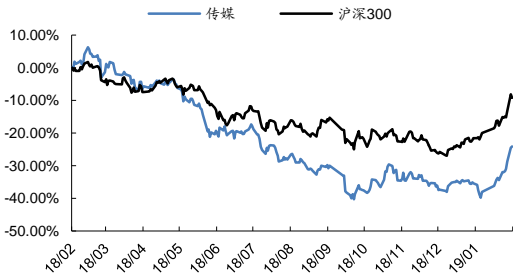


研究所
证券分析师: 谭倩 S0350512090002
0755-83473923
联系人: 朱珠 S0350117070022
021-50479967 zhuz@ghzq.com.cn

从 Spotify 看音乐流媒体与音频融合发展趋势

——传媒行业深度报告

最近一年行业走势



行业相对表现

表现	1M	3M	12M
传媒	17.3	15.9	-23.0
沪深300	15.7	17.3	-10.5

相关报告

《传媒行业周报: 媒体融合纵深推进 关注融媒体广电板块》——2019-02-24

《传媒行业周报: 2019 开年广电板块政策频出 融媒体主流媒体价值渐升》——2019-02-17

《传媒行业周报: 2019 春季档高票价下观影人次下滑 国产科幻片质量提升》——2019-02-10

《传媒行业周报: 春节预售破两亿下内容与院线共舞 收入与阅读时间成正比》——2019-01-27

《传媒行业周报: 春节档预热引出小猪佩奇 IP 文化娱乐引共鸣》——2019-01-20

投资要点:

- **Spotify2018 年高级会员付费率提升至 46.38%，收入结构优化，广告收入占比提升，归母净利润亏损收窄** 2018 年公司全球月活跃用户 2.07 亿（同比增加 30.19%），付费用户 0.96 亿（付费渗透率 46.38%）；2015-2018 年公司运营亏损 2.51/5.68/14.75/0.89 亿美元，但 2018 年归母净利润亏损渐收窄，2018 年公司支出的版权金增长 20%，换言之，公司成为传统唱片公司及艺术家收入增长的重要引擎之一。2018 年公司总收入 60.13 亿美元，同比增加 23.12%（2015-2018 年公司总收入复合增速 42%），其中，会员订阅收入 53.93 亿美元，同比增加 22.9%（2015-2018 年复合增速 41%）；2018 年公司广告收入 6.20 亿美元，同比增加 24.7%（2015-2018 年复合增速 43%）。

2018 年 Spotify 高级用户订阅付费收入（53.93 亿美元，占比 89.69%）基数大于广告收入（6.20 亿美元，占比 10.31%），用户订阅付费收入为主，但广告收入占总收入比例不断提升（2016-2018 年占比分别为 10%/10.18%/10.31%），后续增速可期。

- **音乐产业借助流媒体恢复增长，Spotify 进军 Podcast（播客）音乐流媒体延伸至音频** 全球音乐收入自 2006 年跌破 200 亿美元后，2006-2014 年全球音乐收入同比增速逐步下滑，2015 年全球音乐行业收入规模增速为 3%，下滑速度企稳，其中，数字音乐快速增长逐渐弥补音乐行业规模下滑，2015-2017 年全球音乐收入分别为 148 亿美元、157 亿美元 173 亿美元，同比增速分别为 3%、6%、10%，连续三年实现正增长。IFPI 指出 2020 年预计全球数字音乐收入 133 亿美元，2016-2020 年数字音乐收入复合增速 14%，音乐市场在数字音乐、流媒体增长下催生新活力。音乐流媒体头部企业 Spotify 通过付费音乐的商业模式打破盗版对音乐行业影响，助力全球音乐实现正增长，同时，进军 Podcast 播客音频市场，获取内容下拓宽商业变现渠道。

- **音频、音乐流媒体“听力”双赛道融合，可重复及多样性的内容优势明显** 我们在 2019 年 1 月发布的《从得到 Audible 发展看音频赛道投机路径》报告中指出，移动互联网信息过载下卡位音频赛道填补碎片时间，互联网商业模式从用户量争夺到用户时间与注意力的争夺，音频成为新竞技场，知识付费与有声书通过音频重获商业

价值。同时，在 2018 年 10 月我们发布《从 Spotify 到腾讯音乐 流媒体音乐衍生千亿市场》，从两份报告中我们分别阐述了音乐流媒体及音频的发展及投资路径，Spotify 作为全球音乐流媒体头部企业，2019 年拟通过收购 Gimlet media 及 Anchor 拓宽 Podcast 播客音频市场，两个融合下拓展商业边界，从其战略布局路径下可窥视行业发展趋势。

- 行业评级及投资策略** 音频与音乐流媒体共通性是通过听来完成，其差异化优势在于可重复、多样性。海外看，音乐流媒体代表公司 Spotify 切入音频领域，从瑞典 93% 的市占率下拓至美国及全球市场，在美国 Apple music 强有力竞争对手下迅速拟收购音频 Gimlet media 打破自有市场天花板后与头部互联网企业抢占音频市场；国内看，快手上线服务独立音乐人工具型 app 光音，网易音乐的商业发展被网易逐步重视，腾讯音乐战略投资豆瓣 FM（DNV 音乐集团旗下音乐流媒体产品），双方在产品和版权方面展开战略合作）。第一批成长为巨头的互联网企业在各自阵营中孵化新业务，如游戏、视频等领域已打造出头部企业，在面对新蓝海的音频赛道，各家对其关注度提升。通过音频媒介圈定用户后，其流量池也会带动相关影视如北京文化出品《流浪地球》的电影原声以及与书籍的关注度提升。从目前投资路径看，可关注，一类是版权类公司如视觉中国（DNV 旗下 Vfine Music 与视觉中国达成合作）；一类是中国音乐流媒体头部公司腾讯音乐 TME 以及未上市的喜马拉雅 FM；一类是具备特色内容生产能力的如华谊兄弟（《芳华》电影原声）、奥飞娱乐（儿歌类）；一类是具备平台融合内容、“前店后厂”的芒果超媒。

- 重点推荐个股** 芒果超媒（300413）：国有控股新型主流媒体产业集团，依托湖南卫视+芒果 TV 双平台融合发展，媒体融合有新纵深，锚准建成新型主流媒体。加大产业链上下游延伸，内容创新被广告主与观众渐认可。芒果 TV 全平台日活量突破 6000 万，截至 12 月 31 日，芒果 TV 有效会员过 1000 万。公司推出了《声临其境》《声入人心》《少年说》等十多个优质原创节目。我们预计 2018-2020 年，公司归母净利润 9.2/11.84/15.3 亿元（同比增速 30%/28.8%/29%），eps 分别为 0.96/1.2/1.58 元。

奥飞娱乐（002292）：中国动漫玩具的龙头公司，深耕本土市场多年，从简单制造与授权到原创并围绕 IP 进行全产业链开发，打造累积众多知名 IP 形象。2017-2018 年公司内部业务结构调整，叠加行业上 2018 年游戏版号因素影响，公司前期外延并购的游戏等标的在内外因下影响下带来商誉减值等短期影响因素，我们预计 2018-2020 年公司归母净利润分别为 -16.13/1.41/2.27 亿元，对应 EPS 分别为 -1.19/0.1/0.17 元。静待 2019 年公司业务的再发展，公司作为细分行业头部企业，坚持围绕主业相关业务探索，建立了自身内容品牌市场影响力以及和经销商的良好合作关系均为下一步的再发展奠定了坚实基础，建议关注公司在新战略下的业绩改善。

