梦龙途	2017Q4	6 月 23 日进行渠道第 1 次删档不计费测试，次日留存平均 60%；7 日留存平均 23%，达到 S 级水平。
ii.《小米超神》	传奇英雄题材，MOBA 类	福建朱雀网络	2017Q4	渠道第 2 次付费不删档内测，次日留存平均 54.15%；7 日留存平均 33.84%，达到 S 级水平。
iii.《捕鱼大本营》	休闲捕鱼类	游族网络	2017.10	经过渠道第 2 次付费不删档内测，次日留存平均 39.79%；7 日留存平均 15.92%，达到 B+级水平。
iv.《天骄铁骑》	大型 MMO 国战	北京辉耀时代	2017.10	渠道第 2 第 1 次付费不删档内测，次日留存平均 39.79%和 38.9%；7 日留存平均 15.92%和 10.91%，达到 B+级水平。
v.《大话许仙》	大型 RPG 回合制游戏	上海晨之科	2017.10	公告发布时还未测试

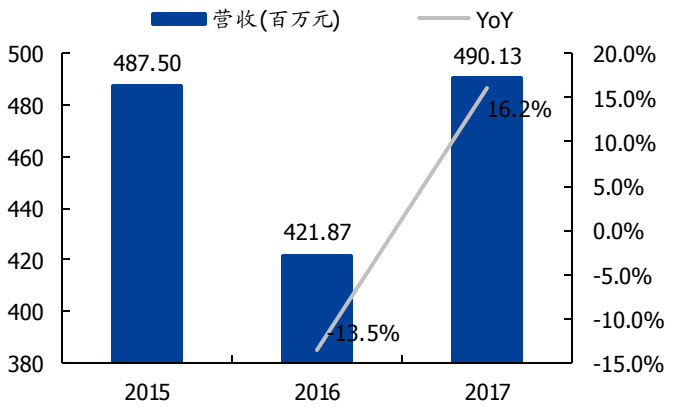
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

5.2 天娱传媒：具备"偶像工厂"先天优势，致力于打造青年娱乐文化产品

5.2.1 财务数据：2017 年净利率、毛利率大幅上涨，盈利能力显著改善

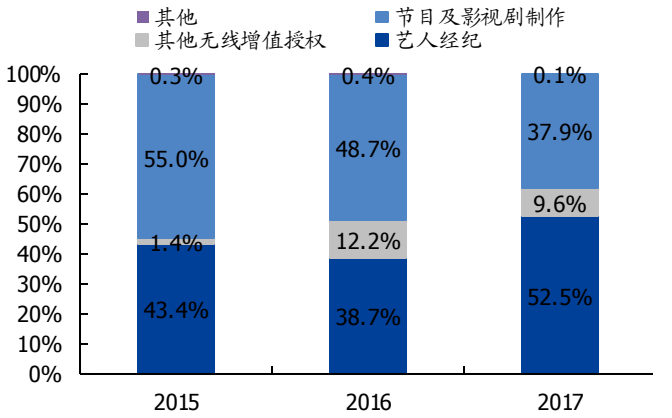
营收规模：从收入整体来看，2017 年实现收入 4.90 亿元，同比增长 16.2%；2016 年全年收入同比下降 13.5%，主要原因是 16 年艺人经纪业务和影视剧制作业务收入有所下滑：天娱传媒艺人经纪业务收入 2016 年较 2015 年减少 4805.71 万元，降幅为 22.74%，主要系 2015 年末一线艺人李宇春、张杰、魏晨等艺人经约到期；节目及影视剧制作业务收入 2016 年较 2015 年减少 6258.71 万元，降幅为 23.35%，主要系考虑到影视剧市场波动较大，天娱传媒出于谨慎投资原则缩小影视剧投资规模。从收入结构来看，2017 年艺人经纪占比 52.5%，份额最大，其次节目及影视剧制作，占比 37.9%。

图表 119：天娱传媒收入和增速



资料来源：公司公告、国盛证券研究所

图表 120：天娱传媒各项业务收入



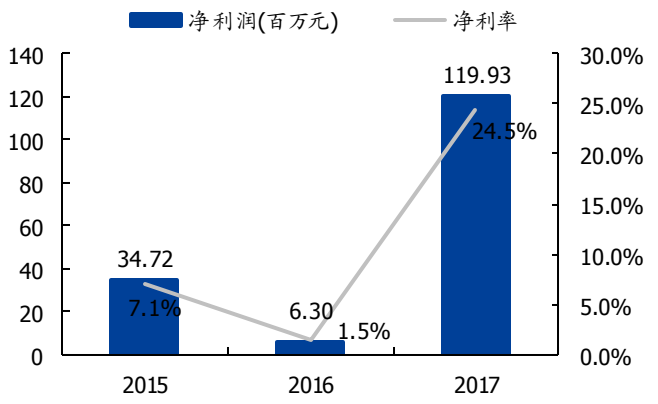
资料来源：公司公告、国盛证券研究所

盈利能力：2017 年净利率、毛利率大幅上涨，盈利能力显著改善。从净利润来看，其 2016 年净利润 630 万，同比下滑 82%，2017 年净利润 11993 万元，同比大幅增长 18 倍；从净利率来看，2016 年净利率只有 1.5%，17 年净利率大幅上升到 24.5%；从毛利率来看，2017 年整体毛利率为 38.4%，大幅上升 23.9pct，其中艺人经纪业务毛利率 30.6%，较 2016 年增 13.5pct，节目及影视剧制作业务毛利率 35.5%，同比增长 41.3pct。

