

商业贸易

2019年07月04日

芒果超媒 (300413)

——内容渠道一体化的国有新媒体巨头

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据：2019年07月03日

收盘价(元)	39.6
一年内最高/最低(元)	50.85/27.38
市净率	6.5
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	8145
上证指数/深证成指	3015.26/9419.84

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2019年03月31日

每股净资产(元)	6.12
资产负债率%	53.61
总股本/流通A股(百万)	1047/206
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

林起贤 A0230519060002
linqx@swsresearch.com

研究支持

袁伟嘉 A0230119060002
yuanwj@swsresearch.com

联系人

袁伟嘉
(8621)23297818×转
yuanwj@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **湖南广电整合核心资源，打造“一体两翼”全媒体布局。**芒果超媒前身为湖南台旗下电视购物平台快乐购，在湖南广电第三轮改革大背景下，2018年6月湖南台同一控制下的快乐阳光（芒果TV运营主体）等5家芒果系新媒体资产注入上市公司，芒果超媒也成为了A股第一家国资控股的新媒体平台。完成重组后的芒果超媒构建了集流媒体内容、新媒体平台、互联网信息及电商服务为一体的媒体生态。
- **国内外流媒体走向内容渠道一体化，但进程不一。**1)看海外，迪士尼全面的内容矩阵和低廉的定价或冲击现有付费流媒体格局。其竞争优势核心在于百年积淀构筑内容壁垒、多元变现渠道提高内容变现效率，以及充裕现金流支撑内容投入。2)看国内，一梯队三大视频平台流量增长放缓，尚未建立完备的内容生态，面临内容投入过高、现金流紧张等压力。而芒果超媒背靠湖南广电具备先天自制优势，内容成本率低，且变现结构较为多元。
- **强大内容自制+精准定位+国资背景构成公司核心竞争力。**1)湖南台传承下芒果具备成熟的自制体系，丰富的人才储备和有活力的管理机制是其创新能力的源泉。2)平台定位精准，芒果TV瞄准的年轻女性用户价值更高，其单用户广告收入高于爱奇艺。3)国营媒体在符合监管要求和满足市场需求之间能够寻找较好平衡，广电牌照优势使得芒果受益于IPTV/OTT行业高景气度。
- **付费率提升、软广高增、省外IPTV拓展有望成为公司增长驱动力。**版权内容保持高投入，优质独播内容增加或将有效带动付费率向头部视频网站看齐，中长期付费会员有望达到5000万；19年综艺表现仍然强势，受益于较高的软广占比和快速扩张的用户量，广告收入低基数下有望取得高速增长；省外IPTV市场天花板高，与移动合作或将带动运营业务收入规模快速提升。
- **投资建议：目标市值526亿元，给予“买入”评级。**我们预计芒果超媒2019-2021实现营收115.1/134.0/152.7亿元，实现归母净利润11.5/15.1/17.4亿元，对应EPS1.10/1.44/1.66元，19-20年PE分别为36/28/24倍。公司作为国资控股的视频平台具备稀缺性，其内容渠道一体化的生态体系构建了强大的内容自制壁垒，在业务保持高速增长的同时率先实现盈利。我们通过分部估值给予公司目标市值526亿元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：市场竞争加剧，内容监管进一步趋严，宏观经济下行，人才流失。**

财务数据及盈利预测

	2018	2019Q1	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	9,661	2,485	11,514	13,403	15,267
同比增长率(%)	16.8	2.1	28.6	20.5	17.2
净利润(百万元)	866	418	1,151	1,508	1,738
同比增长率(%)	21.0	24.0	33.0	31.1	15.2
每股收益(元/股)	0.83	0.42	1.10	1.44	1.66
毛利率(%)	37.0	44.2	36.5	37.4	37.6
ROE(%)	15.4	6.9	13.1	14.6	14.4
市盈率	48		36	28	24

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

投资案件

投资评级与估值

预计芒果超媒 2019-2021 实现归母净利润 11.5/15.1/17.4 亿元，同比增长 33.0%/31.1%/15.2%。我们通过分部估值给予公司目标市值 526 亿元，首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设点：

1. 芒果 TV 采用差异化竞争战略增强粘性，并在保持自制内容优势外增加版权投入强化内容壁垒，我们预计芒果 TV 未来付费率将向头部视频平台 15%-20%水平看齐，假设芒果 TV 5 年后 MAU 2.5 亿，付费率 20%，付费会员数将达到 5000 万人，对比 18 年底有 4 倍增长空间。我们预计 19-21 年会员收入增速为 70.0%/38.3%/31.3%。

2. 芒果自制综艺未受到头部视频网站太大影响，表现仍然强势，且其软广占比高，在流量快速扩张以及较为稳定的消费类广告主支撑下，广告收入有望逆势高增。我们预计 2019-2021 年广告收入增速为 45.8%/18.9%/15.6%。

3. 省内 IPTV 业务渗透率中短期有提升空间，但天花板不高。省外 IPTV 市场广阔，与中移动战略合作有望拉动省外 IPTV 业务收入快速扩张。我们预计 2019-2021 年运营商业务增速为 33.8%/47.9%/32.5%。

有别于大众的认识

1. 市场对公司内容渠道一体化的优势认识不足，我们认为芒果超媒成熟的内容自制体系和创新基因是湖南台多年发展沉淀的结晶，其较优的培养和激励机制也提高了人才的忠诚度，其他渠道起家的视频网站难以在短时间内复制。

2. 市场低估了公司付费会员收入增长速度，我们认为其付费率能够快速提升主要由于版权内容加大投入并强化独播策略，将进一步抬高内容壁垒，且其年轻女性的精准定位下，高粘性用户的付费转化率提升。

3. 市场认为经济疲软下公司广告业务增速同样承压，我们认为爱奇艺和腾讯视频 1Q19 广告增速承压一方面由于流量增速放缓，另一方面它们较为依赖的硬广（以贴片为主）受宏观环境影响较大。相比之下，芒果软广占比高，且流量低基数下增长较快，其广告收入有望逆势高增。

股价表现的催化剂

1. 芒果 TV MAU、付费率明显提升。
2. 芒果综艺和影视剧热度排名进一步提升。
3. 与移动合作框架进一步明确，省外 IPTV 芒果专区数量大幅增长。
4. 网生内容监管政策边际放松。

核心假设风险

1. 市场竞争加剧，内容成本和营销费用大幅提升。
2. 监管政策趋严导致项目延期或下架。
3. 人才流失、管理机制失灵导致内容竞争力下降。

目录

1. 湖南广电整合核心资源，打造“一体两翼”全媒体布局	9
1.1 注入芒果系 5 家公司，构建新媒体全产业链.....	9
1.2 整合自有资源打造芒果生态，与移动战略合作拓宽发展边界.....	11
1.2.1 整合上下游全产业链打造新媒体生态闭环	11
1.2.2 与移动深度绑定，共建 5G+超高清内容生态	12
1.3 营收净利增长较快，5 家收购子公司均完成业绩承诺	13
2. 行业：国内外流媒体走向内容渠道一体化，但进程不一...	15
2.1 看海外，如何理解内容渠道一体化的迪士尼在流媒体时代的核心竞争力？	15
2.1.1 迪士尼全面内容矩阵+低定价或冲击现有付费流媒体格局	15
2.1.2 迪士尼竞争核心：时间构筑内容壁垒、多变现渠道降低内容成本率、充裕现金流支撑内容投入	18
2.2 看国内，三大视频网站流量增长放缓、内容投入过高，内容渠道一体化趋势下芒果优势显现.....	22
2.2.1 从流量端看，三大视频网站增速放缓，芒果基数较低但成长迅速.....	22
2.2.2 从内容端看，内容自制成为视频网站发力方向，而芒果具备先天优势.....	23
2.2.3 从变现端看，芒果 TV 相较头部视频网站收入结构更为多元.....	27
3. 强大内容自制+精准定位+国资背景构成芒果核心竞争力 ..	30
3.1 湖南台传承下芒果超媒拥有成熟的内容自制体系.....	30
3.1.1 从湖南卫视人才储备和管理机制理解内容创新的驱动力	30
3.1.2 传承口碑延续创新，芒果超媒持续输出优质内容.....	33
3.2 平台定位精准，女性用户价值高，广告 ARPU 超过爱奇艺	34
3.3 国资背景坚持主流价值导向，广电系牌照拓展收入渠道	36
3.3.1 政策日趋收紧，通过创新调整实现监管要求与观众喜好平衡	36
3.3.2 牌照优势助力多元变现，战略合作引入有力支持.....	39
4. 财务分析与增长前瞻：关注付费率、软广以及省外 IPTV 拓展.....	43
4.1 收入端：互联网视频与运营商业务均具备较强增长动能	43
4.1.1 互联网视频业务：付费率有望向头部看齐，强势综艺表现下广告业务增长值得期待	43
4.1.2 运营商业务：省外 IPTV 或有较大增长空间.....	47

4.2 成本费用端：内容成本率优势明显，销售费用率或将维持高位	48
5. 盈利预测与估值分析.....	51
5.1 收入和成本预测.....	51
5.2 估值分析与投资建议.....	53
6. 风险提示	56

图表目录

图 1：上市公司历史沿革.....	9
图 2：湖南广电三轮改革梳理.....	10
图 3：配套募集资金完成后芒果超媒股权结构（截至 2019 年 6 月 5 日）.....	11
图 4：芒果超媒业务生态.....	12
图 5：芒果超媒备考口径营收（亿元）.....	14
图 6：芒果超媒备考口径归母净利润（亿元）.....	14
图 7：迪士尼内容-渠道深度融合绑定.....	15
图 8：迪士尼流媒体业务布局历史.....	16
图 9：Disney 拥有的流媒体平台.....	16
图 10：19 年 3 月起迪士尼股价表现（美元）.....	17
图 11：19 年 3 月起奈飞股价表现（美元）.....	17
图 12：迪士尼内容建设历史.....	18
图 13：迪士尼电影内容制作体系.....	18
图 14：迪士尼自制内容占比长期在 40%以上.....	19
图 15：Netflix 自制内容投入提速，但占比仍较低.....	19
图 16：迪士尼的多元变现渠道.....	20
图 17：1H19 迪士尼营收结构（%）.....	20
图 18：18 年迪士尼分业务运营利润率（%）.....	20
图 19：迪士尼内容成本及占营收比例（亿美元，%）.....	21
图 20：奈飞内容成本及占营收比例（亿美元，%）.....	21
图 21：迪士尼运营利润率（%）.....	21
图 22：Netflix 运营利润率（%）.....	21
图 23：迪士尼经营活动现金流（亿美元）.....	22
图 24：奈飞经营性现金流（亿美元）.....	22
图 25：Netflix 长期债务变化（亿美元）.....	22
图 26：移动互联网用户规模（亿，截至 1Q19）.....	23
图 27：移动互联网月人均单日使用时长（分钟，截至 1Q19）.....	23
图 28：视频行业在移动互联网整体时长占比变化（%）.....	23

图 29 : 国内前四视频网站月活跃设备数变化 (亿人)	23
图 30 : 爱奇艺自制内容净资产变化 (百万元)	25
图 31 : 2015-1Q19 爱奇艺付费率变化 (%)	28
图 32 : 爱奇艺付费会员 ARPPU 变化 (元)	28
图 33 : 爱奇艺内容投入增速高于广告收入增速、不及会员收入增速 (%)	28
图 34 : 爱奇艺毛利率与运营利润率变化 (%)	28
图 35 : 爱奇艺带息负债变化 (亿元)	29
图 36 : 2018 年电视剧排名 Top20 各卫视数量	30
图 37 : 2018 年综艺节目排名 Top20 各卫视数量	30
图 38 : 湖南卫视创新闭环	31
图 39 : 芒果 TV 超能量会员权益矩阵	33
图 40 : 2019 年 4 月视频网站用户性别构成对比 (%)	34
图 41 : 2019 年 4 月视频网站用户年龄构成对比 (%)	34
图 42 : 芒果 TV 线上消费能力超 200 元用户占比 (%)	36
图 43 : 一线卫视各季度节目播出数量对比 (部)	37
图 44 : 2015-2018 爱奇艺、优酷、腾讯及芒果 TV 网综数量合计	38
图 45 : 2015-2018 中国家庭电视收视格局 (%)	40
图 46 : 2015-2018 年有线电视用户及增速 (万户, %)	40
图 47 : 2015-2018 年 IPTV 用户及增速 (万户, %)	41
图 48 : 2015-2018 年 OTT 用户及增速 (万户, %)	41
图 49 : 2018-2019 部分月份芒果 TV 及 OTT 整体日均活跃终端数 (万台)	42
图 50 : 2018 年三大运营商移动电话用户数 (亿)	42
图 51 : 2018 年三大运营商固定宽带用户数 (亿)	42
图 52 : 芒果超媒归母净利润 (亿元)	43
图 53 : 芒果超媒与爱奇艺净利率对比 (%)	43
图 54 : 2019Q1 视频平台月活设备数 (万)	43
图 55 : 视频平台月活设备数环比增速变化趋势 (%)	43
图 56 : 芒果 TV 和爱奇艺年均 ARPPU 对比 (元)	44
图 57 : 芒果超媒递延收入 (单位: 亿元)	45
图 58 : 爱奇艺递延收入 (单位: 亿元)	45

图 59 : 芒果广告收入以软广为主 (%)	47
图 60 : 爱奇艺广告收入以硬广为主 (%)	47
图 61 : 各平台期间费用率对比 (%)	49
图 62 : 芒果超媒期间费用率结构 (%)	49
图 63 : 爱奇艺期间费用率构成 (%)	50
图 64 : Netflix 期间费用率构成 (%)	50
图 65 : 奈飞 PS 变化趋势	54
图 66 : 爱奇艺 PS 变化趋势	54
表 1 : 芒果系 5 家公司注入上市公司	9
表 2 : 合并后公司主营业务	11
表 3 : 芒果超媒与咪咕公司战略合作内容	13
表 4 : 子公司业绩承诺及完成率	14
表 5 : 奈飞/迪士尼付费流媒体平台业务对比.....	17
表 6 : 我国制播分离发展历史梳理	24
表 7 : 爱奇艺内容自制体系	26
表 8 : 优酷内容自制体系.....	26
表 9 : 腾讯视频内容自制体系.....	26
表 10 : 湖南台自制内容占比 (新增资产口径)	27
表 11 : 2018 年度卫视频道全天排名 Top5.....	30
表 12 : 湖南卫视重要改革.....	31
表 13 : 湖南台工作室制度激励机制.....	32
表 14 : 湖南卫视工作室及代表作品梳理.....	32
表 15 : 芒果 TV 工作室及内容制作团队梳理	33
表 16 : 2016-2018 年各卫视播出女性综艺概况	34
表 17 : 2018 年播映指数 TOP10 女性综艺植入品牌概览.....	35
表 18 : 芒果 2018 年广告业务 ARPU 反超爱奇艺.....	36
表 19 : 2017-2018 年广播电视、网络视听监管政策一览	37
表 20 : 2019 年全平台综艺市占率 TOP10 (截至 2019 年 6 月 23 日)	38
表 21 : IPTV 牌照持证机构.....	39

表 22 : OTT 牌照持证机构.....	39
表 23 : IPTV、OTT TV 对比.....	40
表 24 : 2019 年 5 月 OTT 整体 (智能电视+盒子) 媒体排行榜.....	41
表 25 : 2018 年视频平台付费情况对比.....	44
表 26 : 视频平台续费会员价格对比.....	44
表 27 : 2018 年视频平台广告收入对比.....	45
表 28 : 芒果猫眼全网热度榜 2019 自制节目 Top5 及其广告主	46
表 29 : 爱奇艺猫眼全网热度榜 2019 自制节目 Top5 及其广告主.....	46
表 30 : 2019 年网络综艺有效播放市占率前十 (截至 6 月 2 日)	47
表 31 : 湖南 IPTV 已渗透省份用户数.....	48
表 32 : 芒果与爱奇艺内容摊销政策比较.....	49
表 33 : 不同视频平台内容成本率比较	49
表 34 : 芒果超媒会员收入预测.....	51
表 35 : 芒果超媒广告收入预测.....	51
表 36 : 芒果超媒运营商收入预测	52
表 37 : 芒果超媒盈利预测表	53
表 38 : 快乐阳光盈利预测表	55
表 39 : 可比公司运营指标、估值指标对比 (截至 2019 年 7 月 3 日收盘)	55

1. 湖南广电整合核心资源，打造“一体两翼”全媒体布局

1.1 注入芒果系 5 家公司，构建新媒体全产业链

借力湖南台优势资源，快乐购华丽转身。芒果超媒的前身为湖南广电旗下的电视购物平台快乐购，于 2015 年 1 月在深交所挂牌上市，是国内电视购物第一股。2018 年 6 月，快乐购以发行股份的方式收购快乐阳光、芒果互娱、天娱传媒、芒果影视、芒果娱乐共 5 家公司（湖南台体内新媒体核心资产）全部股权，总计发行股份数量 5.9 亿股，发行价格 19.61 元，交易总价 115.5 亿元。重组完成后，上市公司主营业务由媒体零售拓展至新媒体平台运营、新媒体互动娱乐内容制作及媒体零售全产业链，构建了集流媒体内容、新媒体平台、互联网信息及电商服务一体共生的独具特色的芒果媒体生态。2018 年 8 月，公司更名为芒果超媒。

图 1：上市公司历史沿革



资料来源：芒果超媒重组书，公司官网，申万宏源研究

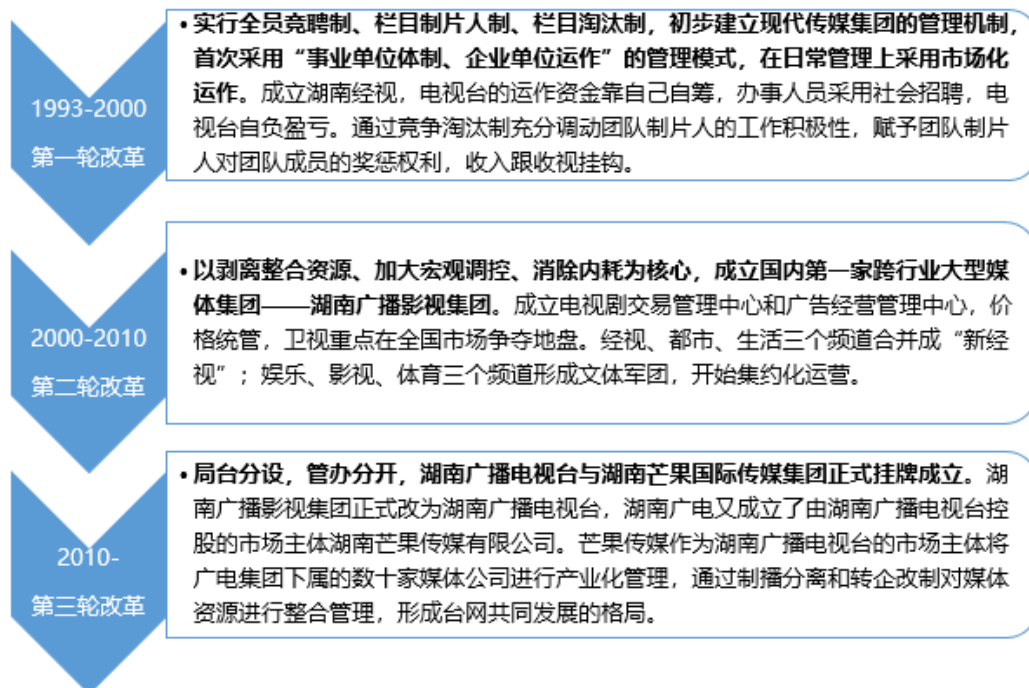
表 1：芒果系 5 家公司注入上市公司

标的公司	本次购买股权比例	标的资产交易价格 (百万元)	支付股份数量 (百万股)	主营业务
快乐阳光	100.00%	9,530.16	485.99	1. 互联网视频业务；2. 运营业务；3. 内容运营业务等
芒果互娱	100.00%	508.33	25.92	1. 游戏业务；2. 互动营销业务
天娱传媒	100.00%	503.31	25.67	1. 艺人经纪业务；2. 节目及影视剧制作业务；3. 其他无线增值授权业务等
芒果影视	100.00%	540.60	27.57	1. 影视业务中的电视剧业务
芒果娱乐	100.00%	468.34	23.88	1. 电视剧业务；2. 综艺节目业务；3. 艺人经纪业务
总计		11,550.75	589.02	