- 风险提示：** 盗版问题阻碍行业盈利的风险、恶性竞争导致数据

造假的风险、商业变现不及预期的风险、同质化竞争严重的风险、重点推荐标的业绩不及预期、业务快速扩张带来的管理风险、宏观经济波动风险。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2019-02-26 股价	EPS			PE			投资 评级
			2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	
300413.SZ	芒果超媒	41.80	0.18	0.96	1.20	232.22	43.54	34.83	买入
002292.SZ	奥飞娱乐	6.61	0.07	-1.19	0.1	94.43	-5.55	66.10	增持
300027.SZ	华谊兄弟	5.50	0.30	0.37	0.45	18.33	14.86	12.22	未评级
000681.SZ	视觉中国	26.97	0.42	0.55	0.72	64.21	49.04	37.46	未评级

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所（注：未评级盈利预测取自万得一致预期）

内容目录

1、 全球音乐流媒体龙头 Spotify 拓展至音频	6
1.1、 Spotify 亏损收窄全球付费用户 9600 万 付费率 46.38%	7
2、 Spotify 进军 Podcast（播客） 音乐流媒体延伸至音频	11
2.1、 美国 Podcast 市场高增长：手机媒介助推音频发展 播客媒介利于广告变现	11
2.2、 Spotify 以 3.37 亿美元收购 Gimlet Media、Anchor	14
2.1、 播客音频与音乐流媒体双赛道融合 补充内容同时收入有望增加	15
3、 行业评级及投资策略	17
4、 重点推荐个股	18
5、 风险提示	19

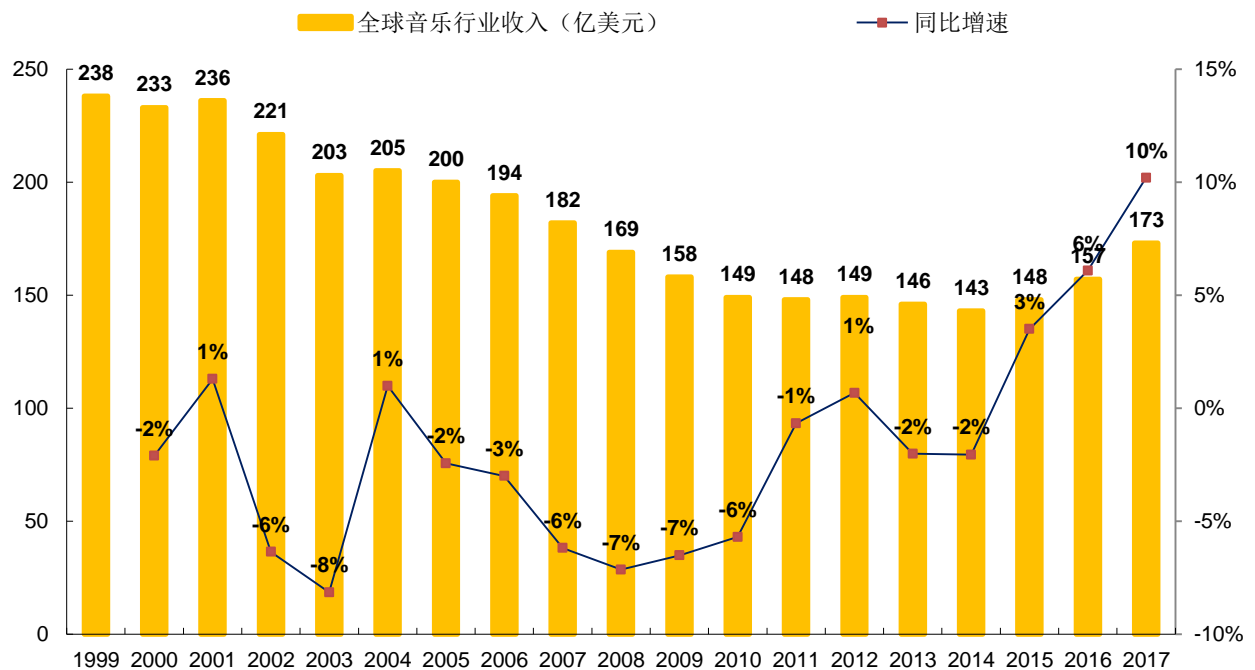
图表目录

图 1: 1999-2017 年全球音乐行业收入及同比增速	6
图 2: 2017-2022 年全球音乐流媒体收入及同比增速	7
图 3: 2017-2023 年全球音乐流媒体用户数及同比增速	7
图 4: 2015-2018 年 Spotify 营业总收入、营业成本及同比增速、归母净利润	8
图 5: 2015-2018 年 Spotify 会员与广告收入占比趋势	9
图 6: 2015-2018 年 Spotify 会员收入与广告收入及同比增速	9
图 7: 2015-2018 年会员及广告两项主营的成本及成本增速	10
图 8: 2015-2018 年 Spotify 月活跃用户、同比增速及付费用户、付费率	11
图 9: 2014-2017 年美国市场智能手机推动用户使用播客的用户数及增速	12
图 10: 2017 年 7 月-2018 年 7 月美国重度与轻度播客用户收听中接受广告数量及增速	13
图 11: 2017 年美国用户及播客音频用户在耳朵经济下花费媒介占比	13
图 12: Gimlet media 官网	15
表 1: 2015-2019 年 Spotify 月活跃用户及付费用户、同比增速及付费率及占全球音乐用户占比	10
表 2: 2015-2020 年 Spotify 用户付费收入、付费率、年化 Arpu、总收入增速	11