2016 年盈利能力大幅下滑的原因：收入端受到艺人经纪业务和影视剧节目制作业务收入下滑影响，成本端则主要系电视剧《相爱穿梭千年 2》因换角需重新拍摄造成成本大幅增加，导致节目及影视剧制作业务毛利率 2016 年度为负。

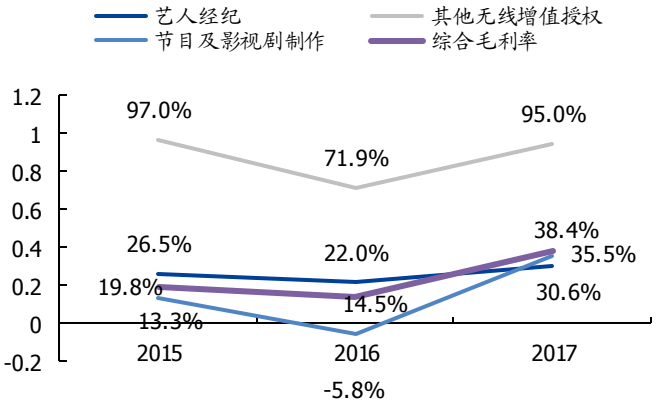
2017 年盈利能力显著提升的原因：天娱传媒艺人经纪业务毛利率 2017 年较 2016 年上升较多，主要系公司优化对艺人的投入模式；节目及影视剧制作业务毛利率 2017 年较高原因为发行现象级电视剧《人民的名义》等。

图表 121：天娱传媒净利润及净利率



资料来源：公司公告、国盛证券研究所

图表 122：天娱传媒各业务毛利率



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

5.2.2 业绩驱动：盈利能力的改善带来利润的增长，预计 2018 年能完成业绩承诺

艺人经纪业务方收入： 天娱传媒被誉为"偶像工厂"，具备较强的造星能力，未来艺人数量将保持在 46 人左右，丰富的艺人资源储备优势将为公司未来盈利能力做出持续贡献。
影视剧节目制作收入： 主要与其排片计划相关，2017-2020 年天娱传媒参与投资包括《火王》等多部影视剧。

图表 123：天娱传媒已明确的影视剧项目情况

影视剧名称	题材	投资情况	投资占比	集数	拍摄进度
《火王》	古代传奇	参投	9%	60	2017 年 6 月开机，2017 年 10 月杀青，2018 年上映
《温暖时刻》	都市情感	主控	60%	40	剧本创作阶段，2018 年开机，2018 年 10 月上映
《千门江湖》第一季	年代传奇	参投	50%	20	2017 年 11 月开机，2018 年 6 月上映
《蜗牛与黄鹂鸟》）	青春偶像	主控	51%	60	2018 年 7 月开机，2019 年 6 月上映
黑天鹅	年代传奇	参投	25%	50	剧本阶段，2018 年开机，2019 年上映
《千门江湖》第二季	年代传奇	参投	50%	20	已签订投拍协议，2017 年开机，2019 年上映
《瞄准》	谍战传奇	主控	60%	60	2018 年开机，2020 年上映

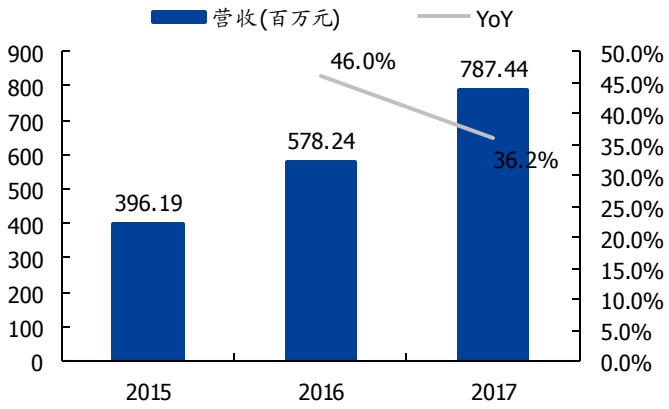
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

5.3 芒果影视：湖南卫视定制栏目唯一生产组织方，具备打造爆款青春剧的能力

5.3.1 财务数据：2017 年营收增长较快，盈利能力有所下降

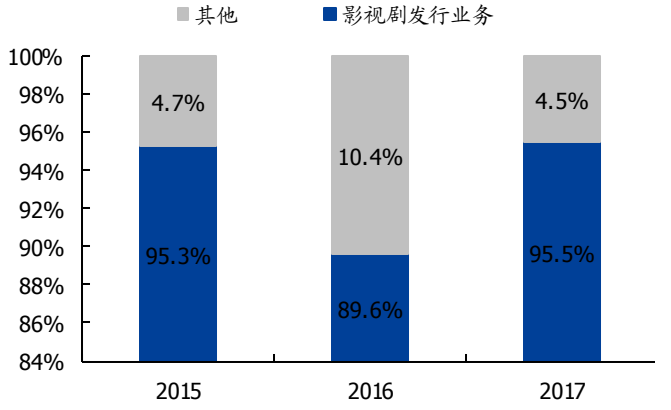
收入： 2017 年 95%以上的收入来自于影视剧相关业务，2016 年营业收入 5.78 亿元，同比增 46.0%，2017 年收入 7.87 亿元，同比增长 36.2%。