资料来源：芒果超媒重组书，申万宏源研究

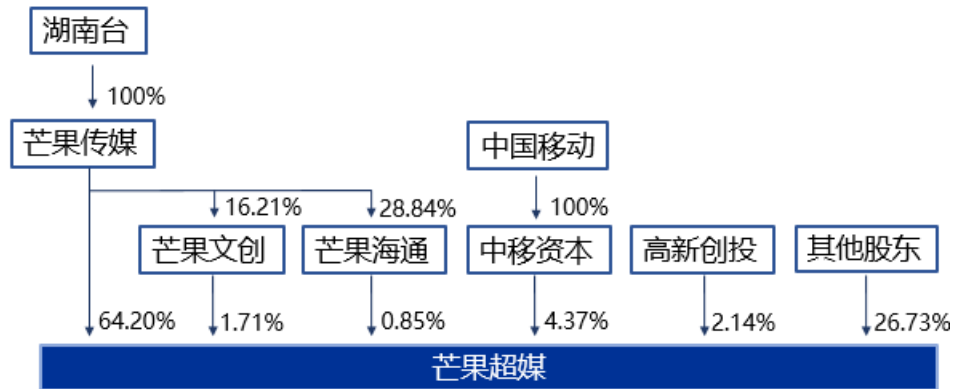
湖南广电第三轮改革背景下，“一体两翼”的芒果生态体系轮廓渐明。自1993年以来，湖南广电前后历经了三轮改革：第一轮改革（1993-2000）成立湖南经视，通过频道内部竞争激发创新活力，摸索出一套以栏目制作人为核心的竞争机制；第二轮改革（2000-2010）尝试集团化，基本建立了集团化架构和分工明确的产业链模式；第三轮改革（2010-）在制播分离的背景下，提出了“两走一立”的目标，即“从体制内走出去，从国内走出去，建立新的市场主体”，而快乐阳光（芒果TV运营主体）等芒果系新媒体资产成功上市也使得湖南走在了国内广电行业市场化改革的前沿，从之前以湖南卫视为核心，形成了如今湖南卫视+芒果TV“双平台”驱动、全媒体发展的战略布局。**芒果超媒成为A股第一家传统媒体与新兴媒体融合发展的国有新型主流媒体集团。**

图2：湖南广电三轮改革梳理



资料来源：《从湖南广电三轮改革看大电视新业态品牌整合》，申万宏源研究

中国移动通过配套募资战略入股，成为芒果超媒第二大股东，持股比例4.37%。2019年5月28日，芒果超媒发行股份募集配套资金方案落地，中移资本（中国移动全资控股）战略入股认购16亿，中国人寿认购4亿，对应发行价为34.93元/股。配募完成后，中国移动成为芒果超媒第二大股东，持股比例达到4.37%。与此同时，公司控股股东芒果传媒（属于湖南台全资控股）直接持股比例由67.9%摊薄至64.2%，实际控制人未发生改变。

图 3：配套募集资金完成后芒果超媒股权结构（截至 2019 年 6 月 5 日）


资料来源：Wind，申万宏源研究

1.2 整合自有资源打造芒果生态，与移动战略合作拓宽发展边界

1.2.1 整合上下游全产业链打造新媒体生态闭环

公司着力于扩大顶级互联网视频内容创作及商业模式创新、提升芒果 TV 的用户数量及粘性，通过结合各子公司业务和湖南台的内容制作资源，构建新媒体全产业链生态。

表 2：合并后公司主营业务

主要业务	业务内容
新媒体平台运营	<ul style="list-style-type: none"> 芒果 TV 全终端互联网视频：提供芒果 TV 自制内容及湖南卫视综艺节目在内的“青春励志”特色内容，通过广告收入和会员服务实现价值变现。 IPTV 及移动增值业务：通过播控平台和内容服务，按用户收入与运营商进行基础服务和增值服务分成。
新媒体互动娱乐	<ul style="list-style-type: none"> 内容制作和运营：具有国内领先水平的专业人才团队、技术设备、拍摄基地及整合运营能力，形成了良好的市场口碑和品牌影响力，可自主或联合创作完成热门影视剧与综艺，拥有多元内容 IP 全产业链开发实力。 艺人经纪：通过艺人挖掘培养和规划运作，获取一定比例的佣金收入，同时基于艺人选拔及培养过程中积累的音乐版权资源实现价值。 游戏及 IP 内容互动营销：通过购买方式获取内容 IP、文学作品等的游戏应用开发权及游戏改编权等，进行游戏的定制开发。同时基于内容 IP 开发适用于线上线下多场景的互动体验产品。
媒体零售	<ul style="list-style-type: none"> 家庭消费：通过电视-手机双屏互动实现销售，在优化原有有线电视市场覆盖的同时，拓展移动互联网、IPTV、OTT 等新渠道。利用 CRM 系统进行会员数据库深度挖掘和精准营销。 社交电商：打造“我是大美人”内容电商平台，通过电视节目、APP、微信公众号等产品，为女性用户提供时尚、美妆一站式解决方案。同时聚集网络红人，以美妆直播+视频的方式实现直播互动、商品购买、社区养成等功能。 消费金融：设立快乐通宝小额贷款有限公司，切入供应链、消费用户信贷及汽车、保险分期等场景，以产业金融为核心，以供应链金融、消费金融为两翼，充分挖掘公司上下游资源价值。

资料来源：芒果超媒重组书，申万宏源研究

图 4：芒果超媒业务生态



资料来源：芒果超媒 2018 半年报，申万宏源研究

1.2.2 与移动深度绑定，共建 5G+超高清内容生态

芒果超媒与中国移动旗下数字内容业务板块唯一运营实体咪咕公司已保持多年合作关系，2019 年 6 月 27 日双方签署《战略合作协议》后实现深度绑定，在优质版权内容、5G 技术领域等多方面上进行全面战略合作。

版权 IP 深入合作丰富用户视听内容，双方将基于综艺娱乐、体育赛事、影视剧、纪录片、儿童动漫等视频资源进行包括内容授权、联合采购、联合制作、联合发行等方面的深度合作。比如，双方已携手开启跨平台内容自制新模式，今年即将开播的《哎呀！好身材》（国内首档全民健身综艺 IP《好身材》第三季）即由芒果 TV 与咪咕视频联合出品。

技术支持助力 5G 探索，双方将开展面向 5G 互联网的 4K、8K、VR/AR 等超高清视频内容的共同开发、联合发行；共同参与超高清实验室，共同投入，共享知识产权，就探索打造线下智能化 5G 演艺场馆、5G 超高清直播等多方面开展媒体融合创新合作。今年 7 月的青春芒果节将作为中国移动与芒果 TV 的首次联合 5G 直播事件。此外，芒果 2018 年 12 月 29 日与华为达成合作协议，将获得云计算、智能分发等多项技术支持。**与运营商和终端商进行技术互补可帮助芒果 TV 在 5G 时代维持竞争力，最大化发挥内容价值。**

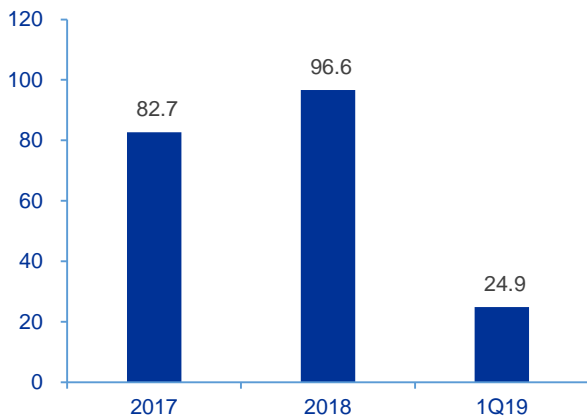
表 3：芒果超媒与咪咕公司战略合作内容

业务分类	合作内容
基础电信业务	<ul style="list-style-type: none"> 双方在基础电信业务方面开展合作 发挥咪咕公司在云基础设施、客户规模以及内容分发网络覆盖等方面的优势，实现芒果超媒优质内容快速、安全、高效分发，芒果用户能够随时随地获得最优网络体验，共同打造形成具备行业竞争力的互联网内容服务生态 双方在业务管理、产品平台建设等方面开展合作，共同推动中国移动各省公司相关业务持续发展
优质版权内容	<ul style="list-style-type: none"> 双方的优质版权内容在同等条件下优先进行合作，包括但不限于内容授权、联合采购、联合制作、联合发行等
5G 领域	<ul style="list-style-type: none"> 开展面向 5G 互联网的 4K、8K、VR/AR 等超高清视频内容的共同开发、联合发行等合作； 双方面向 5G 领域探索深度合作，共同参与超高清实验室，共同投入，共享知识产权，就探索打造线下智能化 5G 演艺场馆、5G 超高清直播等多方面开展媒体融合创新合作
家庭产品	<ul style="list-style-type: none"> 双方在家庭产品端进行战略合作，公司向咪咕公司电视产品提供互联网电视牌照支持、互联网电视融合播控技术平台以及全版权内容的支持
海外拓展	<ul style="list-style-type: none"> 双方在海外拓展运营方面发挥各自优势开展合作
战略投资	<ul style="list-style-type: none"> 双方在战略投资方面开展合作
其他增量业务	<ul style="list-style-type: none"> 双方在 MCN、视频彩铃、联合会员、渠道推广、分发能力、衍生品销售等方面开展合作

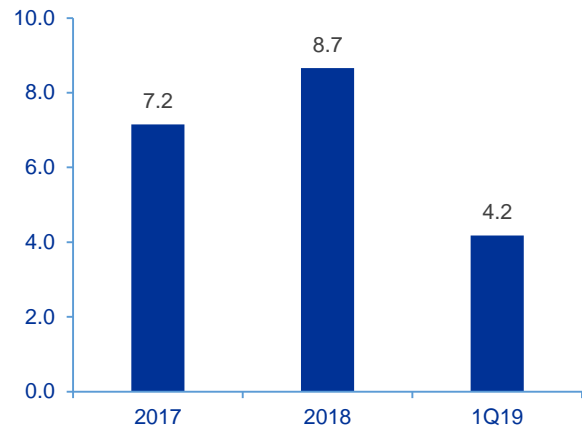
资料来源：芒果超媒关于与咪咕公司签署《战略合作协议》的公告，申万宏源研究

1.3 营收净利增长较快，5 家收购子公司均完成业绩承诺

备考口径下芒果超媒营收净利保持较快增长。芒果系五家公司于 2018 年并表，大幅增厚公司业绩。从备考口径看，公司 2018 年主营收入同比增长 16.8%，归母净利润同比增长 15.15%，保持较快增速。1Q19 公司主营业务收入为 24.85 亿元（yoy+2.10%），归母净利润 4.18 亿元（yoy+23.99%），营收增速放缓主要受媒体零售板块业务转型导致收入下降以及影视剧编排周期年内分布不匀的影响。由于高毛利率的新媒体平台业务收入比例上升，且上年同期剔除了少数股东损益影响，净利润增速较快。

图 5：芒果超媒备考口径营收（亿元）


资料来源：公司 2018 年报，1Q19 季报，申万宏源研究
注：2017 年数据为备考口径

图 6：芒果超媒备考口径归母净利润（亿元）


资料来源：公司 2018 年报，1Q19 季报，申万宏源研究
注：2017 年数据为备考口径

2018 年并购子公司均超额完成业绩承诺。2018 年芒果超媒的新媒体运营主体快乐阳光贡献了 56.07 亿营收和 7.10 亿净利润，成为公司业绩最重要的组成部分，快乐阳光 18 年业绩承诺完成率 104.5%。其余 4 家并购子公司均完成业绩承诺，其中天娱传媒完成率达 602.44%。受电视购物行业变化、公司业务架构调整等多种因素，原上市公司运营主体快乐购 2018 年亏损 0.7 亿元。

表 4：子公司业绩承诺及完成率

标的公司	业绩承诺（亿元）	实际业绩（亿元）	完成率
快乐阳光	6.79	7.10	104.49%
芒果互娱	0.51	0.53	101.71%
天娱传媒	0.21	1.41	602.44%
芒果影视	0.49	0.54	107.47%
芒果娱乐	0.75	0.80	107.75%

资料来源：芒果超媒 2018 年报，申万宏源研究

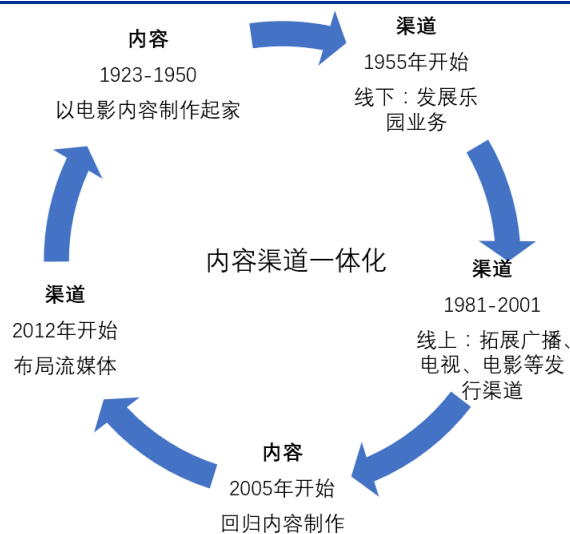
2. 行业：国内外流媒体走向内容渠道一体化，但进程不一

2.1 看海外，如何理解内容渠道一体化的迪士尼在流媒体时代的核心竞争力？

2.1.1 迪士尼全面内容矩阵+低定价或冲击现有付费流媒体格局

迪士尼历经了“内容起家—渠道布局（线下乐园+线上广播）—回归内容—渠道再布局（流媒体）”的发展过程，形成了内容和渠道的深度绑定和协同。迪士尼自1923年成立之始专注于电影内容制作，打造了米老鼠、唐老鸭等知名IP；1955年开始陆续推出多个迪士尼现代主题公园，形成了面向全球的线下变现渠道；1981-2001之间，迪士尼公布有线电视网络计划、成立电影发行商试金石影业、收购美国广播公司ABC，完成线上渠道布局；2005年起迪士尼收购皮克斯、漫威、卢卡斯等内容制作工作室，回归内容建设；2012年迪士尼流媒体布局拉开大幕，开始向新的流媒体渠道延伸。

图7：迪士尼内容-渠道深度融合绑定



资料来源：迪士尼官网，申万宏源研究

控股 Hulu、确认 Disney+ 上线时间，迪士尼 2019 年流媒体布局加速。1) Hulu 是美国主要付费流媒体平台之一，截至 2019 年 4 月底，Hulu 在美国拥有付费用户 2680 万，自年初增长 380 万，虽 Hulu 用户规模不及 Netflix（奈飞，1Q19 美国地区付费用户数 6023 万），但增速表现更为强劲（1Q19 Netflix 美国市场付费用户增长 174 万）。**迪士尼逐步控股 Hulu**：迪士尼 2019 年 3 月完成对 21 世纪福克斯的收购后，其对 Hulu 的持股比例从 30% 扩大至 60%；4 月，迪士尼以 14.3 亿美元取得 AT&T 手中 9.5% 的 Hulu 股权；5 月，迪士尼与康卡斯特达成协议，5 年内收购后者持有的 Hulu 30% 股权，未来将逐步实现对 Hulu 的全面控股。

2) 2017年迪士尼宣布将推出自有流媒体平台,并计划于19年将其全部电影从Netflix下架而作为自有平台的独占内容;2018年底,迪士尼自有流媒体平台命名为“Disney+”;19年4月,迪士尼确认Disney+于19年11月上线。加上18年已上线的体育流媒体平台ESPN+,迪士尼流媒体战略下的三把利剑基本打造完毕。

图8：迪士尼流媒体业务布局历史



资料来源：迪士尼 2012-2019 财报，申万宏源研究

图9：Disney 拥有的流媒体平台



资料来源：迪士尼官网，申万宏源研究

对比奈飞，迪士尼有更全面的内容矩阵和更低廉的订阅价格。1) 从内容端看：迪士尼的三大流媒体平台分别为主打儿童家庭节目的 Disney+、面向成人的 Hulu 以及主打体育赛事直播的 ESPN+，对比以面向成人为主的 Netflix，能够更好地迎合用户差异化需求。2) 从定价端看：Disney+订阅价格预计为 6.99 美元/月，支持 PC、游戏主机、智能电视以及移动设备等多平台，ESPN+为 4.99 美元/月，Hulu(有广告)低至 5.99 美元/月。相比之下，

Netflix 的基础、标准和高级三款会员套餐的定价分别为 8.99 美元、12.99 美元和 15.99 美元，定价较高。

表 5：奈飞/迪士尼付费流媒体平台业务对比

平台	流媒体业务上线时间	版权内容	会员价格 (美国)	会员特权	用户量
奈飞	2002 年	电视剧、综艺、电影， 电视剧为主	\$8.99/月	标清，1 台设备同时在线，观看所有视频	1.49 亿 (全球)； 6023 万 (美国)
			\$12.99/月	高清，2 台设备同时在线，观看所有视频	
			\$15.99/月	高清/超高清 4K，4 台设备同时在线，观看所有视频	
迪士尼	2019 年 (Disney+)	电视剧、电影、综艺等 Disney 自有内容	\$6.99/月	观看迪士尼自有内容及衍生节目	预估 2020 年将达 6000-9000 万
			\$69.99/年		
	2007 年 (Hulu)	电视剧为主	\$5.99/月	观看 Hulu 全部内容，有广告	2800 万+
			\$11.99/月	观看 Hulu 全部内容，无广告	
			\$44.99/月	Hulu 及电视直播	
	2018 年 (ESPN+)	体育赛事及解说	\$4.99/月	观看 Disney 旗下 ESPN 电视台	200 万+
\$49.99/年			所有内容		

资料来源：奈飞 2018 年报，迪士尼 2018 年报，申万宏源研究

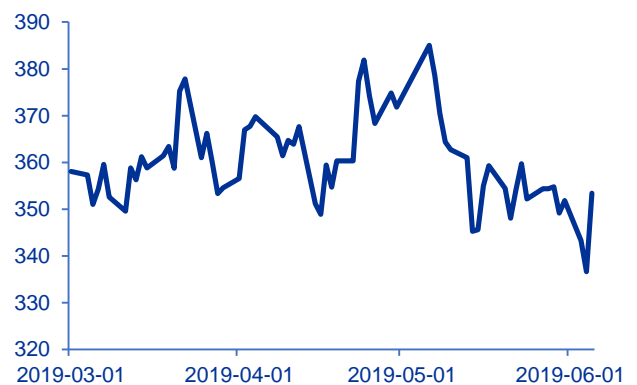
迪士尼加速进军流媒体受市场青睐。自 3 月完成对福克斯的收购后，迪士尼股价快速上行，截至 2019 年 6 月 5 日累计涨幅超过 20%，而同期奈飞股价则震荡下行，**迪士尼加速进军流媒体为什么被市场看好？它的核心竞争优势在哪？**

图 10：19 年 3 月起迪士尼股价表现 (美元)



资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

图 11：19 年 3 月起奈飞股价表现 (美元)



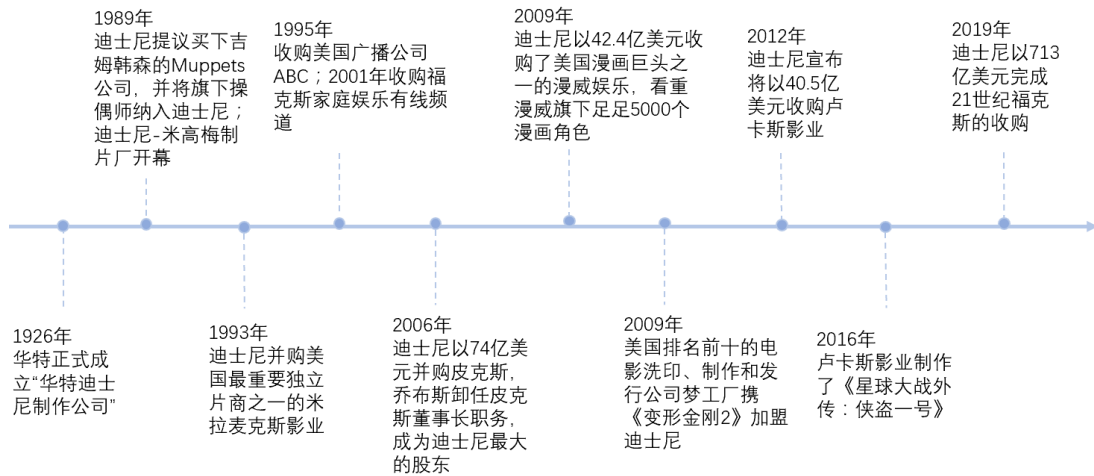
资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