1、全球音乐流媒体龙头 Spotify 拓展至音频

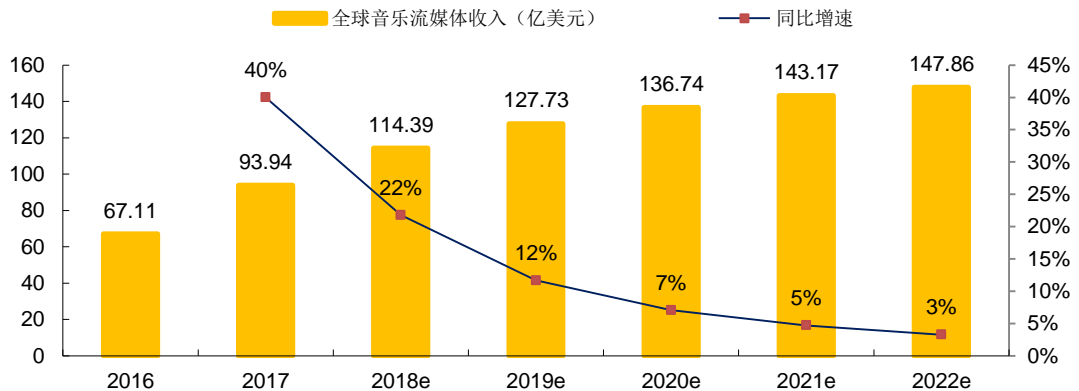
全球音乐收入自 2006 年跌破 200 亿美元后，2006-2014 年全球音乐收入同比增速逐步下滑，2015 年全球音乐行业收入规模增速为 3%，下滑速度企稳，其中，数字音乐快速增长逐渐弥补音乐行业规模下滑，2015-2017 年全球音乐收入分别为 148 亿美元、157 亿美元 173 亿美元，同比增速分别为 3%、6%、10%，连续三年实现正增长。据 IFPI 数据显示 2020 年预计全球数字音乐收入 133 亿美元，2016-2020 年数字音乐收入复合增速为 14%，音乐市场在数字音乐及流媒体增长下催生新活力。全球音乐市场中，出生瑞典的头部音乐流媒体公司 Spotify 率先上市，2018 年全球约 2.07 亿用户活跃在 Spotify 访问超 4000 万首歌曲。相比传统电台线性分配音乐模式，Spotify 正在改变音乐产业，让用户体验音乐的方式从“购买获取音乐”转为“访问即所得”。

图 1：1999-2017 年全球音乐行业收入及同比增速



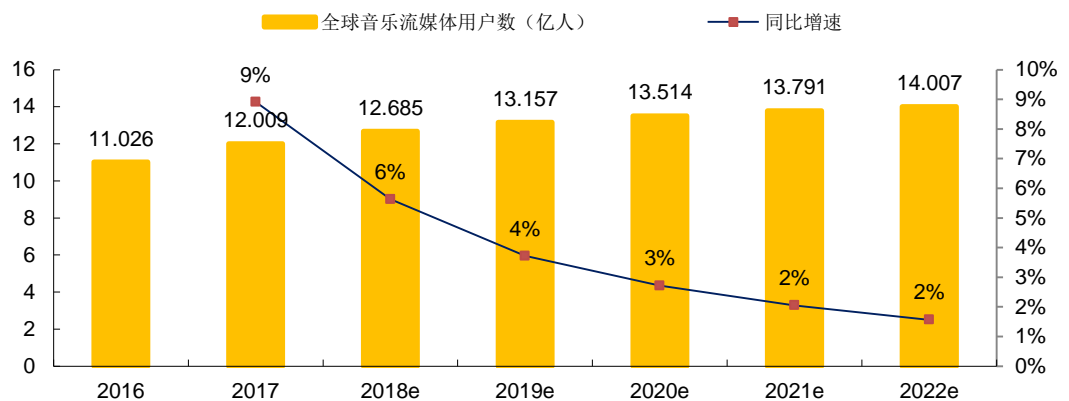
资料来源：IFPI、国海证券研究所

图 2：2017-2022 年全球音乐流媒体收入及同比增速



资料来源：Statista、国海证券研究所

图 3：2017-2023 年全球音乐流媒体用户数及同比增速



资料来源：Statista、国海证券研究所

1.1、Spotify 亏损收窄全球付费用户 9600 万 付费率 46.38%

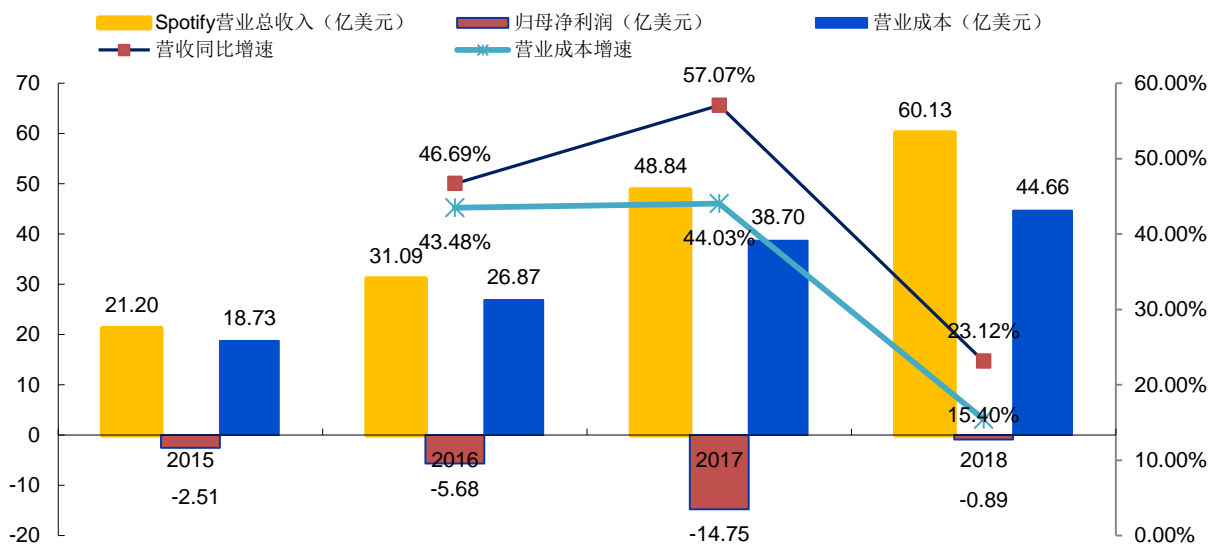
全球音乐流媒体头部企业 Spotify 于 2019 年 2 月发布财报,截至 2018 年底公司在 78 个国家及地区拥有 2.07 亿月活跃用户 (其中 9600 万高级用户即音乐付费用户, 付费率 46.38%)。2018 年公司总收入 60.13 亿美元, 同比增加 23.12% (2015-2018 年公司总收入的复合增速 42%), 其中, 会员订阅收入 53.93 亿美元 (2015-2018 年复合增速 41%); 广告收入 6.20 亿美元 (2015-2018 年复合增速 43%)。

收入结构优化 会员付费收入占比 89.69%，广告收入占比 10.31%。公司收入主要来自用户订阅付费及广告，总收入从 2015 年 21.2 亿美元增加至 2018 年的 60.13 亿美元，复合增速 42%；收入占比中，会员付费收入占比从 2015 年的 89.92% 略微下滑至至 2018 年 89.69%，广告收入占比从 2015 年的 10.09% 上升至 2018 年的 10.31%，2017 年后会员付费收入占比与广告收入占比呈“剪刀差”走势，广告占总收入的比例提升，会员收入占总收入里比例下降。

公司公告指出，2017 年 Spotify 在全球流媒体市场占比约 38%，若从收入计算角度看，公司在美国、巴西和英国市场份额分别为 34%、48%、54%，Spotify 在美国、英国 2017 年收入分别为 18.83 亿美元/5.3 亿美元；若从月活跃用户角度计算，Spotify 在瑞典的流媒体市场占比达到 93%。

经营层面，2015-2018 年公司运营亏损 2.51/5.68/14.75/0.89 亿美元，但 2018 年归母净利润亏损渐收窄。费用主要用于授权内容及其版权，截至 2018 年底，公司已向唱片公司、出版商、艺术家（To B、ToC 端）累计支付 100 多亿欧元，其中，2018 年公司向版权持有人支付的授权金增长 20%，进而成为唱片公司及行业艺术家收入增长的引擎之一。