图表 124：芒果影视收入和增速



资料来源：公司公告、国盛证券研究所

图表 125：芒果影视各业务营收占比情况

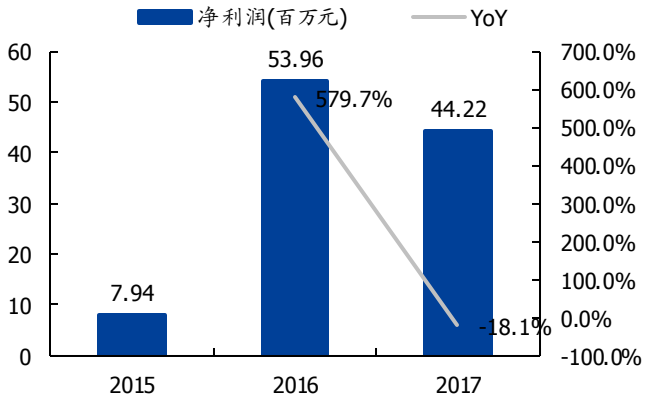


资料来源：公司公告、国盛证券研究所

盈利能力：16 年净利润、净利率大幅上涨，17 年盈利能力有所下降。

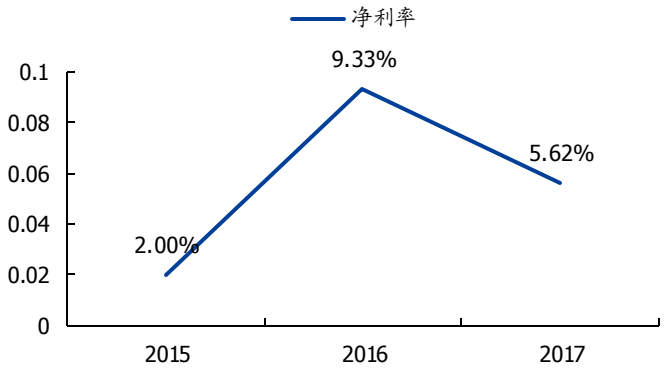
从净利润来看，2016 年净利润 5396 万元，同比增长 580%，2017 年净利润 4422 万元，同比下降 18.1%。从净利率来看，2016 年净利率 9.33%，较 2015 年提升 7.33 个百分点，2017 年净利率 5.62%，较 2016 年有所下降。

图表 126：芒果影视净利润（单位：万元）



资料来源：公司公告、国盛证券研究所

图表 127：芒果影视净利率



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

5.3.2 业绩驱动：湖南卫视定制栏目贡献稳定收入，未来着力发展网络剧

市场剧：芒果影视市场剧项目的单集制作成本大部分为 400-625 万元/集，而电视剧的预期单集销售价格主要为 550-780 万元/集。电视剧的预期单集销售价格与其制作成本相匹配。在制作成本不断提高的同时，预期销售价格会相应增加。

图表 128：2017-2020 芒果影视市场剧项目进展情况

电视剧	集数	项目预计总投资额(亿元)	首轮价格(万元/集)	（预计）开机时间	（预计）取得发行许可证时间	（预计）发带时间
封神(网络)	63	1.62	140	2015 年 3 月	2016 年 11 月	2016 年 12 月
远大前程	60	3.46	910	2016 年 7 月	2017 年 9 月	2017 年 11 月
秋收起义	30	0.60	200	2016 年 11 月	2017 年 7 月	2017 年 8 月
雷神突击	40	1.60	520	2017 年 3 月	2017 年 12 月	2018 年 1 月
在纽约	50	3.20	930	2017 年 9 月	2018 年 10 月	2018 年 11 月
陆战之王	55	2.20	550	2017 年 10 月	2018 年 7 月	2018 年 8 月
隐秘而伟大	40	2.00	730	2018 年 4 月	2019 年 2 月	2019 年 8 月
流水迢迢	50	2.75	810	2018 年 9 月	2019 年 10 月	2019 年 10 月

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

定制栏目剧：定制栏目剧为芒果影视受芒果传媒委托，为湖南广播电视台卫视频道《青春进行时》周播栏目剧场全部栏目剧进行组织及制作。签订的相关合同中约定芒果影视以 300 万元/集的价格向芒果传媒提供剧场栏目剧。

图表 129：截至 2017 年 6 月 30 日，芒果影视已明确的定制栏目剧项目情况

定制栏目剧	题材	集数	拍摄进度
浪花一朵朵	青春励志	36	2017 年 1 月开机，2017 年 5 月杀青，2017 年 7 月上映
进击吧闪电	青春励志	31	2016 年 11 月开机，2017 年 1 月杀青，2017 年 8 月上映
路从今夜白	青春爱情	30	2017 年 4 月开机，2017 年 6 月杀青，2017 年 11 月上映
我站在桥上看风景	青春爱情	40	2017 年 8 月开机，2017 年 11 月，2018 年 12 月上映
金牌投资人	都市商业	36	2017 年 9 月开机，2018 年 1 月杀青，2018 年一季度上映
天生购物狂	都市爱情	30	2018 年 1 月开机，2018 年 3 月杀青，2018 年内上映
4:48	都市情感	30	2018 年 2 月开机，2018 年 5 月杀青，2018 年内上映
大宋少年天团	青春励志	40	2018 年 4 月开机，2018 年 6 月杀青，2018 年内上映
你的声音我的世界	青春爱情	32	2018 年 5 月开机，2018 年 8 月杀青，2018 年内上映

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

网络剧：芒果影视的网络剧《结爱》拟于 2017 年 9 月开机，该剧改编自施定柔的同名小说，目前正在筹拍中，由芒果影视与打造过网络爆款《太子妃升职记》的北京乐漾影视传媒有限公司进行制作。该剧由陈正道导演，拟请具有网络点击量的当家小生和花旦加盟，在保证项目投资安全的基础上创造预期利润。随着网络剧精品化的发展方向以及制作成本的不断上升，预计未来网络剧的投资成本将呈现不断上升的趋势，故而预期的网络剧销售价格也随之增长。公告称，未来年度芒果影视将着力发展网络剧版块。