2.1.2 迪士尼竞争核心：时间构筑内容壁垒、多变现渠道降低内容成本率、充裕现金流支撑内容投入

(1) 百年内容建设历史辅建庞大内容版图，迪士尼用时间构筑壁垒

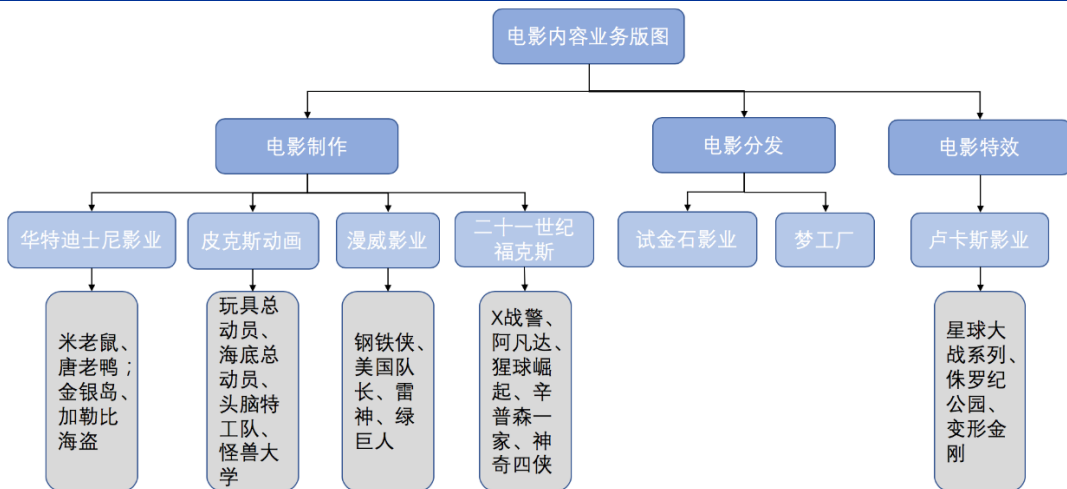
迪士尼内容自制始于 1923 年，近百年的自制+收购历史绘制庞大内容版图。1) 自制：迪士尼自 1923 年创立以来，塑造了米老鼠、唐老鸭等经典动画形象；1950 年代打造了《金银岛》、《加勒比海盗》等真人系列电影；2) 收购：2006 年以 74 亿美元并购皮克斯动画工作室，2009 年以 40 亿美元并购漫威(旗下有多达 5000 个漫画人物)，2012 年以 40.5 亿美元并购手握星球大战系列 IP 的卢卡斯影业，累计并购支出达到 156.9 亿美元，2019 年 3 月以 713 亿美元收购 21 世纪福克斯。目前已形成华特迪士尼影业、漫威影业、皮克斯影业、卢卡斯影业、21 世纪福克斯等在内的完整内容体系。

图 12：迪士尼内容建设历史



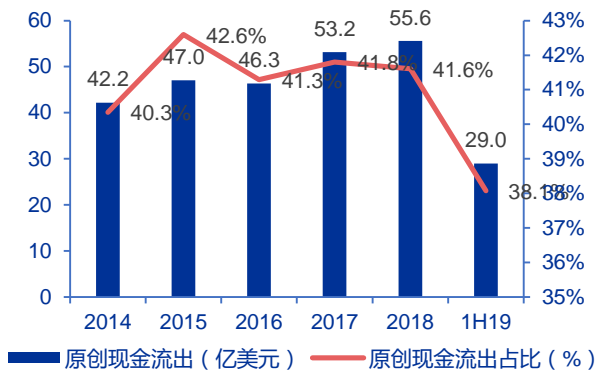
资料来源：迪士尼官网，申万宏源研究

图 13：迪士尼电影内容制作体系



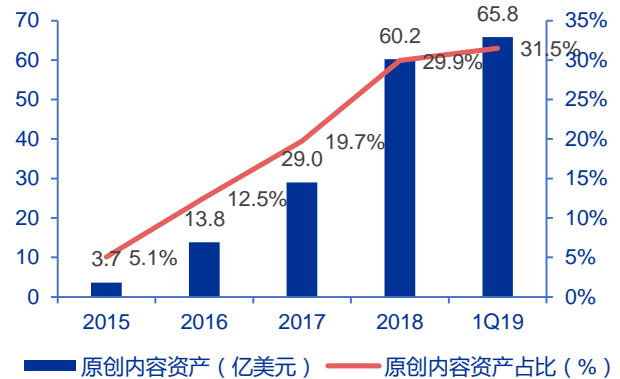
资料来源：迪士尼官网，申万宏源研究

相比之下，自制历史较短、原创占比较低的 Netflix 内容投入大，且外购版权面临一定的可持续问题。1) 从自制内容投入占比看，渠道起家的 Netflix 2012 年才开启原创内容制作，2015 年起其自制内容投入开始提速，至 1Q19 Netflix 原创内容资产占全部内容资产比例达到 31.5%。但相比之下，迪士尼长期保持较高的自制内容投入比例，其自制内容投入占内容总投入比例超过 40%（净现金流出口径），且即将上线的 Disney+ 平台上的内容将全部为迪士尼自有内容及相关衍生节目。2) 从 Netflix 外购版权价格和持续性看：受到竞争对手排他策略、以及授权合同到期等因素影响，外购成本快速上升，从 2013 年 4000 万美元一季的《铁杉树丛》到 2016 年 1.3 亿美元一季的《王冠》，头部内容的采购成本不断上涨。迪士尼 2017 年 8 月宣布从 2019 年起撤出奈飞平台上所有迪士尼电影版权，且 19 年开始不再向奈飞提供新的迪士尼和皮克斯电影，外购版权面临一定的可持续问题。

图 14：迪士尼自制内容占比长期在 40% 以上


资料来源：迪士尼财报，申万宏源研究

注：受限于财报披露，此处以净现金流出口径计算

图 15：Netflix 自制内容投入提速，但占比仍较低


资料来源：Netflix 财报，申万宏源研究

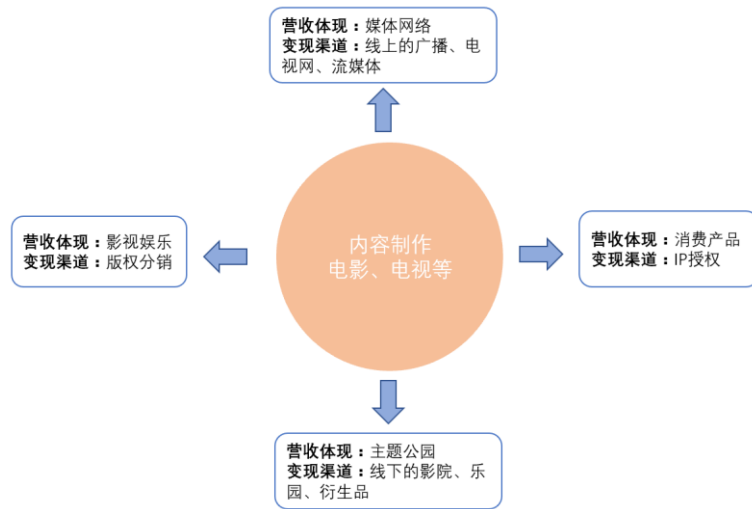
注：受限于财报披露，此处以无形资产口径计算

(2) 协同效应下的多渠道变现降低内容成本率，使得迪士尼获得定价优势

多变现渠道提高内容变现效率，较高利润率为迪士尼流媒体业务构建定价优势。传媒产品一次性生产成本低，降低成本有两种方式，一是尽可能压缩成本，提高效率；二是生产更多的商品，将固定成本摊销到更多的产品中去，比如对同一产品进行多次销售，复制过程中边际成本递减。迪士尼电影产品制作完成后，线上可通过广播、电视、流媒体平台变现，线下通过影院票房、主题乐园变现，此外版权分销及 IP 授权均可带来内容的多次变现；而 Netflix 目前仅有会员收入这一变现渠道。

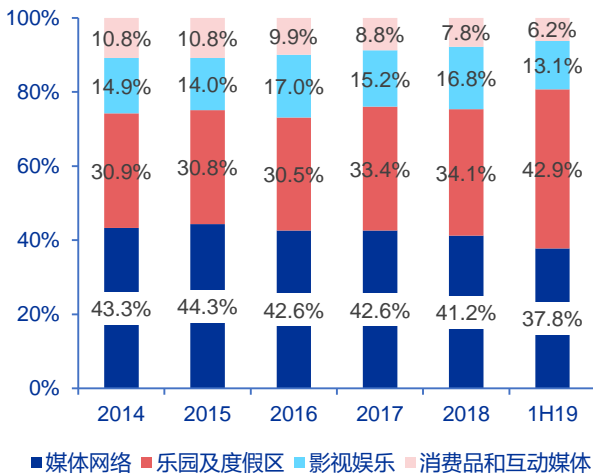
目前迪士尼收入来源包括媒体网络、主题公园、影视娱乐和消费产品四大块，其中媒体网络收入包含广播、电视、流媒体端变现，主题公园收入包含乐园渠道变现，影视娱乐收入包含电影发行、版权分销、IP 授权变现，消费产品收入包括内容衍生产品的销售变现。1H19 公司四大业务营收占比分别为 37.8%、42.9%、13.1%、6.2%（迪士尼财年始于自然年 Q4，因此 1H19 代表 4Q18-1Q19 两个季度的财务数据），18 年四大业务营业利润率分别为 27.0%、22.0%、29.8%、35.1%。

图 16：迪士尼的多元变现渠道



资料来源：迪士尼财报，申万宏源研究

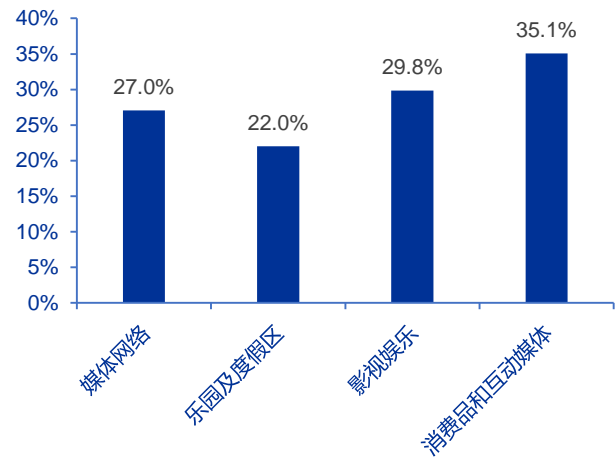
图 17：1H19 迪士尼营收结构（%）



资料来源：迪士尼财报，申万宏源研究

注：迪士尼财年始于自然年 Q4，因此 1H19 代表 4Q18-1Q19 两个季度的财务数据，下同

图 18：18 年迪士尼分业务运营利润率（%）

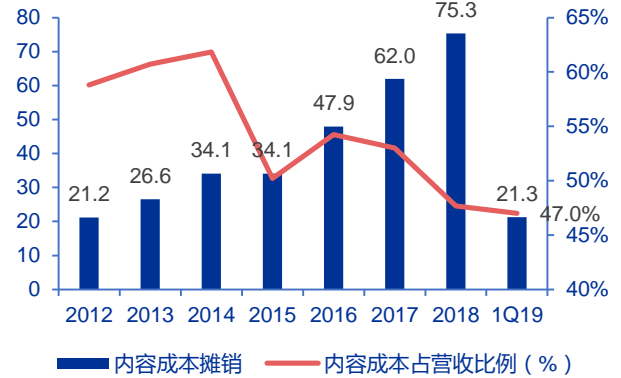


资料来源：迪士尼财报，申万宏源研究

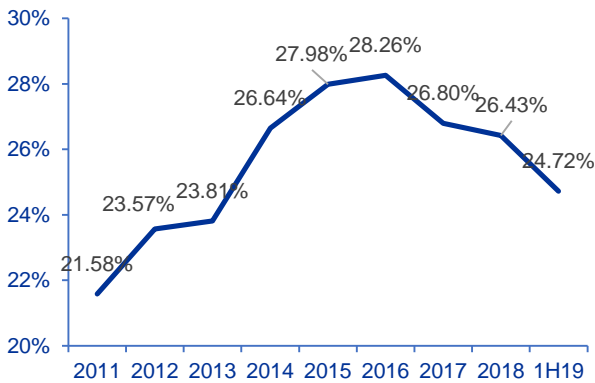
较高的内容变现效率带来较高利润率，客观上为迪士尼流媒体业务实现较低定价作支撑。迪士尼 1H19 内容成本率为 24.2%，远低于 Netflix 1Q19 的 47.0%；迪士尼 1H19 运营利润率为 24.72%，远高于 1Q19 Netflix 的 10.20%。因此较高利润率客观上支撑了迪士尼流媒体平台会员较低的定价。通过低价获取用户，扩大用户规模和会员收入，再反哺到内容制作中，形成正向循环。

图 19：迪士尼内容成本及占营收比例（亿美元，%）

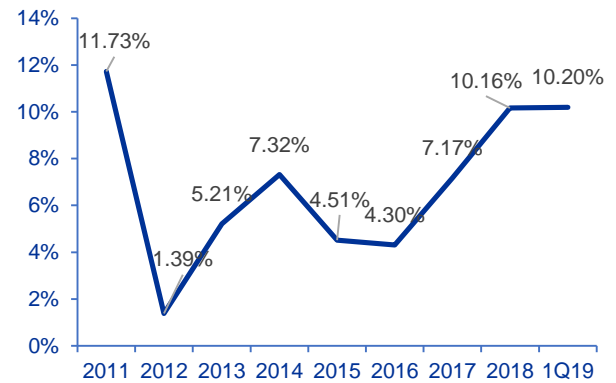

资料来源：迪士尼财报，申万宏源研究

图 20：奈飞内容成本及占营收比例（亿美元，%）


资料来源：Netflix 财报，申万宏源研究

图 21：迪士尼运营利润率（%）


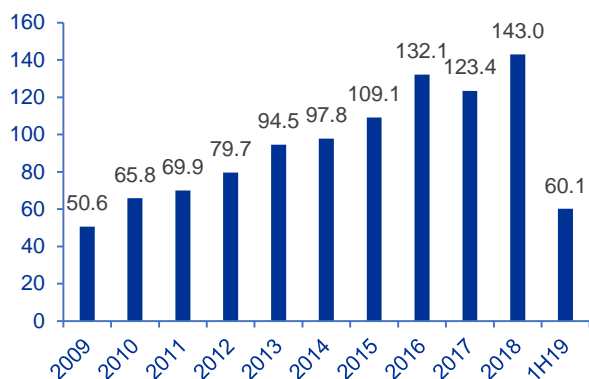
资料来源：迪士尼财报，申万宏源研究

图 22：Netflix 运营利润率（%）


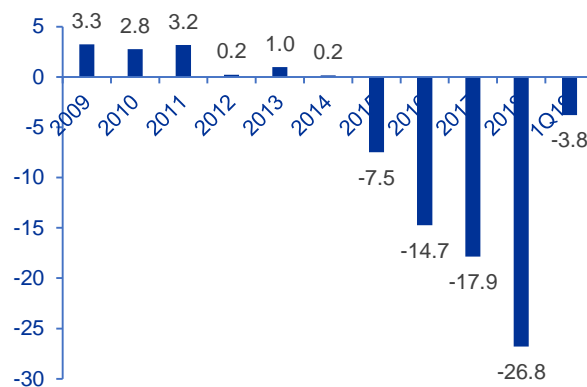
资料来源：Netflix 财报，申万宏源研究

（3）稳定正向现金流为持续内容投入提供补给

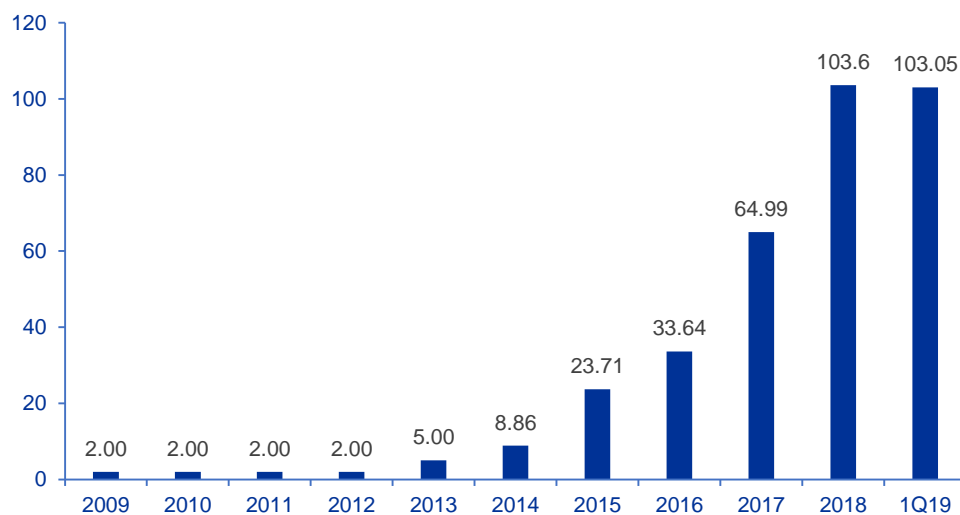
迪士尼现金流充裕，且融资成本较低。截至 2018 年财报，迪士尼、Netflix 经营性现金流净额分别为 143.0 亿、-26.8 亿美元；年利息支出占营收比例分别为 1.15%、2.66%；债务成本分别在 3.0-4.0%、3.6%-6.4%之间。迪士尼拥有足够的现金流支撑其流媒体布局（预计 2020 年为 Disney+ 投入 10 亿美元进行原创内容制作，年投入金额 2024 年将达到 25 亿美元），而 Netflix 则需要高额举债来投入原创。为维持用户增长，Netflix 近年在原创和外购版权内容上的投入迅速增加，2018 年 Netflix 内容成本净现金流出达 120.4 亿美元，占营收的 77.9%，1Q19 Netflix 长期债务为 103.1 亿美元，2019 年 4 月计划发行 20 亿美元债券将使 Netflix 的长期债务达到约 123 亿美元，给公司造成较大现金流压力。

图 23：迪士尼经营活动现金流（亿美元）


资料来源：迪士尼财报，申万宏源研究

图 24：奈飞经营性现金流（亿美元）


资料来源：Netflix 财报，申万宏源研究

图 25：Netflix 长期债务变化（亿美元）


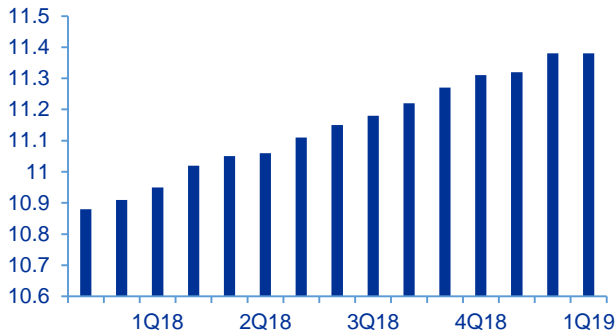
资料来源：Netflix 财报，申万宏源研究

2.2 看国内，三大视频网站流量增长放缓、内容投入过高，内容渠道一体化趋势下芒果优势显现

2.2.1 从流量端看，三大视频网站增速放缓，芒果基数较低但成长迅速

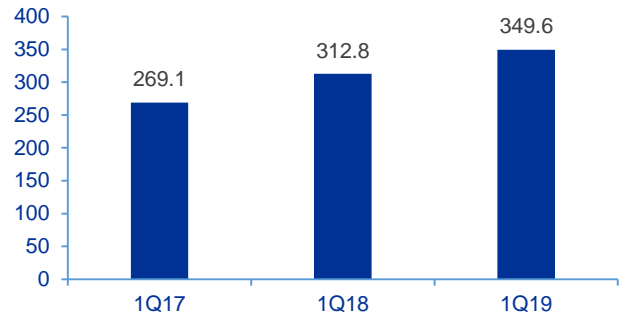
头部三大视频网站皆以渠道起家，但面临流量红利消失困境，芒果月活仍保持快速增长。Questmobile 数据显示，1Q19 中国移动互联网用户规模达到 11.38 亿，同比增速为 3.9%，首次跌至 4% 以下。月人均单日使用时长 349.6 分钟 (yoy+11.8%)，增长主要由短视频拉动，但长视频占整个移动互联网时长比例为 9.10%，已趋于稳定。当前视频网站已形成了 BAT 三大流量巨头支撑下的爱优腾三强格局，三大视频网站月活跃设备数在 4-6 亿之间，芒果位列第 4，19 年 4 月活跃设备数达到 1.6 亿，同比增长超 70%。