图 4：2015-2018 年 Spotify 营业总收入、营业成本及同比增速、归母净利润



资料来源：wind 资讯、国海证券研究所

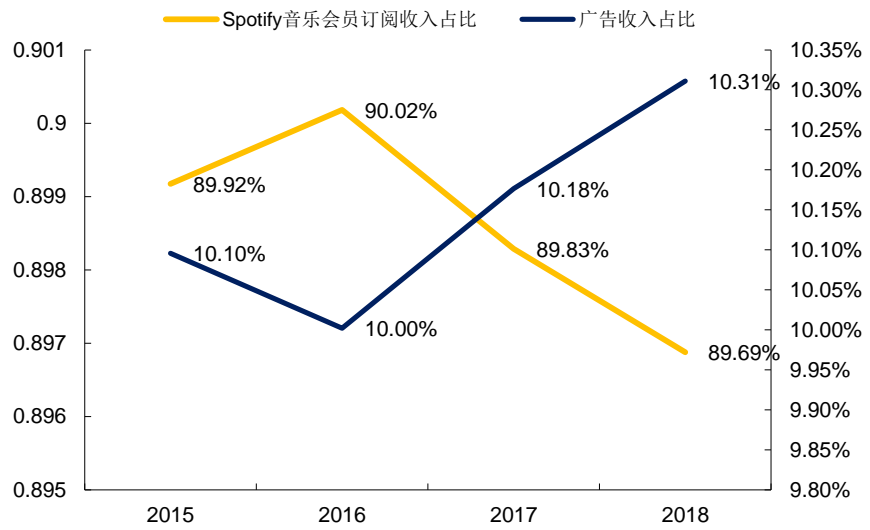
1.1.1、从主业收入、成本拆分看

➤ Spotify 的高级用户订阅付费收入 (53.93 亿美元，占比 89.69%) 基数大于广告收入 (6.20 亿美元，占比 10.31%)，用户订阅付费收入为主，但广告收入占总收入比例不断提升 (2016-2018 年占比分别为 10%/10.18%/10.31%)，后续增速可期

Spotify 的主要收入来自高级会员的订阅付费收入及广告收入，其中，2015-2018 年高级会员订阅付费收入分别为 19.06/27.99/43.87/53.93 亿美元，增速分别为 46.9%/56.7%/22.9%，复合增速 41%；2015-2018 年广告收入分别为 2.14/3.11/4.97/6.20 亿美元，增速分别为 45.3%/59.8%/24.7%，复合增速 43%，

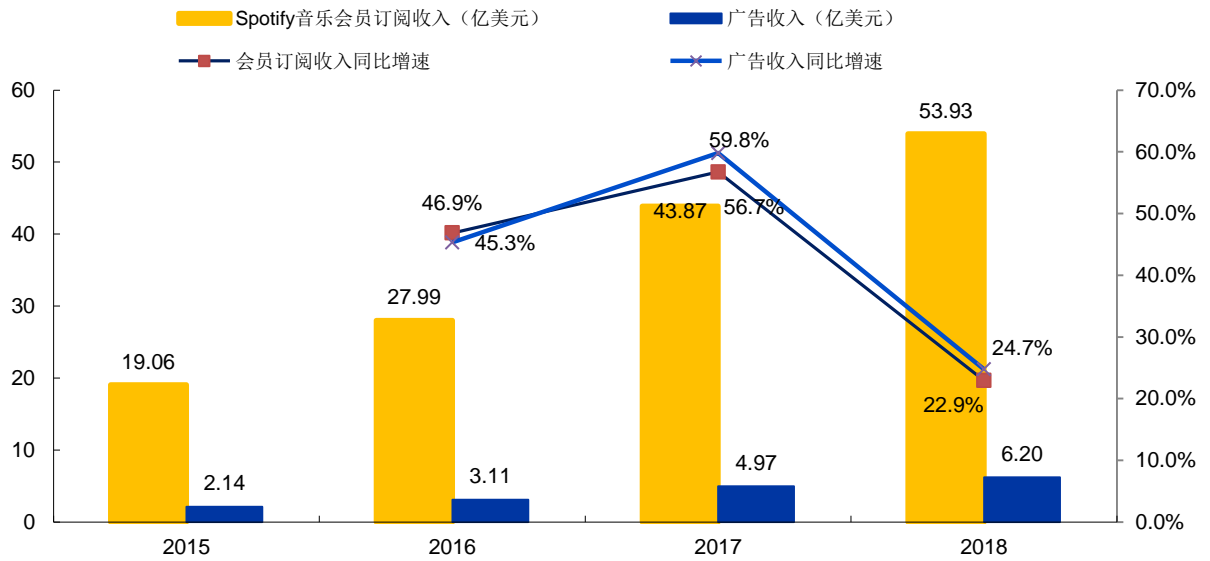
Spotify 的高级用户订阅付费收入基数大于广告收入（用户订阅付费收入为主），但广告收入占总收入比例不断提升，后续增速可期。