图表 130：截至 2017 年 6 月 30 日，芒果影视已明确的网络剧项目情况

网络剧	题材	集数	拍摄进度
结爱	奇幻爱情	27	2017 年 9 月开机，2017 年 12 月杀青，2018 年 5 月完成后期制作
谁将流年抛却	都市情感	24	目前剧本创作中，2018 年 6 月开机，2018 年 9 月杀青，2018 年 12 月完成后期制作

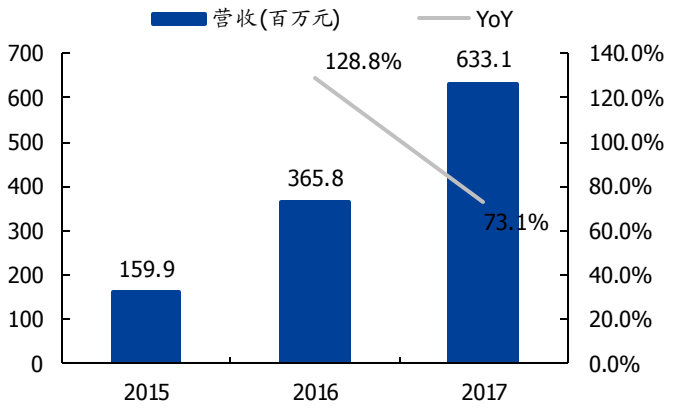
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

5.4 芒果娱乐：专业的全媒体娱乐内容制作公司

5.4.1 财务数据：2016 年扭亏为盈，2017 年净利润大幅增长

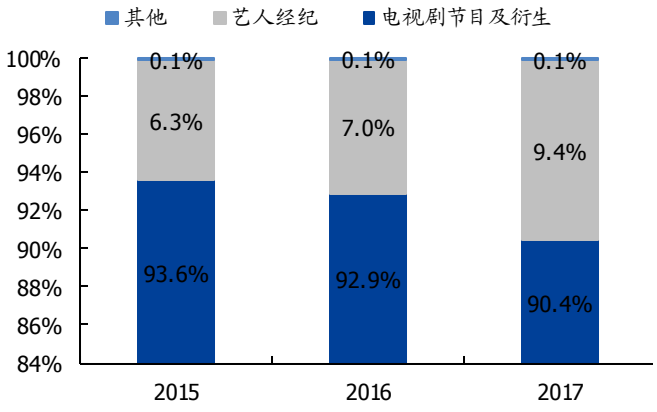
收入：2016 年收入 3.66 亿，同比增长 128.8%，2017 年收入 6.33 亿，同比增长 73.1%。从收入构成来看，电视剧及衍生节目占比超过 90%，其次为艺人经纪业务，17 年占比 9.4%。

图表 131：芒果娱乐收入和增速



资料来源：公司公告、国盛证券研究所

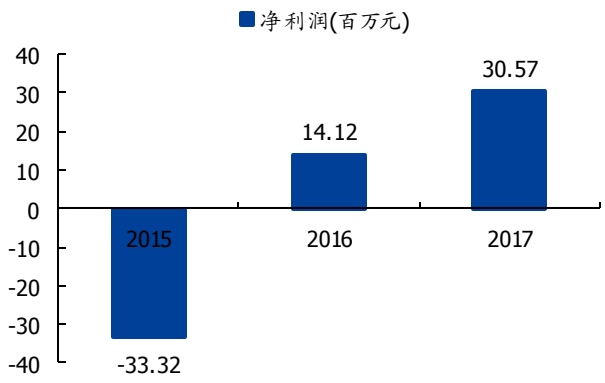
图表 132：芒果娱乐各业务营收占比情况



资料来源：公司公告、国盛证券研究所

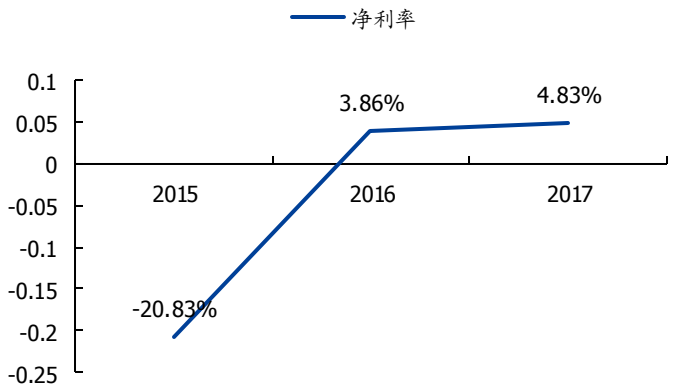
盈利能力：2016 年芒果娱乐净利润 1412 万元，实现扭亏为盈，2017 年净利润 3057 万元，同比大幅增长 116.5%，持续好转。从净利率来看，公司 2016 年净利率实现了由负转正，并在 2017 年继续好转，提升近 1pct。

图表 133：芒果娱乐净利润（单位：万元）



资料来源：公司公告、国盛证券研究所

图表 134：芒果娱乐净利率



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

5.4.2 业绩驱动：投资规模整体上涨，丰富的项目储备助力盈利能力的提升

电视剧制作：2018 年开始芒果娱乐的电视剧制作数量较之前年度有一个快速的增长，芒果娱乐正处于业务的发展阶段，投资规模整体上涨。公告称：2017 年实际已拍摄或即将开机拍摄的剧为 7 部，结合目前的拍摄进度与制作成本投入情况，预计在 2018 年 6 部剧能够播出确认收入。2018 年度之后的排片计划预计在制作数量上有小幅上涨的基础上稳步增加投资规模，未来向大制作精品剧的方向发展。