图 26：移动互联网用户规模（亿，截至 1Q19）



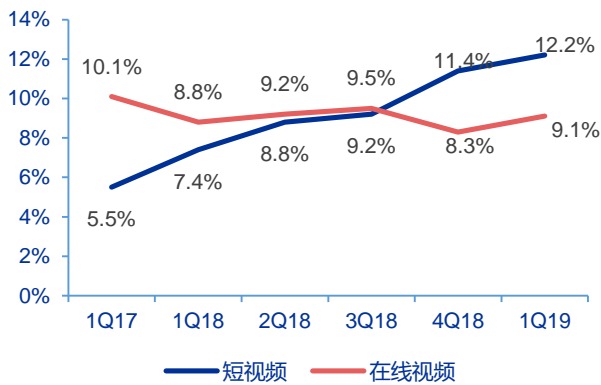
资料来源：Questmobile，申万宏源研究

图 27：移动互联网月人均单日使用时长（分钟，截至 1Q19）



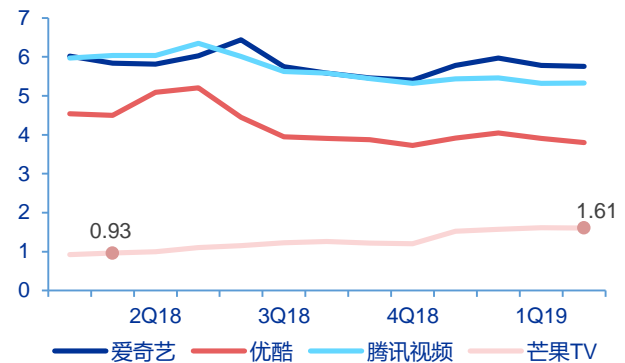
资料来源：Questmobile，申万宏源研究

图 28 视频行业在移动互联网整体时长占比变化（%）



资料来源：Questmobile，申万宏源研究

图 29：国内前四视频网站月活跃设备数变化（亿人）



资料来源：艾瑞指数，申万宏源研究

2.2.2 从内容端看，内容自制成为视频网站发力方向，而芒果具备先天优势

（1）回顾历史，视频网站崛起所依赖的内容基础来自于制播分离解放的内容生产力

我国广播电视台节目制作和节目播出最早以完全的“制播合一”关系出现。1) 早期由于技术条件所限（缺乏节目储存介质和储存技术），电视节目只能直播不能录播，这决定了电视节目制作与播出必须一体化。2) 电视媒体兼具事业属性和宣传责任，制播合一的制播关系亦是彼时的必然选择。早期电视节目生产规模小、专业技术人员少，节目竞争压力不大，制播合一与行业发展阶段匹配。

在节目数量、时长以及观众需求爆发式增长下，解决政企混杂问题、明确监管分工、进行制播分离是广电改革的重要步骤。1) 伴随节目制作规模扩张，事业单位体制下的“编制”不足问题显现；2) 电视台由全额财政拨款转变为“自负盈亏”，而节目之间、频道之间形成的不完全竞争环境使市场化运营机制得以引入。1999 年信息产业部和国家广电总局《关于加强广播电视有线网络建设管理的意见》提出“无线有线合并，网台分营”，第一

次明确了广播电视制播分离改革走向；2005 年中共中央、国务院发布《关于深化文化体制改革的若干意见》，强调要根据广播电视的特点，探索进行制播分离改革；2009 年广电总局下发《关于认真做好广播电视制播分离改革的意见》，这是第一次专门针对制播分离改革发布的指导性文件，标志着制播分离改革进入了快速发展轨道。

表 6：我国制播分离发展历史梳理

阶段	时间	重要事件
萌芽阶段 1986 年—1995 年	20 世纪 80 年代中期	<ul style="list-style-type: none"> “事业单位，企业化管理”制度在全国多数中央和省级新闻单位实行。
	1986 年	<ul style="list-style-type: none"> 国家广电总局颁布了《关于实行电视剧制作许可证制度的暂行规定》，指出：“任何单位制作电视剧，必须持有电视剧制作许可证。禁止私人制作电视剧。与国外合拍电视剧，由广播电影电视部统一审批。”
	1995 年	<ul style="list-style-type: none"> 广播电影电视部发布了《影视制作经营机构管理暂行规定》（部令 16 号），明确规定个人或私营企业不得作为上级主管部门或者直接成立影视制作经营机构。境外组织和个人(包括三资企业)不得以任何形式在国内成立影视制作经营机构。
初步形成阶段 1996 年— 1999 年	1996 年	<ul style="list-style-type: none"> 广电总局发布《广电部关于〈认真贯彻党的十四届六中全会精神进一步加强和改进广播影视工作的意见〉》，指出为了进一步深化广播影视的各项改革，适当引入竞争机制，除新闻类节目外，逐步实行电视节目制作和播出相对分开的体制。是国家广电总局第一次明确地提出电视节目除新闻节目外实行制作和播出分离的指导意见。
	1998 年	<ul style="list-style-type: none"> 第九届全国人大第一次会议明确提出，国家今后对包括电视台在内的大多数事业单位，将逐年减少拨款的三分之一，三年后这些单位要实行自收自支。意味着中国广播电视事业全面推向市场。
	1999 年	<ul style="list-style-type: none"> 国务院办公厅转发信息产业部和国家广电总局《关于加强广播电视有线网络建设管理的意见》，提出“无线有线合并，网台分营”，开始公开讨论广播电视制作与播出分离的问题，第一次明确了广播电视制播分离改革走向。
谨慎探索阶段 2000 年	2000 年	<ul style="list-style-type: none"> 广播电影电视“十五”规划指出广播电视节目制作的社会化、多元化，有利于调动社会力量丰富节目源，但广播电台、电视台自身的制作权决不能让出去。
进一步推进阶段 2001 年— 2004 年	2001 年	<ul style="list-style-type: none"> 中共中央办公厅发布的 17 号文件提到允许系统外国有资产进入媒体。电台、电视台开始实行“事业单位，企业化管理”。
	2004 年	<ul style="list-style-type: none"> 国家广电总局和商务部联合发布《中外合资、合作广播电视节目制作经营企业管理暂行规定》，在中方投资人持股比例不少于 51%的前提下，外资媒体公司可以入股国内广播电视节目制作经营企业。
走向正轨 2005 年以后	2005 年	<ul style="list-style-type: none"> 中共中央、国务院发布《关于深化文化体制改革的若干意见》（中发[2005] 14 号）。强调要根据广播电视的特点，探索进行制播分离改革，除新闻类、社会访谈类节目外，文艺、体育、科技类节目等可逐步实行制播分离，引入市场机制。
	2006 年	<ul style="list-style-type: none"> 北京电台深化机制改革，迈出制播分离第一步，成立全国第一家广播制播分离的电台，即北京电台制作中心。
	2009 年	<ul style="list-style-type: none"> 广电总局下发《关于认真做好广播电视制播分离改革的意见》，这是第一次专门针对制播分离改革发布的指导性文件，标志着制播分离改革进入了快速发展期。
	2010 年	<ul style="list-style-type: none"> 广电总局发文规定制播分离改革目前只能限于影视剧，两个月后中央电视台年度工作会议讲话表示继续积极稳妥地推进制播分离改革，中央电视台把制播分离改革列为年度的工作重点之一。

资料来源：中国政府网，广电总局，申万宏源研究

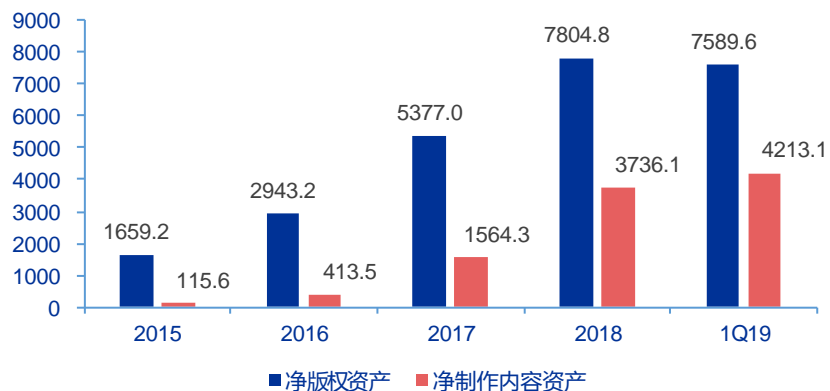
制播分离主要为了理顺电视生产关系、激活生产力。其核心是将非新闻类的内容生产推向市场。制播分离主要有三种形式。一是向外部节目制作公司直接购买；二是委托制作，电视台将某一栏目委托给影视制作公司制作；三是合作制作，一些数字电视频道与外界公司共同制作节目。制播分离对于内容生产力的释放体现在：**1) 外部制作公司规模迅速扩张；2) 拓展内部优质节目的分销渠道和受众面；3) 市场化机制推动内容制作持续创新。**

制播分离背景下视频网站能够获得优质 PGC 内容是其快速发展的基础。我国视频网站从 2006 元年至今，走过了从 UGC 到 PGC、从边缘走向主流的发展路径。而走向主流的过程，是视频网站摒弃 UGC 模式，大量从外部寻找优质 PGC 内容的过程，其发展过程中对内容的需求，亦盘活了制播分离下走向市场化的内容制作方。

(2) 渠道型视频网站走向内容自制，背靠湖南广电的芒果 TV 自制内力深厚

头部视频网站激烈竞争、难分高下，高强度竞争使得其对于外部优质内容难以凭借渠道获得议价优势，各平台开始通过内容自制建立壁垒。1) 与 Netflix 相似，国内版权内容采购成本大幅上升，如 2014 年慈文传媒出品的《花千骨》台+网单集售价 290 万元，而到 2017 年新丽传媒出品的《如懿传》台+网单集售价达到 1500 万元，其中网络端售价 900 万元/集。2) 版权价格上升+建立内容壁垒需要，视频网站开启自制之路。以爱奇艺为例，2015 至 1Q19 的自制内容净资产占版权净资产比例增长较快，占比从 2015 年的 7.0% 提升到 1Q19 的 55.5%。

图 30：爱奇艺自制内容净资产变化（百万元）



资料来源：爱奇艺财报，申万宏源研究

视频网站的自制体系包括影视和综艺两方面：1) 在影视作品上，爱奇艺主要由自制剧开发中心和奇星戏剧工作室负责；腾讯视频原有天同、天璇、天机工作室在 19 年则整合重组为 ed 内容制作部；优酷土豆将原有天行、元气、星空三个工作室明确拆分成自制和版权两部分。2) 在综艺布局上，爱奇艺主要分为节目制作中心开发中心以及奇观工作室；腾讯视频原有邱越负责的天相工作室及张希、尚辉、李笑三大团队全部归结为 Uned 内容制作部；优酷拆分成各个小团队，没有继续设立单独工作室。

表 7：爱奇艺内容自制体系

类别	工作室	方向及代表作
影视剧	爱奇艺自制剧开发中心	偏向现代剧制作：《心理罪》《最好的我们》《无证之罪》等
	爱奇艺奇星戏剧工作室	偏向古装剧制作：《老九门》《河神》《黄金瞳》等
	奇佳戏剧工作室	
	新奕戏剧工作室	
	灿然戏剧工作室	《无证之罪》
	爱上乐戏剧工作室	《雪山飞狐》
综艺	节目制作中心	《中国有嘻哈》《热血街舞团》
	节目开发中心	《偶像练习生》
	奇观工作室	偏向体育综艺制作
短视频、竖屏内容、互动内容等	艺匠工作室	定期更新非洲鼓教学视频
	三始工作室	
	莱特工作室	竖屏微网剧《生活对我下手了》
其他内容制作工作室	Fancy monster 工作室	参与制作综艺《青春有你》
	莫比斯工作室	自制节目《神剧亮了》《耐撕大片》等
	花间工作室	文学
	默奇工作室	电影
	米勒工作室	
	开普勒工作室	围绕站内大 IP 节目的番式报道节目《出招吧！番番》
	大眼睛工作室	
	小明工作室	
	方糖工作室	文学
	青山工作室	文学
	易星工作室	
长风工作室	文学	

资料来源：2019 爱奇艺世界·大会，申万宏源研究

表 8：优酷内容自制体系

类别	新架构	原有工作室及代表作
影视剧	原有三个工作室拆分成自制和版权两部分	天行工作室：《万万没想到》《白夜追凶》
		元气工作室：《白夜追凶》
		星空工作室
综艺	拆分成各个小团队，没有继续设立单独工作室	MAD 工作室：《火星情报局》《这！就是街舞》

资料来源：传媒内参，申万宏源研究

表 9：腾讯视频内容自制体系

类别	新架构	原有工作室及代表作
影视剧	ed 内容制作部	天同工作室：《双世宠妃》《法医秦明之幸存者》
		天璇工作室：《鬼吹灯之精绝古城》《如果蜗牛有爱情》
		天机工作室
综艺	Uned 内容制作部	天相工作室：《创造 101》

资料来源：传媒内参，申万宏源研究

相较之下，拥有较长制播历史和丰富制播经验的芒果系平台则拥有先天自制优势。1) 芒果超媒背靠湖南广电，是制播分离背景下从体制内剥离出来进行市场化运营的新媒体资产，但其自制体系沉淀于湖南台 25 年的内容自制历史和经验积累（报告第三节会详述）。2) 在湖南广电“一体两翼”战略布局指导下，湖南台与芒果在内容层面依然保持了紧密绑定。根据芒果超媒资产重组公告，湖南台将其制作并在湖南卫视于 2018 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日期间播出的，其合法、自主且独家拥有信息网络传播权的电视节目的信息网络传播权独家出售予快乐阳光（18、19、20 年对价分别为 4.5 亿、5.0 亿、5.5 亿元），对于湖南台制作并在湖南卫视于 2020 年 12 月 31 日之后所播出的，其合法、自主且独家拥有信息网络传播权的电视节目的信息网络传播权，快乐阳光在同等条件下享有优先购买权。

从湖南台体系内自制内容（即湖南台采购+芒果自制，新增资产口径）占比来看，2015-2017 自制内容占比分别为 66%、65%、41%，高于爱奇艺同期水平（7%、14%、29%）。

表 10：湖南台自制内容占比（新增资产口径）

	2017 年		2016 年		2015 年	
	新增原值（万）	占比	新增原值（万）	占比	新增原值（万）	占比
湖南台增资/采购	38,830.46	19.23%	38,207.28	25.39%	37,584.91	49.26%
自制	43,836.13	21.71%	59,748.04	39.71%	13,104.45	17.17%
外购	119,219.96	59.05%	52,500.44	34.89%	25,611.33	33.57%
合计	201,886.55	100.00%	150,455.76	100.00%	76,300.69	100.00%

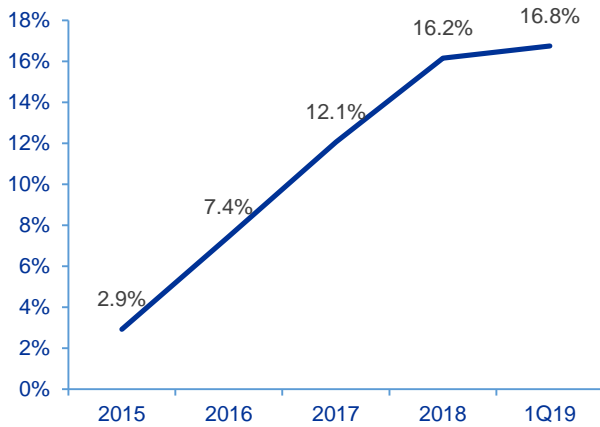
资料来源：芒果超媒重组书，申万宏源研究

2.2.3 从变现端看，芒果 TV 相较头部视频网站收入结构更为多元

从变现端看，头部视频网站以会员+广告为主的收入结构难以完全覆盖持续增长的内容投入。1) 头部视频网站当前渗透率已处于较高水平，MAU 增长进入瓶颈，而 ARPPU 受制于定期付费模式（包月、包年等）维持稳定甚至下滑（促销因素），因此付费率是会员收入增长的主要驱动力。2) 对比爱奇艺 2016 年至 2019 一季度会员、广告收入增速与内容投入增速，内容投入增速高于广告收入，低于会员收入增速。截至 2019 年 6 月 22 日，爱奇艺付费会员破亿，视频内容消费仍然强劲；广告收入受到宏观经济影响，1Q19 增速为 0.4%。

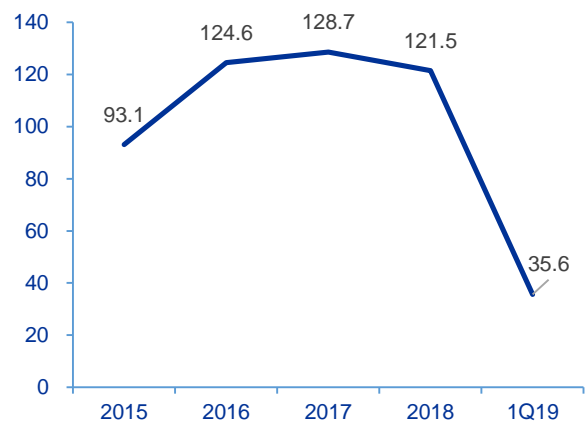
内容渠道一体化的芒果收入结构较为多元。2018 年快乐阳光（芒果 TV 运营主体）会员+广告业务占其总收入比例仅为 59.3%，运营商、版权分销等业务贡献的收入占比超过 40%（报告第三、第四节将详述）。

图 31 : 2015-1Q19 爱奇艺付费率变化 (%)



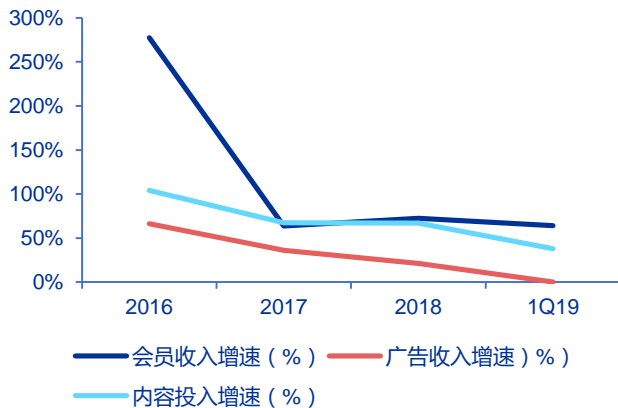
资料来源：爱奇艺财报，艾瑞指数，申万宏源研究
注：付费率=期末付费会员数/期末月活跃用户数

图 32 : 爱奇艺付费会员 ARPPU 变化 (元)



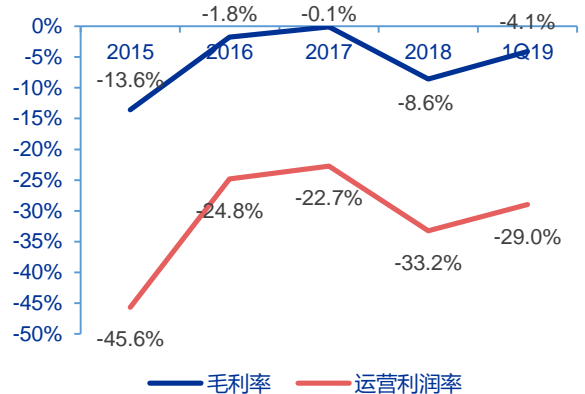
资料来源：爱奇艺财报，申万宏源研究
注：ARPPU = 当期会员总收入/期末付费会员数量

图 33 : 爱奇艺内容投入增速高于广告收入增速、不及会员收入增速 (%)



资料来源：爱奇艺财报，申万宏源研究

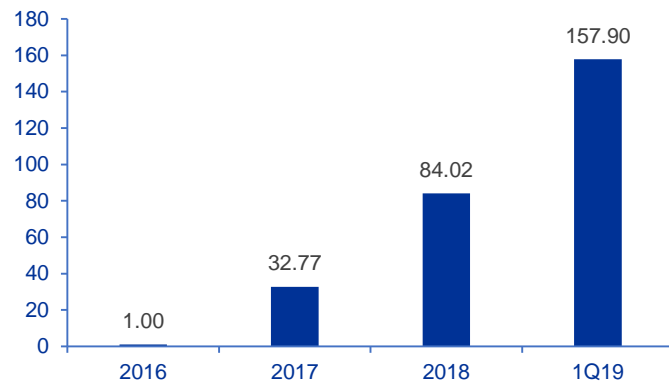
图 34 : 爱奇艺毛利率与运营利润率变化 (%)