图 5：2015-2018 年 Spotify 会员与广告收入占比趋势



资料来源：wind 资讯、国海证券研究所

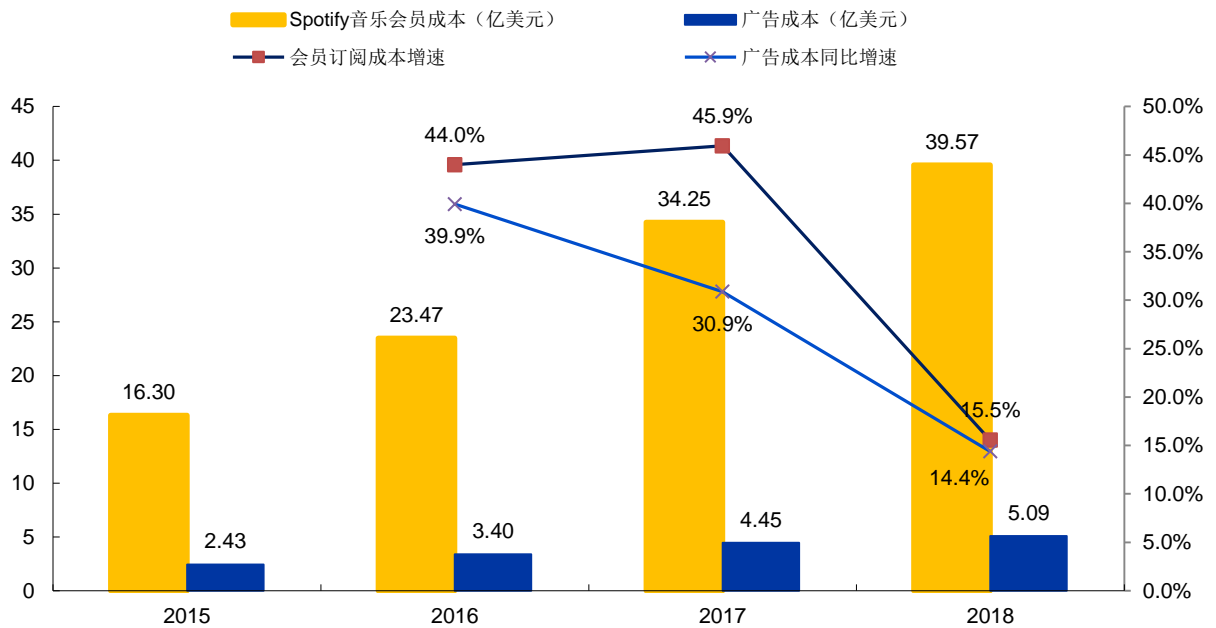
图 6：2015-2018 年 Spotify 会员收入与广告收入及同比增速



资料来源：wind 资讯、国海证券研究所

如下图， Spotify 音乐会员订阅业务成本从 2015 年的 16.3 亿美元增加至 2018 年的 39.75 亿美元，成本增速分别为 44%/15.5%；广告业务成本从 2015 年的 2.43 亿美元增加至 2018 年的 5.09 亿美元，成本增速分别为 39.9%/14.4%，主营业务成本增速与营业收入增速成正比。

图 7：2015-2018 年会员及广告两项主营的成本及成本增速



资料来源：wind 资讯、国海证券研究所

1.1.2、从用户活跃与付费角度看：付费率（2019 年拟达到 47%）及全球音乐用户占比（2019 年拟达到 28%），两者提升

从活跃用户角度看，Spotify 的活跃用户在全球音乐用户市场占比比例不断提升，其用户的付费率也不断提升。Spotify 的活跃用户从 2015 年的 0.91 亿人增加至 2018 年的 2.07 亿人，复合增速 32%，2018 年财报中公司业绩指引 2019 年全年活跃用户 2.45-2.65 亿人，同比增加 18.36%-28.02%，占全球音乐用户市场比例约在 28%-29%，公司月活跃用户增速下滑，但全球音乐用户占比比例从 2017 年的 22% 提升至 2018 年的 26%。付费率角度，Spotify 的付费用户从 2015 年的 0.28 亿人增加至 2018 年的 0.96 亿人，复合增速 51%，预计 2019 年公司付费用户在 1.17-1.27 亿人，付费率约 47.76%-47.92%，不断提升的用户付费率，一方面，利于公司不断夯实主业，另一方面，公司需要不断补充内容吸引新用户留住老用户，如何获取性价比高的内容预计成为公司拓展至音频市场的考量之一。

表 1：2015-2019 年 Spotify 月活跃用户及付费用户、同比增速及付费率及占全球音乐用户占比

年度	Spotify 月活跃用户 (亿人)	月活同比增速	Spotify 音乐付费用户 (亿人)	付费率	年度	Spotify 月活跃用户 (亿人)	spotify 活跃用户占全球音乐用户比例
2015	0.91		0.28	30.77%	2017	1.59	22%
2016	1.23	35.16%	0.48	39.02%	2018	2.07	26%
2017	1.59	29.27%	0.71	44.65%	2019E	2.45-2.65	28%-29%
2018	2.07	30.19%	0.96	46.38%			
2019E	2.45-2.65	18.36%-28.02%	1.17-1.27	47.76%-47.92%			

资料来源：Spotify 公告、Statista、wind 资讯、国海证券研究所

*2019 年活跃用户及付费用户为公司业绩指引数据

*ARPU=average revenue per user 单用户平均收入

表 2: 2015-2020 年 Spotify 用户付费收入、付费率、年化 Arpu、总收入增速

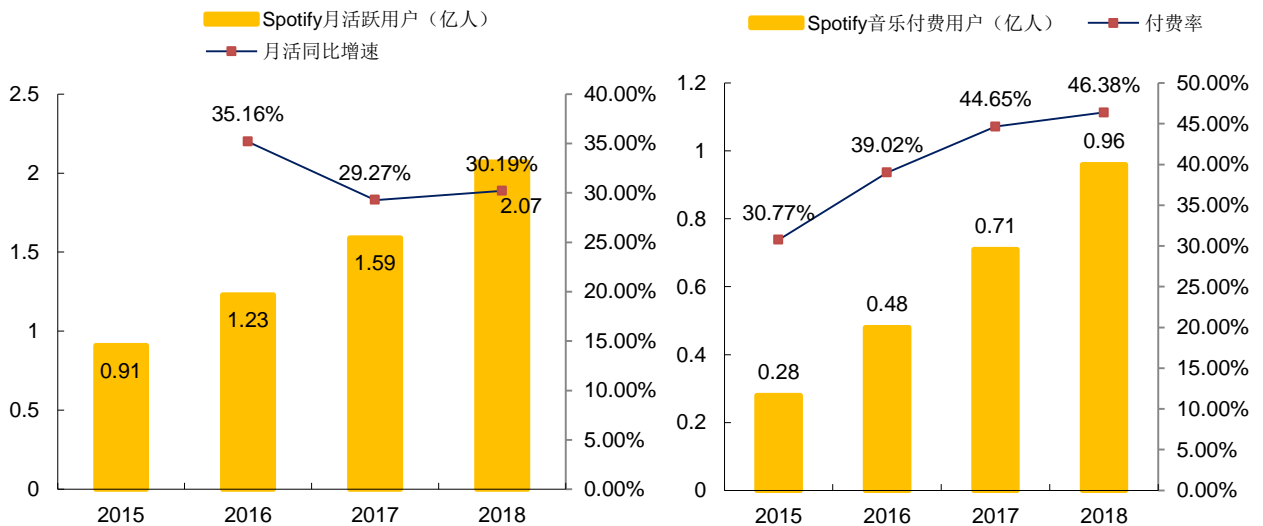
年度	Spotify月活跃用户 (亿人)	月活同比增速	Spotify音乐付费用户 (亿人)	付费率	同比增速	付费用户收入 (亿美元)	年化Arpu (美元)	付费用户收入占总收入比例	Spotify总收入 (亿美元)	总收入同比增速	ps=4	ps=5
2015	0.91		0.28	30.77%		19.06	68.07	89.92%	21.20			
2016	1.23	35.16%	0.48	39.02%	71.4%	27.99	58.31	90.02%	31.09	47%		
2017	1.59	29.27%	0.71	44.65%	47.9%	43.87	61.79	89.83%	48.84	57%		
2018	2.07	30.19%	0.96	46.38%	35.2%	53.93	56.18	89.69%	60.13	23%	241	301
2019e	2.45	18.36%	1.170	47.76%	21.9%	66.69	57	89.40%	74.60	24%	298	373
2020e	2.85	16.33%	1.300	45.61%	11.1%	75.40	58	89.20%	84.53	13%	338	423