图表 135：芒果娱乐预测期内电视剧的名称、题材、主控与参投情况、版权比例、拍摄集数、拍摄进度

序号	名称	题材	投资/制作类型	投资比例	拍摄集数	拍摄进度	确认收入年度
1	《欢喜猎人》	现代都市轻喜剧	联合制作	40%	46	已拍摄未播出	2018 年
2	《荒村公寓》	惊悚悬疑偶像剧	联合制作	80%	24	筹备	2018 年
3	《热血狂篮》	现代青春校园剧	联合制作	50%	36	拍摄中	2018 年
4	《众病之王》	都市探险剧	联合制作	60%	36	筹备	2018 年
5	《初恋那件小事》	现代青春校园剧	联合制作	70%	28	筹备	2018 年
6	《幸福的理由》	都市爱情偶像剧	参投	20%	55	拍摄中	2018 年
7	《流星花园》	都市爱情偶像剧	参投	40%	48	筹备	2019 年
8	《侦探俱乐部》	现代推理偶像剧	联合制作	70%	36	筹备	2019 年
9	参考《侦探俱乐部》	现代推理偶像剧	联合制作	70%	36	筹备	2019 年
10	《迟到了，我的爱人》	青春奇幻偶像剧	承揽制作	100%	24	筹备	2019 年
11	网剧 A	都市爱情偶像剧	联合制作	50%	24	筹备	2019 年
12	《本宫看你何时死》	古装穿越轻喜剧	联合制作	80%	40	筹备	2019 年
13	《萌驸当嫁》	古装轻喜剧	承揽制作	100%	24	筹备	2019 年

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

节目制作：主要包括网络大电影、综艺节目、真人秀、个人演唱会、话剧、明星生日会，同时还包括为娱乐频道制作的频道节目。快乐购公告中提到：按照芒果娱乐的实际已签订合同、意向合同预测及项目筹划，公司预测了 2017 年的节目制作收入及成本，未来根据企业对于节目制作业务的项目规划以及历史项目的制作发行情况，公司预测 2018-2022 年收入成本具体如下：

图表 136：未来根据企业对于节目制作业务的项目规划以及历史项目的制作发行情况，公司预测 2018-2022 年收入成本

年份	制作数量(部)	收入（万元）	成本（万元）
2018	16	14260	13395
2019	16	20744	19381
2020	16	22743	21055
2021	17	24209	22268
2022	18	24869	22673
合计	83	106825	98772

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

5.5 快乐购：充分挖掘"内容+渠道+电商"的价值，盈利能力逐步释放

5.5.1 财务数据：业务调整初见成效，盈利能力逐步释放，17 年扣非净利润同比增 120%

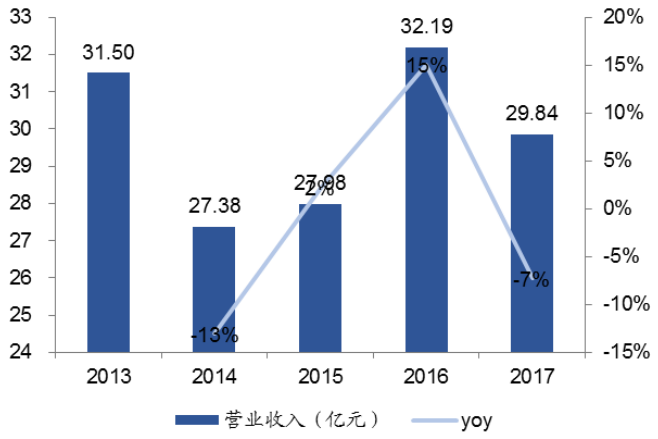
收入：电视购物业务收入下滑致整体收入规模下降；收入结构逐步调整，对电视购物的

依赖性下降。

从营收规模来看，2017 年公司实现营业收入 298,376.07 万元，同比去年减少 7.32%，2017 年收入下滑的主要原因是电视购物行业景气度下降、竞争加剧，2016 年电视购物行业规模首次出现负增长，同比增速为-8%；作为快乐购主要收入来源的电视购物收入持续下滑，导致 2017 年收入下降。

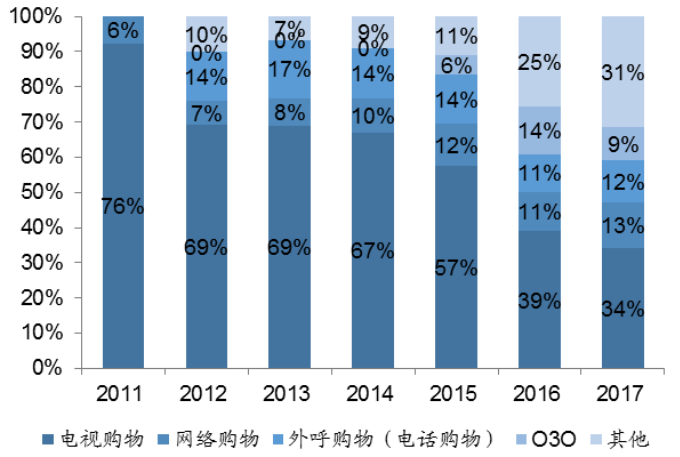
从收入结构来看，快乐购收入结构在逐步调整，电视购物收入占比逐渐下降，2017 年电视购物收入占比下降到 34%，其他业务收入占比在扩大。