资料来源：爱奇艺财报，申万宏源研究

从现金流和负债看，高昂内容投入使现金流较为紧张，负债增长迅速。由于未披露季度现金流情况，爱奇艺 2018 年经营性现金流净额、投资性现金流净额分别为 28.8 亿、-209.5 亿(自制内容现金流出计入经营性现金流，外购版权现金流出计入投资性现金流)，大规模的内容投入使得现金流压力较大。爱奇艺 2018、1Q19 分别新发行价值 47.12、68.41 亿元的可转债，1Q19 带息负债同比增长 2236%，1Q19 带息负债达到 157.9 亿元。

图 35：爱奇艺带息负债变化（亿元）



资料来源：爱奇艺财报，申万宏源研究

注：因公司债务构成主要为长期借款、短期借款及可转债，故此处债务成本为三者加总所得

3. 强大内容自制+精准定位+国资背景构成芒果核心竞争力

3.1 湖南台传承下芒果超媒拥有成熟的内容自制体系

3.1.1 从湖南卫视人才储备和管理机制理解内容创新的驱动力

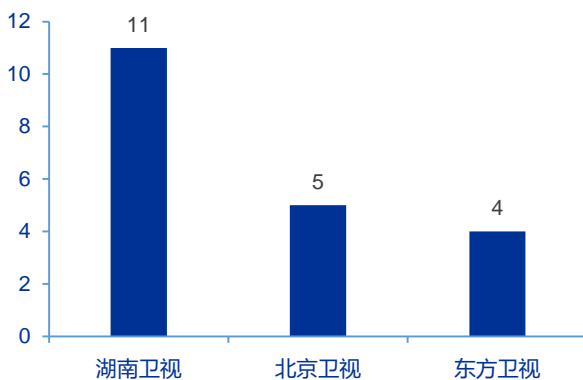
回溯湖南卫视二十多年的发展，从《还珠格格》、《快乐大本营》和《超级女声》等节目首开时代先河，到推出《我是歌手》、《爸爸去哪儿》等创新品类再次引领行业潮流，湖南卫视已从一个地方区域性电视媒体成长为一家在全国范围内具有广泛影响和传播价值的强势媒体。根据尼尔森数据，2018年湖南卫视以0.65%的收视率蝉联地方卫视首位，在电视剧、综艺节目TOP20榜单上均占据过半数席位。

表 11：2018 年度卫视频道全天排名 Top5

排名	频道	(r) 收视率	收视份额	户均收视时长(分/天)
1	湖南卫视	0.65	3.1	76
2	东方卫视	0.45	2.1	68
3	浙江卫视	0.41	1.9	66
4	江苏卫视	0.4	1.9	63
5	北京卫视	0.39	1.8	60

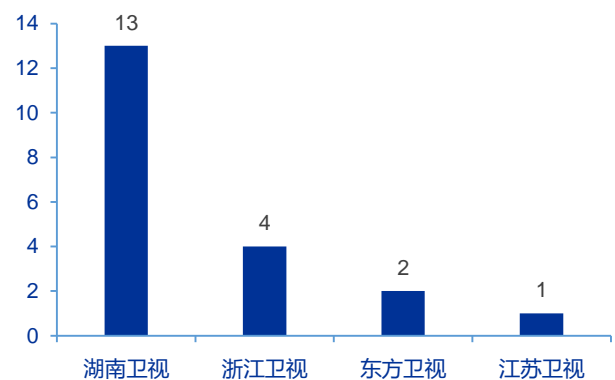
资料来源：尼尔森网联，申万宏源研究

图 36：2018 年电视剧排名 Top20 各卫视数量



资料来源：尼尔森网联，申万宏源研究

图 37：2018 年综艺节目排名 Top20 各卫视数量



资料来源：尼尔森网联，申万宏源研究

湖南卫视曾面临江苏、浙江卫视等老对手日益强大，视频网站冲击和热播剧收视率下滑等考验，但是每次均迸发出更强大的创新力量，这归功于背后丰富的人才储备和充满活力的管理和激励机制。

从人才角度看，1) 当家人具有前瞻的产业化思维。1997 年魏文彬台长抢占先机，迅速以娱乐带领湖南台突围；欧阳常林台长使用市场化的改革思路为后续发展打下资金基础；

现任台长吕焕斌力图从产业再造层面对湖南台进行升级。这些前瞻均体现在了湖南台历次重要的抉择与改革上：

表 12：湖南卫视重要改革

年份	改革
1997	全国首创“明星+旅游”的电视娱乐模式，创办了至今长青的《快乐大本营》
2000	成立全国第一家广电集团
2002	最早提出锁定快乐，锁定年轻，锁定全国的频道定位
2004	聚焦打造“快乐中国”品牌
2005	《超级女声》第二季首掀平民选秀浪潮，并通过旗下天娱传媒开始全面拓展娱乐产业链
2006	开始实施“两个走出去，一个立起来”的发展战略，即从体制内出去，从国内走出去
2014	启动“一云多屏，两翼齐飞”战略，形成湖南卫视，芒果TV“双平台”深度融合，双轮驱动

资料来源：《中外管理》2014年第6期《湖南卫视持续创新之谜——“芒果”青春之道》，申万宏源研究

2) 专业人才储备丰富。湖南卫视拥有导演接近 600 人，还拥有包括制片、演播、艺术、导摄、服化道等 100 多人的支持系统。

3) 大胆任用年轻人才。湖南卫视注重对年轻人创新力的保护，有历史积淀的“传/帮/带”机制帮助年轻人成长。制片人会鼓励团队中的年轻人上交创意方案，一旦被采纳引导组建新团队。

从管理机制看，1) 三大核心部门打造创新闭环。总编室、创新研发中心和节目制作中心为湖南卫视内容生产的三大核心部门，其中研发中心 2006 年正式成立，专门从事新节目的研发以及节目创意管理，主要职能包括：**a.** 基础研究与情报搜集：关注国内竞争对手的创新动态和国外流行节目模式；**b.** 模型研究，新节目研发；**c.** 创意管理：定期召集创新例会，开展创新头脑风暴，长期开展公开征集节目创意工作；**d.** 特许条件下的样片制作。

图 38：湖南卫视创新闭环



资料来源：湖南卫视创新研发中心，申万宏源研究

2) 大范围创新招标持续输送创意, 有偿创意制激发创新热情。 a. 每年会举办若干次创新招标大会, 对于无命题形式, 制片人和非制片人, 甚至外台的人都可以参与投标。向全台、全集团甚至全社会征集创意, 对专职研发形成了有益补充。 b. 湖南台 2008 年起尝试在全台范围内建立有偿创意制度, 凡向研发中心提交创意的部门或个人均可获得一定报酬。具有一定新颖性和较强操作性的创意进入研发中心创意库, 提交人可获得创意奖 (奖金从 1000 元到 10000 元不等); 未能进入创意库, 发放创意提交奖 (200 元/条)。

3) 工作室制度充分调动积极性。 2018 年推出工作室制度, 实现了品牌、用人和收益等五大激励, 效果显著。现有的 12 个工作室拥有湖南卫视 51% 的导演人数, 主创完成了全频道 80% 的内容生产任务, 为频道创造了近 90% 的广告营收, 贡献了超七成的创新方案。

施行工作室制度, 对系统内人才稳固军心具有重要意义。 首先, 人才的专业能力获得更大回报。工作室以主帅命名, 放大明星制片人业内影响力; 激励机制以投入产出为依据, 充分调动明星制片人的市场盈利能力; 从招人到用人自主运营, 下放实权。其次, 人才专业抱负得以充分施展。增设节目试播, 打通芒果 TV, 为工作室提供了更多的创意出口。**优秀的导演和制作人在各方面得到更多尊重和保障, 对平台的忠诚度进一步提高。**

表 13 : 湖南台工作室制度激励机制

分类	具体内容
品牌激励	推动工作室创立自主独立品牌, 把工作室当频道内部特区
创新激励	增加频道创新节目版面、推行常规“创新飙升计划”“30 未满年轻人创新计划”和样片生产、试播制度
用人激励	下放工作室人员招录、用工权利
收益激励	打通绩效分配, 以“投入产出”为依据制定“项目价值奖
发展激励	支持工作室承接芒果 TV 的制作项目

资料来源: 搜狐网, 申万宏源研究

表 14 : 湖南卫视工作室及代表作品梳理

工作室	代表作品
王琴工作室	《我想和你唱》、《儿行千里》、《金鹰节颁奖晚会》
沈欣工作室	《天天向上》、《2018 小年夜春晚》
刘建立工作室	《汉语桥》、《全球华侨华人春节大联欢》
陈歆宇工作室	《亲爱的·客栈》、《2016-2017 跨年演唱会》
徐晴工作室	《声临其境》、《一年级》
刘伟工作室	《快乐大本营》
王恬工作室	《中餐厅》、《透鲜滴星期天》
孔晓一工作室	《少年说》、《我们的师傅》、《夏日甜心》
洪啸工作室	《我是歌手》、《歌手》
安德胜工作室	《幻乐之城》、《2017~2018 湖南卫视跨年演唱会》、《快乐男声》、《全员加速中》
秦明工作室	《中华文明之美》、《嗨! 看电视》、《快乐中国剧好看》、《放学后》
卞合江工作室	专注后期制作

资料来源: 搜狐网, 申万宏源研究

3.1.2 传承口碑延续创新，芒果超媒持续输出优质内容

芒果 TV 继承了湖南卫视成熟的内容建设体系，拥有包含何忱工作室、彭丹工作室在内的 16 个制作团队，自有内容制作人员规模超 1500 人，形成了水平领先、风险可控的工业化内容生产体系。

表 15：芒果 TV 工作室及内容制作团队梳理

工作室	代表作品
何忱工作室	《明星大侦探》《天才大爆炸》
彭丹工作室	《火王》
吴力工作室	《秘密大改造》《功夫学徒》
田海工作室	《萌仔萌萌宅》
晏吉团队	《女儿们的恋爱》
李甜团队	《妻子的浪漫旅行》《真心大冒险》

资料来源：搜狐网，申万宏源研究

在台端原有口碑和内容的基础上，继承了湖南卫视创新基因的芒果超媒发展战略更为清晰。1) 全线开发会员特权，线上线下联动机制提升用户粘性。芒果 TV 2018 年年底推出“1+9”超能量会员权益矩阵，除线上内容以外，还提供会员开放日、青春体验官、青春私享会等各类线下互动体验福利。以 2018 年青春芒果节为例，专门开辟了《明星大侦探》和《勇敢的世界》的体验区，用户可以在现实中亲身感受置身银幕上热门综艺的现场感，体验感加强可加深用户对品牌内容的忠诚度以及提升消费意愿。

图 39：芒果 TV 超能量会员权益矩阵



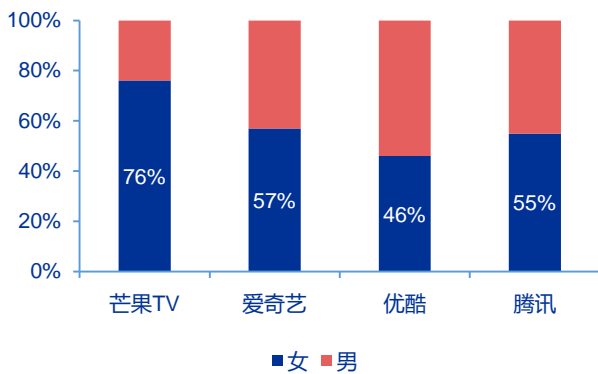
资料来源：芒果 TV 官网，申万宏源研究

2) 深谙目标用户心理，推出圈层化精品综艺。确定目标市场后，芒果 TV 从迎合大众的宽泛需求转而发力圈层化的“小而美”，并通过精品综艺引发的广泛关注和讨论实现“出圈”。从亲子类、偶像类、到生活观察类，新节目来源逐渐从引进变为原创。一方面实现了定位分众化、节目专业化、欣赏类综艺重回视野的转变，如《声入人心》、《身临其境》等节目立足高质量的小众题材收获高热度。另一方面，针对女性群体较为关注的女性独立、婚恋关系、亲子关系等议题，推出了大女主系列《她说》、婚恋及代际关系系列《女儿们的恋爱》等针对性综艺。

3.2 平台定位精准，女性用户价值高，广告 ARPU 超过爱奇艺

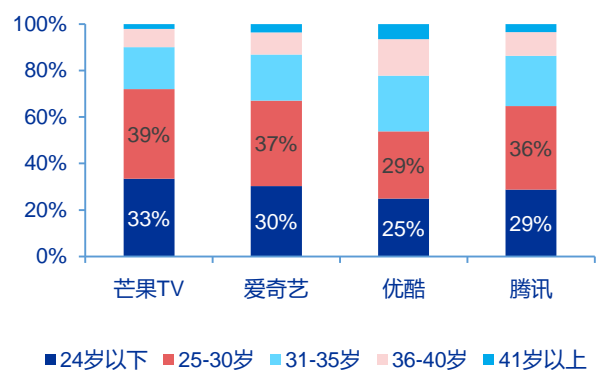
芒果 TV 用户具备年轻化和女性化两个特征。根据艾瑞指数监测，2019 年 4 月芒果 TV 的女性用户比例高达 76%，明显高于爱奇艺/优酷/腾讯的 57%/46%/55%，且超过七成的用户分布在 30 岁以下，亦高于三大视频网站。

图 40 :2019 年 4 月视频网站用户性别构成对比(%)



资料来源：艾瑞指数，申万宏源研究

图 41 :2019 年 4 月视频网站用户年龄构成对比(%)



资料来源：艾瑞指数，申万宏源研究

通过自制女性综艺，芒果不断夯实“青春、都市、女性”的平台用户定位。芒果 TV 承袭湖南卫视主打年轻及娱乐化的市场定位，结合已有的内容制作优势采取差异化战略，深化了以年轻女性为主要用户的鲜明特征，女性综艺开发能力最强，其他卫视原女性综艺的年代延续性强，但新节目的开发能力较弱，每年少有新节目产生。

表 16 : 2016-2018 年各卫视播出女性综艺概况

	湖南电视台	安徽卫视	深圳卫视	山东卫视	东方卫视	其他
作品部数	8 部	7 部	6 部	4 部	3 部	6 部
2016 年	我们来了-生活 夏日甜心-偶像养成 我是大美人-时尚	美丽俏佳人-时尚	辣妈学院-母婴育儿 辣妈学院开课啦-母 婴育儿	拜托了妈妈-母婴育 儿	妈妈咪呀 4-竞技 花样姐姐 2-旅游 我的新衣-时尚	
2017 年	花儿与少年-旅游 我们来了-生活 我是大美人-时尚 星姐选举-偶像养成	美丽俏佳人-时尚 蜜食记 1-美食 蜜食记 2-美食	辣妈学院-母婴育儿 辣妈学院开课啦-母 婴育儿-	拜托了妈妈-母婴育 儿 天下女人-情感	妈妈咪呀 5-竞技	中华好妈妈-情感 但愿人长久-情感
2018 年	我是大美人-时尚	蜜食记 3-美食 蜜食记 4-美食 美丽俏佳人-时尚	辣妈学院-母婴育儿 辣妈学院开课啦-母 婴育儿	拜托了妈妈-母婴育 儿		但愿人长久 2-情感 美丽新时尚-时尚 女人有话-生活 我们仨-母婴育儿 爱尚孕动-体育健身

资料来源：艺恩视频智库，申万宏源研究

对于打造年轻人和年轻女性用户的品牌来说，芒果 TV 用户定位精准，广告投放转化率高于其他平台。女性综艺视频偏植入集中于个人洗护、化妆品、母婴用品等主打女性需求的品牌产品，芒果以内容为媒介，不断创新品牌融入方式，打造基于 AI 和用户画像的独有信息流广告形式，将节目影响力转换为品牌销售力，同时广告融合产品特性及节目特点，符合节目调性，从而提高广告转化率。例如舒肤佳作为《爸爸去哪儿 5》联合冠名品牌，节目热播期间（2017 年 10 月左右），舒肤佳系列产品在沐浴露市场份额上涨 2%、香皂市场份额上涨 1.1%、洗手液市场份额上涨 4%，节目火爆带动产品销售快速增长。

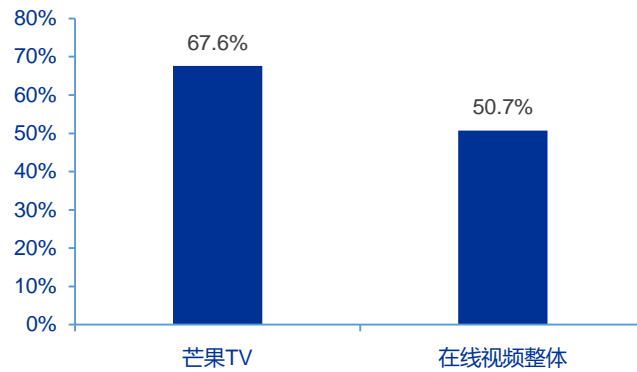
表 17：2018 年播映指数 TOP10 女性综艺植入品牌概览

女性视角	综艺名称	题材	植入品牌		
			女性品牌	偏向女性受众品牌	大众品牌
花季少女	创造 101	偶像养成	七度空间	小红书、英树面膜、Beauty Cam 美颜相机	OPPO R15、中华魔力迅白牙膏、康师傅冰红茶、腾讯微视、麦当劳
轻熟女孩	小姐姐的花店	生活/经营	ABC 卫生巾	拼多多	伯爵旅拍
	女人有话说	生活	云南白药采之汲面膜		
	闺蜜的完美旅行	旅游	玫琳凯 LumVie 亮采系列		
	送一百位女孩回家 2	情感	ABC 卫生巾	阿道夫精油	盘龙云海、连花清瘟胶囊、一汽大众奥迪
	送一百位女孩回家	情感	ABC 卫生巾		vivoX21 屏幕指纹手机、999 感冒灵、温商贷
已婚妻子	妻子的浪漫旅行	旅游	ABC 卫生巾、OLAY 空气霜	吕牌（RYC）洗发水、网易考拉海购	贝壳找房、gogokid
暖心妈妈	妈妈是超人 3	亲子	美素佳儿、VIPKID、超威贝贝健、凯叔讲故事、999 小儿感冒药、Dodie	OLAY 玉兰油、多力、舒肤佳、网易考拉海购	云南白药牙膏
	不可思议的妈妈 2	亲子	伊利 QQ 星	珀莱雅	
	我们仨	亲子	斯利安、榄菊、北京美中宜和妇儿医院	可丽蓝、定神丹	味动力

资料来源：艺恩视频智库，申万宏源研究

注：加粗综艺为芒果 TV 平台综艺

以女性用户为主的芒果 TV 单用户广告收入超过爱奇艺。2018 年爱奇艺、芒果广告业务 ARPU 分别为 17.3、20.1 元，芒果单用户广告收入超过爱奇艺，这背后折射的是芒果精准的女性用户定位以及女性用户更高的广告价值。

图 42：芒果 TV 线上消费能力超 200 元用户占比（%）


资料来源：芒果超媒重组书，申万宏源研究

表 18：芒果 2018 年广告业务 ARPU 反超爱奇艺

	2016		2017		2018		1Q19	
	爱奇艺	芒果	爱奇艺	芒果	爱奇艺	芒果	爱奇艺	芒果
期末 MAU (百万)	405.4	72.0	421.3	79.0	540.7	120.0	577.9	161.6
广告收入 (百万元)	5650.4	806.3	8158.9	1332.4	9328.1	2411.6	2100.0	
ARPU (元)	13.9	11.2	19.4	16.9	17.3	20.1	14.5	

资料来源：各公司财报，艾瑞指数，申万宏源研究

3.3 国资背景坚持主流价值导向，广电系牌照拓展收入渠道

3.3.1 政策日趋收紧，通过创新调整实现监管要求与观众喜好平衡

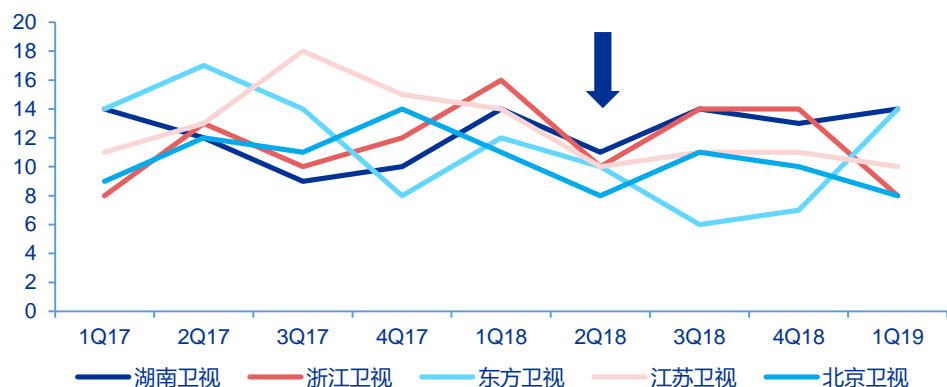
2018 年视听内容监管进一步收紧，“网台审核一把尺子”趋势明显，视听媒体建设主流文化，发挥社会效益、公益职能的要求贯穿全年。过去无法在电视台过审的电视剧及综艺可以通过网络渠道播放，但近年来网络视听监管环境趋严，线上线下标准趋于统一；同时广电总局对公益广告、新闻、动画、纪录片等类型的支持有增无减，以主旋律为基调的电视剧、电影、综艺节目及公益类作品将获得更加有力的支持。