资料来源: Spotify 公告、Statista、wind 资讯、国海证券研究所

*2019 年活跃用户及付费用户为公司业绩指引数据

*ARPU=average revenue per user 单用户平均收入

图 8: 2015-2018 年 Spotify 月活跃用户、同比增速及付费用户、付费率



资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

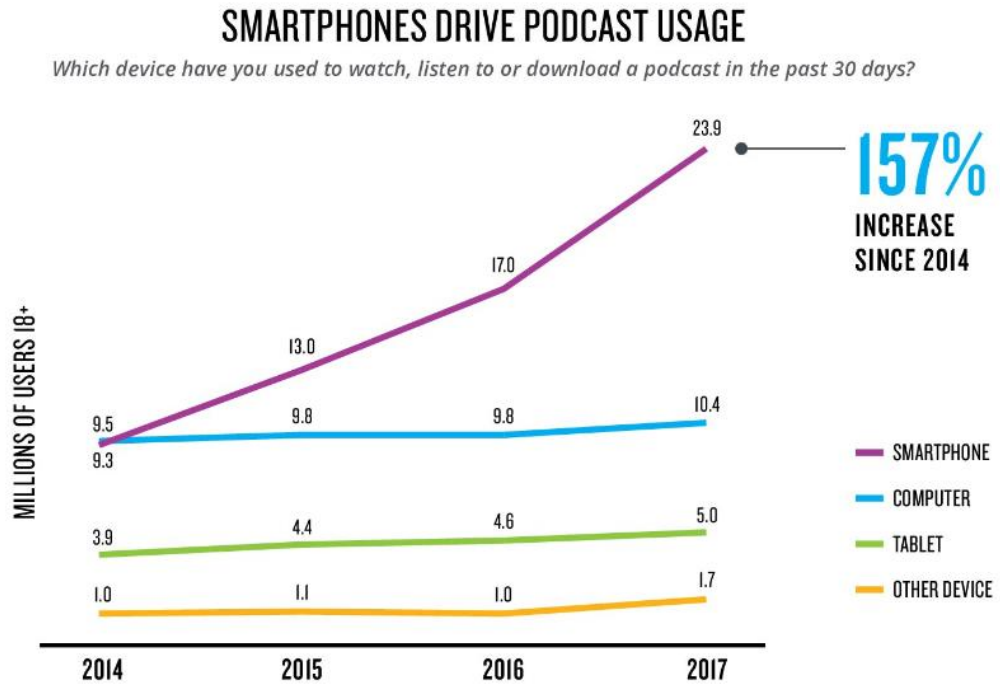
2、Spotify 进军 Podcast (播客) 音乐流媒体延伸至音频

Spotify 从音乐流媒体切入音频市场, 由于音乐产业高度集中, 从唱片公司如环球音乐、索尼音乐、华纳音乐及梅林等音乐唱片集团获取的音乐占公司总音乐内容的 85%, 面对唱片公司的高度集中下带来的潜在不稳因素下, 通过切入市场规模更加的 Podcast 播客音频市场, 利于平衡不稳定因子。

2.1、美国 Podcast 市场高增长: 手机媒介助推音频发展 播客媒介利于广告变现

2018 年 Edison 显示美国市场中 2018 年观众分布在 18-54 岁区间，用户收听播客的场景中家庭、汽车、路上、工作分别占比 84%/65%/42%/39%。据尼尔森数据显示，智能手机推动播客行业发展，使用智能手机收听播客的用户从 2014 年的 950 万增加至 2017 年的 2390 万，增速达到 157%。

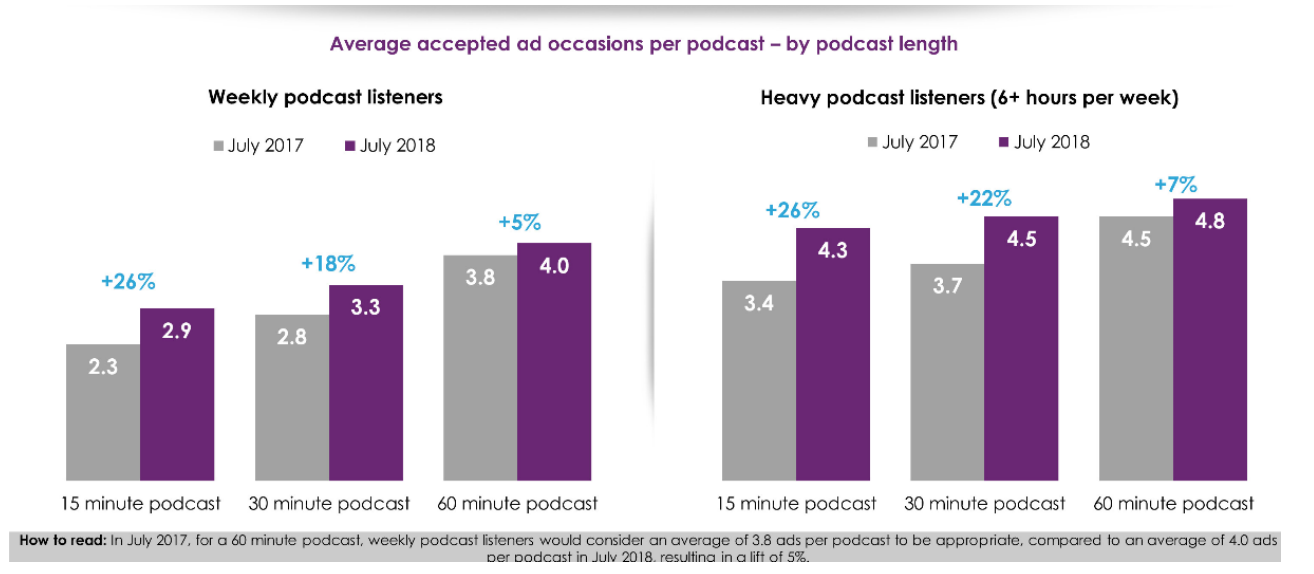
图 9：2014-2017 年美国市场智能手机推动用户使用播客的用户数及增速



资料来源：尼尔森、国海证券研究所

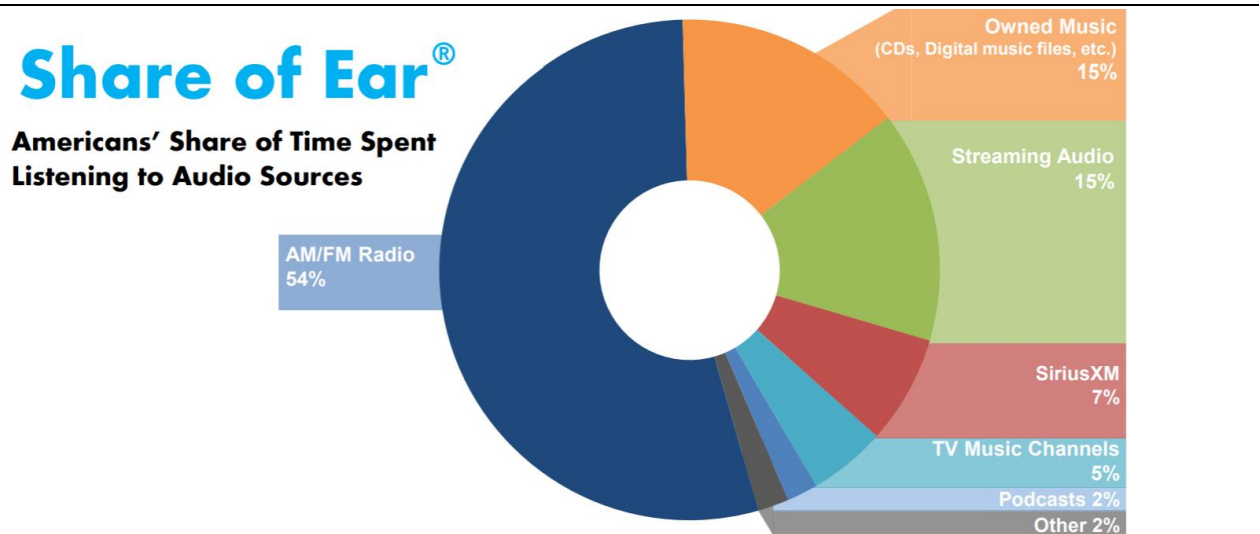
在广告方面，深度播客用户（一周听 6 小时）能够在收听过程中接受广告的增速从 2017 年 7 月的 4.5 个广告/一个播客节目增加至 2018 年 7 月的 4.8 个广告/一个播客节目，增速达到 7%。据美国 IAB 数据显示，2017 年美国播客行业广告收入达到 3.14 亿美元，比 2016 年的 1.69 亿美元增长 86%，并预估 2020 年美国播客市场广告规模收入达到 6.59 亿美元，较 2017 年增长 110%。