图表 137：快乐购营业收入及同比增速



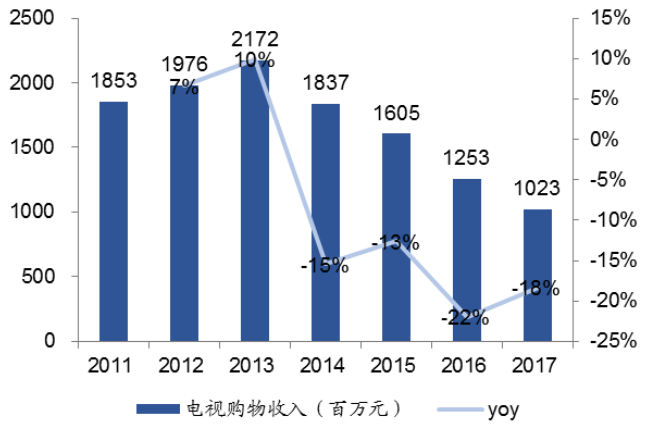
资料来源：公司年报、国盛证券研究所

图表 138：快乐购营收结构



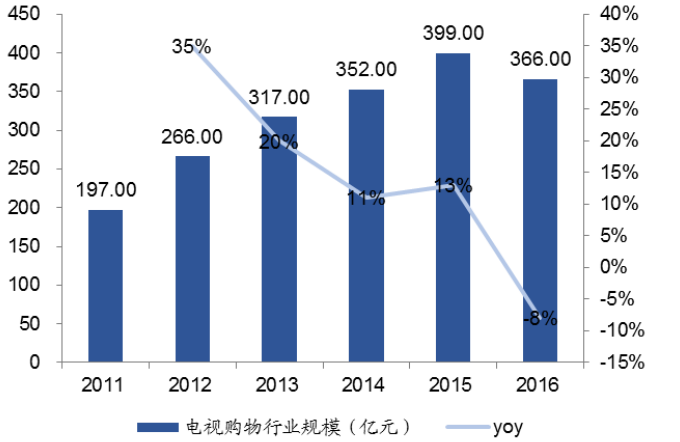
资料来源：公司年报、国盛证券研究所

图表 139：快乐购电视购物收入及增速



资料来源：公司年报、国盛证券研究所

图表 140：电视购物行业规模及增速



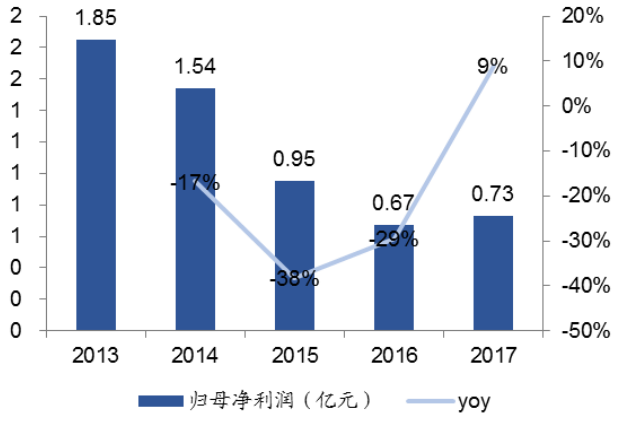
资料来源：公司年报、国盛证券研究所

盈利能力：扣非净利润同比增 120%，业务调整和布局已见成效

从净利润来看，净利润四年来首次实现正增长，扣非净利润同比增 120%。2017 年实现归母净利润 0.73 亿元，同比增长 9%，扣除非经常性损益后归属于上市公司股东净利润为 4,647.03 万元，同比去年增长 120.54%，实现经营性利润翻番。

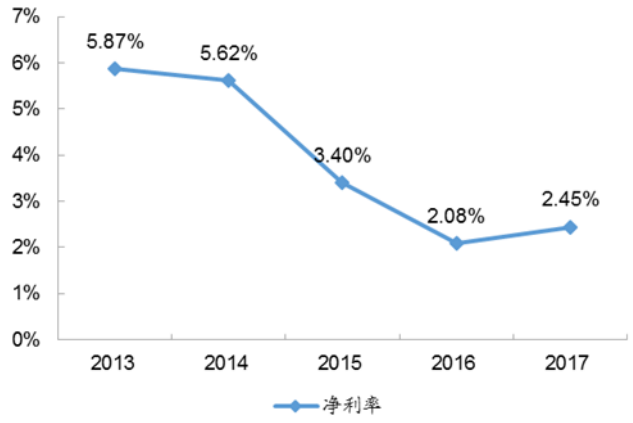
盈利能力改善的原因：业务调整和布局已见成效，相关业务盈利开始逐步释放。从毛利贡献度来看，电视购物毛利贡献率越来越低，网络购物和其他业务贡献度持续上涨；从毛利率来看，网络购物毛利率上涨明显，17 年网络购物业务毛利率 33.42%，同比增长 7.41 个百分点；整体毛利率 22.72%，同比增长 1.54 个百分点。

图表 141：快乐购净利润及增速



资料来源：公司年报、国盛证券研究所

图表 142：快乐购净利率



资料来源：公司年报、国盛证券研究所

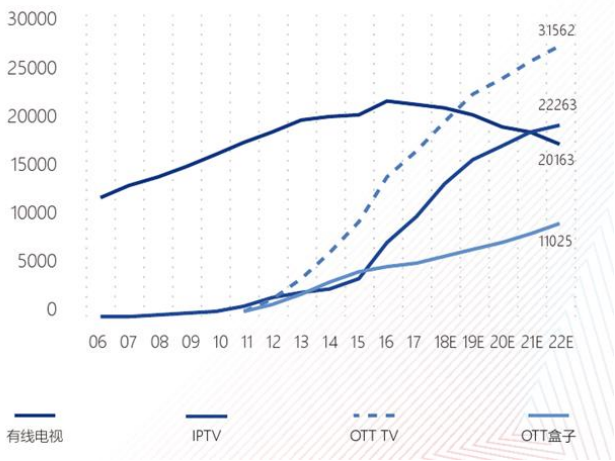
5.5.2 业绩驱动：OTT 的爆发或将为电视购物带来新机遇，“内容+电商”有望推动快乐购电商业务增长