表 19：2017-2018 年广播电视、网络视听监管政策一览

发布日期	政策名称	政策内容
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 3 月	《关于进一步规范网络视听节目传播秩序的通知》(新广电办发〔2018〕21 号)	坚决禁止非法抓取、剪辑改编视听节目的行为；加强网上片花、预告等视听节目管理；加强各类节目接受冠名、赞助的管理。
2018 年 7 月	《关于做好暑期网络视听节目播出工作的通知》(广电办发〔2018〕44 号)	明确点名“偶像养成类节目、社会广泛参与选拔的歌唱才艺竞秀类节目”对于此类节目要“坚决遏止节目过度娱乐化和宣扬拜金享乐、急功近利等错误倾向”。
2018 年 11 月	《关于进一步加强广播电视和网络视听文艺节目管理的通知》(广电发〔2018〕60 号)	抵制“泛娱乐化”、控制嘉宾片酬、打击数据造假。重申追星炒星、高价片酬的危害，强调节目制作和传播机构要始终坚持把社会效益放在首位。
2018 年 11 月	《网络视听节目审查新规》	网剧、网大、网络动画等网生内容，由制作公司备案后提交省级广播电视局审核。审核流程包括在拍摄前对拍摄规划剧本的审核，以及成片后对上线成片的审核。网络平台只能采购由广电部门过审后，取得上线备案号的视听内容。 网络视听节目审查新规与电视台电视剧内容审查规定将趋于一致。

资料来源：国家广播电视总局官网，每日经济网，申万宏源研究

1) 台综方面，2Q18 以来，受政策影响，浙江、东方、江苏、北京等一线卫视的综艺节目数量减少，湖南卫视的资源优势逐渐凸显。

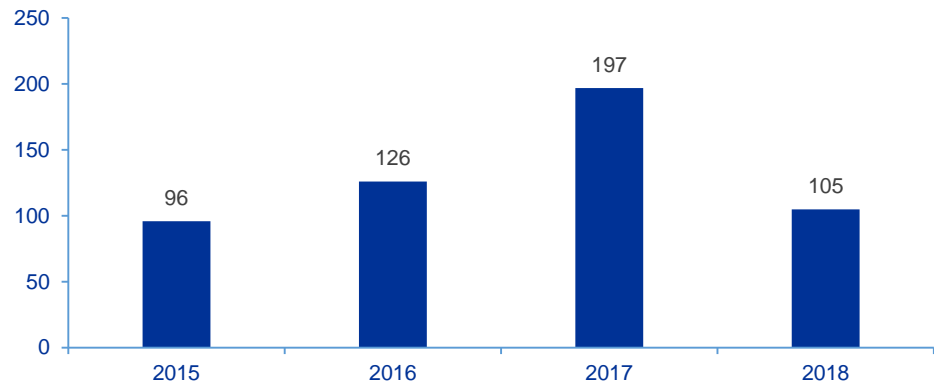
图 43：一线卫视各季度节目播出数量对比（部）


资料来源：击壤科技，申万宏源研究

2) 网生内容方面，监管趋严已成为常态化，2018 年有超过 20 部网剧网综下架，19 年以来也有《东宫》《独孤皇后》等多部剧暂停播出。2018 年爱优腾与芒果 TV 共推出 105

档网综,较 2017 年下降明显,各平台需通过节目形式的创新在监管要求和观众偏好之间达成平衡。

图 44 : 2015-2018 爱奇艺、优酷、腾讯及芒果 TV 网综数量合计



资料来源：鲸准研究院，申万宏源研究

作为具有国有背景的视频平台,芒果 TV 在政治站位、导向把握、责任担当上始终“守正”,主动承担主流媒体的责任和使命。主要体现在现有节目中加入主旋律内容、创新正能量综艺和传统类节目的创新性调整。1)《快乐大本营》、《向往的生活》等多类综艺节目中增加公益、国情调研板块,响应主旋律号召。2)自制综艺上每年都有类型创新,而非一味依赖成功的偶像养成及亲子节目。如《学霸说》、《一起读书》等正能量节目,2019 年新开辟的“关爱社会系列”《哈哈农夫》、《城市快递员》等节目,以及“人文品德系列”《我爱你,中国》、《我的青春在丝路》等一系列弘扬主旋律的作品。3)对于传统的声乐竞演类节目,芒果 TV 的内容制作团队也能结合监管政策和观众喜好,做出创新性的调整。如音乐类节目《声入人心》内容上以美声音乐为主,结合舞台竞演、真人秀的节目形式,选择具有专业学习背景和较高演唱素质的参赛者,以普及高雅音乐为使命,同时获得了观众的高关注和口碑以及正面的社会效益。根据云合数据显示,19 年(截至 2019 年 6 月 23 日)全平台综艺市占率 TOP10 中芒果 TV 的《妻子浪漫旅行第二季》《向往的生活第三季》等三部作品进入前 10,较好地实现了监管要求和寻求市场偏好之间的平衡。

表 20 : 2019 年全平台综艺市占率 TOP10 (截至 2019 年 6 月 23 日)

排名	节目名称	正片有效播放市占率	前台点击量	评论量	点赞量	播放平台
1	王牌对王牌第四季	9.91%	39.22 亿	35.18 万	-	爱奇艺/优酷/腾讯
2	奔跑吧第三季	6.56%	14.95 亿	22.28 万	-	爱奇艺/优酷/腾讯
3	青春有你	4.21%	-	16.7 万	-	爱奇艺
4	极限挑战第五季	3.95%	10.05 亿	20.9 万	-	爱奇艺/优酷/腾讯
5	妻子的浪漫旅行第二季	3.64%	23.13 亿	21.87 万	50.38 万	爱奇艺/芒果 TV
6	向往的生活第三季	3.44%	13.68 亿	13.62 万	58.14 万	爱奇艺/芒果 TV
7	创造营 2019	2.51%	39.44 亿	45.73 万	-	腾讯
8	欢乐喜剧人第五季	2.26%	-	16.53 万	-	优酷
9	以团之名	2.21%	212 万	15.21 万	-	优酷
10	密室大逃脱	2.05%	22.06 亿	18.77 万	123.46 万	芒果 TV

资料来源：云合数据，申万宏源研究

3.3.2 牌照优势助力多元变现，战略合作引入有力支持

芒果运营业务 (IPTV、OTT) 具备牌照优势。湖南广播电视台是七大互联网电视牌照商 (OTT) 之一以及通过总局验收的四大 IPTV 二级播控平台之一；芒果 TV 是这两张牌照的实际运营机构，目前只有芒果超媒和新媒股份同时拥有这两张牌照，而爱优腾只能与 OTT 牌照方合作开展业务。截至 2019 年 5 月，芒果 TV 运营业务已经覆盖至全国 31 个省级行政区域，覆盖用户已超 1.47 亿。

表 21：IPTV 牌照持证机构

全国性 IPTV 集成播控服务	全国 IPTV 内容服务	省级 IPTV 集成播控服务	IPTV 传输
中央电视台	中央电视台	广东广播电视台	中国电信
	上海广播电视台	湖南广播电视台	中国联通
		辽宁广播电视台	中国移动
		重庆网络广播电视台	

资料来源：新媒股份招股书，申万宏源研究

注：省级 IPTV 播控牌照为经过广电总局验收的省份

表 22：OTT 牌照持证机构

中央牌照运营机构	地方牌照运营机构
中国网络电视台	上海广播电视台
中国国际广播电台	广东广播电视台
中央人民广播电台	湖南广播电视台
	浙江电视台和杭州市广播电视台

资料来源：新媒股份招股书，申万宏源研究

IPTV、OTT TV 都是基于网络进行视频服务，二者在工作原理、运营方、内容来源与服务、交互性等方面均存在较大差别。**1) IPTV** 除了拥有有线电视的直播功能，增加了点播和回播，在传输介质上，IPTV 使用的是运营商的专用宽带网络，主要推动者也是宽带运营商，IPTV 盒子作为宽带业务的促销手段赠送给用户。**2) OTT**：因监管限制只有点播，不能观看直播，但内容增加互联网视频平台内容，系统则是使用互联网公共网络，推动者主要是各 OTT 盒子公司、智能电视或者 OTT 软件系统提供商。

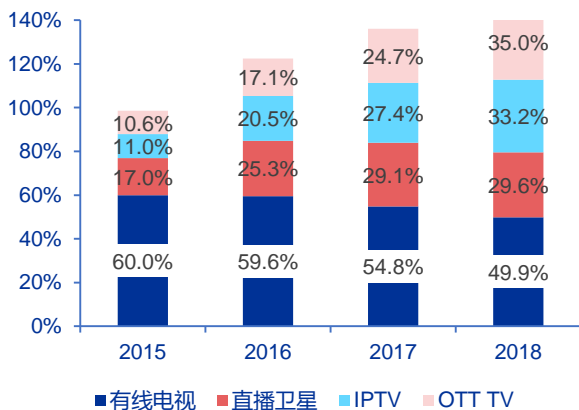
表 23 : IPTV、OTT TV 对比

	IPTV	OTT TV
工作原理	“交互式网络电视”采用机顶盒的方式,利用 IPTV 专网来收看电视直播、点播,是集互联网、多媒体、通讯等技术于一体的媒体接受设备	利用互联网来看直播、点播,使其和工作方式与手机、电脑基本一致,用户可以通过下载、安装各类电视软件来极大拓展其内容和功能
运营商	电信、移动等运营商来运营	广电牌照方与家电厂商合作
屏幕终端	机顶盒+TV	OTT 机顶盒+显示屏(电视、电脑、Pad、手机等);智能电视
传输	IP 城域网	互联网
网络	基于电信运营商搭建的专用网络,前期投资较大,但是网络带宽和视频质量有保证	只需普通的公共宽带互联网作为基础,需要一定的带宽保证视频的服务质量
交互性	较强	最强
内容	支持直播、点播、回看	暂不可开展直播业务,可进行点播,可自行安装游戏、教育、健身等各类软件
内容来源	牌照方内容	牌照方内容+视频网站(版权)+其他
分发环节	提供商-运营商-用户	提供商-(公共网络)-用户

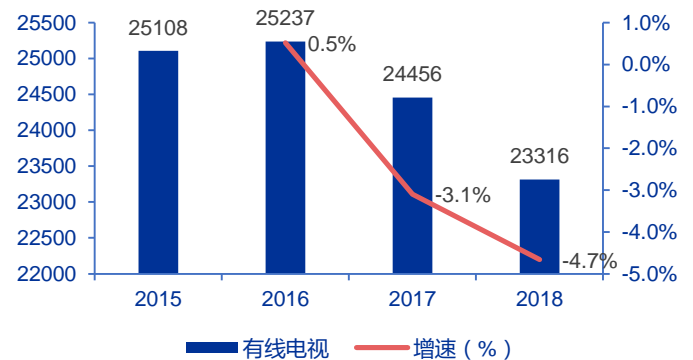
资料来源:新媒股份招股书,申万宏源研究

(1) 从行业看,有线电视观众份额下降, OTT TV、IPTV 用户持续增长

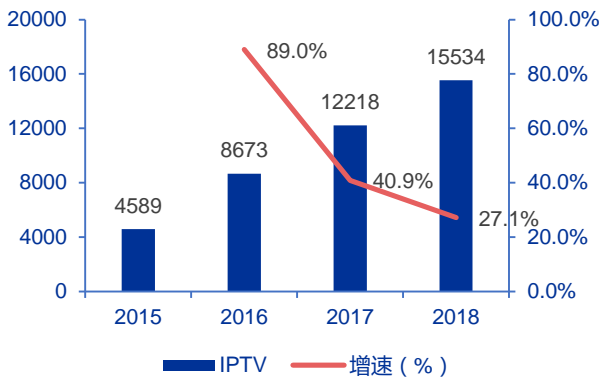
根据中国有线电视发展公报,截至 4Q18 中国家庭电视用户总规模达 4.67 亿户,有线电视收视份额下降 4.9pct 至 49.9%,但仍位居第一;OTT TV 收视份额同比增加 10.3pct 至 35.0%,赶超 IPTV 位居第二;IPTV 收视份额增长 5.8pct 至 33.2%(各收视份额占比求和大于 100%,主要是存在“一户多终端”情况)。因 IPTV、OTT 抢占大屏市场,有线电视用户数增速 17 年起负增长。

图 45 : 2015-2018 中国家庭电视收视格局 (%)


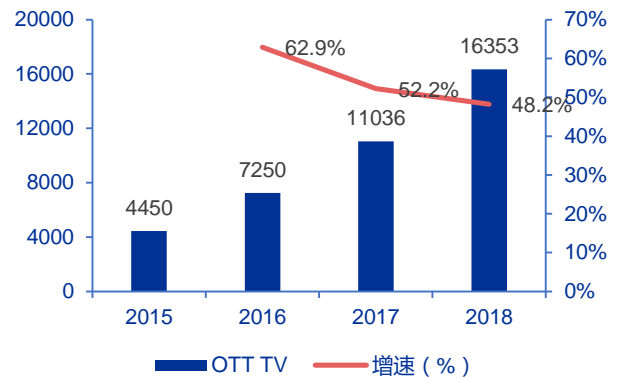
资料来源:2018 中国有线电视行业发展公报,申万宏源研究

图 46 : 2015-2018 年有线电视用户及增速 (万户, %)


资料来源:2018 中国有线电视行业发展公报,申万宏源研究

图 47 : 2015-2018 年 IPTV 用户及增速 (万户, %)


资料来源：2018 中国有线电视行业发展公报，申万宏源研究

图 48 : 2015-2018 年 OTT 用户及增速 (万户, %)


资料来源：2018 中国有线电视行业发展公报，申万宏源研究

(2) OTT 行业竞争格局与视频网站类似，芒果 TV 日活保持两位数增长

横向对比，OTT 行业竞争格局与视频网站相似，芒果 TV 位列第四。据奥维云网数据显示，TOP3 分别是银河奇异果（银河与爱奇艺联合打造的互联网电视应用）、CIBN 酷喵影视（国广东方和优酷联合打造的互联网电视应用）以及云视听极光（南方新媒体与腾讯视频联合打造的互联网电视应用），分别占 OTT 端整体日均活跃终端数的 30.55%、22.90%、22.11%，芒果 TV 占比 8.41% 位列第四。

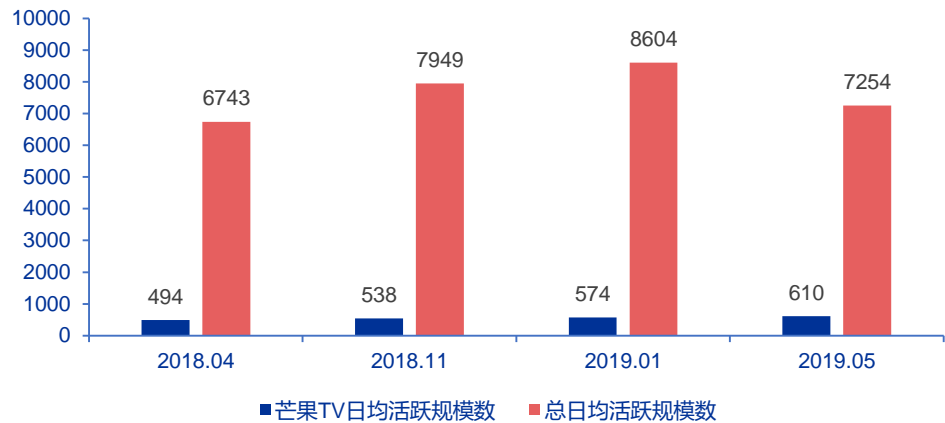
表 24 : 2019 年 5 月 OTT 整体 (智能电视+盒子) 媒体排行榜

排名	名称	用户规模-日均活跃终端数 TOP10		
		5 月日活 (万台)	环比 (%)	排名变化
1	银河奇异果	2216	+11.0%	-
2	CIBN 酷喵影视	1661	-1.5%	-
3	云视听极光	1604	+8.7%	-
4	芒果 TV	610	+6.1%	-
5	云视听 MoreTV	301	+5.7%	-
6	CIBN 聚体育	94	-5.8%	-
7	CIBN 聚精彩	60	-2.5%	1
8	CIBN 微视听	42	-44.1%	-1
9	云视听·泰捷	37	2.8%	1
10	CIBN 悦厅 TV	35	-12.5%	-1

资料来源：奥维云网，申万宏源研究

纵向看，19 年 5 月芒果 TV 在 OTT 端日活增长较快。根据奥威云网数据，芒果 TV 2019 年 5 月日均活跃终端数 610 万台，相比于 18 年 4 月增长 22%。

图 49：2018-2019 部分月份芒果 TV 及 OTT 整体日均活跃终端数（万台）



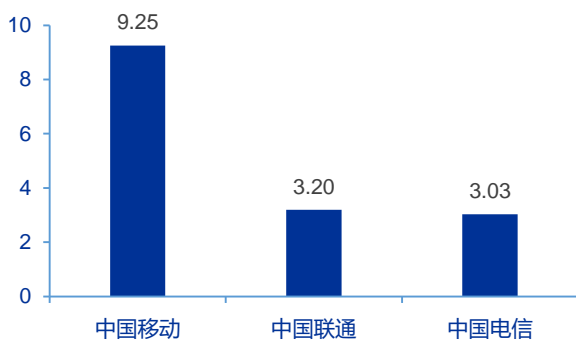
资料来源：奥维云网，申万宏源研究

(3) IPTV 当前省内渗透率较低，但天花板不高，与移动合作有望拓展省外广阔空间

当前湖南省内 IPTV 渗透率预计为 30%，与广东省仍有较大差距。结合重组报告书我们预计 2018 年湖南省 IPTV 用户数在 600 万左右，对应渗透率 30%（以 2015 年湖南省人口普查 2023 万家庭户数为基数，后同）。而根据新媒股份招股书，广东省 IPTV 渗透率达到 40%，明显高于湖南省渗透率。我们判断芒果省内 IPTV 业务中短期或仍有增长，但受制于省内家庭户数天花板。

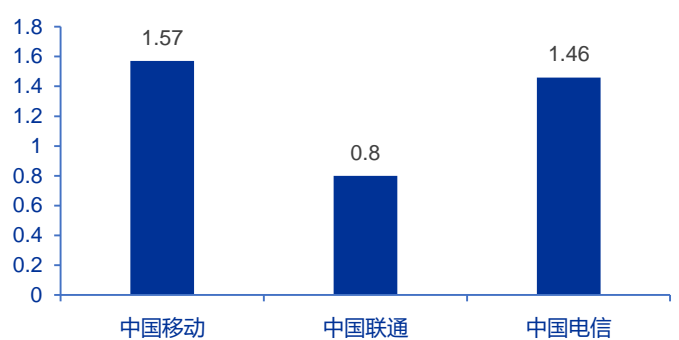
与中移动战略合作，IPTV 业务有望得到进一步拓展。我们在第一节提到中国移动战略入股芒果，成为公司第二大股东。2018 年中国移动的手机端用户总数已达到 9.25 亿，占近 60% 的市场份额，固定宽带方面中国移动也以 1.57 亿用户数超越中国电信 1.46 亿用户数成为宽带第一大运营商。与中国移动合作 1) 在 5G 时代通过将 5G 和 IPTV 业务打包推广，IPTV 渗透率有望进一步提升；2) 借助中国移动在全国较广的地面分布，推动省外 IPTV 业务快速拓展。

图 50：2018 年三大运营商移动电话用户数（亿）



资料来源：各公司 2018 年报，申万宏源研究

图 51：2018 年三大运营商固定宽带用户数（亿）



资料来源：各公司 2018 年报，申万宏源研究

4. 财务分析与增长前瞻：关注付费率、软广以及省外 IPTV 拓展

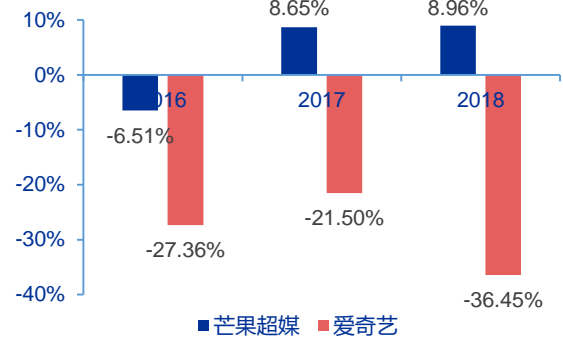
相比于还处在亏损中的爱奇艺，芒果超媒实现盈利。芒果超媒 2018 年实现归母净利润 8.66 亿元，同比增长 21.03%，净利率为 8.96%，同期爱奇艺为-91.1 亿元，净利率为-36.45%，亏损有所扩大。