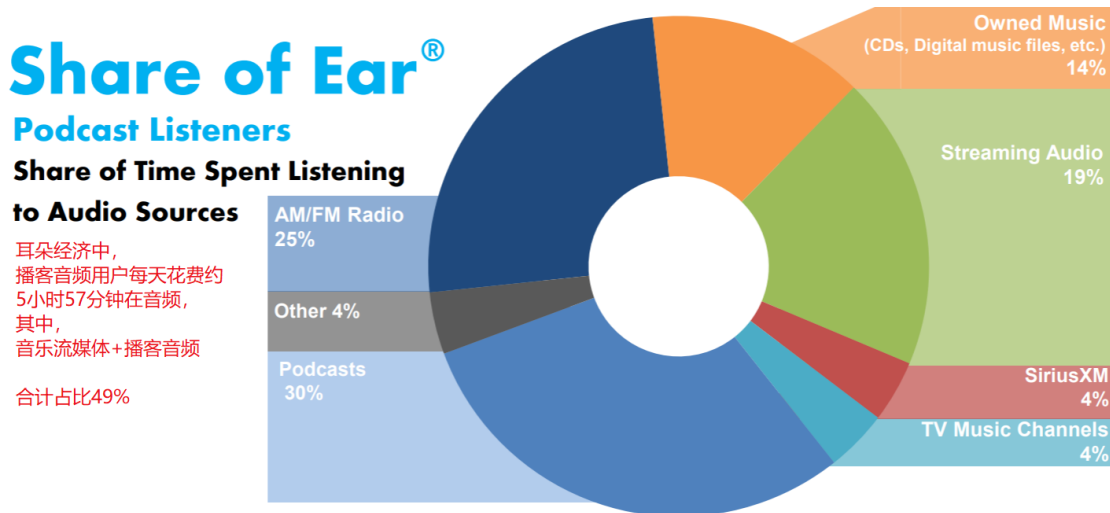
图 10: 2017 年 7 月-2018 年 7 月美国重度与轻度播客用户收听中接受广告数量及增速