➢ **电视购物：新渠道的开拓或将能有效缓解传统电视购物业绩的下滑**

从行业来看，OTT 的爆发或将为电视购物带来新机遇。从规模价值来看，OTT 行业拐点在 2017 年出现，根据勾正数据，2017 年底智能电视存量超过有线电视，规模逼近 2 亿台，预计到 2020 年将达到 3.2 亿台。从用户时间价值来看，随着 OTT 智能电视软件和服务的升级，越来越多用户回归客厅，智能电视消费时间更高，2017 年上半年用户在智能电视上消费时长比传统电视高 50 分钟左右。随着 IPTV 和 OTT 的爆发，OTT 端和 IPTV 端电视购物或将迎来新的发展。

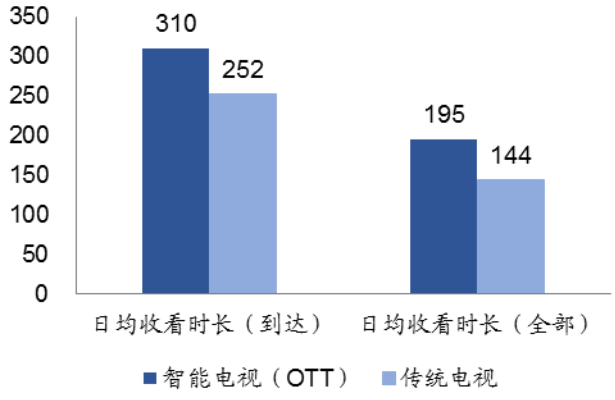
从公司自身来看，快乐购积极开拓 IPTV、OTT 等新渠道，或将有效缓解传统电视购物增速的下滑。2017 年公司拓展了上海有线及 IPTV、江苏及湖南地区 IPTV 渠道，报告期末，上海市场已成为公司最重要的市场之一。2018 年公司将加快推进与多个区域市场的行业并购，同步积极开拓 IPTV、OTT 等新渠道市场，并形成新渠道的培育和运营能力，获取新市场增量。2018 年新渠道的开拓或将能减缓快乐购电视购物业务业绩下滑的速度。

图表 143：家庭大屏各类终端的存量（单位：万）



资料来源：勾正数据、国盛证券研究所

图表 144：2017H1 电视用户日均收看时长（单位：分钟）



资料来源：勾正数据、国盛证券研究所

六、盈利预测与投资评级

6.1 分部估值法：整体估值 412 亿

(1) 快乐阳光估值：我们预测芒果 TV 在承诺期内净利润将超对赌，2018-2020 年净利润达到 7.21 亿/9.71 亿/13.41 亿，同比增长 47%/35%/38%，三年复合增长率 36%，芒果 TV 整体估值 367 亿。

盈利预测：预计芒果 TV 在 2018 年净利润将超业绩承诺，达到 7.2 亿左右

营业收入：2017 年快乐阳光营业收入 33.85 亿元，预计到 2020 末总营业收入将达到 94.48 亿，2017-2020 复合增长率 39.9%。

毛利率：2017 毛利率为 31.46%，预计未来毛利率较高的运营商业务和版权销售业务收入扩大，而互联网视频业务能力提升，未来三年毛利率将在 64%左右。

销售费用率：2017 年销售费用率为 29%，主要原因是 2016 年芒果 TV 加大推广力度，2017H1 销售费用率下降到 12.85%，我们预计未来三年销售费用率将保持在 15%左右。

管理费用率：2017 年管理费用率为 7%，2017H1 管理费用率下降到 4.24%，预计 2017 全年及未来三年管理费用率保持在 4%左右。

所得税：快乐阳光在 2017 年 6 月 30 日后设立霍尔果斯快乐阳光传媒有限公司，计划用于进行影视剧投资、制作和发行业务，并享受"五免五减半"的所得税优惠政策，快乐阳光自 2015 年开始每年的利润总额数字为负，根据计算，2017 年-2019 年均可弥补快乐阳光以前年度亏损，2019、2020 年只需要缴纳少部分所得税。

净利率：快乐阳光 2015-2016 都处于亏损， 2017 扭亏为盈，净利率达到 14%。我们预计 2018-2020 年净利率在 14%左右。**总结来看，在承诺诺期内能实现其业绩承诺。**

图表 145：快乐阳光盈利预测 (单位：百万元)

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	961	1817	3385	5276	7342	9268
营业成本	1532	1586	2244	3529	4707	5880
税金及附加	20.31	27.54	73.72	76.33	146.83	185.35
销售费用	213.07	499.78	552.91	770	1244	1467
管理费用	103.60	125.43	146.84	180	272	395
财务费用	-2.85	-5.99	-0.11	0.00	0.00	0.00
所得税	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预测净利润	-922	-689	489	721	971	1341
yoy				47%	35%	38%
业绩承诺净利润			315	679	910	1294

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

快乐阳光估值（PS 估值）：给予 5 倍 PS 估值，2019 年合理估值约 367 亿

关于视频网站的估值问题，我们选取爱奇艺、B 站，奈飞作为可比公司。由于视频网站

目前大部分亏损，因此我们用 PS 作估值比较。快乐阳光盈利性较强，收入增长确定性高，我们给予快乐阳光 2019 年收入 5 倍的 PS 估值，结合我们的盈利预测，19 年收入将达到 73.42 亿元，对应 367 亿市值。