图 52：芒果超媒归母净利润（亿元）



资料来源：芒果超媒 2018 年报，申万宏源研究

图 53：芒果超媒与爱奇艺净利率对比（%）



资料来源：各公司财报，申万宏源研究

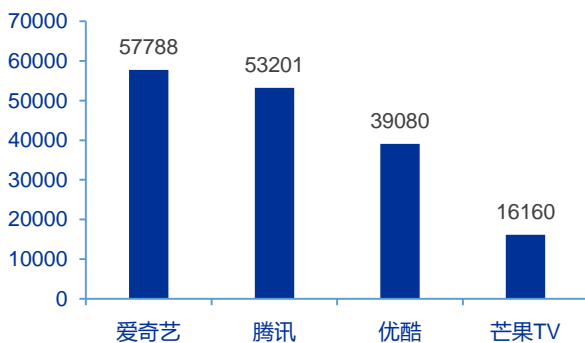
4.1 收入端：互联网视频与运营商业务均具备较强增长动能

4.1.1 互联网视频业务：付费率有望向头部看齐，强势综艺表现下广告业务增长值得期待

(1) 会员收入：MAU 仍在增长，ARPPU 提升困难，远期付费人数或达 5000 万

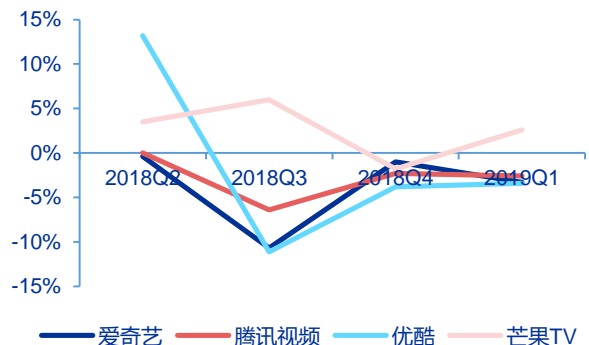
从 MAU 看，根据艾瑞指数监测，1Q19 芒果 TV 月活设备数（近似于 MAU）为 1.6 亿，绝对值低于爱优腾，但仍保持较快增长。MAU 长期趋势取决于视频平台的内容生态，凭借芒果 TV 在内容制作方面的较大优势，其 MAU 中短期在低基数下或仍有增长空间。

图 54：2019Q1 视频平台月活设备数（万）



资料来源：艾瑞指数，申万宏源研究

图 55：视频平台月活设备数环比增速变化趋势（%）



资料来源：艾瑞指数，申万宏源研究

从付费率来看，2018 年底芒果 TV 公司会员用户数达到 1075 万，同比增长 138%，对应付费率为 8.96%，高于以二次元内容为主的 B 站，但与爱奇艺差距较大。2019 年 6 月 22 日，爱奇艺付费用户数破亿，视频内容消费仍然强劲，考虑到芒果采用差异化竞争战略增强粘性，并不断增加版权投入构建壁垒，在当前较低基数下，我们预计芒果未来付费率将与头部视频平台 15%-20% 水平看齐，假设芒果 TV 5 年后 MAU 2.5 亿，付费率 20%，付费会员数将达到 5000 万人，对比 18 年有 4 倍增长空间。

表 25：2018 年视频平台付费情况对比

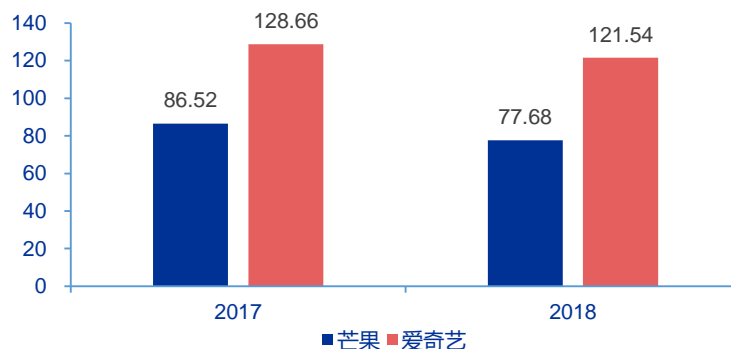
	芒果 TV	爱奇艺	B 站
期末付费用户数（万）	1075	8740	4416
付费率（%）	8.96%	16.16%	4.76%

资料来源：各公司财报，艾瑞指数，申万宏源研究

注：出于时间口径统一考虑，均取各平台 18 年 12 月底数据

从 ARPPU 来看，18 年芒果与爱奇艺年均 ARPPU 均有所下滑，芒果 ARPPU 低于爱奇艺。而目前芒果 TV 与爱奇艺、腾讯视频、优酷的连续包月会员价格基本相同，而反映长期订阅用户粘性的递延收入/会员收入指标芒果与爱奇艺基本持平。可以判断 1) 各大平台均采用促销手段拉新，芒果折扣力度或更大/促销频率或更多；2) ARPPU 在付费会员渗透扩张期间或较难提升。

图 56：芒果 TV 和爱奇艺年均 ARPPU 对比（元）



资料来源：各公司财报，申万宏源研究

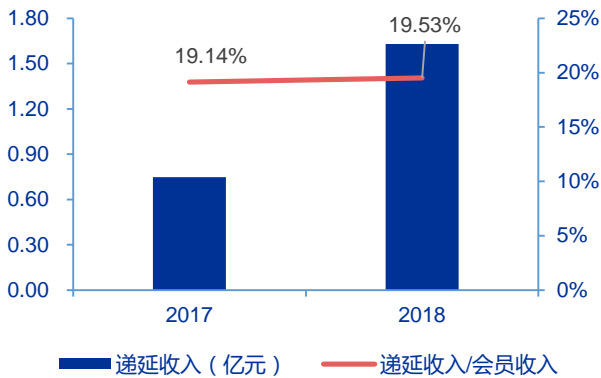
注：ARPPU = 当期会员总收入/期末付费会员数量

表 26：视频平台续费会员价格对比

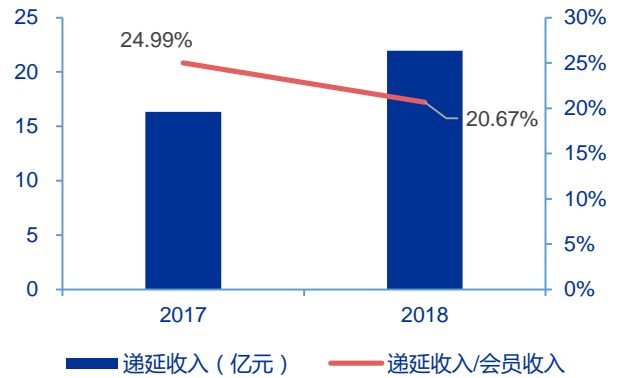
单位：元	芒果 TV	爱奇艺	腾讯视频	优酷	Netflix
月度	¥ 15	¥ 15	¥ 15	¥ 15	\$12.99
季度	¥ 45	¥ 45	¥ 45	¥ 44	-
年度	¥ 178	¥ 178	¥ 178	¥ 198	-

资料来源：各公司官网，申万宏源研究

注：Netflix 选取其订阅量最大的标准套餐，单位为美元

图 57：芒果超媒递延收入（单位：亿元）


资料来源：芒果超媒 2018 年报，申万宏源研究

图 58：爱奇艺递延收入（单位：亿元）


资料来源：爱奇艺 2018 年报，申万宏源研究

对于新用户，芒果 TV 首三月每月 9 元，爱奇艺首月 6 元，优酷首月 9.9 元。对于连续包年用户，芒果 TV、爱奇艺、腾讯视频价格为 178 元，优酷为 198 元。Netflix 的三种套餐中，订阅量最大的标准套餐每月 12.99 美元。当前国人付费习惯仍处培养期，各大视频网站仍需通过价格优惠吸引客户，中短期 ARPPU 的提升空间有限。

（2）广告业务：19 年综艺仍然强势，传统消费类广告主支撑下软广有望逆势高增

芒果 TV 的内容重点在于综艺，除了传统贴片广告及 APP 信息流广告，综艺亦灵活采取“冠名”、“合作”、“指定”等**软广招商**，且芒果 TV 在湖南卫视台综版权上独立招商，扩大了整体的广告规模。2018 年芒果 TV 的广告收入为 24.11 亿元，占互联网视频业务收入的 75%，对应单用户月均广告收入为 20.09 元，同比增长 19%。同期爱奇艺的广告收入为 93.28 亿元，占互联网视频业务收入的 40.87%，对应单用户月均广告收入为 17.3 元。

表 27：2018 年视频平台广告收入对比

指标	芒果 TV	爱奇艺
广告收入（亿元）	24.11	93.28
广告收入/互联网视频业务收入（%）	74.78%	40.87%
单用户月均广告收入（元）	20.1	17.3

资料来源：各公司财报，艾瑞指数，申万宏源研究

注：用户数取期末值

从广告主属性看，我们通过猫眼统计了 19 年至今爱奇艺和芒果 TV 两大平台综艺热度榜前 5 名的自制节目广告主类型，芒果的自制综艺以生活类真人秀为主，且偏向女性用户，可为护肤品、洗护用品等景气度稳定的消费品打造应用场景，方便植入。爱奇艺的广告主类型相对分散。

表 28：芒果猫眼全网热度榜 2019 自制节目 Top5 及其广告主

节目	上线时间	广告主
童言有计 第二季	2019.05.19	美赞臣铂睿，宝宝树
密室大逃脱	2019.03.01	脉动
我最爱的女人们	2019.05.10	铂爵旅拍，拼多多 Jeep，比音勒芬，雪天盐
妻子的浪漫旅行 第二季	2019.02.14	金领冠，小红书，贝壳 铂爵旅拍，奢悦，三星 999 感冒灵
哈哈农夫	2019.03.28	舒肤佳，创福康，风行 T5L 雪天盐，素士电动牙刷

资料来源：猫眼专业版，申万宏源研究

*计算占比时剔除品牌重复影响

表 29：爱奇艺猫眼全网热度榜 2019 自制节目 Top5 及其广告主

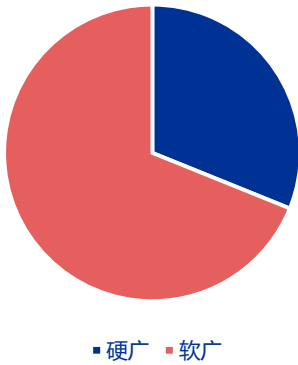
节目	上线时间	广告主
中国新说唱 2019	2019.06.14	有钱花，战马能量型维生素饮料 江小白，百事可乐无糖 苏菲口袋魔法，清扬洗发水 益达口香糖，腾讯音乐娱乐 网易云音乐
乐队的夏天	2019.05.25	优酸乳果果昔，vivoX27 手机 别克 VELITE6，七度空间萌睡裤 腾讯音乐娱乐
喜欢你，我也是	2019.04.11	巧乐兹，三草两木
我是唱作人	2019.04.12	农夫山泉茶π！，拼多多，黑人牙膏 青岛啤酒，腾讯音乐娱乐
青春有你	2019.01.21	蒙牛真果粒，网易考拉，炫迈无糖口香糖，三草 两木，QQ 音乐， 酷狗音乐，酷我音乐，全民 K 歌 铂爵旅拍，肯德基，妙卡巧克力 New Balance，咪咕音乐

资料来源：猫眼专业版，申万宏源研究

*计算占比时剔除品牌重复影响

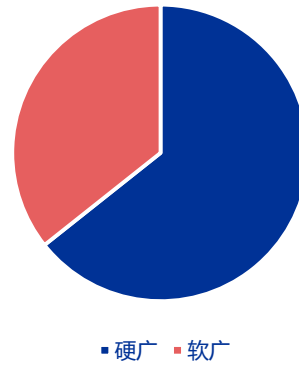
从广告收入结构看，芒果综艺节目数量多，方便植入冠名，广告形式以软广为主，而爱奇艺则以硬广为主（贴片广告较多），根据星联互动的数据，2018 年芒果硬广收入约为 7.5 亿元，占广告收入比例为 31%，而爱奇艺硬广收入约为 60 亿元，占广告收入比例为 64%。

图 59：芒果广告收入以软广为主（%）



资料来源：星联互动，芒果 2018 年报，申万宏源研究

图 60：爱奇艺广告收入以硬广为主（%）



资料来源：星联互动，爱奇艺 2018 年报，申万宏源研究

19 上半年芒果综艺仍然强势，未受到头部平台太大威胁。截至 6 月 2 日，2019 年度市场有效市占率前十的网络综艺中，芒果 TV 占据 3 席，上榜节目的豆瓣平均评分相对较高。随着芒果自制综艺占比持续提升，19 年芒果软广收入增长值得期待。

表 30：2019 年网络综艺有效播放市占率前十（截至 6 月 2 日）

排名	名称	正片有效播放市场占有率	播放平台	豆瓣评分
1	青春有你	11.15%	爱奇艺	4.7
2	妻子的浪漫旅行第二季	9.60%	爱奇艺、芒果 TV	6.7
3	以团之名	5.88%	优酷	4
4	创造营 2019	5.56%	腾讯	5.9
5	密室大逃脱	3.92%	芒果 TV	6.2
6	我是唱作人	3.53%	爱奇艺	8.1
7	哈哈农夫	2.96%	芒果 TV	6.3
8	现在就告白第三季	2.67%	腾讯	-
9	这！就是原创	2.59%	优酷	7
10	小姐姐的花店	2.59%	爱奇艺	5.5

资料来源：云合数据，豆瓣，申万宏源研究

我们认为，1) 爱奇艺和腾讯视频 1Q19 广告增速承压一方面由于流量增速放缓，另一方面它们较为依赖的硬广（以贴片为主）效果监测较难、广告主较为分散，受宏观环境影响可能更大。2) 芒果软广占比高，且流量低基数下增长较快，其广告收入有望逆势高增。

4.1.2 运营业务：省外 IPTV 或有较大增长空间

2018 年，芒果超媒的运营业务收入为 9.23 亿元，同比增长 51%。其中 IPTV 业务收入为 6.99 亿元，移动增值收入为 2.24 亿元。运营业务主要按照基础服务和增值服务两种方式付费。基础服务根据合同以用户数为基数按照约定单价向快乐阳光支付费用；增值服务根据用户对不同增值内容包的 actual 点播量/购买量按一定比例向快乐阳光支付费用。

由于 IPTV 牌照只能授予广电播出机构，再由其授权下属公司进行运营，背靠湖南广电的芒果 TV 拥有天然牌照壁垒。芒果的 IPTV 业务主要在湖南省，但以芒果专区的形式拓展到了北京、湖北、贵州、上海、福建等 50 多个省份。

1) 省内业务收入方面，**用户数**增长主要来自于湖南省内 IPTV 渗透率的提升，我们在第三节提到 2018 年湖南省 IPTV 渗透率预计在 30%左右，与广东省 40%的渗透率有差距；ARPPU 基本保持稳定。因此省内业务中短期中仍有提升空间，但天花板较低。

2) 省外业务收入方面，芒果 TV 专区已覆盖湖北、上海、北京、贵州、广西、广东等省份。考虑到芒果 TV 内容优势以及与中国移动合作将有效拓展省外用户，省外业务收入或有较大增长空间。

表 31：湖南 IPTV 已渗透省份用户数

省份或地区	电信 IPTV 用户数 (万人)	联通 IPTV 用户数 (万人)
北京	18	178
上海	379	13
广东	1023	118
广西	371	6
贵州	198	31
湖北	456	51

资料来源：流媒体网，申万宏源研究

3) 移动增值业务方面，根据芒果超媒重组报告书，移动增值业务采取专区搭建、包月订购、内容点播等多种运营方式与中国移动、联通等三大运营商下属的基地公司及部分省公司合作开展视频、阅读、动漫、音乐、语音杂志等业务。同时与三大运营商合作开展“芒果 TV” App 定向流量包业务，为其 4G 用户提供包流量的专属内容服务。得益于芒果 TV 独特优质内容优势，公司移动视频增值产品认可度高，为运营商 S 级内容合作伙伴。此块业务增长取决于运营商平台用户扩张情况。

4.2 成本费用端：内容成本率优势明显，销售费用率或将维持高位

(1) 单用户内容成本低于同行，未来成本率或先高后低

内容成本包括自制内容成本、外购版权内容成本以及分成成本。版权内容属于无形资产需要每期进行摊销，因此各主流视频平台的内容成本受摊销政策影响较大。

摊销政策方面，爱奇艺多数版权内容和已播出的原创内容摊销年限均在 2 年以内甚至 1 年以内，而芒果主要规定影视版权在 5 年内进行摊销。爱奇艺多数非独播版权内容加速摊销，其内容摊销政策更为严格。

表 32：芒果与爱奇艺内容摊销政策比较

视频平台	摊销政策
芒果超媒	受益期间确定且大于 3 年（含）按 532 摊销法摊销；超过 2 年（含）但小于 3 年按五五分摊法；小于 2 年在受益期内按月直线摊销
爱奇艺	多数非独播版权内容加速摊销，原创内容按收入占比法

资料来源：各公司 2018 年报，申万宏源研究

受限于财报披露，无法确认快乐阳光 2018 年度具体摊销情况。如果从芒果超媒整体来看，2018 年其影视版权摊销（可理解为内容成本）为 22 亿元，占总营收 22%。爱奇艺内容成本 147 亿元，占总营收 59%。同期芒果和爱奇艺单用户内容成本分别为 18.3 元和 27.2 元，芒果成本优势明显。19 年公司将加大外购版权投入由此预计成本率短期会有所上升，后续大规模内容投入虽仍将持续，但低基数下的收入快速增长、较为多元的变现渠道、以及“限薪令”效果落地将在未来对新媒体业务成本率起到一定改善作用。

表 33：不同视频平台内容成本率比较

项目	芒果 TV	爱奇艺	Netflix
内容成本（摊销口径）/总营收（%）	22.32%	58.70%	47.70%
单用户内容成本（元）	18.33	27.22	373.75

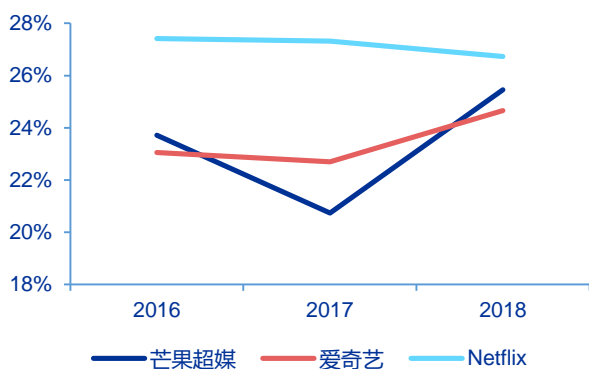
资料来源：各公司财报，艾瑞指数，申万宏源研究

注 1：芒果 TV、爱奇艺用户量按艾瑞指数 18 年 12 月月活跃设备数计算

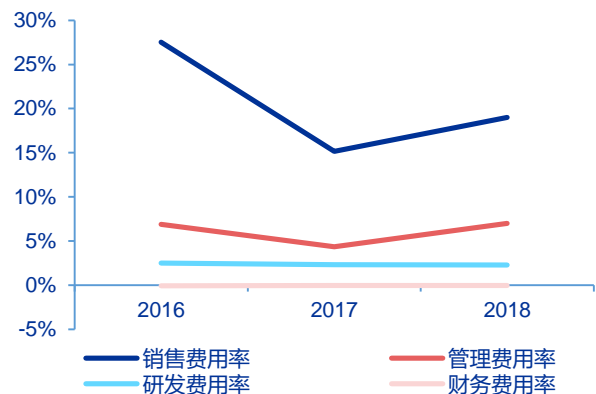
注 2：汇率使用 2019 年 5 月 31 日美元兑人民币中间价 6.8992 计算

（2）费用端：期间费用率增长较快，仍需加大推广获客

2018 年芒果超媒的期间费用率为 25.5%，略高于爱奇艺的 24.6%。从期间费用的构成来看，销售费用占比较大，主要由于芒果 TV 平台用户规模仍在扩张期，需要继续通过营销投入来获客，而爱奇艺用户增长已放缓。我们判断未来费用率仍将保持高位。