资料来源: Westwood one、国海证券研究所

图 11: 2017 年美国用户及播客音频用户在耳朵经济下花费媒介占比





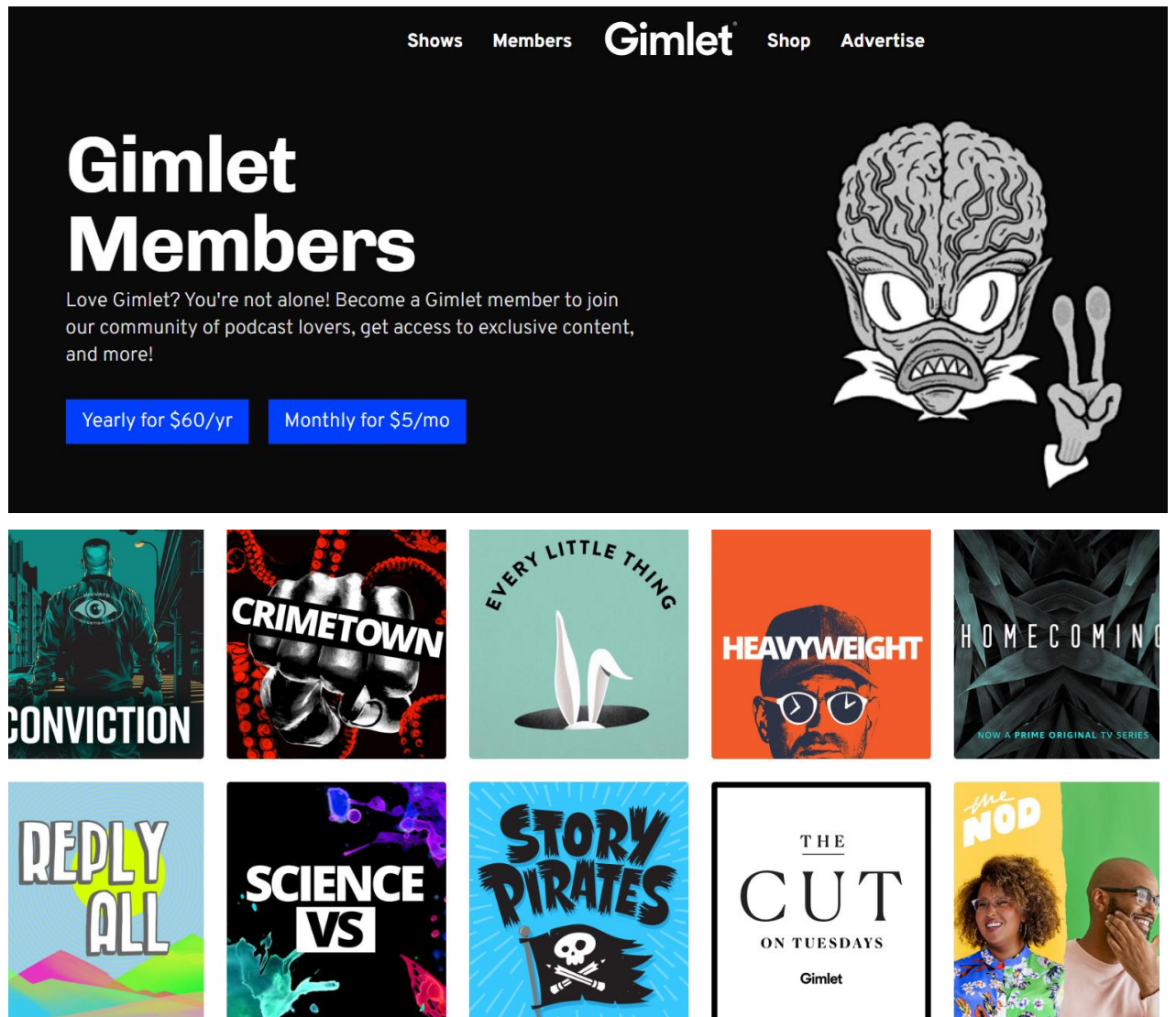
资料来源：Edison Research、国海证券研究所

2.2、Spotify 以 3.37 亿美元收购 Gimlet Media、Anchor

2019 年 2 月 Spotify 以 2.3 亿美元收购 Gimlet Media，可借用其补充内容之外可增厚其广告营销收入，Gimlet Media 拥有较好广告营销创意团队。成立于 2014 年的 Gimlet media 主要从事数字媒体且专注于叙事内容的播客业务，代表作品包括《Homecoming》、《StartUp》以及《Reply All》，其中《Homecoming》还被亚马逊电影制作平台改编成系列电视剧。Spotify 收购 Gimlet media 后，一是，补充 Spotify 原有不足的非音乐类的广播剧内容，二是，借助 gimlet media 的广告营销团队助推 Spotify 广告收入，同时，Spotify 原有的音乐用户转移至可 podcast 进而带来增量收入。

2015 年成立的 Anchor 被誉为“播客界的 youtube”。目前在听众中约 20% 用户是非音乐用户，进而在获取新增用户的同时，需要考虑 20% 用户的新需求，进而通过打包收购两家播客领域优质内容公司补充其内容库。面对 apple music 用户的增长和竞争下，Spotify 需进行多元化业务布局，将内容库的护城河加深获取更多非音乐类的听众。在用户的基础上，才具备广告盈利的空间。

图 12: Gimlet media 官网



资料来源：国海证券研究所

2.1、播客音频与音乐流媒体双赛道融合 补充内容 同时收入有望增加

音频、音乐流媒体双赛道下的融合，有望增加收入增量。我们在 2019 年 1 月发布的《从得到 Audible 发展看音频赛道投机路径》报告中指出，移动互联网信息过载下卡位音频赛道填补碎片时间，互联网商业模式从用户数争夺到用户时间与注意力的争夺，音频成为新竞技场，知识付费与有声书通过音频重获商业价值。从投资角度，音频上游是内容，知识付费通过被市场认可及被验证的输出方式，不断提升其选书的专业水平，为实体数的销售环节提供辅助，进而促进出版行业整体效能提升，图书出版领域有望受益的可关注新经典、新华文轩、城市传媒、南方传媒、中信出版（未上市）等。

同时，在 2018 年 10 月我们发布《从 Spotify 到腾讯音乐 流媒体音乐衍生千亿市场》，从两份报告中我们分别阐述了音乐流媒体及音频的发展，Spotify 作为音乐流媒体头部企业，2019 年拟通过收购 Gimlet media 及 Anchor 切入 Podcast 播客音频市场，融合音乐流媒体与播客音频，多元业务布局扩大市场规模同时带来货币化空间。

3、行业评级及投资策略

推荐评级 音频与音乐流媒体共通性是通过听来完成,其差异化优势在于可重复、多样性。海外看,音乐流媒体代表公司 Spotify 切入音频领域,从瑞典 93%的市占率下拓至美国及全球市场,在美国 Apple music 强有力竞争对手下迅速拟收购音频 Gimlet media 打破自有市场天花板后与头部互联网企业抢占音频市场;国内看,快手上线服务独立音乐人工具型 app 光音,网易音乐的商业发展被网易逐步重视,腾讯音乐战略投资豆瓣 FM (DNU 音乐集团旗下音乐流媒体产品),双方在产品和版权方面展开战略合作)。

第一批成长为巨头的互联网企业在各自阵营中孵化新业务,如游戏、视频等领域已打造出头部企业,在面对新蓝海的音频赛道,各家对其关注度提升。通过音频媒介圈定用户后,其流量池也会带动相关影视如北京文化出品《流浪地球》的电影原声以及与书籍的关注度提升。

从目前投资路径看,可关注,一类是版权类公司如视觉中国 (DNU 旗下 Vfine Music 与视觉中国达成合作);一类是中国音乐流媒体头部公司腾讯音乐 TME 以及未上市的喜马拉雅 FM;一类是具备特色内容生产能力的如**华谊兄弟**(《芳华》电影原声)、**奥飞娱乐**(儿歌类);一类是具备平台融合音视频内容、“前店后厂”的**芒果超媒**。

4、重点推荐个股

芒果超媒 (300413): 国有控股新型主流媒体产业集团, 依托湖南卫视+芒果 TV 双平台融合发展, 媒体融合有新纵深, 锚准建成新型主流媒体。加大产业链上下游延伸, 内容创新被广告主与观众渐认可。芒果 TV 全平台日活量突破 6000 万, 截至 12 月 31 日, 芒果 TV 有效会员过 1000 万。公司推出了《声临其境》《声入人心》《少年说》等十多个优质原创节目。我们预计 2018-2020 年, 公司归母净利润 9.2/11.84/15.3 亿元 (同比增速 30%/28.8%/29%), eps 分别为 0.96/1.2/1.58 元。

奥飞娱乐 (002292): 中国动漫玩具的龙头公司, 深耕本土市场多年, 从简单制造与授权到原创并围绕 IP 进行全产业开发, 打造累积众多知名 IP 形象。2017-2018 年公司内部业务结构调整, 叠加行业上 2018 年游戏版号因素影响, 公司前期外延并购的游戏等标的在内外因下影响下带来商誉减值等短期影响因素, 我们预计 2018-2020 年公司归母净利润分别为-16.13/1.41/2.27 亿元, 对应 EPS 分别为-1.19/0.1/0.17 元。静待 2019 年公司业务的再发展, 公司作为细分行业头部企业, 坚持围绕主业相关业务探索, 建立了自身内容品牌市场影响力以及和经销商的良好合作关系均为下一步的再发展奠定了坚实基础, 建议关注公司在新战略下的业绩改善。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2019-02-26 股价	EPS			PE			投资 评级
			2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	
300413.SZ	芒果超媒	41.80	0.18	0.96	1.20	232.22	43.54	34.83	买入
002292.SZ	奥飞娱乐	6.61	0.07	-1.19	0.1	94.43	-5.55	66.10	增持
300027.SZ	华谊兄弟	5.50	0.30	0.37	0.45	18.33	14.86	12.22	未评级
000681.SZ	视觉中国	26.97	0.42	0.55	0.72	64.21	49.04	37.46	未评级

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所 (注: 未评级盈利预测取自万得一致预期)

5、风险提示

- 1) 盗版问题阻碍行业盈利的风险、
- 2) 恶性竞争导致数据造假的风险、
- 3) 商业变现不及预期的风险、
- 4) 同质化竞争严重的风险、
- 5) 重点推荐标的业绩不及预期、
- 6) 业务快速扩张带来的管理风险、
- 7) 宏观经济波动风险;

【传媒与互联网组介绍】

谭倩，8 年行业研究经验，研究所副所长、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。
朱珠，会计学学士、商科硕士，拥有实业及资产管理从业经历，目前主要负责文化传媒、互联网行业研究

【分析师承诺】

谭倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。