图表 146：视频平台估值

平台	货币	市值(亿)	2019 预测收入（亿）	PS	用户规模	单 MAU 估值
爱奇艺	USD	184	36.1	5.09	3.94	161
B 站	USD	36.7	5.9	6.18	0.72	308
Netflix	USD	1549	158	9.8	1.18	1159
快乐阳光	RMB	367	73.42	5	1.35	271

资料来源：彭博，国盛证券研究所，爱奇艺，B 站，NETFLIX 收入为 2018 年预期收入

快乐阳光估值（PEG 估值）：快乐阳光已经实现盈利，且盈利模式较为确定，我们预计未来三年净利润 CAGR 约 36%，给予 2019 年备考净利润 38 倍 PE 估值，2019 年市值 368 亿。

结合 PS 估值和 PEG 估值，我们认为，芒果 TV 合理市值在 368 亿左右。

（2）其他资产估值：我们预计其他资产（快乐购+芒果互娱+天娱传媒+芒果影视+芒果娱乐）2018-2020 合计净利润分别 2.61/2.92/3.0 亿，三年复合增速 8.63%。参考行业整体情况，我们给予其他资产 19 年备考净利润 15 倍估值，四家公司总市值约 44 亿。

图表 147：SW 影视动漫行业 PE（TTM，算术平均）（2018 年 10 月 15 日）

证券代码	证券简称	PE(TTM)"	证券代码	证券简称	PE(TTM)
SW 影视动漫行业-PE（TTM，算术平均）：33					
002292.SZ	奥飞娱乐	118.69	601595.SH	上海电影	20.53
600715.SH	文投控股	87.44	000673.SZ	当代东方	20.50
000681.SZ	视觉中国	50.16	600977.SH	中国电影	19.34
002739.SZ	万达电影	39.82	300027.SZ	华谊兄弟	17.18
002699.SZ	美盛文化	34.45	002445.SZ	中南文化	16.77
600088.SH	中视传媒	32.78	002905.SZ	金逸影视	16.23
603721.SH	中广天择	31.34	002071.SZ	长城影视	14.41
600576.SH	祥源文化	27.83	300426.SZ	唐德影视	12.09
300133.SZ	华策影视	25.16	002343.SZ	慈文传媒	8.66
603103.SH	横店影视	24.75	300251.SZ	光线传媒	7.49
300528.SZ	幸福蓝海	24.02	002175.SZ	东方网络	-6.73
000802.SZ	北京文化	22.78	300291.SZ	华录百纳	-16.28
600136.SH	当代明诚	21.07			
WIND 互联网零售行业-PE（TTM，算术平均）：23			**其他参考公司估值**		
002127.SZ	南极电商	22	VIPS.N	唯品会	10
002640.SZ	跨境通	17	BABA.N	阿里巴巴	42

资料来源：Wind，国盛证券研究所

6.2 整体 PEG 估值：给予 19 年备考净利润 29 倍估值，目标市值 406 亿

2017 年整体净利润 8.15 亿，我们预计 2018 年公司整体净利润 10.76 亿，考虑到芒果系资产 2018 年并表，收购后 2017 年公司备考利润 8.15 亿，2018 年同比增速 32%左右，未来三年复合增长率 30%。不考虑定增后股本增加，目前公司总股本 9.9 亿，对应 PE 分别为 31/23/18 倍，考虑定增后的情况，对应 PE 分别为 33/25/19 倍，整合后上市公司为 A 股稀缺内容生态集团，应享有一定的估值溢价，综合 2018 年净利润增速和未来三年净利润复合增长率，我们给予 19 年备考净利润 29 倍 PE 估值，整体市值约 406 亿。

图表 148：分部预测公司整体利润

单位：亿元	2016	2017	2018E	2019E	2020E	未来三年复合增长率
快乐阳光净利润	-6.89	4.89	7.21	9.71	13.41	
同比增速			47.44%	34.67%	38.11%	**36.38%**
快乐阳光以外四家承诺利润合计	1.01	2.43	2.61	2.92	3.08	
同比增速		140.59%	7.41%	8.05%	9.46%	**8.63%**
快乐购净利润	0.67	0.83	0.94	1.03	1.13	
同比增速	-30.04%	23.88%	9.64%	9.82%	9.85%	**9.83%**
公司整体净利润	-5.27	8.15	10.76	14.01	18.23	
同比增速	-654.11%	-216.95%	31.90%	30.21%	30.15%	**30.18%**

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

6.3 小结：公司整体市值约 406 亿

综合以上两种估值方法，我们认为，公司整体目标市值 406 亿，19 年备考净利润 14.01 亿元，对应 PE 29 倍，目标价 41 元。

七、风险因素

（一）业绩承诺无法兑现的风险

根据公司与芒果传媒签署的《发行股份购买资产之盈利预测补偿协议》和《发行股份购买资产之盈利预测补偿协议的补充协议》，芒果传媒对快乐阳光、芒果互娱、天娱传媒、芒果影视和芒果娱乐 2017-2020 年度所实现的净利润作出了承诺，2017 年业绩超承诺，但 2018-2020 仍存在业绩承诺无法兑现风险。

（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）模型假设和实际情况误差风险

我们在报告中对影响公司业绩的各项参数做出了合理假设，但在线视频行业内容更新较快，行业变化较快，可能存在假设与实际情况出现误差的风险。

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中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
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	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：北京市西城区锦什坊街 35 号南楼
邮编：100033
传真：010-57671718
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 10 层
邮编：200120
电话：021-38934111
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

深圳
地址：深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 101 层
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com