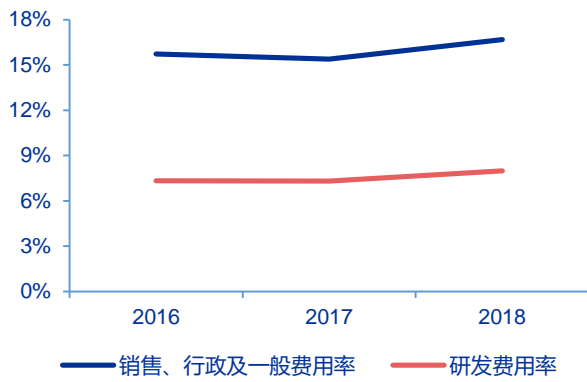
图 61：各平台期间费用率对比（%）


资料来源：各公司财报，申万宏源研究

图 62：芒果超媒期间费用率结构（%）


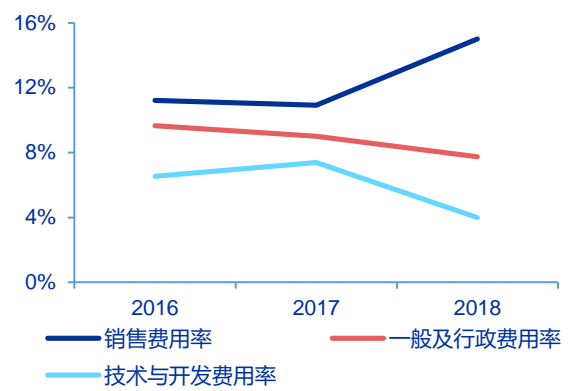
资料来源：芒果超媒重组书，2018 年报，申万宏源研究

图 63：爱奇艺期间费用率构成（%）



资料来源：爱奇艺 2018 年报，申万宏源研究

图 64：Netflix 期间费用率构成（%）



资料来源：Netflix 2018 年报，申万宏源研究

5. 盈利预测与估值分析

5.1 收入和成本预测

(1) 新媒体平台运营：主要由互联网视频业务和运营商业务组成

会员业务：1) 2018 年 12 月芒果 TV MAU 为 1.2 亿（艾瑞指数），同比增长 52%。未来 MAU 在低基数水平上仍有增长空间。**2)** 2018 年芒果 TV 付费率为 8.96%，与爱奇艺 16.16% 的水平差距较大。随着优质内容稳定输出以及用户付费意识不断增强，其付费率有望向头部平台看齐。**3)** 芒果 TV 仍处于促销拉新提高付费率阶段，短期提价较难。我们预计 2019-2021 年会员收入增速为 70.0%/38.3%/31.3%。

表 34：芒果超媒会员收入预测

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
会员收入（百万元）	390.20	835.03	1419.58	1963.48	2578.09
Yoy	126.12%	114.00%	70.00%	38.31%	31.30%
MAU（百万）	79.00	120.00	174.00	190.00	210.00
Yoy	9.72%	51.90%	45.00%	9.20%	10.53%
付费率	5.71%	8.96%	10.50%	13.30%	15.80%
期末会员人数（百万）	4.51	10.75	18.27	25.27	33.18
ARPPU（元）	86.52	77.68	77.70	77.70	77.70

资料来源：芒果超媒 2018 年报，艾瑞指数，申万宏源研究

广告业务：芒果自制综艺 19 年表现仍然强势，并未受到三大视频网站太大威胁，考虑到芒果女性用户价值较高，随着自制综艺占比不断提升，软广收入依然有较大增长空间。我们预计 2019-2021 年广告收入增速为 45.8%/18.9%/15.6%。

表 35：芒果超媒广告收入预测

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
广告收入（百万元）	1331.80	2410.56	3514.80	4180.00	4830.00
Yoy	65.24%	81.00%	45.81%	18.93%	15.55%
MAU（百万）	79.00	120.00	174.00	190.00	210.00
单用户广告收入（元）	16.86	20.09	20.20	22.00	23.00

资料来源：芒果超媒 2018 年报，艾瑞指数，申万宏源研究

运营商业务：公司的运营商收入主要来自 IPTV 业务（不含 OTT）。**1)** 用户规模上，随着 IPTV 省内渗透率提升，以及省外业务拓展，用户规模有望进一步扩大，且随着 5G 落地，IPTV 业务有望与 5G 套餐绑定销售，实现收入快速增长。**2)** 与互联网视频业务逻辑相似，我们认为扩张期 ARPU 提升空间有限。我们预计 2019-2021 年运营商业务增速为 33.8%/47.9%/32.5%。

表 36 : 芒果超媒运营商收入预测

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
运营业务收入	611.17	956.14	1279.18	1892.13	2507.89
Yoy	98.88%	56.44%	33.79%	47.92%	32.54%
IPTV 收入(百万元)	439.91	724.93	1001.73	1573.07	2156.92
Yoy	135.62%	64.79%	38.18%	57.03%	37.12%
移动增值收入(百万元)	171.26	231.20	277.45	319.06	350.97
Yoy	42.00%	35.00%	20.00%	15.00%	10.00%

资料来源：芒果超媒 2018 年报，申万宏源研究

新媒体平台业务毛利率：19 年公司将加大外购版权投入由此预计毛利率短期会有下滑，后续大规模内容投入虽将持续，但低基数下的收入快速增长、较为多元的变现渠道、以及“限薪令”效果落地将在未来对新媒体业务毛利率起到一定改善作用，我们预计 2019-2021 年公司新媒体平台运营业务毛利率为 32.9%/35.4%/36.6%。

(2) 新媒体互动娱乐制作业务：主要包括天娱传媒、芒果互娱、芒果娱乐及芒果影视的相关收入。预计 19-21 年收入增速为 0.3%/3.8%/0.4%，毛利率为 48.4%/47.6%/46.0%。

(3) 媒体零售业务：主要是以快乐购为运营主体的电视购物业务，2018 年媒体零售业务收入下滑 29.7%。虽然传统媒体电商仍受到线上平台较大冲击，但随着 19 年快乐购发力明星带货模式，增速下滑有望缩窄。2019-2021 年增速为-10.0%/-4.3%/-2.3%，毛利率为 24.9%/24.6%/24.4%。

期间费用率与归母净利润：2018 年芒果超媒期间费用率达到 25.5%，同比提升 4.8pct，主要由于节目宣传带来的推广费用增加、销售人员的激励力度提升而导致销售费用率显著提高（yoy+4.35pct）。考虑到芒果 TV 仍处于快速扩张获客阶段，销售费用率仍将处于高位，整体管理费率、研发费率随着平台组织完善和技术成熟或小幅改善，且 19 年股份发行费用的规模将缩小，我们预计 2019-2021 年芒果超媒期间费用率为 24.9%/24.7%/24.8%，归母净利润为 11.5/15.1/17.4 亿元，同比增长 33.0%/31.1%/15.2%。

表 37：芒果超媒盈利预测表

项目	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入（百万元）	8,271	9,661	11,514	13,403	15,267
yoy		16.8%	19.2%	16.4%	13.9%
综合毛利率	22.7%	37.0%	36.5%	37.4%	37.6%
新媒体平台运营收入（百万元）	2,344	4,180	6,214	8,046	9,926
yoy		78.3%	48.7%	29.5%	23.4%
新媒体平台运营毛利率	15.1%	38.8%	32.9%	35.4%	36.6%
新媒体互动娱乐内容制作收入（百万元）	2,904	3,249	3,258	3,384	3,397
yoy		11.9%	0.3%	3.8%	0.4%
新媒体互动娱乐内容制作毛利率	50.5%	39.9%	48.4%	47.6%	46.0%
媒体零售收入（百万元）	2,832	1,990	1,792	1,714	1,674
yoy		-29.7%	-10.0%	-4.3%	-2.3%
媒体零售毛利率	20.3%	27.0%	24.9%	24.6%	24.4%
其他收入（百万元）	191	242	250	260	270
yoy		26.7%	3.2%	4.0%	3.8%
其他毛利率	52.9%	51.1%	51.1%	51.1%	51.1%
期间费用率	20.7%	25.5%	24.9%	24.7%	24.8%
归母净利润（百万元）	715	866	1151	1508	1738
yoy		21.0%	33.0%	31.1%	15.2%

资料来源：芒果超媒 2018 年报，申万宏源研究

5.2 估值分析与投资建议

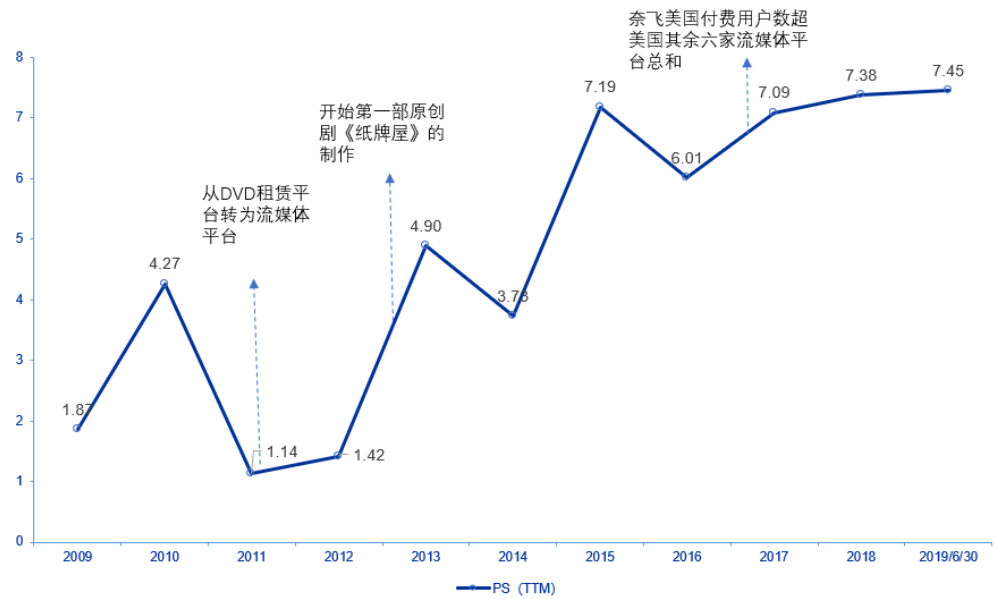
我们采用分部估值对芒果超媒市值空间进行判断，分部估值下芒果超媒目标市值 526 亿元。1) 作为芒果 TV、IPTV/OTT 运营主体的快乐阳光偏渠道性质，参考可比流媒体平台公司进行估值；2) 其余子公司包括天娱传媒、芒果影视、芒果娱乐、芒果互娱等偏内容性质，可参照影视娱乐内容公司进行估值。

(1) 快乐阳光 PS 估值 484 亿元

流媒体平台一般适用 PS 估值。由于现阶段流媒体平台竞争格局未定，仍需要持续的内容投入以维持市场份额，短期大部分平台仍无法盈利；大多数流媒体公司均为高成长性公司，业务规模及市场份额比盈利能力更为重要。

Netflix：PS 当前处于历史高位。2011 年以前 Netflix 以 DVD 租赁业务为主，11-13 年为转型阵痛期，PS 回落到 1 倍左右，甚至低于转型前的估值水平，13 年开始第一步自制剧《纸牌屋》的制作，估值水平进入上行区间，1Q17 奈飞美国付费用户数超过美国其他六家流媒体平台总和，独家精品内容加海外扩张顺利推动估值不断上行，至 2019 年 6 月底，奈飞 PS (TTM) 为 7.45 倍，处于近 10 年历史高位。

图 65：奈飞 PS 变化趋势



资料来源：Bloomberg，奈飞财报，申万宏源研究

爱奇艺自 2018 年 3 月上市后，PS 一直在 2.2-4.2 之间波动；1Q19 因监管政策导致内容上线延期，PS 有所下滑，且低于 Netflix，至 2019 年 6 月底，爱奇艺 PS (TTM) 为 3.09 倍。

图 66：爱奇艺 PS 变化趋势



资料来源：Bloomberg，爱奇艺财报，申万宏源研究

我们预计快乐阳光 2019-2021 收入为 78.1 亿、97.3 亿、116.4 亿元，可比流媒体平台（参考表 39）19 年平均 PS 为 5.74 倍，考虑到爱奇艺、B 站等前期受美股大跌风险偏

好下降导致估值降低，而快乐阳光已实现盈利，未来增速较高，且在 A 股具备稀缺性，给予其 19 年目标 PS 6.2 倍，对应目标市值 484 亿元。

表 38：快乐阳光盈利预测表

项目	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	3385	5607	7806	9730	11643
Yoy		65.6%	39.2%	24.7%	19.7%
净利润（百万元）	489	710	943	1297	1546
yoy		45.1%	32.9%	37.5%	19.2%

资料来源：芒果超媒 2018 年报，申万宏源研究

(2) 其余业务 PE 估值 42 亿元

我们预计其余业务 19 年实现净利润 2.08 亿，参考可比影视娱乐制作公司 19 年平均 PE 18.8 倍，考虑到芒果超媒其余业务具备较强内生渠道，给予其余业务 19 年目标 PE 20 倍，对应目标市值 42 亿元。

表 39：可比公司运营指标、估值指标对比（截至 2019 年 7 月 3 日收盘）

单位：	MAU	总市值	单用户估值	PS		EV/EBITDA		PE	
人民币	(百万)	(亿)	(元)	19E	20E	19E	20E	19E	20E
新媒体业务（流媒体平台、内容渠道一体化公司、广电新媒体公司）									
Netflix	149	11483	7714	8.25	6.66	56.24	37.86	95.81	56.79
爱奇艺	576	1038	180	3.31	2.65	11.58	7.31		
B 站	101	373	369	5.68	3.91		76.55		
影视娱乐内容制作（电影、电视制作）									
华策影视		116		1.74	1.50			20.30	17.67
慈文传媒		37		2.20	1.86			11.58	9.84
光线传媒		202		9.76	7.96			24.62	20.68

资料来源：Wind，Bloomberg，各公司财报，申万宏源研究

注：人民币兑美元汇率取 2019/07/03 值 6.8804

投资建议：目标市值 526 亿元，给予“买入”评级。我们预计芒果超媒 2019-2021 实现营收 115.1/134.0/152.7 亿元，实现归母净利润 11.5/15.1/17.4 亿元，对应 EPS 1.10/1.44/1.66 元，19-20 年 PE 分别为 36/28/24 倍。公司作为 A 股国资控股的新媒体平台具备稀缺性，其内容渠道一体化的生态体系构建了强大的内容自制壁垒，在业务保持高速增长的同时率先实现盈利。我们认为芒果具备较高的成长性，在增加外购版权投入和强化品牌调性的基础上，5 年内付费会员数有 4 倍空间（对应 5000 万会员），广告收入在其强大的内容自制体系和高用户价值保证下亦有一倍增长空间，此外省外 IPTV 市场广阔，拓展空间较大。我们通过分部估值给予公司目标市值 526 亿元，首次覆盖给予“买入”评级。

6. 风险提示

(1) 市场竞争加剧风险。各大视频网站通过持续高昂成本投入构建内容壁垒，芒果TV 或将面临激烈的市场竞争，用户增长和内容变现可能会面临较大压力。

(2) 内容监管进一步趋严风险。当前整体监管环境对影视综艺内容较为严格，但不排除政策监管有进一步趋严风险，使得芒果TV 部分项目下架或延期。

(3) 宏观经济下行风险。宏观经济环境下行或带来广告主预算的减少，芒果TV 广告收入可能受到影响。

(4) 人才流失风险。优质人才储备是公司内容自制和创新能力的基石，而市场化运营的芒果超媒有可能面临人才流失风险，导致项目招商和会员增长不及预期。

财务摘要

合并损益表

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	8,271	9,661	11,514	13,403	15,267
营业收入	8,271	9,661	11,514	13,403	15,267
新媒体平台运营	2,344	4,180	6,214	8,046	9,926
新媒体互动娱乐内容制作	2,904	3,249	3,258	3,384	3,397
媒体零售	2,832	1,990	1,792	1,714	1,674
其他	191	242	250	260	270
营业总成本	7,527	8,744	10,293	11,817	13,435
营业成本	5,774	6,083	7,316	8,386	9,525
新媒体平台运营	1,989	2,557	4,167	5,195	6,293
新媒体互动娱乐内容制作	1,437	1,954	1,682	1,772	1,835
媒体零售	2,258	1,453	1,345	1,292	1,265
其他	90	119	122	127	132
税金及附加	71	98	117	136	155
销售费用	1,181	1,801	2,071	2,406	2,756
管理费用	368	462	541	618	679
研发费用	190	221	259	295	330
财务费用	-23	-24	-26	-28	-26
资产减值损失	-33	104	16	-8	4
信用减值损失	0	0	-1	12	13
其他收益	7	30	30	30	30
投资收益	49	31	23	33	29
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	799	977	1,273	1,648	1,890
营业外收支	10	-30	-14	2	12
利润总额	809	947	1,260	1,651	1,902
所得税	3	19	26	34	40
净利润	806	928	1,233	1,616	1,863
少数股东损益	90	62	82	108	125
归属于母公司所有者的净利润	715	866	1,151	1,508	1,738

资料来源：申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	7,268	8,665	9,990	9,429	10,152
现金及等价物	2,160	2,526	3,251	2,688	3,062
应收款项	2,222	3,520	3,678	3,900	4,139
存货净额	1,330	2,215	2,658	2,436	2,547
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	1,556	404	404	404	404
长期投资	111	312	312	312	312
固定资产	252	207	160	109	55
无形资产及其他资产	1,945	2,927	4,883	7,739	11,696
资产总计	9,577	12,111	15,345	17,589	22,216
流动负债	4,634	6,179	6,179	6,807	9,572
短期借款	36	196	196	824	3,589
应付款项	4,179	5,744	5,744	5,744	5,744
其它流动负债	419	240	240	240	240
非流动负债	178	258	258	258	258

负债合计	4,812	6,437	6,437	7,065	9,830
股本	401	990	1,047	1,047	1,047
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	3,740	3,641	5,584	5,584	5,584
其他综合收益	0	0	0	0	0
盈余公积	82	85	88	92	97
未分配利润	80	923	2,071	3,575	5,309
少数股东权益	461	35	117	225	350
股东权益	4,765	5,674	8,908	10,524	12,387
负债和股东权益合计	9,577	12,111	15,345	17,589	22,216

资料来源：申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	806	928	1,233	1,616	1,863
加：折旧摊销减值	1,302	2,365	2,757	3,445	4,157
财务费用	11	14	-26	-28	-26
非经营损失	-46	-31	-23	-33	-29
营运资本变动	154	-509	-615	-5	-366
其它	-2,062	-3,143	0	0	0
经营活动现金流	165	-377	3,326	4,996	5,598
资本开支	97	32	4,651	6,247	8,045
其它投资现金流	-414	1,106	23	33	29
投资活动现金流	-511	1,074	-4,628	-6,214	-8,015
吸收投资	279	5	2,000	0	0
负债净变化	-32	160	0	628	2,765
支付股利、利息	58	34	-26	-28	-26
其它融资现金流	-3	-251	0	0	0
融资活动现金流	186	-121	2,026	656	2,791
净现金流	-160	577	725	-563	374

资料来源：申万宏源研究

重要财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标(元)					
每股收益	0.68	0.83	1.10	1.44	1.66
每股经营现金流	0.16	-0.36	3.18	4.77	5.35
每股红利	-	-	-	-	-
每股净资产	4.11	5.38	8.39	9.83	11.49
关键运营指标(%)					
ROIC	32.3	29.3	24.3	21.4	16.6
ROE	16.6	15.4	13.1	14.6	14.4
毛利率	30.2	37.0	36.5	37.4	37.6
EBITDA Margin	27.9	35.2	36.8	40.1	41.7
EBIT Margin	11.8	11.8	13.0	14.4	14.5
营业总收入同比增长					
归母净利润同比增长					
资产负债率	50.2	53.2	41.9	40.2	44.2
净资产周转率	1.92	1.71	1.31	1.30	1.27
总资产周转率	0.86	0.80	0.75	0.76	0.69
有效税率	0.4	2.1	2.1	2.1	2.1
股息率	-	-	-	-	-
估值指标(倍)					
P/E	58.0	47.9	36.0	27.5	23.9
P/B	9.6	7.4	4.7	4.0	3.4
EV/Sale	4.8	4.1	3.4	3.0	2.8
EV/EBITDA	17.3	11.6	9.1	7.4	6.7

股本

资料来源：申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swyhsc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swyhsc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。